

中航重机 (600765)

2025 年中报点评：产品配套交付进度延后， 营收因航空订单波动有所下降

买入 (维持)

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书：S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	11,576	10,355	12,139	14,713	16,118
同比	9.53	(10.55)	17.22	21.21	9.55
归母净利润 (百万元)	1,338.18	639.73	1,237.08	1,517.29	1,755.18
同比	11.50	(52.19)	93.38	22.65	15.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.85	0.41	0.79	0.96	1.11
P/E (现价&最新摊薄)	19.92	41.67	21.55	17.57	15.19

事件：公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 57.51 亿元，同比去年-4.51%；归母净利润 4.92 亿元，同比去年-32.59%。

投资要点

■ **业务结构优化仍在进行中，未来将通过技术创新和客户拓展稳定基本盘：**2025 年上半年，中航重机实现营业收入 57.51 亿元，同比下降 4.51%；归母净利润 4.92 亿元，同比下降 32.59%。业绩下滑主要受产品配套交付节奏及结构调整影响，高毛利产品占比下降，收入规模缩减。分业务看，锻铸板块收入 47.74 亿元，同比降 3.6%，仍占主导；液压环控板块收入 9.82 亿元，同比降 5.9%，系下游需求波动所致；其他板块收入 0.34 亿元，基本持平。产品结构中，传统航空锻件订单放缓，而商用航空、舰船及海外客户新品开始放量，但尚未形成规模弥补缺口。

■ **原材料成本上升及产能利用率不足：**2025 年上半年，公司综合毛利率为 29.27% (较上年同期微降)，销售费用率 0.86%、管理费用率 6.94%、财务费用率 0.53%，整体费用控制基本稳定。现金流方面，经营活动净流出 6.73 亿元 (主要受订单回款周期延长影响)，投资活动净流出 3.01 亿元 (用于产能升级)，筹资活动净流出 0.68 亿元 (定向增发募集资金到位后支出增加)，期末现金及现金等价物净减少 10.41 亿元。合同负债期末余额 3.28 亿元，同比下降 28.62%，系正常确认收入冲减预收账款所致；存货余额 54.54 亿元，较期初微降 0.42%，原材料及在产品随生产进度有序调整，整体库存压力可控。

■ **2025 上半年，中航重机核心竞争力继续强化：**250MN 等温锻压机、1500T 辗环机等旗舰设备满负荷运转，宏远公司钛合金整体框锻件通过装机评审，安大 4T 级高筒、6T 级厚壁超大锻件研制成功，填补国内空白。公司新开发产品 4002 项，同比增长 10%，新签及储备订单均增 9% 以上，并首次获得意大利依维柯批量配套。资本运作方面，公司以 2 亿元回购 1194 万股，占总股本 0.76%，并启动挂牌转让卓越锻造 29.99% 股权。此外，航空精密模锻、研究院建设等募投项目按计划推进，累计投入超 39 亿元，为后续高端产能释放奠定基础。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩相对承压，考虑到订单波动，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 12.37/15.17 亿元，前值 18.89/21.72 亿元，新增 2027 年预期 17.55 亿元，对应 PE 分别为 22/18/15 倍，考虑到公司是国内稀缺的航空锻铸造龙头，近年来持续产业链一体化并购，逐步完成从航空锻造龙头到平台型航空基础结构件主力军的蜕变，下半年随着订单复苏业绩有望回暖，因此维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 产品价格与毛利率变动的风险；2) 原材料价格波动的风险；3) 产能不稳定的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.92
一年最低/最高价	14.35/24.83
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	26,470.29
总市值(百万元)	26,657.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.07
资产负债率(%,LF)	47.74
总股本(百万股)	1,575.49
流通 A 股(百万股)	1,564.44

相关研究

《中航重机(600765)：2024 年三季度报点评：民用业务快速增长，宏山公司步入发展快车道》

2024-10-30

《中航重机(600765)：2024 年中报点评：核心技术创新驱动，市场全面布局》

2024-09-02

中航重机三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,613	23,377	29,497	27,784	营业总收入	10,355	12,139	14,713	16,118
货币资金及交易性金融资产	5,465	9,781	4,547	12,114	营业成本(含金融类)	7,902	8,625	10,370	11,212
经营性应收款项	10,994	9,556	17,412	11,020	税金及附加	78	82	105	112
存货	4,977	3,876	7,332	4,482	销售费用	115	120	154	164
合同资产	0	0	0	0	管理费用	913	978	1,241	1,329
其他流动资产	177	164	206	168	研发费用	677	796	964	1,057
非流动资产	8,712	10,022	10,730	11,330	财务费用	34	(9)	(53)	24
长期股权投资	712	641	607	554	加:其他收益	84	74	105	107
固定资产及使用权资产	6,174	7,602	8,434	9,052	投资净收益	(25)	(9)	(23)	(19)
在建工程	671	450	218	94	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	613	769	895	1,036	减值损失	168	0	0	0
商誉	69	83	90	100	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	865	1,612	2,014	2,309
其他非流动资产	461	466	474	481	营业外净收支	0	2	1	1
资产总计	30,325	33,399	40,227	39,115	利润总额	865	1,614	2,015	2,310
流动负债	11,893	11,901	16,956	13,815	减:所得税	101	198	242	281
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,506	1,925	2,035	2,300	净利润	764	1,415	1,773	2,029
经营性应付款项	8,218	7,377	12,182	8,529	减:少数股东损益	124	178	255	274
合同负债	459	637	684	784	归属母公司净利润	640	1,237	1,517	1,755
其他流动负债	1,710	1,962	2,055	2,202	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.79	0.96	1.11
非流动负债	2,542	2,542	2,542	2,542	EBIT	923	1,611	1,984	2,350
长期借款	1,968	1,968	1,968	1,968	EBITDA	1,520	2,916	3,769	4,304
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.69	28.95	29.52	30.44
租赁负债	76	76	76	76	归母净利率(%)	6.18	10.19	10.31	10.89
其他非流动负债	498	498	498	498	收入增长率(%)	(10.55)	17.22	21.21	9.55
负债合计	14,435	14,444	19,499	16,357	归母净利润增长率(%)	(52.19)	93.38	22.65	15.68
归属母公司股东权益	13,976	16,864	18,381	20,136					
少数股东权益	1,914	2,092	2,347	2,621					
所有者权益合计	15,890	18,956	20,728	22,757					
负债和股东权益	30,325	33,399	40,227	39,115					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(79)	4,930	(2,754)	9,957	每股净资产(元)	9.43	10.70	11.67	12.78
投资活动现金流	(1,007)	(2,621)	(2,515)	(2,571)	最新发行在外股份(百万股)	1,575	1,575	1,575	1,575
筹资活动现金流	950	2,007	35	182	ROIC(%)	4.47	6.67	7.31	7.96
现金净增加额	(132)	4,316	(5,234)	7,568	ROE-摊薄(%)	4.58	7.34	8.25	8.72
折旧和摊销	597	1,304	1,786	1,954	资产负债率(%)	47.60	43.25	48.47	41.82
资本开支	(1,015)	(2,670)	(2,507)	(2,589)	P/E (现价&最新股本摊薄)	41.67	21.55	17.57	15.19
营运资本变动	(1,446)	2,141	(6,409)	5,875	P/B (现价)	1.79	1.58	1.45	1.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>