

中航西飞 (000768.SZ)

25Q1 利润端稳步增长，盈利能力有所提升

25Q1 公司实现营收 84.38 亿元，同比-0.20%；实现归母净利润 2.89 亿元，同比+5.97%；实现扣非归母净利润 2.98 亿元，同比+7.45%。

□ **25Q1 利润端稳步增长，盈利能力有所提升。** 25Q1 公司实现营收 84.38 亿元，同比-0.20%；实现归母净利润 2.89 亿元，同比+5.97%；实现扣非归母净利润 2.98 亿元，同比+7.45%。盈利能力方面，25Q1 毛利率同比提升 0.19pct 至 8.24%，净利率提升 0.2pct 至 3.42%，公司盈利能力稳步增强。其中，25Q1 公司发生销售费用（0.13 亿，-86.66%）；管理费用（2.70 亿，+22.70%）；财务费用（-1896.57 万，去年同期-7149.50 万），利息收入同比减少；期间费用率为 3.34%，同比增加 0.15pct。研发费用（1878.60 万，-30.84%），主要系自筹项目研发支出同比减少；其他收益（2,148.71 万，+376.65%），本报告期享受先进制造业企业增值税加计抵减优惠政策。现金流方面，经营性现金流实现较大好转，Q1 经营性现金流（-35.93 亿，去年同期-91.39 亿），本报告期销售商品收款较上年同期增加。

□ **2025 年关联交易持续高位运行。** 根据公司发布的《2025 年度日常关联交易预计公告》，2025 年公司预计向航空工业集团等关联方采购金额为 224.88 亿元，2024 年预计发生额为 247.85 亿元，与 24 年预计额相比维持在较高位置；2025 年公司预计向航空工业集团等关联方销售额为 19.39 亿元，2024 年预计发生额为 16.80 亿元，与 24 年预计额相比增长 15.42%。我们认为，公司预计关联交易额度维持高位显示出当前公司下游需求持续旺盛，订单增长前景良好。

□ **限制性股票激励计划调动核心员工积极性。** 公司于 2023 年 2 月 15 日发布《关于第一期限限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告》，向 261 名激励对象首次授予 1,309.5 万股票，约占本激励计划公告时公司总股本的 0.4730%，授予价格为 13.45 元/股。解锁条件方面：①以公司 2021 年扣非归母净利润为基数，23/24/25 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；②23/24/25 年度 EOE（EOE=EBITDA/归属于上市公司股东的平均净资产）分别不低于 11.50%/12.00%/12.50%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；③23/24/25 年度 Δ EVA（EVA 计算基准为扣除非经常性损益的净利润）大于 0。首次授予限制性股票应确认的费用预计为 17,036.60 万元。

□ **盈利预测：** 预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 11.41/13.02/14.88 亿元，对应估值 63、55、48 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：** 新型号研制交付进度不及预期，产能释放情况低于预期。

强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：NA

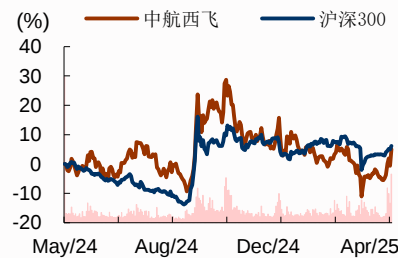
当前股价：25.63 元

基础数据

总股本（百万股）	2781
已上市流通股（百万股）	2773
总市值（十亿元）	71.3
流通市值（十亿元）	71.1
每股净资产（MRQ）	7.7
ROE（TTM）	4.9
资产负债率	71.3%
主要股东	中国航空工业集团有限公司
主要股东持股比例	38.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-19	5
相对表现	4	-13	-0



相关报告

- 《中航西飞（000768）—24 年业绩实现稳定增长，军民交付任务按期完成》2025-04-01
- 《中航西飞（000768）—积极布局低空经济，HH 系列签署 50 套意向订单》2024-11-25
- 《中航西飞（000768）—24Q3 利润端同比高增，毛利率同环比提升显著》2024-10-31

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 研究助理

zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

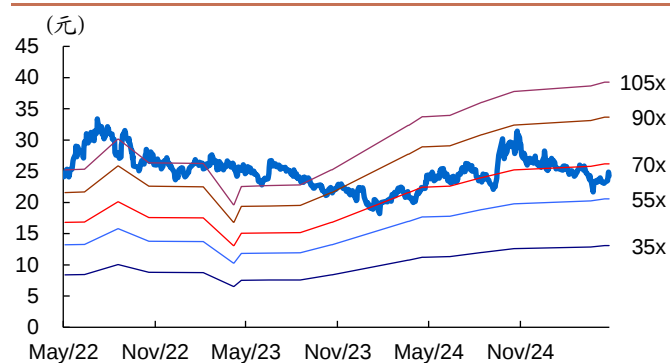
财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	40301	43216	45261	51312	59188
同比增长	7%	7%	5%	13%	15%
营业利润(百万元)	1023	1185	1322	1510	1727
同比增长	75%	16%	12%	14%	14%

