

# 中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 经营目标稳健增长彰显韧性,新品研发

### 推进打造一体化龙头

#### 事件

2024年3月15日,公司发布2023年年报,全年实现营收105.8亿(同比+0.1%,同口径+12.8%),归母13.3亿(同比+10.6%);其中Q4实现营收26.1亿(同比-8.5%),归母3.0亿(同比+5.2%)。

#### 点评

公司23年锻铸业务实现营收85.6亿,同口径下同比+6.2%;液控环控业务实现营收20.2亿,同比+1.5%。公司机身、航发业务基本盘稳固,国内市场份额稳步增长。

公司23年毛利率31.3%,同比+2.0pct,大锻件和高附加值产品占比提升,规模效应持续释放,产线精细化管理,盈利能力稳定提升。公司23年归母净利率12.6%,同比+1.2pct,全年信用减值计提8549万,较去年计提减少1.5亿。

公司23年研发投入6.6亿,同比+52.5%。公司加大研发投入实现新产品和新市场开拓。新产品方面全年新品交付5837项、8.9万件,大型锻件研制生产能力初步形成,启动40项研制工作,6项完成工艺验证件试制。新市场方面与上飞、商飞深化民机市场合作,同时积极开发燃机市场,23年商用收入6.7亿,同比+74.7%。公司23年合同负债7.1亿,较Q3增长34.6%,或表征订单回暖。公司固定资产46.4亿,较期初+93.1%,收购宏山提升大锻件业务能力。公司24年营收目标119亿,同比+12.5%;利润总额目标18.6亿,同比+15.9%,预计实现稳健增长,利润增速高于收入增速彰显高质量发展信心。

公司持续推进业务纵向延伸,公司持续推进业务纵向延伸,上游延伸高温合金、钛合金材料回收业务,23年开展不少于3个牌号材料回收技术应用研究;下游延伸机加业务,成立子公司统筹发展。公司深化研究院+企业发展模式,长期成长为具备一体化解决能力的航空基础结构件供应商,发展空间广阔。

#### 盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年归母净利润分别为15.7/18.9/22.8亿,同比增长18%、20%、21%,对应PE分别为15/13/11倍,维持“买入”评级。

#### 风险提示

重点型号列装交付速度不及预期、产能释放不及预期。

军工组

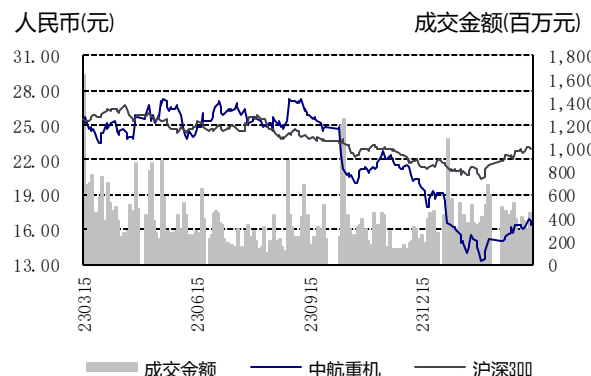
分析师:杨晨(执业S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价(人民币):16.36元

相关报告:

- 《中航重机公司点评:新品开发导入利润阶段性承压,股权激励彰显长...》,2023.10.30
- 《中航重机公司点评:多因素影响下增速阶段性放缓,高研发助力长期...》,2023.10.12
- 《中航重机23年半年报点评:业绩超预期,盈利能力持续提升》,2023.8.29



#### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,570	10,577	12,233	14,337	16,882
营业收入增长率	20.25%	0.07%	15.66%	17.20%	17.75%
归母净利润(百万元)	1,202	1,329	1,568	1,885	2,281
归母净利润增长率	34.93%	10.55%	18.03%	20.24%	20.96%
摊薄每股收益(元)	0.816	0.903	1.058	1.273	1.539
每股经营性现金流净额	0.53	0.40	1.19	1.47	1.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.56%	11.56%	12.20%	12.98%	13.74%
P/E	38.09	21.16	15.46	12.86	10.63
P/B	4.40	2.45	1.89	1.67	1.46

