

中航西飞 (000768.SZ)

强烈推荐 (维持)

净利率持续改善, 拓展民航与战略新兴产业布局

中游制造/军工
目标估值: NA
当前股价: 24.87 元

2025 年, 公司实现营业收入 410.14 亿元 (同比-5.1%), 实现归母净利润 11.51 亿元 (同比+12.49%), 扣除股份支付影响后的净利润为 11.75 亿 (同比+9.58%); 实现扣非净利润 10.75 亿元 (同比+16.69%)。

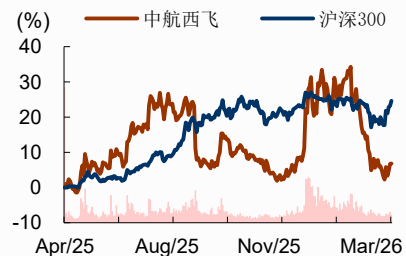
基础数据

总股本 (百万股)	2781
已上市流通股 (百万股)	2777
总市值 (十亿元)	69.2
流通市值 (十亿元)	69.1
每股净资产 (MRQ)	8.0
ROE (TTM)	5.2
资产负债率	71.5%
主要股东	中国航空工业集团有限公司
主要股东持股比例	43.77%

□ 利润稳步提升, 民机业务亮点突出。2025 年, 公司实现营业收入 410.14 亿元 (同比-5.1%), 实现归母净利润 11.51 亿元 (同比+12.49%), 扣除股份支付影响后的净利润为 11.75 亿 (同比+9.58%); 实现扣非净利润 10.75 亿元 (同比+16.69%)。Q4 单季度, 实现营收 107.69 亿元 (同比-25.19%), 实现归母净利润 1.59 亿元 (同比+99.38%)。分业务来看: 1) 军机产品: 按期完成军机任务; 2) 民机产品: 按计划节点完成了 C909 飞机、C919 飞机、AG600 飞机、新舟系列飞机等民机型号的大部件及零件交付任务, 其中交付新舟系列飞机部件 4 架份, 交付 AG600 部件 2 架份; 3) 国际合作项目: 按客户订单要求完成国际转包项目交付 1231 架份, 其中交付空客公司 834 架份, 交付波音公司 397 架份。面向 2026 年, 公司计划实现营业收入 402 亿元。2026 年公司经营计划实现营收 402 亿 (同比-1.98%), 同比略有下降。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-7	7
相对表现	-10	-10	-18



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 毛利率有所提升, 费用管控优化。公司销售毛利率 6.78%, 比 2024 年同期上升 0.92pct。费用方面: 期内公司发生销售费用 5259.78 万元 (同比-6.02%); 管理费用 10.52 亿元 (同比-18.73%); 财务费用-9218.42 万元 (2024 年同期为-1.32 亿元), 主要系利息收入增加及汇兑收益变动所致; 研发费用 2.75 亿元 (同比+3.17%)。公司三项费用率为 2.47%, 相比 2024 年同期下降 0.35pct。其他收益实现 1.51 亿元。公司销售净利率为 2.81%, 同比提升 0.44pct。

相关报告

- 《中航西飞 (000768) — 关联交易预计仍处于高位, 新型号或取得新进展》2026-01-10
- 《中航西飞 (000768) — 前三季度业绩稳中有增, 费用端控制良好》2025-10-30
- 《中航西飞 (000768) — 25H1 业绩保持稳定, 毛利率提升显著》2025-08-26

□ 民航方向稳中有进, 积极布局战略新兴产业。1) 民用航空: 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, 展现出“稳中有进、进中提质”的良好态势, 对后续发展打下了坚实牢靠的基础。2) 战略新兴产业: ① 瞄准无人运输系统方向, 构建“制造支持运营、运营激活市场、市场牵引制造”产业生态; ② 持续发挥航空武器装备研制优势技术溢出效应, 聚焦复材制造、增材制造、工艺装备等优势业务拓展方向, 重点开拓“非航军用”和“高端民用”市场领域, 积极培育公司发展新动能。

□ 盈利预测: 预计公司产品保持增长, 研发型号持续推进, 预期 2026/2027/2028 年归母净利润为 12.30/14.41/16.76 亿元, 对应估值 56、48、41 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 新型号研制交付进度不及预期, 产能释放情况低于预期。

王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
战泳壮 S1090525070011
zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	43216	41014	42277	47465	54557
同比增长	7%	-5%	3%	12%	15%

营业利润(百万元)	1185	1333	1405	1649	1918
同比增长	16%	13%	5%	17%	16%
归母净利润(百万元)	1023	1151	1230	1441	1676
同比增长	19%	12%	7%	17%	16%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.44	0.52	0.60
PE	67.6	60.1	56.3	48.0	41.3
PB	3.3	3.1	3.0	2.9	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中航西飞历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中航西飞历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	57315	62124	61740	68837	78454
现金	17888	10632	8697	9332	10112
交易性投资	181	199	199	199	199
应收票据	135	84	87	97	112
应收款项	12465	18540	19111	21456	24662
其它应收款	4	0	0	0	0
存货	22692	19594	20170	22623	25981
其他	3950	13075	13477	15130	17389
非流动资产	16495	15722	15903	16057	16187
长期股权投资	1604	1619	1619	1619	1619
固定资产	7524	7930	8285	8596	8867
无形资产商誉	1784	1743	1568	1412	1270
其他	5584	4432	4431	4431	4431
资产总计	73811	77847	77643	84894	94641
流动负债	54564	56729	55713	61891	70395
短期借款	680	2108	0	0	49
应付账款	41605	44115	45413	50936	58495
预收账款	7805	3706	3815	4279	4914
其他	4474	6800	6484	6675	6936
长期负债	(1778)	(1090)	(1090)	(1090)	(1090)
长期借款	496	1558	1558	1558	1558
其他	(2274)	(2648)	(2648)	(2648)	(2648)
负债合计	52786	55638	54622	60801	69305
股本	2782	2781	2781	2781	2781
资本公积金	11591	11845	11845	11845	11845
留存收益	6651	7582	8395	9467	10711
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	21024	22208	23021	24093	25337
负债及权益合计	73811	77847	77643	84894	94641

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(58)	(8354)	2104	2114	2269
净利润	1023	1151	1230	1441	1676
折旧摊销	1114	1049	1166	1193	1216
财务费用	27	27	34	(10)	(14)
投资收益	10	(57)	(227)	(227)	(227)
营运资金变动	(2233)	(10536)	(99)	(284)	(382)
其它	2	12	0	0	0
投资活动现金流	(1303)	(847)	(1120)	(1120)	(1120)
资本支出	(1404)	(909)	(1347)	(1347)	(1347)
其他投资	101	62	227	227	227
筹资活动现金流	(64)	1963	(2920)	(359)	(369)
借款变动	238	2337	(2468)	0	49
普通股增加	0	(1)	0	0	0
资本公积增加	573	254	0	0	0
股利分配	(278)	(334)	(417)	(369)	(432)
其他	(597)	(294)	(34)	10	14
现金净增加额	(1425)	(7239)	(1936)	635	780

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	43216	41014	42277	47465	54557
营业成本	40686	38234	39359	44146	50697
营业税金及附加	304	258	266	298	343
营业费用	56	53	54	61	70
管理费用	1294	1052	1042	1170	1344
研发费用	266	275	283	318	365
财务费用	(132)	(92)	34	(10)	(14)
资产减值损失	(51)	(129)	(60)	(60)	(60)
公允价值变动收益	37	18	18	18	18
其他收益	467	151	151	151	151
投资收益	(10)	57	57	57	57
营业利润	1185	1333	1405	1649	1918
营业外收入	14	5	5	5	5
营业外支出	3	5	5	5	5
利润总额	1195	1333	1405	1648	1918
所得税	172	182	175	207	242
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1023	1151	1230	1441	1676

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	7%	-5%	3%	12%	15%
营业利润	16%	13%	5%	17%	16%
归母净利润	19%	12%	7%	17%	16%
获利能力					
毛利率	5.9%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%
净利率	2.4%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
ROE	5.0%	5.3%	5.4%	6.1%	6.8%
ROIC	4.2%	4.4%	4.9%	5.7%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	71.5%	71.5%	70.4%	71.6%	73.2%
净负债比率	1.7%	5.2%	2.0%	1.8%	1.7%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.1	2.1
应收账款周转率	2.8	2.6	2.2	2.3	2.4
应付账款周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
每股资料(元)					
EPS	0.37	0.41	0.44	0.52	0.60
每股经营净现金	-0.02	-3.00	0.76	0.76	0.82
每股净资产	7.56	7.99	8.28	8.66	9.11
每股股利	0.12	0.15	0.13	0.16	0.18
估值比率					
PE	67.6	60.1	56.3	48.0	41.3
PB	3.3	3.1	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	56.6	53.0	44.4	40.9	37.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。