



洪都航空 (600316.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

军用教练机龙头，机弹一体双轮驱动

投资逻辑：

国内稀缺的全谱系教练机总装单位，受益于教练机、无人机景气向上。1) 公司是稀缺的全谱系教练机总装单位，产品涵盖初级教练机 CJ6、基础教练机 K8 和高级教练机 L15。教练机体系由“三机三级制”向“两机两级制”变革，牵引需求放量。2) 无人机与有人机编组协同作战成为发展趋势，公司具备有人-无人协同能力，有望充分受益。

全球教练机需求升温，公司打造整体解决方案，军贸步入收获期。

1) 全球地缘形势紧张，军贸景气向上。高教机兼具训练与作战功能，是中小国家的性价比之选。2) 根据 SIPRI 数据，公司 K-8 教练机在军贸市场畅销，2000-2024 年累计出口 336 架，占据全球中、高级教练机 26.3% 市场份额，为公司后续教练机出口奠基。3) 公司 2020-2024 国外收入 CAGR 高达 137%，军贸出口步入收获期。4) 公司以 L15 高级教练机为核心，提供集飞行员训练、地勤培训、训练保障为一体的一揽子训练解决方案；L15 可挂载多型自研导弹，发挥“机弹一体”协同优势，增强公司军贸竞争力。

多款导弹产品，公司“机弹一体”协同优势显著。1) 空面导弹是从轰炸机、战斗机、直升机、无人机等军用飞机发射的导弹，用于打击陆地或海上目标，能在敌方领土上空建立领空优势，需求旺盛。近 10 年，美军大批量采购适合太平洋作战的远程导弹，CAGR 约 28.7%。2) 公司是航空工业空面导弹基地，为空海军主战平台提供系列化导弹装备，产品型号丰富。3) “机弹一体”简化型号论证与定型流程，具备显著的成本效率优势。

盈利预测、估值和评级

我们预测 2025-2027 年公司实现营收 77.0/119.6/159.1 亿元，同比+46.6%/+55.4%/+33.0%，实现归母净利润 1.2/2.0/2.7 亿元，同比+203.8%/+70.4%/+34.6%，对应 EPS 为 0.17/0.28/0.38 元。公司作为我国军用教练机龙头，“厂所合一、机弹合一”地位稀缺，给予公司 2027 年 130 倍估值，对应目标价 49.4 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

装备列装进度不及预期；军贸市场竞争加剧；利润季节性波动。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

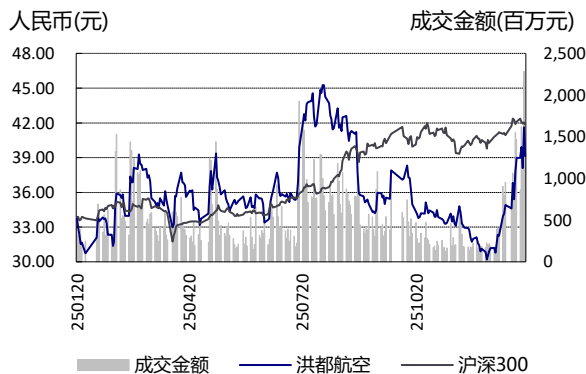
yangchen@gjzq.com.cn

分析师：任旭欢 (执业 S1130524070004)

renxuhuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：39.10 元

目标价 (人民币)：49.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,727	5,252	7,701	11,964	15,911
营业收入增长率	-48.60%	40.92%	46.63%	55.35%	32.99%
归母净利润(百万元)	33	39	119	203	273
归母净利润增长率	-76.93%	20.72%	203.81%	70.43%	34.59%
摊薄每股收益(元)	0.045	0.055	0.166	0.283	0.381
每股经营性现金流净额	0.27	-0.79	-0.06	-0.05	0.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.61%	0.74%	2.21%	3.68%	4.80%
P/E	863.13	714.81	235.22	138.02	102.54
P/B	5.30	5.26	5.19	5.07	4.93

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 洪都航空：我国“厂所合一、机弹合一、战训合一”的教练机摇篮	4
1.1 两次资产运作，主营教练机与导弹业务	4
1.2 业绩恢复增长，在手订单充足保障后续发展	5
2 稀缺的全谱系教练机总装单位，受益于教练机、无人机景气向上	7
2.1 国内领先教练机总装单位，产品谱系齐全	7
2.2 教练机市场空间广阔，国外相似型号目标交付千架以上	9
2.3 洪都集团是攻击 11 生产基地，有人-无人协同作战装备领域积累深厚	10
3 多款导弹产品，公司“机弹一体”协同优势显著	12
3.1 空面导弹是现代战争打击体系的核心，美军近年增加采购远程导弹	12
3.2 公司为空海军主战平台提供系列化导弹装备	12
3.3 “机弹一体”简化流程，同时适配现代作战需求	13
4 全球教练机市场需求升温，公司打造军贸出口整体解决方案	14
4.1 中国军贸实现顺差，印巴冲突中械装备表现亮眼	14
4.2 军贸市场需求升温，中小国家采购教练机是高性价比选择	16
4.3 公司提供一揽子解决方案可打包出售，构筑核心竞争力	17
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测	18
5.2 投资建议及估值	19
6 风险提示	19

图表目录

图表 1：一张图读懂“洪都航空”	4
图表 2：公司发展历程	4
图表 3：股权结构稳定，实控人航空工业集团	5
图表 4：2025 年前三季度，公司营收 31.3 亿（+3.4%）	5
图表 5：2025 年前三季度，公司归母 1187 万（-16.5%）	5
图表 6：2020 年以来，公司归母净利率承压	6
图表 7：2024 年费用管控良好，期间费用率降低至 1.98%	6
图表 8：2025H1，教练机和其他航空产品收入贡献约 1:1	6
图表 9：2021 年以来，其他航空产品毛利率持续提升	6
图表 10：公司国外收入占比提升，2025H1 占比 28.5%	6
图表 11：公司国外业务毛利率波动，2023 年最高为 9.6%	6



图表 12:	25Q3 末合同负债 39.4 亿, 逐步消化.....	7
图表 13:	“近战小王子”——高级教练机教-10	7
图表 14:	教练机用于飞行员筛选和培训, 性能接近战机	7
图表 15:	美军用 T-6A 初教机和 T-7A 高教机进行训练	8
图表 16:	公司具备初级/中级/高级完整教练机产品谱系	8
图表 17:	教练机体系“三级”向“二级”变革	8
图表 18:	新型教练机外形与 F/A-18 “大黄蜂”相似, 被称为“小黄蜂”	9
图表 19:	美国 T-34 “导师”初级教练机	9
图表 20:	美国 T-6A 训练机	9
图表 21:	意大利 M-346 高级教练机	10
图表 22:	T-50I “金鹰”高级教练机	10
图表 23:	美国防部无人机发展路线图	11
图表 24:	XQ-58A “女武神”无人机 2019 年第二次试飞	11
图表 25:	攻击 11 与歼 20、歼 16 并排飞行	11
图表 26:	美军典型的空面导弹包括 JDAM、JASSM 和 JSOW	12
图表 27:	近 10 年, 美军削减针对恐怖组织的导弹预算 (单位: 百万美元)	12
图表 28:	近 10 年, 美军远程空面导弹预算呈上升趋势 (单位: 百万美元)	12
图表 29:	L15 挂载武器, 作为轻型战斗攻击机使用	13
图表 30:	2019 年迪拜航展 L15B 模型, 腹中线、翼下、翼尖均能挂载武器	13
图表 31:	公司导弹/弹药产品包括 YJ-9、YJ-91、KD-88、TL-7、TL-20、TL-30 等	13
图表 32:	美国机弹一体预研项目	14
图表 33:	“机弹一体”简化流程, 具备成本效率优势	14
图表 34:	逆差期→平衡期→顺差期, 2000-2024 年中国军贸实现“补短板”到“出能力”的飞跃	15
图表 35:	巴基斯坦使用的中械装备	15
图表 36:	2000-2024 年中、高级教练机军贸订单量 (单位: 架)	16
图表 37:	T-50/FA-50 的合同金额 (单位: 十亿美元)	16
图表 38:	高教机是中小国家的性价比选择, 2010 年后军贸市场持续签单	17
图表 39:	提供 L-15A、L-15B 两种解决方案, 满足进阶需求	17
图表 40:	L15 高教机已配挂三型自研导弹并试验成功	18
图表 41:	公司收入拆分和预测	18
图表 42:	可比公司估值	19



1 洪都航空：我国“厂所合一、机弹合一、战训合一”的教练机摇篮

1.1 两次资产运作，主营教练机与导弹业务

公司是我国教练机的摇篮，集科研、生产和经营于一体，兼具“厂所合一、机弹合一、战训合一”特点，主营教练机和防务产品。1) 教练机：主要产品为 CJ6 初级教练机、K8 基础教练机和 L15 高级教练机，并为客户提供集飞行员训练、地勤人员培训、训练保障为一体的一揽子训练解决方案。2) 防务产品，主要包括导弹产品，公司是国内重要的防务产品研制生产基地之一。

图表1：一张图读懂“洪都航空”



来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，SIPRI，IISS，iFinD，国金证券研究所

先后注入高教机与导弹业务，形成“机弹一体”发展格局。公司前身为1951年成立的国营洪都机械厂：制造的新中国第一架飞机“初教-5”在1954年实现成功首飞；制造的新中国第一枚海防导弹“上游一号”在1967年设计定型，正式装备海军舰艇；2000年，公司在上交所上市，主营初中级教练机产品。

