

2025 年 04 月 21 日

中航高科 (600862. SH)

——国内航空复材龙头，军民多领域景气共振业绩有望加速释放

投资评级：增持（首次）

投资要点：

➤ **中航工业集团旗下航空高性能复合材料龙头。**公司是目前我国航空领域唯一专业从事复合材料研发工程化的单位，先后承担了我国多型飞机的复材原材料/结构件研制任务，高性能树脂及预浸料等产品代表了我国航空高性能复合材料最高水平，具有显著的核心竞争力和稳固的行业地位。

公司控股股东为中航工业集团，作为中国军民用航空装备的主要研制企业、实现完全自主保障的重要力量，我们认为控股股东丰富的产业经验与资源有利于为公司经营保驾护航，集团层面的资源调配与互补亦将助力公司快速成长。

➤ **经营业绩稳步增长，报表端指标持续向好。**2020–2024 年公司营业收入、归母净利润稳步增长，4 年 CAGR 分别为 14.88% 和 27.89%；2024 年全年公司实现营业收入 50.72 亿元，同比+6.12%；实现归母净利润 11.53 亿元，同比+11.73%，主要系子公司中航工业复材超额完成原材料交付任务所致。

报表端，公司自 2020 年起销售、管理、财务三项费用占营收比重波动下降，2024 全年指标为 7.53%，反映公司经营管理效率不断提升、降本增效成果显著，有助于进一步释放利润；研发费用持续增长，2024 全年研发费用率为 3.90%，我们认为持续的高研发投入有助于材料企业保持技术先进性，帮助企业通过产品迭代实现单价提升、通过生产流程优化实现成本下降，最终驱动公司业绩快速放量。

➤ **军机+民航+航发+低空共同驱动，高端碳纤维复合材料需求有望快速提升。**复合材料是由多种性质各异的材料组合而成，表现出优势互补且具有全新性能的多相固体新材料，具备密度低、比强度高、防腐耐蚀、抗疲劳、成型方式多样等众多优点，已成为航空航天领域中制造高空运输、国防安全等飞行器的最佳材料之一。

军用领域，复合材料的应用有助于军用飞机减轻重量、增强隐身能力，从而显著提升其战斗效能。目前我国最先进的第四代战斗机歼-20 的航空复材使用比例为 27%，较美国同代际战机 F-35 的 36% 仍有一定差距。我们认为，长期来看我国军机无论是数量还是质量均要与美国看齐，在现有型号订单追加+新型号批量列装双需求下军用航空市场或将迎来快速发展期，对航空复材的需求或将持续旺盛。

民用领域，航空复材满足了大型商用飞机对安全性、经济性、环保性以及舒适性的高标准需求，是大型商用飞机的首选材料。中国商飞 C919 飞机结构中的复合材料应用比例约 12%，我们认为当前 C919 已进入产能快速爬坡期，包括航空复材在内的机体构件国产化进程有望加速；同时，国产航空发动机和低空经济正处于加速产业化落地阶段，有望成为航空复材需求的新增长点。

➤ **盈利预测与评级：**我们预测公司 2025–2027 年归母净利润分别为 13.71/16.06/18.37 亿元，同比增速分别为 18.93%/17.18%/14.35%，当前股价对应的 PE 分别为 23.71/20.23/17.69 倍。我们选取光威复材、中简科技、航材股份为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 30.47 倍。考虑到中航高科作为我国航空

证券分析师

田源

SAC: S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

张明磊

SAC: S1350525010001

zhangminglei@huayuanstock.com

田庆争

SAC: S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

陈婉婷

SAC: S1350524110006

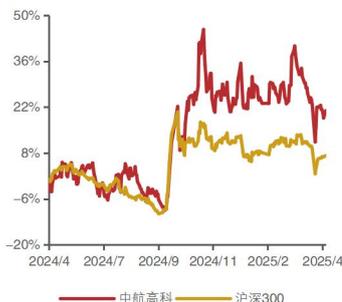
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

方皓

fanghao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 21 日

收盘价 (元) 23.33

一年内最高/最低 (元) 29.27/17.17

总市值 (百万元) 32,499.84

流通市值 (百万元) 32,499.84

总股本 (百万股) 1,393.05

资产负债率 (%) 20.11

每股净资产 (元/股) 5.08

资料来源：聚源数据

高性能复合材料最高水平的代表、向产业链上下游延伸布局未来可期，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：宏观经济波动风险、产品质量与安全生产风险、产品定价风险等。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,780	5,072	5,927	6,870	7,898
同比增长率（%）	7.50%	6.12%	16.86%	15.91%	14.95%
归母净利润（百万元）	1,031	1,153	1,371	1,606	1,837
同比增长率（%）	34.78%	11.75%	18.93%	17.18%	14.35%
每股收益（元/股）	0.74	0.83	0.98	1.15	1.32
ROE（%）	16.54%	16.27%	17.19%	17.81%	17.99%
市盈率（P/E）	31.51	28.19	23.71	20.23	17.69

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 59.27/68.70/78.98 亿元，归母净利润分别为 13.71/16.06/18.37 亿元，EPS 为 0.98/1.15/1.32 元/股，按 2025 年 4 月 21 日收盘价计算的 PE 为 23.71/20.23/17.69 倍。

选择同为航空复材/碳纤维核心供应商的光威复材、中简科技，及同为航空新材料领域细分龙头的航材股份作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 30.47 倍。考虑到中航高科作为我国航空高性能复合材料最高水平的代表、向产业链上下游延伸布局未来可期，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

假设公司 2025–2027 年新材料产品营收增速分别为 17.00%/16.00%/15.00%，毛利率分别为 39.50%/40.00%/40.50%；机床产品营收增速均为 20.00%，毛利率均为 10.00%；其他产品营收增速均为 5.00%，毛利率均为 60.00%。

投资逻辑要点

军用航空：复合材料的应用有助于军用飞机减轻重量、增强隐身能力，从而显著提升其战斗效能。公司作为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，承担航空复合材料原材料的生产与交付、部分型号研制及攻关任务，保证了各型号转阶段等重要里程碑节点，有望充分受益于军机提质补量过程中对航空复材的强劲需求，实现业绩加速释放。

民航客机：公司积极参与大飞机项目研制任务，按计划取得阶段性成果，应用于 C919 的碳纤维、预浸料、碳纤维复合材料和零部件业务已开始创造营收，预计随着整个供应链体系的不断完善和协同度的提升，市场需求量的逐年释放将促进公司业绩增长。同时，公司按照客户要求有序推进 C929 项目型号研制相关工作，未来业绩有望随着批产及交付量的提升加速释放。

航发及低空：公司在上海设立商用发动机复合材料零组件专业化公司、投资新设深圳轻快世界科技有限公司，有助于公司提前进行市场布局，有望伴随政策推动和产业化落地成为公司新的业务增长点。

核心风险提示

宏观经济波动风险、产品质量与安全生产风险、产品定价风险等。

内容目录

1. 中航工业集团旗下航空高性能复合材料龙头，产能扩建+上下游延伸共进发展可期....7	
2. 经营业绩稳步增长，报表端指标持续向好..... 10	10
3. 军机+民航+航发+低空共同驱动，高端碳纤维复合材料需求有望快速提升.....13	13
3.1. 低密度+高强度兼于一身，复合材料的大规模应用是现代航空器发展的必由之路..13	
3.2. “新质战斗力”强导向指引，军机提质补量需求或驱动航空复材市场快速增长....16	16
3.3. C919 产能快速提升+C929 设计指标先进，国产航空复材需求有望持续提升..... 18	18
3.4. 国内航发+低空方兴未艾，航空复材成长空间广阔..... 20	20
4. 盈利预测与评级..... 22	22
5. 风险提示..... 23	23

