

# 洪都航空（600316）

证券研究报告  
2025年01月27日

## 厂所合一、机弹一体稀缺主机龙头，内需外贸双驱动

● **历经多轮资产整合，铸就教练机与防务产品双主业发展格局**  
中航工业旗下稀缺厂所合一平台，业务覆盖教练机与防务产品两大板块。1951年，公司前身洪都机械厂成立；1999年，洪都集团联合南昌长江机械工业公司、宜春第一机械厂、江西爱民机械厂以及江西第二机床厂4家公司共同发起设立洪都航空；2000年，公司于上交所成功上市。2010年，公司通过定增购买了洪都公司出口型L15教练机等飞机业务及相关资产，并进行了多项能力建设；2019年，公司通过与洪都集团的资产置换，形成了教练机与防务产品双主业发展格局。

● **公司预计2025年关联采购额大增64%，业绩弹性或较大**  
**教练机及其他航空产品（主要是防务产品）贡献公司主要增长动能。**2020-2022年，公司教练机产品从20.9亿元提升至25.2亿元，持续增长；其他航空产品由26.9亿元快速增至46.9亿元，2020-2022年复合增速达到30%以上，产品交付数量不断增长，展现出较好的需求弹性。分地区看，公司有境内外两种销售渠道，2023年以来，公司国外收入提升较快，从2022年的0.1亿元增至2亿元，2024年上半年更是增至4亿元（为2020年之后的最高水平），主要受益于教练机产品的出口提速，未来或有望继续保持较好发展。此外，公司已披露预计2025年关联交易公告，预计向关联人购买原材料及接受劳务金额为48.2亿元，较2024年预计额31.0亿元增长56%，较2024年实际发生额增长250%，主机厂的关联采购对全年经营计划有较强的指引性，公司大幅上调关联交易额度，或说明整体需求较为景气。

● **教练机内需外贸双轮驱动；聚焦打造无人机、大飞机等新质生产力**  
**教练机需求方面**，根据英国最新发布的《World Air Forces 2025》报告统计，美国教练机数量为2647架，占军机总数的比例为20%，占战斗机数量的比例为99%。当前航空装备加速迭代跨越，国内外市场对于教练机的需求或将与日俱增。**无人机需求方面**，当今世界，世界各国普遍重视智能无人技术装备发展，甚至作为装备革新的主轴主线，力图与对手形成“高智”对“低智”的军事代差，谋取和保持军事战略优势。我国无人机产业厚积薄发，据SIPRI统计，2010-2020年，中国无人机军贸市场份额约为17%，位居世界第三（前两名为以色列、美国），展现出较强的综合竞争力。**大飞机方面**，C919订单及批产交付提速，洪都航空参股子公司洪都商飞作为C919重要的结构供应商，承担了前机身和中后机身制造工作，工作量约占机体结构制造总量的1/4，伴随C919订单的持续增长和批产交付节奏的加快，公司或有望深度受益。

**盈利预测与评级：**我们认为，公司“厂所合一、机弹一体”资产属性稀缺，伴随国内装备需求恢复和进一步提升，以及军贸市场的较大发展空间，公司未来几年业绩弹性或较大。预计公司2024-2026年营业收入分别为50.76亿元、75.29亿元、98.72亿元，对应PS分别为4.34/2.93/2.23x，考虑到公司资产的稀缺性以及业绩高弹性等特点，给予公司2025年4倍PS，对应目标市值301.16亿元，对应目标价42.00元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**国内外需求不及预期；产品交付进度延迟；行业政策变化；技术不能保持先进性的风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,250.64	3,726.93	5,076.04	7,528.60	9,871.93
增长率(%)	0.50	(48.60)	36.20	48.32	31.13
EBITDA(百万元)	240.76	149.90	141.01	265.26	378.32
归属母公司净利润(百万元)	140.87	32.50	55.14	152.32	250.12
增长率(%)	(6.96)	(76.93)	69.67	176.22	64.21
EPS(元/股)	0.20	0.05	0.08	0.21	0.35
市盈率(P/E)	156.48	678.26	399.75	144.72	88.13
市净率(P/B)	4.16	4.16	4.13	4.02	3.85
市销率(P/S)	3.04	5.91	4.34	2.93	2.23
EV/EBITDA	71.82	95.04	146.86	74.90	49.93

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	30.74元
目标价格	42.00元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	717.11
流通A股股本(百万股)	717.11
A股总市值(百万元)	22,044.10
流通A股市值(百万元)	22,044.10
每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	64.97
一年内最高/最低(元)	42.57/13.20

### 作者

王泽宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523070002  
wangzeyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《洪都航空-首次覆盖报告：“教练机+导弹+无人机”综合平台迎来历史拐点》  
2020-07-28

## 内容目录

1. 洪都航空：稀缺院所合一、机弹一体主机龙头.....	4
1.1. 历经多轮资产整合，铸就教练机与防务产品双主业发展格局.....	4
1.2. 费用管控能力较强；公司预计 2025 年关联采购额大增 64%.....	5
2. 内需外贸双轮驱动；教练机&防务产品需求景气.....	7
2.1. 市场需求#1：装备升级换代、实战演训强度提升推动教练机需求增长.....	7
2.1.1. 公司是教练机全谱系覆盖的稀缺龙头；“一机多用”灵活适应作战形势变化.....	7
2.1.2. 国内航空装备加速迭代跨越、海外军贸市场需求提升拉动教练机需求增长.....	9
2.2. 市场需求#2：聚焦打造新质生产力，无人机+大飞机拓宽成长边界.....	10
3. “院所合一”资产稀缺；教练机&防务产品两翼齐飞.....	12
4. 盈利预测与投资建议.....	13
4.1. 核心假设.....	13
4.2. 投资评级.....	14
5. 风险提示.....	15
5.1. 国内外市场需求不及预期.....	15
5.2. 产品交付进度延迟.....	15
5.3. 行业政策变化.....	15
5.4. 技术不能保持先进性的风险.....	15

## 图表目录

图 1：公司发展历程：历经多年发展，公司已形成教练机+防务产品双主业发展格局.....	4
图 2：公司股权结构.....	4
图 3：2018-2024Q1-3 营收情况.....	5
图 4：2018-2024Q1-3 归母净利润情况.....	5
图 5：2018-2024Q1-3 毛利率和净利率情况.....	5
图 6：2018-2024Q1-3 期间费用率情况.....	5
图 7：2018-2024Q1-3 应收规模情况（单位：亿元）.....	6
图 8：2018-2024Q1-3 存货情况（单位：亿元）.....	6
图 9：2018-2024Q1-3 合同负债情况（单位：亿元）.....	6
图 10：2023 年后，经营活动净现金流情况较好（单位：亿元）.....	6
图 11：洪都航空教练机产品全面覆盖初级、中级、高级教练机产品.....	7
图 12：“三机三级”是经典培训模式，洪都航空具有初级/中级/高级全谱系教练机产品.....	7
图 13：美、英、法等国飞行员训练体系已经由“三机三级”向“两机三级”模式过渡.....	8
图 14：美国在研新一代高级教练机 T-7A，具备低成本、可加改装、遂行多任务等能力.....	8
图 15：全球主要国家战斗机与教练机（含教直）的数量情况.....	9
图 16：海外主要国家教练机（含教直）占军机的数量比例.....	9

