

中航西飞（000768.SZ）

军贸出海启新程，大飞机红利迎增量

优于大市

核心观点

公司 2025 年前三季度利润修复。根据公司 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营收 302.4 亿元，同比+4.94%；实现归母净利润 9.92 亿元，同比+5.15%。单季度数据来看，2025Q3 公司实现营收 108.28 亿元，同比+27.51%，实现归母净利润 3.03 亿元，同比+5.89%。公司营收利润稳步增长，业绩企稳回升。

管理层注入“新鲜血液”，公司治理初见成效。2025 年公司管理层进行调整，形成以“80 后”为核心班底的管理团队，调整后的管理班底中，80 后有 7 人，占比超三分之二，彰显公司人才梯队年轻化革新。公司通过改革等一系列手段优化公司管理能力和运营效率，目前初见成效，2025 年前三季度实现净利率 3.28%，创近年来新高。

军品方面，公司精准卡位“军机+军贸”，基本盘稳固。公司目前已构建覆盖大型、中型的军用运输机产品矩阵，核心型号持续迭代优化。公司作为我国唯一战略运输机的生产单位，已实现运-20 的规模化生产能力，并基于运-20 平台级能力开展特种飞机的研制，进而丰富产品图谱，打开增量空间。此外，军贸方面，随着运-9E 的正式交付海外客户、运-20E 亮相国际航展等一系列事件的催化，军贸将成为公司未来业绩的重要增量。

民品方面，公司享大飞机发展红利，布局低空经济万亿蓝海。C919 目标窄体客机市场，未来 20 年预计市场规模达数千亿元，公司作为 C919 核心配套商承担 C919 机身段核心部件的研制生产，深度绑定国产大飞机行业，持续享受发展红利。此外，公司积极响应国家政策号召，凭借航空器领域多年经验和技術积累，精准布局低空经济制造业，目前已完成相关型号的总装下线并积极推进适航认证。未来随着低空产业的发展，低空装备制造放量将为公司业绩带来巨大提升。

风险提示：技术迭代不及预期；市场需求不及预期；国家政策及国际形势带来不利影响。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值在 34.1-35.4 元之间，相对于公司目前股价有 16.8%-21.4% 溢价空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.70/13.45/15.21 亿元，同比+14.3%/+14.9%/+13.1%；EPS 分别为 0.42/0.48/0.55 元，动态 PE 为 69/60/53 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,301	43,216	45,865	50,084	55,108
(+/-%)	7.0%	7.2%	6.1%	9.2%	10.0%
归母净利润(百万元)	861	1023	1170	1345	1521
(+/-%)	64.5%	18.9%	14.3%	14.9%	13.1%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.42	0.48	0.55
EBIT Margin	2.1%	1.4%	2.8%	3.3%	3.9%
净资产收益率(ROE)	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%
市盈率(PE)	94.2	79.3	69.3	60.3	53.4
EV/EBITDA	71.5	77.8	60.5	51.5	48.6
市净率(PB)	4.15	3.86	3.71	3.56	3.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

国防军工·航空装备 II

证券分析师：李聪

licong3@guosen.com.cn
S0980525080006

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	34.10 - 35.40 元
收盘价	29.40 元
总市值/流通市值	81766/81633 百万元
52 周最高价/最低价	31.96/21.06 元
近 3 个月日均成交额	1176.63 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

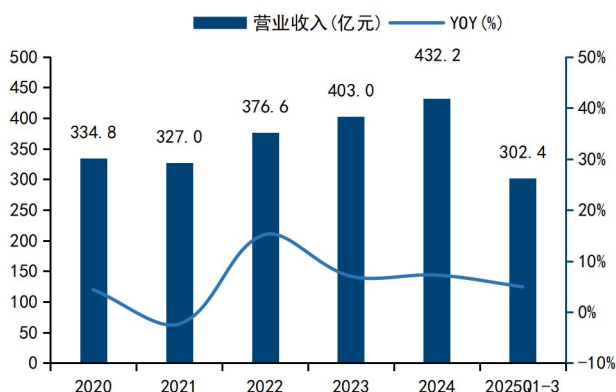
相关研究报告

公司业绩稳中有进，2025Q3 营收增幅明显

根据公司 2025 年三季报,2025 年前三季度公司实现营收 302.4 亿元,同比+4.94%;实现归母净利润 9.92 亿元,同比+5.15%。单季度数据来看,2025Q3 公司实现营收 108.28 亿元,同比+27.51%、环比-1.37%,实现归母净利润 3.03 亿元,同比+5.89%。业绩表现来看,公司 2025 年前三季度营收和利润相较去年同期稳步增长,2025 第三季度营收增幅明显,标志着公司生产和交付节奏加快。

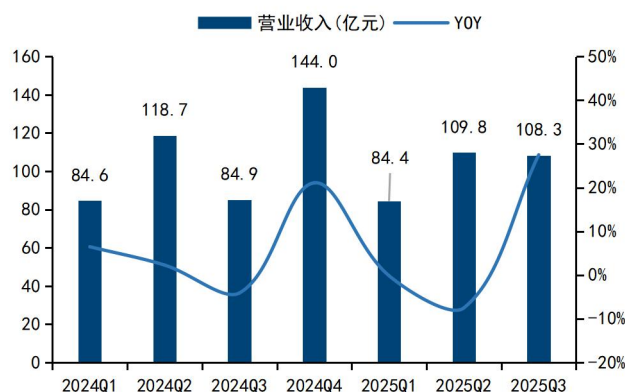
盈利能力方面,2025 年前三季度公司实现毛利率 6.79%,同比-7.74pct;实现净利率 3.28%,同比+0.31pct。公司毛利率下降但净利率小幅提升,主要原因为公司通过优化内部管理能力,提升管理效率,降低非经常性损益,进而提高了成本控制能力。

图1: 中航西飞营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 中航西飞单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



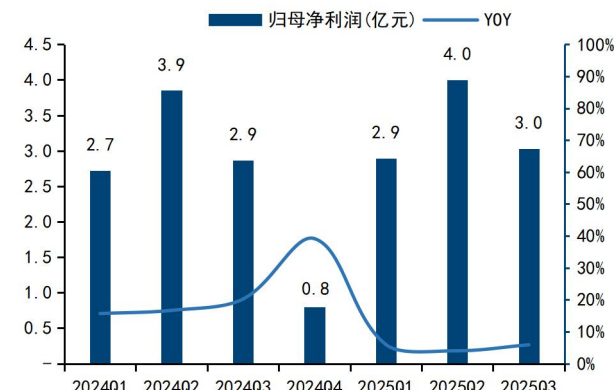
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 中航西飞归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 中航西飞单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

核心业务稳固发展，新兴业务激发潜力

中航西飞通过多次战略性的资产重组与资本运作，逐步整合并聚焦于飞机整机研制，军品大中型运输机、民品大飞机领域形成核心壁垒。中航西飞前身为 1958 年动工建设的西安飞机制造厂，以大中型军民用飞机研制生产起家，初期主要开展轰炸机、运输机及航空零部件的研发制造。自上市后，公司通过多次资产重组与资本运作，实现战略转型。2008 年，公司通过定向增发收购飞机业务相关资产，实现了从飞机零部件生产商向整机制造商的转型。2012 年，公司实施重大资产重组，收购陕西飞机工业有限公司等多家企业的航空业务资产，更名为“中航飞机股份有限公司”，业务范围扩展至大中型飞机的研发、制造及服务。2020 年，公司完成具有里程碑意义的重大资产置换，置入飞机整机制造与维修资产，实现了大中型飞机整机制造资产的专业化整合，并正式更名为“中航西安飞机工业集团股份有限公司”。自此，公司形成“军工核心引领、民机协同发展、国际合作赋能”的产业格局，成为我国航空工业的核心骨干企业与国际化大中型飞机产业引领者。

图5：中航西飞发展历程

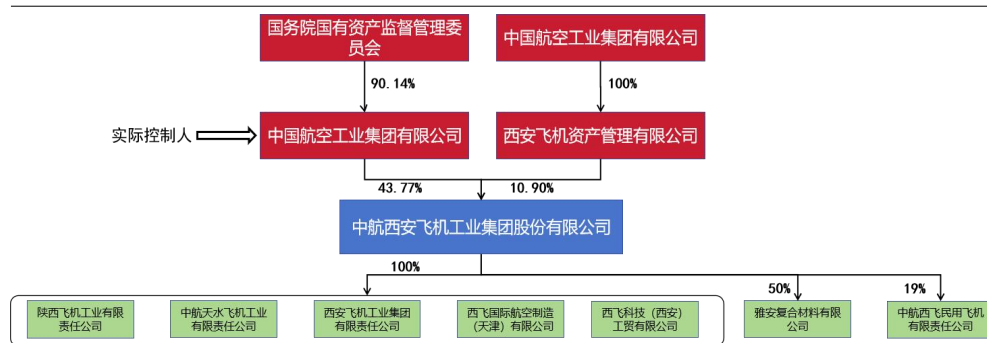


资料来源：中证网、陕西日报，国信证券经济研究所整理

公司主营业务聚焦航空领域飞机的研制和生产，其产品线覆盖军用大中型运输机和轰炸机、民用大飞机及支线客机、国际转包业务以及新兴领域业务等。公司主要产品包括：1) 军品方面，主要包括运-20 大型运输机、轰-6 系列轰炸机及特种飞机（如空中加油机、电子侦察机等），产品广泛应用于国防战略威慑、战略投送、空中指挥等高端国防领域，为我国现代化空军建设提供装备支撑。2) 民品方面，公司是中国商飞 C909、C919 的最大机体结构制造商，也是国产支线客机新舟系列飞机的主要零部件供应商。3) 国际转包业务方面，负责波音 737、747、空客 A320 系列等客机的机身、机翼供应，是波音公司、空客公司主力机型的大部件供应商，连续多年获波音公司年度供应商奖。4) 新兴领域业务方面，公司响应国家政策布局低空经济领域，凭借其整机制造的技术和经验，切入无人机及低空经济赛道，其样板产品 HH-200 正在进行适航认证。

公司股权结构稳定，实控人为中国航空工业集团有限公司，公司拥有 5 家全资子公司，布局军、民飞机制造产业。中国航空工业集团有限公司直接或间接控股公司合计约 55% 的股份。

图6：中航西飞股权结构图（截至 2026 年 2 月 4 日）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年公司管理层进行调整, “80 后”核心班底为公司发展注入新鲜血液。2025 年, 公司相继发布董事长、总经理、董事会秘书的聘任公告。公司内部擢升的董事长韩小军是正高级工程师, 拥有超过 20 年的航空制造领域经验, 总经理赵安安为博士且为航空领域高级工程师, 此举表明公司决策层希望由内行专家掌舵, 确保重大型号项目的技术路线和供应链管理的稳定性。此外, 调整后的管理班底中, 80 后有 7 人, 占比超三分之二, 彰显公司人才梯队年轻化革新。

表 1: 中航西飞主要董事及管理层情况

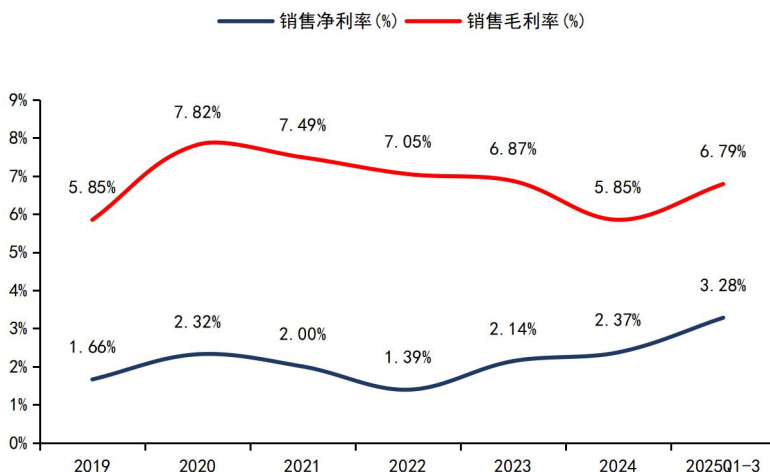
姓名	职位	个人履历
韩小军	董事长	男, 1980 年 7 月出生, 汉族, 中共党员, 正高级工程师。历任西安飞机工业(集团)有限责任公司特设系统设计研究室副经理、适航管理部适航技术室经理、39 厂厂长、MA700 项目分公司副总经理; 中航西飞民用飞机有限责任公司副总工程师; 公司副总工程师、副总经理。
赵安安	总经理、总工程师	男, 1983 年 8 月出生, 汉族, 中共党员, 正高级工程师。历任西安飞机工业(集团)有限责任公司制造工程部工艺处副处长、副总工艺师; 公司制造工程部部长、党委书记, 公司总工艺师、总工程师、副总经理。现任公司总经理。
郑涛	副总经理	男, 1975 年 5 月出生, 汉族, 中共党员, 正高级工程师。西北工业大学航空工程专业毕业, 硕士研究生学历。历任西安飞机工业(集团)有限责任公司 63 厂生产副厂长、工会主席, 技术装备制造总厂技术副厂长、质量管理部部长; 公司质量管理部部长、副总工程师; 中航西飞民用飞机有限责任公司党委书记、董事。现任本公司副总经理。
余晋萱	副总经理	女, 1985 年 9 月出生, 汉族, 中共党员, 2007 年 7 月参加工作, 高级政工师。西北工业大学机械工程领域工程专业毕业, 硕士研究生学历。历任西安飞机工业(集团)有限责任公司团委书记, 机加总厂运营副厂长, 数控加工厂党委书记、副厂长; 公司党建和思想政治工作部(党委组织部、党委宣传部)副部长、部长。现任公司副总经理。
袁春衡	副总经理	男, 1986 年 9 月出生, 汉族, 中共党员, 2009 年 7 月参加工作, 高级工程师。西北工业大学飞行器制造工程专业毕业, 大学本科学历。历任西安飞机工业(集团)有限责任公司经营管理部创新管理处副处长、生产管理部副部长、经营管理部副部长兼创新管理处处长; 公司规划经营部副部长、部长。现任公司副总经理。
杨锋	副总经理	男, 1985 年 12 月出生, 汉族, 中共党员, 2009 年 7 月参加工作, 正高级工程师。浙江大学机械工程领域工程专业毕业, 硕士研究生学历。历任西安飞机工业(集团)有限责任公司总装厂技术室主任; 公司总装厂副厂长、厂长; 公司制造工程部(技术中心)部长、党委书记, 公司总工艺师。现任公司副总经理。
董文方	副总经理	男, 1981 年 2 月出生, 汉族, 中共党员, 2006 年 4 月参加工作, 正高级工程师。西安电子科技大学信息与通信工程专业毕业, 硕士研究生学历。历任中航工业第一飞机设计研究院综合航电设计研究所副所长, 航电系统设计研究所副所长、所长, 科技与信息化部部长兼科技委第一副主任。现任公司副总经理。
董克功	总会计师	男, 1970 年 9 月出生, 汉族, 中共党员, 正高级会计师。西北工业大学项目管理专业毕业, 硕士研究生学历。历任西安庆安制冷设备股份有限公司财务科科长、财务部部长助理、副部长、部长、总会计师; 沈阳中航机电三洋制冷设备有限公司 / 沈阳盛润三洋压缩机有限公司党委书记、董事、总经理、纪委书记、财务负责人; 庆安集团有限公司董事、总会计师、董事会秘书、总经理。现任本公司董事、总会计师。
左锋	董事会秘书	男, 1981 年 8 月出生, 汉族, 中共党员, 2004 年 7 月参加工作, 高级工程师。西安工业学院金属材料工程专业毕业, 大学本科学历。历任西安飞机工业(集团)有限责任公司 17 厂厂长助理; 公司数控加工厂党委副书记、纪委书记、工会主席, 综合管理部副部长、部长、党支部书记。现任公司董事会秘书。

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司 25 年前三季度利润修复明显

公司 2025 前三季度毛利率、净利率均有所修复。根据公司 2025 年三季度报, 2025 年前三季度公司实现营收 302.4 亿元, 同比+4.94%; 实现归母净利润 9.92 亿元, 同比+5.15%, 利润相较营收增幅较快。此外, 前三季度的实现净利率 3.28%, 创近年来新高。

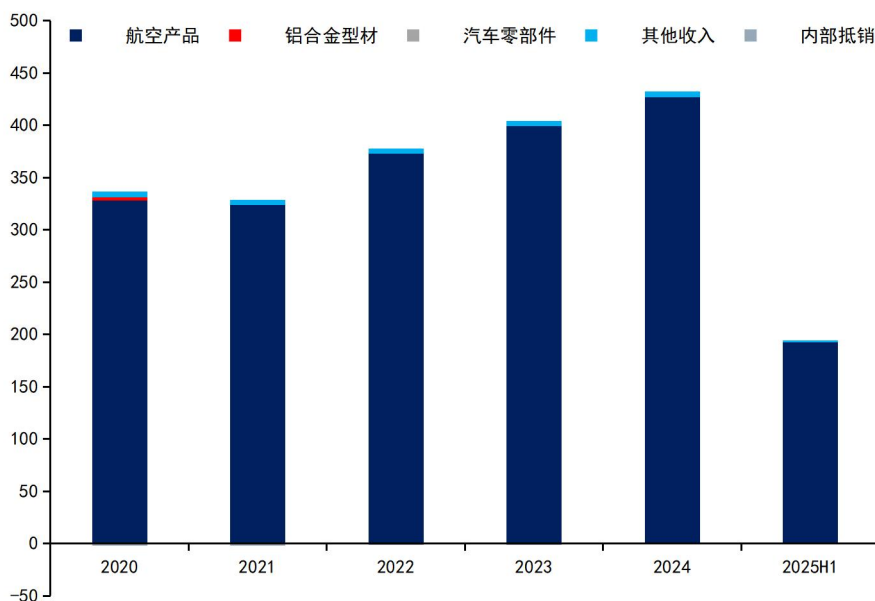
图7: 中航西飞毛利率、净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司聚焦航空主业, 裁撤非主要业务。自 2020 年起, 公司聚焦核心主业, 裁撤相关性不高的业务。2025H1, 公司实现营收 194.16 亿元, 同比-4.49%; 公司航空产品营收 192.59 亿元, 占总营收的 99%; 其它收入仅为 1.57 亿元, 占总营收不到 1%。

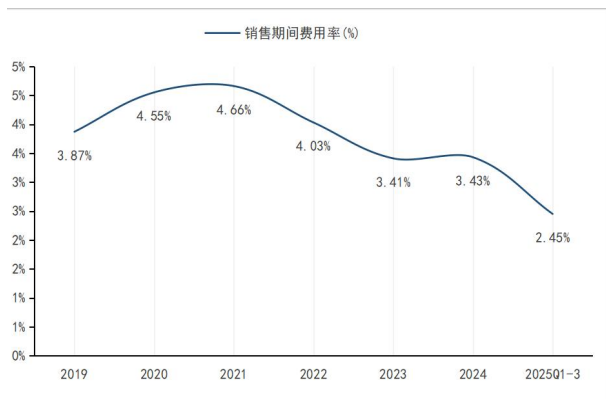
图8: 中航西飞营收结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

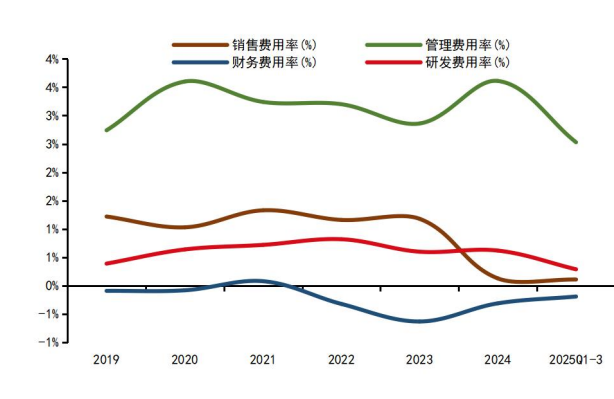
期间费用率稳中有降。2020-2024 年，公司期间费用率分别为 4.55%/4.66%/4.03%/3.41%/3.43%，2025 年前三季度期间费用率为 2.45%。自 2021 年来，公司期间费用率逐年降低，控制费用效果较好，主要受益于会计准则调减导致的销售费用率降低、利息收入增加且利息支出减少等因素。