图表目录

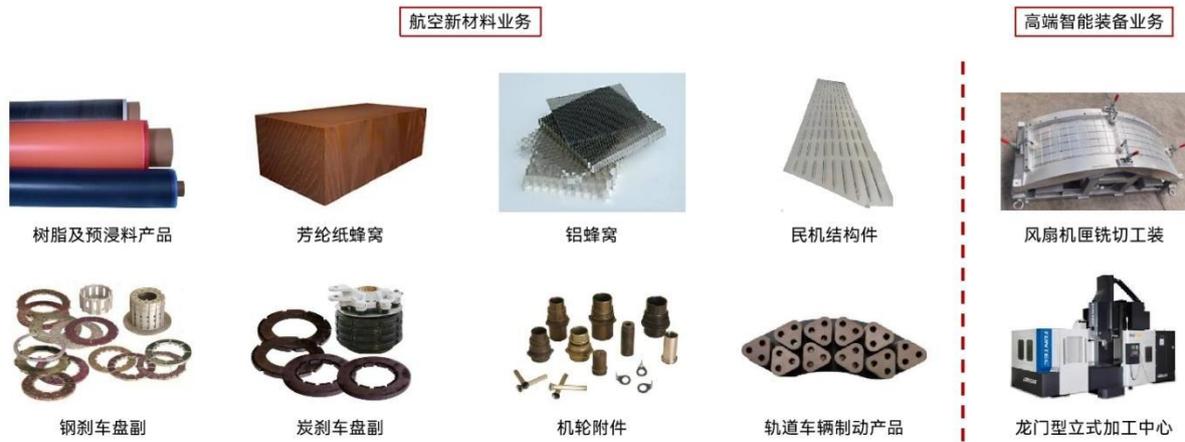
图表 1: 公司主营业务分布及主要产品情况	7
图表 2: 公司股权结构示意 (截至 2024 年年报)	7
图表 3: 公司旗下 5 家二级子公司情况介绍 (单位: 亿元)	8
图表 4: 公司科研及生产园区布局情况 (截至 2023 年半年报)	9
图表 5: 2024 年公司持续优化产业布局和资源配置	9
图表 6: 公司 2025 年度日常关联交易预计额大幅提升 (单位: 亿元)	10
图表 7: 2020-2024 年公司营业收入持续增长	10
图表 8: 2020-2024 年公司归母净利润持续增长	10
图表 9: 公司航空新材料分部营收和利润持续增长 (单位: 亿元)	11
图表 10: 公司航空先进制造技术产业化分部 2024 年显著减亏 (单位: 亿元)	11
图表 11: 2020-2024 年公司分行业毛利率情况	11
图表 12: 2020-2024 年公司毛利率和净利率持续提升	11
图表 13: 2020-2024 年公司三项费用占比波动下降	12
图表 14: 2020-2024 年公司研发费用率波动上升	12
图表 15: 2024 年末公司固定资产同比增加	12
图表 16: 2024 年末公司在建工程同比减少	12
图表 17: 复合材料的最大特点为轻质高强, 其比强度为常见金属材料的 5-7 倍	13
图表 18: 复合材料产业链情况	13
图表 19: 使用热熔浸渍法生产预浸料的工艺流程及产线示意	14
图表 20: 复合材料的物化特性在航空器上展现出显著的优越性	14
图表 21: 航空复材的“应用部位核心化”+“质量占比主导化”双主线过程演变	15
图表 22: LEAP 发动机上的复合材料风扇叶片	15
图表 23: 复合材料在军民机上的使用比例逐渐提升	15
图表 24: 军用飞机结构中复合材料用量逐渐提升	16
图表 25: 中美第四代战斗机的复合材料用量对比	16
图表 26: F-22 战斗机复合材料应用部位示意	16
图表 27: 新质战斗力的基础支撑是新技术、新装备 (如新一代战斗机、无人机等) ...	17
图表 28: 截至 2024 年底我国军用飞机数量仍较美国有较大差距 (单位: 架)	17
图表 29: 我国国产大飞机的复合材料使用比例仍有较大提升空间	18

图表 30: 中国商飞 C919 大量使用复合材料, 结构中的应用比例达到 12%左右	18
图表 31: 2022-2024 年中国商飞 C919 交付量快速提升	19
图表 32: 2025-2029 年中国商飞 C919 计划产能快速提升	19
图表 33: 公司制造和交付的 C929 前机身全尺寸左侧壁板	19
图表 34: 公司制造和交付的 C929 前机身全尺寸上侧壁板	19
图表 35: 国外复合材料风扇叶片应用进展情况	20
图表 36: W5000 无人货运飞机	21
图表 37: 广汽集团 GOVY AirJet 飞行汽车	21
图表 38: 公司营收拆分及预测情况 (单位: 亿元)	22
图表 39: 可比公司估值表	22

1. 中航工业集团旗下航空高性能复合材料龙头，产能扩建+上下游延伸共进发展可期

公司是中航工业集团旗下航空高性能复合材料龙头，上市公司本体为成果转化统筹规划和资本运作平台，通过下属 5 家子公司共同构成“航空新材料”+“航空先进制造技术产业化”的业务布局。其中，核心资产中航工业复材是目前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，在高性能树脂及预浸料技术、树脂基复合材料制造技术等多方面均处于国内领先地位，先后承担了多种型号飞机的复合材料原材料和结构件的研制与关键技术攻关任务，在航空复合材料领域具有显著的核心竞争力和稳固的行业地位。

图表 1：公司主营业务分布及主要产品情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

中航工业集团集中持股，股东资源有望驱动公司快速健康发展。公司实际控制人和控股股东为中国航空工业集团有限公司，截至 2024 年年报其直接和通过中国航空制造技术研究院控制公司 45.21%表决权股份。中航工业集团是中国军民航空装备的主要研制企业、实现完全自主保障的重要力量，是中国航空事业的中流砥柱，我们认为其丰富的产业经验与资源有利于为公司经营保驾护航，集团层面的资源调配与互补亦将助力公司快速成长。

图表 2：公司股权结构示意（截至 2024 年年报）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

各业务板块以子公司形式独立经营，结构规划清晰有望持续释放管理效益。公司“航空新材料”业务由中航工业复材、深圳轻快世界、优材百慕承接，“航空先进制造技术产业化”业务由航智装备、万通新材承接，子公司在其业务范围内进行研发、生产、销售，具备独立完整的研发能力、生产条件及营销体系。我们认为，公司进行清晰的业务拆分并划分至各子公司的举措有助于对业务进行单独管理和考核，管理效益有望持续释放。

图表 3：公司旗下 5 家二级子公司情况介绍（单位：亿元）

子公司	主营业务及产品	2024 年净利润
中航工业复材	集复合材料研发、生产、销售和服务于一体的专业化国家高新技术企业，主要产品为航空复合材料原材料、民用航空结构件和关键零组件，面向国内航空市场和非航空市场领域。具备强大的复合材料研制能力，代表了我国航空高性能复合材料的最高水平，2024 年成功入选国家级专精特新“小巨人”企业	11.85
深圳轻快世界	面向以 eVTOL、无人机等为代表的低空经济通用航空装备领域，提供具有低成本竞争优势的标准化、系列化、规模化的预浸料货架产品以及轻量化、定制化、批量化结构件产品，建成低空经济航空装备制造领域的航空新材料和先进制造技术产业高地	/
优材百慕	从事民航飞机用航空器材、轨道车辆制动产品、非航防务用复合材料制品、特种车辆制动产品的研发、生产、销售以及民航飞机机轮和刹车装置的维修服务业务，成功取得多项民航飞机用零部件制造人批准书（PMA）及高铁用制动闸片产品认证证书，是国内持证范围最广的民航飞机刹车盘副供应商	0.35
航智装备	主要业务为数控机床、智能装备、航空专用装备及零部件、工装模具的设计、生产及销售，是承担航空先进制造技术产业化发展的主要公司	0.12
万通新材	公司实现科技成果有效转移的技术孵化平台	0.00