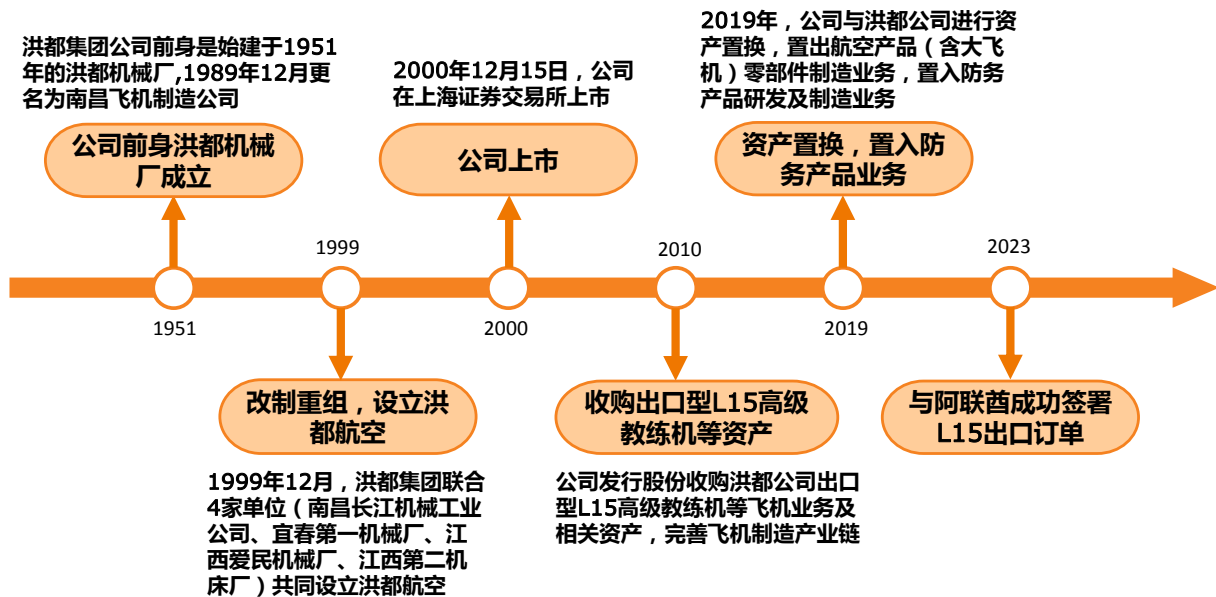
图 17: 海外主要国家教练机 (含教直) 占战斗机的数量比例.....	9
图 18: 2023 年全球军贸市场结构 .....	10
图 19: 2019-2023 年全球军贸出口国累计份额占比.....	10
图 20: 全球先进隐身无人机产品情况 .....	10
图 21: 2010-2020 年全球无人机系统军贸市场订单占比.....	11
图 22: 全球军用无人机 2018-2027 年产值结构情况.....	11
图 23: C919 大飞机结构制造商分布 (左图) 和 C919 第 100 万名旅客诞生 (右图) .....	11
图 24: 2019 年, 公司与洪都集团实施了重大资产置换 .....	12
图 25: 2019-2024H1 分产品收入占比情况 .....	12
图 26: 2019-2024H1 分产品毛利率情况 .....	12
图 27: 2019-2024H1 分地区收入占比情况 .....	12
图 28: 2019-2024H1 分地区毛利率情况 .....	12
图 29: 2021-2025 年预计关联采购、接受劳务额及完成率情况 .....	13
图 30: 2021-2025 年预计关联销售、提供劳务额及完成率情况 .....	13
表 1: 洪都航空各业务收入拆分 (单位: 百万元) .....	14
表 2: 可比公司 PS 预测.....	14

## 1. 洪都航空：稀缺场所合一、机弹一体主机龙头

### 1.1. 历经多轮资产整合，铸就教练机与防务产品双主业发展格局

1951年，公司前身洪都机械厂成立；1999年，洪都集团联合南昌长江机械工业公司、宜春第一机械厂、江西爱民机械厂以及江西第二机床厂4家单位共同发起设立洪都航空；2000年，公司于上交所成功上市。2010年，公司通过定增购买了洪都公司出口型L15教练机等飞机业务及相关资产，并进行了多项能力建设；2019年，公司通过与洪都集团的资产置换，公司置出航空产品(含大飞机)零部件制造业务，置入洪都集团相关导弹业务及相关资产，从而形成了教练机与防务产品双主业发展格局。

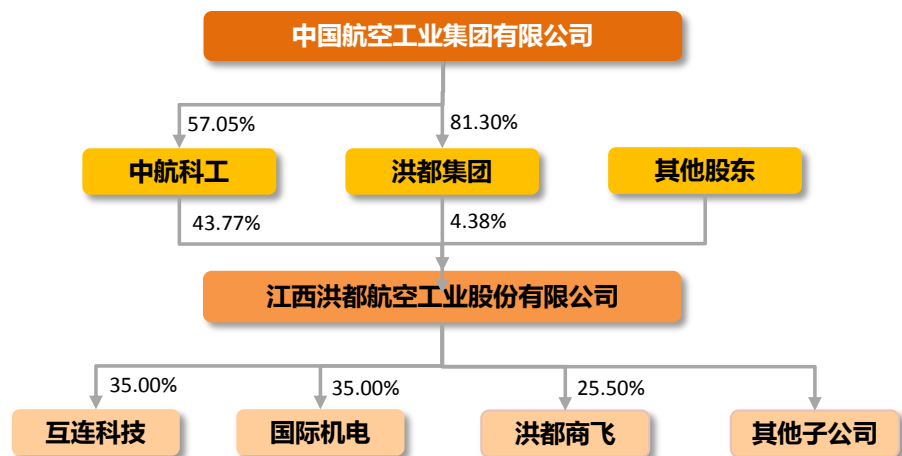
图 1：公司发展历程：历经多年发展，公司已形成教练机+防务产品双主业发展格局



资料来源: wind, 公司公告, 中航工业公众号, 天风证券研究所

截至 2024 年 9 月 30 日, 公司控股股东为中航科工, 实控人为中航工业集团。控股股东中航科工是目前港股唯一航空高科技产业集团, 控股中直股份、洪都航空、中航机载、中航光电 4 家上市公司, 主要业务涵盖直升机、教练机、通用飞机、机载系统与航空零部件等。实控人中航工业集团是由中央管理的国有特大型企业, 业务覆盖航空武器装备、各类飞机、机载系统、通用航空、军贸等诸多领域, 下辖 100 余家成员单位, 员工约 40 万人。

图 2：公司股权结构

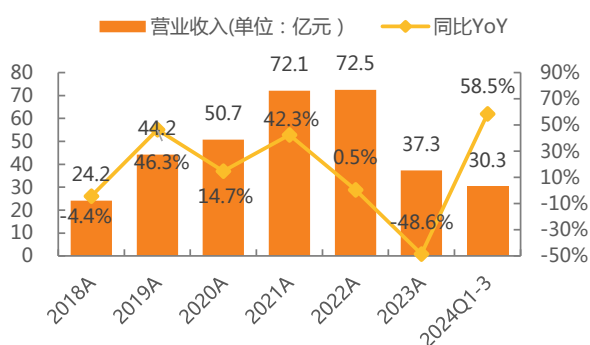


资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 股东结构更新至 2024 年 9 月底; 子公司股权结构更新至 2024 年 6 月底)

## 1.2. 费用管控能力较强；公司预计 2025 年关联采购额大增 64%

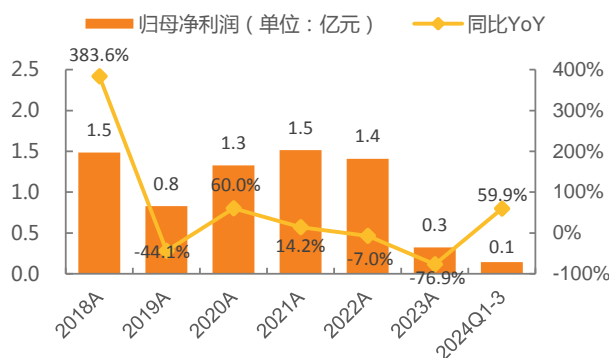
**聚焦航空装备与防务产品主业；2024 年以来需求恢复明显。**1) 收入端，2019 年，公司完成防务业务的资产置入，形成教练机与防务产品双主业发展格局。2018-2022 年，公司收入从 24 亿元增至 73 亿元，CAGR=32%，增长较快；2023 年，公司收入同比有所下降，主要是教练机、非航空产品等产品交付数量减少导致，但公司在 2024 年中报中明确提到“24Q2 末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额约 44 亿元，预计将于 2024 年确认收入”，或说明下游需求已在显著恢复；2) 利润端，2018-2023 年，公司利润端有所波动。2019 年，公司归母净利润同比下降 44% 至 0.8 亿元，主要是上年处置中航电测股票取得收益 1.7 亿元，而本期无此收益；2020 年，公司归母净利润同比增长 60% 至 1.3 亿元，主要是公司资产置换完成后，业务由教练机拓展为教练机+防务产品业务，收入来源增加；员工数量、长期资产规模、带息负债规模较置换前下降，对应费用减少、以及获得房屋拆迁款等多种因素导致。

图 3：2018-2024Q1-3 营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

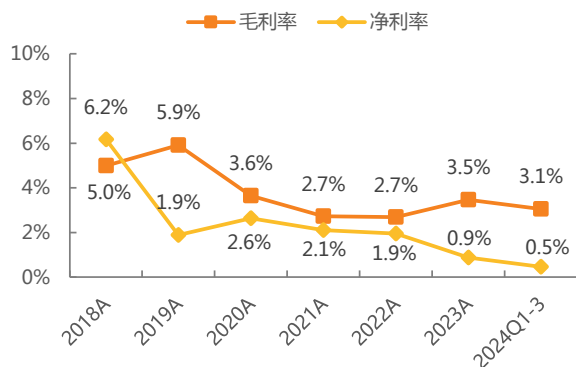
图 4：2018-2024Q1-3 归母净利润情况



资料来源：wind，天风证券研究所

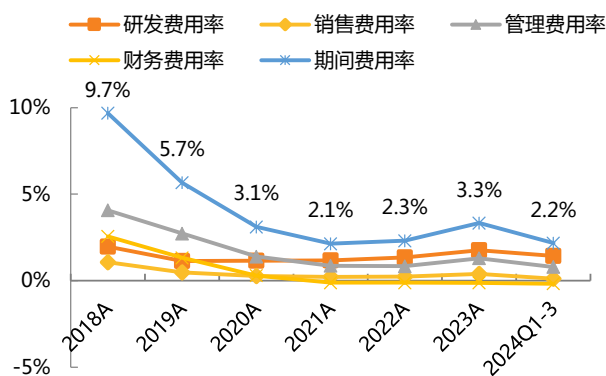
**利润率水平有所波动；费用管控能力较好。**利润率方面，2018-2023 年，公司利润率有所波动，但 2020-2024Q1-3 平均毛利率在 3% 以上，其中 2023 年毛利率同比增长 0.79pct 至 3.5%，主要是出口教练机收入占比及毛利率较上年同期增加导致。**期间费用率方面**，2018-2023 年，公司期间费用率整体呈现下降趋势，体现出公司较强的精益管理能力。其中 2023 年期间费用率同比增加 1.02pct 至 3.3%，主要是受收入同比下降较多影响；伴随 2024 年后的需求恢复，2024Q1-3 期间费用率已在逐步下降。