图9：可对比企业营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中航西飞营收结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

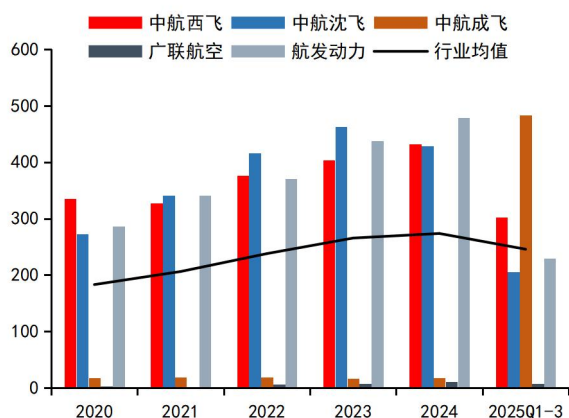
同行业对比

中航西飞主营业务航空飞机制造，基于此原则选取对应行业典型公司进行对比。中航成飞主营业务为军用飞机、民用飞机零部件等，典型产品为歼-7 系列、“枭龙”系列、歼-10 以及 C919 机头等。中航沈飞为我国核心的航空防务装备整机供应商之一，典型产品为歼击机、舰载机并为 C909、C919 及空客 A220 等型号提供零部件。广联航空主营业务为航空工艺装备、航空航天金属/复合材料零部件、无人机整机及商业航天部件的研发、制造与总装。航发动力主营业务为航空发动机、燃气轮机整机及核心零部件的研发、制造、维修与技术服务，服务于军民航空动力、能源装备、船舶动力等国家战略领域。

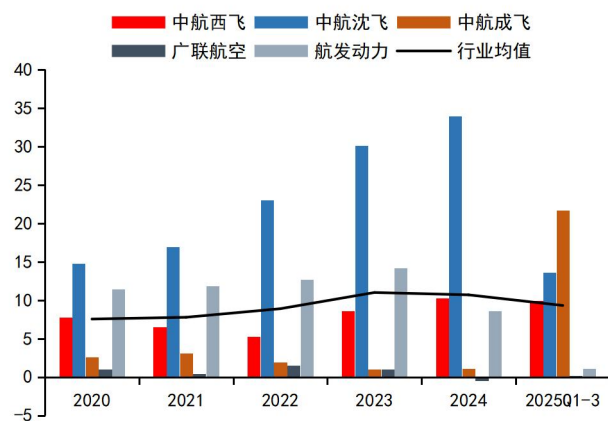
中航西飞近年来营业收入高于行业平均水平，2025 年前三季度归母净利润有较大提升。2020-2024 年公司营业收入稳中有升，常年保持在可对比企业营业收入平均线之上。但公司利润方面相较行业平均线稍有差距，2025 年前三季度利润有较大幅度增长，超过行业均值。

图11：可对比企业营业收入情况（亿元）

图12：可对比企业归母净利润情况（亿元）



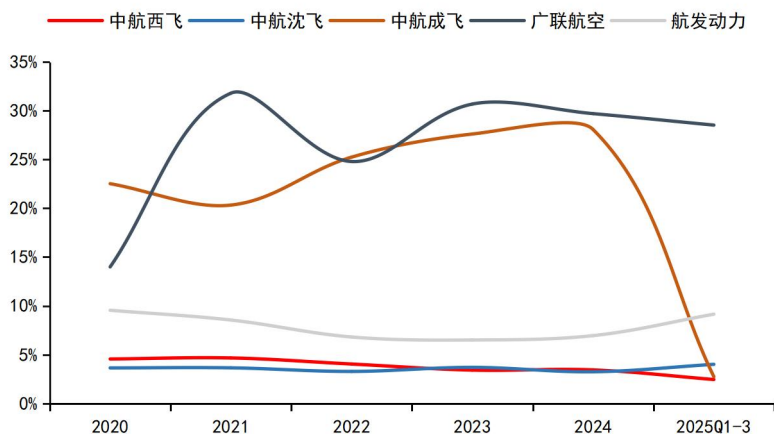
资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

中航西飞期间费用率处于行业较低水平。公司期间费用率常年处于行业较低水平，2025 年前三季度仅为 2.45%，主要受益于公司的运营成本控制能力、高效的内部管理能力，为公司未来盈利能力提升奠定了良好基础。

图 13：可对比企业期间费用率情况（%）



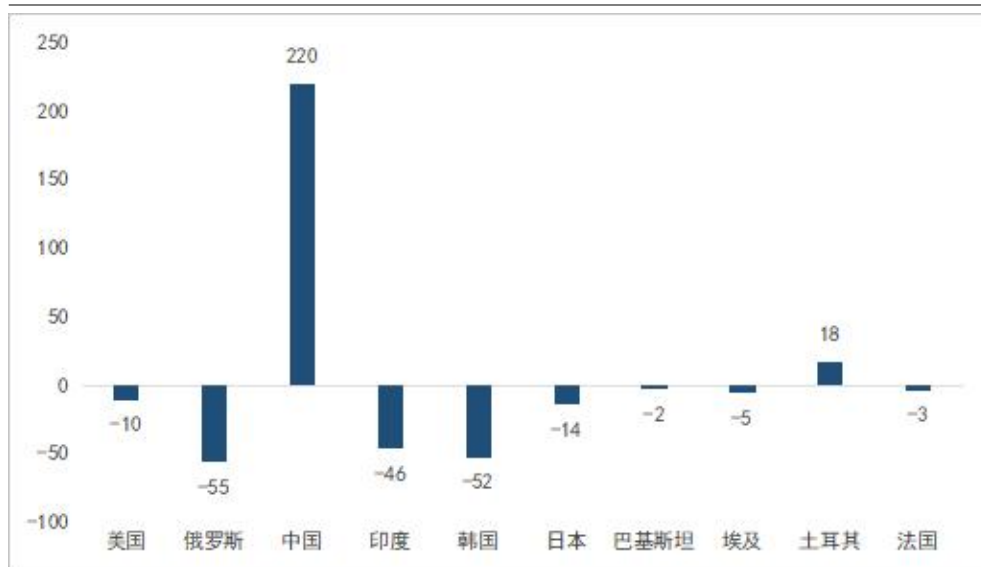
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

军品方面：公司精准卡位“军机+军贸”

1. 我国空军力量高速发展，但仍存在巨大补强空间。

增长趋势看，我国空军装备列装数量高速增长。目前全球军用飞机数量整体呈稳定且小幅下降趋势。据 Ciricum 统计，2024-2025 年全球军机数量从 52642 架下滑至 52231 架，降幅为 0.78%。军机数量分列第一、第二名的美国和俄罗斯，现役军用飞机数量均呈负增长，2024-2025 年在役军机分别减少了 10 架、55 架。反观我国，军用飞机数量由 2024 年的 3309 架增加至 2025 年的 3529 架，新增入列 220 架，为全球军用飞机增幅最大的国家。