来源:公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

事件说明.....	3
同口径下收入稳健增长，彰显龙头韧性.....	3
产品结构优化及规模效应毛利率提升，净利率稳定提升.....	4
宏山并表完成大锻件业务补足，合同负债环比增长.....	6
投资建议.....	7
风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1： 2023 年营收及同比增速.....	3
图表 2： 2023 年归母净利润及同比增速.....	3
图表 3： 2023Q4 营收及同比、环比增速.....	3
图表 4： 2023Q4 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 5： 2023 年分业务收入及同比增速.....	4
图表 6： 2023 年毛利率及净利率.....	4
图表 7： 2023Q4 毛利率及净利率.....	4
图表 8： 2023 年分业务毛利率.....	5
图表 9： 2023 年锻造业务成本率.....	5
图表 10： 2023 年各项费用率.....	5
图表 11： 2023Q4 各项费用率.....	5
图表 12： 2023Q4 资产减值及信用减值.....	6
图表 13： 2023Q4 固定资产和在建工程变化.....	6
图表 14： 2023Q4 资本性支出及同比增速.....	6
图表 15： 2023Q4 合同负债与预付款项变化.....	7
图表 16： 2023Q4 存货及周转天数.....	7
图表 17： 2023 年经营性净现金流.....	7
图表 18： 2023Q4 经营性净现金流.....	7

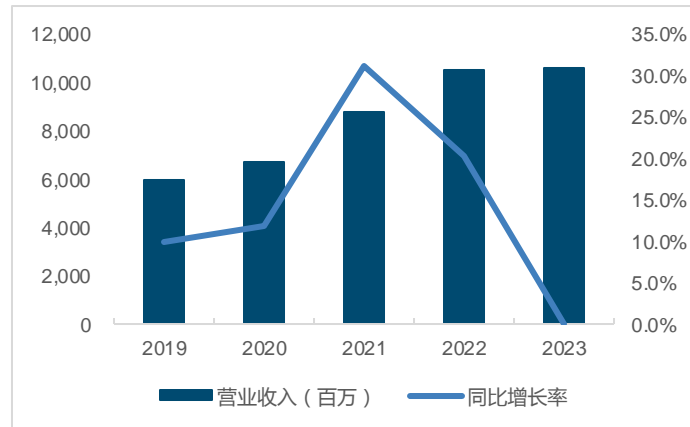
## 事件说明

2024年3月15日，公司发布2023年年报，全年实现营收105.8亿（同比+0.1%，同口径+12.8%），归母13.3亿（同比+10.6%）；其中Q4实现营收26.1亿（同比-8.5%），归母3.0亿（同比+5.2%）。

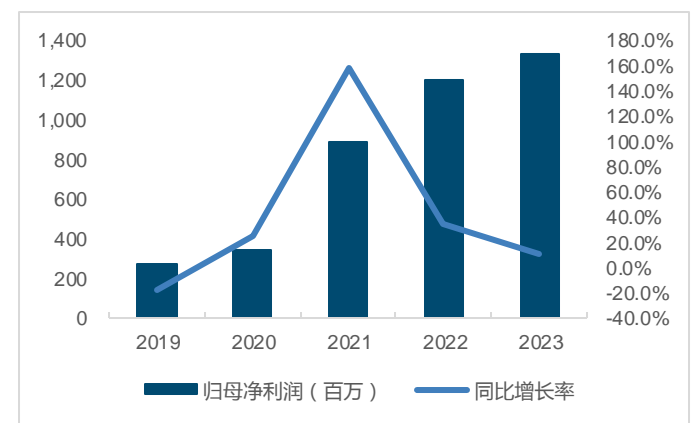
## 同口径下收入稳健增长，彰显龙头韧性

公司2023年全年实现营收105.8亿（同比+0.1%，同口径+12.8%），归母13.3亿（同比+10.6%）；其中Q4实现营收26.1亿（同比-8.5%），归母3.0亿（同比+5.2%）。公司作为航空结构件供应商份额持续提升，以满足客户需求为牵引，不断强化配套意识和服务意识，提升客户满意度，国内市场份额稳步增长，有效支撑了全年生产经营任务完成。

图表1：2023年营收及同比增速



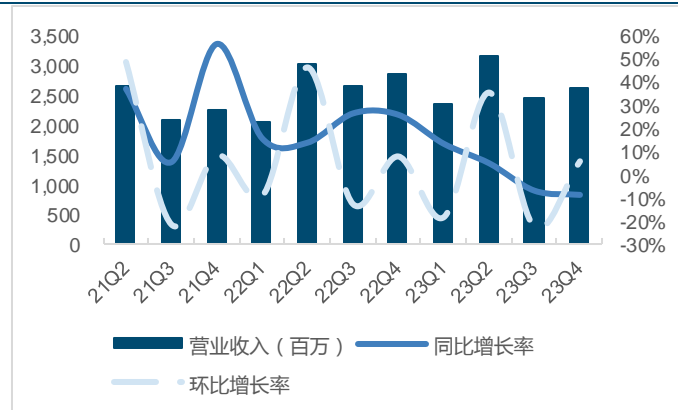
图表2：2023年归母净利润及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

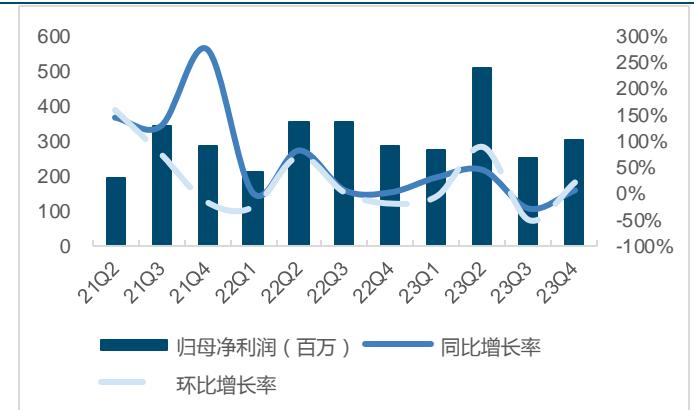
来源：wind，国金证券研究所

图表3：2023Q4 营收及同比、环比增速



来源：wind，国金证券研究所

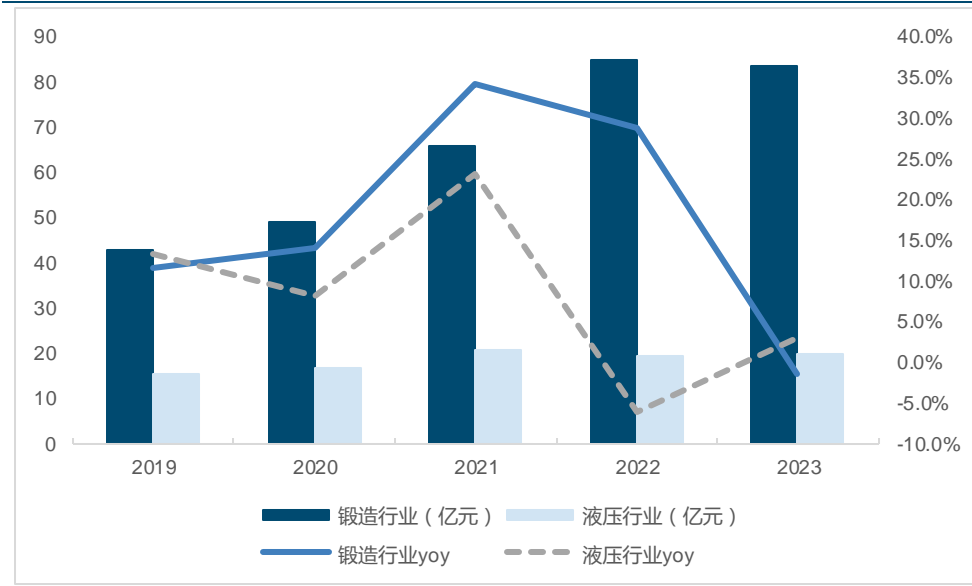
图表4：2023Q4 归母净利润及同比、环比增速



来源：wind，国金证券研究所

2023年公司锻造行业实现营收83.6亿，同比-1.3%；液压行业实现营收19.9亿，同比+3.0%。公司聚焦军品主业，同时推进商用、民用主力军工程，紧跟客户需求完成交付任务，国内民机市场紧跟国产大飞机的发展，积极参与技术攻关，新开发多个新项目和新产品，全年与上飞公司深化产业链、供应链、创新链协同合作，建立“大飞机锻铸联合创新平台”，实现与商飞公司数据交互，同时与航发燃机合作持续深化。

图表5: 2023 年分业务收入及同比增速

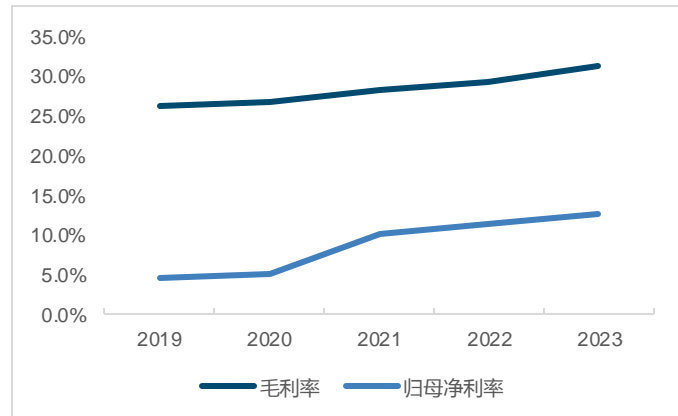


来源: wind, 国金证券研究所

### 产品结构优化及规模效应毛利率提升, 净利率稳定提升

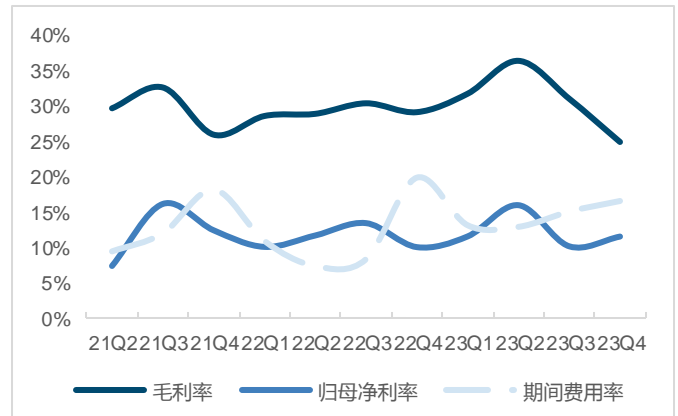
公司 23 年毛利率 31.3%，同比+2.0pct，高附加值产品占比提升，规模效应持续释放，产线精细化管理，盈利能力稳定提升。公司 23 年归母净利率 12.6%，同比+1.2pct，全年信用减值计提 8549 万，较去年计提减少 1.5 亿。

图表6: 2023 年毛利率及净利率



来源: wind, 国金证券研究所

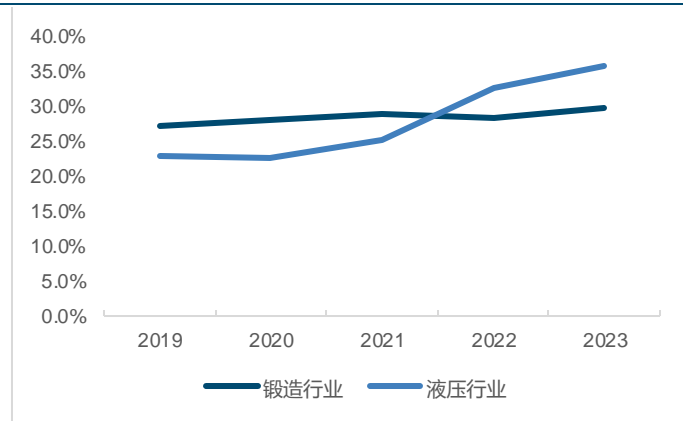
图表7: 2023Q4 毛利率及净利率



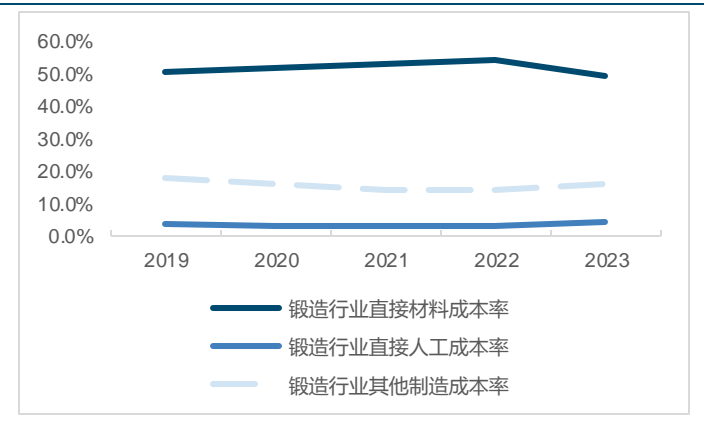
来源: wind, 国金证券研究所

公司 2023 年锻造业务毛利率 29.8%，同比+1.6pct；液压行业毛利率 35.7%，同比+3.2pct。从成本端看，锻造业务材料成本率 49.4%，同比-4.9pct，或由于金属原材料价格下降以及公司推进金属转回料使用；直接人工成本率 4.6%，同比+1.5pct；其他制造成本率 16.3%，同比+1.8pct，或受到宏山并表的短期影响。公司对于产线的管理能力提升，所属单位安大智能环锻生产线与宏远 365MN 模锻压机产出均超 6 亿元，景航 80MN 模锻压机实现产出 2.6 亿元。

图表8: 2023年分业务毛利率



图表9: 2023年锻造业务成本率

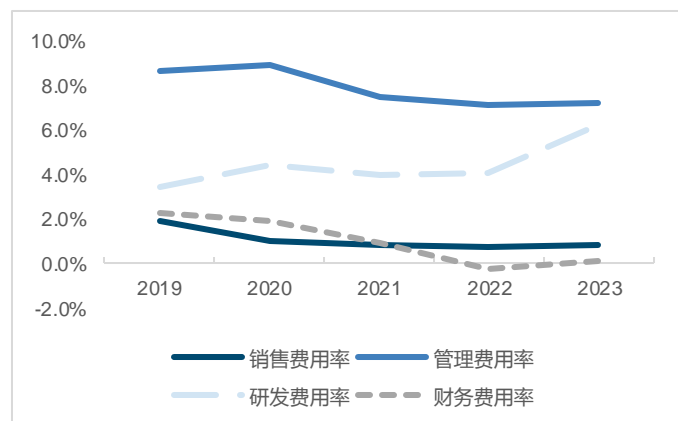


来源: wind, 国金证券研究所

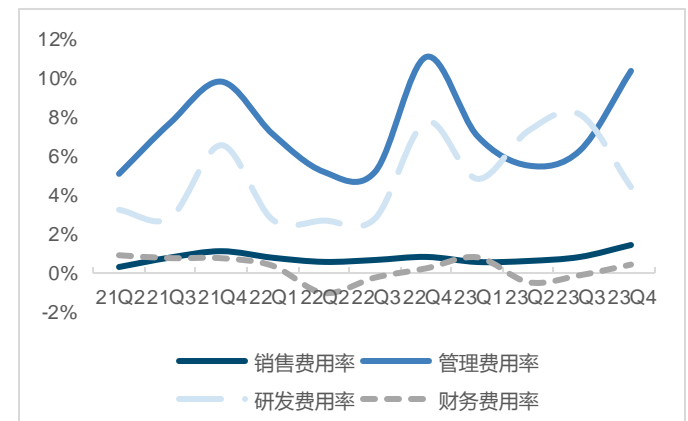
来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年 2023 期间费用率 14.5% (同比+2.7pct), 其中销售费用率 0.9% (同比+0.1pct), 管理费用率 7.2% (同比+0.1pct), 研发费用率 6.3% (同比+2.1pct); 财务费用率 0.1% (同比+0.3pct)。公司研发投入力度加强, 推进大锻件等新产品、新市场开发, 大力开展重点型号工程, 全年批产交付 32639 项 215.5 万件, 新品交付 5837 项 8.9 万件, 开发新客户 28 家, 开发新品 5241 项。23 年共计提资产减值损失 9381 万元, 信用减值损失 8549 万元, 信用减值计提显著减少, 增厚公司利润。

图表10: 2023年各项费用率



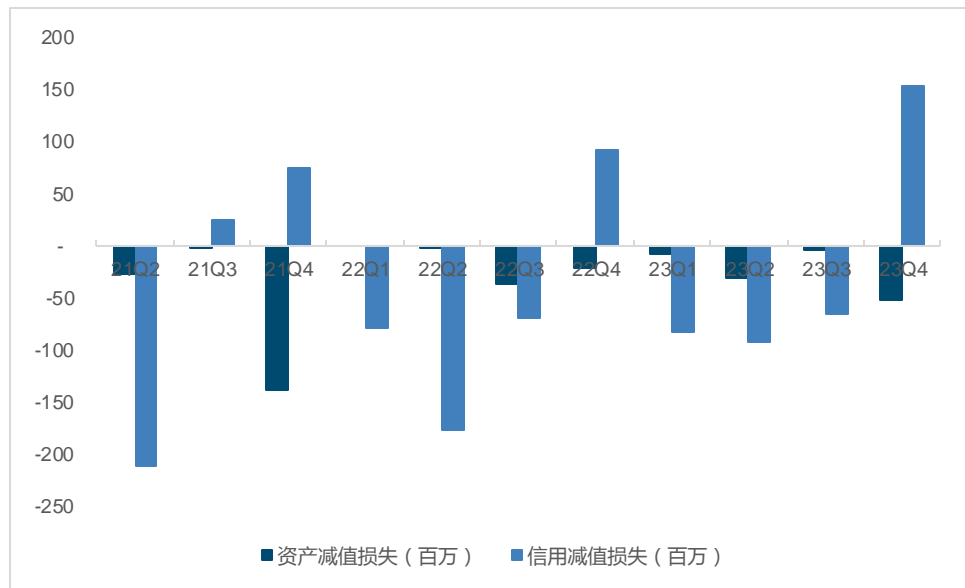
图表11: 2023Q4 各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 2023Q4 资产减值及信用减值

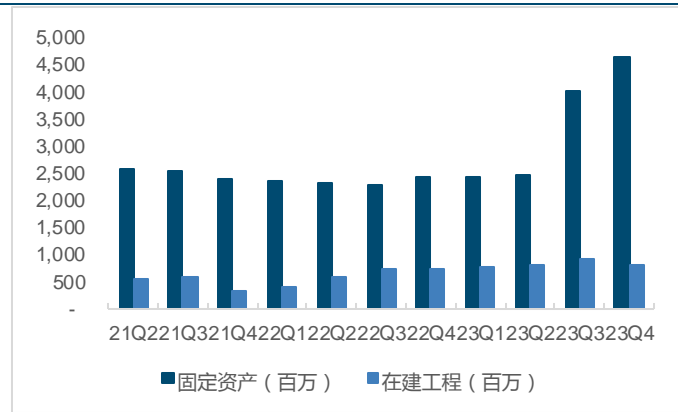


来源: wind, 国金证券研究所

### 大锻件业务补足产能逐步释放, 合同负债环比增长

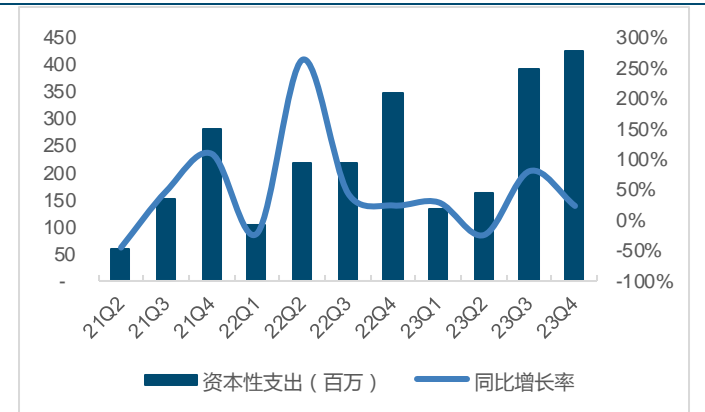
公司 23 年固定资产 46.6 亿元, 较期初+93.1%; 在建工程 8.1 亿元, 较期初+11.2%; 资本性支出 11.1 亿元, 同比+25.9%。公司持续推进产能扩充, 宏山锻造并表完成, 大锻件业务补足, 募投项目顺利推进, 宏远大型模锻压机建设顺利推进, 大型锻压设备实现国际领先。资本性支出同比增长显著, 支撑长期发展。

图表13: 2023Q4 固定资产和在建工程变化



来源: wind, 国金证券研究所

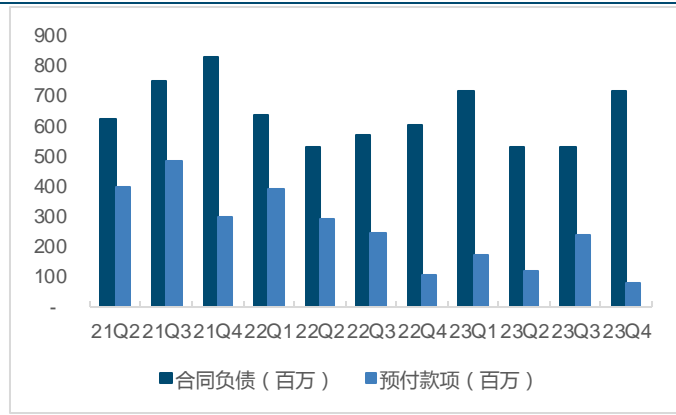
图表14: 2023Q4 资本性支出及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

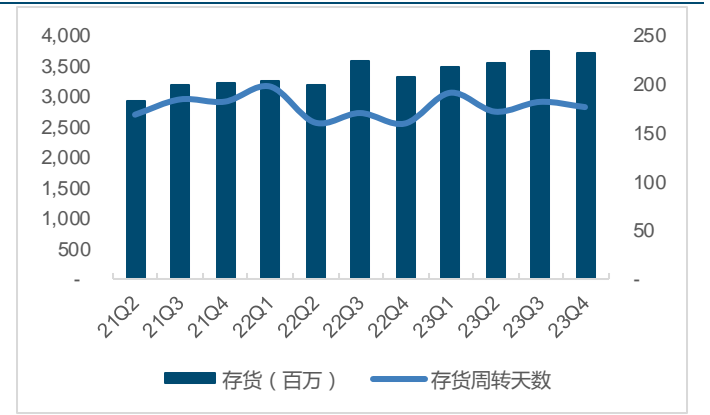
公司 23 年合同负债 7.1 亿元, 较期初+17.8%; 存货 37.2 亿元, 较期初+12.2%, 订单有所回暖, 交付较为顺利。

图表15: 2023Q4 合同负债与预付款项变化



来源: wind, 国金证券研究所

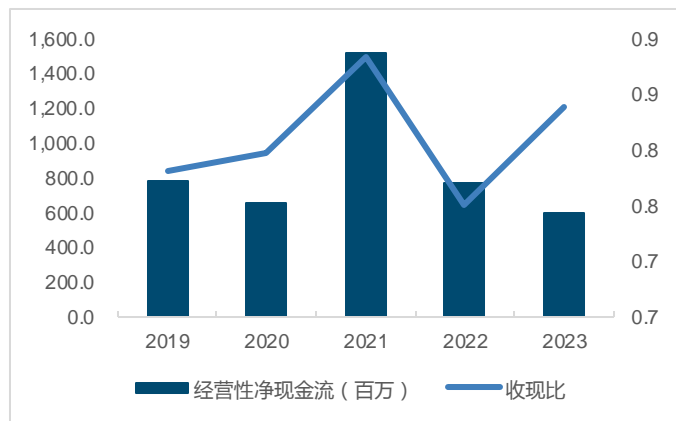
图表16: 2023Q4 存货及周转天数



来源: wind, 国金证券研究所

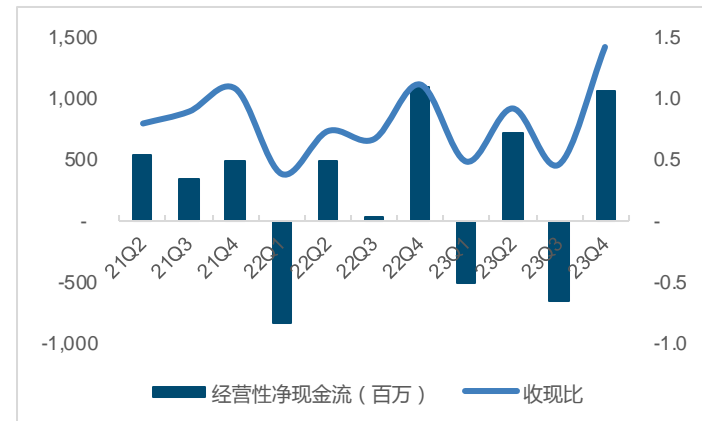
公司 23 年经营性净现金流 5.9 亿元, 较去年同期减少 1.8 亿元; 收现比 0.8, 现金回款情况有所提升。

图表17: 2023 年经营性净现金流



来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 2023Q4 经营性净现金流



来源: wind, 国金证券研究所

### 投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 15.7/18.9/22.8 亿, 同比增长 18%、20%、21%, 对应 PE 分别为 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示

下游型号列装交付速度不及预期: 若航空整机装备列装速度不及预期, 会对产生不利影响。  
公司产能释放速度不及预期: 若设备产能释放速度不及预期, 会对公司产生不利影响。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,790</b>	<b>10,570</b>	<b>10,577</b>	<b>12,233</b>	<b>14,337</b>	<b>16,882</b>
增长率		20.2%	0.1%	15.7%	17.2%	17.7%
主营业务成本	-6,300	-7,479	-7,268	-8,245	-9,586	-11,217
%销售收入	71.7%	70.8%	68.7%	67.4%	66.9%	66.4%
毛利	2,490	3,091	3,309	3,988	4,752	5,665
%销售收入	28.3%	29.2%	31.3%	32.6%	33.1%	33.6%
营业税金及附加	-29	-30	-61	-61	-72	-84
%销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-73	-77	-92	-92	-106	-123
%销售收入	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%
管理费用	-657	-757	-764	-844	-989	-1,165
%销售收入	7.5%	7.2%	7.2%	6.9%	6.9%	6.9%
研发费用	-346	-434	-661	-771	-903	-1,064
%销售收入	3.9%	4.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	1,384	1,793	1,730	2,220	2,681	3,229
%销售收入	15.7%	17.0%	16.4%	18.2%	18.7%	19.1%
财务费用	-81	22	-12	-99	-219	-267
%销售收入	0.9%	-0.2%	0.1%	0.8%	1.5%	1.6%
资产减值损失	-345	-293	-179	-227	-149	-154
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	155	-17	1	5	5	5
%税前利润	13.5%	n.a	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	1,140	1,536	1,598	1,932	2,352	2,846
营业利润率	13.0%	14.5%	15.1%	15.8%	16.4%	16.9%
营业外收支	3	-2	7	4	5	5
税前利润	1,144	1,534	1,605	1,936	2,357	2,851
利润率	13.0%	14.5%	15.2%	15.8%	16.4%	16.9%
所得税	-177	-204	-208	-290	-354	-428
所得税率	15.5%	13.3%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	967	1,330	1,397	1,646	2,003	2,423
少数股东损益	76	129	69	77	118	143
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>891</b>	<b>1,202</b>	<b>1,329</b>	<b>1,568</b>	<b>1,885</b>	<b>2,281</b>
净利率	10.1%	11.4%	12.6%	12.8%	13.2%	13.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	967	1,330	1,397	1,646	2,003	2,423
少数股东损益	76	129	69	77	118	143
非现金支出	651	594	551	690	641	764
非经营收益	-82	74	72	164	174	170
营运资金变动	-18	-1,224	-1,427	-748	-658	-1,081
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,518</b>	<b>774</b>	<b>594</b>	<b>1,751</b>	<b>2,160</b>	<b>2,276</b>
资本开支	-618	-877	-1,052	-313	-610	-583
投资	46	-51	-1,066	0	0	0
其他	290	10	2	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-281</b>	<b>-918</b>	<b>-2,116</b>	<b>-308</b>	<b>-605</b>	<b>-578</b>
股权募资	2,192	0	79	11	0	0
债权募资	-324	-209	866	165	-55	-32
其他	-25	-56	17	-390	-395	-385
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,843</b>	<b>-265</b>	<b>962</b>	<b>-214</b>	<b>-450</b>	<b>-417</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3,075</b>	<b>-396</b>	<b>-558</b>	<b>1,229</b>	<b>1,105</b>	<b>1,280</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,130	5,735	5,192	6,400	7,490	8,759
应收款项	5,595	6,891	8,789	8,476	9,523	10,732
存货	3,232	3,316	3,721	3,036	3,175	3,337
其他流动资产	426	116	133	195	203	235
流动资产	15,384	16,057	17,835	18,107	20,392	23,064
%总资产	78.2%	76.2%	70.1%	70.9%	72.9%	75.3%
长期投资	760	882	909	909	909	909
固定资产	2,705	3,133	5,452	5,550	5,630	5,572
%总资产	13.7%	14.9%	21.4%	21.7%	20.1%	18.2%
无形资产	377	347	611	666	715	756
非流动资产	4,301	5,028	7,594	7,450	7,574	7,553
%总资产	21.8%	23.8%	29.9%	29.1%	27.1%	24.7%
<b>资产总计</b>	<b>19,685</b>	<b>21,085</b>	<b>25,429</b>	<b>25,556</b>	<b>27,965</b>	<b>30,617</b>
短期借款	746	2,273	1,367	1,620	1,549	1,522
应付款项	4,731	6,012	7,656	6,893	7,560	8,204
其他流动负债	1,837	1,245	1,600	905	925	757
流动负债	7,314	9,530	10,623	9,419	10,034	10,483
长期贷款	2,104	336	1,920	1,920	1,920	1,920
其他长期负债	431	424	631	522	524	507
负债	9,849	10,290	13,174	11,861	12,477	12,910
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,360</b>	<b>10,393</b>	<b>11,488</b>	<b>12,851</b>	<b>14,526</b>	<b>16,602</b>
其中：股本	1,052	1,472	1,471	1,471	1,471	1,471
未分配利润	3,288	4,259	5,294	6,671	8,346	10,423
少数股东权益	476	402	767	844	962	1,105
<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,685</b>	<b>21,085</b>	<b>25,429</b>	<b>25,556</b>	<b>27,965</b>	<b>30,617</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.847	0.816	0.903	1.058	1.273	1.539
每股净资产	8.900	7.059	7.811	8.674	9.804	11.206
每股经营现金净流	1.443	0.526	0.404	1.190	1.469	1.548
每股股利	0.045	0.050	0.170	0.130	0.143	0.139
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.52%	11.56%	11.56%	12.20%	12.98%	13.74%
总资产收益率	4.52%	5.70%	5.22%	6.14%	6.74%	7.45%
投入资本收益率	9.20%	11.57%	9.64%	10.90%	11.97%	12.93%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	31.23%	20.25%	0.07%	15.66%	17.20%	17.75%
EBIT增长率	74.83%	29.54%	-3.51%	28.31%	20.76%	20.41%
净利润增长率	159.05%	34.93%	10.55%	18.03%	20.24%	20.96%
总资产增长率	25.65%	7.11%	20.61%	0.50%	9.43%	9.48%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	103.3	111.7	163.6	150.0	140.0	130.0
存货周转天数	182.3	159.8	176.7	140.0	130.0	120.0
应付账款周转天数	148.6	123.3	213.4	180.0	170.0	160.0
固定资产周转天数	99.5	83.0	160.2	131.7	106.1	101.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-33.35%	-28.96%	-15.54%	-20.88%	-25.96%	-30.03%
EBIT利息保障倍数	17.0	-81.2	149.9	22.4	12.2	12.1
资产负债率	50.03%	48.80%	51.81%	46.41%	44.62%	42.17%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	6	9	29
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.31	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-31	买入	34.80	N/A
2	2023-01-17	买入	30.14	N/A
3	2023-03-15	买入	27.23	N/A
4	2023-04-27	买入	25.35	N/A
5	2023-06-05	买入	25.86	N/A
6	2023-08-29	买入	25.42	N/A
7	2023-10-12	买入	22.34	N/A
8	2023-10-30	买入	21.27	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806