

2025 年 05 月 21 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航天环宇（688523）

2024 年报及 2025 一季报点评：营收再创新高，乘

上商业航天和国产民机发展东风

报告摘要

◆ 事件：

4 月 29 日公司公告，2024 年实现营收（5.08 亿元，+11.36%），归母净利润（1.02 亿元，-24.42%），扣非归母净利润（0.76 亿元，-22.75%）；毛利率（43.67%，-7.58pcts），净利率（21.96%，-8.34pcts）。

2025Q1 营业收入（0.61 亿元，+40.61%），归母净利润（0.10 亿元，+145.34%），扣非归母净利润（0.02 亿元，由亏转盈）；毛利率（46.18%，+10.21pcts），净利率（15.06%，+4.73pcts）。

投资要点：

◆ 公司 2024 年营收创近年来新高，2025Q1 业绩取得开门红

2024 年，公司营业收入（5.08 亿元，+11.36%）稳步增长，创近年来新高，连续六年正增长，毛利率（43.67%，-7.58pcts）有所下滑，主要系受产品结构变化，下游主机或总体客户价格下降的影响所致。公司归母净利润（1.02 亿元，-24.42%）和净利率（21.96%，-8.34pcts）均有所下降，主要系研发费用（0.60 亿元，+25.64%）和销售费用（0.11 亿元，+35.04%）快速增长、部分奖补资金已于 2023 年支付完毕导致其他收益（0.16 亿元，-41.57%）明显下降等原因所致。

2025Q1，公司营业收入（0.61 亿元，+40.61%）和归母净利润（0.10 亿元，+145.34%）同比快速增长，主要系通信及航空产品销售收入增加所致。

2024 年，公司期间费用率（21.52%，+0.73pcts）有所增长，其中销售费用率（2.26%，-0.17pcts）和管理费用率（7.21%，-0.86pcts）有所下降；财务费用率（0.15%，+0.41pcts）有所增加，主要系报告期内短期借款增加导致利息支付增加，协定存款利率下降，利息收入减少所致；公司持续增大研发投入，研发费用率（11.90%，+1.35pcts）有所提升，从在研项目来看，包括部分航空动力、紧缩场项目已经进入小批量生产应用阶段，我们认为将逐步对公司业绩增长产生驱动作用。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 20 日

收盘价(元): 19.95

目标价(元): 24.65

公司基本数据

总股本(百万股) 406.88

总市值(百万) 8,117.26

流通股本(百万股) 85.33

流通市值(百万) 1,702.24

12 月最高/最低价(元) 24.64/15.14

资产负债率(%) 28.77

每股净资产(元) 4.03

市盈率(TTM) 75.54

市净率(PB) 4.94

净资产收益率(%) 0.61

股价走势图



作者

王宏涛 分析师

SAC 执业证书: S0640520110001

联系电话: 010-59562525

邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

刘帅 研究助理

SAC 执业证书: S0640123070036

联系电话:

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

资产负债表端，2024 年末，公司合同负债（0.09 亿元，+413.99%）大幅增长，主要系个别合同预收款；在建工程达到（3.20 亿元，+84.34%），主要系航空产业园建设投入、待安装调试设备增加；存货（1.60 亿元，+26.21%）快速增长，公司预计 2025 年向关联人销售产品、商品金额为 1.05 亿元，较去年发生额 0.40 亿元，增长 162.50%。

2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额（0.57 亿元，+45.93%），主要系收入增加，销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期增加所致；投资活动产生的现金流量净额（-0.86 亿元，+88.84%），主要系购买结构性存款的影响所致；筹资活动产生的现金流量净额（-0.62 亿元，-107.30%），主要系去年同期 IPO 募集资金流入及报告期现金分红、股票回购所致。

◆ 航空航天工艺装备和航空产品业务快速增长，身处航空航天高景气发展赛道

公司主营业务专注于航空航天领域的宇航产品、航空航天工艺装备、航空产品和卫星通信及测控测试设备的研发和制造，主要为航空航天领域科研院所和总体单位的科研生产任务提供技术方案解决和产品制造的配套服务。公司客户包括航天科技、中国电科、航天科工、中科院、航空工业、中国商飞、中国航发等。

① **宇航及通信产品**：2024 年营收（1.98 亿元，-30.77%）有所下降，主要受宇航产品销售价格下降与产品结构变化双重影响所致，营收占比 38.91%，毛利率（54.59%，-1.03pcts）略有下滑。

宇航板块业务主要包括承担星载微波天线、微波器件、机构结构、热控、星体结构及太阳翼等核心零部件的工艺技术研究、精密制造、装配、测试、环境试验等任务。卫星通信及测控测试设备板块产品主要包括卫星通信天线、地面测控天线和特种测试设备三个类别。

报告期内，公司主要完成了一体化阵面、缝隙阵天线、导航增强天线、有源板、星载复材结构件等产品；完成了各型天线、集装箱测控数传天线、商业低轨卫星互联网测控与馈电天线、车载卫通天线、各类型紧缩场反射面等产品。公司作为地面系统的核心供应商，完成了“千帆”星座 4.5 米测控天馈、“千帆”星座 1.8 米馈电天馈产品的研制，并在首次星地建链工作中取得圆满成功。

② **航空航天工艺装备**：2024 年营收（2.27 亿元，+81.37%）高速增长，主要系客户新增任务工装需求增加所致，营收占比 44.65%，毛利率（40.71%，-1.35pcts）略有下滑。

邮箱：liusl@avicsec.com

严慧 研究助理

SAC 执业证书：S0640123080006

联系电话：010-59562539

邮箱：

相关研究报告

2023 年报及 2024 年一季报点评：业务横跨“卫星互联网”、“低空经济”与“民机”，构建公司快速发展驱动力 —2024-05-10

2023 年中报点评：营收与归母净利润实现双高速增长，IPO 募投聚焦卫星通信与测控测试装备 —2023-09-14

产品主要包括金属及复合材料零部件成型工艺装备、装配型架、复合材料零件自动化生产线、部段和整机装配生产线、非标装备等产品的研制、维修及服务。

报告期内，子公司湖南飞宇中标“上海飞机制造有限公司 C929 项目复材工装框架协议项目”，成交金额不超过 1.75 亿元；同时正在研制多个类型的 C919 部装产线工艺装备，为国产大飞机的批产助力；湖南飞宇已整体搬迁至航空产业园，厂房面积约 3.6 万平方米，新增自动化加工、检测、调试设备数十台套，极大提升了公司工艺装备的研制条件和产能；全资子公司自贡环宇在四川自贡航空产业园开展产线建设，自贡环宇现已开展人才队伍建设，产业园区建设已处于收尾验收阶段，达产后将会在无人机制造与装备领域形成独特的产业化优势；年内，公司主要完成了各型飞机、无人机的复材机身结构、机翼、进气道、大型民用航空发动机短舱组件等产品。

③ **航空产品**：2024 年营收（0.83 亿元，+84.81%）高速增长，营收占比 16.39%，毛利率（25.87%，-16.85pcts）有所下降，主要系项目构成较上年有明显变化以及生产设备转固投入使用，折旧费用较上年同期增加所致。

产品主要包括复合材料结构件、复合材料功能件、金属零部件。

报告期内，公司主要完成了高难度进气道工装、C919 产线工装、C929 机翼蒙皮工装、C919 及 C929 平尾、机翼试验件工装、机头填充平台、侧壁板工作台、进气道夹具等产品。

整体来看，公司所处航空航天赛道正处于高景气发展阶段。伴随近期国网星座、千帆星座、银河航天卫星互联网技术试验卫星等成功发射，多个卫星互联网星座已进入实质性的建设阶段，我国卫星发射数量在未来几年有望维持快速增长趋势，卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段；同时，随着大飞机规模化系列化活动的开展，以及产能提升项目的逐步建设，国产大飞机 C919 的交付量有望稳步提升，交付节奏有望保持在较高水平。结合传统航天产业、商业航天以及国产大飞机等领域的加速发展，公司业绩有望充分受益。

◆ 开展股份回购，践行“提质增效重回报”

公司 2024 年 2 月公告，拟使用 IPO 部分超募资金以集中竞价方式回购公司股份，回购资金总额不低于 5000 万元、不高于 1 亿元，回购价格不超过人民币 30 元/股，截至 2024 年 12 月 31 日，公司已累计回购公司股份 306.00 万股，占公司总股本的比例为 0.75%，回购成交的最高价为 22.37 元/股，最低价为 15.43 元/股，支付的资金总额约为人民币 5942.61 万元。

公司积极开展股份回购，有利于公司践行“提质增效重回报”行动方案，维护公司股价稳定，树立良好的市场形象。后续回购股份拟用于开展股权激励，有利于充分调动公司管理团队以及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，谋求长远发展。

投资建议：

2024 年，公司营收持续增长，针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、伴随我国多个卫星互联网星座进入实质性的建设阶段，卫星发射数量在未来几年有望维持快速增长趋势，公司积极布局卫星通信产品、地面测控装备、特种测试装备、星载通信有效载荷等业务的业绩兑现有望进一步提速。

2、受益于国产大飞机规模化系列化活动的开展，以及产能提升项目的逐步建设，公司航空航天工艺装备和航空产品板块有望充分获益。

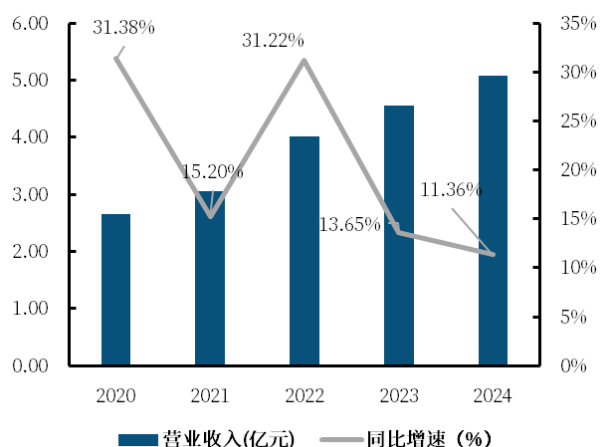
3、公司各业务除在军工领域外，广泛涉及民机、低空经济、商业航天等，有望在业绩提升的同时享受多个主题活跃带来的估值溢价。

4、公司积极开展股份回购，有利于公司更好地开展市值管理，维护股价稳定，树立良好的市场形象。后续回购股份拟用于开展股权激励，有望进一步调动公司管理团队以及核心骨干的积极性，谋求长远发展。

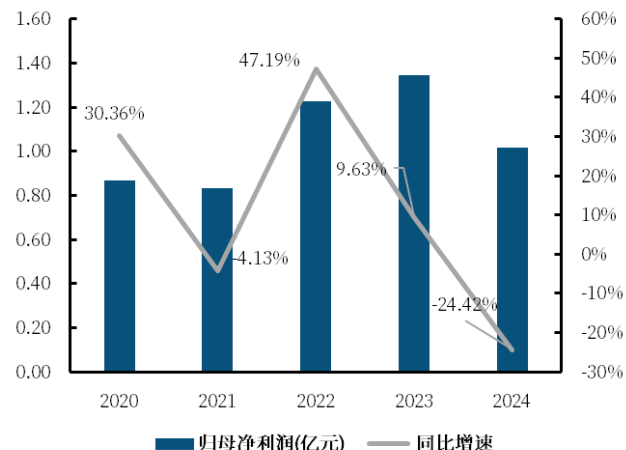
基于以上观点，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 6.56 亿元/8.18 亿元/9.99 亿元，归母净利润分别为 1.17 亿元/1.40 亿元/1.70 亿元，EPS 分别为 0.29 元/0.34 元/0.42 元，维持“买入”评级，给予目标价 24.65 元，分别对应 85 倍/73 倍/59 倍 PE。

风险提示：研发进展不及预期风险；部分产品客户需求具有不确定性的风险；产业园建设进度不及预期风险等。

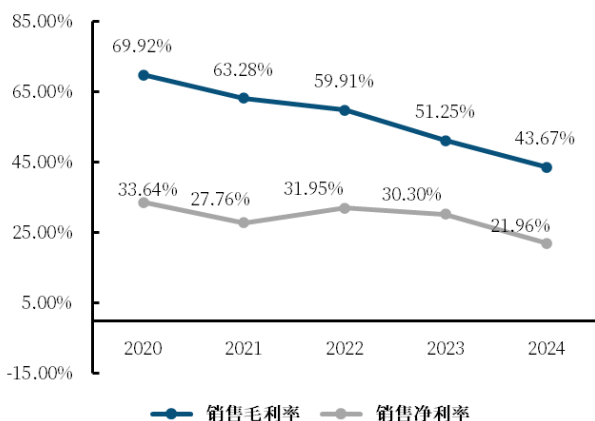
财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	456.20	508.04	655.95	817.70	998.67
增长率（%）	13.65	11.36	29.11	24.66	22.13
归母净利润（百万元）	134.38	101.57	117.01	139.62	169.56
增长率（%）	9.57	-24.42	15.21	19.32	21.44
毛利率（%）	51.25	43.67	43.11	41.56	40.53
每股收益（元）	0.33	0.25	0.29	0.34	0.42
市盈率 PE	63.13	83.53	72.50	60.76	50.03
市净率 PB	5.08	5.20	4.92	4.62	4.30
净资产收益率 ROE（%）	8.04	6.22	6.78	7.60	8.60
资料来源：iFinD，中航证券研究所					

图1 公司营业收入及增速情况


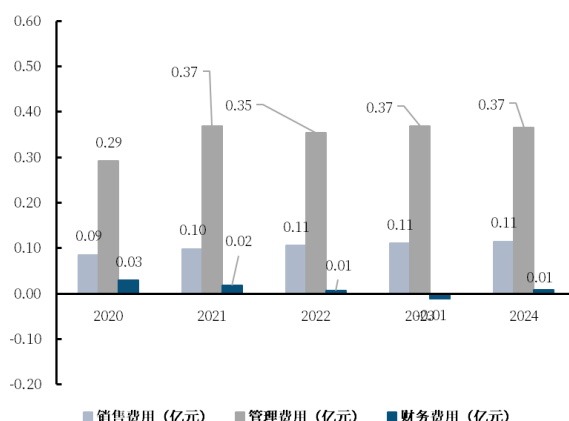
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况


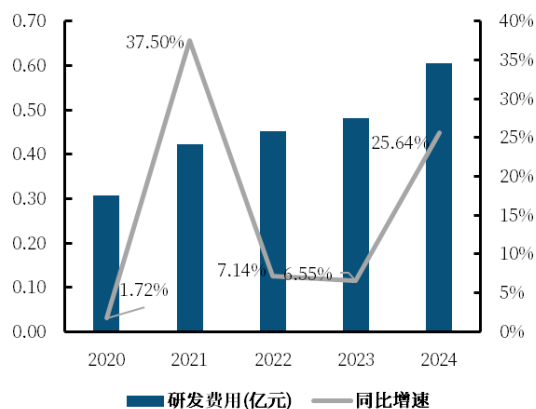
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况


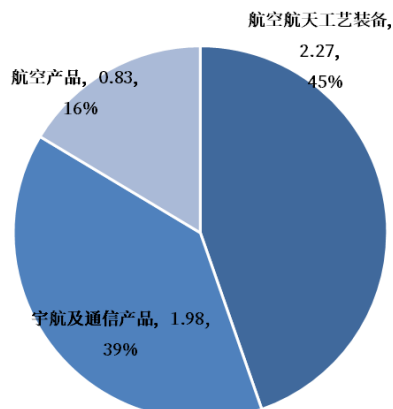
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位:亿元）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成（单位:亿元）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

报表预测						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
单位:百万元						
利润表						
营业收入	401.42	456.20	508.04	655.95	817.70	998.67
减: 营业成本	160.93	222.40	286.16	373.16	477.89	593.91
税金及附加	6.50	8.10	7.70	9.94	12.39	15.14
主营业务利润	233.99	225.70	214.18	272.84	327.41	389.62
减: 销售费用	10.56	11.09	11.48	13.77	16.35	19.97
管理费用	35.49	36.83	36.64	41.98	49.06	49.93
研发费用	45.15	48.11	60.45	73.67	91.83	112.16
财务费用	0.75	-1.18	0.78	9.40	4.63	1.56
经营性利润	142.03	130.84	104.84	134.01	165.53	206.00
加: 资产减值损失	-2.39	-3.10	-4.15	-4.57	-5.70	-6.96
信用减值损失	-13.04	-15.80	-15.00	-18.37	-22.08	-25.97
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	0.12	9.92	6.70	5.58	5.58	5.58
公允价值变动损益	0.00	0.74	5.24	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.35	0.12	0.12	0.12
其他收益	9.06	26.57	15.52	17.05	17.05	17.05
营业利润	135.79	149.17	113.52	133.83	160.50	195.83
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.06	6.56	7.26	4.63	4.63	4.63
减: 营业外支出	0.19	0.04	0.94	0.39	0.39	0.39
利润总额	135.65	155.69	119.84	138.07	164.74	200.07
减: 所得税	7.39	17.45	8.27	9.53	11.37	13.81
净利润	128.26	138.24	111.57	128.54	153.37	186.26
减: 少数股东损益	5.62	3.86	10.00	11.53	13.75	16.70
归属母公司股东净利润	122.64	134.38	101.57	117.01	139.62	169.56
资产负债表						
货币资金	164.79	290.68	226.77	376.53	582.13	790.85
交易性金融资产	0.00	606.74	380.42	250.00	150.00	100.00
应收票据	71.11	67.88	69.17	89.31	111.33	135.97
应收账款	225.48	342.58	462.12	575.08	694.48	820.82
预付账款	6.35	26.59	2.67	17.35	21.63	26.42
其他应收款	1.66	2.62	4.95	4.29	5.35	6.53
存货	85.49	126.85	160.11	206.62	264.61	328.84
其他流动资产	9.02	7.87	13.70	14.58	18.18	22.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	469.67	550.44	800.35	751.99	701.26	620.52
无形资产和开发支出	192.40	207.98	201.56	162.68	123.80	84.91
其他非流动资产	52.87	98.30	114.05	114.05	114.05	114.05
资产总计	1,278.84	2,328.54	2,435.86	2,562.48	2,786.82	3,051.13
短期借款	35.04	37.54	82.18	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	21.59	37.51	93.56	127.80	167.59	211.53
应付账款	82.54	96.16	112.01	146.07	187.06	232.47
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	8.81	1.81	9.32	9.68	12.07	14.74
其他应付款	63.97	75.49	57.28	116.57	149.28	185.52
长期借款	212.96	202.78	203.53	154.10	106.18	57.05
其他负债	112.37	174.87	205.00	230.24	261.25	294.19
负债合计	537.28	626.17	762.88	784.45	883.42	995.50
股本	366.00	406.88	406.88	406.88	406.88	406.88
资本公积	19.40	801.76	801.89	801.89	801.89	801.89
留存收益	328.67	462.37	422.84	516.37	627.98	763.52
归属母公司股东权益	714.07	1,671.01	1,631.61	1,725.14	1,836.75	1,972.29
少数股东权益	27.49	31.36	41.37	52.89	66.64	83.35
股东权益合计	741.55	1,702.37	1,672.98	1,778.04	1,903.39	2,055.63
负债和股东权益合计	1,278.84	2,328.54	2,435.86	2,562.48	2,786.82	3,051.13
投入资本(IC)	864.90	1,090.89	1,402.30	1,371.20	1,359.21	1,321.70
现金流量表						
资本支出	145.44	159.65	296.17	30.00	30.00	0.00
自由现金流	-111.52	-126.51	-213.62	164.34	165.62	221.17
短期借款增加	-16.02	2.50	44.64	-82.18	0.00	0.00
长期带息债务增加	131.08	-10.18	0.75	-49.43	-47.92	-49.13
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	80.88	0.00	23.48	28.01	34.02
长期投资	0.12	-596.08	200.27	134.14	103.72	53.72
经营性现金净流量	106.03	39.26	57.29	209.99	212.33	239.59
投资性现金净流量	-153.06	-773.15	-86.30	104.26	73.84	53.84
筹资性现金净流量	85.99	849.31	-61.96	-164.49	-80.57	-84.71
现金流量净额	38.96	115.42	-90.97	149.76	205.60	208.72

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637