

中航沈飞（600760）

证券研究报告

2025 年 08 月 28 日

Q2 末合同负债较年初大增 113%；重视军贸发展

事件：公司 8 月 25 日发布了 2025 年中报，上半年实现营收 146.3 亿元，YoY-32.4%；归母净利润 11.4 亿元，YoY-29.8%；扣非归母净利润 10.7 亿元，YoY-32.4%。公司收入同比下降主要是受产品配套交付进度及产品结构调整影响。但从资产负债表观察，公司 25Q2 末合同负债已经出现积极变化（25Q2 末合同负债为 75 亿元，较年初大增 113%），或说明下游需求逐步向好。我们认为，公司作为国内歼击机龙头之一，中长期或有望充分受益于国防装备的跨越式发展，以及海外军贸市场的积极开拓。

● Q2 业绩短期承压；吉航公司收入同比大增 108%

单季度看，公司 2Q24 实现营收 87.9 亿元，YoY-27.5%；归母净利润 7.1 亿元，YoY-21.8%。2025 年上半年综合毛利率为 12.3%，同比减少 0.27pct；净利率为 7.7%，同比增加 0.27pct，或展现了公司较强的精益管理能力。子公司方面，2025 上半年：1）沈飞公司实现收入 138.7 亿元，YoY-34.8%；净利润 11.2 亿元，YoY-30.7%；2）吉航公司实现收入 7.6 亿元，YoY+107.7%；净利润-932 万元，上年同期为-1443 万元。公司维修业务实现较快增长。

● Q2 末合同负债较年初大增 113%；经营活动净现金流显著改善

费用端，2025 年上半年公司期间费用率为 3.7%，同比增加 0.43pct。其中：1）销售费用率 0.03%，同比增加 0.02pct；2）管理费用率 2.7%，同比增加 1.17pct，主要是修理费、物料消耗等费用增加；3）研发费用率 1.2%，同比减少 1.38pct，主要受项目研制任务周期影响；4）财务费用率-0.3%，上年同期为-0.9%。**截至 25Q2 末，公司：**1）应收账款及票据 186.42 亿元，较年初减少 6.1%；2）存货 115.1 亿元，较年初减少 15.3%；3）合同负债 75.3 亿元，较年初大增 113%，主要是收到预收款增加导致；4）在建工程 22.9 亿元，较年初增长 31.5%，主要是新厂区工程投入导致；5）预付款 29.9 亿元，较年初增长 44.1%，对比观察 25Q2 末合同负债指标的变化，或说明公司正将货款向产业链中传导；6）25H1 经营活动净现金流 30.9 亿元，上年同期为-58.9 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加。

● 提质增效重视投资者回报；已完成 40 亿元定增募资工作

公司作为航空科技自立自强的“领头雁”，跨域跨代技术不断突破、先进制造体系升级迭代、新质生产力加速形成，新一代隐身战斗机歼-35A 相继亮相第十五届珠海航展、第五十五届巴黎航展，向世界展示了中国航空力量的蓬勃生机。此外，公司复材、钛合金产业化发展持续推进，航空产业布局系统新塑；高商载无人机货运项目落地实施，战新产业加速开拓；成功实现向特定对象发行股票募集资金 40 亿元，全力推动航空武器装备建设跨越式发展、谱系化拓展和规模化交付，加快建设现代航空工业体系。

盈利预测与评级：公司作为我国歼击机龙头有望受益于国防装备跨越式发展，叠加公司产业链龙头地位不断巩固、“研、造、修”一体化平台建设持续推进、以及积极拓展海外军贸市场，未来发展态势积极。我们考虑到公司下游需求变化，调整公司 2025-2027 年收入分别为 481.70/562.51/662.61 亿元（此前预测数为 492.84/571.94/662.02 亿元），调整归母净利润为 37.05/45.56/54.85 亿元（此前预测数为 38.27/45.60/53.83 亿元），对应 PE 为 47.11/38.31/31.82x，维持“买入”评级。

