

中航重机（600765）

25H1 营收业绩短期承压，长期向好趋势不变

事件：公司8月28日发布2025年中报。

公司2025H1实现营收57.51亿元，YoY-4.51%，主要系产品配套交付进度及产品结构调整影响所致；归母净利润4.92亿元，YoY-32.59%，主要系存款利息收入减少及汇率波动汇兑收益减少致使财务费用增多所致。25H1中，公司Q2实现营收34.44亿元，同比+11.20%，环比+49.34%；归母净利润2.94亿元，同比-27.50%，环比+48.74%，营收与归母净利润单季度出现显著改善。利润率方面，公司25H1毛利率为29.27%，同比下降1.38pcts；净利率为10.42%，同比下降3.50pcts。

● 费用端表现较为稳健，应收款项、存货及合同负债端相对改善

费用方面，公司2025年前半年期间费用率同比增加0.91pcts至13.20%。其中：1）销售费用率同比增加0.09pcts至0.86%；2）管理费用率同比增加0.67pcts至6.94%；3）研发费用率同比降低0.07pcts至4.87%；4）财务费用率同比增加0.23pcts至0.53%。截至2025H1末，公司：1）应收账款及票据122.66亿元，较年初增加13.77%；2）存货54.54亿元，较年初增长9.58%；3）合同负债3.28亿元，同比增加44.27%。我们认为，公司利润率短期承压，在费用端表现较为稳健，同时应收款项、存货与合同负债端出现较明显改善，未来公司业绩及利润率或伴随公司费用管控成果显现而逐渐改善。

● 公司订单增加积蓄动能，船舶业务突破打开市场空间

2025年H1公司新签订单同比增长9.39%，储备订单同比增长9.26%，产品中标率较去年同期提升10.11%。同时，公司突破船舶领域签订市场订单7828万元，开发海外客户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。公司2025H1分产品看，1）锻铸分部对外交易收入47.74亿元，同比增加8.60%；2）液压环控分部对外交易收入9.75亿元，同比减少9.39%。我们认为，商用发动机等市场或为公司业务贡献新增长点，船舶等领域的突破或为公司后续业绩增长给予支撑。

● 25年预计关联采购额上调幅度较大；核心能力持续增强支持多领域布局

公司预计2025年，关联交易方面：1）销售产品及提供劳务额55亿元，较24年实际发生额42亿元增长31%；2）采购货物及接受劳务额27亿元，较24年实际发生额12亿元翻倍以上增长，产业链中游企业关联采购额一般具备较强指引性，公司大幅上调25年关联采购额或说明整体需求较好。此外，公司“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，宏远公司钛合金整体框锻件顺利通过装机评审，具备承制超大型整体框锻件能力；安大公司成功实现4T级高筒和6T级厚壁超大型锻件研制。我们认为，2025年预计关联额度上调，或引领公司全年营收业绩回暖，且公司核心能力持续加强，或为公司后续在商发、海洋装备等领域提供支持。盈利预测与评级：公司是我国航空锻造领域领军企业，在国产大飞机、国际转包以及航天、深海等新领域不断发展。我们根据下游需求节奏变化，调整公司2025-2027年归母净利润分别为10.13/11.35/13.23亿元（前值为12.64/14.82/17.50亿元），对应PE为25.27/22.55/19.36x，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动风险，新产品研制不达预期，外部环境变化风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,577.13	10,355.18	11,649.57	13,047.52	14,893.75
增长率(%)	0.07	(2.10)	12.50	12.00	14.15
EBITDA(百万元)	2,832.86	2,022.84	2,016.45	2,258.84	2,490.47
归属母公司净利润(百万元)	1,328.59	639.73	1,013.16	1,135.24	1,322.51
增长率(%)	10.55	(51.85)	58.37	12.05	16.50
EPS(元/股)	0.84	0.41	0.64	0.72	0.84
市盈率(P/E)	19.27	40.02	25.27	22.55	19.36
市净率(P/B)	2.23	1.83	1.72	1.62	1.52
市销率(P/S)	2.42	2.47	2.20	1.96	1.72
EV/EBITDA	9.29	15.61	12.45	10.85	9.51

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025年09月07日

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.25元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,575.49
流通A股股本(百万股)	1,564.44
A股总市值(百万元)	25,601.75
流通A股市值(百万元)	25,422.12
每股净资产(元)	9.07
资产负债率(%)	47.74
一年内最高/最低(元)	24.83/14.35

作者

王泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

赵博轩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525020002
zhaoboxuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中航重机-季报点评:交付节奏变化影响业绩；看好公司长期发展》2025-04-30
- 《中航重机-年报点评报告:短期业绩承压，长期拓展大军工市场发展动力强劲》2025-04-01
- 《中航重机-半年报点评:大锻件产能即将落地，民品迎来新增长点》2024-09-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,191.72	5,464.59	5,237.85	4,700.95	4,468.12
应收票据及应收账款	8,638.52	10,780.68	11,224.07	12,696.39	13,781.38
预付账款	80.85	83.18	109.68	187.49	86.10
存货	3,721.05	4,977.22	4,666.04	5,142.96	6,412.59
其他	203.03	307.32	293.63	286.73	286.39
流动资产合计	17,835.16	21,612.99	21,531.27	23,014.52	25,034.59
长期股权投资	892.47	711.72	729.72	744.72	754.72
固定资产	4,640.98	6,053.81	6,032.34	5,992.24	5,931.87
在建工程	810.56	671.19	784.08	885.67	977.10
无形资产	516.38	615.84	672.44	686.04	668.14
其他	733.81	659.40	652.62	665.36	638.20
非流动资产合计	7,594.20	8,711.96	8,871.19	8,974.02	8,970.03
资产总计	25,429.36	30,324.95	30,402.47	31,988.54	34,004.62
短期借款	1,147.36	1,110.56	1,400.00	800.00	439.34
应付票据及应付账款	7,030.35	8,218.25	7,210.96	9,418.90	10,418.09
其他	1,732.25	2,105.16	2,492.91	2,031.12	3,015.84
流动负债合计	9,909.97	11,433.97	11,103.87	12,250.01	13,873.26
长期借款	1,919.84	1,967.84	2,000.00	1,500.00	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	631.13	574.43	514.99	536.08	564.16
非流动负债合计	2,550.97	2,542.27	2,514.99	2,036.08	1,364.16
负债合计	13,174.27	14,435.10	13,618.86	14,286.10	15,237.42
少数股东权益	766.99	1,913.54	1,913.54	1,913.54	1,913.54
股本	1,470.83	1,575.49	1,575.49	1,575.49	1,575.49
资本公积	4,454.71	6,742.76	6,742.76	6,742.76	6,742.76
留存收益	5,552.03	5,777.82	6,588.35	7,519.24	8,603.70
其他	10.54	(119.77)	(36.53)	(48.59)	(68.29)
股东权益合计	12,255.09	15,889.84	16,783.61	17,702.44	18,767.20
负债和股东权益总计	25,429.36	30,324.95	30,402.47	31,988.54	34,004.62

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,397.44	763.68	1,013.16	1,135.24	1,322.51
折旧摊销	356.19	576.60	651.99	684.91	716.84
财务费用	90.19	103.15	46.39	37.78	6.05
投资损失	(22.25)	25.13	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(774.63)	(1,222.94)	(923.45)	(280.64)	(198.75)
其它	(453.31)	(324.31)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	593.62	(78.69)	758.09	1,547.29	1,816.64
资本支出	2,717.91	1,795.82	859.44	738.90	701.93
长期投资	38.54	(180.75)	18.00	15.00	10.00
其他	(4,872.91)	(2,621.84)	(1,647.44)	(1,483.90)	(1,411.93)
投资活动现金流	(2,116.46)	(1,006.77)	(770.00)	(730.00)	(700.00)
债权融资	666.96	153.32	(95.44)	(1,137.78)	(1,091.71)
股权融资	(386.53)	2,070.52	(119.39)	(216.40)	(257.76)
其他	681.08	(1,273.58)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	961.51	950.27	(214.83)	(1,354.19)	(1,349.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(561.32)	(135.19)	(226.74)	(536.90)	(232.83)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,577.13	10,355.18	11,649.57	13,047.52	14,893.75
营业成本	7,268.49	7,901.95	8,678.93	9,674.74	11,021.37
营业税金及附加	60.55	78.09	66.40	74.37	86.38
销售费用	92.28	114.81	97.86	112.21	129.58
管理费用	764.22	912.63	809.65	913.33	1,044.05
研发费用	661.20	676.98	722.27	808.95	948.73
财务费用	11.55	33.62	46.39	37.78	6.05
资产/信用减值损失	(179.30)	168.35	(115.00)	(155.00)	(170.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.25	(25.13)	30.00	30.00	30.00
其他	277.44	(370.97)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,598.45	864.83	1,143.07	1,301.15	1,517.58
营业外收入	7.80	8.23	6.64	7.56	7.48
营业外支出	0.91	7.93	4.90	4.58	5.80
利润总额	1,605.34	865.14	1,144.81	1,304.12	1,519.25
所得税	207.90	101.45	131.65	168.88	196.74
净利润	1,397.44	763.68	1,013.16	1,135.24	1,322.51
少数股东损益	68.85	123.95	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,328.59	639.73	1,013.16	1,135.24	1,322.51
每股收益（元）	0.84	0.41	0.64	0.72	0.84

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	0.07%	-2.10%	12.50%	12.00%	14.15%
营业利润	4.04%	-45.90%	32.17%	13.83%	16.63%
归属于母公司净利润	10.55%	-51.85%	58.37%	12.05%	16.50%
获利能力					
毛利率	31.28%	23.69%	25.50%	25.85%	26.00%
净利率	12.56%	6.18%	8.70%	8.70%	8.88%
ROE	11.56%	4.58%	6.81%	7.19%	7.85%
ROIC	20.11%	8.19%	7.91%	8.11%	9.02%
偿债能力					
资产负债率	51.81%	47.60%	44.80%	44.66%	44.81%
净负债率	-15.54%	-12.53%	-10.80%	-13.42%	-17.20%
流动比率	1.68	1.82	1.94	1.88	1.80
速动比率	1.33	1.40	1.52	1.46	1.34
营运能力					
应收账款周转率	1.39	1.07	1.06	1.09	1.13
存货周转率	3.01	2.38	2.42	2.66	2.58
总资产周转率	0.45	0.37	0.38	0.42	0.45
每股指标（元）					
每股收益	0.84	0.41	0.64	0.72	0.84
每股经营现金流	0.38	-0.05	0.48	0.98	1.15
每股净资产	7.29	8.87	9.44	10.02	10.70
估值比率					
市盈率	19.27	40.02	25.27	22.55	19.36
市净率	2.23	1.83	1.72	1.62	1.52
EV/EBITDA	9.29	15.61	12.45	10.85	9.51
EV/EBIT	10.49	21.40	18.40	15.57	13.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com