图 5：2018-2024Q1-3 毛利率和净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2018-2024Q1-3 期间费用率情况



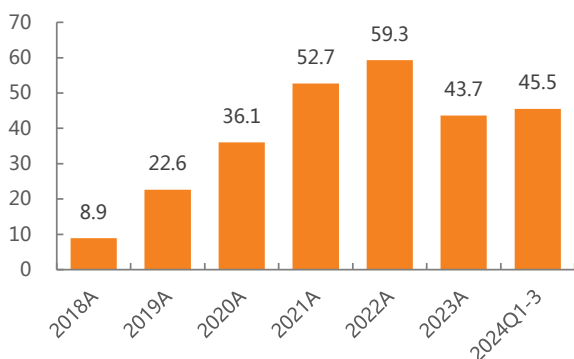
资料来源：wind，天风证券研究所

**2019 年后存货规模增长较快；公司预计 2025 年关联采购额大增 64%。**1) 2018 年以来，公司应收规模增长较多，其中 2022 年达到了 59.3 亿元（占当年收入 72.5 亿元的 82%）；截至 2024 年三季度末，公司应收规模降至 45.5 亿元，主要是应收票据到期收款。2) 2019-2023 年，公司存货规模由 26.2 亿元增至 39.5 亿元，或说明公司积极备货备产，下游需求逐步向好。此外，2025 年 1 月 8 日公司披露了《关于预计 2025 年度日常关联交易的公告》，提出 2025 年：预计向关联人购买原材料金额为 37.7 亿元，较 2024 年预计额



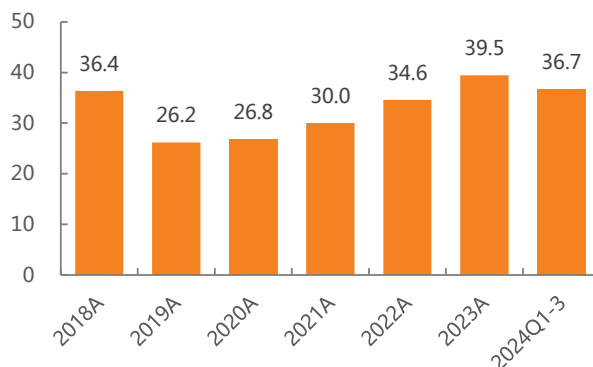
23 亿元增长 64%，上调幅度较大。主机厂的关联采购对全年经营计划有一定的指引性，公司根据相关业务的实际需求上调了关联交易额度，或说明 2025 年整体需求较好。

图 7：2018-2024Q1-3 应收规模情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

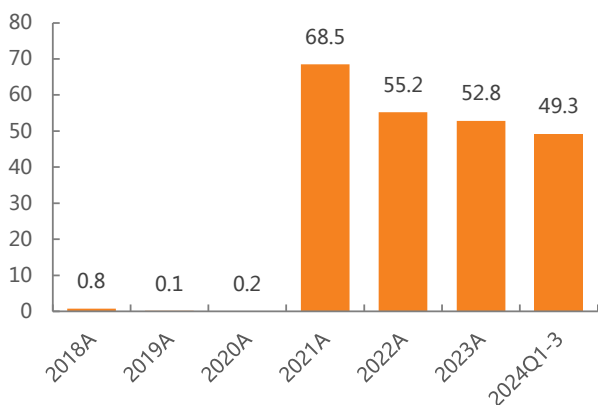
图 8：2018-2024Q1-3 存货情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

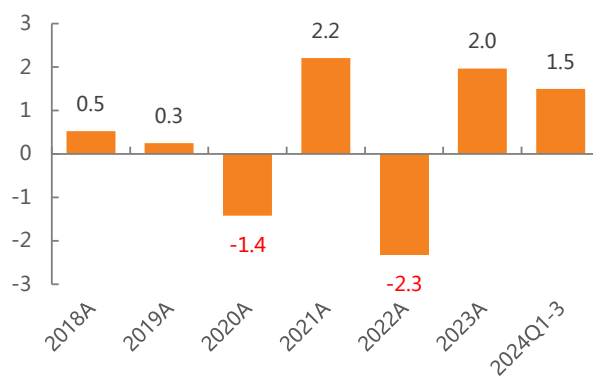
**合同负债逐步减少，产品陆续交付；2023 年后经营活动净现金流趋势向好。** 1) 2021 年，公司收到下游客户大额预付款，反映为财务报表中的“合同负债”68.5 亿元，或显示出较为旺盛的需求。2) 2018-2023 年，公司经营活动净现金流有所波动，其中 2020 年（主要是用于购买原材料支付的现金增加）、2022 年为负数（主要是销售商品收到的现金减少；同时上年同期收到失业保险稳岗返还 4703 万元，而本期无）；2023 年后，公司经营活动净现金流持续为正，逐步回暖。

图 9：2018-2024Q1-3 合同负债情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2023 年后，经营活动净现金流情况较好（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 内需外贸双轮驱动；教练机&防务产品需求景气

### 2.1. 市场需求#1：装备升级换代、实战演训强度提升推动教练机需求增长

#### 2.1.1. 公司是教练机全谱系覆盖的稀缺龙头；“一机多用”灵活适应作战形势变化

洪都航空是国内唯一同时具备初、中、高级教练机全谱系产品研制与生产能力的企业。教练机（飞行培训）产业链体量庞大，涉及面广，链路长，产业链上游的研发涉及到电子、材料、强度、物理等多学科技术，与科研院所、学校等关系紧密；生产环节主要涉及材料（含金属材料和复合材料）、标准件、制造（机械加工、钣金、焊接等）产业、表面/热处理产业、发动机/航电/机电/飞控等机载系统，以及风洞/强度/试飞等基础试验条件；下游客户主要是航校、军贸公司、运输公司、维修保障体系和航空教育等。作为国内教练机科研生产基地，洪都航空是国内唯一同时具备初、中、高级教练机全谱系产品的研制开发和生产制造能力的企业，具有 CJ6 初级教练机、K8 基础教练机以及 L15 高级教练机。此外，公司正在积极推进以 L15 高级教练机为核心，将传统意义上的教练机业务进行延伸，将由单一的教练机功能向综合训练系统拓展，由销售教练机向销售集成系统和服务保障发展，为客户提供集飞行员训练、地勤人员培训、训练保障三位一体的一揽子训练解决方案。

图 11：洪都航空教练机产品全面覆盖初级、中级、高级教练机产品

教练机类别	公司产品及特点	飞机示意图
初级教练机	<b>CJ-6/初教-6飞机</b> ：主要用于新学员的体验飞行，检验学员适应飞行的能力，考察从事飞行职业的动机，从中筛选出有培养前途的苗子，进入下一步的K8/教-8飞机飞行训练。	
基础教练机	<b>K8/教-8飞机</b> ：主要用于学员的基本驾驶术训练，通过飞行训练和教学考察，选拔出适合进入下一步L15/新高教教练的飞行学员。	
高级教练机	<b>L15/教-10飞机</b> ：主要用于学员的高级训练，开展高机动、战术基础、部分武器使用等方面飞行训练，使飞行学员掌握较为全面的飞行技能，选拔出适于驾驶战斗飞机的学员，为进入下一步的作战部队飞行训练打好基础。	

资料来源：wind，洪都航空公司官网，天风证券研究所

飞行训练系统的核心是教练机，飞行员的经典培训模式为“三机三级”。根据飞行员在训练过程中所处的阶段和任务，教练机产品大致可分为初级教练机、中级/基础教练机、高级/同型教练机，从世界范围来看，初级教练机市场集中度较高，美国、巴西、瑞士等国占据优势地位；而随着各国第三、四代先进飞机的逐步配备，对飞行员技能训练及飞行训练装备的要求正在不断提高，飞行员必须适应全天候、全地理环境和复杂的信息化环境，各国对高级教练机的需求从质量和数量上都将有较大的增长。飞行员的经典培训模式为“三机三级”制，优势在于严格遵循由低到高、由简到繁、由易到难的学习规律，学员驾驶能力可循序渐进地锻炼提高；但这种体制带来的问题是机型转换复杂、周期长，培训效率和经济性不佳。因此，院校教育阶段飞行训练是否应继续沿用“三机三级”制长期存在争议。

