

## 防务航空产业完成任务；加快推进民机产业布局

2024 年 08 月 28 日

► **事件：**公司 8 月 27 日发布了 2024 年中报，1H24 实现营收 114.8 亿元，YoY-17.9%；归母净利润 9.0 亿元，YoY-11.8%；扣非归母净利润 7.7 亿元，YoY-1.7%。**业绩基本符合预期。**同时，公司公告《2024 年度“提质增效重回报”行动方案》，坚持推动公司高质量发展，致力于发展成为世界一流机载系统供应商和专业化供应商。我们综合点评如下：

► **行业周期变化和政策调整影响业绩；1H24 净利率水平同比略有下降。单季度看，**公司 1Q24~2Q24 分别实现营收 56.4 亿元 (YoY-10.0%)、58.4 亿元 (YoY-24.3%)；分别实现归母净利润 4.5 亿元 (YoY+35.2%)、4.5 亿元 (YoY-34.8%)。受行业发展周期和政策影响，公司 1H24 收入和利润同比有所下滑。公司 1H24 完成了全年经营计划 (285.2 亿元) 的 40%，利润总额完成了全年经营计划 (24.4 亿元) 的 45%。**盈利能力方面，**2Q24 毛利率为 25.9%，与上年同期基本持平；净利率为 8.4%，同比减少 0.31ppt。公司 1H24 综合毛利率同比减少 1.22ppt 至 25.5%；净利率同比减少 0.19ppt 至 8.6%。基本保持稳定。

► **费用管控能力有所提升；经营活动净现金流有所改善。费用方面，**公司 1H24 期间费用率为 16.1%，同比减少 0.82ppt。其中：**1)** 销售费用率 1.0%，同比增加 0.15ppt；**2)** 管理费用率 7.5%，同比减少 0.02ppt；管理费用 8.6 亿元，同比减少 18.2%；**3)** 研发费用率 7.5%，同比减少 0.68ppt；研发费用 8.6 亿元，同比减少 24.8%。**截至 2Q24 末，公司：****1)** 应收账款及票据 266.0 亿元，与年初基本持平；**2)** 存货 143.3 亿元，较年初增长 3.2%；**3)** 合同负债 14.8 亿元，较年初减少 38.3%，主要是按合同约定交付产品导致；**4)** 经营活动净现金流为 -11.6 亿元，上年同期为 -23.8 亿元，货款回收增加；**5)** 其他应付款为 -25.5 亿元，年初为 -13.3 亿元，主要是科研项目垫款增加以及科研拨款未到位导致。

► **坚定推进科技创新、降本增效工作；民机产业战略布局稳步推进。**科技创新方面，公司坚定贯彻航空工业集团“创新决定 30 条”，全面承接五大创新行动，多项航空机载关键技术研究取得突破性成果。**民机产业方面，**2024 年 4 月，中航机载系统有限公司正式落户上海市闵行区，积极落实航空工业集团与上海市人民政府签订战略合作协议，以中航民机机载系统工程中心和中国航发商用航空发动机研发基地为牵引，进一步打造机载系统和民用航空发动机研发高地。公司作为国内航空机载系统龙头，民机业务有望迎来战略发展机遇。

► **投资建议：**公司是我国航空机载系统龙头，受益于航空装备需求增长，以及大飞机等新质生产力领域的不断发展，公司未来或有望保持较好发展态势。我们预计，公司 2024~2026 年归母净利润为 20.50 亿元、25.58 亿元、31.57 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 为 27x/22x/18x，**维持“谨慎推荐”评级。**

► **风险提示：**下游需求不及预期；改革进展不及预期；产品降价风险等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 29,007 | 28,563 | 32,859 | 37,182 |
| 增长率 (%)          | 4.6    | -1.5   | 15.0   | 13.2   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,886  | 2,050  | 2,558  | 3,157  |
| 增长率 (%)          | 39.6   | 8.7    | 24.8   | 23.4   |
| 每股收益 (元)         | 0.39   | 0.42   | 0.53   | 0.65   |
| PE               | 30     | 27     | 22     | 18     |
| PB               | 1.5    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 27 日收盘价）

## 谨慎推荐

维持评级

当前价格：

11.51 元



## 分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

## 分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

## 分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

## 研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin\_yj@mszq.com

## 相关研究

- 1.中航机载 (600372.SH) 2023 年年报点评：业绩同比增长 40%；研发投入加大-2024/03/17
- 2.中航机载 (600372.SH) 2023 年三季报点评：归母净利润大增 42%；航空机载龙头发展提速-2023/10/26
- 3.中航电子 (600372.SH) 2023 年中报点评：业绩增长 25%超预期；资产重组顺利完成-2023/08/23
- 4.中航电子 (600372.SH) 2022 年年报点评：业绩稳健增长；重组落地实力不断增强-2023/03/17
- 5.中航电子 (600372.SH) 2022 年三季报点评：业绩稳健增长；重组方案已获股东大会审批-2022/10/31

