

➤ **事件：**8月25日，公司发布2025年半年报，1H25实现营收57.3亿元，YOY +19.6%；归母净利润2.9亿元，YOY +10.0%；扣非净利润2.9亿元，YOY +10.1%。**业绩表现符合预期。**根据经营计划，公司2025年预计实现主营业务收入110亿元，上半年完成51.2%，我们点评如下：

➤ **2Q25 营收同比增长 20%；1H25 盈利能力总体稳定。**1) **单季度：**公司2Q25实现营收30.0亿元，YOY +19.6%；归母净利润1.0亿元，YOY +8.2%；扣非净利润1.0亿元，YOY +5.5%。2) **利润率：**公司1H25毛利率同比下滑0.5ppt至9.8%；净利率同比下滑0.5ppt至5.0%。其中，2Q25毛利率同比提升1.1ppt至8.4%；净利率同比下滑0.5ppt至3.5%。

➤ **国外营收同比大增 281%；军贸发展趋势持续向好。**1H25，分地区看，公司：1) **国内：**实现营收46.63亿元，YOY +3.4%。公司推进系列装备形成批量订货，在无人装备、维修保障装备、模拟训练器等领域斩获新订单。2) **国外：**实现营收10.64亿元，YOY +281.0%。“十四五”以来，公司军贸产品逐渐从中低端向高端市场升级布局，重点产品的新市场开拓取得显著成绩，军贸订单的持续成交进一步提升公司军贸业务的市场竞争力和行业影响力。此外，公司加强与北方公司的深度融合，在做好巴基斯坦VT4项目履约的同时，针对VT4、VT5、VN20、VN1系列等重点军贸产品，加大向目标用户国家推介力度。

➤ **期间费用率同比减少；经营活动净现金流大幅改善。**1H25，公司期间费用率同比减少0.5ppt至5.6%：1) 销售费用率同比减少0.001ppt至0.2%；2) 管理费用率同比减少0.1ppt至3.1%；3) 财务费用率为-0.3%，去年同期为-0.4%；4) 研发费用率同比减少0.5ppt至2.7%。**截至2Q25，公司：**1) 应收账款及票据23.1亿元，较年初增加36.0%；2) 预付款项32.6亿元，较年初增加46.9%；3) 存货20.8亿元，较年初减少29.8%；4) 合同负债7.3亿元，较年初减少38.8%。1H25，公司经营活动净现金流为-1.6亿元，1H24为-15.4亿元。同比看，公司客户货款结算金额增加，经营活动净现金流改善明显。

➤ **投资建议：**公司经过多年耕耘，已形成轮履结合、轻重结合、车炮一体协调发展，服务多军兵种的研发生产格局，实现涵盖战斗、保障、火力打击和一体化信息装备的跨越式发展，成为我国重要的主战坦克和8×8轮式装甲车研发制造基地，是我国地面突击装备总装企业，承担“链长”重要职责。此外，公司增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展。军贸方面，公司产品在国际市场保持一定占有量。我们预计，公司2025~2027年归母净利润分别是7.02亿元、7.74亿元、8.90亿元，当前股价对应2025~2027年PE分别62x/56x/49x。**我们考虑到公司的行业龙头地位，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、产品价格波动、国际市场拓展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,792	11,163	12,056	12,779
增长率 (%)	-2.2	14.0	8.0	6.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	500	702	774	890
增长率 (%)	-41.3	40.5	10.3	14.9
每股收益 (元)	0.29	0.41	0.45	0.52
PE	86	62	56	49
PB	3.7	3.6	3.5	3.4

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年08月26日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
25.37 元

分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

相关研究

1.内蒙一机 (600967.SH) 2024 年半年报点评：1H24 营收阶段性承压；加大研发布局战新产业-2024/08/22

2.内蒙一机 (600967.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：多因素导致收入阶段性承压；盈利能力有所提升-2024/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,792	11,163	12,056	12,779
营业成本	8,571	9,555	10,301	10,843
营业税金及附加	38	56	60	64
销售费用	32	56	60	64
管理费用	380	458	494	524
研发费用	518	569	615	652
EBIT	334	534	594	707
财务费用	-31	-25	-28	-32
资产减值损失	-27	-28	-30	-31
投资收益	205	268	289	307
营业利润	559	799	882	1,014
营业外收支	0	2	2	2
利润总额	559	801	884	1,016
所得税	64	96	106	122
净利润	495	705	778	894
归属于母公司净利润	500	702	774	890
EBITDA	632	855	955	1,097

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,551	2,466	2,790	3,168
应收账款及票据	1,698	1,936	2,091	2,216
预付款项	2,218	2,473	2,666	2,806
存货	2,959	3,272	3,527	3,712
其他流动资产	2,962	3,453	3,501	3,540
流动资产合计	12,389	13,599	14,575	15,443
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,999	2,079	2,146	2,210
无形资产	1,977	1,978	1,978	1,978
非流动资产合计	7,643	7,345	7,406	7,476
资产合计	20,033	20,944	21,981	22,919
短期借款	244	29	29	29
应付账款及票据	6,141	6,846	7,381	7,769
其他流动负债	1,577	1,679	1,797	1,892
流动负债合计	7,962	8,554	9,207	9,690
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	457	416	410	416
非流动负债合计	457	416	410	416
负债合计	8,419	8,970	9,616	10,105
股本	1,702	1,702	1,702	1,702
少数股东权益	34	37	41	46
股东权益合计	11,614	11,973	12,364	12,814
负债和股东权益合计	20,033	20,944	21,981	22,919

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.18	14.00	8.00	6.00
EBIT 增长率	-45.92	59.65	11.39	18.90
净利润增长率	-41.33	40.47	10.32	14.94
盈利能力 (%)				
毛利率	12.47	14.40	14.55	15.15
净利率	5.10	6.29	6.42	6.96
总资产收益率 ROA	2.49	3.35	3.52	3.88
净资产收益率 ROE	4.31	5.88	6.28	6.97
偿债能力				
流动比率	1.56	1.59	1.58	1.59
速动比率	0.54	0.52	0.54	0.56
现金比率	0.32	0.29	0.30	0.33
资产负债率 (%)	42.03	42.83	43.75	44.09
经营效率				
应收账款周转天数	37.05	37.05	37.05	37.05
存货周转天数	126.02	126.02	126.02	126.02
总资产周转率	0.45	0.54	0.56	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.41	0.45	0.52
每股净资产	6.80	7.01	7.24	7.50
每股经营现金流	-2.02	0.41	0.51	0.57
每股股利	0.33	0.21	0.23	0.26
估值分析				
PE	86	62	56	49
PB	3.7	3.6	3.5	3.4
EV/EBITDA	65.93	48.72	43.62	37.98
股息收益率 (%)	1.29	0.81	0.90	1.03

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	495	705	778	894
折旧和摊销	298	321	360	390
营运资金变动	-4,007	-99	-17	-38
经营活动现金流	-3,438	690	862	970
资本开支	-195	-384	-404	-437
投资	1,231	368	0	0
投资活动现金流	1,271	-158	-115	-131
股权募资	49	0	0	0
债务募资	55	-252	-12	0
筹资活动现金流	-200	-617	-422	-462
现金净流量	-2,364	-86	324	378

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中: A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板以三板成指或三板做市指数为基准; 港股以恒生指数为基准; 美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司 (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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048