



江航装备 (688586.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营业绩阶段性承压，看好大飞机、无人反无业务拓展

业绩简评

2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年三季报，25Q1-Q3 公司实现营收 6.37 亿 (-19.5%)，归母净利润 4239 万 (-69.0%)，扣非净利润 3476 万 (-67.1%)；25Q3 单季实现营收 1.65 亿，同比-16.9%，环比-36.9%；归母净利润 579 万，同比-82.2%，环比-65.1%；扣非净利润 105 万，同比-94.1%，环比-92.6%。

经营分析

25Q3 公司经营业绩阶段性承压，主要系产品交付节奏变化所致：

1) 营收规模下滑：25Q1-Q3 实现营收 6.37 亿 (-19.5%)，25Q3 营收 1.65 亿，同比-16.9%，环比-36.9%，主要系受订单交付节奏变化所致；25Q1-Q3 实现归母净利润 4239 万 (-69.0%)，25Q3 单季实现归母净利润 579 万，同比-82.2%，环比-65.1%。2) 盈利能力阶段性承压：25Q1-Q3 公司毛利率 27.9% (-9.63pct)，归母净利率 6.7% (-10.6pct)；25Q3 公司毛利率 25.7%，同比-12.5pct，环比-3.7pct，归母净利率 3.5%，同比-12.8pct，环比-2.8pct，主要系销售产品结构变化所致。

积极拥抱大飞机国产化浪潮，有望受益于民机前后装市场旺盛需求：1) 中国或将成为全球最大单一航空市场：据中国商飞预测，未来 20 年我国将接收 9323 架客机（占全球 21%），价值量 1.42 万亿美元（占全球 21%）。2) 公司有望成为大飞机机载系统国产替代核心供应商，参与多个大飞机机载系统国产化项目，同时积极推进波音、空客等取证工作，有望受益于民机前后装市场旺盛需求。

积极布局新质战斗力，无人机/反无装备或成公司成长新引擎：1) 补氧系统为中空高空无人机发动机必备：高空温度低、压力低、氧气稀薄，补氧系统可以帮助发动机完成再点火。公司 2024 年开展某型号无人机补氧装置研发项目，未来或将充分受益于无人机放量列装。2) 冷液设备是反无武器安全运行重要保障：雷达、高能武器运行时产生大量热能，军用冷液设备是保障雷达、高能武器的关键设备，公司液冷设备 2024 年中标航天某院重大科研项目，2025 年第十一届世界雷达博览会上，子公司天鹅制冷凭借多个领先的雷达制冷方案成为全场焦点，未来有望受益于反无装备，包括雷达和高能武器等批产。

盈利预测、估值与评级

公司持续拓展大飞机、无人反无业务，有望受益于大飞机国产替代、无人机/反无装备的放量列装，预计公司 2025/2026/2027 年实现归母净利润 1.03/1.53/2.08 亿，同比增长 -17.51%/+48.29%/+35.60%，公司股票现价对应 PE 估值为 86/58/43 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场拓展与竞争加剧的风险；主要原材料价格波动的风险。

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)：11.20 元

相关报告：

1. 《江航装备：机载环控设备核心供应商，大飞机、无人反无开启新成长》，2025.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,214	1,093	1,206	1,478	1,874
营业收入增长率	8.89%	-9.98%	10.31%	22.61%	26.80%
归母净利润(百万元)	193	125	103	153	208
归母净利润增长率	-20.91%	-35.02%	-17.51%	48.29%	35.60%
摊薄每股收益(元)	0.244	0.158	0.131	0.194	0.263
每股经营性现金流净额	0.08	-0.14	0.14	0.00	0.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.79%	5.03%	4.04%	5.79%	7.50%
P/E	45.48	60.39	85.68	57.78	42.61
P/B	3.54	3.03	3.47	3.35	3.19

来源：公司年报、国金证券研究所



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	1,115	1,214	1,093	1,206	1,478	1,874
增长率		8.9%	-10.0%	10.3%	22.6%	26.8%
主营业务成本	-666	-748	-712	-831	-1,016	-1,296
%销售收入	59.8%	61.6%	65.2%	69.0%	68.7%	69.2%
毛利	449	466	381	374	462	578
%销售收入	40.2%	38.4%	34.8%	31.0%	31.3%	30.8%
营业税金及附加	-11	-7	-10	-10	-13	-15
%销售收入	1.0%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
销售费用	-28	-24	-12	-13	-16	-19
%销售收入	2.5%	2.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
管理费用	-141	-128	-132	-143	-163	-189
%销售收入	12.7%	10.6%	12.1%	11.9%	11.0%	10.1%
研发费用	-80	-116	-127	-139	-149	-171
%销售收入	7.2%	9.6%	11.6%	11.5%	10.1%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	188	190	100	69	122	183
%销售收入	16.9%	15.6%	9.2%	5.7%	8.3%	9.8%
财务费用	23	12	10	11	8	2
%销售收入	-2.1%	-1.0%	-0.9%	-0.9%	-0.5%	-0.1%
资产减值损失	11	-20	-19	0	0	0
公允价值变动收益	1	3	3	0	0	0
投资收益	10	10	6	5	6	5
%税前利润	3.7%	4.5%	4.4%	4.4%	3.6%	2.2%
营业利润	268	220	134	110	164	223
营业利润率	24.0%	18.1%	12.2%	9.1%	11.1%	11.9%
营业外收支	2	1	3	3	3	3
税前利润	270	221	136	112	167	226
利润率	24.2%	18.2%	12.5%	9.3%	11.3%	12.1%
所得税	-26	-28	-11	-9	-13	-18
所得税率	9.7%	12.5%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	244	193	125	103	153	208
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	244	193	125	103	153	208
净利率	21.9%	15.9%	11.5%	8.6%	10.4%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	244	193	125	103	153	208
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	82	79	56	59	62
非经营收益	-2	-11	-10	-6	-2	6
营运资金变动	-116	-202	-306	-45	-210	-249
经营活动现金净流	169	62	-113	109	1	28
资本开支	-64	-63	-67	-64	-64	-64
投资	30	70	60	0	0	0
其他	6	11	12	5	6	5
投资活动现金净流	-28	18	-59	-59	-58	-59
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	3	-3	10	153	169	246
其他	-64	-105	-99	-44	-68	-97
筹资活动现金净流	-61	-108	-89	109	101	149
现金净流量	80	-29	-196	158	43	118

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,053	1,027	834	992	1,035	1,153
应收账款	503	715	1,049	1,145	1,382	1,720
存货	700	581	550	647	793	1,009
其他流动资产	626	534	456	472	482	497
流动资产	2,881	2,858	2,889	3,255	3,693	4,378
%总资产	80.0%	79.7%	79.8%	81.5%	83.1%	85.3%
长期投资	18	17	16	16	16	16
固定资产	589	592	585	584	581	575
%总资产	16.4%	16.5%	16.2%	14.6%	13.1%	11.2%
无形资产	77	72	88	100	111	122
非流动资产	721	727	730	741	749	754
%总资产	20.0%	20.3%	20.2%	18.5%	16.9%	14.7%
资产总计	3,602	3,585	3,619	3,996	4,442	5,132
短期借款	2	2	13	119	280	526
应付款项	542	581	710	788	923	1,173
其他流动负债	413	256	129	213	260	327
流动负债	956	839	852	1,120	1,463	2,027
长期贷款	2	0	0	0	0	0
其他长期负债	283	269	271	319	330	331
负债	1,241	1,108	1,124	1,439	1,793	2,358
普通股股东权益	2,361	2,477	2,495	2,557	2,650	2,774
其中：股本	565	791	791	791	791	791
未分配利润	552	622	632	694	786	911
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,602	3,585	3,619	3,996	4,442	5,132

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.432	0.244	0.158	0.131	0.194	0.263
每股净资产	4.177	3.130	3.153	3.232	3.348	3.506
每股经营现金净流	0.299	0.078	-0.142	0.137	0.001	0.035
每股股利	0.180	0.130	0.090	0.052	0.078	0.105
回报率						
净资产收益率	10.33%	7.79%	5.03%	4.04%	5.79%	7.50%
总资产收益率	6.77%	5.38%	3.46%	2.59%	3.45%	4.05%
投入资本收益率	7.17%	6.68%	3.67%	2.36%	3.83%	5.11%
增长率						
主营业务收入增长率	16.96%	8.89%	-9.98%	10.31%	22.61%	26.80%
EBIT 增长率	-7.01%	0.84%	-47.13%	-31.35%	77.54%	50.04%
净利润增长率	5.55%	-20.91%	-35.02%	-17.51%	48.29%	35.60%
总资产增长率	3.36%	-0.48%	0.96%	10.41%	11.16%	15.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	115.3	138.6	257.3	310.0	305.0	300.0
存货周转天数	379.4	312.5	290.0	284.0	285.0	284.0
应付账款周转天数	240.8	216.4	263.7	275.0	265.0	264.0
固定资产周转天数	180.8	168.1	194.2	169.7	132.7	99.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.72%	-60.93%	-49.79%	-50.62%	-44.42%	-37.78%
EBIT 利息保障倍数	-8.2	-15.3	-9.8	-6.3	-15.8	-96.2
资产负债率	34.46%	30.90%	31.05%	36.00%	40.35%	45.94%

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	1	1	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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