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 29,007 | 28,563 | 32,859 | 37,182 |
| 营业成本      | 20,382 | 19,990 | 22,999 | 26,014 |
| 营业税金及附加   | 220    | 212    | 244    | 276    |
| 销售费用      | 273    | 242    | 273    | 302    |
| 管理费用      | 2,452  | 2,197  | 2,451  | 2,663  |
| 研发费用      | 3,489  | 3,315  | 3,757  | 4,124  |
| EBIT      | 2,270  | 2,607  | 3,135  | 3,803  |
| 财务费用      | 99     | 203    | 172    | 161    |
| 资产减值损失    | -166   | -180   | -168   | -168   |
| 投资收益      | 153    | 57     | 66     | 74     |
| 营业利润      | 2,230  | 2,444  | 3,050  | 3,763  |
| 营业外收支     | 27     | -1     | -1     | -1     |
| 利润总额      | 2,257  | 2,443  | 3,049  | 3,762  |
| 所得税       | 108    | 140    | 174    | 215    |
| 净利润       | 2,149  | 2,303  | 2,875  | 3,547  |
| 归属于母公司净利润 | 1,886  | 2,050  | 2,558  | 3,157  |
| EBITDA    | 3,773  | 4,684  | 5,448  | 6,354  |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 13,708 | 17,352 | 18,556 | 19,016 |
| 应收账款及票据     | 26,514 | 22,066 | 23,771 | 25,802 |
| 预付款项        | 545    | 535    | 621    | 710    |
| 存货          | 13,894 | 9,520  | 10,866 | 12,186 |
| 其他流动资产      | 814    | 423    | 438    | 454    |
| 流动资产合计      | 55,475 | 49,896 | 54,253 | 58,167 |
| 长期股权投资      | 843    | 843    | 843    | 843    |
| 固定资产        | 10,820 | 14,805 | 18,371 | 21,571 |
| 无形资产        | 1,885  | 2,265  | 2,658  | 3,051  |
| 非流动资产合计     | 18,048 | 21,710 | 25,146 | 28,342 |
| 资产合计        | 73,523 | 71,607 | 79,399 | 86,510 |
| 短期借款        | 3,472  | 3,472  | 3,472  | 3,472  |
| 应付账款及票据     | 20,002 | 16,592 | 19,774 | 23,180 |
| 其他流动负债      | 6,359  | 6,159  | 8,504  | 9,272  |
| 流动负债合计      | 29,833 | 26,222 | 31,750 | 35,924 |
| 长期借款        | 4,318  | 4,318  | 4,318  | 4,318  |
| 其他长期负债      | 1,678  | 1,678  | 1,678  | 1,678  |
| 非流动负债合计     | 5,996  | 5,996  | 5,996  | 5,996  |
| 负债合计        | 35,828 | 32,218 | 37,745 | 41,919 |
| 股本          | 4,839  | 4,839  | 4,839  | 4,839  |
| 少数股东权益      | 1,611  | 1,865  | 2,181  | 2,571  |
| 股东权益合计      | 37,695 | 39,388 | 41,653 | 44,591 |
| 负债和股东权益合计   | 73,523 | 71,607 | 79,399 | 86,510 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 4.63   | -1.53  | 15.04  | 13.16  |
| EBIT 增长率        | 6.30   | 14.86  | 20.24  | 21.30  |
| 净利润增长率          | 39.62  | 8.66   | 24.81  | 23.39  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 29.73  | 30.01  | 30.01  | 30.03  |
| 净利率             | 7.41   | 8.06   | 8.75   | 9.54   |
| 总资产收益率 ROA      | 2.57   | 2.86   | 3.22   | 3.65   |
| 净资产收益率 ROE      | 5.23   | 5.46   | 6.48   | 7.51   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.86   | 1.90   | 1.71   | 1.62   |
| 速动比率            | 1.38   | 1.52   | 1.35   | 1.26   |
| 现金比率            | 0.46   | 0.66   | 0.58   | 0.53   |
| 资产负债率 (%)       | 48.73  | 44.99  | 47.54  | 48.46  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 253.46 | 228.12 | 214.43 | 205.85 |
| 存货周转天数          | 248.81 | 176.65 | 174.89 | 173.14 |
| 总资产周转率          | 0.39   | 0.40   | 0.41   | 0.43   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.39   | 0.42   | 0.53   | 0.65   |
| 每股净资产           | 7.46   | 7.75   | 8.16   | 8.68   |
| 每股经营现金流         | -0.21  | 2.13   | 1.62   | 1.46   |
| 每股股利            | 0.24   | 0.13   | 0.13   | 0.13   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 30     | 27     | 22     | 18     |
| PB              | 1.5    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| EV/EBITDA       | 13.53  | 10.12  | 8.48   | 7.20   |
| 股息收益率 (%)       | 2.12   | 1.09   | 1.09   | 1.09   |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 2,149  | 2,303  | 2,875  | 3,547  |
| 折旧和摊销       | 1,503  | 2,077  | 2,313  | 2,552  |
| 营运资金变动      | -5,012 | 5,345  | 2,106  | 452    |
| 经营活动现金流     | -1,017 | 10,286 | 7,834  | 7,082  |
| 资本开支        | -1,417 | -5,766 | -5,763 | -5,763 |
| 投资          | -61    | 0      | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -1,282 | -5,709 | -5,697 | -5,689 |
| 股权募资        | 5,489  | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | -214   | 0      | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流     | 4,671  | -933   | -933   | -933   |
| 现金净流量       | 2,376  | 3,644  | 1,204  | 460    |

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026