

# 归母净利维持增长, 产品交付稳定顺畅

中航西飞 (000768.SZ)

## 核心观点

公司发布 2025 年半年报, 2025 年上半年, 公司实现营业收入 194.16 亿元, 较上年同期下降约 4.49%; 实现归属上市公司股东的净利润 6.89 亿元, 较上年同期增长 4.83%; 实现扣除非经常性损益的净利润 6.52 亿元, 同比增长 4.88%。整体看来, 公司在本报告期产品实现密集交付, 部分产品交付后完成验收已经满足回款条件, 但本批次产品尚未达到回款节点, 在手订单快速消耗的同时, 原材料采购与备产投入也已开启, 公司整体产品生产交付正常流畅。

## 归母净利维持增长, 产品交付稳定顺畅

公司发布 2025 年半年报, 2025 年上半年, 公司实现营业收入 194.16 亿元, 较上年同期下降约 4.49%; 实现归属上市公司股东的净利润 6.89 亿元, 较上年同期增长 4.83%; 实现扣除非经常性损益的净利润 6.52 亿元, 同比增长 4.88%。公司营业收入较上年同期出现小幅波动, 但归母净利润与扣非归母净利润依然延续一季度趋势, 保持稳定增长。营收出现小幅下降, 归母净利润仍保持增长或主要源于营业成本出现一定程度下降。期间费用方面, 公司 2025 年上半年财务费用较上年同期增长 45.64%, 主要源于公司本期利息收入同比减少; 实现研发费用 5090.48 万元, 同比增长约 17.19%; 销售费用较上年同期下降约 13.16%, 达 2272.14 万元; 实现管理费用 4.74 亿元, 同比增长 14.09%。报告期内, 公司整体毛利率较上年同期增长约 1.38pct, 达 7.27%, 处于近年公司毛利率合理波动范围内。

报告期内, 公司货币资金较上报告期末大幅下降约 61.60%, 达 54.21 亿元, 同时公司合同资产出现较大幅度增长, 较上报告期末提升约 37.66%; 应收账款较上期期末显著增长 46.47%, 达 238.88 亿元, 或侧面说明公司产品正处于密集交付阶段, 同时部分产品在交付后已经通过验收, 满足回款条件, 但目前该批次产品尚未达到回款时间节点。预付账款较上期期末下降约 30.71%, 应付账款较上期期末增长约 11.41%, 侧面体现公司支付供应商货款增加, 处于备产投入、加购原材料阶段, 同时前期采购原材料已经入库投入使用。报告期内, 公司合同负债维持下降趋势, 较上期期末下降约 24.26%, 存货较上期期末亦出现小幅下降, 或

维持

买入

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-56135187

SAC 编号:S1440516090001

郭枫

guofeng@csc.com.cn

010-56135185

SAC 编号:S1440524060006

发布日期: 2025 年 09 月 07 日

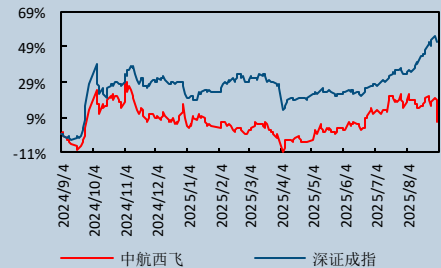
当前股价: 25.86 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.98/-14.10	3.40/-10.52	8.98/-26.69
12 月最高/最低价 (元)		31.40/21.70
总股本 (万股)		278,114.91
流通 A 股 (万股)		277,272.59
总市值 (亿元)		719.21
流通市值 (亿元)		717.03
近 3 月日均成交量 (万)		3607.75
主要股东		
中国航空工业集团有限公司		43.77%

## 股价表现



## 相关研究报告

【中信建投航空装备 II】中航西飞 (000768): 中信建投航空装备 II 中航西飞 000768: Q3 预计实现快速增长, 攻坚四季度全年稳增可期  
23.10.23