图 12：“三机三级”是经典培训模式，洪都航空具有初级/中级/高级全谱系教练机产品

培训阶段	训练目标	飞行高度	飞行速度	教练机类型	我国对应教练机产品	制造商
初级训练阶段	飞行学员飞行能力鉴定筛选、适应性飞行和技术入门训练	3000m	低于300km/h	初级教练机	CJ-6（初教6）	洪都航空
中级训练阶段	培养飞行学员掌握基本驾驶技能，获得基本飞行能力	5000m以上	500-600km/h	中级教练机	K-8（教8）	洪都航空
高级训练阶段	培养飞行学员掌握全面驾驶技能，学会使用先进雷达与武器等	10000m以上	超音速/高亚音速	高级教练机	歼教-7	中航贵飞
					歼教-9（山鹰） L-15（教10，猎鹰）	中航贵飞 洪都航空

资料来源：《现代教练机训练体制的演变》傅前哨，中工网，洪都航空公司官网，天风证券研究所

美、英、法等国飞行员培训体系已逐渐过渡为“两机三级”制，以缩短培养周期、降低成本。据《现代教练机训练体制的演变》一文提出，减少一个机型平均可节省 10-20 飞行小时的机型转换时间，“两机三级”培养模式渐成趋势。从全球经验来看，20 世纪 90 年代后，美军选定 T-6A 涡桨教练机作为初级教练机 T-41 和中级教练机 T-37 的替代机型，最

终发展为由 T-6A、T-38C 两型机完成院校“初、中、高”三级训练的体制；英国皇家空军在“鹰”式中/高级教练机研制成功后，其空军飞行学院利用该机替换了“喷气校长”和“猎人”教练机，同时采用 S-312 初级教练机取代“斗犬”和“喷气校长”MK3A 教练机，从而构建了“两机三级”训练体制；法国空军也将“三机三级”制逐渐过渡到“两机三级”制。**我们认为**，相较“三机三级”制培训模式，“两机三级”制或是对传统培训方式的一种突破和寻优，是为降低训练成本、缩短飞行员培养周期、提升训练效率而进行的体制变革，但在实际应用时还要统筹考虑本国国情、训练需求、飞行员技能水平成长以及装备发展等诸多问题。

图 13：美、英、法等国飞行员训练体系已经由“三机三级”向“两机三级”模式过渡

各国空军	训练阶段	原“三机三级”模式教练机	现“两机三级”模式教练机	飞机示意图
美国空军	初级训练阶段	T-41	T-6A	
	中级训练阶段	T-37		
	高级训练阶段	T-38C	T-38C	
英国空军	初级训练阶段	“斗犬”	S-312	
	中级训练阶段	“喷气校长”	“鹰”式	
	高级训练阶段	“猎人”		
法国空军	初级训练阶段	CAP-10	埃普西隆/“巨嘴鸟 EMB-312F	
	中级训练阶段	CM-170		
	高级训练阶段	阿尔法	阿尔法	

资料来源：中工网，天风证券研究所

**低成本或成为未来装备发展的内在要求；美国正推进新一代低成本高级教练机研制工作。**近年来，伴随低成本无人系统和人工智能等技术的兴起，现代战场形态已经发生显著变化。据《学习时报》论述，低成本大规模敏捷作战或将成为新的发展趋势，能否有效支撑“打得起、打得久、打得好”，能否迅速适应现代战场变化，已成为衡量装备发展建设的重要内容。目前美（F-22、F-35）、俄（苏-57）等国家已经列装了五代机，而五代机价格昂贵，飞行和维护成本较高，为了降低成本并且节省战斗机宝贵的飞行小时数，许多国家的空军都构建了直上先进战斗机的训练体制，将高级教练机与先进战斗机进行结合训练，以节省战斗机的训练消耗。**目前美国正在着手研发新一代低成本适配五代机飞行员培训的教练机。**为改变美国空军的 T-38C 教练机过于老旧、维护费用昂贵，且不适用于培养五代机飞行员的情况，2015 年 3 月，美国空军发布“T-X 计划”招标公告；2018 年 9 月，确认选择波音公司的 T-X 飞机方案，并与其签订了 91 亿美元的合同，订购了 351 架 T-X 教练机（后正式命名为 T-7A “红鹰”教练机），46 架模拟器和相关地面设备。**T-7A 高级教练机具备多种优势：1) 可为新飞行员提供五代机训练环境，可与地面训练模拟器实时连接，创建一个“以实带虚”的训练编组，老飞行员空中带飞，新飞行员在地面模拟；2) 为飞行员训练提供高逼真对抗环境，提升训练质量；3) 数字化模型设计、智能化制造减少人工装配，飞机安全性高、生产成本较低；4) 经过简单改装，该机可“变身”轻型战斗机，与五代机配合执行低对抗环境下的对地支援任务。****我们认为，未来教练机的研制或更加强调低成本，同时满足可灵活改装设计、遂行多任务的要求，以更加适应现代作战形势的变化。**

图 14：美国在研新一代高级教练机 T-7A，具备低成本、可加改装、遂行多任务等能力



项目	参数	项目	参数
乘员	2人	长度	14.15米
翼展	10米	高度	4米
空重	4.46吨	发动机	一台GE F404涡扇发动机
最高速度	1300km/h	航程	1839km
升限	1.5万米	爬升率	170米/秒

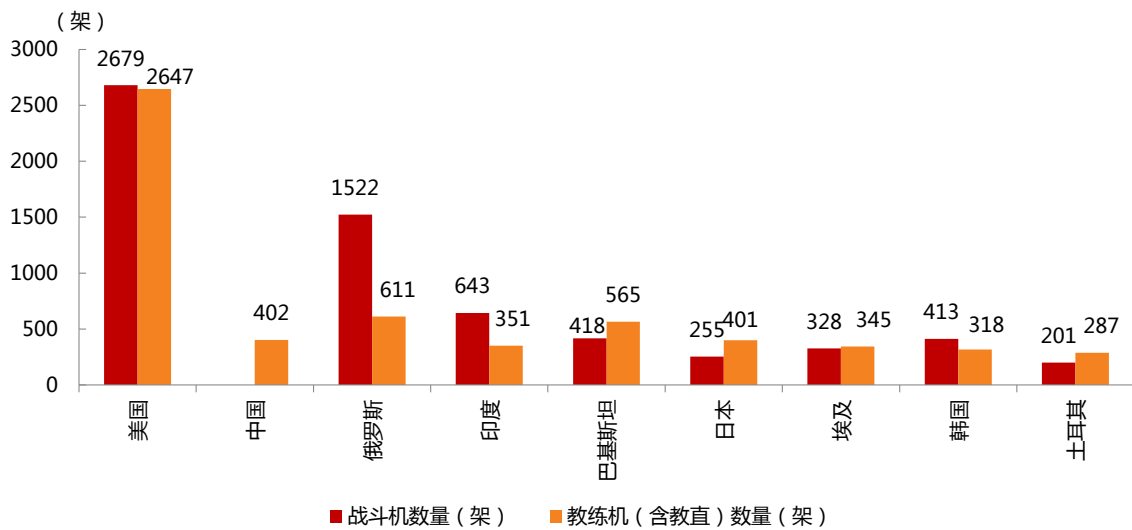


资料来源：高端装备产业研究中心公众号，天风证券研究所

**2.1.2. 国内航空装备加速迭代跨越、海外军贸市场需求提升拉动教练机需求增长**

教练机占军用飞机总量的 25-30%较为合适，我国教练机在数量和结构上仍有优化空间。根据英国最新发布的《2025 World Air Forces directory》报告统计，美国军机总数量为 13043 架，教练机数量为 2647 架，占军机总数的比例为 20%，占战斗机数量的比例为 99%，整体规模较大。根据《现代教练机训练体制的演变》(傅前哨)一文，教练机占军机总数的 25-30%较为合适，可以较好地满足飞行员培训需求。目前全球发达国家逐渐将飞行员的培训模式逐步优化为“两机三级”培训，其优势及变化在于：1) 减少机型，降低成本，缩短培训周期，提升效率；2) 调整各级教练机数量比例：“三机三级”培训体系中，初/中/高级教练机数量占比分别为 10%/50%/40%，而“两机三级”制中，初/中级教练机和高级教练机占比分别为 60%/40%，结构发生较大变化；3) 扩大高级教练机的训练范围：增加过渡训练阶段（又称基础改装训练），包括为部分高级教练机配备与先进战机相近的机载设备和火控系统等。综上，我们认为相较海外发达国家，我国教练机在总量及结构上仍有较大优化空间。

