



## 重组有望年内完成，华丽转型再起航

### ——中航电测点评报告

2024年10月23日

- **事件：**公司发布2024年三季报，前三季度公司实现营业收入为11.88亿元，同比下降3.05%；归母净利润为1.03亿元，同比增长4.08%。
- **24Q3 同比由亏转盈，毛利率持续改善：**因全球经济增长放缓、国内有效需求不足，叠加航空军品行业政策调整，公司前三季度公司实现营业收入11.88亿元，同比下降3.1%；实现归母净利润1.03亿元，同比上升4.1%。其中24Q3营收3.70亿元（YoY+4.9%，QoQ-24.8%），归母净利0.19亿元，同比扭亏为盈，环比减少69.9%。公司前三季度毛利率36.9%，同比上涨4.1pct，其中Q3毛利率37.0%，环比改善0.9pct。
- **大幅上调关联交易额度，重组有望于年内完成：**公司10月14日发布公告，大幅上调2024关联交易额度，其中2024年采购商品、接受劳务预计额从2.0亿元上调至320.0亿元，出售商品、提供劳务预计额从7.0亿元上调至55.5亿元，此次调增主要为新增成飞关联交易，为后期的资产交割做准备。我们预计，重组或将于年内完成，届时，航空工业成飞将成为公司的全资子公司。此外，公司已于8月5日取得注册批复，有效期12个月。
- **成飞集团资产100%注入，将显著提升公司盈利水平。**成飞集团主营航空武器装备整机及部附件研制生产，是我国四代机主力机型歼-20和三代机主力机型歼-10的唯一供应商，也是外贸主力机型枭龙的唯一供应商，在空军装备制造领域地位超然。
  - 成飞集团100%股权估值240.27亿元，其中65.85亿元作为国有独享资本公积不纳入作价范围，本次交易作价为扣除国有独享资本公积后的174.42亿元，对应发行股份20.86亿股。我们认为此重组方案超预期，成飞集团资产100%注入上市公司，但股份发行作价仅对应174.42亿元，国有独享资本公积未来或择机再转换为股份。
  - 本次交易的静态收购PE和PB分别为13.29x和1.83x，大幅低于沈飞集团注入中航黑豹的18.1x和2.2x，估值水平较为合理，且本次重组不涉及募集配套资金，使得2023年末公司EPS增厚0.77元至0.94元，公司盈利水平显著提升。
  - 根据《资产评估报告》，成飞母公司2024-2026未来主营业务收入合计分别为702.2/737.7/795.0亿元，24-26年CAGR 6.40%。
  - 重组完成后，航空工业成飞将成为中航电测全资子公司。公司原有的飞机测控产品和配电系统、电阻应变计、机动车检测设备等业务将继续保留，并新增航空武器装备整机及部附件研制生产业务，从而进一步聚焦于航空主业。本次交易大幅拓宽了公司航空产业链业务领域，实现了从边缘配套到核心总装的华丽蜕变，抗风险能力和核心竞争力显著提升。
- **贵飞短期拖累业绩，中长期或成为业绩增长点。**航空工业贵飞2022/2023年末营收19.35/17.56亿，归母净利-7.02/-3.14亿，严重拖累成飞集团利润。成飞已为贵飞的能力建设提供体系化支持，协助贵飞持续改善产品结构，提升生产经营能力，谨慎预计贵飞或在2027年实现扭亏为盈。根据《资产评估报告》，贵飞2024-2026年主营业务收入分别为32.4/42.3/40.1亿，CAGR 11.3%，远高于成飞集团整体增速预期，有望成为集团中期发展的重要增长点。

## 中航电测 (300114.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

胡浩森

☎: 010-80927657

✉: huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521100001

### 市场数据

2024-10-23

股票代码	300114.SZ
A股收盘价(元)	72.36
总股本(亿股)	5.91
总市值(亿元)	427.47
实际流通A股(亿股)	5.91
流通A股市值(亿元)	427.47

### 相对沪深300表现图

2024-10-23



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

### 相关研究

- **成飞集团盈利能力提升可期。**若剔除贵飞，成飞集团 2022/2023 年末营收 653.56/732.13 亿，归母净利 20.15/27.37 亿，净利率水平 3.1%/3.7%，低于同时期中航沈飞的 5.6%/6.5%。我们认为，随着供应链和生产工艺流程逐步成熟，成飞集团盈利能力有望进一步提升。
  - 截至 2023 年 12 月 31 日，成飞集团资产负债率为 89.32%，主要因为合同负债和应付账款较高，分别为 339.9 亿元和 394.0 亿元，总负债占比 31.3%和 36.3%。合同负债高企，意味着公司在手订单较为充足，未来持续发展可期。
- **投资建议：**我们预计公司原传感器业务 2024-2026 年归母净利润分别为 1.27/1.51/1.78 亿元，EPS 分别为 0.22/0.26/0.30 元，当前股价对应 PE 分别为 344/289/245 倍。假设重组年内完成，根据公司公告，综合考虑业绩承诺和盈利能力提升，我们预计公司 2024 年至 2025 年备考归母净利分别为 26.3 亿元、27.5 亿元，备考 EPS 分别为 0.98/1.03 元，当前股价对应 PE 为 74x/70x。公司作为国内新一代战斗机核心供应商，龙头地位稳固，核心竞争力突出，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动的风险；公司重组进度不及预期的风险；下游需求增速下滑的风险。

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	16.77	17.34	19.46	22.14
收入增长率 (%)	-11.95	3.40	12.21	13.77
归母净利润 (亿元)	0.98	1.27	1.51	1.78
净利润增速 (%)	-49.05	29.45	18.79	18.13
毛利率 (%)	32.53	37.00	37.00	37.00
摊薄 EPS (元)	0.17	0.22	0.26	0.30
PE	444.72	343.56	289.22	244.82
PB	18.30	17.33	16.35	15.33
PS	26.03	25.17	22.43	19.72

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表2: 公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23.36	23.02	25.64	29.67
现金	4.61	1.43	7.62	15.22
应收账款	9.69	8.53	9.21	9.39
其它应收款	0.14	0.12	0.14	0.17
预付账款	0.43	0.35	0.42	0.48
存货	6.65	6.22	6.96	7.89
其他	1.84	6.37	1.29	-3.47
非流动资产	16.38	16.77	16.86	16.32
长期投资	2.58	2.58	2.58	2.58
固定资产	9.09	9.23	8.89	8.65
无形资产	1.85	1.50	1.46	1.07
其他	2.87	3.47	3.93	4.03
资产总计	39.75	39.79	42.50	45.99
流动负债	11.38	10.05	11.04	12.64
短期借款	0.94	1.25	1.55	1.79
应付账款	6.11	5.69	6.52	7.39
其他	4.33	3.11	2.98	3.46
非流动负债	4.11	4.14	4.34	4.44
长期借款	3.69	3.69	3.69	3.69
其他	0.42	0.45	0.65	0.75
负债合计	15.49	14.19	15.38	17.08
少数股东权益	0.40	0.41	0.42	0.43
归属母公司股东权益	23.86	25.18	26.69	28.48
负债和股东权益	39.75	39.79	42.50	45.99

现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1.30	-2.18	6.75	7.78
净利润	0.99	1.28	1.52	1.80
折旧摊销	0.61	0.97	1.01	1.14
财务费用	0.06	0.16	0.18	0.19
投资损失	-0.20	-0.21	-0.23	-0.27
营运资金变动	-0.17	-4.52	4.12	4.66
其它	0.02	0.14	0.16	0.27
投资活动现金流	-2.70	-1.14	-0.87	-0.34
资本支出	-2.36	-0.96	-1.11	-0.61
长期投资	-0.40	0.00	0.00	0.00
其他	0.06	-0.19	0.23	0.27
筹资活动现金流	2.61	0.12	0.32	0.15
短期借款	-0.06	0.30	0.30	0.24
长期借款	2.82	0.00	0.00	0.00
其他	-0.15	-0.19	0.02	-0.09
现金净增加额	1.22	-3.19	6.20	7.59

资料来源: 中国银河证券研究院预测

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16.77	17.34	19.46	22.14
营业成本	11.32	10.93	12.26	13.95
营业税金及附加	0.25	0.26	0.29	0.33
营业费用	1.00	1.02	1.15	1.31
管理费用	1.98	1.93	2.16	2.46
财务费用	-0.03	0.47	0.45	0.36
资产减值损失	-0.06	-0.01	-0.04	-0.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.20	0.21	0.23	0.27
营业利润	0.93	1.21	1.44	1.70
营业外收入	0.00	-0.01	-0.01	-0.01
营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.93	1.20	1.43	1.69
所得税	-0.06	-0.08	-0.09	-0.11
净利润	0.99	1.28	1.52	1.80
少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.01
归属母公司净利润	0.98	1.27	1.51	1.78
EBITDA	1.31	2.65	2.89	3.18
EPS (元)	0.17	0.22	0.26	0.30

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-11.95%	3.40%	12.21%	13.77%
营业利润	-56.40%	29.96%	18.63%	18.01%
归属母公司净利润	-49.05%	29.45%	18.79%	18.13%
毛利率	32.53%	37.00%	37.00%	37.00%
净利率	5.85%	7.33%	7.76%	8.05%
ROE	4.11%	5.05%	5.65%	6.26%
ROIC	2.56%	5.82%	6.12%	6.27%
资产负债率	38.97%	35.67%	36.19%	37.13%
净负债比率	0.82%	14.07%	-7.73%	-32.33%
流动比率	2.05	2.29	2.32	2.35
速动比率	1.40	1.40	1.90	2.29
总资产周转率	0.44	0.44	0.47	0.50
应收账款周转率	1.72	1.90	2.19	2.38
应付账款周转率	1.77	1.85	2.01	2.01
每股收益	0.17	0.22	0.26	0.30
每股经营现金	0.22	-0.37	1.14	1.32
每股净资产	4.04	4.26	4.52	4.82
P/E	444.72	343.56	289.22	244.82
P/B	18.30	17.33	16.35	15.33
EV/EBITDA	197.87	166.35	150.29	134.18
PS	26.03	25.17	22.43	19.72

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良：**制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 10 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森：**军工行业分析师。证券从业 5 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn