

中航高科（600862）

全球碳纤维体系洗牌进行时，军民双轮驱动复材龙头高成长

事件：西格里公司宣布启动碳纤维业务的大规模重组，旨在遏制短期的碳纤维运营亏损，**世界碳纤维预浸料市场结构或将迎来改变**（西格里公司在全球碳纤维市场中位列前五，曾是全球排名第二的大丝束碳纤维制造商）；赫氏公司参加 2025 印度航展，展示全新快速固化预浸料产品，成功降低预浸料设备投资成本，**航空用碳纤维预浸料技术或正迎来自动化、轻量化的关键突破。**

我们认为，全球碳纤维行业大规模扩张之后，供需错配正在逐步调整，自动化成型等技术渗透率有望快速提升带来需求新增量，公司作为国内航空领域碳纤维预浸料龙头企业或将迈向新一轮的增长。

公司布局上游产业链，产业盈利韧性有望增强

2024 年，公司通过 3.42 亿元现金增资，持有长盛科技 20% 的股权，成为了长盛科技的第三大股东。我们认为，受制于下游需求短期波动，碳纤维预浸料价格正持续下行，公司下游利润端承压，或转向上游寻找降低成本的机会。通过增持上游产业链公司，此举或将带来产业供需格局变化，或降低公司碳纤维预浸料产品盈利波动，有望进一步巩固行业龙头地位。

装备无人化成为主流趋势，军用市场空间进一步扩大

美国政府宣布 2025 财年增加空军预算，同时投入研发“下一代空中优势”及“协同作战飞机”，**下一代军机需求将进一步提升**。此外，未来战场无人作战具有“察打一体、协同作战”的重要战略意义，**美国预计在 2033 年前实现机队全无人化**，我国空军同样正在面向无人化、加速向有人无人组网协同作战方向发展，军机无人化或将成为主流趋势。相较传统军用飞机，**无人化装备的碳纤维用量占比有望较四代有人机提升 30% 以上**，我们认为，伴随未来军用无人机的需求的不断提升，无人化装备渗透率有望持续增长，**航空碳纤维预浸料市场或呈现倍数级增长。**

商用航空领域需求旺盛，低空经济或将打开成长天花板

在商用航空领域，根据中国商飞预测，全球航空旅客周转量将保持 3.8% 的增速，全球喷气客机机队的年均增长率将在 3.6%，未来二十年或将交付 43863 架新客机。短期而言，空客与波音预计将在 2025 年分别交付 915、607 架商业飞机，均远超 2024 年的交付量。同时，国产大飞机 C919 订单量超过 1000 架，2024 年交付数量显著超过 2023 年，并且 2025 年预计实现 50 架的产能，**C919 国产大飞机的放量正在加速。**我们认为，伴随国产大飞机 C919 交付数量增加与 C929 未来的投产，国产大飞机有望成为国内碳纤维供应商新增长动能，开启航空碳纤维军用市场向民用市场切换新篇章。

另一方面，国内政府将低空经济视作新的增长引擎，产业扩张迅速。2023 年低空经济规模已经实现 505 9.5 亿元，增速高达 33.8%。根据光明网报道，2025 年低空经济市场规模预计实现 1.5 万亿元，2035 有望突破 3.5 万亿元。而作为低空飞行器载体之一的 eVTOL 在轻量化要求下，机体结构的复合材料中碳纤维使用占比超过 90%，单机用量或达百公斤航空碳纤维。**我们认为，考虑到低空飞行器较军用飞行器较大需求数量弹性，伴随 eVTOL 规模化量产，低空经济有望打开航空碳纤维成长天花板，公司作为国内航空领域专业从事复合材料研发工程化的企业，行业先发&卡位优势明显，有望充分受益于我国民用航空快速发展，实现军民航空碳纤维双轮驱动高速增长。**