图 15：全球主要国家战斗机与教练机（含教直）的数量情况



资料来源：Flight Global 官网，天风证券研究所

图 16：海外主要国家教练机（含教直）占军机的数量比例

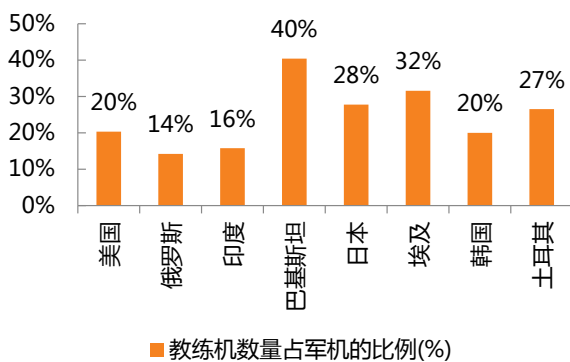
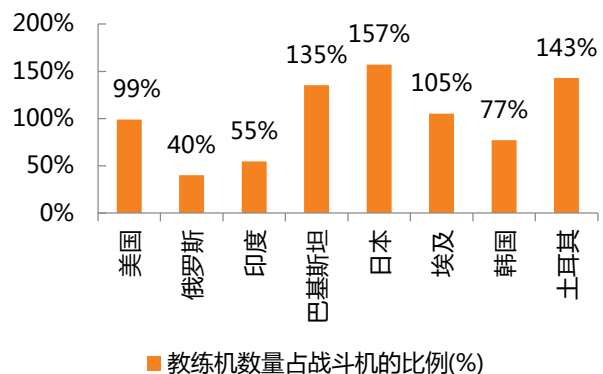


图 17：海外主要国家教练机（含教直）占战斗机的数量比例



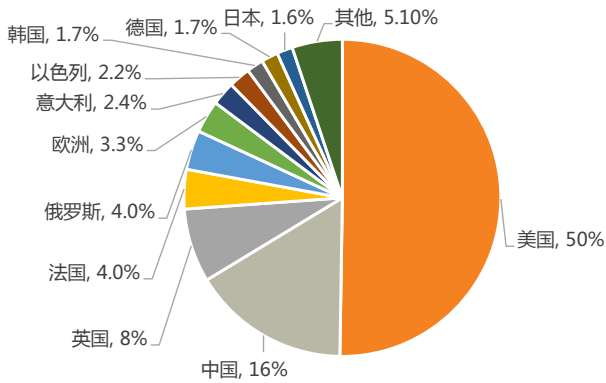
资料来源：Flight Global 官网，天风证券研究所

资料来源：Flight Global 官网，天风证券研究所

国际地缘局势依旧复杂；中航工业集团自 2023 年起将军贸业务提升至“主责主业”高度。2024 年，全球局势依旧复杂，“俄乌冲突”、“巴以冲突”、“也门胡塞武装”等地区冲突事件仍有发生，这类事件不仅影响了相关国家和地区的安全局势，也对全球政治、经济也产生了一定影响。根据 SIPRI 统计，2019-2023 年（5 年合并口径），全球前五大装备出口国分别为美国（占比 42%）、法国（占比 11%）、俄罗斯（占比 11%）、中国（占比 5.8%）和德国（占比 5.6%），中国位列世界第四。而 2020-2023 年，连续 4 年中国军贸出口量稳居全球第二，处于领先地位，展现出较强的全球影响力。2023 年 7 月，中航工业集团召开“高质量发展”推进会暨 2023 年度军贸工作会议，明确提出“将军贸作为集团公司主责主业，是集团抢抓

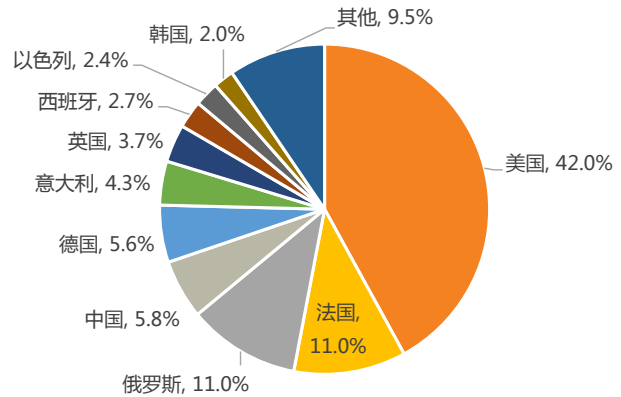
战略机遇推动自身高质量发展的需要，必须坚决做到军品、军贸‘两手抓、两手硬’，推动构建国内、国际双循环相互促进的军贸发展新格局”。我们认为，中航工业集团对军贸业务的重视程度显著提升，包括从2024年珠海航展等重大装备展销会等维度观察，我国对于先进装备的展示和出口也更加开放，我国军贸事业或正在迎来历史性发展机遇。另一方面，近年来实战演练频次增强，对于装备的实战化要求持续提升，对飞行员训练水平的要求不断提高，这或将推动教练机市场向更高级、技术更先进的方向发展。洪都航空作为我国全谱系教练机产品研制龙头，并具备多年出口经验的稀缺主机厂，或有望乘风而起。

图 18：2023 年全球军贸市场结构



资料来源：SIPRI 官网，天风证券研究所

图 19：2019-2023 年全球军贸出口国累计份额占比



资料来源：SIPRI 官网，天风证券研究所

## 2.2. 市场需求#2：聚焦打造新质生产力，无人机+大飞机拓宽成长边界

当今世界，世界各国普遍重视智能无人技术装备发展，甚至作为装备革新的主轴主线，力图与对手形成“高智”对“低智”的军事代差，谋取和保持军事战略优势，装备加速向信息化、智能化、无人化等方向演进。其中无人机作为无人装备的典型代表，受到广泛关注。无人机根据用途主要可以分为军用和民用两大类，其中军用无人机按照不同用途和任务可再细分为无人侦察机/监视机、无人战斗机、通信中继无人机、电子干扰无人机等单一用途无人机，以及侦察打击一体化无人机等多用途无人机。我国无人机产品呈现出百花齐放的特点（GJ-11 等无人攻击机、翼龙、彩虹、飞鸿等察打一体无人机、以及小型无人机等品类丰富），我国无人机产品不仅在国内装备领域发挥着重要作用，在国际军贸市场上也占据着重要地位。据 SIPRI 统计，2010-2020 年，中国无人机军贸市场份额约为 17%，位居世界第三（前两名为以色列、美国），展现出较强的综合竞争力。

图 20：全球先进隐身无人机产品情况

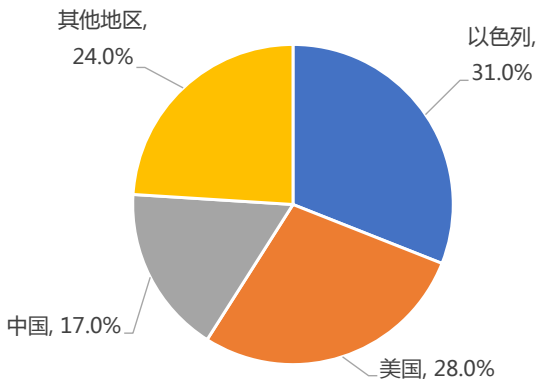
研制国家	无人机产品	产品性能及用途介绍	产品示意图
美国	X-47B	世界上第一架无需人工干预、全由电脑操纵的无人机，也是唯一可从航母起飞并自行回落的隐形无人机。机身设计类似B2隐形轰炸机，可携带2吨炸弹。机身配备的电子设备能让无人机在航母上自主起降和自主空中加油，可执行隐身机动和自主作战	
美国	XQ-58A	作为“忠诚僚机”概念的一部分，该机提高了作战灵活性、任务生存能力和载人飞机的杀伤力，采用低可视外形，可减少雷达探测，使其能够在有争议的空域作战，可自主执行威胁识别、导航和瞄准等复杂任务	
中国	GJ-11	该机采用全无尾飞翼布局，具有隐蔽穿透、自主作战、高强杀伤、集群协同、广域覆盖和高效保障等特点，能够在高威胁、强对抗环境下对敌人纵深目标实施精确打击，遂行进攻性制空作战、压制防空等任务	
俄罗斯	猎人-B	该机不仅能够独立遂行突防和侦察任务，还具备有人/无人协同能力，强调机载武器和侦察情报载荷的通用性。该机是俄目前最快最重的一型无人机，有望填补俄军12~24小时留空无人作战飞机的空白	
欧洲多国	神经元	该机整体设计类似B2隐形轰炸机，为降低雷达探测面积，进气口采用低雷达反射设计，尾喷口也是低红外特征设计。可配2枚制导炸弹，不具备自主作战能力	

