

稳步向上，军机+商飞+商发支撑长期成长

投资要点

- **事件：**公司发布2024年半年报，上半年实现营业收入25.47亿元，同比+5.6%，实现归母净利润6.0亿元，同比+9.5%。稳步向上，符合预期。
- **航空新材料业务稳步增长，归母净利润同比+10.3%。**2024年上半年，公司航空新材料业务实现营业收入25.2亿元，同比+6.1%；实现归母净利润6.3亿元，同比+10.3%。其中，子公司航空工业复材上半年实现营业收入24.0亿元，同比增长3.8%。实现净利润6.2亿元，同比增长6.0%，稳步增长，符合预期；子公司优材百慕实现营业收入1.2亿元，同比增长105.7%。实现净利润1450.4万元，同比增加1794.4万元，制动业务国内外业务订单增加，规模快速增长，扭亏为盈。**装备业务收缩，同比减亏33.5万元。**2024年上半年，公司航空先进制造技术产业化业务（含高端智能装备业务）实现营业收入1573.5万元，上年同期为2521.2万元；实现归母净利润-1164.6万元，同比减亏33.5万元。
- **归母净利率提升。**2024H1公司毛利率为37.3%，同比-0.4pp。销售/管理/财务/研发费用率分别为0.6%/6.1%/-0.6%/2.5%，分别同比-0.0pp/-1.1pp/-0.1pp/-0.3pp。管理费用率下降等因素影响下，公司归母净利率提高0.8pp至23.7%。
- **公司产业链地位稳固：背靠航空工业集团，预浸料环节主导者。**公司为航空工业集团下属复合材料上市平台，多年来全方位承接并完成了集团复合材料原材料预浸料的主要生产研制任务，目前已在产品配方体系化储备、先进材料研发能力、航空客户粘性等方面形成了极强的先发优势，是国内航空用预浸料主导企业，市占率极高，产业链地位稳固。

- **军机+商飞+商发支撑长期成长：**

军用飞机方面，复合材料用量持续提升：一代装备一代材料，复合材料单机使用率将随新一代军用飞机量产而稳步提升。

大飞机方面，C919产能爬坡+复材国产化，需求将释放：C919订单超千架、产能目标150架，目前处于产能与产量的快速爬升期，我们预计商飞产能爬坡至150架/年将形成430吨/年复合材料需求。前期大飞机复合材料以外采为主，国产化率提升空间巨大，随大飞机与原材料国产化，对国内复材需求将同步释放。

航空发动机方面，复合材料应用潜力巨大：复合材料制造的风扇叶片、风扇机匣、出口导流叶片、短舱机匣等件已在GE、P&W等公司的GE90、TRENT1000、PW4084、PW1000G等发动机中实现应用，装载在B777、B787、A330等客机中。我国增强纤维与基体配方的技术储备相对成熟，复材在发动机的应用仍处于相对早期，未来在军用和商用发动机新型号上应用潜力巨大。

- **与商发共同设立上发复材，研制航空发动机复合材料结构件。**2024年3月26日，航空工业复材与中国航发商用航空发动机有限责任公司共同设立上发复材，航空工业复材持股51%，该子公司主要从事航空发动机复合材料结构件的研制生产。

西南证券研究发展中心

分析师：刘倩倩
执业证号：S1250522070003
电话：15001276860
邮箱：lqqyf@swsc.com.cn
联系人：伍云道
电话：15910951252
邮箱：wuyxiao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.93
流通A股(亿股)	13.93
52周内股价区间(元)	16.25-25.91
总市值(亿元)	254.37
总资产(亿元)	95.24
每股净资产(元)	4.69

相关研究

● **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.83 元、0.97 元、1.13 元，对应动态 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍。公司卡位关键环节，乘军用飞机、商飞、商发发展东风，具有确定性与成长性，给予 2024 年 27 倍估值，对应目标价 22.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**军品需求释放不及预期风险；商飞及商发进展不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,780	5,152	6,153	7,353
增长率	7.50%	7.80%	19.42%	19.50%
归属母公司净利润（百万元）	1,031	1,163	1,355	1,580
增长率	34.90%	12.73%	16.50%	16.66%
每股收益 EPS（元）	0.74	0.83	0.97	1.13
净资产收益率 ROE	16.54%	16.49%	16.94%	17.37%
PE	30	22	19	16
PB	4.95	3.66	3.22	2.83

数据来源：Wind，西南证券

1 中航高科：航空工业集团复合材料上市平台、预浸料环节主导企业

中航高科为航空工业集团复合材料板块上市平台，是航空用复合材料预浸料环节主力供应商。截至目前，航空工业集团直接持有公司 41.9% 股权、中国航空技术制造研究院持有公司 3.4% 股权，公司定位为集团复合材料板块上市平台，主营复合材料原材料（树脂与预浸料、蜂窝及芯材）、民航复材与制件、刹车制动零部件及数控机床等产品。其子公司航空工业复材整合了原北京航空材料研究院（621 所）和北京航空制造工程研究所（625 所）的技术积累与研发力量，是我国航空领域唯一一家专业从事复合材料研发工程化的单位，多年来全方位承接并完成了集团复合材料原材料预浸料的主要生产研制任务，目前已在产品配方体系化储备、先进材料研发能力、航空客户粘性等方面形成了极强的先发优势，是国内航空用预浸料主导企业，市占率极高，产业链地位稳固。

图 1：航空航天复合材料产业链及公司参与环节

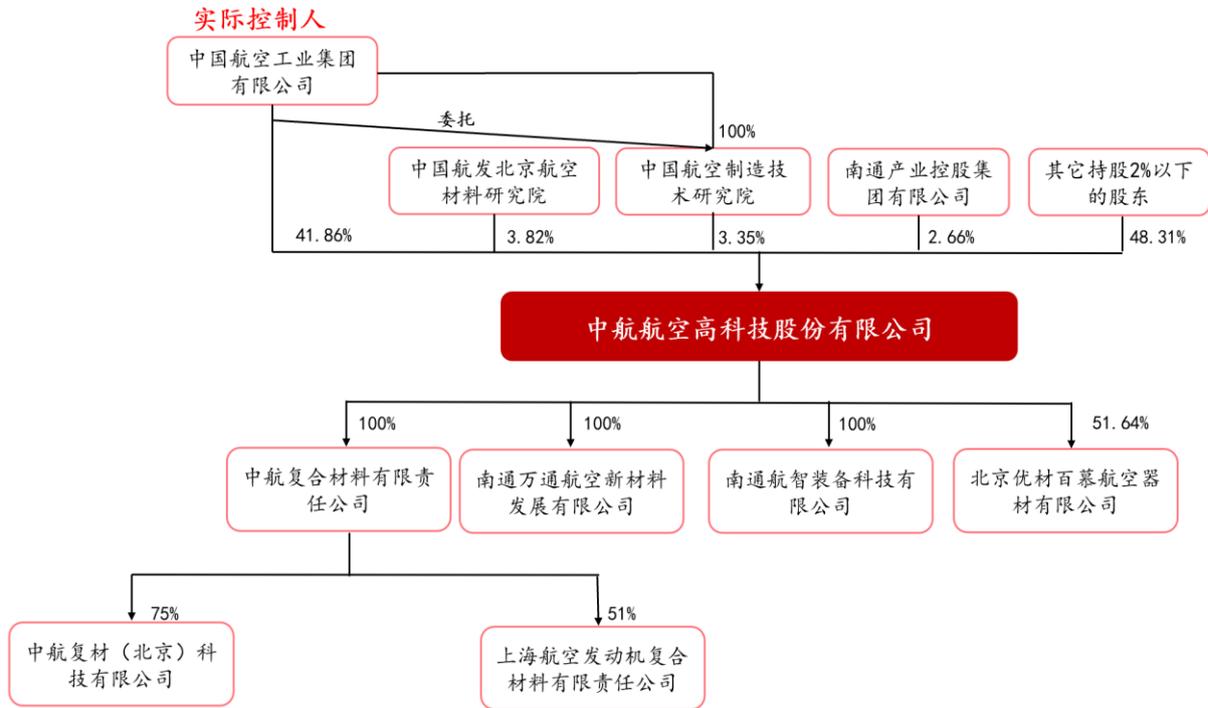


数据来源：中简科技、金博股份招股说明书，西南证券整理。注：本图各环节仅列出航空应用领域部分上市公司

上市公司合并范围内包括 4 家 2 级子公司与 2 家 3 级子公司，其中航空工业复材是业绩的主要来源。公司共有 4 家全资或控股子公司，其中，航空工业复材与优材百慕是航空新材料业务平台，航智装备是智能装备业务平台。**航空工业复材**：2024H1 实现营业收入 24.0 亿元，占总收入的 94.3%，是公司主要创收子公司，以高性能树脂及预浸料为主、涵盖蜂窝及芯材产品在内的航空复合材料原材料为主业，在民用航空结构件、以及其他民用复材领域持续发力。**优材百慕**：生产民航进口飞机用及轨道交通用钢刹车盘副、碳刹车盘副及其它零部件。**航智装备**：主要生产数控机床产品，向中高端数控制造装备和航空专用装备制造发展；**万通新材**：主要承接航空新材料项目南通建设任务。

