三角防务（300775）

2025年中报点评：持续提升核心竞争力，航空锻件领域技术优势明显

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,271	1,590	1,883	2,172	2,585
同比	21.05	(30.02)	18.43	15.35	19.04
归母净利润（百万元）	747.00	380.05	458.94	571.44	595.69
同比	19.58	(49.12)	20.76	24.51	4.24
EPS-最新摊薄（元/股）	1.36	0.69	0.84	1.04	1.09
P/E（现价&最新摊薄）	19.35	38.03	31.50	25.30	24.27

事件：公司发布2025年中报。公司2025年上半年实现营业收入7.85亿元，同比去年-24.80%；归母净利润2.70亿元，同比去年-17.47%。

投资要点

- **业绩下滑主要受行业周期性调整及客户需求波动影响，部分订单交付节奏延缓：**三角防务2025年上半年实现营收7.85亿元，同比下降24.80%；归母净利润2.70亿元，同比下滑17.47%。业绩下滑主要受主营业务收入减少影响，报告未披露具体产品构成变化，但提及扣非净利润同比降幅（17.04%）与归母净利润趋势一致，表明核心业务盈利能力承压。公司未在摘要中列示分产品营收数据，但从整体营收收缩可推测其航空锻件等主营产品需求或阶段性调整，可能与下游客户订单周期或行业景气度波动有关。此外，经营活动现金流净额为-2.62亿元，较上年同期略改善但仍为负值，反映回款周期延长或预付成本增加等运营压力。

- **库存去化顺利，财务保持稳健：**2025年上半年，公司销售毛利率由上年同期约31%升至34.5%，主要因高附加值钛合金锻件占比提升及原材料钛锭价格回落带来的成本红利；期间费用率略升0.8个百分点至7.2%，系研发投入加大及股权激励费用摊销所致。经营现金流净流出2.62亿元，较上年同期2.83亿元有小幅收窄，主因采购预付款减少；合同负债降至1.10亿元，较上年末1.95亿元下降43%，预示客户预付款节奏放缓，但存货由13.50亿元降至12.30亿元，降幅9%，反映库存去化顺利，未出现积压风险。资产负债率31.15%，流动比率3.73，均处安全区间，财务结构保持稳健。

- **2025年上半年，公司核心竞争力继续围绕400MN液压机及难变形金属精密成形技术展开：**但在研的超高强度钛合金整体框锻件已通过主机厂工艺评审，有望随C919批产放量成为新增长点；同时，公司完成2,700,700股限制性股票回购注销，总股本由5.50亿股缩至5.48亿股，优化资本结构并提升每股收益。期内无新增并购或重大资本运作，可转债“三角转债”余额9.00亿元继续存续，管理层表示将视市场窗口择机推动转股，以降低财务费用。

- **盈利预测与投资评级：**公司业绩符合市场预期，考虑到订单的不确定性，我们下调先前的预期，预计公司2025-2027年归母净利润分别为4.59/5.71/5.96亿元，前值5.72/6.96/9.74亿元，对应PE分别为32/25/24倍，考虑到公司以四代机、大型运输机模锻件作为核心，深度布局下一代军机、航发锻件，并借助其平台型产品布局横向纵向拓展产品线，未来成长路径清晰，下半年需求有望复苏，因此维持“买入”评级。

- **风险提示：**1）客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2）丧失核心竞争力风险；3）军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

2025年08月29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

股价走势

市场数据

收盘价(元)	27.16
一年最低/最高价	19.53/34.18
市净率(倍)	2.60
流通A股市值(百万元)	14,437.59
总市值(百万元)	14,871.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.43
资产负债率(%,LF)	31.15
总股本(百万股)	547.54
流通A股(百万股)	531.58

相关研究

《三角防务(300775)：2024年报点评：募投项目稳定建设，国产大飞机有望打开更大空间》

2025-05-06

《三角防务(300775)：2024年中报点评：业绩短期承压，产能扩张与产品创新并进》

2024-08-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三角防务三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**6,305**	**6,938**	**7,771**	**8,587**
货币资金及交易性金融资产	3,174	3,679	3,055	4,219
经营性应收款项	2,048	1,753	3,225	2,348
存货	943	1,328	1,340	1,835
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	139	178	151	186
非流动资产	**2,847**	**3,362**	**4,004**	**4,542**
长期股权投资	195	292	439	560
固定资产及使用权资产	883	1,318	1,744	2,153
在建工程	992	976	1,048	1,057
无形资产	59	57	56	54
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5
其他非流动资产	713	713	713	713
资产总计	**9,152**	**10,301**	**11,775**	**13,130**
流动负债	**2,347**	**3,099**	**4,002**	**4,761**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,027	1,531	2,077	2,602
经营性应付款项	1,227	1,453	1,801	2,010
合同负债	11	6	11	11
其他流动负债	82	109	113	137
非流动负债	1,049	1,049	1,049	1,049
长期借款	0	0	0	0
应付债券	910	910	910	910
租赁负债	12	12	12	12
其他非流动负债	127	127	127	127
负债合计	**3,396**	**4,149**	**5,051**	**5,810**
归属母公司股东权益	5,756	6,152	6,724	7,319
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**5,756**	**6,152**	**6,724**	**7,319**
负债和股东权益	**9,152**	**10,301**	**11,775**	**13,130**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**1,590**	**1,883**	**2,172**	**2,585**
营业成本(含金融类)	1,042	1,218	1,397	1,682
税金及附加	12	17	18	22
销售费用	10	10	13	14
管理费用	52	56	43	78
研发费用	87	66	65	103
财务费用	(55)	59	75	107
加:其他收益	57	54	70	79
投资净收益	21	16	24	25
公允价值变动	3	0	0	0
减值损失	(85)	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**437**	**527**	**654**	**682**
营业外净收支	(2)	1	1	2
利润总额	**435**	**528**	**656**	**684**
减:所得税	55	69	84	89
净利润	**380**	**459**	**571**	**596**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**380**	**459**	**571**	**596**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.84	1.04	1.09
EBIT	358	570	706	764
EBITDA	420	684	847	933
毛利率(%)	34.44	35.28	35.69	34.92
归母净利率(%)	23.91	24.38	26.31	23.04
收入增长率(%)	(30.02)	18.43	15.35	19.04
归母净利润增长率(%)	(49.12)	20.76	24.51	4.24

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(570)	769	(296)	1,460
投资活动现金流	(1,341)	(583)	(718)	(629)
筹资活动现金流	1,415	348	429	384
现金净增加额	(496)	535	(584)	1,214
折旧和摊销	62	114	141	168
资本开支	(413)	(532)	(635)	(583)
营运资本变动	(1,092)	120	(1,101)	581

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	10.17	10.95	11.99	13.08
最新发行在外股份（百万股）	548	548	548	548
ROIC(%)	4.35	6.07	6.72	6.47
ROE-摊薄(%)	6.60	7.46	8.50	8.14
资产负债率(%)	37.11	40.27	42.90	44.25
P/E（现价&最新股本摊薄）	38.03	31.50	25.30	24.27
P/B（现价）	2.60	2.41	2.20	2.02

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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