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：深圳轻快世界于 2024 年 12 月新设成立

- **中航工业复材：我国航空高性能复合材料最高水平的代表。**2024 年公司加快关键核心技术攻关，全力解决“卡脖子”问题；完成某型号预浸料研制，实现碳纤维与树脂界面的匹配，形成预浸料批量稳定制备技术；AG600 圆满完成任务交付，C919 民机材料研制取得突破进展，民机型号研制任务全面完成，国产商用航空发动机复合材料研制能力显著提升。
- **深圳轻快世界：有望充分发挥航空复合材料技术优势和航空产品的技术溢出效应。**公司系上市公司与中航制造、长盛科技于 2024 年 12 月共同设立，旨在利用各方在新材料和先进制造技术的创新研发优势，积极布局低空经济领域，推动战略性新兴产业机制创新 and 市场化发展，有望进一步增强上市公司核心主业竞争优势。
- **优材百慕：国内民航飞机刹车盘副制造领域领军企业。**持续推进民航飞机刹车盘副的国产化替代和高速列车刹车组件的应用推广，完成了某型号国产碳刹车盘副项目的 STC 和 CAAC-PMA 取证工作、两个型号国产碳刹车盘副项目的台架验证试验及飞行验证试验；已开展某型号轨道车辆制动材料研制项目运用考核，并开展了某型号刹车片的研制工作。
- **航智装备：深化改革方案成效初步显现，完成年度减亏目标。**持续加强公司治理，组建智能装备、航空专用装备及零部件加工、复材模具工装等三个事业部，推动市场化经营管理机制落地，2024 全年实现净利润 0.12 亿元，完成年度减亏目标。

持续推动产能提升，公司业绩有望伴随产能提升实现加速释放。公司积极推动产能布局，已基本完成先进航空预浸料生产能力提升项目建设并投入试运营，项目投产后将进一步推动生产组织模式数智化转型，显著提升树脂、预浸料等航空复合材料生产能力及批产质量；正在开展商用发动机零组件、通用航空装备复合材料及制品产业能力布局，为民机业务拓展提供持续的产能保障。我们认为，公司积极进行预浸料产能扩建+拓展深化产业链下游细分领域布局有助于公司产销双增，并最终促进公司业绩释放。

图表 4：公司科研及生产园区布局情况（截至 2023 年半年报）

地点	园区	占地面积	产线及设备情况
北京顺义	复合材料科研生产园区	13.5 万平方米	承担主要航空装备复合材料基础科研与型号攻关科研任务，拥有 6 条大型预浸料自动化生产线、高自动化程度芳纶蜂窝生产线，具备数字化、智能化复合材料构件生产能力
江苏南通	装备生产园区	近 4 万平方米	拥有进口精大稀设备 20 多台，包括日本 SNK、HF-5 龙门式五面体加工中心、德国 WARLDRICH 精密导轨磨床、美国 CINCINNATIE 加工中心、瑞士 DIXI 坐标镗床、蔡司三坐标测量仪等世界名牌加工与检测设备

资料来源：公司公告，华源证券研究所

持续优化产业布局和资源配臵，公司核心竞争力有望再度强化。2024 年，公司完成碳纤维企业长盛科技参股工作，提升复合材料上游产业链的控制力；在上海设立商用发动机复合材料零组件专业化公司，进一步开拓民用航空市场；在深圳设立面向低空经济的复合材料原材料和结构件专业化合资公司，积极布局低空经济领域。我们认为，公司通过股权投资进行京津冀、长三角、大湾区产业布局，实现了对复合材料产业链上下游的拓展，有利于培育战略性新兴产业，进一步发展新质生产力，提高核心竞争力。

图表 5：2024 年公司持续优化产业布局和资源配臵

时间	事件	产业链布局
2024 年 8 月	上市公司以现金增资方式参股长盛科技，认缴增资总额为 3.42 亿元，获得长盛科技 20% 股权	向上游延伸，提升产业链控制力
2024 年 3 月	中航工业复材与中国航发商用航空发动机有限责任公司在上海共同设立上海航空发动机复合材料有限责任公司，中航工业复材持股比例为 51%	向下游拓展，开拓民用航空市场
2024 年 12 月	上市公司与中航制造、长盛科技共同出资 1.7 亿元设立深圳轻快世界，持股比例为 60%	向下游拓展，踏足低空经济领域

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司 2025 年度日常关联交易预计额大幅提升，预示产业链或迎高景气。据公司公告，2025 年度公司总部及相关下属子公司日常关联交易预计额合计 77.8 亿元，其中关联购销 41.7 亿元、关联劳务 4.8 亿元，分别较 2024 年度完成额提升 32%、34%，我们认为反映公司产品的终端需求持续提升，公司有望在产业链高景气周期中实现产销两旺。

图表 6：公司 2025 年度日常关联交易预计额大幅提升（单位：亿元）

关联交易类别	2025 年度预计额	2024 年度完成额	同比 YoY
关联购销	41.7	31.6	32%
-向关联方销售商品	41.0	31.3	31%
-从关联方采购商品	0.7	0.3	127%
关联劳务	4.8	3.6	34%
-向关联方提供劳务	1.5	0.9	66%
-从关联方接受劳务	3.3	2.7	23%
关联租赁	1.3	0.8	57%
-向关联方出租资产取得收入	1.0	0.6	54%
-从关联方租入资产支付费用	0.3	0.2	67%
关联金融服务	30.0	17.0	76%
-向关联方中航工业财务存款限额	25.0	17.0	47%
-向关联方中航工业财务贷款	5.0	0.0	/
合计	77.8	53.0	47%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 经营业绩稳步增长，报表端指标持续向好

经营业绩稳步增长，2024 年营收归母均创新高。2020-2024 年公司营业收入、归母净利润稳步增长，4 年 CAGR 分别为 14.88%和 27.89%；2024 全年公司实现营业收入 50.72 亿元，同比+6.12%；实现归母净利润 11.53 亿元，同比+11.73%，主要系子公司中航工业复材超额完成原材料交付任务，叠加航智装备改革成效初步显现完成年度减亏目标所致。

图表 7：2020-2024 年公司营业收入持续增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2020-2024 年公司归母净利润持续增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

分业务看，航空新材料业务是公司主要营收和利润来源，航空先进制造技术产业化业务同比大幅减亏。2024 年公司航空新材料业务实现营收 49.69 亿元，同比+6.38%（其中中航工业复材实现营收 47.65 亿元，同比+5.55%），实现净利润 12.20 亿元，同比+11.21%，为公司主要营收和利润来源；航空先进制造技术产业化业务净利润同比减亏 0.11 亿元，主要系深化事业部改革优化、市场化经营机制加速落地所致，有利于公司未来利润释放。

图表 9：公司航空新材料分部营收和利润持续增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：公司航空先进制造技术产业化分部 2024 年显著减亏（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利能力方面，持续优化生产策略降本成效初显+技术研发持续迭代新产品陆续放量共同驱动下，公司毛利率和净利率持续提升。2020-2024 年公司毛利率和净利率持续提升，2024 年指标分别为 38.83%和 23.06%，分别同比提升 2.08 和 1.35pct，主要系子公司中航工业复材持续优化生产策略、加强计划管理稳步降本，叠加满足换代升级新材料需求产品结构持续优化，批产产品性能稳定性进一步增强、成品率持续提升所致。