归母净利润(百万元)	861	1023	1141	1302	1488
同比增长	65%	19%	11%	14%	14%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.41	0.47	0.54
PE	82.8	69.7	62.5	54.7	47.9
PB	3.6	3.4	3.3	3.1	3.0

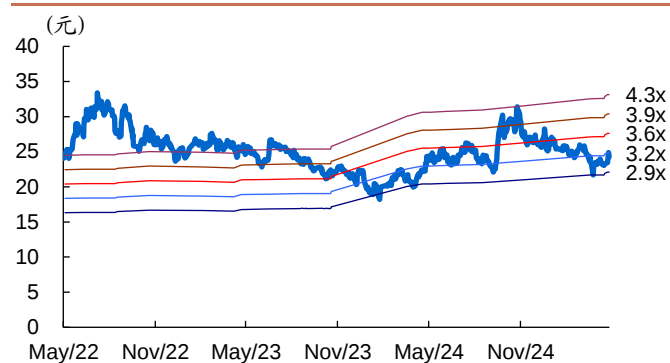
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中航西飞历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中航西飞历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	65671	57315	60538	69339	80363
现金	19300	17888	19273	22609	26518
交易性投资	144	181	181	181	181
应收票据	201	135	141	160	185
应收款项	17773	12465	13055	14800	17072
其它应收款	7	4	4	5	5
存货	23433	22692	23748	26898	30999
其他	4812	3950	4135	4686	5403
非流动资产	15250	16495	15725	15043	14441
长期股权投资	1693	1604	1604	1604	1604
固定资产	8197	7524	6932	6412	5954
无形资产商誉	1749	1784	1605	1445	1300
其他	3610	5584	5583	5583	5582
资产总计	80921	73811	76263	84383	94804
流动负债	62888	54564	56210	63369	72694
短期借款	1327	680	0	0	0
应付账款	37824	41605	43541	49315	56835
预收账款	18805	7805	8169	9252	10663
其他	4932	4474	4500	4802	5196
长期负债	(1512)	(1778)	(1778)	(1778)	(1778)
长期借款	62	496	496	496	496
其他	(1575)	(2274)	(2274)	(2274)	(2274)
负债合计	61376	52786	54432	61591	70916
股本	2782	2782	2782	2782	2782
资本公积金	11018	11591	11591	11591	11591
留存收益	5745	6651	7458	8418	9516
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	19545	21024	21831	22791	23889
负债及权益合计	80921	73811	76263	84383	94804

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(5515)	(58)	2201	3364	3956
净利润	861	1023	1141	1302	1488
折旧摊销	1160	1114	1088	999	920
财务费用	54	27	(96)	(138)	(167)
投资收益	(44)	10	(494)	(494)	(494)
营运资金变动	(7576)	(2233)	563	1695	2209
其它	30	2	0	0	0
投资活动现金流	(1128)	(1303)	176	176	176
资本支出	(1171)	(1404)	(318)	(318)	(318)
其他投资	44	101	494	494	494
筹资活动现金流	(410)	(64)	(993)	(204)	(224)
借款变动	276	238	(755)	0	0
普通股增加	13	0	0	0	0
资本公积增加	2686	573	0	0	0
股利分配	(277)	(278)	(334)	(342)	(391)
其他	(3108)	(597)	96	138	167
现金净增加额	(7053)	(1425)	1385	3336	3909

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40301	43216	45261	51312	59188
营业成本	37532	40686	42579	48226	55579
营业税金及附加	306	304	319	361	417
营业费用	474	56	59	66	77
管理费用	910	1294	1265	1434	1654
研发费用	244	266	279	316	365
财务费用	(254)	(132)	(96)	(138)	(167)
资产减值损失	(179)	(51)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	13	37	37	37	37
其他收益	57	467	467	467	467
投资收益	44	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	1023	1185	1322	1510	1727
营业外收入	6	14	14	14	14
营业外支出	7	3	3	3	3
利润总额	1021	1195	1332	1521	1738
所得税	160	172	191	218	249
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	861	1023	1141	1302	1488

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	7%	5%	13%	15%
营业利润	75%	16%	12%	14%	14%
归母净利润	65%	19%	11%	14%	14%
获利能力					
毛利率	6.9%	5.9%	5.9%	6.0%	6.1%
净利率	2.1%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
ROE	4.8%	5.0%	5.3%	5.8%	6.4%
ROIC	3.3%	4.2%	4.7%	5.2%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	75.8%	71.5%	71.4%	73.0%	74.8%
净负债比率	2.0%	1.7%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	1.5	1.8	1.8	1.9	1.9
应收账款周转率	3.1	2.8	3.5	3.6	3.7
应付账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.37	0.41	0.47	0.54
每股经营净现金	-1.98	-0.02	0.79	1.21	1.42
每股净资产	7.03	7.56	7.85	8.19	8.59
每股股利	0.10	0.12	0.12	0.14	0.16
估值比率					
PE	82.8	69.7	62.5	54.7	47.9
PB	3.6	3.4	3.3	3.1	3.0
EV/EBITDA	56.2	49.4	43.6	42.6	40.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。