资料来源：中航工业公众号，军鹰动态公众号，无人机界公众号，天风证券研究所

无人机具备灵活度高、低成本、可灵活配置等诸多优势，近年来需求规模持续增长。1) 市场规模：伴随通信、智能、协同、飞控、发动机、新材料等技术发展，无人化装备的能力

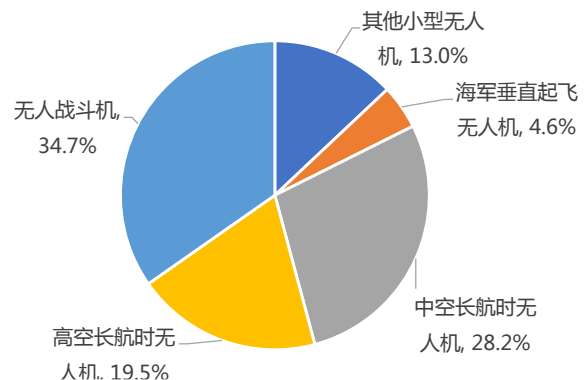
有了显著提升，各国争相布局，市场需求规模持续扩大。据 2024 年“全球数据”发布的报告分析，2034 年前，全球军用无人机市场将以 4.8% 的复合增长率递增，市场价值总额也将由当前的 124 亿美元增长至 2034 年的 200 亿美元。1) **地位的提升**：无人机是可实施非对称作战的重要角色，各国愈发重视无人机力量建设，利用无人机实施自主作战、定点打击，包括有人/无人协同等场景探索，无人机角色也逐渐提升至“主力作战装备”。2) **内需外贸双驱动**：无人机具备内需外贸双轮驱动的需求特点，我国已具备多年无人机出口经验。从国内来看，“十五五”仍或是我国装备升级和结构优化的重要时期，也是军贸业务发展的黄金期；包括二十大会议也明确强调“增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展”，洪都航空作为我国先进无人装备研制的重要企业，或有望迎来重要发展机遇。

图 21：2010-2020 年全球无人机系统军贸市场订单占比



资料来源：中无人机招股说明书，天风证券研究所

图 22：全球军用无人机 2018-2027 年产值结构情况



资料来源：中无人机招股说明书，天风证券研究所

**C919 累计承运旅客数量突破 100 万人次；东航、国航、南航均已开展常态化商业运营。**大飞机是航空高端制造技术的重要体现，是我国的战略性产业。截至 2024 年 12 月 31 日，中国商飞已向用户交付 16 架 C919 飞机，其中交付东航 10 架、国航 3 架，南航 3 架，目前三大航司均已开展常态化商业运营。根据大飞机公众号披露，2024 年 12 月 19 日，从上海虹桥飞往西安咸阳的东航 MU2158 航班上诞生了 C919 第 100 万名旅客，这意味着自 2023 年 5 月 28 日投入商业运营以来，C919 飞机已累计承运旅客突破 100 万人次。

**国产民机超 260 亿项目集中签约；中国商飞披露 C919 或有望在 2025 年取得欧盟认证。**据上海临港消息，2024 年 10 月 16 日，“2024 上海民用航空产业发展大会”在上海临港新片区举行，有 15 家航空产业重点项目签约，涉及机体结构、复合材料、机载系统等核心环节，项目总金额超 260 亿元。此外，2024 年第十五届珠海航展期间，海航航空集团与中国商飞签署 60 架 C919 飞机确认订单和 40 架 C909 飞机确认订单；多彩贵州航空与中国商飞签署 30 架 C909 飞机订单，其中 20 架为确认订单，10 架为意向订单，国产大飞机订单数量持续攀升。**海外取证方面**，2025 年 1 月 2 日，据中国商飞营销中心领导披露，公司目标到 2026 年让 C919 客机在东南亚执飞，并最早在今年获得欧洲认证。**近年来，洪都航空积极融入国家大飞机战略，参股公司洪都商飞已成为 C919 大飞机前机身/中后机身两大机体结构部件的唯一供应商，约占 C919 机体结构份额的 25%。我们认为，未来伴随 C919 订单的持续增长和批产/交付节奏的加快，公司或有望深度受益。**

图 23：C919 大飞机结构制造商分布（左图）和 C919 第 100 万名旅客诞生（右图）



资料来源：大飞机公众号，江西宣传公众号，天风证券研究所

### 3. “厂所合一” 资产稀缺；教练机&防务产品两翼齐飞

资产置换实现“机弹一体”发展格局，改善资产质量提升盈利能力。2019年5月31日，公司与洪都集团签署了《资产置换协议》，公司拟以部分零部件制造业务资产及负债（主要包括各类零部件加工厂及配套设备、相关的经营性负债及金融负债等），与洪都集团导弹业务资产及负债（主要包括飞龙机械厂及相应配套设施，相关的经营性负债等）进行资产置换，置入资产与置出资产的差额部分由一方向另一方以现金方式补足。本次资产置换旨在优化上市公司资产结构、改善资产质量和财务状况，公司的主营业务也由单一教练机业务，变为了“机弹一体”双主业发展格局，综合竞争力显著提升。

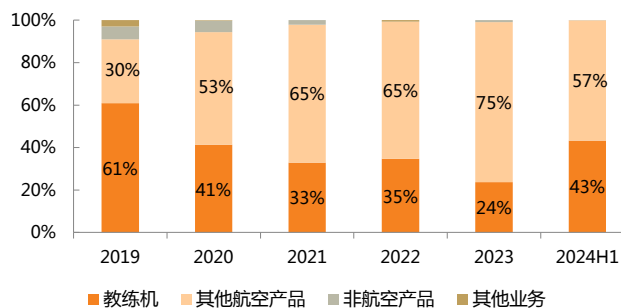
图 24：2019 年，公司与洪都集团实施了重大资产置换

类别	涉及业务和资产	资产总额 (亿元)	净资产 (亿元)	2017年营收 (亿元)	2017年净利润 (亿元)	2018年1-11月 营收(亿元)	2018年1-11月 净利润(万元)
置出资产	零部件制造业务相关资产及负债	46.08	21.37	7.04	-0.40	3.95	-0.54
置入资产	导弹业务及相关资产、部分厂房及相应的经营性负债	14.00	12.98	10.18	0.08	4.98	-0.04

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

教练机及其他航空产品(主要是防务产品)贡献公司主要增长动能。1)收入方面,2020-2022年,公司教练机产品从20.9亿元提升至25.2亿元,持续增长;其他航空产品由26.9亿元快速增至46.9亿元,2020-2022年复合增速达到30%以上,产品交付数量不断增长,展现出较好的需求弹性。2)毛利率方面,我们重点关注收入规模较大的教练机产品和其他航空产品情况。2019-2022年,教练机产品毛利率有所波动,其中2020年较低主要受到宏观环境影响,而2023年以来,随着教练机产品出口提速,毛利率水平开始回升。其他航空产品方面,2019-2024H1毛利率水平略有波动,平均毛利率水平在3%左右,整体较为稳定。我们认为,近年来公司L15高级教练机国际影响力不断提升,参加了迪拜国际航展等多个大型展会,受到市场关注。在国家加大推进装备出口力度的大背景下,公司教练机产品有望迎来较好发展机遇,毛利率水平也有望随着出口业务收入的增长而提升。

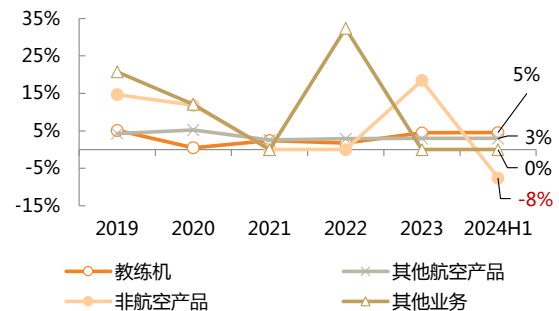
图 25：2019-2024H1 分产品收入占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：2019-2024H1 分地区收入占比情况

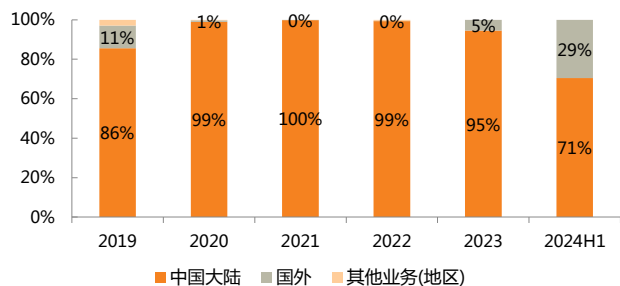
图 26：2019-2024H1 分产品毛利率情况



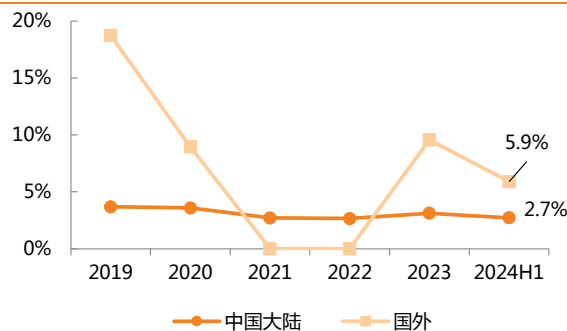
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：2019-2024H1 分地区毛利率情况