- 2010年，公司定向增发，收购洪都集团高教机业务，形成完整教练机谱系；
- 2019年，公司进行资产置换，置出教练机零部件制造业务，同时置入洪都集团的导弹业务，形成“机弹一体”格局。

图表2：公司发展历程



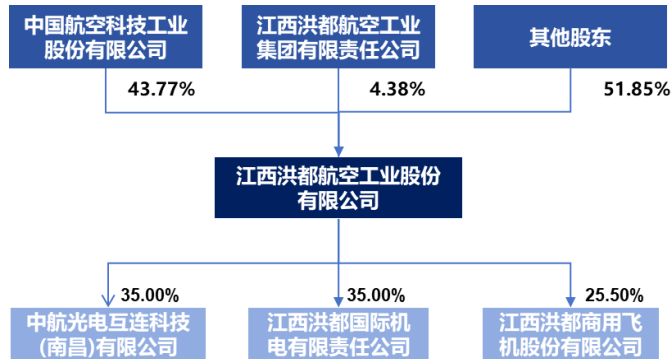
来源：iFinD，国家国防科技工业局，中国军网，公司招股书，国金证券研究所

股权结构稳定，实控人航空工业集团。截至2025Q3末，公司第一大股东为中航科工，持



股 43.77%；第二大股东洪都集团，持股 4.38%；实控人为航空工业集团。公司下设 3 家联营企业，其中，互连科技主营航空装备 EWIS 业务；国际机电主营航空产品生产、加工；洪都商飞主要业务为国内、国际商用飞机大部件、零组件的设计。

图表3：股权结构稳定，实控人航空工业集团



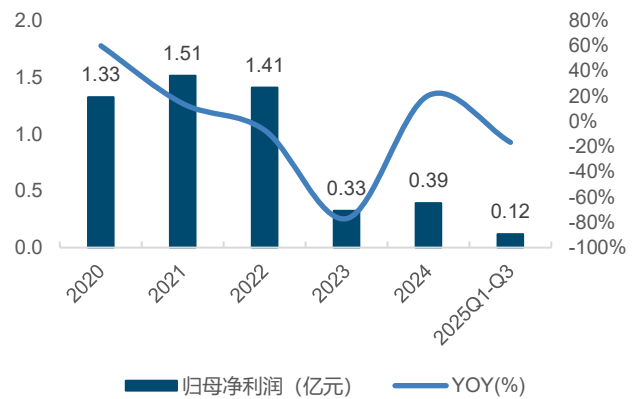
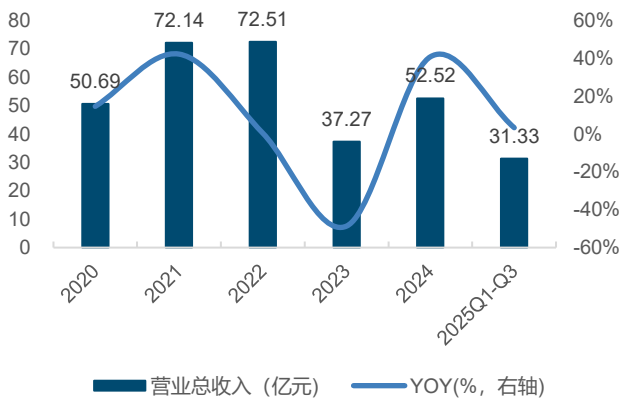
来源：iFinD，国金证券研究所

1.2 业绩恢复增长，在手订单充足保障后续发展

产品交付数量增加，公司重回增长赛道。公司资产置换完成后，受益于装备放量列装，产品交付增加，2020-2022 年，营收由 50.7 亿增长至 72.5 亿；归母分别为 1.33 亿/1.51 亿/1.41 亿，因南昌市政府对厂区部分土地进行整体收储，公司部分房屋被列入拆迁征收范围，分别取得资产处置收益 1.13 亿/0.74 亿/1.38 亿。2023 年，公司供应链状况发生变动，并对部分主营产品进行改进和改型，导致部分主营产品交付时间有所推迟，产品交付数量有所减少，营收下滑至 37.3 亿（-48.6%）；同时资产处置收益减少，归母下滑至 0.33 亿（-76.9%）。2024 年，产品交付数量增加，公司收入回升至 52.52 亿（+40.9%），实现归母净利润 0.39 亿（+20.7%）。2025 年前三季度，公司实现营收 31.3 亿（+3.4%），由于税金及附加较上年同期增加 2047 万，归母净利润同比下滑，实现归母净利润 1187 万（-16.5%）。

图表4：2025 年前三季度，公司营收 31.3 亿（+3.4%）

图表5：2025 年前三季度，公司归母 1187 万（-16.5%）



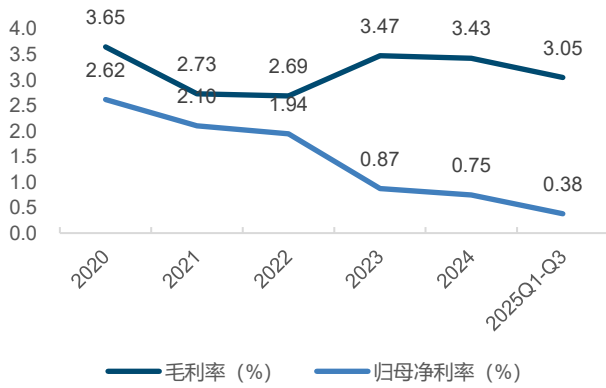
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

盈利能力方面，2020 年以来公司归母净利率承压。2020-2022 年，公司毛利率由 3.65% 降低至 2.69%，降低 0.96pct；归母净利率由 2.64% 降低至 1.95%，降低 0.69pct。2023 年公司毛利率 3.47%（+0.78pct），期间费用率提高至 3.16%（+0.85pct），归母净利率进一步降低至 0.87%（-1.08pct）。2024 年公司毛利率 3.43%（-0.04pct），期间费用率 1.98%（-1.35pct），由于计提资产和信用减值准备 0.35 亿，归母净利率降低至 0.75%（-0.12pct）。2025 年前三季度，公司实现毛利率 3.05%，归母净利率 0.38%，期间费用率 2.14%。

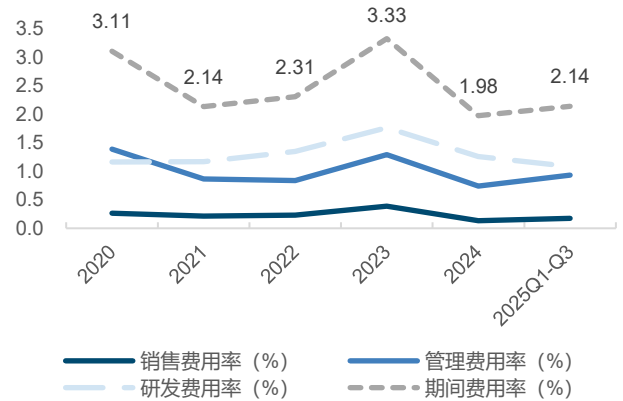


图表6: 2020 年以来, 公司归母净利率承压



来源: iFinD, 国金证券研究所

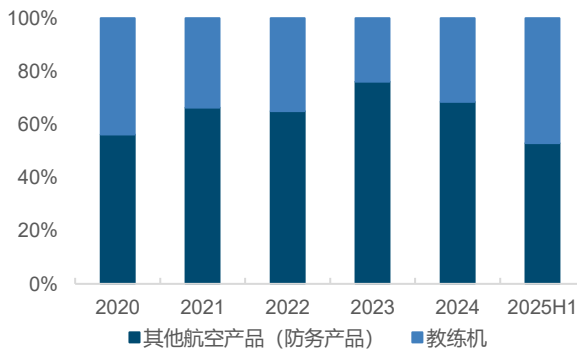
图表7: 2024 年费用管控良好, 期间费用率降低至 1.98%



来源: iFinD, 国金证券研究所

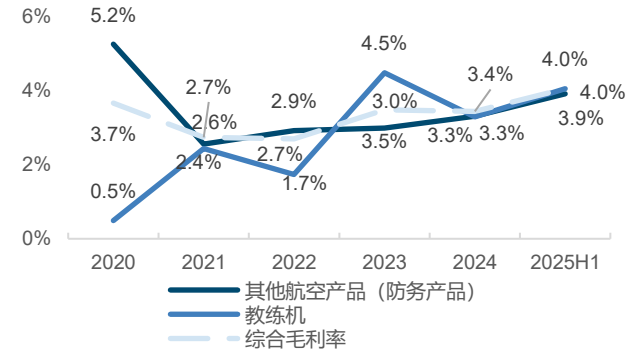
防务产品带动公司毛利率提升, 2025H1 教练机营收占比接近 50%。营收构成上, 2023 年以来, 公司教练机产品收入占比持续提升, 2025H1 教练机收入占比 46.9%。分产品毛利率方面, 2021 年以来, 防务产品毛利率持续提升, 由 2021 年的 2.6% 提升至 2025H1 的 4.0%, 由于防务产品始终为公司最大收入来源, 公司综合毛利率由 2021 年的 2.7% 提升至 2025H1 的 4.0%。

图表8: 2025H1, 教练机和其他航空产品收入贡献约 1:1



来源: iFinD, 国金证券研究所

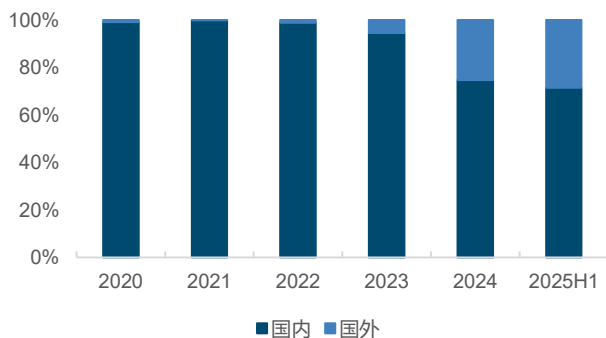
图表9: 2021 年以来, 其他航空产品毛利率持续提升



来源: iFinD, 国金证券研究所

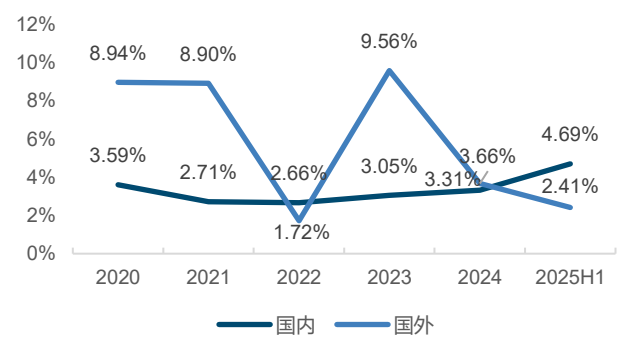
国外收入占比提升, 毛利率高于国内。公司国外收入由 2020 年的 0.41 亿增长至 2024 年的 13.24 亿, CAGR 达到 137%; 同时收入占比也由 2020 年的 0.8% 提升至 25.2%。毛利率方面, 公司国外业务毛利率波动明显, 在 2020-2021 年、2023-2024 年高于国内业务毛利率, 毛利率差值最高达到 6.5pct。2025H1, 公司国外收入 4.34 亿元, 占总收入的 28.5%, 实现毛利率 2.41%。

图表10: 公司国外收入占比提升, 2025H1 占比 28.5%



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表11: 公司国外业务毛利率波动, 2023 年最高为 9.6%

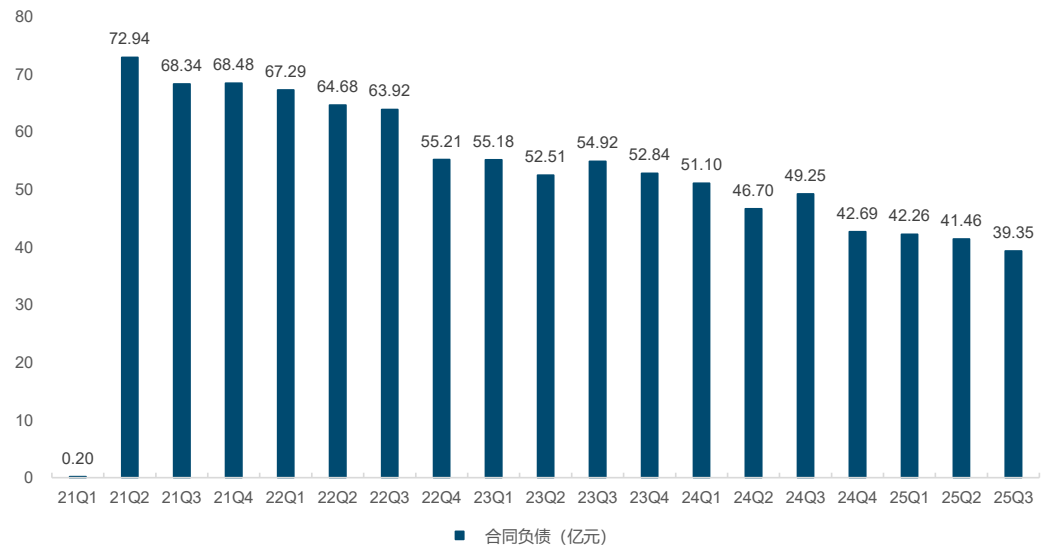


来源: iFinD, 国金证券研究所



公司 2025Q3 末合同负债为 39.4 亿，在手订单充足。2021 年初“十四五”相关批量采购订单集中下达，主机厂合同负债大幅增加，并在“十四五”期间逐步交付结转收入，合同负债随之减少。由于“十五五”新增订单尚未大规模落地，因此五年周期内合同负债从激增到逐步下降。公司 2021Q2 以来，合同负债逐步消化，2025Q3 末合同负债为 39.4 亿，公司作为航空主机厂，资产负债表端大额合同负债表征下游预付款，随后续产品交付业绩有望持续释放。

图表 12: 25Q3 末合同负债 39.4 亿，逐步消化



来源: iFinD, 国金证券研究所

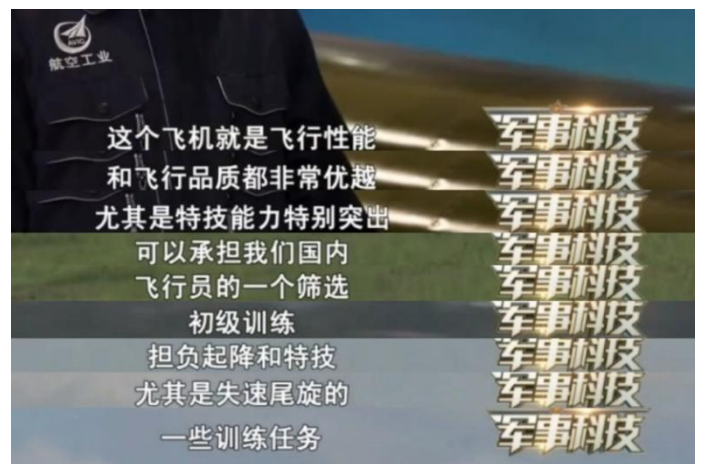
2 稀缺的全谱系教练机总装单位，受益于教练机、无人机景气向上

2.1 国内领先教练机总装单位，产品谱系齐全

教练机用于训练飞行员基本飞行技能，兼具低成本与高性能。教练机是以训练合格飞行员为目的而研制生产的飞机，具备高安全性、价格相对便宜、耐用、维护简便等特点。1) 经济性：教练机作为日常训练和培训中的“耗材”，使用强度大，价格较低的同时，具备使用寿命长、使用成本低、出勤率高、容易维护等特点。2) 性能接近战机：教练机的任务是培训满足军方需求的飞行员，因此飞行性能必须能够接近现役战机。

图表 13: “近战小王子”——高级教练机教-10

图表 14: 教练机用于飞行员筛选和培训，性能接近战机



来源: 央视新闻, 国金证券研究所

来源: 航空知识, 国金证券研究所

飞行员通过初教机和高教机的训练后衔接战斗机，大幅节约训练成本。以美国的训练体制为例，先用 T-6 初级教练机筛选具备潜力的飞行员，再用 T-7 高级教练机模拟战机性能，经过 T-7 训练后，飞行员可直接驾驶 F-16、F-35 等战斗机，无需再用战斗机进行入门适



配训练。

图表15: 美军用 T-6A 初教机和 T-7A 高教机进行训练



来源: 看航空, 光明网, 国金证券研究所

公司具备初级/中级/高级完整教练机产品谱系, 是国内领先全谱系教练机总装单位。公司作为航空工业集团核心教练机研发基地, 依托独特的“厂所合一”机制, 构建覆盖教练机设计研发、试验试飞、批量生产、服务保障全生命周期的完整研制体系。1) 初教-6: 经典初级教练机, 持续改进升级; 2) K-8: 中级教练机, 在国际市场占据重要份额; 3) L-15: 高级教练机, 代表新一代教练机的先进水平, 衔接第三代、第四代战斗机的训练需求。

图表16: 公司具备初级/中级/高级完整教练机产品谱系

类型	型号	示意图	介绍
初级教练机	PT6 (CJ6、初教6)		PT6 飞机是我国第一种初级教练机, 于 1958 年 8 月首飞成功。该机自投产以来共生产了数千架, 为我国培养了数以万计的飞行员, 堪称“中国飞行员的摇篮”。
基础教练机	K8		K8 教练机主要承担飞行员的基础和部分高级训练任务。加装多功能平显与视频摄像系统后, 飞机实现了信息综合显示与飞行控制的统一, 能更好地完成夜航、特技、编队、失速尾旋等飞行训练科目, 是一款理想的新一代喷气式基础教练机。
高级教练机	L15 (教10)		L15 具备典型的第三代战斗机特征, 设计上采用了大边条翼气动布局、高度翼身融合体结构、先进数字电传飞控与综合航电系统。该机机体设计寿命达一万小时, 具有较高的训练效费比。

来源: 公司公告, 公司官网, 中航工业微信公众号, 澎湃新闻, 国金证券研究所

教练机体系“三级”向“二级”变革, 牵引需求放量。传统的三级制存在周期长、成本高等弊端, 而“初教-6 直上教-10”的新型二级模式, 通过让教-10 同时承担高级与战术训练职能, 显著提升了训练效率与效费比。“两机两级制”使得教-10 在训练体系中的核心地位与单机价值空前凸显, 并因其承训任务大幅增加而催生出更大的机队数量需求。公司作为教-10 的独家研制单位, 有望将直接受益于需求扩张。

图表17: 教练机体系“三级”向“二级”变革

“三机三级制”			“两机两级制”		
训练阶段	教练机类型	训练项目	训练阶段	教练机类型	训练项目
初级训练阶段	初级教练机	飞行能力鉴定筛选、适应性飞行和技术入门训练	初教阶段	初级教练机	学会起飞、着陆技能, 学会飞机驾驶技术等初级驾驶技能
中级训练阶段	中级教练机	掌握基本驾驶技能, 获得基本飞行能力	高教阶段	高级教练机	空中格斗战术训练、空对地攻击、基本战术对抗训练等飞行训练项目
高级训练阶段	高级教练机	掌握全面的驾驶技能, 学会使用先进雷达与武器等			

来源: 中国军网, 《教练机》, 国金证券研究所

在现有初中高级教练机基础上, 公司发展新基教和“小黄蜂”教练机。根据公司 2024 年年报, 公司正在对 CJ6 初级教练机改型改良, 增强其适应民用市场能力和竞争力; 对 K8 基础教练机则正在开展新基教研制, 以适应国内外客户新时期训练体制的要求; 对 L15 新一代高级教练机则努力实现低成本复现先进战斗机的性能和系统功能。2025 年 10 月, 新型教练机试飞, 其外形与 F/A-18 “大黄蜂”相似, 被称为“小黄蜂”, 它配备坚固的三点式起落架, 双前轮, 向前延伸的大边条设计有助于提高大迎角和低空速状态下的机动性,



可以在航母上部署，拥有相当广阔的发展前景。

图表18: 新型教练机外形与F/A-18“大黄蜂”相似，被称为“小黄蜂”



来源：央视新闻，国金证券研究所

2.2 教练机市场空间广阔，国外相似型号目标交付千架以上

国外主要初级教练机型号包括 T-34、T-6，主要高级教练机型号包括 M-346、T-50。国外初教机各型号均有千架以上交付，高教机仍在交付中，目标是千架以上。

- T-6 是美国现役初级教练机型号，单价约 890 万美元，交付超过 1000 架。2) 美国比奇公司研发的单发双座初级教练机，用于取代空军的 T-37B 教练机和海军的 T-34C 教练机；空军型号为 T-6A，海军型号为 T-6B。根据 AeroCorner，T-6 单价约 890 万美元；根据 TEXTRON AVIATION，截至 2023 年 8 月 10 日，比奇 T-6 Texan II 已售出超过 1000 架，在 13 个国家和两所北约飞行学校的飞行时间超过 500 万小时。
- T-34 是美国已退役的初级教练机型号，全生命周期交付了 1226 架。T-34 美国比奇公司研发的单发双座初级教练机，有 T-34A/B/C 和 AT-34C-1 等多种演变型号，T-34A 最开始在美国空军服役，量产到 1956 年停产；1955 年 5 月 T-34B 开始在美国海军服役；T-34C 则是改装涡桨发动机的改进型。根据 T-34 Association，T-34 教练机的主要型号总共生产了至少 1226 架飞机，其中包括美国空军 450 架 T-34A、美国海军 423 架 T-34B，及 353 架 T-34C “涡轮导师”。

图表19: 美国 T-34 “导师”初级教练机



图表20: 美国 T-6A 训练机



来源：科普中国，国金证券研究所

来源：《国际航空》杂志社，国金证券研究所

- M-346 是欧洲典型高级教练机型号，单价约 2500-4900 万美元，交付超过 126 架。M-346 是意大利莱昂纳多公司研制的双发双座高级喷气式教练机，已投入意大利、新加坡、以色列、波兰、卡塔尔和希腊空军使用。根据 Defense News，M-346 单机约 2500 万美元，根据莱昂纳多公司官网，2014 年莱昂纳多公司以 1.2 亿欧元的价格向意大利空军提供 3 架 M-346，飞机、飞行模拟器、地面训练系统，根据当时汇率，打包价格约为单架 4900 万美元。根据 Defense News，截至 2024 年 4 月 20 日，M-346 和 M-



346FA（衍生的轻型战斗机型号）共售出 126 架，客户包括意大利、以色列、波兰、新加坡、卡塔尔、尼日利亚等。

- T-50 是美国典型高级教练机的型号，单价约 2500 万美元，交付超 250 架，目标交付 1000 架。T-50 是韩美联合研制（美国洛克希德·马丁公司、韩国 KAI 航空工业公司）的单发双座高级教练机，该机以 F-16“战隼”战斗机为基础研发，机体结构、子系统的相似度接近 80%；在研制初期就明确将面向国际军贸市场出口，已陆续装备韩国、印尼、伊拉克、秘鲁、菲律宾、泰国等国家。根据洛克希德·马丁官网，目前有超过 250 架 T/FA-50 飞机在及衍生型号订单，包括 T-50B、TA-50 和 FA-50，客户涵盖韩国、印度尼西亚、菲律宾、伊拉克、泰国、波兰和马来西亚等国家。此外，在 2022 年的范堡罗航展上，KAI 前任首席执行官安贤浩表示，公司目标是最终在全球销售 1000 架 T-50 及衍生型号。

图表21：意大利 M-346 高级教练机



图表22：T-50I “金鹰”高级教练机



来源：科普中国，国金证券研究所

来源：中国军网，国金证券研究所

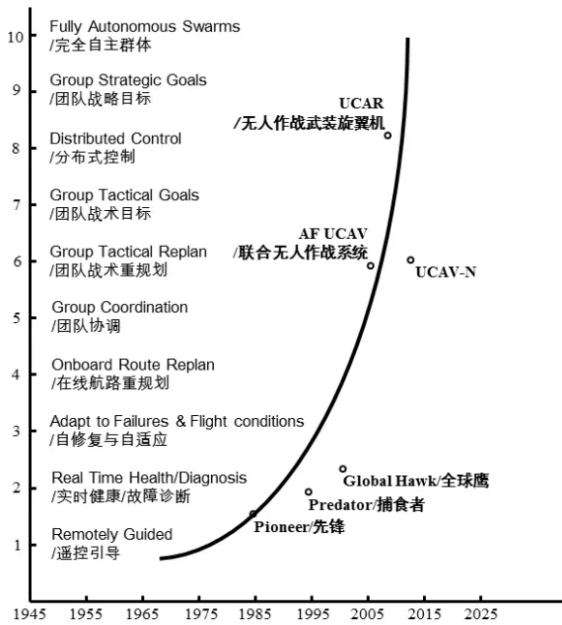
2.3 洪都集团是攻击 11 生产基地，有人-无人协同作战装备领域积累深厚

有人-无人协同作战成为未来战争的发展趋势。近年来，在大国竞争军事背景和人工智能技术浪潮的推动下，无人机加快主战化、智能化、协同化发展，美、俄、欧等竞相发布协同作战装备概念，加速研发相应的关键技术和目标装备。各国尽管在具体路线上存在一定差异，但无人机与有人机编组行动、适应强对抗战场环境、执行协同作战任务的发展趋势已经成为共识。

美国的 XQ-58A “女武神”无人机是适配有人-无人协同作战模式的标杆性装备。XQ-58A 是美国空军研究实验室与克雷拓斯安全防卫公司联合研发的高速、远程、低成本无人平台，由于其成本低，能够大规模投入作战。XQ-58A 已公开的订单包括 2 架美国海军陆战队、2 架美国海军的订单，其厂商 Kratos 决定投资并开始批量生产 24 架女武神，以便在合同授予前率先进入市场。此外，2025 年 7 月 Kratos 宣布与空客合作，向德国空军提供 XQ-58 的衍生型号，目标 2029 年服役。



图表23: 美国防部无人机发展路线图



图表24: XQ-58A “女武神” 无人机 2019 年第二次试飞



来源: 王海峰《高性能协同作战无人机的发展与思考》, 国金证券研究所

来源: 美国空军实验室, 国金证券研究所

攻击 11 作为隐身无人机攻击机, 是中国空军“有人-无人协同作战体系”的核心环节。攻击-11 无人机, 是世界上第一款正式装备部队的隐身无人战机, 隐身能力超过所有装备部队的无人战机。攻击 11 采用飞翼布局, 具备高度优化的隐形设计, 可执行穿透性空对地打击和情报、监视和侦察 (ISR) 任务, 具有作为电子战平台用于空对空作战的潜力。

攻击 11 已正式服役, 作为智能化空战平台配合有人机执行任务。2025 年 11 月, 攻击 11 首飞, 代号“玄龙 08”。根据 CCTV 报道, 攻击 11 有人和无人编队飞行、编队作战有可能成为中国空军未来常规模态。

图表25: 攻击 11 与歼 20、歼 16 并排飞行



来源: CCTV, 国金证券研究所

攻击 11 由沈阳飞机设计研究所研制, 洪都飞机集团公司制造, 随着未来战争形态向无人化、智能化发展, 洪都集团在教练机和无人机领域具备技术积累, 有望持续受益。



3 多款导弹产品，公司“机弹一体”协同优势显著

3.1 空面导弹是现代战争打击体系的核心，美军近年增加采购远程导弹

空面导弹 (ASM, Air-to-Surface Missile) 是从轰炸机、战斗机、直升机、无人机等军用飞机发射的导弹，用于打击陆地或海上目标，能在敌方领土上空建立领空优势。空面导弹可以分为战术 (战略) 空地导弹、反辐射导弹、空射巡航导弹、空舰导弹和反坦克导弹等，美军典型的空面导弹包括 JDAM、JASSM 和 JSOW。

图表26: 美军典型的空面导弹包括 JDAM、JASSM 和 JSOW

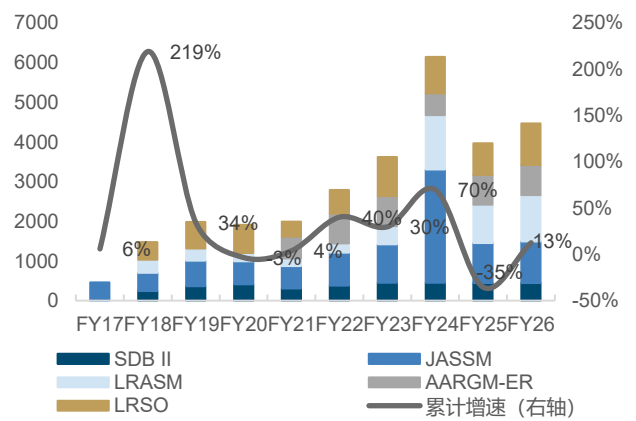
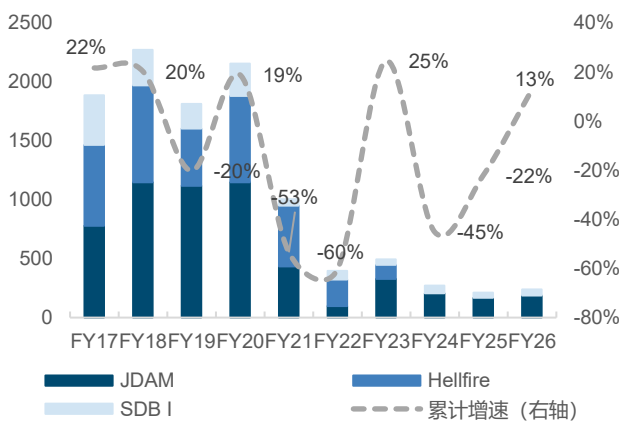


来源: 中国指挥与控制学会, 美国空军 Fact Sheet, RTX/Raytheon 产品页, Lockheed Martin 官方产品页, 美国海军 Fact File, DoD Selected Acquisition Report, DoD Selected Acquisition Report, 美国空军预算论证书, 国金证券研究所

近年来, 美军削减采购“杰达姆 (JDAM)”炸弹、“小直径炸弹 (SDB I)”和“地狱火”导弹, 大批量采购适合太平洋作战的远程导弹。根据美国国防部, FY2021 以来, 美军削减针对无防空武器的恐怖组织的 JDAM、SDB I、地狱火等, 这类射程只有几十公里的精确制导弹药的采购预算, 同时增加射程更远的、针对拥有先进防空系统国家的空面导弹采购预算; FY2017 至 FY2026, SDB II、JASSM、LRASM、AARGM-ER 和 LRSO 远程空面导弹的合计采购预算由 4.6 亿美元增加至 44.7 亿美元, CAGR 约为 28.7%。

图表27: 近 10 年, 美军削减针对恐怖组织的导弹预算 (单位: 百万美元)

图表28: 近 10 年, 美军远程空面导弹预算呈上升趋势 (单位: 百万美元)



来源: 美国国防部, 国金证券研究所

来源: 美国国防部, 国金证券研究所

3.2 公司为空海军主战平台提供系列化导弹装备

L15 具备对地攻击、空战能力, 可以作为轻型战斗攻击机使用。L-15 绰号“猎鹰”, 是按照国际标准自主设计研发的军贸超音速高级教练机, 2006 年首飞, 主要用于飞行训练, 也可用于近距离空中支援、对地对海攻击。目前已发展了 L-15A、L-15AW、L-15B 以及教练-10 等多种型号, 形成了系列化发展。

- L15: 设计制造源于第三代战斗机技术, 在设计上预留了轻型战斗机、轻型攻击机的改进设计余地, 具备优良的飞行性能、机动能力和操纵性能, 适合中低空机动飞行。



- 外贸版加强型 L-15：可以携带两枚航空炸弹，两枚红外空空导弹，作为轻型战斗攻击机使用。
- L15B：在 L15 基础上发展而来，有 9 个外挂点，包括机腹中线 1 个、翼下 6 个和翼尖 2 个。可携带 TL-10 反舰导弹、PL-5EII 近距格斗空空导弹、LS-6 250 千克防区外制导滑翔炸弹、LS-6 500 千克防区外制导滑翔炸弹、普通航空炸弹、多管航空火箭发射器和机炮吊舱等武器装备。

图表29: L15 挂载武器, 作为轻型战斗攻击机使用

图表30: 2019 年迪拜航展 L15B 模型, 腹中线、翼下、翼尖均能挂载武器



来源: 央视新闻, 国金证券研究所

来源: 航空工业洪都, 国金证券研究所

公司提供“平台+弹药”整体解决方案, 发挥“机弹合一”独特优势。公司在导弹设计与战机平台的兼容性方面具有显著技术积累, 这种系统集成能力使得公司导弹产品能够与各型战机实现最优匹配, 形成完整的“侦察-打击”链条。目前, 公司已建立起从研发设计到试验验证的全流程研制体系, 为空海军主战平台提供系列化导弹装备。

图表31: 公司导弹/弹药产品包括 YJ-9、YJ-91、KD-88、TL-7、TL-20、TL-30 等

型号	YJ-9	YJ-91	KD-88	TL-7	T-L20	TL-30
类型	反舰导弹	反辐射/反舰导弹	空地导弹	反舰导弹	精确制导弹药	巡飞反辐射导弹
介绍	国内型号YJ-9, 装备在舰载Z9D直升机, 执行对小型舰艇的打击任务, 一发就能让小型舰艇瘫痪; 外贸版YJ9-E, 可挂载于喷气式固定翼飞机, 更换导引头实现多功能, 具备精确对地攻击能力	分为反辐射和反舰两个型号: 反辐射型头部装有被动雷达导引头和杀伤爆破战斗部; 反舰型头部装有主动雷达导引头和半穿甲战斗部	一弹多头, 复合制导模式, 包括雷达/红外/电视制导; 可在我国国产第三代战机和第二代改进型战机搭载	TL-7A/TL-7B/TL-7C型分别从战斗机/地面装置/舰艇上发射	外贸型号, 采用GPS/INS(卫星/惯导)+半主动激光制导的多模制导方式, 通过增程滑翔模块, 配合激光照射, 具备打击远距离的敌方车辆目标能力; 在L15、无人机上进行过挂载试飞	既可以直接攻击目标, 也可以根据需要, 在目标区域上空长期巡逻; 像无人机一样承担侦察监控、目标指引、态势感知、目标毁伤效果判断等一系列任务; 在巡弋时间接近尾声时, 攻击已暴露的敌方雷达
挂载图	挂载于L15	挂载于歼-10B	挂载于歼10C		挂载于L15	挂载于歼-16D
示意图						

来源: 环球时报, 中国青年网, 兵工科技快讯, 演兵场, 澎湃, 观军, 西陆网, 国金证券研究所

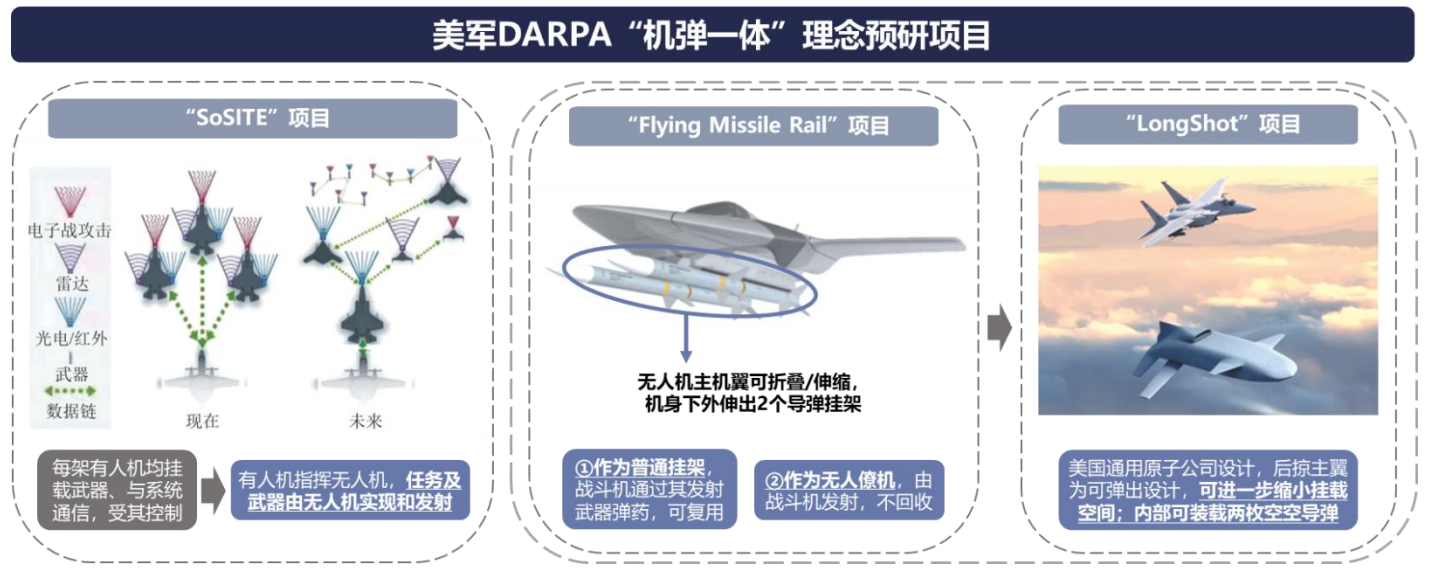
3.3 “机弹一体”简化流程, 同时适配现代作战需求

机弹一体化设计是未来发展方向, 美国已有类似项目储备。根据论文《面向机弹一体的未来空战火力运用思考》, 未来空战将呈现“智能、无人、自主、分布、协同”等新特征, 在体系和网络支持下, 长时慢速滞空和快速火力打击灵活组合, 呈现机弹一体深度融合的趋势。美军尚未直接提出机弹一体作战概念, 但美国国防高级研究计划局(DARPA)开展的预研项目中, 有诸多类似理念的体现。



- “SoSITE”（体系集成技术和试验）项目：将杀伤性武器等任务载荷与无人机进行一体化融合设计，打破传统机弹任务分工，提升传统机载武器效能，显著扩大作战范围，同时强化有人机战场生存能力。
- “Flying Missile Rail”（飞行导弹挂架）项目：以可飞行的导弹挂架为设计目标，由F-16、F/A-18等三代机搭载和控制并可发射机载武器。
- “LongShot”（远射）项目：目标是开发一型空射无人机，可携带并发射多型空空武器。“远射”无人机采用隐身设计，并强调内埋中近程导弹。

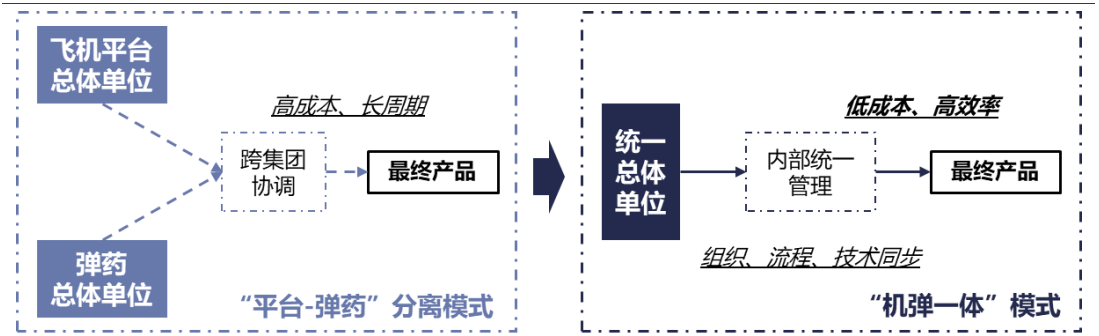
图表32：美国机弹一体预研项目



来源：李晓冬《面向机弹一体的未来空战火力运用思考》，国金证券研究所

“机弹一体”简化流程，具备成本效率优势。传统的“平台-弹药分离”模式需要在多个集团之间完成组织、流程、技术、文档的多轮对接，导致时间成本高、协调成本大。“机弹一体”通过把平台与弹药统一在同一集团内部，实现组织合一、流程合一、技术同步，从根本上消除了跨总体单位的协调需求，简化了型号论证与定型流程，具备显著的成本效率优势。

图表33：“机弹一体”简化流程，具备成本效率优势



来源：国金证券研究所整理

4 全球教练机市场需求升温，公司打造军贸出口整体解决方案

4.1 中国军贸实现顺差，印巴冲突中械装备表现亮眼

2000 - 2024 年我国军贸进出口实现贸易逆差期→平衡期→顺差期的转变：其底层动因在于我国装备谱系完整度、系统集成能力和自主化率的提升，折射出从“补短板”到“出能力”的变迁。

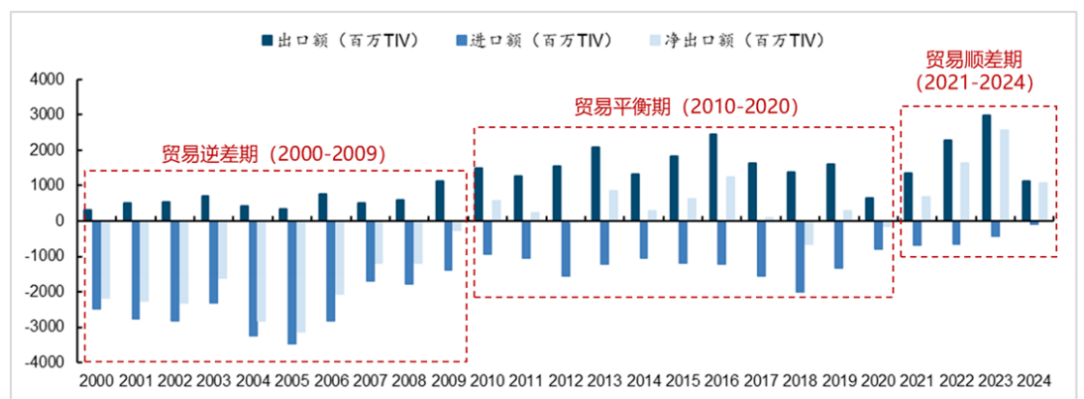
- 贸易逆差期（2000-2009）：我国军贸进口价值量大于军贸出口价值量，呈现贸易逆



差。净逆差平均达-2000 百万 TIV 以上，反映出中国部分先进装备仍依赖进口，其中大部分进口自俄罗斯，包括 MI-17、SU-30MK 等型号飞机、956/636 级驱逐舰、S-300 防空系统等主战装备，或因当时我国自主主战装备尚未实现批量化生产。

- 贸易平衡期 (2010-2020)：自主替代与出口突破并行。2010 年起，中国军贸进入“出口增、进口降”的结构调整期，整体呈出口与进口趋于平衡状态。随着歼-10、054A 舰、红旗系列导弹等具备外销潜力的国产装备成熟，中国在飞机、舰船和导弹领域的出口能力大幅提升，装备自主化提升成为军贸结构改善的关键原因。
- 贸易顺差期 (2021-2024)：谱系化、体系化输出能力增强。2021 年后，我国军贸净出口价值量首次连续为正，2023 年更是高达 2551 百万 TIV，创历史新高。这背后是整体体系军贸能力的形成，中国开始具备向中东、非洲、东南亚等地区输出完整作战体系解决方案的能力。随着陆军合成旅实战体系的亮相与销售，我国火炮、装甲车、传感器等类别武器装备出口价值量亦持续增长








图表34：逆差期→平衡期→顺差期，2000-2024 年中国军贸实现“补短板”到“出能力”的飞跃



来源：SIPRI，国金证券研究所

印巴冲突中械装备表现亮眼，有助于中国军贸出口。根据 SIPRI 数据，过去五年巴基斯坦进口装备中 81% 来自中国，其中包括先进的战斗机、导弹系统、雷达和远程防空平台。本次冲突中巴基斯坦使用的中械装备包括歼-10CE 战斗机、JF-17 “枭龙” 战斗机、PL-15E 空空导弹、HD-1A 导弹、CM-400AKG 超音速反舰导弹、SH-15 车载加榴炮等。

图表35：巴基斯坦使用的中械装备

中械装备	作战效果	简介	图片	
战斗机	J-10CE	击落印度多架战机	全天候、单发、单座、多用途三代+战斗机，实现我国航空主战装备成体系、成建制出口	
	JF-17 “枭龙”	搭载HD-1A、CM-400AKG导弹，摧毁印方S-400防空系统	中国与巴基斯坦联合研制和生产的以空空作战为主、兼有较强空地作战能力，全天候、单发、单座、轻型多用途第三代战斗机	
	PL-15E	搭载于歼-10CE战斗机，击落印度无人机	具有高级发动机、超视距、高速等先进技术的中程空空导弹	
导弹	HD-1A	搭载于JF-17，摧毁印方S-400防空系统	空对地型导弹	
	CM-400AKG	搭载于JF-17，摧毁印方S-400防空系统	以SY-400战术导弹为原型研制的高超音速反舰导弹	
弹药	HQ-9	可前推部署、封锁印军支援方向与回避路径、为空中“打击编队”提供纵深依托	第一种国产第三代中高空中远程防空导弹	
	SH-15	发射标准炮弹、火箭增程弹等多种弹药，具备高精度和快速机动能力	采用我军新一代大口径车载加榴炮技术的车载火箭炮	

来源：Defence Pekiistan，环球网，新华日报，央视新闻，参考消息，中国青年网，上海市国防科技工业协会，中国航天科工，



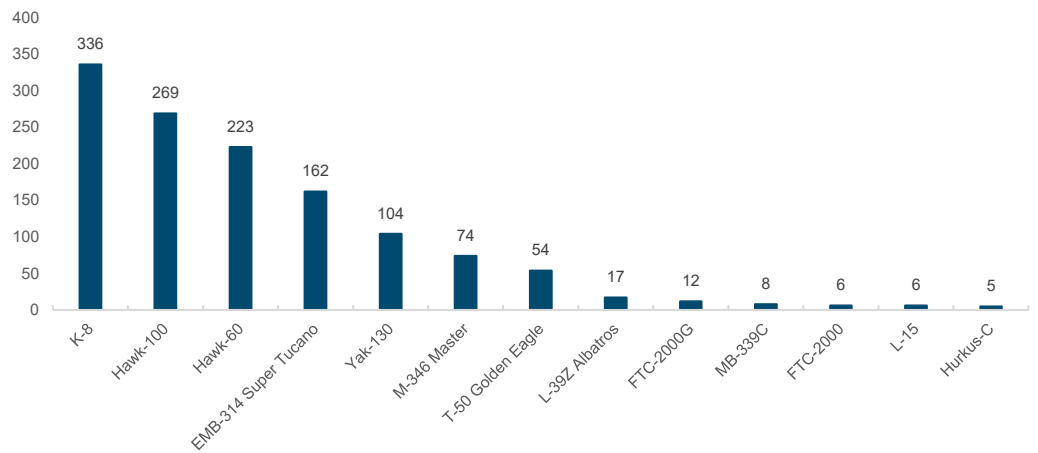
中航工业成飞, 广东宏大, 观察者网, 千龙网, 兵工科技快讯, 望谔科技微信公众号, 雄鹰劲旅微信公众号, 政知道微信公众号, 军式次位而微信公众号, 国金证券研究所