与商发共同设立上发复材，研制航空发动机复合材料结构件。2024 年 3 月 26 日，航空工业复材与中国航发商用航空发动机有限责任公司共同设立上发复材，航空工业复材持股 51%，该子公司主要从事航空发动机复合材料结构件的研制生产。

图 2：公司股权穿透图（截至 2024.8.26）



数据来源：公司公告，西南证券整理

航空工业集团是公司主要收入来源，2024 年日常关联交易预计额保持稳定。2023 年公司向关联方航空工业集团及其下属单位销售商品、提供劳务关联交易预计额为 46.0 亿元，实际发生额约 32.9 亿元，对应完成度约 71.5%，占年度营业收入的 68.8%。2024 年，公司向关联方销售商品、提供劳务预计总额 46.0 亿元，与上一年度预计额持平，较上一年度实际发生额增长 39.3%。

表 1：2022-2024 公司日常关联交易预计额及其完成状况

交易类别	2023 年预计额 (万元)	2023 年实际额 (万元)	2023 年关联交易额占总收入比重 (%)	2023 年完成度 (%)	2024 预计额 (万元)	2024 预计额同比增长率 (%)	2024 预计额较上一年度实际额增长率 (%)
向关联方销售商品	450000	323070	67.59%	71.79%	450000	0.00%	39.29%
向关联方提供劳务	10000	5929	1.24%	59.29%	10000	0.00%	68.66%
合计	460000	328999	68.83%	71.52%	460000	0.00%	39.82%

数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来公司经营目标完成率良好，2024 营业收入目标为 50 亿元，利润总额目标为 12.8 亿元，较 2023 年收入和利润总额同比+4.6%/+9.0%。2018 年以来，公司每年制定营业收入、利润总额目标。2018-2023 年各年度目标完成率均值为 100.8%、利润总额目标完成率均值为 153.6%，其中 2021 年-2023 年收入和利润总额完成率保持在 96-100%，经营目标完成良好。2024 公司营业收入目标为 50.0 亿元，较 2023 年营业收入实际完成额增长 4.6%；利润总额目标为 12.82 亿元，较 2023 年实际完成额增长 5.7%。

表 2：2018 年以来公司营业收入目标与完成情况

年份	经营目标 (亿元)	经营目标 yoy	经营目标较上一年度 实际完成增长率	实际完成 (亿元)	实际完成 yoy	完成率
2018	22.9			26.53		
2019	26.96	17.73%	1.62%	24.73	-6.78%	91.73%
2020	29	7.57%	17.27%	29.12	17.75%	100.41%
2021	38	31.03%	30.49%	38.08	30.77%	100.21%
2022	45	18.42%	18.17%	44.46	16.75%	98.8%
2023	49	8.89%	10.21%	47.80	7.51%	97.55%
2024	50	2.04%	4.60%			

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2018 年以来公司利润总额目标与完成情况

年份	经营目标 (亿元)	经营目标 yoy	经营目标较上一年度 实际完成增长率	实际完成 (亿元)	实际完成 yoy	完成率
2018	1.8			4.81		
2019	2.96	64.44%	-38.46%	6.67	38.67%	225.34%
2020	4	35.14%	-40.03%	5.16	-22.64%	129%
2021	7.3	82.5%	41.47%	7.06	36.82%	96.71%
2022	8.93	22.33%	26.49%	8.94	26.63%	100.11%
2023	11.76	31.7%	31.54%	12.13	35.68%	103.15%
2024	12.82	9.01%	5.69%			