说明公司产品交付节奏较为顺利。整体看来，公司在本报告期产品实现密集交付，部分产品交付后完成验收已经满足回款条件，但本批次产品尚未达到回款节点，在手订单快速消耗的同时，原材料采购与备产投入也已开启，公司整体产品生产交付正常流畅。

巴基斯坦卡拉奇航空公司正在与中国商飞就 C919 采购问题进行谈判，若谈判进展顺利交易成功，C919 或将首次进入南亚市场。商飞现有国产客机（C909/919）尚未取得欧洲航空安全局（EASA）适航认证，但部分东南亚国家愿意承认中国的适航和安全标准。同时东南亚部分运营商缺乏自有航空技术与运营资金，这为中国商飞在东南亚地区提供了良好的战略投资、合资环境。随着 C909、C919 国际影响力的提升，国产客机或有能力在东南亚地区率先打开海外市场。国产客机已经通过航司投资、单机租赁等方式进入印尼、老挝、越南市场，并均已开通定期航线。商飞客机出海，进一步验证了国产客机在国际航线运营中的经济性、适应性与可靠性，为拓展海外市场积攒了重要经验。参照 C909 出海的成功经历，借助现有成熟的运营模式与稳定的合作关系，商飞有望将出海产品由单一支线航空拓展至单通道，C909 与 C919 或将以东南亚市场起点，打开海外市场，并以此为跳板逐渐扩大全球单通道客机市占率。未来，在东南亚市场市占率逐步提升的基础上，商飞国产客机的长期稳定运营也将向世界展示国产大飞机的可靠性与海外市场适配能力，或将有助于全球范围内适航取证进程的加速推进。随着 C919 下线量的不断攀升，公司作为 C919 主承单位将直接受益，民用产品未来有望提供有力利润贡献。

根据中航工业贵飞披露消息，8 月 17 日，AG600“鲲龙”批产第二架机（1102）在广东珠海成功完成生产试飞，即将交付客户进行运营。AG600-1102 架机于珠海金湾机场顺利完成包括滑行、一般性检查、任务系统和高空飞行在内的一系列生产试飞任务，试飞完成后，该机转场湖北宜昌进行喷漆。今年以来，AG600 研制全线各项任务密集开展。4 月 20 日，获颁型号合格证；5 月 6 日，批产首架机完成总装下线；5 月 18 日，批产首架机在珠海成功完成生产试飞；5 月 22 日，在大兴安岭、长白山两地执行消防任务，开展示范运营。6 月 11 日，AG600 获颁生产许可证（PC 证），正式迈入批生产阶段。生产许可证的颁发，不仅是对 AG600 设计成熟性、生产体系可靠性的权威认证，更是我国民用航空制造业迈向高端化、规范化的重要标志。通过 AG600 的产业化实践，建立了大型水陆两栖飞机设计、生产制造、系统配套、试验试飞、保障服务体系，实现了全国产大型民机自主配套的突破。本次 AG600 批产第二架机试飞成功，标志着该机型批产已进入常态化，后续该机或将延续首架“取证即交付，交付即运营”节奏，AG600 整体批产交付或将迎来全面加速。

## 军用大飞机龙头，民品业务稳步发展

**军品战略地位稳固，民品竞争实力雄厚。**公司主要从事军民用大中型飞机整机及航空零部件等航空产品的研发、生产和销售，目前已形成了军机、民机、航空零部件和国际转包四大支柱业务。公司是我国主要的大中型军用运输机、轰炸机、特种作战飞机及民用新舟系列飞机制造商，是国内重要的运输机制造商之一。公司还是国产支线飞机 ARJ21 主要分承制商，同时为 C919、AG600 等国产大飞机供应机体结构件以及起落架。此外，公司与美国波音、欧洲空客、加拿大庞巴迪等 10 余家世界著名航空制造商建立了稳定的转包生产合作关系，为上述国际航空制造商提供垂尾、翼盒、登机门、检修门等飞机部件的代工服务。