图表 11：2020-2024 公司分行业毛利率情况



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 12：2020-2024 年公司毛利率和净利率持续提升



资料来源：Wind，华源证券研究所

报表端指标持续向好，公司业绩有望加速释放。

- **三项费用占比波动下降，提质增效成果显著助力公司利润释放。**公司自 2020 年起销售、管理、财务三项费用占营收比重波动下降，2024 全年指标为 7.53%，反映公司经营管理效率不断提升、降本增效成果显著，有助于进一步释放利润。
- **研发费用率维持高位，技术驱动型企业特征显著。**公司自 2020 年起研发费用持续增长，2024 全年研发费用率为 3.90%，我们认为持续的高研发投入有助于材料企业保持技术先进性，帮助企业通过产品迭代实现单价提升、通过生产流程优化实现成本下降，最终驱动公司业绩快速放量。

图表 13：2020-2024 年公司三项费用占比波动下降



资料来源：Wind，华源证券研究所
注：三项费用指销售、管理、财务费用。

图表 14：2020-2024 年公司研发费用率波动上升



资料来源：Wind，华源证券研究所

- **在建工程转固顺利，产能释放助力公司业绩持续增长。**2024 年末公司固定资产+在建工程合计 13.04 亿元，其中固定资产较期初增加 1.40 亿元，在建工程较期初减少 1.67 亿元，主要系先进预浸料生产厂房及配送中心项目达到预定可使用状态，由在建工程转为固定资产所致，我们认为项目建成达产后，新增产能有望伴随下游旺盛需求实现有效消化，最终推动公司业绩持续增长。

图表 15：2024 年末公司固定资产同比增加



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：2024 年末公司在建工程同比减少



资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 军机+民航+航发+低空共同驱动，高端碳纤维复合材料需求有望快速提升

3.1. 低密度+高强度兼于一身，复合材料的大规模应用是现代航空器发展的必由之路

集合多种单一材料的优点于一身，复合材料具备独特的优异性能。复合材料是由多种性质各异的材料组合而成，在宏观尺度上表现出优势互补且具有全新性能的一种多相固体新材料，其整体性能明显强于原组分材料性能，如最常见的碳纤维复合材料就具备密度低、比强度高、防腐耐蚀、抗疲劳、设计灵活、成型方式多样等众多优点。

图表 17：复合材料的最大特点为轻质高强，其比强度为常见金属材料的 5-7 倍

材料类型		密度 (g/cm ³)	拉伸强度 (MPa)	比强度 (10 ³ N·m/kg)	拉伸模量 (GPa)	比模量 (10 ³ N·m/kg)
碳纤维复合材料	单向	1.63	1240	761	215	132
高强钢	TRIP450/800	7.87	800	102	207	26
铝合金	6111-T62	2.7	360	133	70	49
镁合金	AZ91	1.8	240	133	45	25

资料来源：《微波加热碳纤维/环氧树脂预浸料及其固化行为研究》陈楷华，华源证券研究所

复合材料产业链条较长，具备全产业链布局能力的企业将具备更强竞争优势。复合材料的产业链上游为基体材料（树脂基、金属基、无机非金属基等）和增强材料（有机纤维、陶瓷纤维、金属纤维等），二者通过预浸料铺叠、缠绕拉挤、混模成型等工艺制成中游复合材料，形成产品后最终应用于航空航天、风电、轨道交通、海洋工程、土木工程等领域。

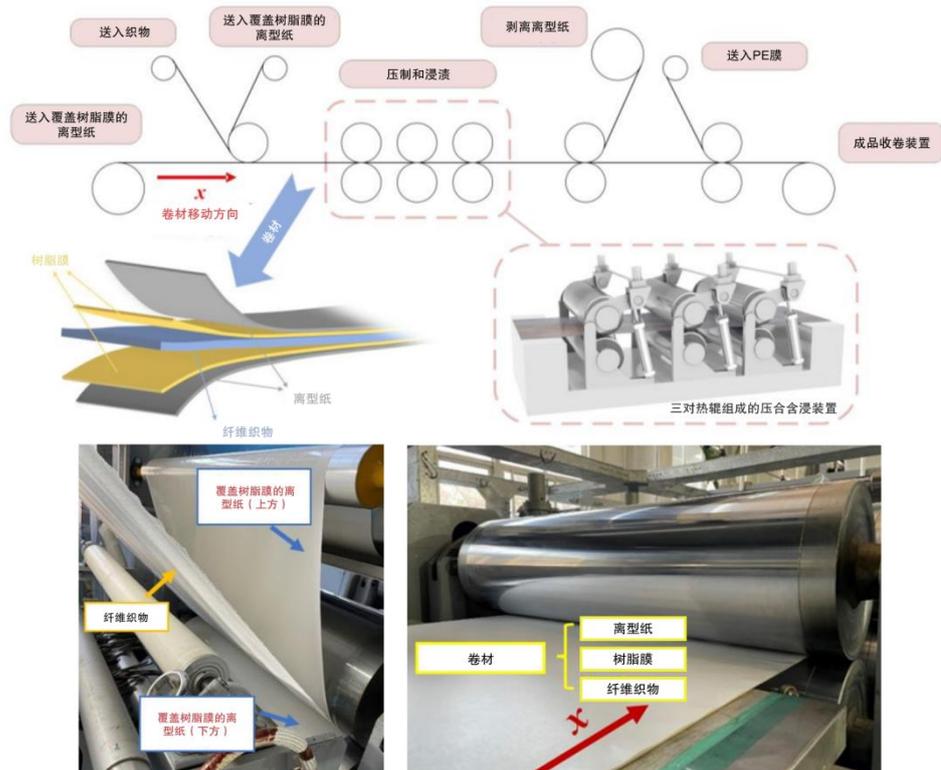
图表 18：复合材料产业链情况

	上游：原材料	加工工艺	中游：复合材料	下游：需求应用
金属基体	铝、镁、铜、钛及其合金等	预浸料铺层 缠绕拉挤	按基体材料划分 树脂基复合材料 金属基复合材料 无机非金属基复合材料	航空航天 风电
非金属基体	合成树脂、橡胶、陶瓷、石墨、碳等	混合模压成型 树脂传递模塑		按增强纤维类型划分 有机纤维复合材料 陶瓷纤维复合材料 金属纤维复合材料
增强材料	纤维、晶须、金属丝和硬质细粒等	真空导入 其他		

资料来源：前瞻产业研究院，《热熔法纤维增强树脂基预浸料浸渍过程仿真及优化》黄雅琨，《纤维增强复合材料典型应用与前景展望》张为军等，华源证券研究所

制造技术是确保复合材料结构性能的关键，预浸料的性能在其中起关键性作用。在复合材料的制备过程中，材料性质差异、环境杂质影响、工艺加工条件等问题都可能导致复合材料出现缺陷，进而导致复合材料性能下降。据《干法缠绕用预浸纱制备工艺优化及其性能》（余木火等），在多种复合材料生产方式中，使用预浸料铺叠固化生产复合材料能够最大程度保障复合材料的化学稳定性和力学性能等优异特性，因此预浸料的质量控制对复合材料的结构性能起关键性作用。

图表 19：使用热熔浸渍法生产预浸料的工艺流程及产线示意



资料来源：《热熔法纤维增强树脂基预浸料浸渍过程仿真及优化》黄雅琨，华源证券研究所

兼具轻质、高强度、耐疲劳和耐腐蚀等特性，复合材料已成为航空航天领域中制造高空运输、国防安全等飞行器的最佳材料之一。当前航空复材零部件制造业所使用的复合材料主要为碳纤维增强树脂基复合材料，其物化特性在航空器上展现出显著的优越性，使其成为航空航天领域中制造高空运输、国防安全等飞行器的最佳材料之一。

