

国防军工

2025 年 04 月 03 日

中航重机 (600765)

—— 价格因素影响公司业绩不及预期，产业链一体化发展打开成长空间

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 03 日

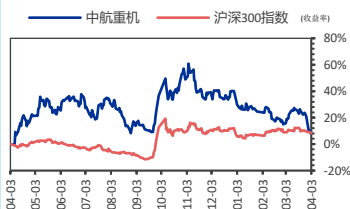
收盘价 (元)	15.94
一年内最高/最低 (元)	24.83/14.76
市净率	1.8
股息率% (分红/股价)	1.69
流通 A 股市值 (百万元)	23,443
上证指数/深证成指	3,342.01/10,365.73

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	8.87
资产负债率%	47.60
总股本/流通 A 股 (百万)	1,575/1,471
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

田昕 A0230124060003
tianxin@swsresearch.com

联系人

田昕
(8621)23297818×
tianxin@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- **公司公布 2024 年年度报告。**根据公司公告，公司 2024 年实现营收 103.55 亿元，同比下降 10.55%；实现归母净利润 6.40 亿元，同比下降 52.19%。2024Q4 实现营收 20.31 亿元，实现归母净利润-3.82 亿元。公司 2024 年业绩表现低于市场预期。

点评：

- **受需求波动及产品价格调整影响，公司 2024 年营收表现低于预期。**根据公司公告，公司 2024 年实现营业收入 103.55 亿元 (yoy-10.55%)，受行业需求波动及重点型号客户价格调整影响，公司收入短期承压。1) 分产品看，公司 2024 年锻铸产品营收为 81.08 亿元 (yoy-12.28%)，散热器营收为 13.18 亿元 (yoy-10.02%)，液压产品营收为 5.25 亿元 (yoy+2.27%)。2) 分行业看，商用航空及民品领域保持稳定增长，商用航空收入达 10.6 亿元 (yoy+71%)，民品收入达 15.2 亿元 (yoy+9.8%)，其中公司开辟华为超级充电桩、低空经济领域电子元器件市场，船舶配套锻件市场实现突破，风电市场订单增长达 50%，核电市场取得国内最大叶片 72 英寸订单，传统燃机市场份额有力巩固。我们认为随着 2025 年航空市场景气度回升，公司营收有望实现稳定增长。
- **受产品结构及产品价格调整，公司业绩不及预期。**根据公司公告，公司 2024 年实现归母净利润 6.40 亿元 (yoy-52.19%)，主要系公司重点型号客户对公司产品价格进行调整所致。公司 2024 年毛利率为 23.69%，较去年同期降低 7.59 pcts；净利率为 7.37%，较去年同期降低 5.84 pcts。其中主要系公司期间费用率提升 2.32 pcts 至 16.78%；公司计提存货跌价损失 1.53 亿元。随着公司主要产品价格调整完毕，公司未来业绩有望继续实现稳增长。
- **公司打造全产业链一体化布局，关联交易增长彰显下游景气度。**1) 公司构建“材料研发及再生-成形制造-基础结构”格局，建立钛合金、高温合金循环料收集管理体系，托管贵州安立、安虹公司，托管聚能钛实现盈亏平衡，实现上游高端原材料领域布局；公司通过增资安吉精铸、重机宇航、宏远精密及安飞公司等，加大对精密铸造、精密锻造及航空结构件领域布局；安大专项能力建设完成验收，实现环锻件从分体式到整体式设计制造跨越。2) 关联交易：公司 2025 年关联交易中预计销售商品及提供劳务实现 55 亿元，较 2024 年实际执行增长约 31.2%。
- **深耕航空锻造行业，受益于军民机需求提升。**1) 公司不断聚焦主业，随着军民机采购提速，公司作为航空锻造核心企业，有望持续受益；2) 公司通过融资扩产等方式逐渐打造产业链一体化战略，从设备端提升航空航天、大锻件等高毛利产品占比，通过股权激励提升管理效率，进而提升整体盈利能力，助力公司未来业绩稳定增长。
- **下调 2025-2026E 盈利预测及维持“买入”评级。**考虑到行业需求节奏影响，叠加重点型号客户产品价格下调，我们下调 2025-2026E 年盈利预测为 11.7/13.4 亿元（原预测值为 15.96/18.99 亿元），新增 2027 年预测为 14.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍。选择航材股份（航空发动机铸件）、钢研高纳（航空发动机铸件）、隆达股份（高温合金）作为可比公司，其平均估值为 28 倍，考虑到下游需求稳定增长，行业景气度复苏，叠加公司盈利能力有望提升，因此维持“买入”评级。

风险提示：军机采购不及预期；原材料价格波动；

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,577	10,355	11,707	13,393	14,924
同比增长率 (%)	0.1	-10.6	13.1	14.4	11.4
归母净利润 (百万元)	1,329	640	1,171	1,340	1,458
同比增长率 (%)	10.7	-52.2	83.0	14.5	8.8
每股收益 (元/股)	0.90	0.43	0.74	0.85	0.93
毛利率 (%)	31.3	23.7	28.6	28.7	28.8
ROE (%)	11.6	4.6	7.8	8.3	8.4
市盈率	19	39	21	19	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,576	10,355	11,707	13,393	14,924
其中: 营业收入	11,576	10,355	11,707	13,393	14,924
减: 营业成本	7,964	7,902	8,360	9,551	10,620
减: 税金及附加	70	78	88	101	113
主营业务利润	3,542	2,375	3,259	3,741	4,191
减: 销售费用	101	115	117	134	149
减: 管理费用	845	913	937	978	1,045
减: 研发费用	762	677	738	850	970
减: 财务费用	23	34	37	40	42
经营性利润	1,811	636	1,430	1,739	1,985
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-87	322	-60	-97	-100
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-104	-153	-8	-10	-37
加: 投资收益及其他	59	59	84	80	70
营业利润	1,681	865	1,447	1,713	1,919
加: 营业外净收入	6	0	12	9	2
利润总额	1,687	865	1,459	1,722	1,921
减: 所得税	217	101	158	204	251
净利润	1,470	764	1,301	1,518	1,669
少数股东损益	131	124	130	178	211
归属于母公司所有者的净利润	1,338	640	1,171	1,340	1,458

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。