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 航空需求颇具成长性，军机+商飞+商发共同驱动

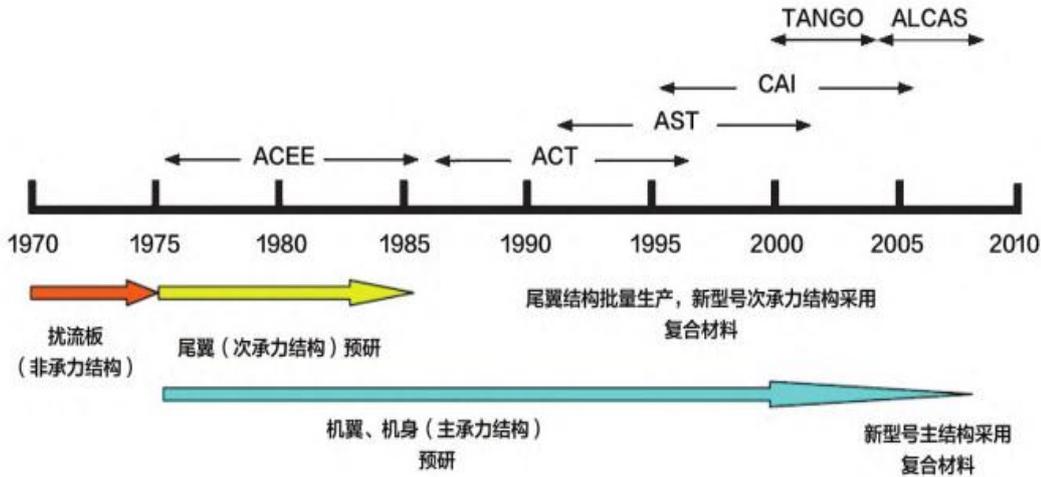
2.1 军用飞机：复合材料渗透率持续提升

目前我国航空航天领域复合材料需求仍主要来自军品市场，尤其是军用航空领域。

- 复合材料是军用飞机的重要减重材料

军用飞机的研制需要重点考虑提高载荷，其最有效的方式之一是机体减重。碳纤维复合材料具备密度低、强度高的特点，同时还具有较好的耐高温性、耐低温性、耐酸性、耐油性和耐腐蚀性，是目前最主要的机体减重材料，逐步由非承力结构应用延展到承力结构应用。

图 3：复合材料最初应用于航空飞行器非承力结构，后逐步应用于承力结构
(图为美国 ACEE 等计划时间轴)



数据来源：《碳纤维：从 10 到 100，进入工业化应用与“中国制造”阶段》郑贤玲，西南证券整理

● 复合材料单机应用占比将大幅提升

固定翼：新一代战斗机复材占比将大幅提升。相较美国 F35 战斗机 36%的复合材料渗透率，我国军用飞机仍有较大提升空间，随着减重需求的刚性凸显，技术难点的逐步突破，新型碳纤维材料定型，预计我国新一代舰载机、战斗机复合材料用量占比将大幅提升。

直升机大量采用复合材料。美国近十年的新型号中，V-280 等已经采用了全碳纤维复合材料倾转旋翼叶片。根据黄亿洲《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》，我国各主力型号也在机身框架结构、直升机旋翼、机翼蒙皮和直升机尾翼部件上大量使用碳纤维增强复合材料。

无人机复材渗透率达到 60-100%。无人机不需要考虑人的生理承受能力与安全性，同时由于其对轻量化、高机动性的追求，减重需求迫切，因此其复材使用率远高于固定翼有人机。根据段国晨《先进复合材料在无人机结构的应用》与黄亿洲《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》，国内外新一代无人机复合材料渗透率已达到 60%-100%，新质作战下无人装备的快速起量也成为航空用复合材料的增长动能之一。

表 4：中美各型战斗机碳纤维复材使用比例

机型	F-14A	F-16A	J-10	J-11B	F-22	AV-8B	J-20	F-35
复材比例	1%	2%	6%	10%	24%	26%	27%	36%

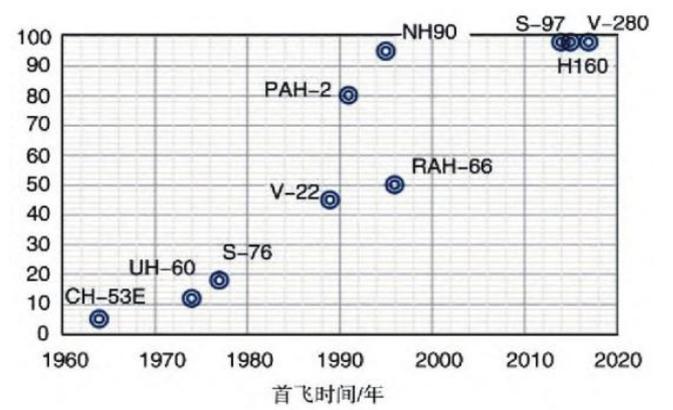
数据来源：《军机+航天航空+风电，让碳纤维派上大用场》马晓荣、《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

