



## Q3 业绩现拐点，军贸加持赢未来

### —— 中航沈飞点评报告

2025 年 10 月 30 日

#### 核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，前三季度公司实现营业收入 206.07 亿元，同比下降 18.5%；实现归母净利润 13.62 亿元，同比下降 25.1%。
- **交付进度加速，Q3 同比改善：**受上半年交付进度以及产品结构调整影响，前三季度公司营收 206.07 亿元（YoY-18.5%），归母净利润 13.62 亿元（YoY-25.1%），毛利率 11.8%，YoY-0.7pct。Q3 交付边际向好，25Q3 营收 59.78 亿元（YoY+62.8%，QoQ-32.0%）；归母净利润 2.25 亿元（YoY+12.9%，QoQ-68.1%），同比营收净利双双增长，环比大幅下降或因主机厂季节性变动所致。
  - **单季来看，利润增速大幅低于营收增速，主因：**1) 毛利率承压，公司 Q3 毛利率 10.8%（YoY-1.4pct，QoQ-1.2pct），或因产品结构和成本变化所致。2) 信用减值-0.79 亿元，同比增长由正转负，但若同比前三季度，此项变动不大，或因年内结算节点变化所致。
  - **期间费用率维持稳定：**公司前三季度期间费用率 4.0%，同比上涨 0.4pct，总体较为稳定。其中管理费用率 3.0%，YoY+1.0pct，研发费用率 1.2%，YoY-1.2pct。
- **下游需求修复，看好公司全年业绩兑现：**25Q3 合同负债为 56.5 亿元，较年初增加 60.2%，较 25H1 减少 25.0%，主要系 25H1 收到的预收款增加，同时订单陆续交付结转至收入所致。订单陆续签订，下游需求持续修复，看好公司全年业绩兑现。公司存货 129.1 亿元，较年初下降 5.1%，或与公司根据订单陆续生产和交付有关。
- **增加募投项目实施主体，提高防务装备生产能力：**公司定增 40 亿拟用于复合材料、钛合金以及飞机维修等能力建设项目。10 月 9 日公告增加沈飞公司作为募投项目的实施主体，并使用部分募集资金及产生的利息对沈飞公司增资 34.8 亿元以实施募投项目。实施后，将提高公司航空防务装备生产建设能力，增强航空防务装备维修能力，实现产业链纵向延伸，有望助力公司航空武器装备建设跨越式发展、谱系化拓展和规模化交付。
- **2025 关联交易企稳，航空链订单增速阶段性放缓：**2025 年，公司调低向关联方采购额度，全年预计 191.6 亿元，同比减少 22.2%，较 24 年实际发生值增加 2.03%，或预示 2025 年航空链下游重点方向转向十五五规划需求适配与结构性调整，主力机型订单增速阶段性放缓。展望全年，随着 Q3 业绩拐点的出现，结合价格调整机制的加持，25 年业绩增长依然可期。
- **军贸景气度提升，公司将深度受益。**航空工业集团将军贸作为核心主业，推动构建国内、国际双循环相互促进的军贸发展新格局。公司作为航空产业链链长单位之一，型号谱系较为齐全，有望深受益于国际军贸市场格局的演化。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 年净利润分别为 37.25/41.79/49.39 亿元，EPS 分别为 1.31/1.47/1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 48/42/36 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动的风险；客户延迟验收的风险；市场竞争和军品审价导致毛利率下降的风险。

#### 中航沈飞（股票代码：600760）

**推荐** 维持评级

#### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

#### 市场数据

2025 年 10 月 30 日

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 600760   |
| A 股收盘价(元)    | 62.61    |
| 上证指数         | 3,986.90 |
| 总股本(万股)      | 283,509  |
| 实际流通 A 股(万股) | 274,819  |
| 流通 A 股市值(亿元) | 1,721    |

#### 相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 1.【银河军工】公司点评报告\_国防军工\_中航沈飞\_合同负债大增，构建国内+国际双循环发展格局
- 2.【银河军工】公司点评报告\_国防军工\_中航沈飞\_逆势增利凸显韧性，战略布局蓄力“十五五”
- 3.【银河军工】公司点评报告\_国防军工\_中航沈飞\_归母净利润稳定增长，成本管控能力突出

主要财务指标预测

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 42,837 | 44,901 | 50,286 | 57,847 |
| 收入增长率%     | -7.37  | 4.82   | 11.99  | 15.04  |
| 归母净利润(百万元) | 3,394  | 3,725  | 4,179  | 4,939  |
| 利润增长率%     | 12.86  | 9.76   | 12.18  | 18.19  |
| 分红率%       | 32.48  | 34.43  | 34.52  | 33.81  |
| 毛利率%       | 12.47  | 12.60  | 12.50  | 12.80  |
| 摊薄 EPS(元)  | 1.20   | 1.31   | 1.47   | 1.74   |
| PE         | 52.30  | 47.65  | 42.47  | 35.94  |
| PB         | 10.39  | 9.04   | 7.88   | 6.81   |
| PS         | 4.14   | 3.95   | 3.53   | 3.07   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 50,021 | 55,100 | 60,862 | 72,905 |
| 现金         | 9,892  | 20,268 | 20,904 | 25,023 |
| 应收账款       | 19,225 | 10,272 | 13,939 | 18,410 |
| 其它应收款      | 21     | 37     | 50     | 45     |
| 预付账款       | 2,072  | 8,298  | 7,220  | 7,244  |
| 存货         | 13,601 | 12,696 | 14,213 | 16,970 |
| 其他         | 5,210  | 3,529  | 4,535  | 5,214  |
| 非流动资产      | 11,569 | 11,128 | 10,579 | 9,940  |
| 长期投资       | 425    | 425    | 425    | 425    |
| 固定资产       | 5,641  | 5,244  | 4,439  | 3,411  |
| 无形资产       | 1,653  | 2,291  | 2,891  | 3,454  |
| 其他         | 3,849  | 3,167  | 2,824  | 2,650  |
| 资产总计       | 61,590 | 66,227 | 71,442 | 82,845 |
| 流动负债       | 38,256 | 40,299 | 42,619 | 50,477 |
| 短期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款       | 25,344 | 20,525 | 24,900 | 29,674 |
| 其他         | 12,912 | 19,774 | 17,718 | 20,803 |
| 非流动负债      | 4,283  | 4,309  | 4,297  | 4,296  |
| 长期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | 4,283  | 4,309  | 4,297  | 4,296  |
| 负债总计       | 42,539 | 44,608 | 46,916 | 54,773 |
| 少数股东权益     | 1,974  | 1,986  | 2,000  | 2,019  |
| 归属母公司股东权益  | 17,077 | 19,633 | 22,526 | 26,053 |
| 负债和股东权益    | 61,590 | 66,227 | 71,442 | 82,845 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流    | -3,742 | 12,635 | 3,050  | 6,646  |
| 净利润        | 3,413  | 3,737  | 4,192  | 4,959  |
| 折旧摊销       | 1,067  | 1,587  | 1,694  | 1,784  |
| 财务费用       | 5      | 0      | 0      | 0      |
| 投资损失       | -3     | -22    | -25    | -29    |
| 营运资金变动     | -8,014 | 7,768  | -2,995 | -268   |
| 其他         | -210   | -434   | 184    | 199    |
| 投资活动现金流    | -1,492 | -1,117 | -1,116 | -1,114 |
| 资本支出       | -3,048 | -1,140 | -1,141 | -1,143 |
| 长期投资       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | 1,555  | 22     | 25     | 29     |
| 筹资活动现金流    | -447   | -1,142 | -1,298 | -1,414 |
| 短期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | -447   | -1,142 | -1,298 | -1,414 |
| 现金净增加额     | -5,680 | 10,376 | 637    | 4,119  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 42,837 | 44,901 | 50,286 | 57,847 |
| 营业成本     | 37,497 | 39,243 | 44,000 | 50,443 |
| 税金及附加    | 169    | 180    | 201    | 231    |
| 销售费用     | 6      | 4      | 5      | 6      |
| 管理费用     | 937    | 943    | 1,056  | 1,186  |
| 研发费用     | 727    | 741    | 805    | 897    |
| 财务费用     | -282   | -198   | -405   | -418   |
| 资产减值损失   | -38    | 1      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益 | -20    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益及其他  | 197    | 251    | 142    | 149    |
| 营业利润     | 3,921  | 4,239  | 4,767  | 5,653  |
| 营业外收入    | 5      | 8      | 5      | 6      |
| 营业外支出    | 11     | 6      | 7      | 8      |
| 利润总额     | 3,915  | 4,240  | 4,765  | 5,650  |
| 所得税      | 502    | 503    | 572    | 691    |
| 净利润      | 3,413  | 3,737  | 4,192  | 4,959  |
| 少数股东损益   | 19     | 12     | 13     | 20     |
| 归属母公司净利润 | 3,394  | 3,725  | 4,179  | 4,939  |
| EBITDA   | 4,700  | 5,629  | 6,053  | 7,016  |
| EPS（元）   | 1.20   | 1.31   | 1.47   | 1.74   |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入增长率  | -7.4%  | 4.8%   | 12.0%  | 15.0%  |
| 营业利润增长率   | 15.4%  | 8.1%   | 12.5%  | 18.6%  |
| 归母净利润增长率  | 12.9%  | 9.8%   | 12.2%  | 18.2%  |
| 毛利率       | 12.5%  | 12.6%  | 12.5%  | 12.8%  |
| 净利率       | 8.0%   | 8.3%   | 8.3%   | 8.6%   |
| ROE       | 19.9%  | 19.0%  | 18.6%  | 19.0%  |
| ROIC      | 16.6%  | 16.4%  | 15.6%  | 16.3%  |
| 资产负债率     | 69.1%  | 67.4%  | 65.7%  | 66.1%  |
| 净资产负债率    | 223.3% | 206.3% | 191.3% | 195.1% |
| 流动比率      | 1.31   | 1.37   | 1.43   | 1.44   |
| 速动比率      | 0.78   | 0.78   | 0.85   | 0.89   |
| 总资产周转率    | 0.73   | 0.70   | 0.73   | 0.75   |
| 应收账款周转率   | 3.25   | 3.04   | 4.15   | 3.58   |
| 应付账款周转率   | 1.63   | 1.71   | 1.94   | 1.85   |
| 每股收益      | 1.20   | 1.31   | 1.47   | 1.74   |
| 每股经营现金流   | -1.32  | 4.46   | 1.08   | 2.34   |
| 每股净资产     | 6.02   | 6.93   | 7.95   | 9.19   |
| P/E       | 52.30  | 47.65  | 42.47  | 35.94  |
| P/B       | 10.39  | 9.04   | 7.88   | 6.81   |
| EV/EBITDA | 35.67  | 27.94  | 25.88  | 21.74  |
| PS        | 4.14   | 3.95   | 3.53   | 3.07   |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良：**制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 12 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森：**军工行业分析师。证券从业 6 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间   |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |

## 联系

|                            |        |                                                                                                   |
|----------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中国银河证券股份有限公司 研究院           | 机构请致电： |                                                                                                   |
| 深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  | 深广地区：  | 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn<br>苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn   |
| 上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层    | 上海地区：  | 陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn<br>李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn |
| 北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦  | 北京地区：  | 田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn<br>褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn         |
| 公司网址：www.chinastock.com.cn |        |                                                                                                   |