图表 20：复合材料的物化特性在航空器上展现出显著的优越性

物化特性	对航空器的影响
低密度	减轻航空器重量，显著提升其运载能力和燃油效率，降低运行成本，减少有害气体排放进而实现环保飞行
高强度	能够有效承受飞行中的各种应力，增强飞机的载重能力，提升运行效率和经济性
耐疲劳	降低循环载荷下的断裂风险，提高结构的可靠性和安全性，延长飞机的使用寿命，减少因金属材料疲劳而带来的安全隐患
材料和结构的可设计性	为航空器大部件的整体设计与整体制造的实现提供了可能，使飞机结构零部件数量大大减少，提高了飞机的生产效率和可靠性

资料来源：《面向高性能航空航天器的复合材料研发与应用》王紫鹏，《复合材料在商用大飞机上的应用现状》张晨等，华源证券研究所

随着材料技术的进步，航空器上的复合材料实现了“应用部位核心化”+“质量占比主导化”的双主线过程演变：

- **应用部位核心化：**碳纤维增强树脂基复合材料最初主要应用于雷达罩、舱门、整流罩等的飞机非承力部件上，随后逐渐过渡到方向舵、垂直及水平尾翼等非主要承力部件上。随后在工艺和设计双重优势的迭代升级推动下，飞机的**主要承力部件**开始逐渐大范围使用碳纤维增强树脂基复合材料，部分**发动机部件**也开始使用复合材料制造。
- **质量占比主导化：**国外大型商用飞机制造商波音和空客的主要机型都大量使用了复合材料进行制造，且复合材料用量占比持续提升。据《复合材料在商用大飞机上的应用现状》（张晨等），2013年首飞的空客A350复合材料在全机结构质量中的占比达到52%，是迄今为止复合材料质量占比最高的民用飞机。

图表 21：航空复材的“应用部位核心化”+“质量占比主导化”双主线过程演变



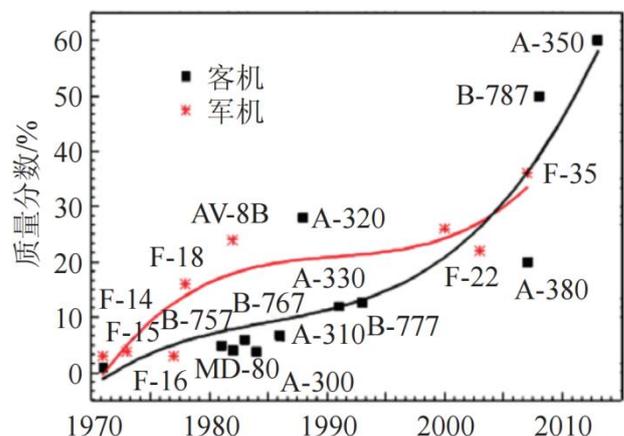
资料来源：《复合材料在商用大飞机上的应用现状》张晨等，《商用航空发动机复合材料风扇叶片应用与制造工艺进展》毛吉焯等，华源证券研究所

图表 22：LEAP 发动机上的复合材料风扇叶片



资料来源：《商用航空发动机复合材料风扇叶片应用与制造工艺进展》毛吉焯等，华源证券研究所

图表 23：复合材料在军民机上的使用比例逐渐提升



资料来源：《先进复合材料在飞机结构中的应用》张君红，华源证券研究所

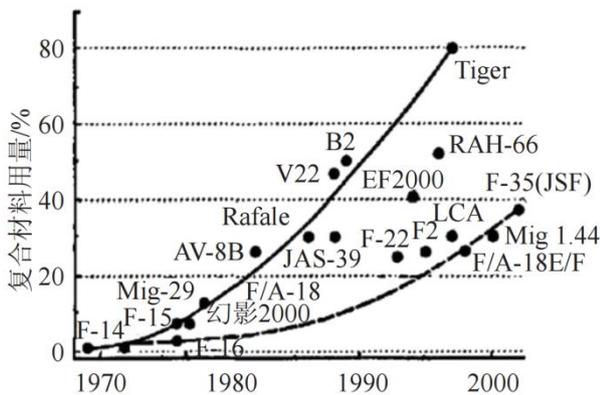
3.2. “新质战斗力”强导向指引，军机提质补量需求或驱动航空复材市场快速增长

复合材料的应用有助于军用飞机减轻重量、增强隐身能力，从而显著提升其战斗效能。

- **轻量化：**航空复材的应用可以显著减轻飞机重量，增加载油量和武器挂载量，从而提升作战半径和持续作战能力。据《航空航天装备的轻量化：挑战与未来》（张卫红等），新一代战斗机重量每减轻 15%，可增加航程 20%，提高电子装备、武器挂载等有效载荷 30%；军用航空发动机每减重 1kg，可以使战斗机减重近 5kg。
- **隐身性：**碳纤维增强树脂基复合材料是吸波性极强的物质，将其应用在军用飞机上可以降低雷达反射面积，从而提高战斗机的隐身性能。

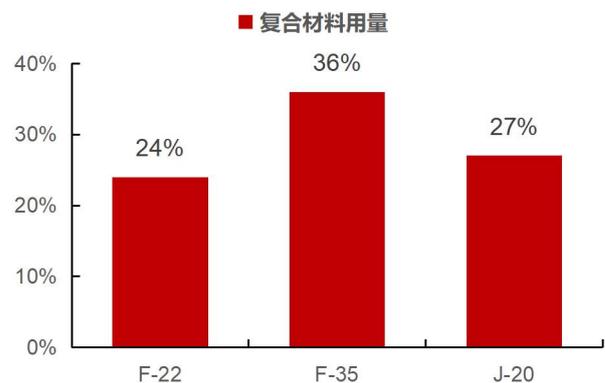
因此，自 20 世纪 70 年代中期以来，国外军用飞机已在垂直尾翼、水平尾翼等部件中逐步采用航空复合材料，美国 F-22、F-35 等型号的第四代战斗机亦开始在机翼、机身等主要承力结构上广泛使用航空复合材料。据《军机+航天航空+风电，让碳纤维派上大用场》（马晓荣），目前我国最先进的第四代战斗机歼-20 的航空复材使用比例为 27%，较 F-35 的 36% 仍有一定差距。

图表 24：军用飞机结构中复合材料用量逐渐提升



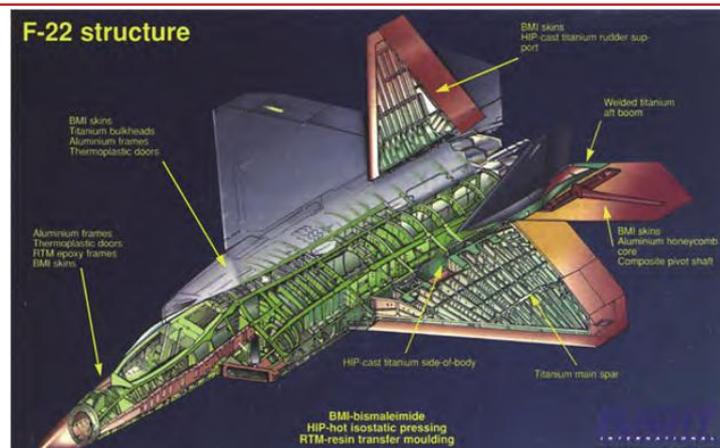
资料来源：《先进复合材料在飞机结构中的应用》张君红，华源证券研究所

图表 25：中美第四代战斗机的复合材料用量对比



资料来源：《军机+航天航空+风电，让碳纤维派上大用场》马晓荣，华源证券研究所

图表 26：F-22 战斗机复合材料应用部位示意



资料来源：《高性能碳纤维双马树脂复合材料在航空领域的应用》李伟东等，华源证券研究所

“新质战斗力”表述首次纳入政府工作报告，充分体现政策强烈导向性。2025年3月5日上午国务院总理李强在政府工作报告中谈到国防和军队建设时表示，新的一年要深入推进练兵备战，加快发展“新质战斗力”，构建中国特色现代军事理论体系。“新质战斗力”自2014年起多次出现在《解放军报》上，此次被正式纳入政府工作报告标志着国家对于新技术和新装备的需求及应用迈入了一个新的发展阶段，以新一代战斗机为首的新型主战装备有望进入加速批产放量阶段，利好军用航空产业链相关企业。

