

产品配套交付进度等导致业绩下滑，民机等新市场实现快速增长

核心观点

事件：公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营收 57.51 亿元（-4.51%），归母净利润 4.92 亿元（-32.59%）；单季度看，25Q2 实现营收 34.44 亿元（+11.20%），归母净利润 2.94 亿元（-27.50%）。

- **营收利润有所下滑，新签订单同比增长。**受产品配套交付进度及产品结构调整影响，25 年 H1 业绩出现一定程度下滑。但从订单层面看，商用航空、非航空民品与“大国防”业务保持稳定增长，公司聚焦存量、增量市场，拓展国内、国外用户，开发新产品 4002 项，同比增长 10.07%，新签订单同比增长 9.39%。公司业务实现多元化发展，民机、民用工程逐步迈入快速发展快车道；同时随着防务产品交付加快，公司大型锻造设备产能逐步释放，公司业绩有望回升。
- **“研究院+企业”新业态运营模式持续加强，科技创新核心竞争力进一步增强。**框、梁、轴、环、机匣等新工艺新产品加速研发，子公司宏远公司钛合金整体框锻件顺利通过装机评审，具备了承制超大型整体框锻件的能力；安大公司成功实现 4T 级高筒和 6T 级厚壁超大型锻件研制。公司积极开拓商用飞机、航天、船舶、核电、机载、无人机市场，成功突破船舶领域签订市场订单 7,828 万元，开发海外客户意大利依维柯公司配套产品并实现批产，成为阳光电源全球首款 400KW 组串逆变器散热技术准入供应商。我们认为民机等新市场和业务有望贡献新增长点。
- **航空锻造龙头，开启军民协同发展新阶段。**公司 17 年起持续处置亏损资产，形成资产优、竞争优势强的军工锻铸及液压双主业。（1）防务：作为航空锻铸龙头，公司技术+设备+客户优势明显，受益于军机升级换代+航发国产替代加速，航空锻铸业务将进入快速发展期。公司通过定增和收购等方式，补足在大型和先进锻造业务的设备短板。（2）民：国产民机和外贸业务市场空间巨大，公司紧跟国产大飞机的发展，新开发多个新项目和新产品，实现锻铸件产品全覆盖的目标再进一层；外贸转包业务快速增长，国际竞争力稳步提升。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报调整营收及毛利率，调整 25、26 年 EPS 为 0.65、0.71 元（前值为 1.25、1.50 元），新增 27 年 EPS 为 0.84 元，参考可比公司 25 年 32 倍 PE，给予目标价 20.80 元，维持买入评级。

风险提示

军工订单和收入确认进度不及预期；信用和资产减值数额超预期高

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,576	10,355	11,744	13,218	14,866
同比增长(%)	9.5%	-10.5%	13.4%	12.5%	12.5%
营业利润(百万元)	1,681	865	1,301	1,461	1,716
同比增长(%)	9.4%	-48.5%	50.5%	12.3%	17.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,338	640	1,020	1,116	1,322
同比增长(%)	11.5%	-52.2%	59.4%	9.4%	18.4%
每股收益(元)	0.85	0.41	0.65	0.71	0.84
毛利率(%)	31.2%	23.7%	28.1%	27.1%	26.9%
净利率(%)	11.6%	6.2%	8.7%	8.4%	8.9%
净资产收益率(%)	12.2%	5.0%	7.1%	7.3%	8.1%
市盈率	19.9	41.6	26.1	23.9	20.2
市净率	2.3	1.9	1.8	1.7	1.6

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09月02日）	16.91 元
目标价格	20.80 元
52 周最高价/最低价	24.65/14.24 元
总股本/流通 A 股（万股）	157,549/156,444
A 股市值（百万元）	26,642
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 09 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.14	-0.65	5.29	2.13
相对表现%	-2.99	-11.39	-11.64	-35.4
沪深 300%	0.85	10.74	16.93	37.53



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	
剔除宏山并表因素上半年基本持平，民用航空和民品业务快速增长	2024-09-02
业绩符合预期，盈利能力稳步提升，看好军民业务中长期稳健发展	2024-03-22

附录

表 1：中航重机可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/9/2	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
三角防务	300775	26.16	0.69	0.97	1.28	1.45	37.69	26.98	20.49	18.03
航宇科技	688239	36.45	0.98	1.27	1.60	1.96	37.09	28.76	22.80	18.58
钢研高纳	300034	17.13	0.31	0.29	0.43	0.50	54.90	58.97	40.28	34.30
航发控制	000738	20.51	0.57	0.57	0.63	0.71	35.95	36.13	32.50	28.83
中航光电	002179	41.55	1.58	1.78	2.05	2.34	26.24	23.34	20.23	17.78
中简科技	300777	37.24	0.81	1.09	1.36	1.65	45.98	34.26	27.45	22.63
	调整后 平均							32	26	22

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	5,601	5,465	6,399	6,946	7,420	营业收入	11,576	10,355	11,744	13,218	14,866
应收票据、账款及款项融资	9,420	10,911	12,403	13,960	15,700	营业成本	7,964	7,902	8,449	9,641	10,871
预付账款	83	83	117	132	149	销售费用	101	115	118	133	143
存货	3,994	4,977	4,225	4,821	5,436	管理费用	845	913	918	954	1,020
其他	92	177	367	274	307	研发费用	762	677	741	812	895
流动资产合计	19,189	21,613	23,510	26,133	29,012	财务费用	23	34	89	81	76
长期股权投资	708	712	712	712	712	资产、信用减值损失	190	(168)	130	130	130
固定资产	5,165	6,053	6,017	5,859	5,634	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	918	671	474	345	270	投资净收益	11	(25)	25	25	25
无形资产	578	613	581	549	516	其他	(20)	6	(23)	(30)	(38)
其他	779	663	729	729	729	营业利润	1,681	865	1,301	1,461	1,716
非流动资产合计	8,149	8,712	8,513	8,194	7,861	营业外收入	8	8	5	5	5
资产总计	27,338	30,325	32,023	34,327	36,873	营业外支出	2	8	5	5	5
短期借款	1,310	1,111	1,111	1,111	1,111	利润总额	1,687	865	1,301	1,461	1,716
应付票据及应付账款	7,302	8,218	8,787	10,027	11,306	所得税	217	101	154	197	232
其他	2,713	2,564	2,810	2,898	2,997	净利润	1,470	764	1,148	1,264	1,484
流动负债合计	11,326	11,893	12,708	14,036	15,414	少数股东损益	131	124	128	147	162
长期借款	1,981	1,968	1,968	1,968	1,968	归属于母公司净利润	1,338	640	1,020	1,116	1,322
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.85	0.41	0.65	0.71	0.84
其他	668	574	382	382	382	主要财务比率					
非流动负债合计	2,650	2,542	2,350	2,350	2,350		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	13,976	14,435	15,058	16,386	17,764	成长能力					
少数股东权益	1,794	1,914	2,041	2,189	2,351	营业收入	9.5%	-10.5%	13.4%	12.5%	12.5%
实收资本（或股本）	1,471	1,575	1,575	1,575	1,575	营业利润	9.4%	-48.5%	50.5%	12.3%	17.5%
资本公积	4,539	6,597	6,713	6,713	6,713	归属于母公司净利润	11.5%	-52.2%	59.4%	9.4%	18.4%
留存收益	5,537	5,778	6,606	7,433	8,439	获利能力					
其他	21	26	30	30	30	毛利率	31.2%	23.7%	28.1%	27.1%	26.9%
股东权益合计	13,362	15,890	16,965	17,940	19,108	净利率	11.6%	6.2%	8.7%	8.4%	8.9%
负债和股东权益总计	27,338	30,325	32,023	34,327	36,873	ROE	12.2%	5.0%	7.1%	7.3%	8.1%
现金流量表						ROIC	9.8%	4.4%	6.2%	6.4%	7.0%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,470	764	1,148	1,264	1,484	资产负债率	51.1%	47.6%	47.0%	47.7%	48.2%
折旧摊销	380	1,045	461	471	488	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	23	34	89	81	76	流动比率	1.69	1.82	1.85	1.86	1.88
投资损失	(11)	25	(25)	(25)	(25)	速动比率	1.32	1.40	1.52	1.52	1.53
营运资金变动	(753)	(1,672)	(149)	(747)	(1,027)	营运能力					
其它	(408)	(275)	(267)	0	0	应收账款周转率	2.3	1.4	1.3	1.3	1.3
经营活动现金流	700	(79)	1,257	1,044	996	存货周转率	2.0	1.7	1.8	2.1	2.1
资本支出	(3,050)	(2,167)	(169)	(151)	(155)	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
长期投资	146	(15)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	722	1,175	28	25	25	每股收益	0.85	0.41	0.65	0.71	0.84
投资活动现金流	(2,182)	(1,007)	(141)	(126)	(130)	每股经营现金流	0.48	-0.05	0.80	0.66	0.63
债权融资	56	(45)	(17)	0	0	每股净资产	7.34	8.87	9.47	10.00	10.64
股权融资	113	2,162	116	0	0	估值比率					
其他	809	(1,167)	(281)	(370)	(392)	市盈率	19.9	41.6	26.1	23.9	20.2
筹资活动现金流	978	950	(182)	(370)	(392)	市净率	2.3	1.9	1.8	1.7	1.6
汇率变动影响	3	3	-0	-0	-0	EV/EBITDA	12.4	13.3	14.0	12.9	11.4
现金净增加额	(500)	(132)	934	547	474	EV/EBIT	15.2	28.9	18.7	16.8	14.5

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

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。