



中航西飞 (000768.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利能力稳步提升，积极拥抱新质新 域发展机遇

业绩简评

公司发布 2025 半年报：25H1 实现营收 194.16 亿 (-4.49%)，归母净利润 6.89 亿 (-4.83%)，扣非净利润 6.52 亿 (+4.88%)；Q2 单季营收 109.78 亿，同比-7.55%，环比+30.09%；归母净利润 4.00 亿，同比+4.02%，环比+38.57%；扣非净利润 3.54 亿，同比+2.81% 环比+18.92%。

经营分析

军工长期资产、大中型飞机制造龙头，业绩实现稳健增长：1) 25H1 实现营收 194.16 亿 (-4.49%) 基本持平，实现归母净利润 6.89 亿 (+4.83%)；25Q2 营收 109.78 亿 (-7.55%) 小幅下滑，实现归母净利润 4.0 亿 (+4.02%)，稳健增长。2) 公司全资子公司陕飞 25H1 实现营收 32.06 亿 (-36.4%)，实现净利润 4335.5 万 (-69.2%)，阶段性承压。3) 公司聚焦首责主责主业，优化资源配置，突出价值创造，持续加大拓市增收、降本节支力度，夯实经营发展基础，提升发展质量效益。

盈利能力持续提升，经营效率持续优化：1) 25H1 公司实现毛利率 7.3%，同比+1.4pct；归母净利率 3.5%，同比+0.3pct；25Q2 公司实现毛利率 6.5%，同比+2.2pct，环比-1.7pct；实现归母净利率 3.6%，同比+0.4pct，环比+0.2pct。2) 期间费率逐步降低：25H1 期间费率 2.5% (-0.28pct)；25Q2 期间费率 1.8%，同比-0.6pct，环比-1.5pct；其中销售费率 0.1%，同比-1.0pct，环比-0.1pct；管理费用率 1.9%，同比+0.2pct，环比-1.3pct。

民机关键配套商，产能与交付速率更上一层楼：1) 建成了 C919 机翼项目第二套翼盒总装数字化装配线，生产速率再上新台阶；公司 C919 部件已实现稳定交付，交付数量持续增加。2) 公司积极参与国产新型号大飞机研制，是 C929 飞机后机身前段、缝翼、副翼、小翼初选供应商并积极争取 C929 飞机外翼盒段工作包。3) 公司积极参与国际合作与外贸转包，承担了空客公司 A320/A321 系列飞机机翼、机身，项目交付速率稳步提升；承担波音公司 B737 系列飞机垂尾与内襟翼等产品的制造工作。

航空产业主业延伸+高端制造衍生应用，积极捕获机遇做大增量：

1) 航空主业延伸：瞄准未来飞机“有人无人化，无人智能化”发展趋势，以无人运输、有人无人协同、无人特种飞机为产业拓展方向。2) 高端制造衍生应用：发挥航空武器装备研制优势技术溢出效应，重点发展复材结构件制造、增材制造等项目，积极培育公司发展新动能。3) 我们认为，公司传统军、民用大飞机业务周期长，正在步入收获期，未来盈利能力有望持续提升，而新业务或将成为未来公司业绩增长新引擎。

盈利预测、估值与评级

我们认为，公司在我国航空装备建设领域具有稀缺性、装备型号谱系完整。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 11.95/13.80/16.32 亿元，同比+16.78%/+15.44%/+18.29%，对应 PE 为 68/59/50 倍，维持“买入”评级。

风险提示

军费支出不及预期、国产大飞机批产不及预期、新质新域业务发展不及预期。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

分析师：任旭欢 (执业 S1130524070004)

renxuhuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：29.24 元

相关报告：

- 《中航西飞：积极拥抱军民两用飞机双景气，盈利能力稳步提升》，2025.4.29
- 《中航西飞：大中型飞机制造龙头，有望受益于军民双景气》，2024.11.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,301	43,216	45,250	49,517	52,586
营业收入增长率	7.01%	7.23%	4.71%	9.43%	6.20%
归母净利润(百万元)	861	1,023	1,195	1,380	1,632
归母净利润增长率	64.51%	18.87%	16.78%	15.44%	18.29%
摊薄每股收益(元)	0.310	0.368	0.430	0.496	0.587
每股经营性现金流净额	-1.98	-0.02	1.68	1.34	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.41%	4.87%	5.45%	5.99%	6.69%
P/E	72.28	76.76	68.04	58.94	49.83
P/B	3.18	3.74	3.71	3.53	3.33