图表 27：新质战斗力的基础支撑是新技术、新装备（如新一代战斗机、无人机等）

定义

在新一轮科技革命、产业变革和军事变革加速演进的背景下
以**新技术、新装备**、新力量、新领域、新战法等为支撑
具有创新性、引领性、颠覆性特征，能够对传统战斗力形成质量优势的先进作战能力

重点

运用**前沿科技成果**，重塑作战理念、作战方式、作战力量体系
是推动军事发展、赢得未来战争的关键因素

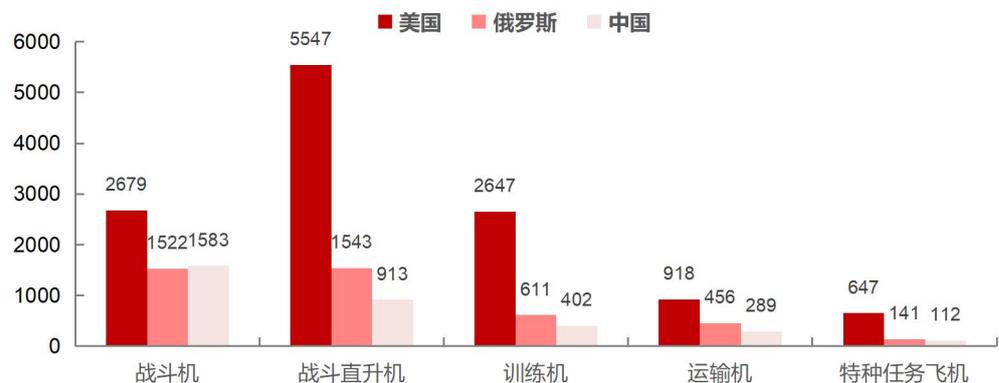
要求

利用高新技术研发新的主战装备（航母、潜艇、**新一代战斗机、无人机等**）
提高利用和驾驭新型武器装备进行防御作战的能力和水平

资料来源：北京日报客户端，华源证券研究所

我国军机数量与美国差距较大，战略看齐假设下增长空间明显。据《World Air Forces 2025》，截至2024年底我国在役军用飞机数量为3309架，远低于美国的13043架，在整体性能上亦和美国有一定差距。我们认为，长期来看我国军机无论是数量还是质量均要与美国看齐，在现有型号订单追加+新型号批量列装双需求下军用航空市场或将迎来快速发展期。

图表 28：截至2024年底我国军用飞机数量仍较美国有较大差距（单位：架）



资料来源：《World Air Forces 2025》，Cirium fleets，华源证券研究所

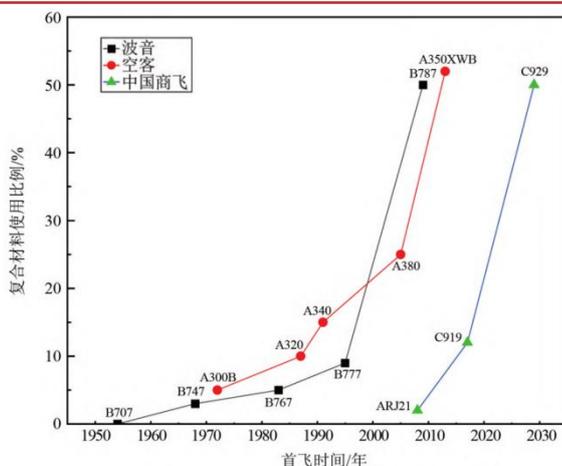
公司作为我国航空领域唯一一家专业从事复合材料研发工程化的单位，承担航空复合材料原材料的生产与交付、部分型号研制及攻关任务，保证了各型号转阶段等重要里程碑节点，有望充分受益于军机提质补量过程中对航空复材的强劲需求，实现业绩加速释放。

3.3. C919 产能快速提升+C929 设计指标先进，国产航空复材需求有望持续提升

航空复材满足了大型商用飞机对安全性、经济性、环保性以及舒适性的高标准需求，成为其首选材料。在商用飞机领域，复合材料的应用显著减轻了飞机的重量，提升了飞行性能和燃油效率、降低了维护成本，通过大部件的整体制造还可以大幅减少飞机结构零部件的数量，提高生产效率和可靠性。因此，采用复合材料取代传统金属材料已成为商用飞机制造业的主流趋势。

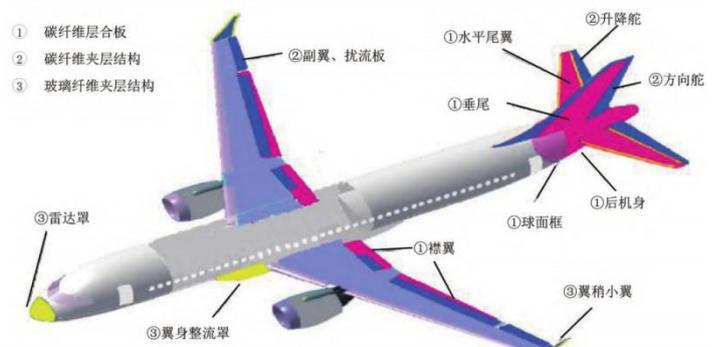
- **波音公司：**据《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》（黄亿洲等），B777 采用的复合材料仅占全机结构重量的 9%，而 B787 在机身、机翼、尾翼、地板梁、座椅框架等部件中应用了碳纤维复合材料，应用率达到 50%，与铝合金结构相比重量减轻了 4500 千克，可节省燃油 20%。
- **空客公司：**据《碳纤维增强复合材料在航空航天领域的应用》（黄亿洲等），A380 是首次使用碳纤维增强复合材料中央翼盒的飞机，与传统结构相比较可使结构减重 1.5 吨，燃油消耗量降低 13%；A350XWB 的机身壁板、框架、窗框和舱门均由碳纤维增强复合材料制成，使用比例达到整体结构重量的 52%，使得其维修时间间隔从 6 年增加到 12 年，大大降低了客户的飞机维护成本。
- **中国商飞：**据《复合材料在商用大飞机上的应用现状》（张晨等），ARJ-21 全机复合材料用量仅为 2%；C919 是中国首个主承力结构采用 T800 级高强碳纤维复合材料的民机型号，主要用于机头、机身、机翼、舱门、雷达罩等部分，其复合材料在飞机结构中的应用比例达到 12%左右，与 B777 和 A340 相当；C929 宽体客机主体结构的复合材料应用占比将超过 50%，对标 B787 和 A350。