风险提示：产品交付不及预期；产品价格波动；军贸市场拓展不及预期。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	46,247.78	42,837.24	48,170.29	56,251.02	66,261.34
增长率(%)	11.18	(7.37)	12.45	16.78	17.80
EBITDA(百万元)	4,802.36	5,289.04	5,230.46	6,192.57	7,203.66
归属母公司净利润(百万元)	3,007.15	3,393.97	3,705.40	4,556.45	5,484.99
增长率(%)	30.47	12.86	9.18	22.97	20.38
EPS(元/股)	1.09	1.23	1.31	1.61	1.93
市盈率(P/E)	56.42	49.99	47.11	38.31	31.82
市净率(P/B)	11.24	9.94	8.68	7.49	6.43
市销率(P/S)	3.67	3.96	3.62	3.10	2.63
EV/EBITDA	20.86	24.50	30.43	23.89	19.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	61.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,835.09
流通 A 股股本(百万股)	2,748.19
A 股总市值(百万元)	174,556.78
流通 A 股市值(百万元)	169,205.81
每股净资产(元)	6.39
资产负债率(%)	69.43
一年内最高/最低(元)	67.88/37.81

作者

王泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

赵博轩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525020002
zhaoboxuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中航沈飞-季报点评:Q1 末合同负债较年初大增 58%；积极开拓军贸市场》 2025-05-09
- 2 《中航沈飞-年报点评报告:净利率水平创历史新高；歼击机龙头持续高质量发展》 2025-04-03
- 3 《中航沈飞-半年报点评:国内外共振齐发展，歼击机“链长”持续景气》 2024-09-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,572.29	9,892.07	15,387.87	26,595.39	37,193.98
应收票据及应收账款	9,423.83	19,845.52	7,359.35	14,516.05	3,889.88
预付账款	9,290.99	2,071.88	13,175.67	7,295.62	13,581.10
存货	11,649.72	13,600.85	13,375.59	19,378.47	20,769.07
其他	661.86	4,610.79	1,870.31	1,900.95	2,039.34
流动资产合计	46,598.70	50,021.10	51,168.79	69,686.47	77,473.38
长期股权投资	236.34	237.34	237.34	237.34	237.34
固定资产	4,535.12	5,641.01	6,295.83	6,300.84	6,342.72
在建工程	1,355.19	1,743.23	1,395.26	1,186.68	1,075.68
无形资产	974.66	1,652.78	2,013.57	2,349.37	2,565.17
其他	1,766.44	2,294.37	1,998.68	2,048.51	2,098.51
非流动资产合计	8,867.74	11,568.74	11,940.69	12,122.74	12,319.41
资产总计	55,466.44	61,589.83	63,109.47	81,809.21	89,792.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	27,071.30	32,394.04	9,829.94	39,301.14	18,511.31
其他	8,531.75	5,862.12	27,701.05	13,538.48	38,270.48
流动负债合计	35,603.05	38,256.17	37,530.99	52,839.62	56,781.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,605.78	4,282.83	3,500.00	3,700.00	3,900.00
非流动负债合计	3,605.78	4,282.83	3,500.00	3,700.00	3,900.00
负债合计	39,208.83	42,538.99	41,030.99	56,539.62	60,681.78
少数股东权益	1,162.60	1,974.32	1,975.61	1,977.21	1,979.13
股本	2,755.70	2,755.70	2,835.09	2,835.09	2,835.09
资本公积	5,049.23	5,197.20	5,216.54	5,216.54	5,216.54
留存收益	7,641.57	9,547.46	12,141.24	15,330.75	19,170.24
其他	(351.49)	(423.83)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
股东权益合计	16,257.61	19,050.84	22,078.48	25,269.59	29,111.01
负债和股东权益总计	55,466.44	61,589.83	63,109.47	81,809.21	89,792.79

