

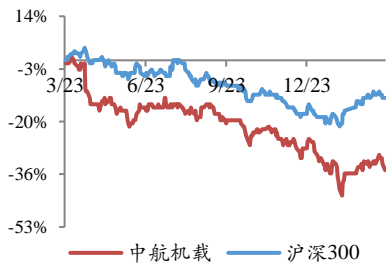
## 归母净利润同比增长 40%，致力成为世界一流机载系统企业

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-03-25

收盘价（元）	11.43
近 12 个月最高/最低（元）	17.68/10.02
总股本（百万股）	4,839
流通股本（百万股）	4,757
流通股比例（%）	98.30
总市值（亿元）	553
流通市值（亿元）	544

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓承佺

执业证书号：S0010523030002

邮箱：dengcy@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 事件描述

近日，公司发布多则公告，披露公司 2023 年实现营业收入 290.07 亿元，同比增长 4.63%，归母净利润 18.86 亿元，同比增长 39.62%。

#### ● 航空工业的发展为机载系统提供了广阔的市场空间

当前和今后一段时期，是我国发展的重要战略机遇期，也是航空强国建设的关键期。

在国家政策方面，航空强国建设进入关键时期，我国从国家层面对航空制造业的发展提出了新要求。党中央明确了中国特色社会主义进入了新时代，对建设社会主义现代化国家进行了全面的战略部署。围绕推进新型工业化和加快建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国和农业强国等战略任务，科学布局、科技创新、产业创新。其中航空强国是现代化强国的战略支撑和重要标志。

在经济形势方面，新时代以来，党中央作出一系列重大决策部署，推动高质量发展成为全党全社会的共识和自觉行动，成为经济社会发展的主旋律。发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，航空制造业作为现代工业的典范，是我国在“十四五”规划中明文确定的战略性新兴产业，其重要性更为凸显。在民用航空领域，国内民机产业的蓬勃发展带来新的市场机遇。2017 年 C919 大型客机成功首飞，2022 年 9 月 29 日获得中国民航局颁发的型号合格证，2023 年 5 月进行商业首飞，2023 年 6 月开启常态化商业运行。

在技术发展方面，前沿新兴技术的不断突破与交叉融合持续引领航电技术创新发展。随着新一轮科技革命的兴起，传统学科持续发展，学科交叉融合加速，新型学科不断涌现，前沿领域不断延伸，推动机载技术进入敏捷性创新、群体性突破、颠覆性变革的重大机遇期。量子科学、纳米科学、人工智能等前沿科技领域已经实现了重大突破，对机载系统的计算、通信、探测、显示等技术发展方向将产生深远影响。同时信息技术、生物技术、新材料技术、新能源技术广泛渗透，使技术的跨域融合呈现常态化趋势，机载系统产品与技术的边界也正日趋模糊，为新形态机载系统的出现提供了可能。

在市场需求方面，航空装备更新换代需求饱满，提供广阔市场空间。机载系统是航空装备升级换代的核心重点领域。在内部发展方面，航空工业机载持续推动事业部专业化体系化发展，子公司中各业务相关单位迎来协同发展的新契机。

● **公司作为国内航空机载系统的主要供应商有望受益于行业**

中航机载主要产品包括各类飞行器配套的机载航空电子系统、飞行控制系统、机电系统及设备的研发、生产、销售、服务及投资与管理；各类发动机配套的电子设备、机电设备及传感器的研发、生产、销售、服务及投资与管理；航天、船舶、电子信息相关的电子产品、机电产品的研发、生产、销售和服务；汽车部件及系统、工业自动化与控制设备、智能系统及设备、机械制造设备的研制、生产、销售和服务；电子设备及系统、机电设备及系统、制冷系统的研制、生产、销售；软件信息化产品研发、生产及服务；信息系统及产品、软件产品、安全与服务系统产品的研发、生产、销售及服务等。

航空工业是国家的战略性高技术产业，是国家综合国力的重要组成部分，是国防现代化建设的重要保障。中航机载作为国内航空机载系统的主要供应商，在航空装备制造领域具有多年的优势与积累，在行业内享有较高美誉度。为此，公司将主动求变，抓住机遇，在航空装备信息化、智能化发展进程中扮演越来越重要的角色。同时，随着新一轮科技革命的兴起，传统学科持续发展，学科交叉融合加速，新型学科不断涌现，前沿领域不断延伸，推动航空机载技术进入敏捷性创新、群体性突破、颠覆性变革的重大机遇期。中航机载要积极巩固并利用现有的航空技术优势，大力拓展技术与产业延展空间，抢抓发展机遇，研判竞争态势，创新市场策略，加快产业发展步伐。