图表 29：我国国产大飞机的复合材料使用比例仍有较大提升空间



资料来源：《复合材料在民用飞机应用与发展趋势》徐林等，华源证券研究所。注：C929 首飞时间及复材用量为预计数

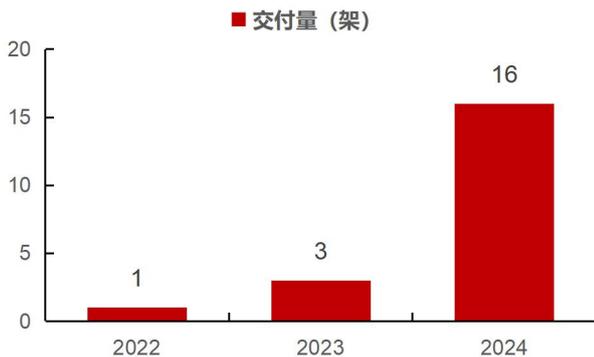
图表 30：中国商飞 C919 大量使用复合材料，结构中的应用比例达到 12%左右



资料来源：《复合材料在商用大飞机上的应用现状》张晨等，华源证券研究所

C919 进入产能快速爬坡期，航空复材国产化进程有望加速。2025 年 1 月，中国商飞副总经理沈波预计 2025 年 C919 产能将达到 50 架、下线量达到 30 架；2025 年 3 月，中国商飞宣布将 2025 年飞机年产目标提升至 75 架，并预计到 2029 年将实现年产 200 架的目标。我们认为，当前 C919 已进入产能快速爬坡期，所用国产化复合材料也正处于逐步验证阶段，在国际贸易局势日趋复杂的背景下，包括航空复材在内的机体构件国产化进程有望加速，国产航空复材市场空间有望迅速提升。

图表 31：2022-2024 年中国商飞 C919 交付量快速提升



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

图表 32：2025-2029 年中国商飞 C919 计划产能快速提升



资料来源：观察者网，华源证券研究所

C929 设计对标国际最先进水平，航空复材用量或超 50%。C929 是我国第一款宽体客机，座级 280 座、航程 12000 公里，当前正处于详细设计阶段，计划实现从单通道窄体到双通道宽体、从短程内陆到远程越洋的跨越，创新性更强、技术难度更大、复杂程度更高，其主体结构中的复合材料应用占比或将超过 50%。我们认为，C929 在设计之初即对标国际最先进民航客机性能水平，对高端航空复材的性能要求也将随之提升，参与前期预研工作的相关企业有望在飞机定型批产后获取主供应份额。

公司积极参与大飞机项目研制任务，按计划取得阶段性成果，应用于 C919 的碳纤维、预浸料、碳纤维复合材料和零部件业务已开始创造营收，预计随着整个供应链体系的不断完善和协同度的提升，市场需求量的逐年释放将促进公司业绩增长。同时，公司按照客户要求有序推进 C929 项目型号研制相关工作，未来随着批产及交付量的提升业绩有望加速释放。

图表 33：公司制造和交付的 C929 前机身全尺寸左侧壁板



资料来源：中航工业复材官网，华源证券研究所

图表 34：公司制造和交付的 C929 前机身全尺寸上侧壁板



资料来源：中航工业复材官网，华源证券研究所

3.4. 国内航发+低空方兴未艾，航空复材成长空间广阔

据《商用航空发动机复合材料风扇叶片应用与制造工艺进展》（毛吉烜等），复合材料风扇叶片不仅能较大地提高发动机的总体性能，还具有较强的稳定性和可靠性，适用于具有严格适航要求的商业飞行的需要，利用复合材料制作风扇叶片已是大势所趋：

- **复合材料风扇叶片质量更轻。**GE90 发动机的复合材料风扇叶片比传统钛合金空心风扇叶片质量轻 66%，强度却提高了 100%；与同为波音 787 飞机竞选发动机的 Trent 1000 相比，采用复合材料风扇叶片的 GEnx 发动机叶片数量更少、质量更轻、燃油效率更高。
- **复合材料风扇叶片的噪声更低，整机装配数量更少。**与同等推力水平但未采用复合材料风扇叶片的 CFM56-7B 发动机相比，LEAP 发动机风扇叶片数量减少了 6 片，使得装配 LEAP 发动机的飞机每架至少可以减重 450kg，燃油效率提高 16%，有害气体排放量降低 60%，噪声水平降低 10-15dB。
- **复合材料风扇叶片的可靠性和稳定性更高。**复合材料风扇叶片的抗颤振性能更好，具备出色的损伤容限能力，即使出现大的缺口也不会扩展；GE90 系列发动机已累计飞行超过 3000 万小时，经历了 100 余次鸟撞事件，但仅有 3 片复合材料风扇叶片因撞击损坏而更换。

图表 35：国外复合材料风扇叶片应用进展情况

发动机型号	制造厂商	配装机型	叶片数量	商用时间	材料类型	纤维材料	材料厂商	铺层工艺	成型方法
GE90	美国 GE	波音 777 系列	22	1995	预浸料	IM7	Hexcel	手工铺层	热压罐
GEnx	美国 GE	波音 787 系列、波音 747-8	18	2008	预浸料	IM7	Hexcel	手工铺层	热压罐
GE9X	美国 GE	波音 777X	16	2020	预浸料	新一代高模量碳纤维/玻璃纤维	Hexcel	手工铺层	热压罐
LEAP	法国 Snecma	中国商飞 C919、波音 737MAX、空客 320neo	18	2016	碳纤维预制体	IM7	索尔维	三维编织	RTM
UltraFan	英国罗罗	/	18	预计 2025	预浸料丝束	IM7	Hexcel	自动铺丝	热压罐

资料来源：《商用航空发动机复合材料风扇叶片应用与制造工艺进展》毛吉烜等，华源证券研究所

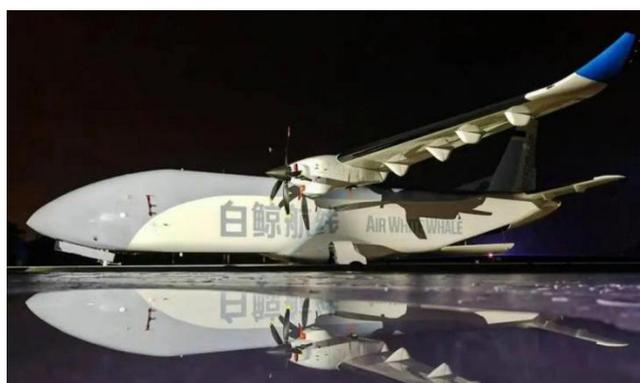
我们认为，中国航发商发作为国家商用大涵道比涡扇航空发动机总设计师单位和总承制单位，其正在研制的窄体客机发动机长江-1000、宽体客机发动机长江-2000 两个产品系列也有望装配复合材料风扇叶片，出于供应链安全和技术自主可控目的，或要求国内企业建立完全的配套供应能力，国产高端航空复材市场空间有望进一步打开。

据公司公告披露，2024 年公司国产商用航空发动机复合材料研制能力显著提升，在上海设立商用发动机复合材料零组件专业化公司并于 2024 年 3 月完成注册登记，正在开展商用发动机零组件产业能力布局，我们认为相应举措有望促进公司商用发动机复合材料业务的发展，或将成为公司新的业务增长点。

轻质高强特性突出，航空复合材料成为低空经济的关键材料。航空复合材料凭借其卓越的耐高温、耐腐蚀、抗疲劳断裂等性能，能够显著减轻飞行器的机身重量，降低航程成本。据中国复合材料工业协会，无人机上碳纤维复合材料的使用量约占结构总质量的 60%–80%；据《碳纤维技术与市场现状及发展前景》（马祥林等），电动垂直起降飞行器（eVTOL）的主流设计方案普遍采用碳纤维作为主要机身结构材料，其复合材料的占比超过 70%。