**军用大飞机龙头，军品市场广阔。**公司在军品方面未来发展目标是建成产品谱系化发展的军机产业。公司在完成西飞、陕飞、沈飞、成飞等厂商大飞机制造资源整合后，现已成为我国军用运输机与轰炸机唯一整机制造平台。现有产品涵盖大型运输机运 20、中型运输机运 8、运 9 系列以及特种作战改型、中远程轰炸机轰 6 系列、歼 7 系列等我国重点战略战术型号，在国内军用大中型运输机及轰炸机领域处于产业龙头地位。目前，公司成熟机型已经开始走向谱系化发展道路，运 20 等新机型在批量列装后也将作为平台机衍生出预警、加油等多种

改型。

**民用飞机零部件主流制造商，进军民用整机优势明显。**公司在民品方面未来发展目标是打造富有竞争力的民机产业。目前公司在航空转包产业的支持下，具备以研发为支撑的机体结构件制造能力，具备特色明显的大尺寸零部件制造能力优势，有能力跻身于世界一流的机体结构件一级供应商和风险合作伙伴行列。公司将强化起落架和机轮刹车系统研制在国内产业的核心垄断地位，成为集设计、制造、试验及服务为一体的世界级起落架系统供应商。公司将致力于成为涡桨支线飞机主流制造商，在巩固零部件业务优势的同时，追赶民用整机制造的不足，进一步增强公司的市场竞争力。

## 盈利预测与投资评级：全年业绩稳增可期，维持买入评级

公司作为运 20 等军用大飞机的唯一生产商，C919、AG600、ARJ-21 等民用飞机的主要零部件供应商，将直接受益于战略空军建设提速与民机国产化快速推进。我们强烈看好公司未来发展前景，预计公司 2025 年至 2027 年的归母净利润分别为 11.86 亿元、14.58 亿元、16.57 亿元，同比增长分别为 15.93%、22.93%、13.65%，相应 25 年至 27 年 EPS 分别为 0.43、0.52、0.60 元，对应当前股价 PE 分别为 61、49、43 倍，维持买入评级。

表 1：中航西飞盈利预测表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	432.16	471.14	526.03	589.73
同比（%）	7.23	9.02	11.65	12.11
净利润（亿元）	10.23	11.86	14.58	16.57
同比（%）	18.87	15.93	22.93	13.65
EPS（元）	0.37	0.43	0.52	0.60
P/E	70	61	49	43

资料来源：中信建投证券，PE 对应 9 月 3 日收盘价

## 风险分析

公司当前主营业务产品为 Y-20 运输机，基于原型机改型已出现运油-20 加油机型号，改型产品已基本处于成熟阶段，整体需求量较大，但后续列装具体数量及列装节奏目前仍难确定。由于运-20 产品占公司整体营收比重较大，该机型及其改型需求订单量的变动将明显影响公司整体营收及净利润节奏。

从公司整体产品谱系方面看，公司已有成熟轰炸机、大型平台、中小型平台产品，后续新产品研发、衍生进程尚不清晰，产品整体迭代交替存在一定不确定性。

我国民用航空领域相关政策持续推进，民用航空型号成熟度与国产化率不断提升，相关民品业务对公司业绩贡献量与时间节点尚不确定。

## 分析师介绍

### 黎韬扬

研发部执行总经理、军工与新材料团队首席分析师，北京大学硕士。2015-2017 年新财富、水晶球、Wind 军工行业第一名团队核心成员，2018-2024 年水晶球军工行业上榜，2018-2020 年 Wind 军工行业第一名，2019-2022 年金牛奖最佳军工行业分析团队，2018-2024 年新财富军工行业上榜、入围。

### 郭枫

美国丹佛大学金融学硕士。2016-2017 年新财富军工行业第一名团队成员，2017 年水晶球军工行业第二名团队成员，2017 年 Wind 军工行业第二名团队成员，2018 年水晶球军工行业第四名团队成员，2018-2019 年 Wind 军工行业第一名团队成员，2019 年金牛奖最佳军工行业分析团队成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk