


**公司评级**      **增持（维持）**

报告日期      2025 年 09 月 18 日

**基础数据**

09 月 16 日收盘价（元）	53.48
总市值（亿元）	240.66
总股本（亿股）	4.50

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证军工】航材股份 2024 年报点评：  
营收稳健增长，资产运作持续推进-  
2025.04.22

**分析师：石康**

 S1220517040001  
shikang@xyzq.com.cn

**分析师：李博彦**

 S0190519080005  
liboyan@xyzq.com.cn

**分析师：周登科**

 S0190525060003  
zhou dengke@xyzq.com.cn

**航材股份(688563.SH)**
**航空成品件短期节奏放缓，资产证券化持续推进**
**投资要点：**

- **公司发布 2025 年半年报：**实现营收 13.61 亿元，同比减少 9.87%；归母净利润 2.80 亿元，同比减少 9.92%；扣非后归母净利润 2.51 亿元，同比减少 7.64%；基本每股收益 0.62 元，同比减少 10.14%；加权平均 ROE 为 2.67%，同比减少 0.40pct。根据公司 2025 年度财务预算，2025 年度营业收入预计 29.90-32.20 亿元，增长率 2%-10%；净利润预计 5.90-6.40 亿元，增长率 2%-10%，按照营收和业绩目标中值计算，2025 年上半年完成率分别为 43.82%和 45.56%。
- **毛利率同比增加。**2025 上半年，公司整体毛利率为 31.30%，同比增长 1.86pct；净利率为 20.59%，同比减少 0.01pct。
- **航空成品件短期节奏放缓。**2025 年上半年，公司航空成品件营收 6.33 亿元，同比减少 13.19%，毛利率为 28.23%，同比减少 9.74pct；基础材料营收 6.07 亿元，同比增长 6.22%，毛利率为 34.39%，同比增长 10.75pct；非航空成品件营收 0.57 亿元，同比减少 65.13%，毛利率为 12.08%，同比增长 0.19pct；加工服务营收 0.54 亿元，同比增长 47.83%，毛利率为 41.38%，同比增长 28.82pct。
- **资产证券化持续推进。**公司拟使用超募资金收购控股股东中国航发北京航空材料研究院持有的 DZ406、DZ408、IC10、K4125、K465、K6509 六种高温合金母合金知识产权，估值为 1.84 亿元；公司计划使用超募资金 5.40 亿元分别收购航材院和镇江低空产业投资有限公司所持镇江钛合金公司 77%和 23%的股权。
- **期间费用率同比减少。**2025 年上半年，公司期间费用总额 1.18 亿元，同比减少 11.26%，期间费用占营收比重 8.71%，同比减少 0.14pct。
- **经营活动产生的现金流同比大幅增长。**2025 上半年，公司经营活动产生的现金流净额 0.37 亿元，去年同期为-1.73 亿元，同比增加 2.1 亿元。
- **存货在产品较年初增长。**截至 2025 上半年末，公司存货 12.04 亿元，较年初减少 1.15%，同比减少 1.36%；其中原材料 2.59 亿元，较年初增长 0.56%，在产品 3.50 亿元，较年初增长 12.06%，库存商品 2.23 亿元，较年初减少 5.29%。2025 年上半年末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 15.62 亿元，其中 9.24 亿元预计将于 2025 年度确认收入。
- 我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.97/6.86/7.89 亿元，EPS 分别为 1.33/1.52/1.75 元，对应 9 月 16 日收盘价 PE 为 40.3/35.1/30.5 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：下游需求增速放缓、行业竞争加剧、产能建设不及预期。

**主要财务指标**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2932	3109	3594	4154
同比增长	4.6%	6.0%	15.6%	15.6%
归母净利润（百万元）	581	597	686	789
同比增长	0.8%	2.7%	14.9%	14.9%
毛利率	29.6%	28.6%	28.5%	28.6%
ROE	5.6%	5.5%	6.0%	6.5%
每股收益（元）	1.29	1.33	1.52	1.75
市盈率	41.4	40.3	35.1	30.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

- 公司发布 2025 年半年报：实现营收 13.61 亿元，同比减少 9.87%；归母净利润 2.80 亿元，同比减少 9.92%；扣非后归母净利润 2.51 亿元，同比减少 7.64%；基本每股收益 0.62 元，同比减少 10.14%；加权平均 ROE 为 2.67%，同比减少 0.40pct。
- 公司拟以 4.50 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.30 元（含税），合计派发 1.04 亿元，占公司 2025 年上半年实现的可分配利润的 37.01%。

## 点评

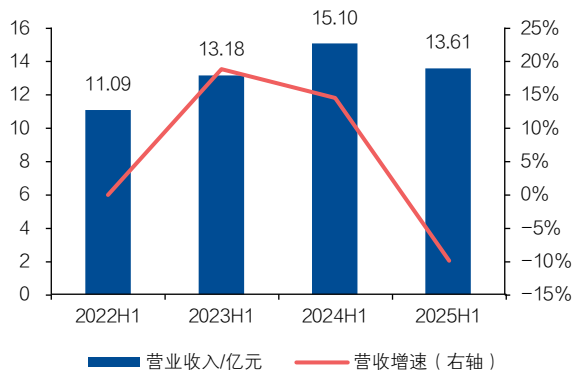
### ● 营收、业绩同比减少

2024 年上半年，公司实现营收 13.61 亿元，同比减少 9.87%；归母净利润 2.80 亿元，同比减少 9.92%；扣非后归母净利润 2.51 亿元，同比减少 7.64%。

根据公司 2025 年度财务预算，2025 年度营业收入预计 29.90-32.20 亿元，增长率 2%-10%；净利润预计 5.90-6.40 亿元，增长率 2%-10%。按照营收和业绩目标中值计算，2025 年上半年完成率分别为 43.82%和 45.56%。

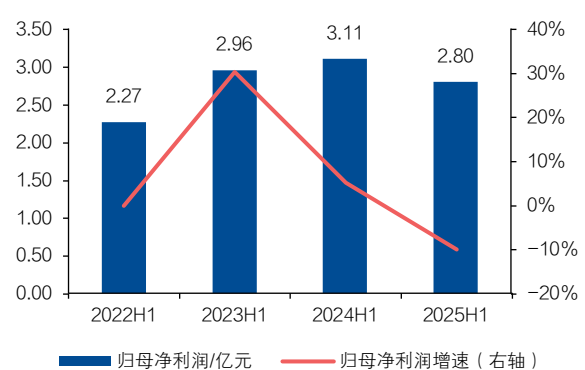
2025Q2，公司实现营收 7.08 亿元，同比减少 14.83%，环比增长 8.40%；归母净利润 1.46 亿元，同比减少 10.71%，环比增长 8.02%。

图1、2022H1-2025H1 营收及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2022H1-2025H1 归母净利润及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

**表1、近年来分季度营收和归母净利润情况**

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2022	Q1	-	4.91	21.05%	1.14	25.68%
	Q2	-	6.17	26.44%	1.13	25.62%
	Q3	37.67	7.12	30.49%	1.75	39.62%
	Q4	24.70	5.14	22.02%	0.40	9.08%
2023	Q1	36.15	5.82	20.78%	1.21	20.99%
	Q2	34.73	7.36	26.25%	1.75	30.35%
	Q3	33.26	8.77	31.28%	2.07	35.94%
	Q4	20.84	6.08	21.69%	0.73	12.72%
2024	Q1	30.35	6.79	23.14%	1.48	25.49%
	Q2	28.70	8.31	28.34%	1.63	28.05%
	Q3	33.05	6.87	23.42%	1.25	21.49%
	Q4	26.88	7.36	25.10%	1.45	24.97%
2025	Q1	29.51	6.53	-	1.35	-
	Q2	32.96	7.08	-	1.46	-

数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

● **航空成品件短期节奏放缓, 出口收入同比减少**

2025 年上半年, 公司航空成品件营收 6.33 亿元, 同比减少 13.19%, 毛利率为 28.23%, 同比减少 9.74pct; 基础材料营收 6.07 亿元, 同比增长 6.22%, 毛利率为 34.39%, 同比增长 10.75pct; 非航空成品件营收 0.57 亿元, 同比减少 65.13%, 毛利率为 12.08%, 同比增长 0.19pct; 加工服务营收 0.54 亿元, 同比增长 47.83%, 毛利率为 41.38%, 同比增长 28.82pct。

2025 年上半年, 公司境内收入 12.73 亿元, 同比减少 9.75%, 毛利率为 32.54%, 同比增加 2.13pct; 境外收入 0.88 亿元, 同比减少 11.46%, 毛利率为 13.34%, 同比减少 2.35pct。

● **资产证券化持续推进**

2025 年 6 月 3 日公司公告, 公司拟使用超募资金收购控股股东中国航发北京航空材料研究院持有的 DZ406、DZ408、IC10、K4125、K465、K6509 六种高温合金母合金知识产权, 估值为 1.84 亿元。

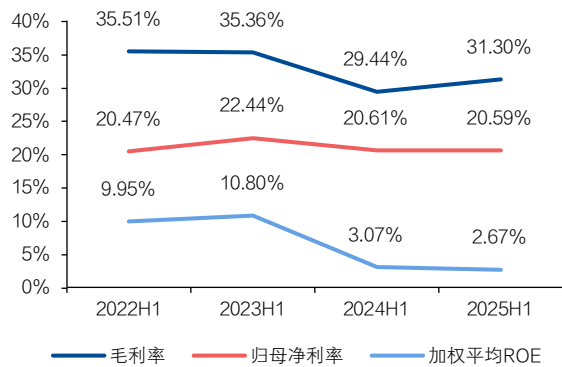
2025年8月29日公司公告，公司根据钛合金精密铸造业务资产整合发展需要，计划使用超募资金5.40亿元分别收购航材院和镇江低空产业投资有限公司所持镇江钛合金公司77%和23%的股权。

● 毛利率同比增加

2025上半年，公司整体毛利率为31.30%，同比增加1.86pct；净利率为20.59%，同比减少0.01pct。

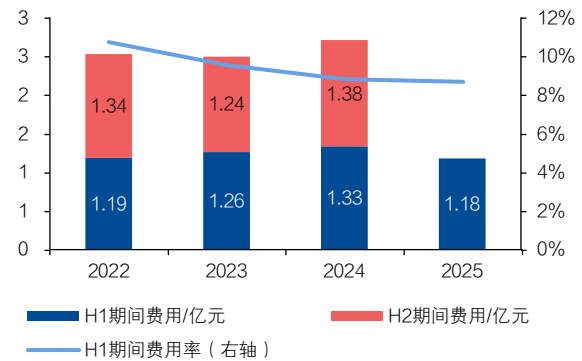
2025Q2，公司毛利率32.96%，同比增加4.26pct，环比增加3.45pct；净利率20.56%，同比增加0.95pct，环比减少0.07pct。

图3、2022H1-2025H1年毛利率、归母净利润率及加权平均ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2022-2025H1期间费用及H1期间费用率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

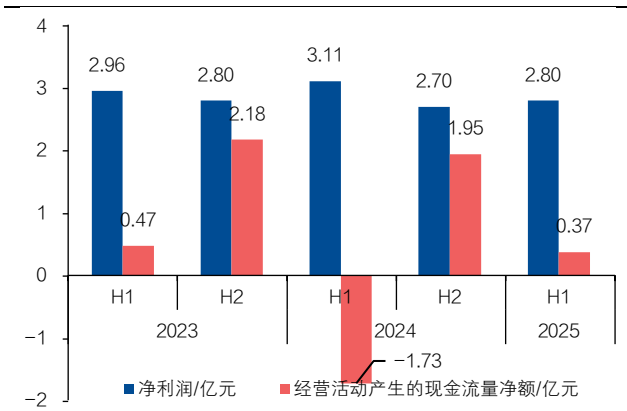
● 期间费用率同比减少

2025年上半年，公司期间费用总额1.18亿元，同比减少11.26%，期间费用占营收比重8.71%，同比减少0.14pct；其中，销售费用855.80万元，同比增长24.46%，主要系开拓产品市场，差旅费、出国费同比增加；市场部人员变动，职工薪酬同比增加，占营业收入的0.63%，同比增长0.17pct；管理费用4220.82万元，同比增长4.22%，主要系本期办公费和物业管理费同比增长，占营业收入的3.10%，同比增长0.42pct；财务费用-2091.35万元，去年同期为-1677.98万元，主要系本期存款利息收入同比增加，同比减少413.37万元；研发费用8860.29万元，同比减少13.89%，主要系部分研发项目本年结题，根据研发进度投入研发费用同比减少，占营业收入的6.51%，同比减少0.30pct。

● 经营活动产生的现金流同比大幅增长

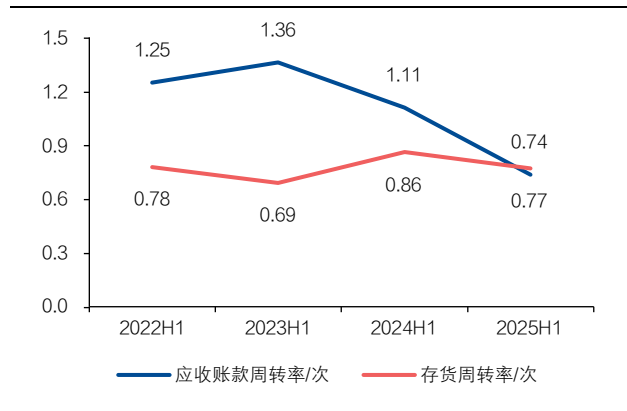
2025 上半年，公司经营活动产生的现金流净额 0.37 亿元，去年同期为-1.73 亿元，同比增加 2.1 亿元，主要系现金回款和票据到期收款同比增加、支付现金和票据到期款同比减少所致。投资活动产生的现金流量净额 12.05 亿元，同比增长 2592.25%，主要系收到定期存款到期款所致。筹资活动产生的现金流量-1.52 亿元，2023 年同期为-1.82 亿元，同比增加 0.29 亿元，主要系支付的现金股利和租赁资产租金同比减少所致。

图5、2023-2025H1 净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2022H1-2025H1 应收账款及存货周转率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款较年初增长，待履行合同充足

截至 2025 上半年末，公司应收账款 20.26 亿元，较年初增长 22.54%，同比增长 16.91%，主要系客户回款压力大；应收账款周转率 0.74 次，同比减少 0.37 次；应收票据 3.04 亿元，同比减少 11.65%。

2025 年上半年末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 15.62 亿元，其中 9.24 亿元预计将于 2025 年度确认收入。

● 存货在产品增长

截至 2025 上半年末，公司存货 12.04 亿元，较年初减少 1.15%，同比减少 1.36%；存货周转率 0.77 次，同比减少 0.09 次。其中原材料 2.59 亿元，较年初增长 0.56%，在产品 3.50 亿元，较年初增长 12.06%，库存商品 2.23 亿元，较年初减少 5.29%；发出商品 3.73 亿元，较年初减少 9.82%。

- **向关联方中国航发系统内客户销售商品金额同比减少**

2025 年上半年，公司向关联方中国航发系统内客户销售商品、提供劳务金额为 4.52 亿元，同比减少 12.87%，完成年度关联交易预计值的 46.20%；其中销售商品金额为 4.07 亿元，同比减少 16.07%。

- **盈利预测与投资建议**

我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.97/6.86/7.89 亿元，EPS 分别为 1.33/1.52/1.75 元，对应 9 月 16 日收盘价 PE 为 40.3/35.1/30.5 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

下游需求增速放缓、行业竞争加剧、产能建设不及预期。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>10567</b>	<b>11093</b>	<b>11822</b>	<b>12633</b>
货币资金	3324	3606	3569	3532
交易性金融资产	2935	3262	3589	3915
应收票据及应收账款	2112	2068	2383	2747
预付款项	56	60	69	80
存货	1218	1307	1507	1737
其他	921	790	705	622
<b>非流动资产</b>	<b>1168</b>	<b>1235</b>	<b>1289</b>	<b>1375</b>
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	240	309	375	436
在建工程	172	217	254	283
无形资产	118	96	74	52
商誉	0	0	0	0
其他	579	553	526	543
<b>资产总计</b>	<b>11735</b>	<b>12328</b>	<b>13111</b>	<b>14008</b>
<b>流动负债</b>	<b>1279</b>	<b>1366</b>	<b>1572</b>	<b>1807</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1111	1196	1383	1597
其他	168	170	188	210
<b>非流动负债</b>	<b>95</b>	<b>105</b>	<b>115</b>	<b>125</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	95	105	115	125
<b>负债合计</b>	<b>1374</b>	<b>1470</b>	<b>1687</b>	<b>1932</b>
股本	450	450	450	450
未分配利润	1259	1662	2127	2660
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>10361</b>	<b>10857</b>	<b>11424</b>	<b>12076</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>11735</b>	<b>12328</b>	<b>13111</b>	<b>14008</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	581	597	686	789
折旧和摊销	117	134	143	113
营运资金的变动	-632	160	-248	-301
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>22</b>	<b>830</b>	<b>513</b>	<b>519</b>
资本支出	-146	-205	-205	-205
长期投资	-2440	-319	-320	-321
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2511</b>	<b>-452</b>	<b>-440</b>	<b>-427</b>
债权融资	0	5	10	10
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-291</b>	<b>-97</b>	<b>-111</b>	<b>-129</b>
现金净变动	-2778	282	-37	-37

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>2932</b>	<b>3109</b>	<b>3594</b>	<b>4154</b>
营业成本	2063	2221	2569	2966
税金及附加	16	15	18	20
销售费用	16	17	19	22
管理费用	79	87	101	116
研发费用	242	241	279	323
财务费用	-65	-58	-62	-62
投资收益	70	74	86	99
公允价值变动收益	7	0	0	0
信用减值损失	-24	-10	-10	-10
资产减值损失	-6	-5	-5	-5
<b>营业利润</b>	<b>644</b>	<b>662</b>	<b>760</b>	<b>874</b>
营业外收支	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>643</b>	<b>661</b>	<b>759</b>	<b>873</b>
所得税	62	64	73	84
净利润	581	597	686	789
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>581</b>	<b>597</b>	<b>686</b>	<b>789</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.29</b>	<b>1.33</b>	<b>1.52</b>	<b>1.75</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	4.6%	6.0%	15.6%	15.6%
营业利润增长率	-0.4%	2.7%	14.9%	14.9%
归母净利润增长率	0.8%	2.7%	14.9%	14.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.6%	28.6%	28.5%	28.6%
归母净利率	19.8%	19.2%	19.1%	19.0%
ROE	5.6%	5.5%	6.0%	6.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	11.7%	11.9%	12.9%	13.8%
流动比率	8.26	8.12	7.52	6.99
速动比率	6.65	6.61	6.14	5.71
<b>营运能力</b>				
资产周转率	25.2%	25.8%	28.3%	30.6%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.29	1.33	1.52	1.75
每股经营现金	0.05	1.85	1.14	1.15
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	41.4	40.3	35.1	30.5
PB	2.3	2.2	2.1	2.0

### 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>