

公司研究 | 点评报告 | 中航西飞（000768.SZ）

营收业绩保持平稳，核心产品军贸可期

报告要点

2025Q1 公司营收 84.38 亿元（同比-0.20%），归母净利润 2.89 亿元（同比增长 5.97%）。公司一季度营收基本持平但销售毛利率略有提升，虽然公司期间费用率提升 0.17pct，但其他收益增长背景下公司单季度归母净利润有所提升。2025Q1，公司合同负债余额为 77.19 亿元，环比-1.10%，合同负债下降速度有所放缓，或为公司经营中存在一定新的合同订单下达所致。2025 年 4 月 19 日，公司运油-20 作为核心参训机型奔赴埃及参加“文明之鹰-2025”联合演训，公司核心产品频频亮相海外，叠加中外防务领域务实合作稳步推进，公司核心产品未来军贸可期。

分析师及联系人



王贺嘉

SAC: S0490520110004

SFC: BUX462



张飞

中航西飞 (000768.SZ)

2025-05-05

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

营收业绩保持平稳，核心产品军贸可期

事件描述

公司披露 2025Q1 报告，25Q1 公司实现营收 84.38 亿，同比减少 0.2%，环比减少 41.38%；归母净利润 2.89 亿，同比增长 5.97%，环比增长 262.38%；扣非归母净利润 2.98 亿，同比增长 7.45%，环比增长 744.43%。

事件评论

- **2025Q1 公司营收基本持平但销售毛利率略有提升，叠加其他收益增长，公司单季度归母净利润有所提升。** 2025Q1，公司营业收入同比-0.20%，归母净利润同比+5.97%，其中销售毛利率为 8.24%，同比提升 0.19pct。公司期间费用率总体提升 0.15pct（销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.97/+0.60/-0.10/+0.62pct）。公司本季度因享受先进制造业企业增值税加计抵减优惠政策，其他收益增加 0.17 亿元（同比+376.65%），公司毛利率及其他收益的增加最终导致公司归母净利润同比增速高于营收增速。
- **ROE 维持近年来较好水平，存货管控水平有所改善。** 2025Q1，公司单季度 ROE 达到 1.36%，维持近 3 年第一季度较好水平。2025Q1，公司存货余额为 220.86 亿元，相比年初-2.67%，处于近年来较低水平。2025Q1 应收票据及应收账款余额为 164.27 亿元，环比+30.37%，其中应收账款比上年末增加的主要原因是本报告期部分销售产品货款尚未收回所致。2025Q1，公司合同资产相比上年度末增加 60.76%，主要系公司本报告期部分销售产品尚未到收款节点。
- **公司合同负债消化速度有所放缓，经营现金流同比有所改善。** 2025Q1，公司合同负债余额为 77.19 亿元，环比-1.10%，合同负债下降速度有所放缓，或为公司经营中存在一定新的合同订单下达所致。2025Q1，公司经营性现金流为-35.93 亿元，相比 2024Q1 同比大幅改善。
- **核心推荐逻辑：**中航西飞是我国大型运输机、特种飞机、轰炸机、民用大中小型客机 etc 全谱系大飞机的唯一主机厂，多次资产重组和置换逐步聚焦主业。军用运输机是战力建设倍增器，基于先进平台拓展生命力旺盛，近期公司核心产品运油-20 作为核心参训机型奔赴埃及参加“文明之鹰-2025”联合演训，中外防务领域务实合作或将进一步加速公司核心产品军贸进程。公司同时占据国产大飞机 C919 制造的核心价值量，军民并举整体产品市场空间广阔。
- **盈利预测与估值：**预计 2025-2027 年将实现归母净利润 11.52、13.98、16.94 亿元，同比增速分别为 12.52%、21.42%和 21.14%，对应 2025 年 4 月 30 日股价 PE 分别为 56.08、46.19 和 38.13 倍。

