

中航西飞 (000768.SZ)

提质增效效果明显，看好民机和出海业务贡献增量

核心观点:

- **事件:** 公司公告 25 年年报, 25 年实现营收 410.14 亿元 (YOY-5.10%), 归母净利润 11.51 亿元 (YOY+12.49%), 扣非归母净利润 10.75 亿元 (YOY+16.69%)。毛利率 6.78% (YOY+0.92pp), 净利率 2.81% (YOY+0.44pp)。
- **点评:** 提质增效效果明显, 看好民机和出海业务贡献增量。分业务看, 25 年航空制造业营收 405.48 亿元, 同比下滑 5.03%, 毛利率 6.40%, 同比增长 0.93 个百分点。费用端, 公司持续推进提质增效, 管理费用同比减少 18.73%。经营活动产生的现金流量净额-83.54 亿元, 同比减少 14,392.89%, 主要原因是本期销售商品收到的现金同比减少。报告期内, 公司持续推进民机和出口业务。(1) 民机方面, 公司持续扩大 C909、C919 等民机部件产能及订单储备, 交付架份数较 2024 年增长 25%, 收入增长率超 20%, 民用航空收入占公司总体收入比例再创新高, 2026 年将持续开展 C919、A320 项目产能提升工作, 满足客户速率需求。根据公司 4 月 9 日投资者关系活动记录表, 公司已成功初选中选 C929 飞机后机身前段、缝翼、副翼和小翼工作包, 正在按照客户计划, 有序推进试验件研制。(2) 装备出口方面, 运 20、运-9 系列中型运输机等多种型号飞机亮相迪拜、新加坡等国内外航空展、防务展, 全面部署推进“一型装备服务两个市场”, 加速高端航空装备出口。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 26-28 年公司 EPS 分别为 0.46、0.51、0.59 元/股。结合当前国防装备现代化建设需求, 以及军贸市场、航空维修业务和民机业务新增量, 考虑公司在大型防务整机领域的领先地位, 叠加股权激励的推出和提质增效持续推进, 参考可比公司估值, 给予 26 年 PE 估值水平 65 倍, 对应合理价值 29.64 元/股, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 装备需求及交付低于预期、政策调整、军费预算波动等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	43,216	41,014	42,069	45,290	52,011
增长率 (%)	7.2%	-5.1%	2.6%	7.7%	14.8%
EBITDA	2,212	2,365	2,498	2,724	3,022
归母净利润	1,023	1,151	1,268	1,409	1,648
增长率 (%)	18.9%	12.5%	10.2%	11.1%	17.0%
EPS (元/股)	0.37	0.41	0.46	0.51	0.59
市盈率 (P/E)	76.8	61.3	54.5	49.0	41.9
ROE (%)	4.9%	5.2%	5.5%	5.9%	6.6%
EV/EBITDA	28.0	26.9	24.4	22.0	19.4

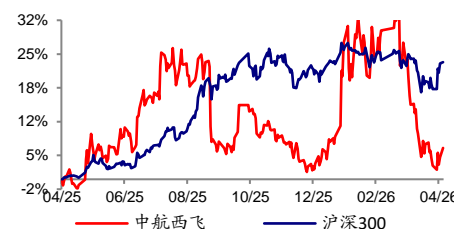
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	24.85 元
合理价值	29.64 元
前次评级	增持
报告日期	2026-04-14

相对市场表现



分析师:

孟祥杰



SAC 执证号: S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

分析师:

邱净博



SAC 执证号: S0260522120005



010-59136685



qiuqingbo@gf.com.cn

分析师:

吴坤其



SAC 执证号: S0260522120001



SFC CE No. BRT139



010-59133689

wukunqi@gf.com.cn

请注意, 邱净博并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	57,315	62,124	64,583	68,192	71,653
货币资金	17,888	10,632	11,900	12,878	14,168
应收及预付	16,428	27,552	30,279	33,226	35,989
存货	22,692	19,594	19,025	18,710	18,118
其他	307	4,346	3,378	3,378	3,378
非流动资产总额	16,495	15,722	15,571	15,376	15,134
长期股权投资	1,604	1,619	1,618	1,618	1,618
固定资产	7,524	7,930	7,963	7,971	7,990
在建工程	1,829	1,476	1,326	1,157	929
使用权资产	54	63	71	79	87
无形资产	1,784	1,743	1,703	1,663	1,623
其他	3,700	2,892	2,890	2,888	2,887
资产总额	73,811	77,847	80,154	83,567	86,787
流动负债总额	54,564	56,729	57,283	59,777	61,924
短期借款	680	2,108	2,109	2,110	2,111
应付及预收	49,410	47,821	48,374	50,867	53,014
其他	4,474	6,800	6,800	6,800	6,800
非流动负债总额	-1,778	-1,090	-165	-164	-163
长期借款	496	1,558	1,558	1,558	1,558
应付债券	0	0	0	0	0
其他	-2,274	-2,648	-1,722	-1,721	-1,720
负债总额	52,786	55,638	57,118	59,613	61,761
股本	2,782	2,781	2,781	2,781	2,781
其他	18,242	19,427	20,255	21,173	22,244
归母权益合计	21,024	22,208	23,036	23,955	25,026
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	73,811	77,847	80,154	83,567	86,787

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	43,216	41,014	42,069	45,290	52,011
营业成本	40,686	38,234	39,137	42,097	48,314
营业税金及附加	304	258	264	284	327
销售费用	56	53	54	58	67
管理费用	1,294	1,052	1,052	1,087	1,248
研发费用	266	275	282	303	348
财务费用	-132	-92	-55	-26	-38
资产信用减值损失	-51	-129	-95	-85	-70
公允价值变动收益	37	18	19	19	19
投资收益	-10	57	58	59	60
营业利润	1,185	1,333	1,468	1,631	1,908
营业外收支	10	0	0	0	0
利润总额	1,195	1,333	1,468	1,631	1,908
所得税费用	172	182	200	222	260
合并净利润	1,023	1,151	1,268	1,409	1,648
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,023	1,151	1,268	1,409	1,648
EPS (元/股)	0.37	0.41	0.46	0.51	0.59

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	-58	-8,354	1,736	2,421	2,820
合并净利润	1,023	1,151	1,268	1,409	1,648
折旧摊销	1,135	1,071	1,066	1,112	1,161
营运资金变动	-2,329	-10,720	-732	-223	-95
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-1,303	-847	-839	-840	-840
资本性开支	-1,397	-897	-918	-919	-920
投资	42	0	0	0	0
其他	52	50	79	79	80
融资活动现金流净额	-64	1,963	372	-603	-690
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-288	2,103	2	2	2
股利分配与偿付利息	-317	-348	-574	-625	-712
其他	541	207	944	20	20
现金净增加额	-1,412	-7,257	1,269	977	1,290
期初现金余额	19,300	17,888	10,631	11,900	12,878
期末现金余额	17,888	10,631	11,900	12,878	14,168

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	7.2%	-5.1%	2.6%	7.7%	14.8%
营业利润增长率	15.8%	12.5%	10.1%	11.1%	17.0%
归母净利增长率	18.9%	12.5%	10.2%	11.1%	17.0%
获利能力					
毛利率	5.9%	6.8%	7.0%	7.0%	7.1%
净利率	2.4%	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%
ROE	4.9%	5.2%	5.5%	5.9%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	71.5%	71.5%	71.3%	71.3%	71.2%
有息负债率	1.6%	4.7%	4.6%	4.4%	4.2%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
利息保障倍数	32.1	79.3	12.5	14.1	16.2
营运能力					
应收账款周转率	2.9	2.6	2.0	1.9	2.1
存货周转率	1.8	2.0	2.1	2.3	2.7
应付账款周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
每股指标					
每股收益	0.37	0.41	0.46	0.51	0.59
每股净资产	7.56	7.99	8.28	8.61	9.00
每股经营现金流	-0.02	-3.00	0.62	0.87	1.01
估值比率					
PE	76.8	61.3	54.5	49.0	41.9
PB	3.7	3.2	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA	28.0	26.9	24.4	22.0	19.4

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：联席首席分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

邵艺阳：高级分析师，中国人民大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

史嘉麒：高级研究员，南洋理工大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。