

中航西飞 (000768)

证券研究报告

2025年04月05日

如期完成经营计划；看好公司大飞机业务长期发展

事件:公司3月31日发布了2024年报,全年实现营收432.2亿, YoY+7.2%; 归母净利润10.2亿元, YoY+18.9%; 扣非归母净利润9.2亿元, YoY+13.8%。公司业绩增长主要是坚持高质量发展, 聚焦主责主业, 通过提质增效、深化改革和全价值链成本管控等一系列举措, 助力经营质效提升。

● Q4单季度净利润同比大增39%; 净利率水平稳中有升

单季度看, 公司4Q24实现营收143.9亿元, YoY+21.1%; 归母净利润0.8亿元, YoY+39.1%。毛利率为2.8%, 同比减少3.38ppt; 净利率为0.6%, 同比减少0.07ppt。2024年全年毛利率为5.9%, 同比减少1.02ppt; 净利率为2.4%, 同比增加0.23ppt, 公司毛利率水平同比有所下降, 但净利率水平稳中有升, 反映出公司较强的精益管理能力。

● 重视研发投入; 销售回款增加大幅改善经营活动净现金流

费用端,2024年公司期间费用率为3.4%, 与上年基本持平。其中: 1) 销售费用率0.1%, 同比减少1.05ppt; 2) 管理费用率3.0%, 同比增加0.73ppt; 3) 研发费用率0.6%, 同比增加0.02ppt; 研发费用2.7亿元, 同比增长9.3%, 公司研发投入加大; 4) 财务费用率-0.3%, 上年同期为-0.6%。**截至24Q4末, 公司:** 1) 应收账款及票据126.0亿元, 较年初减少29.9%, 主要是客户欠款增加; 2) 存货226.9亿元, 与年初基本持平; 3) 合同负债78.0亿元, 较年初减少58.5%, 主要是本期部分预收货款结转收入; 4) 经营活动净现金流-0.6亿元, 上年同期为-55.1亿元, 同比大幅改善, 主要是本期销售商品收到的现金同比增加。

● 一期股权激励成功解锁; 大飞机业务快速发展

股权激励方面,公司股权激励计划第一个解除限售期已于2025年2月17日届满, 符合解除限售的限制性股票激励对象共250名, 解除限售的限制性股票数量为4,163,832股, 占公司总股本的0.1497%。**分产品看,**公司聚焦航空制造主业, 航空产品实现收入426.9亿元, YoY+7.0%, 占公司总收入的98.8%; 毛利率为5.5%, 与上年同期基本持平。**分地区看,** 1) 国内地区实现收入415.4亿元, YoY+7.2%; 毛利率为6.0%, 同比增加0.07ppt; 2) 国外地区实现收入16.8亿元, YoY+7.4%。**子公司方面,**子公司中航工业陕西24年实现收入105.7亿元, YoY-2.9%; 净利润3.1亿元, 与上年同期基本持平, 稳健发展。**国产大飞机业务方面,**公司零部件产品覆盖所有国产民用大中型飞机主力型号, 承担了C909/C919/AG600飞机/新舟系列飞机的机身、机翼等关键核心部件研制工作, 是上述飞机型号最大的机体结构供应商。我们认为, 中长期伴随以C919等为代表的国产大飞机事业发展, 公司作为产业链核心供应商, 或有望乘风而起。

盈利预测与评级: 公司是我国主要的军用大中型运输机、轰炸机、特种飞机等航空产品的制造商, 是国家大飞机、支线飞机、航空应急救援装备体系建设的核心和主导力量之一。根据下游需求节奏变化, 我们调整公司2025-2027年营业收入分别为460.25/517.78/601.92亿元(此前25~26年预测值为536.70/622.84亿元); 调整归母净利润为11.39/13.48/16.02亿元(此前25~26年预测值为14.54/17.99亿元), 对应PE为57.01/48.17/40.54x, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期、民机业务增长不及预期、价格波动风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,301.23	43,215.75	46,024.78	51,777.87	60,191.78
增长率(%)	7.01	7.23	6.50	12.50	16.25
EBITDA(百万元)	2,304.63	2,067.55	2,325.18	2,609.81	2,941.48
归属母公司净利润(百万元)	860.97	1,023.44	1,139.43	1,348.33	1,602.19
增长率(%)	64.51	18.87	11.33	18.33	18.83
EPS(元/股)	0.31	0.37	0.41	0.48	0.58
市盈率(P/E)	75.44	63.47	57.01	48.17	40.54
市净率(P/B)	3.32	3.09	3.00	2.87	2.74
市销率(P/S)	1.61	1.50	1.41	1.25	1.08
EV/EBITDA	18.03	28.04	19.23	16.79	14.35

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	23.35元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,781.74
流通A股股本(百万股)	2,772.81
A股总市值(百万元)	64,953.63
流通A股市值(百万元)	64,745.06
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	71.52
一年内最高/最低(元)	32.64/20.00

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

- 《中航西飞-半年报点评:军民布局齐发力,国内外协同景气高》2024-09-09
- 《中航西飞-季报点评:一季度业绩景气上行,军民共筑双翼齐飞》2024-05-12
- 《中航西飞-公司点评:2023年业绩预告点评:业绩有望进入上行通道》2024-01-17

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,300.46	17,888.02	17,460.60	18,358.32	19,983.87	营业收入	40,301.23	43,215.75	46,024.78	51,777.87	60,191.78
应收票据及应收账款	17,973.78	12,600.10	19,361.55	18,033.58	27,110.25	营业成本	37,531.73	40,685.76	43,087.84	48,341.66	56,137.26
预付账款	2,221.66	1,965.06	2,822.47	3,085.95	4,710.89	营业税金及附加	306.49	304.45	311.27	346.67	398.98
存货	23,433.32	22,692.44	27,576.70	32,850.37	38,256.82	销售费用	474.41	55.97	60.20	72.49	84.27
其他	830.37	307.03	2,750.72	2,958.81	3,657.32	管理费用	910.10	1,293.99	1,130.04	1,277.65	1,492.70
流动资产合计	63,759.60	55,452.65	69,972.04	75,287.03	93,719.16	研发费用	243.78	266.33	272.30	307.87	361.48
长期股权投资	1,693.49	1,603.99	1,603.99	1,603.99	1,603.99	财务费用	(253.87)	(132.24)	(116.00)	(119.59)	(129.95)
固定资产	8,196.74	7,523.63	7,381.59	7,240.21	7,084.28	资产/信用减值损失	(179.13)	(51.42)	(8.50)	(8.50)	(8.50)
在建工程	808.83	1,829.25	1,980.48	2,086.33	2,160.43	公允价值变动收益	12.51	36.55	26.63	(3.86)	(6.30)
无形资产	1,749.13	1,783.73	1,694.13	1,607.52	1,523.66	投资净收益	43.50	(9.83)	10.00	10.00	10.00
其他	2,801.40	3,754.70	3,733.75	3,732.51	3,731.96	其他	188.89	(418.64)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	15,249.60	16,495.31	16,393.94	16,270.56	16,104.33	营业利润	1,022.83	1,184.84	1,307.26	1,548.76	1,842.24
资产总计	80,920.78	73,810.71	86,365.98	91,557.58	109,823.48	营业外收入	5.91	13.85	15.00	15.00	15.00
短期借款	1,326.72	680.42	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	7.47	3.46	5.00	5.00	5.00
应付票据及应付账款	37,824.46	41,604.95	39,783.19	52,871.65	54,724.75	利润总额	1,021.27	1,195.23	1,317.26	1,558.76	1,852.24
其他	4,934.35	4,474.17	25,863.19	17,022.49	32,313.76	所得税	160.30	171.80	177.83	210.43	250.05
流动负债合计	44,085.53	46,759.54	66,646.37	70,894.15	88,038.51	净利润	860.97	1,023.44	1,139.43	1,348.33	1,602.19
长期借款	62.44	495.80	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	860.97	1,023.44	1,139.43	1,348.33	1,602.19
其他	(1,574.68)	(2,273.80)	(2,000.00)	(2,000.00)	(2,000.00)	每股收益(元)	0.31	0.37	0.41	0.48	0.58
非流动负债合计	(1,512.24)	(1,778.00)	(1,950.00)	(1,950.00)	(1,950.00)						
负债合计	61,375.98	52,786.50	64,696.37	68,944.15	86,088.51	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	2,781.74	2,781.74	2,781.74	2,781.74	2,781.74	营业收入	7.01%	7.23%	6.50%	12.50%	16.25%
资本公积	11,192.66	11,764.49	11,764.49	11,764.49	11,764.49	营业利润	75.47%	15.84%	10.33%	18.47%	18.95%
留存收益	4,918.43	5,675.77	6,473.37	7,417.20	8,538.74	归属于母公司净利润	64.51%	18.87%	11.33%	18.33%	18.83%
其他	651.97	802.21	650.00	650.00	650.00	获利能力					
股东权益合计	19,544.80	21,024.21	21,669.61	22,613.44	23,734.97	毛利率	6.87%	5.85%	6.38%	6.64%	6.74%
负债和股东权益总计	80,920.78	73,810.71	86,365.98	91,557.58	109,823.48	净利率	2.14%	2.37%	2.48%	2.60%	2.66%
						ROE	4.41%	4.87%	5.26%	5.96%	6.75%
						ROIC	-6.15%	-79.73%	235.40%	86.58%	99.80%
						偿债能力					
						资产负债率	75.85%	71.52%	74.91%	75.30%	78.39%
						净负债率	-90.61%	-79.13%	-75.38%	-76.19%	-79.41%
						流动比率	1.04	1.05	1.05	1.06	1.06
						速动比率	0.67	0.63	0.64	0.60	0.63
						营运能力					
						应收账款周转率	3.12	2.83	2.88	2.77	2.67
						存货周转率	1.62	1.87	1.83	1.71	1.69
						总资产周转率	0.49	0.56	0.57	0.58	0.60
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.37	0.41	0.48	0.58
						每股经营现金流	-1.98	-0.02	0.40	0.79	1.08
						每股净资产	7.03	7.56	7.79	8.13	8.53
						估值比率					
						市盈率	75.44	63.47	57.01	48.17	40.54
						市净率	3.32	3.09	3.00	2.87	2.74
						EV/EBITDA	18.03	28.04	19.23	16.79	14.35
						EV/EBIT	36.29	60.70	36.96	30.27	24.39

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	860.97	1,023.44	1,139.43	1,348.33	1,602.19
折旧摊销	1,160.32	1,113.98	1,115.43	1,162.14	1,210.68
财务费用	53.80	26.97	(116.00)	(119.59)	(129.95)
投资损失	(43.50)	9.83	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(11,016.50)	(4,084.21)	(1,049.64)	(177.10)	327.03
其它	3,470.28	1,852.35	26.63	(3.86)	(6.30)
经营活动现金流	(5,514.63)	(57.65)	1,105.84	2,199.93	2,993.65
资本支出	4,484.72	2,104.01	761.20	1,040.00	1,045.00
长期投资	5.33	(89.50)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,617.78)	(3,317.31)	(1,790.27)	(2,062.29)	(2,067.39)
投资活动现金流	(1,127.73)	(1,302.80)	(1,029.06)	(1,022.29)	(1,022.39)
债权融资	(404.93)	(207.79)	(10.16)	124.59	134.95
股权融资	2,549.19	722.06	(494.03)	(404.50)	(480.66)
其他	(2,554.62)	(578.47)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(410.36)	(64.19)	(504.20)	(279.91)	(345.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(7,052.72)	(1,424.64)	(427.42)	897.73	1,625.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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