资料来源: wind, 天风证券研究所

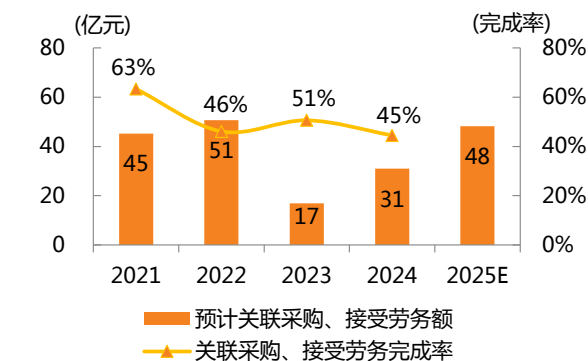


资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2021、2022 年未披露国外数据)

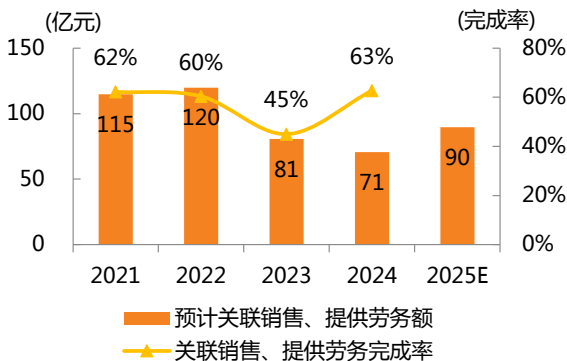
2023 年以来公司国外收入占比提升明显; 公司预计 25 年关联采购较交易额高增长。从产品销售模式来看, 公司有境内外两种销售渠道, 其中教练机等产品出口主要通过军贸公司进行。2023 年以来, 公司国外收入提升较快, 从 2022 年的 0.1 亿元增至 2 亿元, 2024 年上半年更是增至 4 亿元(为 2020 年之后的最高水平), 主要受益于教练机产品的出口提速。此外, 公司预计 25 年关联采购较交易额高增长, 或说明下游需求有显著恢复。2025 年 1 月 8 日公司披露了《关于预计 2025 年度日常关联交易的公告》, 提出 2025 年: 预计向关联人购买原材料及接受劳务金额为 48.2 亿元, 较 2024 年预计额 31.0 亿元增长 56%, 较 2024 年实际发生额增长 250%; 预计向关联人销售产品、商品及提供劳务金额为 89.7 亿元, 较 2024 年预计额 70.6 亿元增长 27%, 较 2024 年实际发生额增长 102%。主机厂关联采购具有较强指引性, 公司根据相关业务的实际需求上调 2025 年关联交易额度, 或说明整体需求较为景气。

图 29: 2021-2025 年预计关联采购、接受劳务额及完成率情况

图 30: 2021-2025 年预计关联销售、提供劳务额及完成率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 核心假设

我们预计, 公司 2024-2026 年收入分别为 50.76、75.29、98.72 亿元, 同比增速分别为 36.20%、48.32%、31.13%, 毛利率分别为 3.66%、4.25%、4.52%。具体主要分业务情况预测如下:

**教练机业务:** 重大重组实现“机弹一体”, 赋予公司双赛道成长性, 叠加军贸市场的景气上行以及国内装备, 包括演训强度提升对于教练机需求的拉动, 未来公司教练机收入和盈利能力或均有较大提升潜力。我们假设 2024-2026 年公司教练机业务收入分别为 21.17、42.35、57.59 亿元, 同比增长 140.00%、100.00%、36.00%, 毛利率分别为 4.54%、4.99%、5.24%。

**其他航空产品业务:** 其他航空产品主要为公司 2019 年资产置换后防务产品业务, 2020-2022 年增速较快, 2023-2024 年受客户需求节奏调整影响有所波动, 但后续需求有望逐步恢复。我们假设 2024-2026 年公司其他航空产品业务收入分别为 29.52、32.47、40.59 亿元, 同比增长 5.00%、10.00%、25.00%, 毛利率分别为 2.99%、3.08%、3.33%。

**非航空产品业务:** 非航空产品收入基数较小, 且主要为一些民品业务, 预计将保持一定增



长状态。我们假设 2024-2026 年公司非航空产品业务收入分别为 666、4660、5359 万元，毛利率分别为 18.47%、18.00%、18.00%。

表 1：洪都航空各业务收入拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>教练机</b>							
收入	2094.22	2377.27	2517.26	882.26	2117.43	4234.87	5759.42
收入 yoy	-22.18%	13.52%	5.89%	-64.95%	140.00%	100.00%	36.00%
成本	2083.94	2319.43	2473.72	842.85	2021.30	4023.38	5457.41
毛利	10.28	57.84	43.54	39.42	96.13	211.49	302.01
毛利率(%)	0.49%	2.43%	1.73%	4.47%	4.54%	4.99%	5.24%
业务收入比例(%)	41.32%	32.95%	34.72%	23.67%	41.71%	56.25%	58.34%
<b>其他航空产品</b>							
收入	2689.55	4686.14	4687.34	2811.38	2951.95	3247.14	4058.93
收入 yoy	102.08%	74.23%	0.03%	-40.02%	5.00%	10.00%	25.00%
成本	2548.73	4566.46	4550.99	2727.56	2863.68	3147.14	3923.93
毛利	140.82	119.68	136.34	83.82	88.26	100.00	135.00
毛利率(%)	5.24%	2.55%	2.91%	2.98%	2.99%	3.08%	3.33%
业务收入比例(%)	53.06%	64.96%	64.65%	75.43%	58.15%	43.13%	41.12%
<b>非航空产品</b>							
收入	274.19	150.87	0.00	33.28	6.66	46.60	53.59
收入 yoy	2.87%	-44.97%	-100.00%	/	-80.00%	600.00%	15.00%
成本	241.71	0.00	0.00	27.14	5.43	38.21	43.94
毛利	32.48	150.87	0.00	6.15	1.23	8.39	9.65
毛利率(%)	11.84%	100.00%	/	18.47%	18.47%	18.00%	18.00%
业务收入比例(%)	5.41%	2.09%	0.00%	0.89%	0.13%	0.62%	0.54%
<b>总收入</b>	<b>5068.60</b>	<b>7214.28</b>	<b>7250.64</b>	<b>3726.93</b>	<b>5076.04</b>	<b>7528.60</b>	<b>9871.93</b>
总收入 yoy	14.68%	42.33%	0.50%	-48.60%	36.20%	48.32%	31.13%
<b>总成本</b>	<b>4,883.74</b>	<b>6,885.89</b>	<b>7,055.84</b>	<b>3,597.54</b>	<b>4,890.41</b>	<b>7,208.73</b>	<b>9,425.28</b>
<b>总毛利</b>	<b>184.86</b>	<b>328.39</b>	<b>194.80</b>	<b>129.39</b>	<b>185.62</b>	<b>319.88</b>	<b>446.65</b>
<b>总毛利率(%)</b>	<b>3.65%</b>	<b>4.55%</b>	<b>2.69%</b>	<b>3.47%</b>	<b>3.66%</b>	<b>4.25%</b>	<b>4.52%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 投资评级

考虑到公司未来几年成长潜力较大，我们采用 PS 可比公司估值法进行预测。考虑到公司所处产业链环节、客户特点（内需+外贸）以及资产的稀缺性，我们选取与公司业务相近、产业链地位类似的 5 家主机厂中航沈飞、中航西飞、中直股份、中无人机、航天彩虹等作为可比公司。公司 2025-2026 年 PS 水平分别为 2.93/2.23x，低于 5 家同行业可比公司平均 PS 值 3.44/2.78x，未来或仍有一定的上升潜力。考虑到公司的独特优势：**1) 厂所合一、机弹一体资产稀缺**。历经多轮资产整合，公司现已形成“教练机+防务产品”双轮驱动的业务格局；**2) 内需外贸双轮驱动**。公司教练机产品出口多年，在国家大力推进军贸业务发展的背景下，或有望深度收益；**3) 业绩弹性较大**。受益于教练机与防务产品的需求增长，公司 2024-2026 年收入端复合增速将近 50%，具有较大业绩弹性，这在主机厂资产里是非常稀缺的。综上，我们预计公司 2024-2026 年公司营业收入分别为 50.76 亿元、75.29 亿元、98.72 亿元，对应 PS 分别为 4.34/2.93/2.23x，考虑到公司资产的稀缺性以及业绩高弹性等特点，给予公司 2025 年 4 倍 PS，对应目标市值 301.16 亿元，对应目标价 42.00 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司 PS 预测