风险提示

- 1、资产效率提升不及预期风险；
- 2、产品定型批产不及预期风险；
- 3、核心产品军贸不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	23.22
总股本(万股)	278,115
流通A股/B股(万股)	277,273/0
每股净资产(元)	7.69
近12月最高/最低价(元)	32.64/21.06

注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收净利稳健增长，核心机型军贸可期》2025-04-02
- 《单季度营收基本平稳，毛利率改善驱动业绩快速提升》2024-11-01
- 《营收稳健业绩稳健，两金管控成效明显》2024-08-28


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、资产效率提升不及预期风险：公司当前总体资产效率处于较低水平，未来资产效率仍有改善不及预期风险。
- 2、产品定型批产不及预期风险：公司主力型号衍生发展以及未来全新型号定型批产不及预期或将影响未来收入上限。
- 3、核心产品军贸不及预期风险：公司核心产品如 Y-20 等型号军贸市场拓展不及预期或将使得公司未来业绩不及预期。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	43216	45355	51580	58004	货币资金	17888	16423	24810	43454
营业成本	40686	42307	47982	53820	交易性金融资产	181	206	230	255
毛利	2530	3048	3598	4184	应收账款	12465	12347	14041	15790
%营业收入	6%	7%	7%	7%	存货	22692	24092	27456	30797
营业税金及附加	304	317	361	406	预付账款	1965	2094	2375	2664
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2124	2469	2883	3306
销售费用	56	59	67	75	流动资产合计	57315	57630	71796	96266
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	1604	1610	1618	1627
管理费用	1294	1234	1382	1537	投资性房地产	132	132	132	132
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	7524	7238	6753	6196
研发费用	266	281	335	389	无形资产	1784	1723	1661	1601
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-132	0	0	0	递延所得税资产	125	128	128	128
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	5327	5135	5066	5057
加: 资产减值损失	-53	0	0	0	资产总计	73811	73596	87155	111008
信用减值损失	1	0	0	0	短期贷款	680	255	880	445
公允价值变动收益	37	0	0	0	应付款项	33315	33570	38032	42660
投资收益	-10	68	52	58	预收账款	0	5	5	6
营业利润	1185	1338	1633	1980	应付职工薪酬	688	685	777	877
%营业收入	3%	3%	3%	3%	应交税费	705	748	836	945
营业外收支	10	7	5	5	其他流动负债	19175	14123	21119	39464
利润总额	1195	1345	1638	1985	流动负债合计	54564	49386	61649	84397
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期借款	496	621	857	1022
所得税费用	172	193	240	291	应付债券	0	0	0	0
净利润	1023	1152	1398	1694	递延所得税负债	193	197	197	197
归属于母公司所有者的净利润	1023	1152	1398	1694	其他非流动负债	-2467	1579	1697	1496
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	52786	51783	64400	87111
EPS (元)	0.37	0.41	0.50	0.61	归属于母公司所有者权益	21024	21813	22755	23896
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	21024	21813	22755	23896
经营活动现金流净额	-58	-4121	8633	20419	负债及股东权益	73811	73596	87155	111008
取得投资收益收回现金	52	68	52	58	基本指标				
长期股权投资	89	-6	-8	-9		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1397	-614	-623	-613	每股收益	0.37	0.41	0.50	0.61
其他	-47	-145	-188	-188	每股经营现金流	-0.02	-1.48	3.10	7.34
投资活动现金流净额	-1303	-697	-767	-752	市盈率	76.49	56.08	46.19	38.13
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.74	2.96	2.84	2.70
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	28.55	18.53	13.51	6.56
银行贷款增加 (减少)	2918	-300	861	-270	总资产收益率	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%
筹资成本	-317	-376	-456	-552	净资产收益率	4.9%	5.3%	6.1%	7.1%
其他	-2665	4029	118	-201	净利率	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%
筹资活动现金流净额	-64	3353	522	-1023	资产负债率	71.5%	70.4%	73.9%	78.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1425	-1465	8388	18644	总资产周转率	0.56	0.62	0.64	0.59

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。