



中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

消化历史包袱业绩阶段性承压，业务结构优化彰显经营韧性

业绩简评

2025 年 4 月 27 日，公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 23.06 亿，同比下滑 21.15%，环比增长 13.58%；实现归母净利润 1.98 亿，同比下滑 38.97%，环比增长 151.8%。

经营分析

25Q1 公司经营符合“2332”生产经营计划，实现首季“开门红”：
1) 25Q1 公司营收 23.06 亿 (-21.15%)，归母净利润 1.98 亿 (-38.97%)，系受行业周期性影响，公司部分产品交付节奏放缓、收税改政策、价格调整影响公司盈利水平所致。2) 25Q1 单季营收 23.06 亿，利润总额 3.03 亿，分别完成年度预算目标 115 亿和 13 亿的 20.05%、23.30%。3) 公司累计在手订单充足：截至 3 月末，公司商用工程在手订单较上年同期增长 42.39%，4 月公司所属子公司宏远、安大、景航与某客户签订 17.07 亿订单。4) 持续推动产品结构高价值转型：依托 6 大区域协同协调中心和模锻、环锻、机载、民机、民品、锻件中标率、航天专项 7 大 IPT 团队，加大市场开拓力度，模锻、环锻、机载专项取得显著成效，开发新品市场 1768 项，实现老型号向新型号迭代转型。

期间费率阶段性上升，持续研发奠定长期竞争优势：
1) 毛利率恢复明显：公司 25Q1 毛利率 33.8%，同比提升 4.0pct，环比提升 30.8pct。2) 期间费率阶段性提升：25Q1 期间费率 15.5%，同比提升 3.0pct，环比下降 11.1pct；其中管理费用率 8.5%，同比提升 2.0pct，环比下降 5.1pct。3) 持续加码研发投入：25Q1 公司研发费率 5.4%，同比提升 0.6pct，环比下降 6.0pct；公司成立精密环锻、精密模锻、精密铸造等研究所，不断完善工艺技术、保持技术领先；积极推进核心技术与设备相结合、设备与信息化相结合，完成“大型模锻件智能精益产线”、“小型环锻智能产线”等智能制造项目立项。

多措并举提质增效，成本压降效果明显：
1) 宏远、安大公司与中商飞实现质量全过程管控数据互通互联，显著提升公司民机产品交付质量和效率。2) 公司制定的采购综合压降工作方案取得了积极成效：25Q1 部分高温合金、钛合金等材料新签采购合同单价降低，后续故事将持续推进材料循环体系建设，进一步降低综合采购成本。

盈利预测、估值与评级

我们认为，短期业绩承压不改公司长期发展趋势，公司正逐步从航空锻造龙头蜕变成成为航空基础结构主力军，未来有望充分受益于航空工业高景气，开启新一轮高成长。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.08/14.24/18.30 亿，同比增长 73%、29%、29%，对应 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

全球经济复苏的不确定性，宏山锻造扭亏控亏风险。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

分析师：任旭欢 (执业 S1130524070004)

renxuhuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.19 元

相关报告：

- 《中航重机：加速材料产业培育，构建闭环新生态》，2024.12.14
- 《中航重机：发力布局低空产业，全力发展航空新质生产力》，2024.12.9
- 《中航重机：成为安吉精铸第一大股东，整合航发铸造核心资产》，2024.11.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,577	10,355	11,965	13,876	16,087
营业收入增长率	0.07%	-2.10%	15.55%	15.97%	15.94%
归母净利润(百万元)	1,329	640	1,108	1,424	1,830
归母净利润增长率	10.55%	-51.85%	73.19%	28.53%	28.54%
摊薄每股收益(元)	0.903	0.432	0.703	0.904	1.162
每股经营性现金流净额	0.40	-0.05	0.92	1.03	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.56%	4.58%	7.52%	8.99%	10.54%
P/E	21.16	47.40	21.60	16.81	13.07
P/B	2.45	2.17	1.62	1.51	1.38