证券代码	公司	总市值（亿元）	预测营业收入（亿元）	预测 PS（倍）
------	----	---------	------------	----------

			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600760.SH	中航沈飞	1283.05	516.28	605.00	701.56	2.49	2.12	1.83
000768.SZ	中航西飞	707.67	457.45	527.28	610.90	1.55	1.34	1.16
600038.SH	中直股份	295.65	308.60	359.82	415.96	0.96	0.82	0.71
688297.SH	中无人机	249.08	14.29	28.60	36.91	17.43	8.71	6.75
002389.SZ	航天彩虹	170.21	30.96	40.48	49.05	5.50	4.20	3.47
<b>平均值</b>						<b>5.58</b>	<b>3.44</b>	<b>2.78</b>
600316.SH	洪都航空	220.44	50.76	75.29	98.72	4.34	2.93	2.23

注：洪都航空预测营业收入、预测 PE 来自天风证券，其他公司预测数据来自于 wind 一致预期（注：数据更新至 2025 年 1 月 27 日收盘）

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 国内外市场需求不及预期

公司下游客户有国内和国外两大领域，国内主要是特种领域和部分民用客户。海外方面，当前公司教练机外贸市场多数是亚非拉等第三世界中小国家，一方面这些国家订单有限，对公司产品批量滚动生产带来不利因素；另外，这些国家存在政治不稳定因素，可能带来市场需求不确定的风险等。

### 5.2. 产品交付进度延迟

公司所处军工行业具有较强的计划属性，需根据下游客户的排产计划进行交付，但若客户排产计划有变，或者产业链原材料供应出现问题，可能导致公司整机产品交付进度延迟。

### 5.3. 行业政策变化

公司所处的军工行业属国家实施特殊管理的行业类别，较大有别于一般行业管理体制，因此国家对于军工行业管理政策的变化有可能对公司经营构成一定影响。

### 5.4. 技术不能保持先进性的风险

装备制造属技术密集型的尖端行业，公司虽然在飞机研制上有较长历史和技术积累，但若公司不能及时跟踪最新技术演变趋势并进行积极研发投入，将可能使得公司技术能力与同类企业竞争处于不利局面。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	623.99	784.21	1,145.91	1,925.14	2,814.41
应收票据及应收账款	5,928.38	4,366.98	6,913.10	7,976.81	11,054.08
预付账款	5,300.73	4,637.05	5,296.11	6,942.13	8,766.66
存货	3,456.39	3,947.25	4,828.32	6,385.25	6,181.79
其他	16.01	34.27	24.19	24.58	24.90
<b>流动资产合计</b>	<b>15,325.49</b>	<b>13,769.76</b>	<b>18,207.64</b>	<b>23,253.91</b>	<b>28,841.84</b>
长期股权投资	415.81	404.52	430.48	459.03	490.44
固定资产	1,248.86	1,216.96	1,244.78	1,283.73	1,334.83
在建工程	10.81	2.05	15.43	31.80	50.26
无形资产	84.62	74.17	67.65	61.83	56.85
其他	148.59	150.61	163.28	195.79	253.30
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,908.69</b>	<b>1,848.31</b>	<b>1,921.61</b>	<b>2,032.18</b>	<b>2,185.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,234.18</b>	<b>15,618.07</b>	<b>20,129.25</b>	<b>25,286.09</b>	<b>31,027.51</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	6,133.65	4,762.77	7,450.73	9,022.58	11,228.06
其他	5,759.77	5,519.80	7,295.27	10,745.36	14,039.06
<b>流动负债合计</b>	<b>11,893.42</b>	<b>10,282.57</b>	<b>14,745.99</b>	<b>19,767.95</b>	<b>25,267.12</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.09	40.05	40.05	40.05	40.05
<b>非流动负债合计</b>	<b>41.09</b>	<b>40.05</b>	<b>40.05</b>	<b>40.05</b>	<b>40.05</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,934.51</b>	<b>10,322.62</b>	<b>14,786.04</b>	<b>19,808.00</b>	<b>25,307.17</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	717.11	717.11	717.11	717.11	717.11
资本公积	3,147.21	3,147.08	3,147.08	3,147.08	3,147.08
留存收益	1,495.18	1,480.19	1,524.20	1,665.22	1,904.64
其他	(59.83)	(48.94)	(45.18)	(51.32)	(48.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,299.67</b>	<b>5,295.45</b>	<b>5,343.21</b>	<b>5,478.09</b>	<b>5,720.35</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,234.18</b>	<b>15,618.07</b>	<b>20,129.25</b>	<b>25,286.09</b>	<b>31,027.51</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	141.36	32.50	55.14	152.32	250.12
折旧摊销	98.56	86.77	90.32	96.49	103.62
财务费用	(0.16)	(0.09)	(5.60)	(7.68)	(11.85)
投资损失	(7.56)	(7.47)	11.78	(7.53)	(9.87)
营运资金变动	(311.90)	68.40	348.62	693.85	711.59
其它	(151.46)	16.43	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(231.16)</b>	<b>196.53</b>	<b>500.27</b>	<b>927.46</b>	<b>1,043.62</b>
资本支出	87.17	25.40	125.00	146.00	168.20
长期投资	63.20	(11.29)	25.96	28.55	31.41
其他	(96.15)	(8.21)	(287.74)	(313.02)	(357.94)
<b>投资活动现金流</b>	<b>54.22</b>	<b>5.91</b>	<b>(136.78)</b>	<b>(138.47)</b>	<b>(158.33)</b>
债权融资	(42.00)	4.48	5.60	7.68	11.85
股权融资	(75.35)	0.01	(7.38)	(17.43)	(7.87)
其他	18.96	(46.80)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(98.38)</b>	<b>(42.31)</b>	<b>(1.79)</b>	<b>(9.76)</b>	<b>3.98</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(275.32)</b>	<b>160.13</b>	<b>361.70</b>	<b>779.23</b>	<b>889.27</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7,250.64</b>	<b>3,726.93</b>	<b>5,076.04</b>	<b>7,528.60</b>	<b>9,871.93</b>
营业成本	7,055.84	3,597.54	4,890.41	7,208.73	9,425.28
营业税金及附加	2.34	8.78	1.02	1.51	1.97
销售费用	16.91	14.47	7.61	10.54	13.82
管理费用	60.77	48.26	49.24	63.24	73.05
研发费用	97.87	65.81	67.00	85.07	94.77
财务费用	(8.00)	(4.48)	(5.60)	(7.68)	(11.85)
资产/信用减值损失	(23.81)	(2.35)	(5.40)	(5.40)	(5.47)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.86	5.33	(11.78)	7.53	9.87
其他	140.92	32.34	3.78	3.76	4.94
<b>营业利润</b>	<b>147.89</b>	<b>31.87</b>	<b>52.96</b>	<b>173.09</b>	<b>284.23</b>
营业外收入	5.59	4.19	0.62	0.00	0.00
营业外支出	1.25	2.79	0.77	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>152.24</b>	<b>33.26</b>	<b>52.81</b>	<b>173.09</b>	<b>284.23</b>
所得税	10.88	0.76	(2.34)	20.77	34.11
<b>净利润</b>	<b>141.36</b>	<b>32.50</b>	<b>55.14</b>	<b>152.32</b>	<b>250.12</b>
少数股东损益	0.49	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>140.87</b>	<b>32.50</b>	<b>55.14</b>	<b>152.32</b>	<b>250.12</b>
每股收益(元)	0.20	0.05	0.08	0.21	0.35

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.50%	-48.60%	36.20%	48.32%	31.13%
营业利润	-16.87%	-78.45%	66.17%	226.86%	64.21%
归属于母公司净利润	-6.96%	-76.93%	69.67%	176.22%	64.21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	2.69%	3.47%	3.66%	4.25%	4.52%
净利率	1.94%	0.87%	1.09%	2.02%	2.53%
ROE	2.66%	0.61%	1.03%	2.78%	4.37%
ROIC	3.09%	0.59%	1.13%	3.63%	7.26%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.25%	66.09%	73.46%	78.34%	81.56%
净负债率	-11.77%	-14.81%	-21.45%	-35.14%	-49.20%
流动比率	1.29	1.34	1.23	1.18	1.14
速动比率	1.00	0.96	0.91	0.85	0.90
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.29	0.72	0.90	1.01	1.04
存货周转率	2.24	1.01	1.16	1.34	1.57
总资产周转率	0.41	0.23	0.28	0.33	0.35
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.05	0.08	0.21	0.35
每股经营现金流	-0.32	0.27	0.70	1.29	1.46
每股净资产	7.39	7.38	7.45	7.64	7.98
<b>估值比率</b>					
市盈率	156.48	678.26	399.75	144.72	88.13
市净率	4.16	4.16	4.13	4.02	3.85
EV/EBITDA	71.82	95.04	146.86	74.90	49.93
EV/EBIT	121.54	225.66	408.55	117.73	68.77

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com