

产品或将进入回款阶段，全年业绩恢复增长可期

核心观点

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司实现营业收入 206.07 亿元，较上年同期下降约 18.54%；实现归属上市公司股东的净利润 13.62 亿元，较上年同期下降约 25.10%。整体看来，虽然公司前期受到产品交付节奏与自身产品结构影响，业绩出现了一定程度波动，但在第三季度，公司整体销售开始回暖。同时在报告期内，公司产品生产交付节奏紧凑，小部分前期交付产品陆续收到回款，大部分产品仍未到回款周期。在手与新增订单持续消化，公司持续进行原材料采购备货，为后续订单顺利交付提供坚实保障。在前三季度均匀平稳备货的背景下，四季度或难出现较大支出，而前三季度积攒的较大规模已交付产品或将在第四季度面临回款，公司全年业绩恢复增长可期。

产品或将进入回款阶段，全年业绩恢复增长可期

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司实现营业收入 206.07 亿元，较上年同期下降约 18.54%；实现归属上市公司股东的净利润 13.62 亿元，较上年同期下降约 25.10%；实现扣除非经常性损益的净利润 13.01 亿元，同比下降 27.17%。公司营业收入与归母净利润较上年同期出现一定程度下降，主要源于公司前两季度受产品配套交付进度及产品结构调整影响。公司第三季度单季度实现营业收入 59.78 亿元，较上年同期增长约 62.77%；单季度实现归母净利润 2.25 亿元，较上年同期增长约 12.89%，单季度营收与净利润反转实现增长主要源于第三季度公司销售情况回暖，产品销售出现明显增加。

期间费用方面，公司 2025 年前三季度财务费用较上年同期增长 1.63 亿元，主要源于公司在报告期内利息收入减少；研发费用依旧受项目研制任务周期波动影响，前三季度研发费用较上年同期下降约 59.51%；销售费用较上年同期大幅增长约 122.50%，主要源于展览费用增加。报告期内，公司整体毛利率较上年同期微降约 0.65pct，达 11.83%，处于近年公司毛利率平均偏下区间。

报告期内，公司合同负债在经历二季度提升后，再次回落至 56.52 亿元，与一季度末基本持平，说明公司在第三季度实现部分产品订单交付，原有在手及新增订单消化较为顺畅。合同资产

中航沈飞 (600760. SH)

维持

买入

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-56135187

SAC 编号:S1440516090001

郭枫

guofeng@csc.com.cn

010-56135185

SAC 编号:S1440524060006

发布日期：2025 年 11 月 02 日

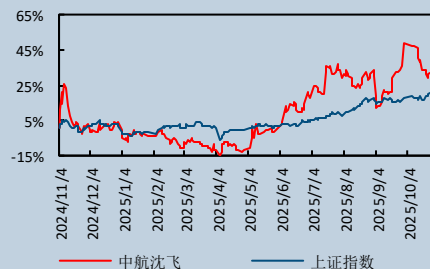
当前股价：61.08 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.46/-8.85	-5.07/-14.44	29.52/8.44
12 月最高/最低价 (元)		71.83/41.24
总股本 (万股)		283,509.47
流通 A 股 (万股)		274,818.60
总市值 (亿元)		1,731.68
流通市值 (亿元)		1,678.59
近 3 月日均成交量 (万)		3532.42
主要股东		
中国航空工业集团有限公司		64.07%

股价表现



相关研究报告

【中信建投国防军工】中航沈飞
25.09.07 (600760):交付持续回款顺利，全年业绩

与应收账款科目均延续上半年增长趋势,合同资产较上期期末微增约 3.88%,应收账款较上期期末增长约 9.48%。应收类科目的持续增长与订单消化所带来的合同负债下降趋势相符,同时应收账款仍远大于合同资产,说明已交付产品中,绝大多数已通过下游客户验收,满足回款条件,但尚未到达回款周期。报告期内,公司预付账款较上期期末增长约 41.65%,应付账款较上期期末增长约 5.78%,同时在产品持续交付的前提下,存货科目较上期期末增长约 12.11%,或说明公司在第三季度仍在持续进行原材料采购,为后续订单生产积极备货。

整体看来,虽然公司前期受到产品交付节奏与自身产品结构影响,业绩出现了一定程度波动,但在第三季度,公司整体销售开始回暖。同时在报告期内,公司产品生产交付节奏紧凑,小部分前期交付产品陆续收到回款,大部分产品仍未到回款周期。在手与新增订单持续消化,公司持续进行原材料采购备货,为后续订单顺利交付提供坚实保障。在前三季度均匀平稳备货的背景下,四季度或难出现较大支出,而前三季度积攒的较大规模已交付产品或将在第四季度面临回款,公司全年业绩恢复增长可期。

主力机型需求增长,空间或达千亿级别

歼-16 为我国基于歼-11 系列发展的新型三代半多用途战机,定位为对地对海主力机型。在国产四代机正式服役后,空军作战方式已发生彻底改变。在四代机完成“踹门”任务后,我军现役的苏 30MMK 与歼轰 7 由于性能落后已无法满足扩大战果的需求,适当数量歼-16 的加入将会是对地对海打击力量的有效补充。未来随着空中打击新体系的确立,歼-16 或将与四代隐身战机组成多批次空中打击梯队,该机型需求量将出现大幅上升。歼-15 为我国首款舰载歼击机,已一定规模在我国现有航母服役。随着航母吨位的不断上升,单艘航母搭载的舰载机数量也将升至 40-45 架,未来对于成熟舰载机歼-15 的需求也将逐步增加。目前我国航母舰载机起飞方式均为滑跃类,但弹射系统上舰已是大势所趋。参考美军舰载机发展历程,在航母具备弹射能力后,舰载机将逐渐从三代机向四代机转变,公司 FC-31 改型或将成为我国首款第四代舰载战机,与歼-15 后续改型搭配上舰。

我国目前战斗机数量为美国同期的一半左右,各类机种在数量上都远远落后于美国,且约 40%至 50%的军用飞机面临退役,装备建设急需提速。近年我国将逐步淘汰二代机,以三代机为主体逐步开始向四代机转变,三代、四代战机将陆续迎来不同程度的批量交付,但在未来 10 年将仍然以三代和三代半战机为主要列装力量。同时,受益于远洋海军加速建设,航母编队对于舰载机的装备需求即将释放,同时随着航空母舰弹射装备的使用,新型号新代系舰载机有望上舰。

盈利预测与投资评级:成熟产品需求饱满,加力研发再添新机

公司是目前国内主要歼击机上市平台之一,未来将充分受益于军机需求放量;加力投入新机研制生产能力,公司研发水平、产能与盈利能力将持续增强,新机型下线后也将成为公司新的利润增长点。我们看好公司未来发展前景,预测公司 2025 年至 2027 年的归母净利润分别为 37.82 亿元、43.92 亿元、51.43 亿元,同比增长分别为 11.44%、16.13%、17.09%,相应 25 年至 27 年 EPS 分别为 1.33、1.55、1.81 元,对应当前股价 PE 分别为 46、39、34 倍,维持买入评级。

表 1: 中航沈飞盈利预测表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	428.37	476.56	541.71	623.08
同比(%)	-7.37	11.25	13.67	15.02
净利润(亿元)	33.94	37.82	43.92	51.43

同比（%）	12.86	11.44	16.13	17.09
EPS（元）	0.37	1.33	1.55	1.81
P/E	165	46	39	34

资料来源：Wind，中信建投证券，PE 对应10 月31 日收盘价

风险分析

1、主营产品为成熟三代及三代半歼击机，产品放量与下游客户需求、节奏密切相关，下游对于整机列装型号方向一旦发生变化，公司批产型号产品放量将受到极大影响。假设三代半战机年需求量下降 5%、10%、15%，公司 2025 年归母净利润较现预测值对应下降 4%、8%、12%。

2、新增产品多为原有成熟型号改型，新机型在用途、装备军种等方面均无前序型号可借鉴，产品定型、小批次、大批量节奏存在较高不确定性，营收利润新增长点的形成时点尚不明确。

3、军贸相关产品已有完成订单，相关外贸型号性能与成熟度有一定保障，但后续军贸需求能否持续、增速如何尚不明确，业绩贡献不确定性高。

4、空领域相关政策持续发展，民用客机研发生产正在逐步推进过程中，目前尚未形成较大批量，公司民机相关业务短期内实现较大利润贡献可能性较小。

5、公司毛利率变动主要原因之一为产品价格波动，但作为产业链最下游整机总部装环节，公司具备成本向上传导能力，阶梯降价等因素对公司毛利率不利影响有限，公司降本增效程度、成本管控效果基于自身管控强度，对于毛利率影响存在较大不确定性。

分析师介绍

黎韬扬

研发部执行总经理、军工与新材料团队首席分析师，北京大学硕士。2015-2017 年新财富、水晶球、Wind 军工行业第一名团队核心成员，2018-2024 年水晶球军工行业上榜，2018-2020 年 Wind 军工行业第一名，2019-2022 年金牛奖最佳军工行业分析团队，2018-2024 年新财富军工行业上榜、入围。

郭枫

美国丹佛大学金融学硕士。2016-2017 年新财富军工行业第一名团队成员，2017 年水晶球军工行业第二名团队成员，2017 年 Wind 军工行业第二名团队成员，2018 年水晶球军工行业第四名团队成员，2018-2019 年 Wind 军工行业第一名团队成员，2019 年金牛奖最佳军工行业分析团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk