

国防军工

2025年04月24日

中航西飞 (000768)

—— 军民两端产品有序交付, 2024年业绩符合市场预期

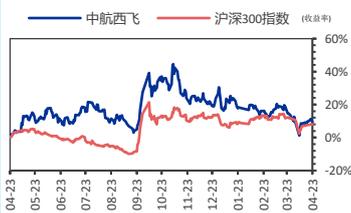
报告原因: 有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:		2025年04月23日
收盘价(元)		23.50
一年内最高/最低(元)		32.64/21.06
市净率		3.1
股息率(分红/股价)		0.43
流通A股市值(百万元)		65,159
上证指数/深证成指		3,296.36/9,935.80
注:“股息率”以最近一年已公布分红计算		

基础数据:		2024年12月31日
每股净资产(元)		7.56
资产负债率%		71.52
总股本/流通A股(百万)		2,781/2,773
流通B股/H股(百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

达邵伟 A0230124030001
dasw@swsresearch.com

联系人

达邵伟
(8621)23297818x
dasw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件:

- **公司公布 2024 年业绩报告。**根据公司公告, 公司 2024 年实现营收 432.16 亿元 (yoy+7.23%), 实现归母净利润 10.23 亿元 (yoy+18.87%), 实现扣非归母净利润 9.21 亿元 (yoy+13.78%)。2024 年单 Q4 实现营收 143.95 亿元 (yoy+21.09%, qoq+69.52%), 实现归母净利润 0.80 亿元 (yoy+39.14%, qoq-72.20%), 实现扣非归母净利润 0.35 亿元 (yoy-27.05%, qoq-86.64%)。公司 2024 年业绩表现符合市场预期。

点评:

- **军民两端放量叠加海外市场拓展, 2024 年营收实现稳增。**根据公司公告, 公司 2024 年实现营收 432.16 亿元 (yoy+7.23%), 我们分析认为: 1) 分子公司看, 陕飞报告期内实现收入 105.72 亿元 (yoy-2.90%), 军品订单有序交付带动子公司营收维持稳定; 2) 分季度看, 2024 年 Q4 实现营收 143.95 亿元, 同比增加 21.09%, 环比增加 69.52%, 四季度收入端环比恢复明显; 3) 分下游应用看, 军品方面, 公司各型军机的生产订单有序交付, 民品方面, 公司在国产民用大中型飞机主力型号参与度持续深化, 2024 年共交付 C909 部件及 C919 部件 44 架份, 交付新舟部件 2 架份, 此外国际合作与转包生产进一步拓展; 4) 分地区看, 海外业务 2024 年实现营收 16.78 亿元 (yoy+7.43%), 海外市场进一步拓展。伴随公司军民品业务齐进, 订单有序交付, 驱动 2025 年营收稳步增长。
- **产品交付结构影响公司毛利率, 盈利能力仍有较大提升空间。**根据公司公告, 2024 年公司毛利率为 5.85%, 较去年同期减少 1.02pcts; 2024 年公司净利率为 2.37%, 较去年同期增加 0.23pcts。我们分析认为: 1) 2024 年全年公司毛利率下滑系产品交付结构变化所致; 2) 2024 年全年净利率实现正增系报告期内共计收到 3.92 亿元增值税退税款, 此外下游客户回款顺利, 报告期内共计 1.70 亿元信用减值损失冲回; 3) 公司 2024 年期间费用率为 3.43%, 较去年同期增加 0.02pcts, 其中管理费用率较去年同期提升 0.73pcts 至 2.99%, 公司费用端可优化空间较大, 盈利能力仍有提升空间。预计后续随着主力机型快速上量, 生产交付节奏加快, 规模效应拉动毛利率进一步提升, 叠加费用端管控, 公司盈利能力有望持续提升。
- **高效排产助力合同负债陆续确收, 存货维持高位反映行业高景气。**1) 根据公司公告, 截至 2024 年末, 公司合同负债为 78.05 亿元, 较 2024 年 Q3 末减少 14.95%, 系产品有序交付, 随着后续订单持续落地, 公司合同负债有望增加; 2) 根据公司公告, 截至 2024 年末, 公司存货为 226.92 亿元, 维持 2024 年 Q3 末以来的高位, 系公司有序高速备产, 侧面反映行业高景气下游需求旺盛, 保障公司未来业绩持续稳增。
- **军民飞机齐放量, 公司有望快速发展。**1) 公司作为国内大中型军民机总装标的稀缺核心资产, 充分受益于军机放量采购与民机广阔行业需求释放。2) 公司旗下多款飞机型号具备战略意义, 将受益于“十四五”航空装备放量红利, 此外国产大飞机迎来发展机遇, 公司作为部装配套标的未来有望充分受益; 3) 我们认为西飞继续受益于减员增效+规模效应, 叠加中长期激励制度建立, 公司未来利润率有望提高。
- **下调 2025-2026E 年盈利预测, 新增 2027E 年盈利预测并维持“买入”评级。**考虑到产品结构调整叠加税金及附加项影响, 因此我们下调 2025-2026E 年归母净利润预测为 11.62/13.61 亿元 (前值为 13.56/17.63 亿元), 新增 2027E 年归母净利润预测为 16.02 亿元, 当前股价下 2025E-2027E 年对应 PE 分别为 56/48/41 倍。选取行业内可比公司航发动力 (航空发动机主机厂)、航天彩虹 (军用无人机主机厂)、中无人机 (无人机总装单位) 作为可比公司, 可比公司 2025E 年平均 PE 为 81 倍, 考虑到公司作为国内大中型军民机核心总装标的, 受益于未来军民机需求陆续释放叠加股权激励带动, 业绩有望持续增长, 因此维持“买入”评级。
- **风险提示:** 增值税政策变动风险; 重点产品研制或交付不及预期; 军机采购价格调整

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	40,301	43,216	47,935	55,331	63,973
同比增长率 (%)	7.0	7.2	10.9	15.4	15.6
归母净利润 (百万元)	861	1,023	1,162	1,361	1,602
同比增长率 (%)	64.4	18.9	13.5	17.2	17.7
每股收益 (元/股)	0.31	0.37	0.42	0.49	0.58
毛利率 (%)	6.9	5.9	6.0	6.2	6.3
ROE (%)	4.4	4.9	5.3	5.9	6.7
市盈率	76	64	56	48	41

注:“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40,301	43,216	47,935	55,331	63,973
其中: 营业收入	40,301	43,216	47,935	55,331	63,973
减: 营业成本	37,952	40,686	45,062	51,921	59,913
减: 税金及附加	306	304	288	308	384
主营业务利润	2,043	2,226	2,585	3,102	3,676
减: 销售费用	54	56	29	44	59
减: 管理费用	910	1,294	1,216	1,365	1,611
减: 研发费用	244	266	249	346	409
减: 财务费用	-254	-132	-163	-221	-327
经营性利润	1,089	742	1,254	1,568	1,924
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-169	1	54	-47	-106
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-11	-53	6	-1	3
加: 投资收益及其他	101	457	33	55	43
营业利润	1,023	1,185	1,351	1,580	1,863
加: 营业外净收入	-2	10	7	7	7
利润总额	1,021	1,195	1,358	1,587	1,870
减: 所得税	160	172	196	225	268
净利润	861	1,023	1,162	1,361	1,602
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	861	1,023	1,162	1,361	1,602

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。