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,570	10,577	10,355	11,965	13,876	16,087
增长率		0.1%	-2.1%	15.5%	16.0%	15.9%
主营业务成本	-7,479	-7,268	-7,902	-8,427	-9,749	-11,159
%销售收入	70.8%	68.7%	76.3%	70.4%	70.3%	69.4%
毛利	3,091	3,309	2,453	3,538	4,126	4,928
%销售收入	29.2%	31.3%	23.7%	29.6%	29.7%	30.6%
营业税金及附加	-30	-61	-78	-78	-97	-113
%销售收入	0.3%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-77	-92	-115	-102	-125	-153
%销售收入	0.7%	0.9%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%
管理费用	-757	-764	-913	-981	-1,110	-1,255
%销售收入	7.2%	7.2%	8.8%	8.2%	8.0%	7.8%
研发费用	-434	-661	-677	-766	-881	-1,013
%销售收入	4.1%	6.3%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	1,793	1,730	671	1,612	1,913	2,394
%销售收入	17.0%	16.4%	6.5%	13.5%	13.8%	14.9%
财务费用	22	-12	-34	28	32	50
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-293	-179	168	-350	-251	-276
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-17	1	-45	2	-40	-45
%税前利润	n.a	0.0%	n.a	0.1%	n.a	n.a
营业利润	1,536	1,598	865	1,360	1,729	2,195
营业利润率	14.5%	15.1%	8.4%	11.4%	12.5%	13.6%
营业外收支	-2	7	0	2	2	2
税前利润	1,534	1,605	865	1,363	1,730	2,197
利润率	14.5%	15.2%	8.4%	11.4%	12.5%	13.7%
所得税	-204	-208	-101	-159	-202	-257
所得税率	13.3%	13.0%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
净利润	1,330	1,397	764	1,203	1,528	1,940
少数股东损益	129	69	124	95	104	110
归属于母公司的净利润	1,202	1,329	640	1,108	1,424	1,830
净利率	11.4%	12.6%	6.2%	9.3%	10.3%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,330	1,397	764	1,203	1,528	1,940
少数股东损益	129	69	124	95	104	110
非现金支出	594	551	429	1,005	989	1,103
非经营收益	74	72	174	103	145	139
营运资金变动	-1,224	-1,427	-1,446	-857	-1,032	-928
经营活动现金净流	774	594	-79	1,453	1,629	2,255
资本开支	-877	-1,052	-1,015	-669	-775	-976
投资	-51	-1,066	5	0	0	0
其他	10	2	3	2	-40	-45
投资活动现金净流	-918	-2,116	-1,007	-667	-815	-1,021
股权募资	0	79	1,963	0	0	0
债权募资	-209	866	-58	-352	-86	-489
其他	-56	17	-955	-453	-422	-412
筹资活动现金净流	-265	962	950	-805	-508	-901
现金净流量	-396	-558	-132	-18	306	333

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,735	5,192	5,465	5,426	5,716	6,039
应收款项	6,891	8,789	10,956	11,191	12,711	14,512
存货	3,316	3,721	4,977	4,544	4,968	5,395
其他流动资产	116	133	215	226	238	255
流动资产	16,057	17,835	21,613	21,387	23,634	26,201
%总资产	76.2%	70.1%	71.3%	71.0%	72.9%	74.6%
长期投资	882	909	740	740	740	740
固定资产	3,133	5,452	6,725	6,939	6,956	7,087
%总资产	14.9%	21.4%	22.2%	23.0%	21.5%	20.2%
无形资产	347	611	696	735	763	789
非流动资产	5,028	7,594	8,712	8,729	8,769	8,920
%总资产	23.8%	29.9%	28.7%	29.0%	27.1%	25.4%
资产总计	21,085	25,429	30,325	30,116	32,403	35,121
短期借款	2,273	1,367	1,506	1,538	1,471	1,276
应付款项	6,012	7,656	8,726	8,349	9,657	11,054
其他流动负债	1,245	1,600	1,661	1,343	1,210	1,406
流动负债	9,530	10,623	11,893	11,230	12,339	13,736
长期贷款	336	1,920	1,968	1,668	1,668	1,368
其他长期负债	424	631	574	470	436	431
负债	10,290	13,174	14,435	13,368	14,442	15,535
普通股股东权益	10,393	11,488	13,976	14,739	15,848	17,364
其中：股本	1,472	1,471	1,575	1,575	1,575	1,575
未分配利润	4,259	5,294	5,468	6,261	7,370	8,885
少数股东权益	402	767	1,914	2,009	2,113	2,223
负债股东权益合计	21,085	25,429	30,325	30,116	32,403	35,121

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.816	0.903	0.432	0.703	0.904	1.162
每股净资产	7.059	7.811	9.434	9.355	10.059	11.021
每股经营现金净流	0.526	0.404	-0.053	0.923	1.034	1.431
每股股利	0.045	0.050	0.170	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	11.56%	11.56%	4.58%	7.52%	8.99%	10.54%
总资产收益率	5.70%	5.22%	2.11%	3.68%	4.39%	5.21%
投入资本收益率	11.57%	9.64%	3.04%	7.10%	7.97%	9.47%
增长率						
主营业务收入增长率	20.25%	0.07%	-2.10%	15.55%	15.97%	15.94%
EBIT 增长率	29.54%	-3.51%	-61.24%	140.27%	18.73%	25.12%
净利润增长率	34.93%	10.55%	-51.85%	73.19%	28.53%	28.54%
总资产增长率	7.11%	20.61%	19.25%	-0.69%	7.59%	8.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	111.7	163.6	246.7	245.0	239.0	235.0
存货周转天数	159.8	176.7	200.9	205.0	200.0	195.0
应付账款周转天数	123.3	213.4	284.8	270.0	270.0	270.0
固定资产周转天数	83.0	160.2	213.4	190.2	166.7	148.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.96%	-15.54%	-12.53%	-13.25%	-14.35%	-17.33%
EBIT 利息保障倍数	-81.2	149.9	19.9	-57.2	-59.0	-47.7
资产负债率	48.80%	51.81%	47.60%	44.39%	44.57%	44.23%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	7	10	34
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究