

## 积极开拓民用航空及低空产业，打造公司下一增长点

### 核心观点

事件：公司发布 25 年中报，上半年实现营收 27.47 亿元（+7.87%），实现利润总额 7.26 亿元（+3.06%），实现归母净利润 6.05 亿元（+0.24%）。公司上半年营收和利润总额分别完成全年经营工作目标的 47.37%和 53.27%。

- **存货增长较快，生产任务饱满，看好下半年收入加速增长。**截至报告期末公司存货 12.79 亿元，同比增长 17.34%，反应客户订货增长较快且生产任务饱满。预计下半年随着产品交付并确收，公司收入有望实现较上半年更快的增长。
- **加大研发投入助推业务转型，民用航空产业有望成为公司新的增长极。**报告期公司积极推进业务转型升级：1）中航复材着力支撑重点民航装备及发动机产品高效发展，全力推进研制及交付工作；2）优材百慕完成多个型号飞机刹车零部件的取证，稳步推进 ARJ21-700 飞机刹车装置的装机试用工作。上述新产品的研制投入导致公司研发费用同比增长 3310.56 万元，对利润端表现造成一定影响。我们认为后续随着新业务的落地批产，公司前期布局将形成新的增长极，打开成长空间。
- **投资活动现金支出大幅增长，积极扩增产能，新一轮增长蓄势待发。**报告期公司积极扩增重点项目产能：1）民航复材构件能力提升项目：中航复材新建厂房及配套工程，新增部分工艺设备；2）炭材料制品生产线建设项目：优材百慕新建一条炭材料制品生产线，已完成项目竣工验收；3）发动机用树脂基复材零组件产能建设项目：上海航发复材改造厂房 2 栋，并新增工艺设备 60 台/套。除上述项目外，公司同步扩张预浸料、树脂及蜂窝生产能力，并参股长盛科技布局上游碳纤维环节。报告期公司购建固定及无形资产支付的现金达 1.03 亿元，投资支付的现金达 1.20 亿元，均创近五年历史新高。我们认为公司投资支出的阶段性高增是为新一轮增长蓄势，提前做好生产能力建设，以满足新一代民航大尺寸复材件、飞机炭刹车盘国产替代、航发复材零组件及风扇叶片备件生产需求。民用大飞机、低空经济及后市场空间广阔，十五五期间有望迎来需求释放，公司前瞻性卡位将充分受益。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到研发费用阶段性较高，调整 25、26 年归母净利润预期为 13.01、15.16 亿元（原为 13.06、15.16 亿元），新增 27 年预期为 17.59 亿元，参考可比公司 25 年 43 倍 PE，给予目标价 39.99 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 下游需求低于预期；产品价格下降风险

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,780	5,072	5,884	6,816	7,888
同比增长(%)	7.5%	6.1%	16.0%	15.8%	15.7%
营业利润(百万元)	1,212	1,357	1,533	1,789	2,077
同比增长(%)	36.0%	11.9%	13.0%	16.7%	16.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,031	1,153	1,301	1,516	1,759
同比增长(%)	34.9%	11.8%	12.8%	16.6%	16.0%
每股收益(元)	0.74	0.83	0.93	1.09	1.26
毛利率(%)	36.7%	38.8%	38.4%	38.1%	38.0%
净利率(%)	21.6%	22.7%	22.1%	22.2%	22.3%
净资产收益率(%)	17.7%	17.3%	17.3%	17.8%	18.1%
市盈率	35.0	31.4	27.8	23.8	20.6
市净率	5.8	5.1	4.5	4.0	3.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月25日）	26.12 元
目标价格	39.99 元
52 周最高价/最低价	28.97/16.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	139,305/139,305
A 股市值（百万元）	36,386
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 08 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.48	-4.53	14.64	42.65
相对表现%	-3.94	-12.82	-0.48	8.33
沪深 300%	5.42	8.29	15.12	34.32



### 证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

### 联系人

鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

### 相关报告

复材龙头盈利稳健，新设子公司布局低空	2024-10-24
盈利水平提升，23Q3 业绩高增	2023-10-25
航空复材主业稳健增长，坚持研发创新为未来高质量发展蓄力	2023-08-28

## 附录

**表 1：中航高科可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2025/8/25	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
光威复材	300699	32.84	0.89	1.03	1.23	1.44	36.84	32.00	26.72	22.83
中简科技	300777	40.57	0.81	1.08	1.34	1.62	50.09	37.58	30.24	25.08
中航沈飞	600760	64.19	1.20	1.36	1.61	1.88	53.62	47.31	39.88	34.09
中航西飞	000768	29.24	0.37	0.42	0.50	0.60	79.46	69.17	58.37	48.95
华秦科技	688281	71.54	1.52	1.66	2.11	2.65	47.11	43.01	33.92	27.03
	调整后 平均						50.27	42.63	34.68	28.73

