

中航西飞（000768）

2025年三季报点评：由规模扩张向效益提升，处于民机放量与军品交付的关键成长期

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	40,301	43,216	44,827	49,804	55,995
同比	7.01	7.23	3.73	11.10	12.43
归母净利润（百万元）	860.97	1,023.44	1,139.08	1,338.96	1,603.88
同比	64.41	18.87	11.30	17.55	19.79
EPS-最新摊薄（元/股）	0.31	0.37	0.41	0.48	0.58
P/E（现价&最新摊薄）	83.05	69.87	62.77	53.40	44.58

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 302.44 亿元，同比去年+4.94%；归母净利润 9.92 亿元，同比去年+5.15%。

投资要点

■ **盈利质量稳中有进，利润结构持续优化。**截至 2025 年前三季度，中航西飞实现营业总收入 302.44 亿元，同比增长 4.94%；归母净利润为 9.92 亿元，同比增长 5.15%，扣非归母净利润 9.56 亿元，同比增长 7.94%，显示核心盈利能力稳步提升。尽管营收增速温和，但利润增速略超收入，主要得益于成本控制能力增强，营业成本同比增长 5.59%，略高于收入增速，但销售费用大幅下降 87.87%至 0.33 亿元，管理费用亦同比下降 22.30%至 6.77 亿元，有效对冲了成本压力。公司销售毛利率为 6.79%，较上年同期微降 0.57 个百分点，销售净利率稳定在 3.28%，基本持平，反映出在军品定价机制相对刚性的背景下，公司通过精细化管理维持了盈利韧性。整体来看，利润增长主要源于内生效率提升，非经常性损益占比低，利润结构健康、可持续性较强。

■ **资产负债结构稳健，运营效率与订单能见度双升。**截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 70.58%，较去年同期下降 2.81 个百分点，杠杆水平趋于优化。有息负债显著压降：短期借款降至 4.71 亿元，一年内到期的非流动负债仅 0.18 亿元，长期借款为 4.96 亿元，整体债务负担明显减轻。资产端质量良好：应收账款为 217.18 亿元，同比下降 6.16%，回款能力有所改善；信用减值损失为-0.38 亿元，同比收窄，显示坏账风险可控。存货为 200.33 亿元，同比下降 18.62%，结合营收增长，表明库存周转效率提升。尤为积极的是，合同负债虽同比减少 42.27%至 52.98 亿元，但仍维持在较高水平，叠加预收款项稳定，预示未来收入具备较强支撑。

■ **现金流改善显著，盈利变现能力与资本开支节奏趋于平衡。**2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为-82.29 亿元，虽仍为净流出，但同比大幅收窄 40.04%，主要受益于销售回款改善，销售商品、提供劳务收到的现金达 168.75 亿元，同比增长 9.26%。尽管净利润为 9.92 亿元，利润现金含量暂时为负，但考虑到军工行业“先支后收”的典型特征及存货与应收双降的积极变化，现金流压力正在缓解。自由现金流为-87.50 亿元，较去年同期显著改善。整体来看，公司现金流结构正向良性循环过渡，业绩含金量有望在后续季度进一步兑现。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩符合预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 11.39/13.39/16.04 亿元，对应 PE 分别为 63/53/45 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 下游需求波动风险；2) 市场审价导致毛利率下降风险；3) 产能释放进度不及预期风险。

2025 年 11 月 03 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书：S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.67
一年最低/最高价	21.06/32.64
市净率(倍)	3.27
流通 A 股市值(百万元)	71,175.87
总市值(百万元)	71,392.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.84
资产负债率(% ,LF)	70.58
总股本(百万股)	2,781.15
流通 A 股(百万股)	2,772.73

相关研究

《中航西飞(000768)：2025 年中报点评：成本控制优化促净利润增长，部分机型交付节奏仍有影响》

2025-08-27

《中航西飞(000768)：2024 年报点评：紧抓国内民机产业发展机遇，公司业绩显著提升》

2025-04-02

中航西飞三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	57,315	63,742	74,530	80,023	营业总收入	43,216	44,827	49,804	55,995
货币资金及交易性金融资产	18,069	12,891	26,705	16,387	营业成本(含金融类)	40,686	42,151	46,821	52,630
经营性应收款项	14,565	19,897	19,155	24,210	税金及附加	304	328	358	406
存货	22,692	28,791	26,343	36,785	销售费用	56	59	65	73
合同资产	1,863	2,029	2,201	2,504	管理费用	1,294	1,177	1,245	1,400
其他流动资产	126	133	126	136	研发费用	266	274	306	343
非流动资产	16,495	16,388	16,316	16,277	财务费用	(132)	(200)	(133)	(312)
长期股权投资	1,604	1,562	1,496	1,442	加:其他收益	467	274	422	408
固定资产及使用权资产	7,578	7,932	8,200	8,398	投资净收益	(10)	19	5	15
在建工程	1,829	1,399	1,106	907	公允价值变动	37	0	0	0
无形资产	1,784	1,769	1,778	1,776	减值损失	(51)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	1	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	1,185	1,332	1,570	1,879
其他非流动资产	3,697	3,723	3,733	3,751	营业外净收支	10	9	0	5
资产总计	73,811	80,130	90,846	96,299	利润总额	1,195	1,341	1,570	1,884
流动负债	54,564	59,753	69,130	72,979	减:所得税	172	202	231	280
短期借款及一年内到期的非流动负债	755	755	755	755	净利润	1,023	1,139	1,339	1,604
经营性应付款项	41,605	39,943	51,054	50,999	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	7,805	14,485	12,536	16,088	归属母公司净利润	1,023	1,139	1,339	1,604
其他流动负债	4,399	4,570	4,785	5,137	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.37	0.41	0.48	0.58
非流动负债	(1,778)	(1,778)	(1,778)	(1,778)	EBIT	1,036	1,112	1,432	1,551
长期借款	496	496	496	496	EBITDA	2,171	2,449	2,834	3,036
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	5.85	5.97	5.99	6.01
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	2.37	2.54	2.69	2.86
其他非流动负债	(2,319)	(2,319)	(2,319)	(2,319)	收入增长率(%)	7.23	3.73	11.10	12.43
负债合计	52,786	57,975	67,352	71,201	归母净利润增长率(%)	18.87	11.30	17.55	19.79
归属母公司股东权益	21,024	22,155	23,494	25,098					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	21,024	22,155	23,494	25,098					
负债和股东权益	73,811	80,130	90,846	96,299					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(58)	(3,936)	15,171	(8,860)	每股净资产(元)	7.56	7.97	8.45	9.02
投资活动现金流	(1,303)	(1,201)	(1,325)	(1,425)	最新发行在外股份(百万股)	2,781	2,781	2,781	2,781
筹资活动现金流	(64)	(41)	(32)	(32)	ROIC(%)	4.08	4.13	5.06	5.16
现金净增加额	(1,412)	(5,178)	13,814	(10,317)	ROE-摊薄(%)	4.87	5.14	5.70	6.39
折旧和摊销	1,135	1,337	1,402	1,484	资产负债率(%)	71.52	72.35	74.14	73.94
资本开支	(1,397)	(1,171)	(1,319)	(1,410)	P/E(现价&最新股本摊薄)	69.87	62.77	53.40	44.58
营运资本变动	(2,271)	(6,416)	12,403	(11,961)	P/B(现价)	3.40	3.23	3.04	2.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>