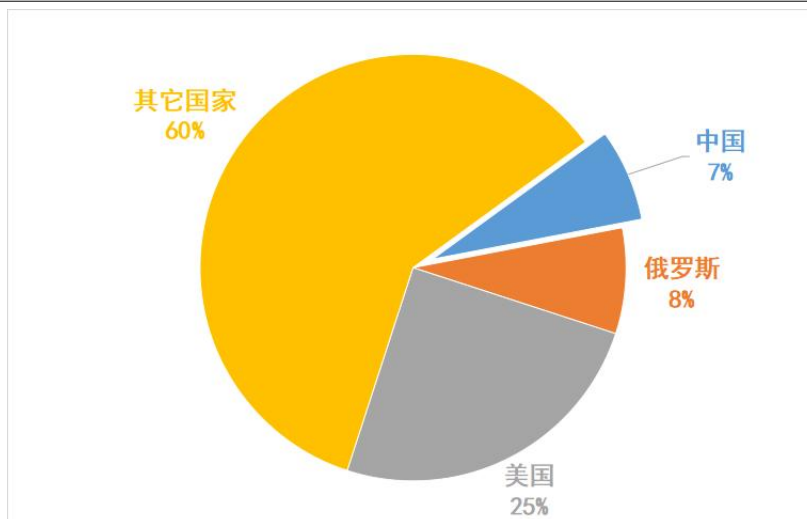
图 14: 2024-2025 年全球主要国家在役军机数量变化



资料来源：Circum，国信证券经济研究所整理

全局总量看，我国军机占全球比重仍然较少，未来有较大的扩容空间。目前我国军机数量占全球军机总量的 8%，绝对数量上与占比第一的美国仍有较大差距。高性能军用飞机是体系化作战的核心力量，从国际地位、国防安全等多个角度出发，大力开展先进军机的研制和生产，均符合我国当前国防需求以及国家发展战略需求，因此先进军机的持续生产和列装是未来的确定性趋势。

图 15: 2025 年全球军机占比



资料来源：Ciricum，国信证券经济研究所整理

2. 列装需求和平台改型扩容成公司未来主要增长极

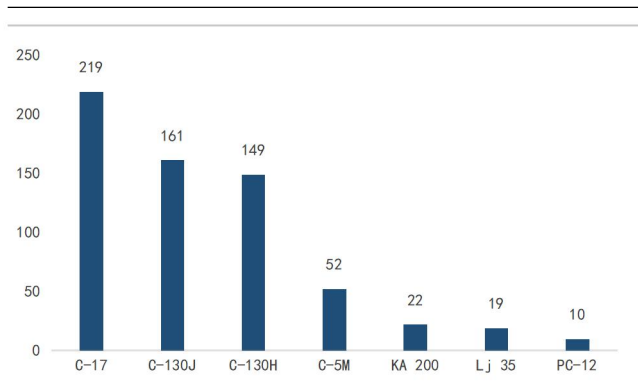
我国战略投送能力需求飙升，公司精准卡位“军用战略运输机”。我国国防现代化建设对战略投送能力的需求持续攀升，为军用运输机发展提供核心支撑。尽管自2016年运-20正式列装以来，我国运输机数量高速增长，但距美国在数量和总运力方面仍有较大差距，据《World Air Force 2026》统计，目前美国空军服役的各型运输机数量合计达663架，运-20的对比型号C-17数量达219架。公司全程参与了运-20立项、研制、总装、试飞、交付、列装的全型号生命周期，作为运-20的总装和制造单位未来将受益我国战略运输机领域的高速发展。

图16：运-20首飞



资料来源：中航西飞官网，国信证券经济研究所整理

图17：美国空军现役运输机型号及数量



资料来源：Flight Global, 《World Air Force 2026》, 2025, p33, 国信证券经济研究所整理

公司运输机型号矩阵完善，升级改造筑牢核心竞争力。公司目前已构建覆盖大型、中型的军用运输机产品矩阵，核心型号持续迭代优化。大型运输机方面，运-20作为全球唯一在产200吨级大型运输机，产品能力不断提升。2025年9月3日纪念抗战胜利80周年阅兵中，换装国产发动机后的运-20B接受公开检阅，装配了‘中国心’的运-20B性能进一步提升，优于早期型号及同类俄制机型。

运-20平台级能力打开特种飞机的增量空间。特种飞机是现代空中力量的重要构

成，一般以运输机为基础平台，通过搭载专用设备实现功能扩展，专门执行侦察巡逻、预警指挥、通信中继等特殊任务。运-20 作为通用平台，可改装为运油-20 加油机、大型预警机等特种机型。其中运油-20A 已经列装，相对于之前装备的轰油-6，在载油量、机型适配等方面均有较大提升。此外，央视军事评论员张学峰表示，未来运-20 还可能向大型战略预警机、武库机等方向发展。运-20 平台改型适配的多样性，有望为公司业绩带来新的增长点。

图 18: 运油-20A 空中加油



资料来源：央视新闻，国信证券经济研究所整理

图 19: 换装国产发动机后的运-20B



资料来源：央视新闻，国信证券经济研究所整理

3. 军贸潜力释放，多机型进军国际市场

运-20 有望填补国际军贸市场中的战略运输机需求缺口。目前，运-20 的主要竞品美国的 C-17 和俄罗斯的伊尔-76 均难以满足军贸市场需求，C-17 已于 2015 年停产，伊尔-76 由于俄罗斯深陷俄乌冲突泥潭无力供应国际市场。在这种国际背景下，运-20 凭借其优异的性能有望填补国际市场的需求空缺。2023 年 12 月，运 20E 在迪拜航展上首次亮相，参考外贸版歼-10CE 的编号规则，标志着运-20 将要进军国际军贸市场。

表 2: 运-20 主要竞品部分参数

型号	起飞质量/吨	发动机	发动机类型	单台起飞推力
伊尔-76	210	四台 PS-90A 发动机	涡扇	156.9kN
安-22	250	四台 HK-12MA 发动机	涡桨	11185KW
C-17	265	F117-PW-100	涡扇	185.5kN