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,589	1,642	2,120	2,526	3,019	营业收入	4,780	5,072	5,884	6,816	7,888
应收票据及应收账款	3,441	3,731	4,264	4,939	5,716	营业成本	3,023	3,103	3,627	4,219	4,890
预付账款	17	20	23	27	31	销售费用	32	28	28	28	28
存货	1,201	1,275	1,490	1,734	2,009	管理费用	355	372	425	485	552
其他	47	95	100	105	111	研发费用	176	198	228	262	301
<b>流动资产合计</b>	<b>6,296</b>	<b>6,763</b>	<b>7,997</b>	<b>9,331</b>	<b>10,887</b>	财务费用	(28)	(18)	(9)	(6)	(10)
长期股权投资	119	327	327	327	327	资产、信用减值损失	17	22	23	0	0
固定资产	1,057	1,197	1,249	1,303	1,353	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	273	106	131	143	149	投资净收益	24	(7)	(7)	(7)	(7)
无形资产	468	448	430	412	394	其他	(17)	(4)	(24)	(33)	(43)
其他	434	552	545	539	535	<b>营业利润</b>	<b>1,212</b>	<b>1,357</b>	<b>1,533</b>	<b>1,789</b>	<b>2,077</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,351</b>	<b>2,629</b>	<b>2,681</b>	<b>2,723</b>	<b>2,757</b>	营业外收入	2	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>8,647</b>	<b>9,393</b>	<b>10,679</b>	<b>12,054</b>	<b>13,644</b>	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	0	0	230	230	230	<b>利润总额</b>	<b>1,213</b>	<b>1,357</b>	<b>1,534</b>	<b>1,790</b>	<b>2,079</b>
应付票据及应付账款	1,058	965	1,127	1,312	1,520	所得税	175	188	212	248	288
其他	862	598	632	671	716	<b>净利润</b>	<b>1,038</b>	<b>1,169</b>	<b>1,322</b>	<b>1,542</b>	<b>1,791</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,920</b>	<b>1,562</b>	<b>1,989</b>	<b>2,213</b>	<b>2,466</b>	少数股东损益	6	17	21	26	32
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,031</b>	<b>1,153</b>	<b>1,301</b>	<b>1,516</b>	<b>1,759</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.74	0.83	0.93	1.09	1.26
其他	280	326	291	291	291						
<b>非流动负债合计</b>	<b>280</b>	<b>326</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,201</b>	<b>1,889</b>	<b>2,280</b>	<b>2,504</b>	<b>2,757</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	210	421	442	468	500	<b>成长能力</b>					
股本	1,680	1,680	1,680	1,680	1,680	营业收入	7.5%	6.1%	16.0%	15.8%	15.7%
资本公积	1,470	1,471	1,471	1,471	1,471	营业利润	36.0%	11.9%	13.0%	16.7%	16.1%
留存收益	3,081	3,923	4,805	5,931	7,235	归属于母公司净利润	34.9%	11.8%	12.8%	16.6%	16.0%
其他	5	9	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,446</b>	<b>7,504</b>	<b>8,398</b>	<b>9,550</b>	<b>10,887</b>	毛利率	36.7%	38.8%	38.4%	38.1%	38.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,647</b>	<b>9,393</b>	<b>10,679</b>	<b>12,054</b>	<b>13,644</b>	净利率	21.6%	22.7%	22.1%	22.2%	22.3%
						ROE	17.7%	17.3%	17.3%	17.8%	18.1%
						ROIC	16.7%	16.4%	16.2%	16.6%	17.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	25.5%	20.1%	21.4%	20.8%	20.2%
净利润	1,038	1,169	1,322	1,542	1,791	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	111	84	109	118	126	流动比率	3.28	4.33	4.02	4.22	4.41
财务费用	(28)	(18)	(9)	(6)	(10)	速动比率	2.64	3.51	3.27	3.43	3.60
投资损失	(24)	7	7	7	7	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(773)	(791)	(559)	(704)	(809)	应收账款周转率	2.5	2.3	2.5	2.5	2.5
其它	100	44	(36)	0	0	存货周转率	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>425</b>	<b>496</b>	<b>834</b>	<b>958</b>	<b>1,104</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(174)	(0)	(160)	(160)	(160)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1	(208)	0	0	0	每股收益	0.74	0.83	0.93	1.09	1.26
其他	(255)	509	(7)	(7)	(7)	每股经营现金流	0.25	0.30	0.50	0.57	0.66
<b>投资活动现金流</b>	<b>(428)</b>	<b>300</b>	<b>(167)</b>	<b>(167)</b>	<b>(167)</b>	每股净资产	4.48	5.08	5.71	6.52	7.46
债权融资	(17)	67	(10)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	5	1	0	0	0	市盈率	35.0	31.4	27.8	23.8	20.6
其他	(221)	(187)	(180)	(384)	(445)	市净率	5.8	5.1	4.5	4.0	3.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(233)</b>	<b>(119)</b>	<b>(189)</b>	<b>(384)</b>	<b>(445)</b>	EV/EBITDA	26.2	23.9	20.8	17.9	15.5
汇率变动影响	(0)	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	28.7	25.4	22.3	19.1	16.4
<b>现金净增加额</b>	<b>(236)</b>	<b>678</b>	<b>477</b>	<b>406</b>	<b>493</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。