盈利预测与评级：行业供需格局正持续洗牌，制造生产技术正不断迭代。军用飞机无人化趋势逐渐显现，国产大飞机放量持续加速以及低空经济的需求不断扩张，我们认为公司增长动能正由“十四五”军用装备更新换代向无人化装备渗透率提升&民用航空需求井喷切换，公司成长天花板正持续打开。由于军品交付节奏影响，我们下调公司 2024-2026 年营业收入预测，调整为 51.05/58.22/68.83 亿元（2024-2025 年前预计值为 59.74/73.52 亿元），预计归母净利润分别为 11.63/13.32/15.78 亿元（2024-2025 年前预计值为 13.21/16.73 亿元），对应 PE 分别为 28.62/25.00/21.09X，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险；外部国际局势变化风险；主观性风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,446.11	4,779.57	5,105.47	5,822.13	6,883.08
增长率(%)	16.77	7.50	6.82	14.04	18.22
EBITDA(百万元)	1,164.39	1,502.67	1,466.41	1,634.98	1,914.85
归属母公司净利润(百万元)	765.30	1,031.46	1,163.25	1,331.85	1,578.34
增长率(%)	29.40	34.78	12.78	14.49	18.51
EPS(元/股)	0.55	0.74	0.84	0.96	1.13
市盈率(P/E)	43.50	32.28	28.62	25.00	21.09
市净率(P/B)	6.12	5.34	6.39	5.39	4.54
市销率(P/S)	7.49	6.97	7.87	6.90	5.83
EV/EBITDA	30.58	23.59	24.84	22.61	19.72

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 03 月 04 日

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,393.05
流通 A 股股本(百万股)	1,393.05
A 股总市值(百万元)	33,293.87
流通 A 股市值(百万元)	33,293.87
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	28.27
一年内最高/最低(元)	29.27/17.17

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 《中航高科-季报点评:Q3 归母净利润同比增长 50.06%，航空复材龙头臻于至善》 2023-10-25
- 2 《中航高科-季报点评:23Q1 业绩同比+14.91%实现稳健增长，盈利能力持续提升看好预浸料龙头中长期发展》 2023-05-05
- 3 《中航高科-年报点评报告:归母净利润同比+29.4%实现稳步增长，预浸料龙头业绩或将持续释放》 2023-03-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,630.63	1,589.13	3,593.25	3,030.48	2,241.50
应收票据及应收账款	2,308.99	3,440.85	1,389.30	600.80	4,803.49
预付账款	110.87	16.84	210.74	18.99	160.27
存货	1,263.22	1,201.46	1,790.76	2,290.11	1,859.54
其他	18.63	47.42	15.95	70.82	88.65
流动资产合计	5,332.35	6,295.70	7,000.00	6,011.20	9,153.44
长期股权投资	109.67	118.74	118.74	118.74	118.74
固定资产	1,079.40	1,057.67	1,157.86	1,176.34	1,159.13
在建工程	151.39	272.90	149.16	99.66	79.87
无形资产	492.08	474.33	454.27	434.22	414.16
其他	462.34	427.22	396.64	379.17	373.09
非流动资产合计	2,294.88	2,350.86	2,276.67	2,208.12	2,144.98
资产总计	7,627.23	8,646.56	9,276.67	8,219.33	11,298.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	935.18	1,058.42	1,074.75	358.66	1,852.14
其他	332.02	806.49	1,465.09	161.32	357.22
流动负债合计	1,267.20	1,864.91	2,539.84	519.99	2,209.36
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	285.57	280.43	238.25	29.79	29.79
非流动负债合计	285.57	280.43	238.25	29.79	29.79
负债合计	1,987.99	2,200.82	2,778.10	549.78	2,239.15
少数股东权益	203.50	209.85	212.79	212.79	212.79
股本	1,680.19	1,680.19	1,680.19	1,680.19	1,680.19
资本公积	1,464.52	1,469.73	489.99	489.99	489.99
留存收益	2,281.65	3,080.81	4,105.32	5,278.31	6,668.40
其他	9.37	5.16	10.29	8.27	7.90
股东权益合计	5,639.23	6,445.74	6,498.57	7,669.55	9,059.28
负债和股东权益总计	7,627.23	8,646.56	9,276.67	8,219.33	11,298.43