资料来源：张丹玲等.《军用运输机发展及动力选型》.航空动力, 2021, (04):27-31, 国信证券经济研究所整理

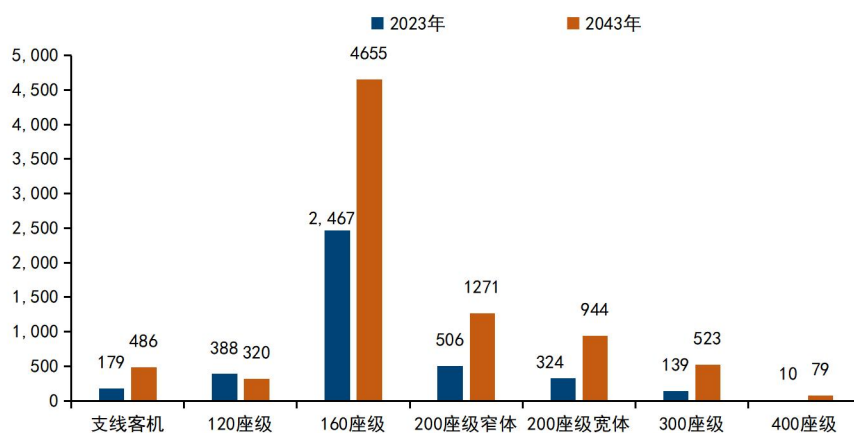
运-9E 的正式交付海外客户，为军贸业务开启了新起点。2024 年 12 月，公司自主研发的运-9E 战术运输机已正式交付首个海外客户。该运输机是在运-9 基础上，为满足国外客户需求而研制的出口型运输机，可执行人员、装备和物资运输任务。具有飞行距离远、货舱容积大、载货量多、装卸方便等特点，能适应高温、高原、高寒等各种恶劣环境。

民品方面：掘金“大飞机+低空制造”万亿市场

1. 公司深度绑定 C919 产业化，享国产大飞机黄金发展期

未来 20 年我国民航产业将进入高速增长期。据民航局统计，2024 年我国运输飞机数量 4394 架，较 2023 年增加 124 架，其中窄体飞机增加 104 架，支线飞机增加 18 架，窄体和支线客机为明显增量。中国航空工业集团发布的《2024-2043 年民用飞机中国市场预测年报》显示，预计到 2043 年我国客机规模将达到 8905 架，其中窄体客机需求量为 6246 架，支线客机需求量为 486 架。

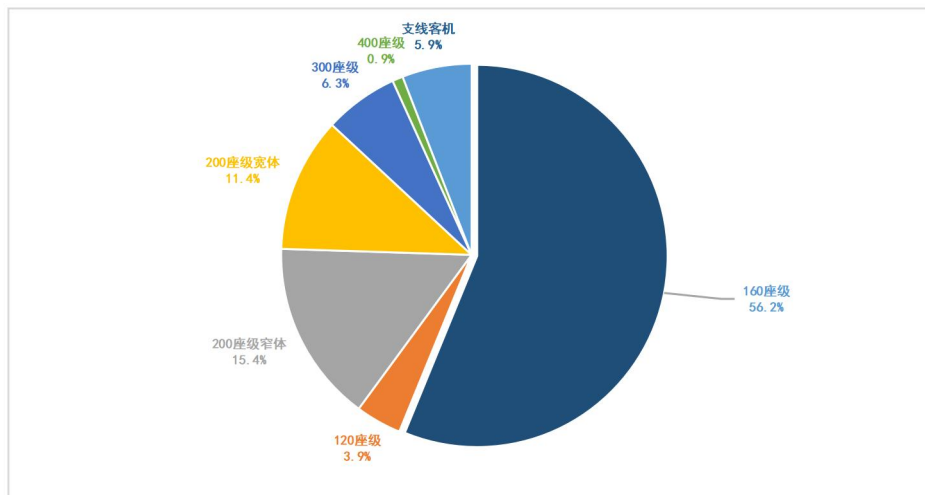
图 20：2023 和 2043 年我国客机机队规模



资料来源：中国航空工业发展研究中心，《2024-2043 年民用飞机中国市场预测年报》，国信证券经济研究所整理

C919 目标窄体客机市场，预计市场规模超 4000 亿元。C919 设计定位于航空运输市场最主流的 150 座级单通道市场，基本型混合布局 158 座，全经济舱布局 168 座，标准航程 4075 公里，增大航程 5555 公里。预计到 2043 年，我国客机市场 160 座级需求占总需求比例达 56.2%，需求数量为 4655 架，以中国东航披露的 C919 单价 0.99 亿元测算，未来 20 年我国大飞机市场规模约 4600 亿元。

图 21：2043 年中国市场客机需求量预测



资料来源：中国航空工业发展研究中心，《2024-2043 年民用飞机中国市场预测年报》，国信证券经济研究所整理

公司作为 C919 核心配套商，将持续享受行业发展红利。公司承担 C919 外翼翼盒、中机身、后机身前段等关键核心部件的研制生产，是 C919 供应链中不可或缺的核心环节，其配套份额稳定且具备不可替代性。此外，公司同步推进 C929 宽体客机相关机体部件的研发与制造，助力国产宽体客机突破。随着国产大飞机产业的发展，公司作为产业链上游的原材料和零部件供应商，将率先享受行业发展红利，业绩预计迎来大幅增长。

公司积极布局“两支”领域，支线客机产品线完善。公司深耕支线客机领域多年，构建起系列化产品矩阵。产品线实现系列化全覆盖，公司拥有新舟 60、新舟 600、新舟 700 组成的涡桨支线客机产品线，新舟系列在安全性、经济性、舒适性、维护性等方面达到或接近世界同类飞机的水平，直接使用成本比国外飞机低 10% 到 20%。精准契合国内支线航空发展需求。

公司融入全球航空产业链，积极拓展国际转包业务。公司主要承担了空客公司 A320/A321 系列飞机机翼、机身，波音公司 B737 系列飞机垂尾与内襟翼等产品的制造业务。据公司年报显示，2024 年公司共交付国际转包项目 1267 架份，其中空客公司 677 架份，波音公司 559 架份，其他项目 31 架份。2025 年，空客项目第三条生产线首架下架、波音 737MX 内襟翼项目 1000 架交付等一系列关键里程碑事件，标志着公司民机部件转包业务步入快速发展阶段。

图 22：波音垂尾组件



资料来源：中航西飞官网，国信证券经济研究所整理

图 23：空客 A319 机翼翼盒

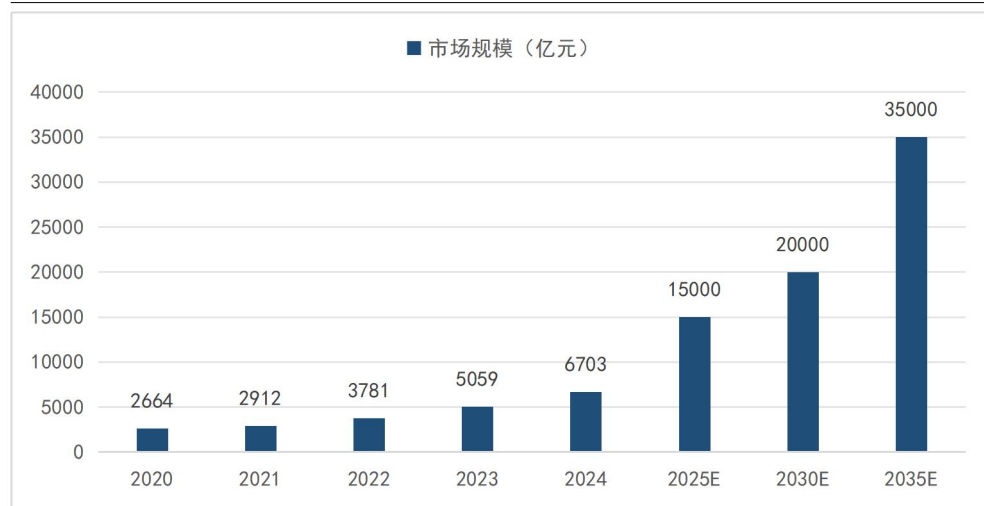


资料来源：中航西飞官网，国信证券经济研究所整理

2. 公司积极布局低空经济，掘金万亿蓝海市场

根据赛迪研究院发布的《2024 低空经济发展研究报告》显示，2023 年低空经济规模为 5059 亿元。《中国低空经济发展报告》则称 2024 年低空经济规模达 6703 亿元。民航局预测，2025 年我国低空经济预计可达 1.5 万亿元，2030 年超 2 万亿元，2035 年 3.5 万亿。

图 24: 2020-2035 低空经济市场规模



资料来源：央广网、赛迪研究院、中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

公司凭借军工技术外溢，精准布局低空经济制造业。公司依托军用航空制造技术积累，实现技术民用化转化。产品制造方面，2025 年 12 月 29 日，公司自主研制的新舟鸿鹄 HH-200 航空商用无人运输系统在陕西阎良总装下线，该产品已完成 TC 申请受理，迈入适航认证新阶段，标志着公司在低空经济领域的布局正式落地。HH-200 能够覆盖包括应急救援场景的物资投送、空投任务，卓越的灭火及环境影响与控制能力，还可以进一步拓展农林作业、遥感探测等特殊作业能力。市场拓展方面，2026 年 1 月 20 日，公司携 HH-200 亮相阿布扎比国际无人系统展，标志着公司进军全球低空经济市场，积极拓展海外订单。未来随着公司产品完成全部适航认证，低空装备制造放量将为公司业绩带来巨大提升。

图 25: HH-200 航空商用无人运输系统



资料来源：新华网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

1、航空制造产品

营业收入：受国产大飞机订单放量、军用运输机外贸市场拓展的影响，预计 26 年起营收会有较大增长。假设公司 2025-2027 年航空制造产品业务营收为 453.1/494.8/544.5 亿元。

毛利率：产品供应量提升带来的研发成本、基础设施成本的摊薄，进而带来盈利能力的提升。由此我们假设公司 2025-2027 年航空制造产品毛利率分别为 6.4%/6.7%/7.1%。

2、其它业务产品

营业收入：2024 年公司除航空制造外，其它业务占比仅为 0.9%，预计未来该部分业务占比仍较少。因此，假设公司 2025-2027 年其它业务产品营收分别为 5.5/6.0/6.6 亿元。

毛利率：以 2024 年该部分业务为参考，假设公司 2025-2027 年其它业务产品毛利率为 37.6%/37.6%/37.6%。

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司实现营收 458.6/500.8/551.1 亿元，同比 +6.1%/+9.2%/+10.0%；毛利率分别为 6.8%/7.0%/7.5%。

表3：中航西飞业务拆分

		2024	2025E	2026E	2027E			2024	2025E	2026E	2027E
航空制造	营业收入（亿元）	427.0	453.1	494.8	544.5	其它业务	营业收入（亿元）	5.2	5.5	6.0	6.6
	营业成本（亿元）	403.6	424.1	461.8	505.9		营业成本（亿元）	3.3	3.4	3.7	4.1
	毛利润（亿元）	23.3	29.1	33.0	38.6		毛利润（亿元）	2.0	2.1	2.3	2.5
	毛利率（%）	5.5%	6.4%	6.7%	7.1%		毛利率（%）	37.6%	37.6%	37.6%	37.6%
合计	营业收入（亿元）	432.16	458.6	500.8	551.1						
	营业成本（亿元）	406.86	427.5	465.5	510.0						
	毛利润（亿元）	25.3	31.1	35.3	41.1						
	毛利率（%）	5.9%	6.8%	7.0%	7.5%						

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理与预测

费用率：近年来，公司不断优化管理模式，提升运营效率。参考公司往年费用率变化趋势，合理假设公司 2025-2027 年销售费用率为 0.1%/0.1%/0.1%；管理费用率为 2.43%/2.23%/2.10%；研发费用率为 0.68%/0.63%/0.64%。

表4：公司盈利预测假设条件

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	7.23%	6.13%	9.20%	10.03%
营业成本/营业收入	94.15%	93.21%	92.95%	92.55%
管理费用率	2.71%	2.43%	2.23%	2.10%
研发费用率	0.62%	0.68%	0.63%	0.64%
销售费用率	0.13%	0.10%	0.10%	0.10%
营业税及附加/营业收入	0.70%	0.65%	0.60%	0.55%
所得税税率	14.37%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	31.02%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

2025-2027 年业绩预测

根据公司 2025 年前三季度报进行推断，预计公司营收和利润稳步增长。预计 2026-2027 年，随着公司军品业务国内外订单量的增加、民品方面“两干两支”业务的推进、以及低空经济带来无人机运输系统相关业务的新增量，公司收入有望稳健提升，利润方面会有较大提升。

按照上述假设条件，我们假设公司 2025-2027 年归母净利润为 11.70/13.45/15.21 亿元，同比+14.3%/+14.9%/+13.1%；EPS 分别为 0.42/0.48/0.55 元。

表5：公司 2025-2027 年业绩预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	432.16	458.65	500.84	551.08
营业成本（亿元）	406.86	427.51	465.53	510.02
销售费用（亿元）	0.56	0.46	0.50	0.55
管理费用（亿元）	12.94	11.86	11.88	12.29
研发费用（亿元）	2.66	3.12	3.17	3.55
财务费用（亿元）	-1.32	-0.86	1.10	3.78
营业利润（亿元）	11.85	13.77	15.82	17.89
利润总额（亿元）	11.95	13.77	15.82	17.89
归母净利润（亿元）	10.23	11.70	13.45	15.21
EPS（元）	0.37	0.42	0.48	0.55
ROE	4.87%	5.36%	5.90%	6.38%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：31.9–35.4 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件（%）

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	7.23%	6.13%	9.20%	10.03%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	5.00%	5.00%
营业成本/销售收入	94.15%	93.21%	92.95%	92.55%	92.00%	91.00%	90.00%	89.00%	88.00%	88.00%
管理费用/销售收入	2.71%	2.43%	2.23%	2.10%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
研发费用/销售收入	0.62%	0.68%	0.63%	0.64%	0.65%	0.64%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
销售费用/销售收入	0.13%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
营业税及附加/营业收入	0.70%	0.65%	0.60%	0.55%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	14.37%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	31.02%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.75	T	15%
无风险利率	2.00%	Ka	6.74%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.82
公司股价（元）	29.17	Ke	6.90%
发行在外股数（百万）	2782	E/(D+E)	90.50%
股票市值(E, 百万元)	81143	D/(D+E)	9.50%
债务总额(D, 百万元)	10029	WACC	6.53%
Kd	3.5%	永续增长率（10年后）	2.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法得出公司合理价值区间为 31.9–35.4 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		6.6%	6.7%	6.78%	6.9%	7.0%
永续 增长 率变 化	2.2%	35.36	35.36	35.36	35.36	35.36
	2.1%	34.42	34.42	34.42	34.42	34.42
	2.0%	33.54	33.54	33.54	33.54	33.54
	1.9%	32.69	32.69	32.69	32.69	32.69
	1.8%	31.88	31.88	31.88	31.88	31.88