图 4：美国新一代战机复材占比相对更高



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

图 5：国外直升机典型型号复材使用量



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

表 5：中外典型无人机型号复材占比

型号	国家	类别	结构材料	占比
全球鹰	美国	侦察无人机	除机身主结构为铝合金外，其余均为复合材料制成，包括机翼、尾翼、后机身等	65%
X-45	美国	无人战斗机	生产型复合材料用量 90%以上，蒙皮、进气道及舱门等采用低温固化环氧树脂复合材料	90%
X-47A	美国	无人战斗机	全复合材料飞机，机体蒙皮由 4 部分组成，减少表面缝隙，采用低温固化环氧树脂复合材料。	100%
X-47B	美国	无人战斗机	机身蒙皮采用石墨复合材料，外翼采用铝和钛基材料，机身采用铝基复合材料。	90%
捕食者	美国	察打一体	除机身大梁外，其他主要结构采用复合材料制造。	92%
暗星	美国	侦察无人机	全机由复合材料制造，大展弦比复合材料机翼整体成型	100%
太阳神	美国	太阳能无人机	全复合材料飞机，主梁为 CFRP 管梁，CFRP 桁架翼肋，机翼前缘填充泡沫。	100%
苍鹭	以色列	中空长航时无人机	全复合材料结构，采用光纤健康监测系统	100%
豺 2	法国	多用途无人机	前 4 架样机采用玻璃纤维/碳纤维/芳纶纤维复合材料设计，第 5 架样机采用了一种由日本开发的陶瓷纤维复合材料。	/
不死鸟	英国	战场监视	全复合材料，模块化结构。	100%
秃鹫	南非	多用途无人机	玻璃纤维、碳纤维复合材料结构。	/
梭鱼	欧洲	技术验证机	除翼梁是金属制造外，其余部分均使用 CFRP 制造。	/
大鸦	英国	监视无人机	玻璃纤维复合材料和芳纶纤维复合材料模块化结构	
云影	中国	察打一体	/	60%
彩虹 4	中国	察打一体	机体除了主梁，其他部分都是由复合材料制成。	80%

数据来源：《先进复合材料在无人机结构的应用》段国晨、《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

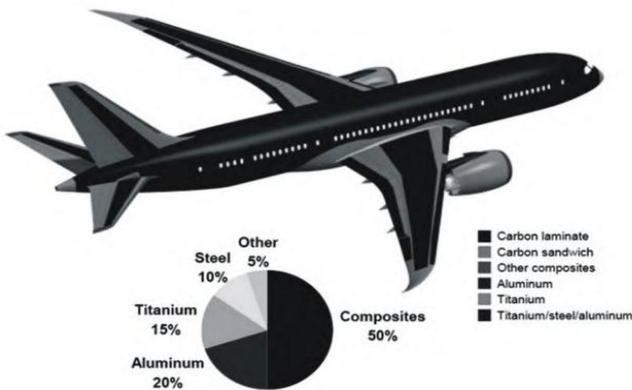
● 我国先进军用飞机数量仍有一定空间，关注代际替换和新机型进展

根据公开报道，过去几年国产战斗机、直升机、运输机等领域先进型号陆续落地。后续随着各型号量产，未来军用飞机数量或仍有一定空间。关注代际替换周期与新机型进展。

2.2 民用大飞机：商飞复合材料国产化将打开行业天花板

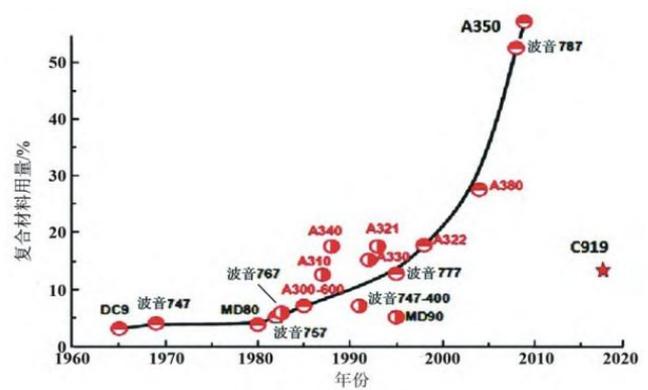
商用飞机复合材料单机使用量呈上升趋势，C919 复材占比约 12%，C929 或超 50%。美国波音公司和欧洲空客公司等世界著名的民用飞机生产商都在碳纤维增强复合材料应用上取得了显著的成果。波音早期 B777 客机采用的复合材料仅占全机结构重量的 9%，而 B787 客机中碳纤维增强复合材料和玻璃纤维增强材料已占全机结构重量的 50%，可节省燃油 20%。B787 客机采用碳纤维增强复合材料的部位主要是机身和机翼，使用 T800 增强的碳纤维复材。我国大飞机 C919 使用的碳纤维复材在机身结构中的占比为 12%，C929 碳纤维复材占比或超 50%。

图 6：波音 787 承力结构材料应用图，复材占比 50%



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

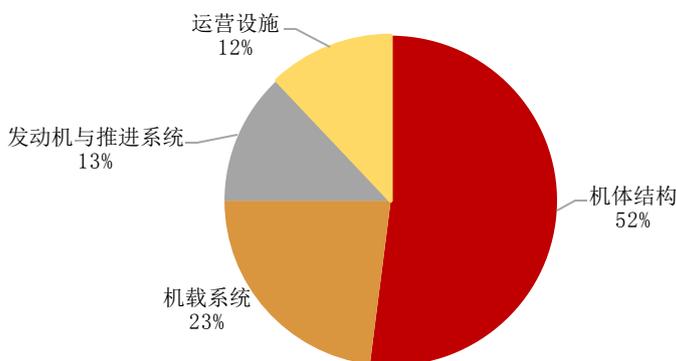
图 7：国内外商飞复材占比逐渐上升



数据来源：《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》黄亿洲，西南证券整理

机体结构约占客机空重 52%，C919 单机复材用量达 2.9 吨。根据《An Alternative View on Weight Estimation for the Aircraft Industry: Problems and MDO Solutions》，通常客机空重中 75% 由机载系统和机体结构构成，其中机体结构占总空重的 52%，结合 C919 复合材料使用比例与空重，预计 C919 单机复材用量达 2.9 吨。

图 8：机体结构占客机空重的 52%



数据来源：《An Alternative View on Weight Estimation for the Aircraft Industry: Problems and MDO Solutions》Christine Hannon and Lucy Agyepong，西南证券整理

C919意向订单超千架，近期签订300架订单合同。根据澎湃新闻采访中商飞副总经理张五金披露，2023年C919订单（包含意向订单）总量将近1200架。近期，东航、国航与南航公告，与中国商飞订立协议，分别购买100架C919系列飞机，总订货金额约300亿美元，计划于2024-2031年间完成交货。新订单进一步夯实大飞机需求与产业发展的确定性。根据目前交付进度判断，未来6年商飞产量将快速增长，我国商用大飞机进入高速发展阶段。

C919年产量目标150架。根据中国商飞副总经理张五金2023年1月在接受澎湃新闻记者采访时透露，预计C919产能规划将达到150架，对应合同总价值量约975亿元/年。

预计未来二十年将有9284架商用飞机交付中国。根据《中国商飞公司市场预测年报2022-2041》，未来20年预计将有9284架商用飞机交付中国市场，其中单通道喷气客机预计交付6288架，约占二十年交付总量的68%，在150架/年的基础上C919仍有继续产能爬坡的空间；双通道喷气客机预计交付2038架，约占总交付量的22%；其余为喷气支线客机，二十年时间里预计将交付958架，占交付总量的10%。

表6：未来二十年商用飞机预计交付量与价值总量

	涡扇支线客机	单通道喷气客机	双通道喷气客机	总计
2022-2041全球新机交付量（架）	4367	30367	7694	42428
全球市场对应价值量（亿美元）	2210	36430	25380	64020
2022-2041中国新机交付量（架）	958	6288	2038	9284
中国市场对应价值量（亿美元）	490	7490	6730	14710
中国市场对应价值量（亿人民币）	3381	51681	46437	101499

数据来源：《中国商飞公司市场预测年报2022-2041》，西南证券整理

若五年内年C919产能如期达到150架，估计复合材料年需求量达到430吨，其中按照碳纤维重量占比65%计算，碳纤维年需求量约280吨。未来随着C919继续产量爬坡，以及C929的量产，我国商飞复材需求量将超过军用航空。

中国商飞复合材料目前采用进口，国产化空间巨大。中国商飞采用全球供货的模式，前期主要材料以海外采购为主，仅有少量采用国产。未来随着商飞整体国产化率提升，将打开国产复合材料需求天花板。

2.3 航空发动机：复合材料应用潜力巨大

复合材料的应用是航空发动机提高推重比和降低油耗的有效途径。先进复合材料具有比强度高、比模量高，抗疲劳、耐腐蚀性能好，结构、功能可设计，应用先进树脂基复合材料制造航空发动机部件，可显著减轻发动机重量、提高推重比、降低燃油损耗、减少噪声，带来突出的性能优势和经济效益。

目前复合材料在航空发动机的应用处于快速成长阶段，单发动机使用空间巨大。相对于在飞机机体的应用，复合材料在发动机中的使用处于相对更早期、快速成长的阶段，主要可应用在风扇叶片、风扇机匣、外涵机匣等冷端结构件中。根据中航复合材料有限责任公司魏然等《先进树脂基复合材料在商用航空发动机中的应用》，国际龙头发动机公司复合材料制造的风扇叶片、风扇机匣、出口导流叶片、短舱机匣等件已在GE、P&W等公司的GE90、TRENT1000、PW4084、PW1000G等发动机中实现应用，装载在B777、B787、A330等客机中。复合材料已成为国外先进航空发动机的重要选材之一，其重量比可达发动机总重的近35%。