4.2 军贸市场需求升温, 中小国家采购教练机是高性价比选择

各国三/四代机列装, 对教练机的需求增加。随着各国第三、四代先进飞机的逐步配备, 对飞行员技能训练及飞行训练装备的要求不断提高, 中、高级教练机已成为全球军贸市场交易的主体, 各国对中、高级教练机的需求从质量和数量上都将有较大的增长。

K-8 教练机在军贸市场畅销, 有望为我国教练机后续出口奠基。根据 SIPRI, K-8 是 2000-2024 年全球中、高教机最畅销的军贸产品, 2000-2024 年累计交付 336 架, 占据 26.3% 市场份额, 较第二名 Hawk-100 多售出 67 架。K-8 的全生命周期成本低, 能以更少预算覆盖更多训练科目, 且能提供培训/备件/MRO 的整体方案。K-8 教练机在国际市场上的火爆畅销, 有望从市场口碑、合作模式、技术推广和产品体系等方面, 为我国教练机后续出口奠定基础。

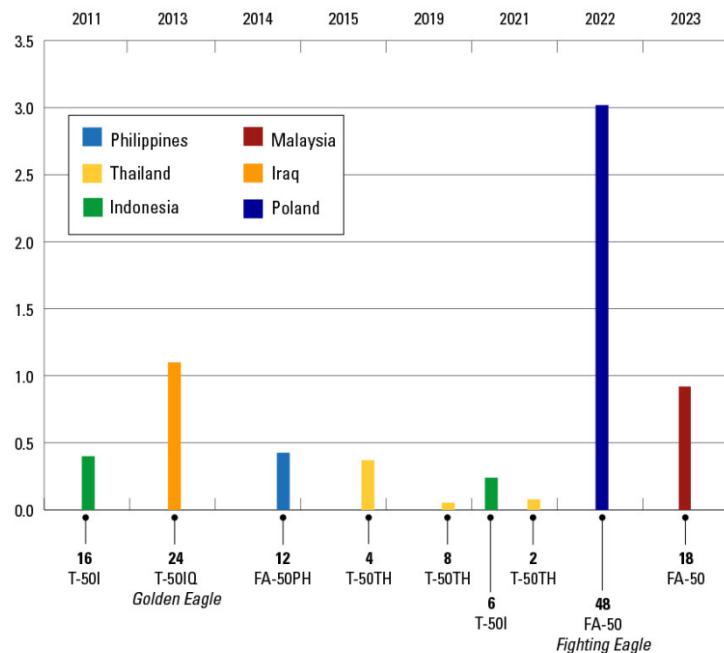
图表36: 2000-2024 年中、高级教练机军贸订单量 (单位: 架)



来源: SIPRI, 国金证券研究所

高教机一机两用, 是中小国家的性价比选择。对于许多中小国家来说, 一方面, 国防压力较小, 用高教机改装教练机可以较好完成防空任务; 另一方面, 高级教练机可以为下一代战机储备飞行人才, 扩充飞行员后备力量, 可谓一举两得。

图表37: T-50/FA-50 的合同金额 (单位: 十亿美元)





来源：IISS, 国金证券研究所

图表38：高教机是中小国家的性价比选择，2010年后军贸市场持续接单

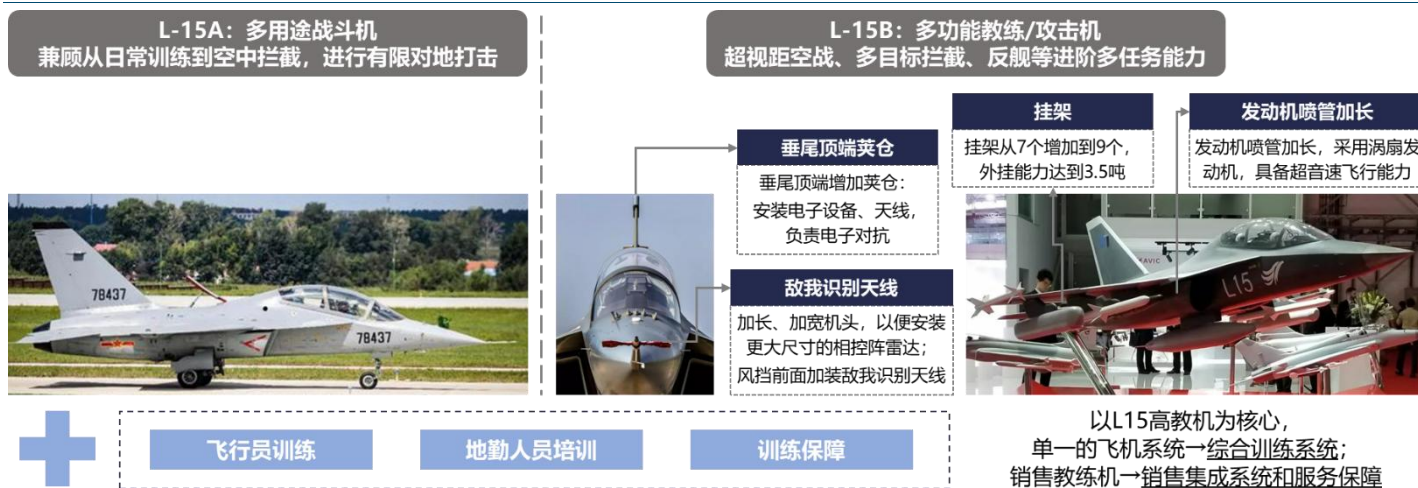
年份	采购国	型号	架数	金额	单价
2010年	新加坡	M-346	12	4.12亿美元	约3400万美元
2010年	印度	Hawk	57	7亿英镑(约10.1亿美元)	约1800万美元
2011年	印尼	T-50	16	4亿美元	约2500万美元
2011年	伊拉克	T-50	24	11亿美元	约2200万美元
2011年	菲律宾	T-50	12	4.21亿美元	约3500万美元
2015年	泰国	T-50	4	1.1亿美元	约2750万美元
2017年	泰国	T-50	8	2.58亿美元	约3200万美元
2017年	老挝	YK-130	10	3亿美元	约3000万美元
2018年	赞比亚	L-15	6	1亿美元	约17000万美元
2021年	印度尼西亚	T-50	6	2.4亿美元	约4000万美元
2023年	马来西亚	FA-50(T-50)	18	1.5万亿韩元(9.2亿美元)	约5100万美元

来源：中国军网, Aviation International News, Times of India, FightGlobal, Kuedistan24, Defense Mirror, Asian Defense Journal, DefenseNews, defenceWeb, Interfax, 国金证券研究所

4.3 公司提供一揽子解决方案可打包出售，构筑核心竞争力

公司提供一揽子解决方案(含培训)，在军贸市场的议价能力强、客户黏性强。公司以L15高级教练机为核心，将传统意义上的教练机业务内涵进行延伸，不断探索、构建三位一体的训练效能体系，由单一的教练机功能向综合训练系统拓展，由销售教练机向销售集成系统和服务保障发展，为客户提供集飞行员训练、地勤人员培训、训练保障为一体的一揽子训练解决方案。

图表39：提供L-15A、L-15B两种解决方案，满足进阶需求



来源：兵工科技，航空工业洪都，公司公告，国金证券研究所

L15可挂载导弹，“机弹一体”增强军贸竞争力。L15高教机已配挂三型自研导弹并试验成功，三型产品挂载成功丰富了L15高教机打击能力，提高整体竞争力。2018年9月18日，公司在某基地进行了L15高教机挂载两型外贸产品YJ9E及TL20打靶飞行试验，飞机分别在三个不同高度进行发射，导弹发射正常，机弹正常分离，发射后导弹各系统工作正常，飞行正常，制导弹直接命中靶心。



图表40: L15 高教机已配挂三型自研导弹并试验成功



来源: 航空工业洪都, 国金证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- 飞机产品:** 每年四季度是公司的交付旺季, 2020-2024 年四季度占全年营收的比重在 40%~62%; 另外考虑到公司在 2025 年中报披露的 44.3 亿履约义务将于 2025 年度确认收入, 且 2025Q3 末公司合同负债 39.4 亿, 预计 2025-2027 年飞机产品销售收入分别为 37.6 亿元、75.4 亿元、108.4 亿元, 同比分别+128.3%、+100.5%、+43.8%。毛利率方面, 考虑到规模效应带来成本摊薄, 预计 2025-2027 年毛利率分别为 4.0%、4.5%、4.6%。
- 防务产品:** 公司弹药相关产品品类丰富, 充分挖掘“机弹一体”优势, 提高整体竞争力。预计 2025-2027 年收入分别为 39.4 亿元、44.2 亿元、50.7 亿元, 同比分别+10.0%、+12.3%、+14.6%。预计 2025-2027 年毛利率 3.9%、4.0%、4.2%。
- 其他业务:** 非公司核心收入来源, 预计 2025-2027 年收入分别为 0.2 亿元、0.2 亿元、0.2 亿元, 预计 2025-2027 年毛利率 25.0%、25.0%、30.0%。
- 核心费用率:** 考虑到公司加大海外拓展、开展新基教研制, 销售和研发费用率有望小幅提升, 预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 0.1%/0.1%/0.2%, 预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 0.8%/0.8%/0.8%, 预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 1.3%/1.3%/1.4%。

图表41: 公司收入拆分和预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)						
飞机产品	2,517.26	882.26	1,646.86	3,760.00	7,540.00	10,840.00
yoy	5.89%	-64.95%	86.66%	128.31%	100.53%	43.77%
防务产品	4,687.34	2,811.38	3,583.02	3,941.32	4,424.13	5,070.51
yoy	0.03%	-40.02%	27.45%	10.00%	12.25%	14.61%
其他业务	46.05	33.28	22.17	22.39	22.62	22.84
yoy	-69.48%	-27.73%	-33.38%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	7,250.64	3,726.93	5,252.06	7,701.32	11,964.13	15,910.51
yoy	0.50%	-48.60%	40.92%	46.63%	55.35%	32.99%
毛利 (百万元)						
飞机产品	43.54	39.42	54.05	148.88	338.52	501.92
防务产品	136.34	83.82	118.35	151.74	176.97	210.43
其他业务	14.91	6.15	7.58	5.60	5.65	6.85
合计	194.8	129.39	179.98	306.22	521.14	719.20
毛利率						



	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
飞机产品	1.73%	4.47%	3.28%	3.96%	4.49%	4.63%
防务产品	2.91%	2.98%	3.30%	3.85%	4.00%	4.15%
其他业务	32.39%	18.47%	34.18%	25.00%	25.00%	30.00%
合计	2.69%	3.47%	3.43%	3.98%	4.36%	4.52%

来源：iFinD，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

预计公司2025-2027年公司实现营业收入77.0/119.6/159.1亿元，同比+46.6%/+55.4%/+33.0%；实现归母净利润1.2/2.0/2.7亿元，同比+203.8%/+70.4%/+34.6%，对应EPS为0.17/0.28/0.38元。我们选取与公司业务相近的航空主机厂航发动力、中无人机、航天彩虹作为可比公司，2027年PE中位数为89倍。考虑到公司新产品布局、机弹合一的卡位优势突出，业务成长性较强，给予公司2027年130倍估值，对应目标价49.4元。首次覆盖给予“增持”评级。

图表42：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600893	航发动力	40.57	0.53	0.32	0.25	0.36	0.46	161.18	114.28	88.52
688297	中无人机	49.80	0.45	-0.08	0.27	0.38	0.50	187.92	131.05	100.61
002389	航天彩虹	25.24	0.16	0.09	0.24	0.35	0.44	104.43	71.77	57.80
							中位数	161.18	114.28	88.52
							平均数	151.18	105.70	82.31
600316	洪都航空	39.1	0.05	0.05	0.17	0.28	0.38	235.22	138.02	102.54

来源：iFinD，国金证券研究所（注：股价取2026年1月16日收盘价；可比公司盈利预测取iFinD一致盈利预测均值）

6 风险提示

装备列装进度不及预期：公司主营教练机及导弹产品，装备列装进度直接影响收入确认，若军方订单交付不及预期，将导致收入确认滞后，影响公司全年业绩。另外，公司近一半的收入来源于教练机产品，其作用是为战斗机培养合格飞行员，战斗机列装数量决定教练机配套体量，若战斗机列装不及预期，也可能对公司业绩造成影响。

军贸市场竞争加剧：公司L15教练机产品面对多国竞争对手的挑战，包括俄罗斯、意大利、美国、韩国等国家产品的竞争，各国均有自己的传统势力范围，若竞争加剧或地缘政治冲突，可能影响公司军贸订单，进而影响公司实现的收入和利润。

利润季节性波动：公司作为下游主机厂，收入确认受交付影响，根据历史数据特点，通常四季度为交付高峰，盈利呈现季节性波动。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,251	3,727	5,252	7,701	11,964	15,911
增长率		-48.6%	40.9%	46.6%	55.4%	33.0%
主营业务成本	-7,056	-3,598	-5,072	-7,395	-11,443	-15,191
%销售收入	97.3%	96.5%	96.6%	96.0%	95.6%	95.5%
毛利	195	129	180	306	521	719
%销售收入	2.7%	3.5%	3.4%	4.0%	4.4%	4.5%
营业税金及附加	-2	-9	-7	-10	-17	-24
%销售收入	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
销售费用	-17	-14	-7	-10	-17	-24
%销售收入	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
管理费用	-61	-48	-39	-58	-91	-123
%销售收入	0.8%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-98	-66	-66	-98	-156	-215
%销售收入	1.3%	1.8%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	17	-8	61	131	241	334
%销售收入	0.2%	n.a	1.2%	1.7%	2.0%	2.1%
财务费用	8	4	8	0	-12	-22
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-24	-2	-35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	0	0	0	0
%税前利润	2.7%	9.6%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	148	32	38	140	239	322
营业利润率	2.0%	0.9%	0.7%	1.8%	2.0%	2.0%
营业外收支	4	1	-1	0	0	0
税前利润	152	33	37	140	239	322
利润率	2.1%	0.9%	0.7%	1.8%	2.0%	2.0%
所得税	-11	-1	2	-21	-36	-48
所得税率	7.1%	2.3%	-5.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	141	33	39	119	203	273
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	141	33	39	119	203	273
净利率	1.9%	0.9%	0.7%	1.5%	1.7%	1.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	141	33	39	119	203	273
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	122	89	118	91	100	110
非经营收益	-146	-36	0	22	16	32
营运资金变动	-348	111	-723	-274	-352	122
经营活动现金净流	-231	197	-566	-42	-33	538
资本开支	103	-7	-65	-128	-106	-206
投资	-53	7	30	3	0	0
其他	3	6	1	0	0	0
投资活动现金净流	54	6	-34	-125	-106	-206
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-50	0	0	118	861	197
其他	-48	-42	-11	-50	-98	-142
筹资活动现金净流	-98	-42	-11	68	763	55
现金净流量	-275	160	-611	-99	625	386

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	624	784	174	75	700	1,086
应收款项	5,929	4,368	6,142	8,055	11,079	13,267
存货	3,456	3,947	3,038	3,951	5,486	6,243
其他流动资产	5,316	4,671	4,183	4,659	6,294	7,596
流动资产	15,325	13,770	13,537	16,739	23,559	28,191
%总资产	88.9%	88.2%	88.1%	90.1%	92.8%	93.6%
长期投资	533	537	500	526	526	526
固定资产	1,260	1,219	1,171	1,235	1,240	1,335
%总资产	7.3%	7.8%	7.6%	6.7%	4.9%	4.4%
无形资产	85	74	69	71	72	73
非流动资产	1,909	1,848	1,822	1,832	1,838	1,934
%总资产	11.1%	11.8%	11.9%	9.9%	7.2%	6.4%
资产总计	17,234	15,618	15,359	18,571	25,397	30,126
短期借款	0	0	0	117	978	1,175
应付款项	6,216	4,849	5,407	7,263	10,497	12,611
其他流动负债	5,677	5,433	4,528	5,668	8,234	10,449
流动负债	11,893	10,283	9,935	13,049	19,710	24,235
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	40	90	117	160	199
负债	11,935	10,323	10,025	13,166	19,869	24,434
普通股股东权益	5,300	5,295	5,334	5,406	5,528	5,692
其中：股本	717	717	717	717	717	717
未分配利润	1,246	1,227	1,252	1,323	1,445	1,609
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	17,234	15,618	15,359	18,571	25,397	30,126

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.196	0.045	0.055	0.166	0.283	0.381
每股净资产	7.390	7.384	7.439	7.538	7.708	7.937
每股经营现金净流	-0.322	0.274	-0.789	-0.058	-0.046	0.750
每股股利	0.059	0.015	0.017	0.066	0.113	0.153
回报率						
净资产收益率	2.66%	0.61%	0.74%	2.21%	3.68%	4.80%
总资产收益率	0.82%	0.21%	0.26%	0.64%	0.80%	0.91%
投入资本收益率	0.30%	-0.15%	1.21%	2.01%	3.15%	4.14%
增长率						
主营业务收入增长率	0.50%	-48.60%	40.92%	46.63%	55.35%	32.99%
EBIT 增长率	-49.63%	-146.90%	-871.83%	113.33%	84.63%	38.55%
净利润增长率	-6.96%	-76.93%	20.72%	203.81%	70.43%	34.59%
总资产增长率	-3.72%	-9.38%	-1.66%	20.92%	36.75%	18.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	145.6	292.8	250.1	290.0	250.0	220.0
存货周转天数	167.1	375.6	251.3	195.0	175.0	150.0
应付账款周转天数	249.0	455.7	301.8	300.0	280.0	250.0
固定资产周转天数	62.9	119.2	81.3	58.4	37.7	30.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.77%	-14.81%	-3.25%	0.78%	5.04%	1.56%
EBIT 利息保障倍数	-2.1	1.8	-7.4	335.2	19.8	14.9
资产负债率	69.25%	66.09%	65.27%	70.89%	78.24%	81.11%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	3
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究