- 全球最大的无人货运飞机 W5000 机身使用了宝威新材料自主研发生产的 T700 级碳纤维复合材料，减重效果明显，能让机体重量有效降低 40%，最大载货量提升至 5t，航程超 2600km。
- 广汽集团自主研发的 eVTOL 飞行汽车 GOVY AirJet 整机结构 90%采用碳纤维，重量仅为传统汽车车身的三分之一，续航有望提升至 400 公里。
- 小鹏汽车董事长、CEO 何小鹏在中国电动汽车百人会论坛 2025 上表示，每一台飞行汽车大概用到 300 公斤的碳纤维复合材料。

图表 36：W5000 无人货运飞机



资料来源：央广网，华源证券研究所

图表 37：广汽集团 GOVY AirJet 飞行汽车



资料来源：中国证券报，华源证券研究所

公司在低空经济领域积累了一定的技术优势，已与多家头部企业建立了合作关系，提供预浸料等相关产品，后续持续开展材料的验证与产品试制工作、积极推进技术突破和产业化进程，投资新设的子公司深圳轻快世界科技有限公司作为公司在低空经济领域的先行者，承担了探索新业务模式和市场机会的重要任务，我们认为有助于公司提前进行市场布局，有望伴随政策推动和产业化落地成为公司新的业务增长点。

4. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司作为中航工业集团旗下航空高性能复合材料龙头，业务有望伴随军机提质补量+国产大飞机产量爬坡+国产航空发动机及低空经济产业化落地实现快速增长，最终共同驱动公司业绩加速释放。

我们预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 59.27/68.70/78.98 亿元，归母净利润分别为 13.71/16.06/18.37 亿元，EPS 为 0.98/1.15/1.32 元/股，按 2025 年 4 月 21 日收盘价计算的 PE 为 23.71/20.23/17.69 倍。

图表 38：公司营收拆分及预测情况（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新材料产品	46.16	49.15	57.50	66.70	76.71
YoY	8.30%	6.46%	17.00%	16.00%	15.00%
毛利率	36.79%	39.00%	39.50%	40.00%	40.50%
机床产品	0.65	0.78	0.94	1.13	1.35
YoY	-22.10%	20.51%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	7.75%	9.69%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	0.98	0.79	0.83	0.87	0.92
YoY	-2.03%	-19.18%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	53.91%	56.99%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	47.80	50.72	59.27	68.70	78.98
YoY	7.50%	6.12%	16.86%	15.91%	14.95%
毛利润	17.56	19.70	23.31	27.32	31.75
毛利率	36.75%	38.83%	39.32%	39.76%	40.20%

资料来源：Wind，华源证券研究所

选择同为航空复材/碳纤维核心供应商的光威复材、中简科技，及同为航空新材料领域细分龙头的航材股份作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 30.47 倍。考虑到中航高科作为我国航空高性能复合材料最高水平的代表、向产业链上下游延伸布局未来可期，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 39：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			PB
		2025/4/21	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
300699.SZ	光威复材	28.62	1.18	1.37	1.52	24.25	20.91	18.79	4.31
300777.SZ	中简科技	33.66	1.00	1.24	1.46	33.51	27.21	23.08	3.40
688563.SH	航材股份	54.11	1.61	1.94	2.16	33.63	27.92	25.03	2.35
可比公司平均 PE						30.47	25.35	22.30	
600862.SH	中航高科	23.33	0.98	1.15	1.32	23.71	20.23	17.69	4.59

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，光威复材、中简科技、航材股份盈利预测来自 Wind 一致预期，中航高科盈利预测来自华源证券研究所，PB 来自 Wind

5. 风险提示

- **宏观经济波动风险：**公司复合材料业务所在的国内航空装备及民用航空市场受国家政策、宏观经济波动及国家战略需求的影响较大，若宏观经济出现波动，将对公司经营业绩产生不利影响。
- **产品质量与安全生产风险：**公司生产的航空复合材料原材料、飞机刹车、碳材料等产品均为高科技产品，对生产工艺、质量控制等方面的要求较高。若出现产品质量或安全生产方面的问题，将对公司声誉和经营业绩产生重大不利影响。
- **产品定价风险：**主要复合材料产品采用政府定价、统一管理，价格审核和定调价需要一定的周期。若出现价格调整，或产品成本上涨，若公司无法及时制定应对措施，将对公司经营业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,642	1,604	1,660	1,665
应收票据及账款	3,731	4,466	5,459	6,599
预付账款	20	24	29	34
其他应收款	28	34	41	50
存货	1,275	1,724	1,871	2,135
其他流动资产	67	39	46	52
流动资产总计	6,763	7,892	9,106	10,536
长期股权投资	327	328	329	330
固定资产	1,332	1,339	1,362	1,373
在建工程	106	139	138	138
无形资产	448	441	445	459
长期待摊费用	17	22	21	14
其他非流动资产	399	438	458	455
非流动资产合计	2,629	2,708	2,754	2,770
资产总计	9,393	10,600	11,860	13,305
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	965	980	1,015	1,029
其他流动负债	598	860	993	1,137
流动负债合计	1,562	1,841	2,008	2,165
长期借款	85	101	117	134
其他非流动负债	241	241	241	241
非流动负债合计	326	341	358	375
负债合计	1,889	2,182	2,366	2,540
股本	1,680	1,680	1,680	1,680
资本公积	1,471	1,471	1,471	1,471
留存收益	3,932	4,823	5,867	7,061
归属母公司权益	7,083	7,974	9,018	10,212
少数股东权益	421	443	476	553
股东权益合计	7,504	8,417	9,494	10,765
负债和股东权益合计	9,393	10,600	11,860	13,305

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,169	1,363	1,606	1,877
折旧与摊销	191	207	226	244
财务费用	-18	-21	-20	-20
投资损失	7	-7	-7	-7
营运资金变动	-869	-888	-991	-1,267
其他经营现金流	15	29	33	36
经营性现金净流量	496	682	846	863
投资性现金净流量	300	-277	-264	-253
筹资性现金净流量	-119	-444	-525	-605
现金流量净额	678	-38	56	5

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,072	5,927	6,870	7,898
营业成本	3,103	3,597	4,138	4,722
税金及附加	49	47	54	62
销售费用	28	32	36	41
管理费用	372	430	495	565
研发费用	198	231	268	308
财务费用	-18	-21	-20	-20
资产减值损失	-9	-7	-8	-9
信用减值损失	-13	-18	-20	-24
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-7	7	7	7
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	15	6	6	6
其他收益	31	19	22	24
营业利润	1,357	1,620	1,905	2,223
营业外收入	1	3	4	6
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,357	1,622	1,909	2,228
所得税	188	229	270	315
净利润	1,169	1,393	1,639	1,913
少数股东损益	17	22	33	77
归属母公司股东净利润	1,153	1,371	1,606	1,837
EPS(元)	0.83	0.98	1.15	1.32

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	6.12%	16.86%	15.91%	14.95%
营业利润增长率	11.95%	19.36%	17.65%	16.69%
归母净利润增长率	11.75%	18.93%	17.18%	14.35%
经营现金流增长率	16.74%	37.56%	23.97%	2.03%
盈利能力				
毛利率	38.83%	39.32%	39.76%	40.20%
净利率	23.06%	23.50%	23.86%	24.23%
ROE	16.27%	17.19%	17.81%	17.99%
ROA	12.27%	12.93%	13.54%	13.81%
估值倍数				
P/E	28.19	23.71	20.23	17.69
P/S	6.41	5.48	4.73	4.12
P/B	4.59	4.08	3.60	3.18
股息率	0.00%	1.48%	1.73%	1.98%
EV/EBITDA	23	18	15	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。