我国复材在军民用发动机的应用处于起步阶段，未来应用潜力巨大。根据中国航发贵阳发动机设计研究所张安琴等，国产 T300/T800 级碳纤维实现了在航空发动机上的考核和应用，国内先进树脂长期使用温度突破 350℃，韧性 CAI 达到 300MPa 以上，其中耐高温聚酰亚胺基体在航空发动机上得到了应用。目前我国军用发动机尚未大规模应用复合材料，未来新型号上预计将提高复合材料的应用占比；我国商用发动机仍处于起步阶段，未来复合材料在商发的应用潜力巨大。

表 7：先进树脂复合材料在商用航空发动机上的应用

部件		发动机型号	制造商	材料类型	成型方法	对应机型
风扇	风扇叶片	GE90、GEnx	GE	IM7/8551-7	铺层结构/模压成型	B777、B787
		TRENT1000、TRENT-XWB	R-R 及 GKN	IM7/M91	铺层结构/模压成型	B787、A350
		LEAP-X	Snecma	IM7/PR520	3D 编织/RTM	C919、B737MAX 等
		Ultra Fan	Rolls-Royce	IM7/M91		
	风扇机匣	GEnx	GE	IM7/PR520	2D 3 轴编织/RTM	B787
		LEAP-X	Snecma	IM7/PR520	3D 编织/RTM	C919、B737MAX 等
	出口导流叶片	PW4084、PW4168	P&W	碳纤维/PR500 树脂	RTM	A330、B777
		PW1000G	P&W	AS 7/VRM37	RTM	A320neo、A220 等
		F119	P&W	CFRP/AFR700B		
	风扇帽罩	PW4000	P&W	Kevlar/环氧树脂	RTM	B747、A300 等
短舱	进气道	TRENT900	R-R	碳纤维预浸料/蜂窝	热压罐成型	A380
	Out-duct	F404、F414	GE	T300/PMR-15		
		M88-2	Snecma	T300/PMR-15		
	风扇罩	PW4000	P&W	Kevlar 预浸料/蜂窝	热压罐成型	B777 等
		CF680C2、GE90	GE	Kevlar/Epoxy		
	GEnx	GE	T700/Pr520			

数据来源：张安琴等《航空发动机先进材料发展现状和趋势研究》、魏然等《先进树脂基复合材料在商用航空发动机中的应用》，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

- 1) 新材料产品收入：考虑到军用航空装备复合材料使用率提升、大飞机产量爬坡+国产化率提升、商发复合材料应用蓄势待发，公司主导预浸料关键环节，将充分享受赛道红。预计 2024-2026 年公司新材料产品销售收入同比+8.0%、+20.0%、+20.0%；
- 2) 新材料产品毛利率：考虑到航空制造产业链上游的价格压力，预计 2024-2026 年公司新材料产品毛利率分别为 36.4%、35.6%、34.7%；
- 3) 其它产品：考虑到机床业务的小幅收缩、其它新产品的培育，预计公司其它产品总收入规模稳定，预计 2024-2026 年其它产品总收入分别同比+2.0%、+2.0%、+2.0%；新品占比提高、机床业务增效，其它业务整体毛利率分别为 36.0%、36.5%、37.0%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
新材料产品	收入	4616.5	4985.8	5983.0	7179.5
	增速	8.3%	8.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	36.8%	36.4%	35.6%	34.7%
其它产品	收入	163.1	166.4	169.7	173.1
	增速	-11.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	35.5%	36.0%	36.5%	37.0%
合计	收入	4779.6	5152.2	6152.6	7352.6
	增速	7.5%	7.8%	19.4%	19.5%
	毛利率	36.7%	36.4%	35.6%	34.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.5 亿元 (+7.8%)、61.5 亿元 (+19.4%) 和 73.5 亿元 (+19.5%)，归母净利润分别为 11.6 亿元 (+12.7%)、13.6 亿元 (+16.5%)、15.8 亿元 (+16.7%)，EPS 分别为 0.83 元、0.97 元、1.13 元，对应动态 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍。

3.2 相对估值

综合考虑业务范围和产品应用领域，选取了同产业链两家上游碳纤维制造商作为可比公司。其中，光威复材为高端碳纤维上市公司，同时涉及下游预浸料及复材制件业务；中简科技为军用碳纤维供应商。二者主营业务虽与中航高科存在差异，但下游应用行业具有较大重合，具有一定可比性。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300777.SZ	中简科技	86.53	19.68	0.66	0.91	1.09	1.39	30	22	18	14
300699.SZ	光威复材	216.98	26.10	1.05	1.18	1.39	1.65	25	22	19	16
平均值								27	22	18	15
600862.SH	中航高科	254.37	18.26	0.74	0.83	0.97	1.13	30	22	19	16