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,009.19	3,412.90	3,705.40	4,556.45	5,484.99
折旧摊销	835.85	1,041.49	1,282.35	1,367.78	1,453.33
财务费用	3.94	4.59	(141.68)	(231.90)	(372.74)
投资损失	(16.12)	(2.59)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(8,186.08)	(8,629.08)	3,133.14	8,138.63	6,893.85
其它	(39.86)	430.78	1.85	2.28	2.74
经营活动现金流	(4,393.06)	(3,741.91)	7,978.06	13,830.23	13,459.18
资本支出	(1,200.34)	2,536.79	2,732.83	1,300.00	1,400.00
长期投资	160.03	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,143.73)	(4,029.85)	(4,679.83)	(2,797.00)	(2,997.00)
投资活动现金流	(2,184.05)	(1,492.05)	(1,947.00)	(1,497.00)	(1,597.00)
债权融资	280.49	188.15	144.35	241.90	382.74
股权融资	(1,064.45)	(1,026.66)	(679.61)	(1,367.62)	(1,646.32)
其他	439.16	391.77	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(344.80)	(446.74)	(535.26)	(1,125.72)	(1,263.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6,921.91)	(5,680.70)	5,495.80	11,207.51	10,598.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	46,247.78	42,837.24	48,170.29	56,251.02	66,261.34
营业成本	41,184.21	37,497.28	42,223.98	49,131.08	57,812.45
营业税金及附加	136.93	169.24	192.68	225.00	265.05
销售费用	12.95	5.83	6.69	7.97	9.39
管理费用	1,004.82	937.24	1,022.31	1,152.02	1,350.24
研发费用	975.64	727.17	809.52	948.16	1,116.89
财务费用	(284.87)	(281.78)	(141.68)	(231.90)	(372.74)
资产/信用减值损失	26.47	95.63	100.00	95.00	90.00
公允价值变动收益	0.00	(20.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.12	2.59	3.00	3.00	3.00
其他	136.39	60.25	50.00	60.00	60.00
营业利润	3,397.08	3,920.72	4,209.79	5,176.69	6,233.06
营业外收入	2.83	4.72	8.00	8.68	8.00
营业外支出	5.28	10.60	5.00	5.00	5.00
利润总额	3,394.63	3,914.84	4,212.79	5,180.37	6,236.06
所得税	385.44	501.94	505.53	621.64	748.33
净利润	3,009.19	3,412.90	3,707.26	4,558.73	5,487.74
少数股东损益	2.04	18.93	1.85	2.28	2.74
归属于母公司净利润	3,007.15	3,393.97	3,705.40	4,556.45	5,484.99
每股收益（元）	1.09	1.23	1.31	1.61	1.93

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.18%	-7.37%	12.45%	16.78%	17.80%
营业利润	30.72%	15.41%	7.37%	22.97%	20.41%
归属于母公司净利润	30.47%	12.86%	9.18%	22.97%	20.38%
获利能力					
毛利率	10.95%	12.47%	12.34%	12.66%	12.75%
净利率	6.50%	7.92%	7.69%	8.10%	8.28%
ROE	19.92%	19.88%	18.43%	19.56%	20.22%
ROIC	-29.23%	-326.99%	52.02%	92.35%	-154.21%
偿债能力					
资产负债率	70.69%	69.07%	65.02%	69.11%	67.58%
净负债率	-95.10%	-51.83%	-69.61%	-105.13%	-127.63%
流动比率	1.31	1.31	1.36	1.32	1.36
速动比率	0.98	0.95	1.01	0.95	1.00
营运能力					
应收账款周转率	7.16	2.93	3.54	5.14	7.20
存货周转率	3.88	3.39	3.57	3.43	3.30
总资产周转率	0.81	0.73	0.77	0.78	0.77
每股指标（元）					
每股收益	1.09	1.23	1.31	1.61	1.93
每股经营现金流	-1.59	-1.36	2.81	4.88	4.75
每股净资产	5.48	6.20	7.09	8.22	9.57
估值比率					
市盈率	56.42	49.99	47.11	38.31	31.82
市净率	11.24	9.94	8.68	7.49	6.43
EV/EBITDA	20.86	24.50	30.43	23.89	19.06
EV/EBIT	25.25	30.50	40.31	30.66	23.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com