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	767.50	1,037.63	1,163.25	1,331.85	1,578.34
折旧摊销	134.12	140.74	143.60	151.07	157.06
财务费用	(7.47)	(14.85)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(5.10)	(23.62)	(13.11)	(5.86)	(5.86)
营运资金变动	(470.74)	(272.71)	1,898.21	(1,744.30)	(2,235.77)
其它	1.45	(442.23)	3.34	0.00	0.00
经营活动现金流	419.76	424.96	3,195.29	(267.24)	(506.22)
资本支出	(40.70)	230.18	142.18	308.46	100.00
长期投资	8.45	9.07	0.00	0.00	0.00
其他	176.26	(667.09)	(229.07)	(402.60)	(194.14)
投资活动现金流	144.00	(427.84)	(86.89)	(94.14)	(94.14)
债权融资	(86.27)	18.97	9.48	(40.53)	0.00
股权融资	(222.02)	(309.66)	(1,113.75)	(160.87)	(188.62)
其他	149.90	57.31	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(158.38)	(233.39)	(1,104.28)	(201.40)	(188.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	405.38	(236.27)	2,004.12	(562.77)	(788.98)

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
营业收入	4,446.11	4,779.57	5,105.47	5,822.13	6,883.08
营业成本	3,070.49	3,023.26	3,287.84	3,744.79	4,422.26
营业税金及附加	34.10	30.03	29.63	33.79	39.95
销售费用	27.98	31.84	38.29	43.67	51.62
管理费用	284.08	355.43	178.69	203.77	240.91
研发费用	163.32	175.52	265.48	320.22	378.57
财务费用	(23.79)	(28.21)	0.00	0.00	0.00
资产/信用减值损失	(20.77)	(16.59)	(23.85)	(1.87)	(1.87)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.10	23.62	13.11	5.86	5.86
其他	14.60	(27.37)	0.00	0.00	0.00
营业利润	890.99	1,212.04	1,294.80	1,479.89	1,753.77
营业外收入	3.27	2.14	2.74	0.36	0.36
营业外支出	0.67	1.13	1.33	0.42	0.42
利润总额	893.59	1,213.05	1,296.21	1,479.83	1,753.72
所得税	126.09	175.42	129.62	147.98	175.37
净利润	767.50	1,037.63	1,166.59	1,331.85	1,578.34
少数股东损益	2.20	6.17	3.34	0.00	0.00
归属于母公司净利润	765.30	1,031.46	1,163.25	1,331.85	1,578.34
每股收益（元）	0.55	0.74	0.84	0.96	1.13

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	16.77%	7.50%	6.82%	14.04%	18.22%
营业利润	26.36%	36.03%	6.83%	14.30%	18.51%
归属于母公司净利润	29.40%	34.78%	12.78%	14.49%	18.51%
获利能力					
毛利率	30.94%	36.75%	35.60%	35.68%	35.75%
净利率	17.21%	21.58%	22.78%	22.88%	22.93%
ROE	14.08%	16.54%	18.51%	17.86%	17.84%
ROIC	23.57%	28.23%	26.12%	52.24%	37.05%
偿债能力					
资产负债率	26.06%	25.45%	29.95%	6.69%	19.82%
净负债率	-28.19%	-24.17%	-54.66%	-39.51%	-24.74%
流动比率	3.13	3.28	2.76	11.56	4.14
速动比率	2.39	2.65	2.05	7.16	3.30
营运能力					
应收账款周转率	2.23	1.66	2.11	5.85	2.55
存货周转率	3.39	3.88	3.41	2.85	3.32
总资产周转率	0.61	0.59	0.57	0.67	0.71
每股指标（元）					
每股收益	0.55	0.74	0.84	0.96	1.13
每股经营现金流	0.30	0.31	2.29	-0.19	-0.36
每股净资产	3.90	4.48	3.74	4.44	5.27
估值比率					
市盈率	43.50	32.28	28.62	25.00	21.09
市净率	6.12	5.34	6.39	5.39	4.54
EV/EBITDA	30.58	23.59	24.84	22.61	19.72
EV/EBIT	34.35	25.89	27.53	24.91	21.48

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com