

中航机载（600372.SH）

25 年预期关联交易发布，预计额保持高位

公司发布《2025 年度日常关联交易公告》，预计 25 年关联销售额度 200 亿，关联采购额度 55 亿，预计存款限额 130 亿。

□ 2025 年预计关联交易保持在高位。从公司发布的关联交易公告情况看，公司预计 2025 年向航空工业集团内关联方销售商品 200 亿，较 24 年预期发生额下降 9.09%；预计关联采购额度 55 亿，较 24 年预期发生额下降 8.33%。存款限额预计额为 130 亿，较 24 年预计额持平。我们认为，航空装备更新换代需求仍保持饱满状态，其中机载系统是航空装备升级换代的核心重点领域，预计保持高位运行。

□ 24Q3 业绩承压，毛利率环比有所提升。前三季度实现营收 165.67 亿，同比-20.09%；实现归母净利润 12.03 亿，同比-27.10%。24Q3 单季度实现营收 50.89 亿（Yoy-24.61%，Qoq-12.79%），实现归母净利润 3.00 亿（Yoy-52.10%，Qoq-33.25%）。盈利能力方面，24Q3 单季度，销售毛利率 27.72%，同比下降 2.03pct，环比提升 1.83pct。费用端方面，24Q3 单季度发生销售费用（0.60 亿，同比-12.30%），管理费用（4.41 亿，同比-20.10%），财务费用（0.32 亿，同比+184.73%）。公司研发费用（5.19 亿，同比-23.05%）。24Q3 三项费用率 10.48%，同比增加 1.01pct，环比增加 1.63pct。公司信用减值损失（-0.14 亿，去年-0.27 亿）；资产减值损失-0.44 亿，主要系计提存货跌价损失和固定资产减值准备增加所致。公司销售净利润率为 6.60%，同比下降 3.14pct，环比下降 1.84pct。2024 年经营计划：预计实现营业收入（285.22 亿，同比-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。利润端：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，同比+8.0%）。

□ 机载产业上市旗舰平台组建完成，打造世界一流航空机载系统供应商。2023 年 3 月 17 日起，中航机电终止上市；2023 年 4 月 13 日，本次交易换股吸收合并实施完成。同时，2023 年 6 月 26 日，本次吸收合并的 50 亿元募集配套资金到账，用于航空引气子系统 etc 机载产品产能提升项目等 10 个项目建设及补充合并后存续公司的流动资金。中航机电和中航电子合并后将作为机载系统主平台，有利于机载系统内部协同整合，促进业绩提升。机载产品占整机价值 40%以上，市场空间巨大。另外，在本次配融方案中沈飞、成飞各认购 1.8 亿元，在资本层面与机载产品主平台加强绑定。我们认为上市公司合并方案是机载系统整合资源、实现高质量发展的第一步，随着研究院所改制的不断推进，未来仍存在资产证券化空间，看好公司合并后的发展。

序号	项目名称	拟募投资金额 (万元)	建设期 (月)	项目效果
1	航空引气子系统等机载产品产能提升项目	72,110	36	构建数字化、智能化生产线，提升新航集团引气子系统、发动机滑油润滑系统等核心生产能力。
2	液压作动系统产能提升建设项目	20,000	36	实现航空液压作动四型产品产能提升。

强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：NA

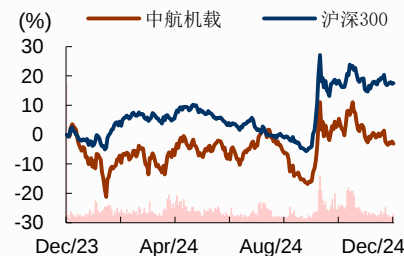
当前股价：12.2 元

基础数据

总股本（百万股）	4839
已上市流通股（百万	4757
总市值（十亿元）	59.0
流通市值（十亿元）	58.0
每股净资产（MRQ）	7.7
ROE（TTM）	3.9
资产负债率	48.0%
主要股东	中航机载系统有限公司
主要股东持股比例	25.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	2	1
相对表现	-7	-10	-17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航机载（600372）—24Q3 业绩有所承压，毛利率环比有所提升》2024-10-30
- 2、《中航机载（600372）—盈利能力有所提升，24 年持续推进高质量发展》2024-03-20
- 3、《中航电子（600372）—公司业绩稳步增长，机载系统上市平台组建在即》2023-03-26

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 研究助理

zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

3	航空电力系统生产能力提升项目	19,049	36	实现航空电力系统产品产能提升。
4	燃油测控系统等机载产品产能提升建设项目	17,500	36	提升四川泛华仪表航空燃油测量控制系统等核心产品生产能力。
5	悬挂发射系统产能提升项目	15,400	36	提升悬挂发射系统的核心生产能力。
6	作动筒、锁定装置等机载产品产能提升建设项目	15,200	36	提升作动筒、锁定装置、阻尼器等核心产品生产能力
7	电磁阀类等机载产品核心能力提升建设项目	15,000	36	提升电磁阀类等核心产品生产能力
8	受油装置等机载产品产能提升项目	14,500	36	提升公司受油装置、引射泵等核心产品生产能力
9	航空工业风雷火发器等机载产品科研生产能力建设项目	13,600	36	实现火发器等产品研发及产能提升
10	航空管路专业化建设项目	8,250	24	切实提升宜宾三江军民机管路产品设计研发及制造能力。
11	补充合并后存续公司的流动资金	289,391	—	—

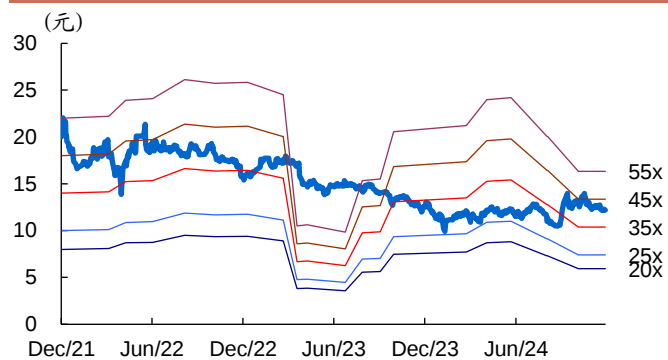
- 盈利预测：预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 21.04/23.10/25.15 亿元，对应估值 28、26、24 倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：产品订单低于预期，改革进度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	11186	29007	32483	36475	40975
同比增长	14%	159%	12%	12%	12%
营业利润(百万元)	927	2230	2491	2738	2984
同比增长	5%	141%	12%	10%	9%
归母净利润(百万元)	872	1886	2104	2310	2515
同比增长	9%	116%	12%	10%	9%
每股收益(元)	0.18	0.39	0.43	0.48	0.52
PE	67.7	31.3	28.1	25.6	23.5
PB	4.8	1.6	1.6	1.5	1.4

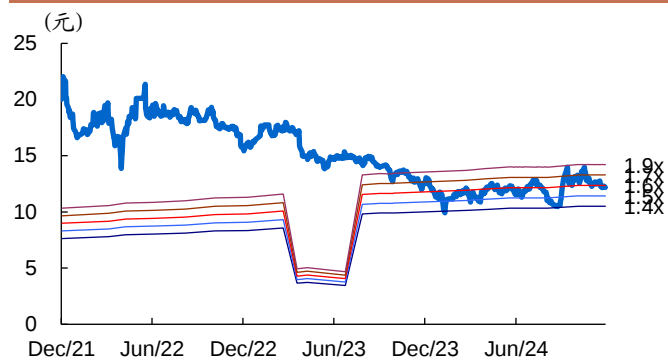
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中航机载历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中航机载历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	21747	55475	52451	58904	65764
现金	3190	13708	5683	6392	6778
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	2006	6371	7135	8012	9000
应收款项	8809	20143	22557	25329	28454
其它应收款	103	139	156	175	197
存货	7106	13894	15555	17462	19612
其他	534	1219	1365	1533	1722
非流动资产	6656	18048	22434	25589	27852
长期股权投资	31	843	843	843	843
固定资产	4507	10820	15403	18734	21155
无形资产商誉	735	1909	1718	1546	1392
其他	1383	4475	4470	4466	4462
资产总计	28402	73523	74886	84493	93616
流动负债	14331	29833	29369	36975	43926
短期借款	2919	3472	1436	5857	9217
应付账款	7899	20002	22394	25140	28236
预收账款	549	2447	2740	3076	3454
其他	2964	3912	2799	2903	3019
长期负债	1448	5996	5996	5996	5996
长期借款	1197	4318	4318	4318	4318
其他	251	1678	1678	1678	1678
负债合计	15778	35828	35364	42971	49922
股本	1928	4839	4839	4839	4839
资本公积金	4270	19598	19598	19598	19598
留存收益	5988	11646	13180	14859	16681
少数股东权益	439	1611	1904	2226	2576
归属于母公司所有者	12185	36083	37617	39296	41118
负债及权益合计	28402	73523	74886	84493	93616

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(794)	(1017)	3335	4535	5563
净利润	902	2149	2397	2632	2865
折旧摊销	626	1469	3156	4389	5282
财务费用	180	280	365	430	659
投资收益	(29)	(153)	(363)	(363)	(363)
营运资金变动	(2444)	(4745)	(2231)	(2561)	(2888)
其它	(28)	(18)	10	9	8
投资活动现金流	(505)	(1282)	(7186)	(7186)	(7186)
资本支出	(507)	(1435)	(7549)	(7549)	(7549)
其他投资	2	154	363	363	363
筹资活动现金流	549	4671	(4174)	3360	2009
借款变动	1077	(14683)	(3238)	4421	3360
普通股增加	0	2911	0	0	0
资本公积增加	354	15329	0	0	0
股利分配	0	0	(571)	(631)	(693)
其他	(882)	1115	(365)	(430)	(659)
现金净增加额	(750)	2372	(8025)	709	386

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11186	29007	32483	36475	40975
营业成本	7658	20382	22819	25617	28772
营业税金及附加	54	220	246	276	310
营业费用	101	273	306	343	344
管理费用	1022	2452	2745	3083	3381
研发费用	1191	3489	3875	4351	4888
财务费用	133	99	365	430	659
资产减值损失	(214)	(226)	0	0	0
公允价值变动收	0	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	84	211	211	211	211
投资收益	29	153	153	153	153
营业利润	927	2230	2491	2738	2984
营业外收入	5	44	44	44	44
营业外支出	6	17	17	17	17
利润总额	926	2257	2518	2765	3011
所得税	24	108	121	134	146
少数股东损益	30	263	293	322	350
归属于母公司净利	872	1886	2104	2310	2515

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	14%	159%	12%	12%	12%
营业利润	5%	141%	12%	10%	9%
归母净利润	9%	116%	12%	10%	9%
获利能力					
毛利率	31.5%	29.7%	29.8%	29.8%	29.8%
净利率	7.8%	6.5%	6.5%	6.3%	6.1%
ROE	7.4%	7.8%	5.7%	6.0%	6.3%
ROIC	6.0%	6.8%	5.9%	6.2%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	55.6%	48.7%	47.2%	50.9%	53.3%
净负债比率	21.1%	12.2%	7.7%	12.0%	14.5%
流动比率	1.5	1.9	1.8	1.6	1.5
速动比率	1.0	1.4	1.3	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.2	1.9	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	1.2	1.6	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	1.0	1.5	1.1	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.18	0.39	0.43	0.48	0.52
每股经营净现	-0.16	-0.21	0.69	0.94	1.15
每股净资产	2.52	7.46	7.77	8.12	8.50
每股股利	0.00	0.12	0.13	0.14	0.16
估值比率					
PE	67.7	31.3	28.1	25.6	23.5
PB	4.8	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	57.8	25.3	15.0	11.9	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。