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	37,660	40,301	43,216	45,250	49,517	52,586	货币资金	26,352	19,300	17,888	20,558	22,618	23,907
增长率		7.0%	7.2%	4.7%	9.4%	6.2%	应收账款	7,908	17,981	12,604	16,992	18,403	19,094
主营业务成本	-35,004	-37,532	-40,686	-42,310	-46,112	-48,765	存货	26,249	23,433	22,692	24,823	26,928	28,581
%销售收入	92.9%	93.1%	94.1%	93.5%	93.1%	92.7%	其他流动资产	6,799	4,956	4,131	4,601	4,913	5,144
毛利	2,656	2,770	2,530	2,940	3,404	3,821	流动资产	67,308	65,671	57,315	66,973	72,861	76,726
%销售收入	7.1%	6.9%	5.9%	6.5%	6.9%	7.3%	%总资产	81.9%	81.2%	77.7%	79.9%	80.8%	81.4%
营业税金及附加	-487	-306	-304	-317	-347	-368	长期投资	3,124	3,343	3,412	3,413	3,409	3,408
%销售收入	1.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	8,944	9,006	9,353	10,129	10,380	10,352
销售费用	-436	-474	-56	-63	-74	-68	%总资产	10.9%	11.1%	12.7%	12.1%	11.5%	11.0%
%销售收入	1.2%	1.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	无形资产	1,816	1,753	1,787	1,872	1,905	1,936
管理费用	-895	-910	-1,294	-1,186	-1,238	-1,304	非流动资产	14,866	15,250	16,495	16,845	17,329	17,491
%销售收入	2.4%	2.3%	3.0%	2.6%	2.5%	2.5%	%总资产	18.1%	18.8%	22.3%	20.1%	19.2%	18.6%
研发费用	-309	-244	-266	-285	-327	-321	资产总计	82,174	80,921	73,811	83,818	90,190	94,217
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	短期借款	2,026	1,529	755	747	1,006	1,087
息税前利润 (EBIT)	529	835	609	1,089	1,419	1,760	应付款项	35,268	38,336	42,431	41,406	44,423	45,331
%销售收入	1.4%	2.1%	1.4%	2.4%	2.9%	3.3%	其他流动负债	26,773	23,023	11,378	21,678	23,520	25,134
财务费用	121	254	132	134	154	165	流动负债	64,067	62,888	54,564	63,831	68,949	71,551
%销售收入	-0.3%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	224	62	496	496	496	496
资产减值损失	-35	-179	-51	-117	-65	-57	其他长期负债	1,749	-1,575	-2,274	-2,449	-2,296	-2,225
公允价值变动收益	-42	13	37	-18	-13	-23	负债	66,039	61,376	52,786	61,877	67,149	69,822
投资收益	-87	44	-10	5	12	3	普通股股东权益	16,134	19,545	21,024	21,940	23,042	24,396
%税前利润	n.a	4.3%	n.a	0.4%	0.7%	0.2%	其中：股本	2,769	2,782	2,782	2,782	2,782	2,782
营业利润	583	1,023	1,185	1,390	1,604	1,893	未分配利润	3,036	3,575	4,256	5,173	6,275	7,628
营业利润率	1.5%	2.5%	2.7%	3.1%	3.2%	3.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	25	-2	10	10	10	10	负债股东权益合计	82,174	80,921	73,811	83,818	90,190	94,217
税前利润	608	1,021	1,195	1,400	1,614	1,902	比率分析						
利润率	1.6%	2.5%	2.8%	3.1%	3.3%	3.6%							
所得税	-85	-160	-172	-204	-234	-271							
所得税率	13.9%	15.7%	14.4%	14.6%	14.5%	14.2%							
净利润	523	861	1,023	1,195	1,380	1,632							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	523	861	1,023	1,195	1,380	1,632							
净利率	1.4%	2.1%	2.4%	2.6%	2.8%	3.1%							
现金流量表 (人民币百万元)													
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E							
净利润	523	861	1,023	1,195	1,380	1,632							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	1,234	1,191	1,186	1,206	1,280	1,351							
非经营收益	252	34	3	39	39	56							
营运资金变动	27,278	-7,601	-2,271	2,233	1,034	-58							
经营活动现金净流	29,287	-5,515	-58	4,673	3,733	2,981							
资本开支	-871	-1,170	-1,397	-1,420	-1,691	-1,438							
投资	0	0	42	-19	-10	-21							
其他	48	42	52	5	12	3							
投资活动现金净流	-823	-1,128	-1,303	-1,434	-1,688	-1,456							
股权募资	0	176	0	0	0	0							
债权募资	-8,402	-657	-288	-232	352	103							
其他	-302	71	223	-324	-327	-333							
筹资活动现金净流	-8,705	-410	-64	-556	25	-229							
现金净流量	19,770	-7,051	-1,412	2,683	2,069	1,296							
							净资产负债率	3.24%	3.24%	4.41%	4.87%	5.45%	5.99%
							总资产收益率	0.64%	1.06%	1.39%	1.43%	1.53%	1.73%
							投入资本收益率	2.46%	3.30%	2.32%	3.98%	4.90%	5.77%
							增长率						
							主营业务收入增长率	15.17%	7.01%	7.23%	4.71%	9.43%	6.20%
							EBIT 增长率	-38.89%	57.91%	-27.01%	78.71%	30.32%	24.03%
							净利润增长率	-19.84%	64.51%	18.87%	16.78%	15.44%	18.29%
							总资产增长率	14.15%	-1.52%	-8.79%	13.56%	7.60%	4.46%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	127.0	115.7	127.7	136.0	135.0	132.0
							存货周转天数	266.5	241.6	206.9	215.0	214.0	215.0
							应付账款周转天数	276.7	259.6	267.5	265.0	260.0	250.0
							固定资产周转天数	80.4	74.2	63.5	62.1	54.2	46.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-150.20%	-91.35%	-79.99%	-88.86%	-92.43%	-92.25%
							EBIT 利息保障倍数	-4.4	-3.3	-4.6	-8.1	-9.2	-10.7
							资产负债率	80.37%	75.85%	71.52%	73.82%	74.45%	74.11%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	3	4	22
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.43	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究