● **公司重视研发，核心竞争力突出**

根据公司 2023 年年报披露，公司研发投入总额占营业收入比例达到 12.03%，凸显公司对于研发的重视。

**图表 1 研发投入情况表 (单位：元)**

本期费用化研发投入	3,489,055,463.94
本期资本化研发投入	
研发投入合计	3,489,055,463.94
研发投入总额占营业收入比例 (%)	12.03
研发投入资本化的比重 (%)	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

中航机载主营业务是航空机载系统产品。产品谱系全面，应用领域广泛，拥有较为完整的航空机载产业链，具有较高的行业美誉度。新时代以来，新质生产力已经在实践中形成并展示出对高质量发展的强劲推动力、支撑力，航空产业作为国家战略新兴产业得到空前重视。公司作为国内航空平台多项重要系统的主要供应商，如何紧紧抓住当前新一轮科技革命、产业革命的窗口期，全面贯彻新发展理念，加快推动高质量发展，努力实现技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级，面临重大发展机遇和外部挑战。

中航机载在航空机载系统主要领域具有较大的技术优势，同时具备较强的新产品、新技术自主研发与创新能力。公司在航空机载系统各专业领域具备系统级、设备级和器件级产品完整产业链的研发、制造和试验验证体系。在技术实验方面，通过多方面运作及多渠道融资，大力发展科研技术及实验验证能力，多项新研项目通过认证，多型产品达到国际先进水平。公司建设了多个重点实验平台，在部分重点技术领域实现了国际水平的验证能力，这有利于保障公司未来产品线发展。

中航机载产品涉及航空装备、民机装备、现代产业、国际业务等四大领域，具有明显的专业领域竞争优势，市场份额较大，盈利能力较强，客户关系良好。公司业务结构日趋合理，在建立多种盈利渠道的同时分散经营风险，具备较强抗风险能力。在生产管理方面，公司通过国际合作学习借鉴国际先进企业生产管理模式，创造性的设计了多种工艺生产模式，提高了人员生产效率，通过信息化手段促使工业制造转型，解决了产品“多品种、小批量”的生产难点。

● **关联交易及 24 年经营计划预示公司将全力实现经营业绩稳定增长**

3月15日，公司公告“关于2023年日常关联交易执行情况的公告”，披露2024年关联交易预计额度将略有增长。

**图表 2 2023 年度日常关联交易执行情况 (单位: 万元)**

关联交易类别	关联方	2023 年预计金额	2023 年实际发生额	2024 年预计金额	2023 年预计金额与 2023 年实际发生金额差异较大的原因
采购商品	航空工业下属单位	620,000	413,382.11	600,000	原材料延迟采购
销售商品	航空工业下属单位	2,150,000	1,775,036.50	2,200,000	销售商品小于预期
提供劳务	航空工业下属单位	40,000	23,928.42	45,000	提供劳务小于预期
接受劳务	航空工业下属单位	48,000	21,360.47	48,000	接受劳务小于预期
租赁金额	航空工业下属单位	7,000	4,322.15	9,000	租赁小于预期

托管费	航空工业下属单位	13,500	12,887.22	13,500	不适用
应收账款保理等	航空工业下属单位	100,000	7,879.06	100,000	保理少于预期
存款限额(每日存款最高额)	航空工业财务公司	1,210,000	1,085,272.44	1,300,000	存款小于预期
贷款限额(每日贷款最高额)	航空工业下属单位(含航空工业财务公司)	1,100,000	664,526.90	1,300,000	贷款少于预期

注 1: 航空工业是指“中国航空工业集团有限公司”, 航空工业财务公司是指“中航工业集团财务有限责任公司”。

注 2: 2023 年度实际发生数已经大华会计师事务所(特殊普通合伙) 审计。

注 3: 公司在预计 2023 年度日常关联交易前, 各子公司对关联交易进行了充分的评估和测算, 但因计划变动等原因, 关联交易与实际情况存在一定差异, 属于正常经营行为, 对公司日常经营及业绩影响较小。

注 4: 2024 年预计与 2023 年关联交易实际发生情况存在差异, 主要是预计市场及客户需求发生变动。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

此外, 根据年报进一步披露, 经综合平衡, 2024 年度预计实现营业收入 285.22 亿元, 同比下降 1.67%, 其中防务业务收入受行业政策、市场环境及订货合同调整预期不足等因素影响有所下降; 其他业务收入保持增长态势。公司坚持高质量发展理念, 持续推进降本节支, 不断提高经济效益, 2024 年预计实现利润总额 24.37 亿元, 同比增加 8.0%。

#### ● 投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.40、23.51、27.33 亿元, 同比增速为 8.1%、15.3%、16.2%。对应 PE 分别为 27.12、23.52、20.24 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

**● 风险提示**

下游需求不及预期，项目进展不及预期。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	29007	28500	32443	36995
收入同比 (%)	4.6%	-1.7%	13.8%	14.0%
归属母公司净利润	1886	2040	2351	2733
净利润同比 (%)	39.6%	8.1%	15.3%	16.2%
毛利率 (%)	29.7%	29.6%	29.7%	29.9%
ROE (%)	5.2%	5.3%	5.8%	6.3%
每股收益 (元)	0.44	0.42	0.49	0.56
P/E	30.16	27.12	23.52	20.24
P/B	1.77	1.45	1.37	1.28
EV/EBITDA	15.67	4.85	4.22	4.07

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	55475	56565	61259	66703	<b>营业收入</b>	29007	28500	32443	36995
现金	13708	16533	16062	14870	营业成本	20382	20068	22802	25923
应收账款	20143	18886	21593	24765	营业税金及附加	220	216	246	280
其他应收款	139	154	167	191	销售费用	273	275	310	354
预付账款	545	695	735	833	管理费用	2452	2508	2855	3234
存货	13894	14177	15739	17997	财务费用	99	157	132	145
其他流动资产	7046	6120	6963	8047	资产减值损失	-166	-67	-52	-55
<b>非流动资产</b>	18048	19474	20829	22407	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	843	1133	1432	1697	投资净收益	153	123	156	169
固定资产	10820	11145	11282	11696	<b>营业利润</b>	2230	2440	2813	3269
无形资产	1885	2456	3119	3833	营业外收入	44	0	0	0
其他非流动资产	4499	4740	4995	5181	营业外支出	17	0	0	0
<b>资产总计</b>	73523	76039	82088	89110	<b>利润总额</b>	2257	2440	2813	3269
<b>流动负债</b>	29833	30021	33391	37300	所得税	108	116	134	156
短期借款	3472	3666	3882	3990	<b>净利润</b>	2149	2324	2679	3113
应付账款	15313	13944	15960	18322	少数股东损益	263	284	327	380
其他流动负债	11048	12411	13549	14987	<b>归属母公司净利润</b>	1886	2040	2351	2733
<b>非流动负债</b>	5996	5996	5996	5996	EBITDA	3773	9905	11557	12305
长期借款	4318	4318	4318	4318	EPS (元)	0.44	0.42	0.49	0.56
其他非流动负债	1678	1678	1678	1678					
<b>负债合计</b>	35828	36017	39387	43295					
少数股东权益	1611	1895	2223	2603					
股本	4839	4839	4839	4839					
资本公积	19598	19598	19598	19598					
留存收益	11646	13690	16041	18774					
归属母公司股东权益	36083	38127	40478	43211					
<b>负债和股东权益</b>	73523	76039	82088	89110					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	-1017	11623	9505	9392	<b>成长能力</b>				
净利润	2149	2324	2679	3113	营业收入	4.6%	-1.7%	13.8%	14.0%
折旧摊销	1503	7308	8611	8891	营业利润	15.6%	9.4%	15.3%	16.2%
财务费用	280	322	331	338	归属于母公司净利	39.6%	8.1%	15.3%	16.2%
投资损失	-153	-123	-156	-169	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-5012	1728	-2010	-2835	毛利率 (%)	29.7%	29.6%	29.7%	29.9%
其他经营现金流	7377	661	4739	6002	净利率 (%)	6.5%	7.2%	7.2%	7.4%
<b>投资活动现金流</b>	-1282	-8676	-9861	-10354	ROE (%)	5.2%	5.3%	5.8%	6.3%
资本支出	-1417	-8380	-9579	-10124	ROIC (%)	4.6%	5.0%	5.4%	5.9%
长期投资	-61	-419	-438	-399	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	196	123	156	169	资产负债率 (%)	48.7%	47.4%	48.0%	48.6%
<b>筹资活动现金流</b>	4671	-127	-115	-230	净负债比率 (%)	95.0%	90.0%	92.2%	94.5%
短期借款	-388	195	216	108	流动比率	1.86	1.88	1.83	1.79
长期借款	2674	0	0	0	速动比率	1.36	1.38	1.33	1.27
普通股增加	1569	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	10634	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.38	0.41	0.43
其他筹资现金流	-9818	-322	-331	-338	应收账款周转率	1.56	1.46	1.60	1.60
<b>现金净增加额</b>	2376	2824	-471	-1192	应付账款周转率	1.49	1.37	1.53	1.51
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.44	0.42	0.49	0.56
					每股经营现金流薄)	-0.21	2.40	1.96	1.94
					每股净资产	7.46	7.88	8.37	8.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.16	27.12	23.52	20.24
					P/B	1.77	1.45	1.37	1.28
					EV/EBITDA	15.67	4.85	4.22	4.07

资料来源:公司公告,华安证券研究所



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。