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：34.1-36.5 元

公司未来增长主要受军贸、国产大飞机催化。因此，分别选取中航沈飞、中航成飞、航发动力以及航天彩虹作为可比公司。

基于万得一致预测值，上述可比公司 2026 年平均 PE 为 71 倍。考虑中航西飞未来将充分受益于军贸拓展、大飞机放量以及低空经济发展，我们给予公司 2026 年合理 PE 为 71-76 倍，对应股价为 34.1-36.5 元。

表9：可比公司情况（2026.2.3）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600760.SH	中航沈飞	1,546.0	54.5	1.30	1.55	1.82	41.9	35.3	29.9
302132.SZ	中航成飞	2,056.7	77.0	1.39	1.68	2.05	55.2	45.8	37.5
002389.SZ	航天彩虹	230.4	23.4	0.2	0.4	0.4	97.5	66.8	53.1
600893.SH	航发动力	1,293.6	48.5	0.3	0.4	0.5	191.4	135.7	104.6
	均值						96.5	70.9	56.3
000768.SZ	中航西飞	811.3	29.2	0.42	0.48	0.55	69.3	60.3	53.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（可比公司为 Wind 一致预测）

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 34.1-35.4 元之间，相对于公司目前股价有 16.8%-21.4% 溢价空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.70/13.45/15.21 亿元，同比 +14.3%/+14.9%/+13.1%；EPS 分别为 0.42/0.48/0.55 元，动态 PE 为 69/60/53 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 34.1-35.4 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了国内除公司外另外两大主机厂以及民营主机厂广联航空等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 作为相对估值的参考，给予公司 71-76 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司 2025-2027 年收入同比变化+6.1%/+9.2%/+10.0%，可能存在对公司产品订单数量、生产能力偏乐观估计、进而高估 2025-2027 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 6.8%/7.0%/7.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司 2025-2027 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

产品订单不及预期风险：公司的运输机、国产大飞机等产品订单受国家政策影响较大，采购受计划性影响较强。如若采购计划下达较慢或采购数量减少，可能会影响公司订单数量，进而使其盈利不及预期。

技术风险

技术突破不及预期：军、民用飞机的研制难度较大，部分零部件和技术仍在国产化替代突破过程中。若公司相关技术进展不顺，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术突破不及预期的风险，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要

来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

政策风险

公司产品受国内政策和国际形势影响较大，可能由于政策和局势的变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19300	17888	16315	22073	39710	营业收入	40301	43216	45865	50084	55108
应收款项	17976	12604	12566	13036	13588	营业成本	37532	40686	42751	46553	51002
存货净额	23433	22692	23125	25138	27535	营业税金及附加	306	304	298	301	303
其他流动资产	4796	3936	4128	4508	4960	销售费用	474	56	46	50	55
流动资产合计	65671	57315	56329	64949	85988	管理费用	910	1294	1186	1188	1229
固定资产	9006	9353	9707	9943	9790	研发费用	244	266	312	317	355
无形资产及其他	1749	1784	1712	1641	1570	财务费用	(254)	(132)	(86)	110	378
投资性房地产	2801	3755	3755	3755	3755	投资收益	44	(10)	3	3	3
长期股权投资	1693	1604	1609	1614	1619	资产减值及公允价值变动	2	(16)	15	15	0
资产总计	80921	73811	73112	81903	102721	其他收入	(355)	203	(312)	(317)	(355)
短期借款及交易性金融负债	1529	755	8018	18662	41598	营业利润	1023	1185	1377	1582	1789
应付款项	37824	41605	34688	31423	27535	营业外净收支	(2)	10	0	0	0
其他流动负债	23535	12204	10841	11761	12866	利润总额	1021	1195	1377	1582	1789
流动负债合计	62888	54564	53547	61846	81999	所得税费用	160	172	206	237	268
长期借款及应付债券	62	496	496	496	496	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	(1575)	(2274)	(2774)	(3224)	(3624)	归属于母公司净利润	861	1023	1170	1345	1521
长期负债合计	(1512)	(1778)	(2278)	(2728)	(3128)	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	61376	52786	51269	59118	78871	净利润	861	1023	1170	1345	1521
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	42	13	2	(0)
股东权益	19545	21024	21843	22785	23849	折旧摊销	1160	1112	916	1048	1125
负债和股东权益总计	80921	73811	73112	81903	102721	公允价值变动损失	(2)	16	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(254)	(132)	(86)	110	378
每股收益	0.31	0.37	0.42	0.48	0.55	营运资本变动	(9773)	(2187)	(9351)	(5655)	(6585)
每股红利	0.12	0.11	0.13	0.15	0.16	其它	(10)	(42)	(13)	(2)	0
每股净资产	7.03	7.56	7.85	8.19	8.57	经营活动现金流	(7754)	(35)	(7280)	(3277)	(3938)
ROIC	5.8%	3.7%	5.0%	4.0%	3.0%	资本开支	0	(1364)	(1200)	(1200)	(900)
ROE	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	6.4%	其它投资现金流	(16)	(30)	0	0	0
毛利率	6.9%	5.9%	6.8%	7.0%	7.4%	投资活动现金流	(22)	(1305)	(1205)	(1205)	(905)
EBIT Margin	2.1%	1.4%	2.8%	3.3%	3.9%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	4.9%	4.0%	4.8%	5.4%	6.0%	负债净变化	(162)	433	0	0	0
收入增长	7.0%	7.2%	6.1%	9.2%	10.0%	支付股利、利息	(320)	(317)	(351)	(404)	(456)
净利润增长率	64.5%	18.9%	14.3%	14.9%	13.1%	其它融资现金流	1686	(305)	7263	10644	22937
资产负债率	76%	72%	70%	72%	77%	融资活动现金流	725	(73)	6912	10240	22480
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	现金净变动	(7051)	(1412)	(1573)	5758	17637
P/E	94.2	79.3	69.3	60.3	53.4	货币资金的期初余额	26352	19300	17888	16315	22073
P/B	4.2	3.9	3.7	3.6	3.4	货币资金的期末余额	19300	17888	16315	22073	39710
EV/EBITDA	71.5	77.8	60.5	51.5	48.6	企业自由现金流	0	(1917)	(8553)	(4384)	(4520)
						权益自由现金流	0	(1788)	(1217)	6166	18096

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032