

## 经营效率持续提升；国产大飞机加速

2025 年 04 月 01 日

➤ **事件：**3 月 31 日，公司发布 2024 年报，全年实现营收 432.2 亿元，YOY+7.2%；归母净利润 10.2 亿元，YOY+18.9%；扣非净利润 9.2 亿元，YOY+13.8%。**业绩表现符合市场预期。**公司军用整机生产连续 4 年实现高水平均衡交付，民机及国际合作项目实现较快增长，整体发展趋势较好。我们点评如下：

➤ **4Q24 归母净利润同比增长 39%；经营效率持续提升。**1) **单季度：**公司 4Q24 实现营收 144 亿元，YOY+21.1%；归母净利润 0.8 亿元，YOY+39.1%；扣非净利润 0.35 亿元，YOY-26.9%。2) **利润率：**24 年公司毛利率同比下降 1.0ppt 至 5.9%；净利率同比提升 0.2ppt 至 2.4%；4Q24 毛利率同比下滑 3.4ppt 至 2.8%，净利率同比提升 0.1ppt 至 0.6%。3) **经营效率：**24 年公司实现全员劳动生产率 44.47 万元/人，较 23 年同期水平 (43.64 万元/人) 稳步提升，同时公司预计 25 年全员劳动生产率将继续提升至 44.8 万元/人。

➤ **国内外民机市场双景气；国产大飞机加速批产。**2024 年，航空制造主业稳健增长，实现营收 426.9 亿元，YOY+7.0%，其中民机领域发展势头较好，**国内民机领域**，公司 24 年共交付 C909 部件及 C919 部件 44 架份，较 23 年同期 34 架份净增长 10 架份。**国际合作领域**，2024 年共交付国际转包项目 1267 架份 (23 年同期 1188 架份)，其中交付空客公司 677 架份 (23 年同期 578 架份)，交付波音公司 559 架份 (23 年同期 573 架份)。**展望未来**，2025 年 3 月 20 日中国商飞供应商大会在西安举行，中国商飞将 25 年产能目标从 50 架提升至 75 架，并计划到 2029 年实现年产能 200 架的目标，国内民机市场将迎来快速发展期，公司作为 C919 部件核心供应商将持续受益。

➤ **陕飞 24 年保持稳健；回款增加经营活动现金流改善。****主机厂中**，中航陕飞 24 年实现收入 105.7 亿元，YOY-2.9%，净利润 3.15 亿元，与 23 年同期基本持平。**费用方面**，24 年公司期间费用率同比提升 1.1ppt 至 3.4%。24 年研发费用同比增加 9.2%至 2.7 亿元，研发费用率 0.6%，与 23 年同期基本持平。**截至 2024 年末**，在建工程 18.3 亿元，较 24 年初增长 126%，主要是工程项目投资增加；合同负债 78.0 亿元，较 24 年初下降 58.5%，主要是预付账款结转收入；应收款项 126 亿元，较 24 年初下降 30.0%；2024 年经营活动现金流量净额为 -0.6 亿元，23 年同期为 -55.1 亿元，主要是销售商品收到的现金同比增加。

➤ **投资建议：**公司是我国稀缺的大型飞机研制龙头，持续推进改革和提质增效工作。受益于特种飞机、国产大飞机等产业发展，公司未来有望保持较好发展态势。我们预计，2025~2027 年公司归母净利润分别为 11.45 亿元、13.17 亿元、14.62 亿元，对应 PE 为 59x/51x/46x。我们考虑到公司在大型飞机的稀缺性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、新产品研发不及预期等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 43,216 | 45,278 | 48,680 | 51,369 |
| 增长率 (%)          | 7.2    | 4.8    | 7.5    | 5.5    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,023  | 1,145  | 1,317  | 1,462  |
| 增长率 (%)          | 18.9   | 11.9   | 15.0   | 11.0   |
| 每股收益 (元)         | 0.37   | 0.41   | 0.47   | 0.53   |
| PE               | 66     | 59     | 51     | 46     |
| PB               | 3.2    | 3.1    | 3.0    | 2.8    |

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 01 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