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年动态估值为 22 倍，可比公司平均值为 22 倍，与可比公司相当。公司卡位关键环节，乘军用飞机、商飞、商发发展东风，具有确定性与成长性，给予 2024 年 27 倍估值，对应目标价 22.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

军品需求释放不及预期风险；商飞及商发进展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,780	5,152	6,153	7,353	净利润	1,038	1,170	1,363	1,590
营业成本	3,023	3,277	3,961	4,797	折旧与摊销	179	122	124	122
营业税金及附加	30	32	39	46	财务费用	-15	0	0	0
销售费用	32	34	41	49	资产减值损失	17	16	18	24
管理费用	355	325	388	463	经营营运资本变动	-767	-273	424	-185
财务费用	-28	-33	-46	-76	其他	-27	-28	-31	-37
资产减值损失	-6	-6	-6	-6	经营活动现金流净额	425	1,007	1,898	1,514
投资收益	24	25	30	36	资本支出	-229	-64	-63	-30
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-198	29	30	36
其他经营损益	13	14	17	20	投资活动现金流净额	-428	-35	-33	6
营业利润	1,212	1,366	1,592	1,857	短期借款	0	0	0	0
其他非经营损益	1	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
利润总额	1,213	1,367	1,593	1,858	股权融资	1	0	0	0
所得税	175	198	230	269	支付股利	-230	-350	-410	-480
净利润	1,038	1,170	1,363	1,590	其他	-5	-7	0	0
少数股东损益	6	7	8	9	筹资活动现金流净额	-233	-357	-410	-480
归属母公司股东净利润	1,031	1,163	1,355	1,580	现金流量净额	-236	616	1,454	1,040
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,589	2,205	3,659	4,699	成长能力				
应收和预付款项	3,458	3,715	3,436	3,630	销售收入增长率	7.50%	7.80%	19.42%	19.50%
存货	1,201	1,296	1,562	1,888	营业利润增长率	36.03%	12.72%	16.51%	16.67%
其他流动资产	25	25	25	25	净利润增长率	34.90%	12.73%	16.50%	16.66%
长期股权投资	119	119	119	119	EBITDA 增长率	30.96%	8.76%	14.72%	13.98%
投资性房地产	252	252	252	252	获利能力				
固定资产和在建工程	1,331	1,277	1,222	1,136	毛利率	36.75%	36.39%	35.62%	34.75%
无形资产和开发支出	474	470	466	462	三费率	7.51%	6.32%	6.22%	5.93%
其他非流动资产	44	40	40	40	净利率	21.71%	22.70%	22.15%	21.62%
资产总计	8,647	9,556	10,933	12,402	ROE	16.54%	16.49%	16.94%	17.37%
短期借款	0	0	0	0	ROA	11.93%	12.17%	12.39%	12.74%
应付和预收款项	1,105	1,197	1,446	1,751	ROIC	15.20%	15.53%	15.95%	16.20%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	28.02%	28.27%	27.16%	25.91%
其他负债	1,096	1,091	1,266	1,322	营运能力				
负债合计	2,201	2,288	2,713	3,073	总资产周转率	0.59	0.57	0.60	0.63
股本	1,680	1,680	1,680	1,680	固定资产周转率	4.47	4.69	5.36	6.52
资本公积	1,470	1,470	1,470	1,470	应收账款周转率	2.45	2.26	2.60	2.95
留存收益	3,081	3,894	4,838	5,939	存货周转率	2.45	2.62	2.77	2.78
归属母公司股东权益	6,236	7,051	7,995	9,095	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	210	217	225	234	资本结构				
股东权益合计	6,446	7,267	8,220	9,330	资产负债率	25.45%	23.95%	24.81%	24.78%
负债和股东权益合计	8,647	9,556	10,933	12,402	带息债务/总负债	3.65%	3.55%	2.99%	2.64%
					流动比率	3.28	3.60	3.56	3.66
					速动比率	2.63	2.94	2.90	2.94
					股利支付率	30.12%	30.10%	30.27%	30.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1,339	1,457	1,671	1,905	每股收益	0.74	0.83	0.97	1.13
PE	30	22	19	16	每股净资产	4.48	5.06	5.74	6.53
PB	5	4	3	3	每股经营现金	0.31	0.72	1.36	1.09
PS	6	5	4	4	每股股利	0.22	0.25	0.29	0.34
EV/EBITDA	22	16	13	11					
股息率	1.01%	1.36%	1.59%	1.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