24.27 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书：S0100524090003

邮箱：fengxin\_yj@mszq.com

## 相关研究

1.中航西飞 (000768.SZ) 2024 年三季报点评：业绩符合市场预期；看好大型飞机龙头未来发展-2024/10/31

2.中航西飞 (000768.SZ) 2024 年中报点评：归母净利润同比增长 16%；民机业务或加速发展-2024/08/27

3.中航西飞 (000768.SZ) 2024 年一季报点评：扣非净利润增长 25%；大飞机产业贡献发展新动能-2024/04/30

4.中航西飞 (000768.SZ) 2023 年年报点评：Q4 收入增长 28%；预计 24 年关联采购额上调 22%-2024/04/03

5.中航西飞 (000768.SZ) 2023 年三季报点评：3Q23 净利润同比增长 37%；费用管控能力有所提升-2023/10/31

### 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 43,216 | 45,278 | 48,680 | 51,369 |
| 营业成本      | 40,686 | 42,230 | 45,301 | 47,792 |
| 营业税金及附加   | 304    | 317    | 307    | 291    |
| 销售费用      | 56     | 55     | 50     | 50     |
| 管理费用      | 1,294  | 1,313  | 1,363  | 1,387  |
| 研发费用      | 266    | 317    | 316    | 334    |
| EBIT      | 1,036  | 1,274  | 1,490  | 1,670  |
| 财务费用      | -132   | -130   | -118   | -108   |
| 资产减值损失    | -53    | -52    | -53    | -52    |
| 投资收益      | -10    | -10    | -11    | -12    |
| 营业利润      | 1,185  | 1,342  | 1,544  | 1,714  |
| 营业外收支     | 10     | 5      | 5      | 5      |
| 利润总额      | 1,195  | 1,347  | 1,549  | 1,719  |
| 所得税       | 172    | 202    | 232    | 258    |
| 净利润       | 1,023  | 1,145  | 1,317  | 1,462  |
| 归属于母公司净利润 | 1,023  | 1,145  | 1,317  | 1,462  |
| EBITDA    | 2,171  | 2,408  | 2,739  | 3,048  |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 17,888 | 16,703 | 15,686 | 15,183 |
| 应收账款及票据     | 12,600 | 12,547 | 13,223 | 13,540 |
| 预付款项        | 1,965  | 1,938  | 2,037  | 2,042  |
| 存货          | 22,692 | 22,324 | 23,230 | 23,283 |
| 其他流动资产      | 2,170  | 2,259  | 2,434  | 2,597  |
| 流动资产合计      | 57,315 | 55,771 | 56,610 | 56,645 |
| 长期股权投资      | 1,604  | 1,594  | 1,583  | 1,571  |
| 固定资产        | 7,524  | 7,619  | 7,705  | 7,875  |
| 无形资产        | 1,784  | 1,786  | 1,786  | 1,786  |
| 非流动资产合计     | 16,495 | 16,586 | 16,660 | 16,818 |
| 资产合计        | 73,811 | 72,357 | 73,269 | 73,463 |
| 短期借款        | 680    | 680    | 680    | 680    |
| 应付账款及票据     | 41,605 | 40,287 | 39,950 | 38,626 |
| 其他流动负债      | 12,279 | 11,329 | 11,612 | 12,054 |
| 流动负债合计      | 54,564 | 52,297 | 52,243 | 51,361 |
| 长期借款        | 496    | 496    | 496    | 496    |
| 其他长期负债      | -2,274 | -2,271 | -2,271 | -2,271 |
| 非流动负债合计     | -1,778 | -1,775 | -1,775 | -1,775 |
| 负债合计        | 52,786 | 50,521 | 50,468 | 49,585 |
| 股本          | 2,782  | 2,782  | 2,782  | 2,782  |
| 少数股东权益      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 股东权益合计      | 21,024 | 21,835 | 22,802 | 23,878 |
| 负债和股东权益合计   | 73,811 | 72,357 | 73,269 | 73,463 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%)   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率    | 7.23   | 4.77   | 7.51   | 5.52   |
| EBIT 增长率   | 45.42  | 22.98  | 16.96  | 12.08  |
| 净利润增长率     | 18.87  | 11.87  | 15.03  | 10.98  |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 5.85   | 6.73   | 6.94   | 6.96   |
| 净利润率       | 2.37   | 2.53   | 2.71   | 2.85   |
| 总资产收益率 ROA | 1.39   | 1.58   | 1.80   | 1.99   |
| 净资产收益率 ROE | 4.87   | 5.24   | 5.78   | 6.12   |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 1.05   | 1.07   | 1.08   | 1.10   |
| 速动比率       | 0.56   | 0.56   | 0.56   | 0.56   |
| 现金比率       | 0.33   | 0.32   | 0.30   | 0.30   |
| 资产负债率 (%)  | 71.52  | 69.82  | 68.88  | 67.50  |
| 经营效率       |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数   | 105.28 | 100.00 | 98.00  | 95.06  |
| 存货周转天数     | 203.58 | 193.40 | 187.60 | 178.22 |
| 总资产周转率     | 0.56   | 0.62   | 0.67   | 0.70   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.37   | 0.41   | 0.47   | 0.53   |
| 每股净资产      | 7.56   | 7.85   | 8.20   | 8.58   |
| 每股经营现金流    | -0.02  | 0.18   | 0.25   | 0.53   |
| 每股股利       | 0.12   | 0.12   | 0.13   | 0.14   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 66     | 59     | 51     | 46     |
| PB         | 3.2    | 3.1    | 3.0    | 2.8    |
| EV/EBITDA  | 23.46  | 21.15  | 18.59  | 16.70  |
| 股息收益率 (%)  | 0.49   | 0.49   | 0.52   | 0.57   |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 1,023  | 1,145  | 1,317  | 1,462  |
| 折旧和摊销       | 1,135  | 1,134  | 1,249  | 1,379  |
| 营运资金变动      | -2,271 | -1,884 | -1,976 | -1,471 |
| 经营活动现金流     | -58    | 499    | 697    | 1,475  |
| 资本开支        | -1,397 | -1,209 | -1,310 | -1,525 |
| 投资          | 42     | 0      | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -1,303 | -1,209 | -1,296 | -1,525 |
| 股权募资        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | -288   | -75    | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流     | -64    | -476   | -418   | -453   |
| 现金净流量       | -1,412 | -1,185 | -1,017 | -503   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048