

中航机载（600372）

装备需求节奏影响业绩；紧握大飞机&低空发展机遇

事件：公司3月28日发布了2024年报，全年实现营收239亿元，YoY-17.7%；归母净利润10.4亿元，YoY-44.8%；扣非归母净利润8.3亿元，YoY-43.1%。公司业绩下降主要受市场环境、行业发展周期及有关政策等因素影响，重要客户航空防务装备需求释放不及预期，民用航空产品及汽车产品收入的显著增加不足以抵消航空防务装备下滑带来的影响。

● **飞机产品毛利率下滑较多；国外收入同比增长29%需求较好**
公司4Q24实现营收73.1亿元，YoY-11.6%；归母净利润-1.6亿元，上年同期2.4亿元。2024全年毛利率同比减少1.56ppt至28.2%；净利率同比减少2.41ppt至5.0%，主要是收入占比较高的飞机制造业（占公司总收入的81.8%）毛利率同比减少1.13ppt至29%导致。**分地区看，1）国内地区**收入229.8亿元，YoY-18.8%；毛利率同比减少1.51ppt至28.5%；**2）国外地区**收入9.0亿元，YoY+28.7%；毛利率同比减少6.25ppt至20.9%。

● **费用管控能力有所提升；货款回收滞后影响经营活动净现金流**
费用端，2024年公司期间费用率为21.6%，同比减少0.19ppt。其中：1）销售费用率0.8%，同比减少0.17ppt；2）管理费用率8.9%，同比增加0.43ppt；3）研发费用率11.5%，同比减少0.53ppt。**截至24Q4末，公司：1）**应收账款及票据278.2亿元，较年初增长4.9%；**2）**存货156.5亿元，较年初增长12.6%。公司公告根据相关产品的市场需求变化、产品更新换代及已过期且无转让价值等情况，拟计提存货跌价准备1.3亿元，一定程度上影响了公司净利润；**3）**合同负债13.8亿元，较年初减少42.8%，主要是按合同约定交付产品导致余额减少；**4）**经营活动净现金流-19.9亿元，上年同期为-10.2亿元，主要是货款回收滞后导致。

● **聚焦装备建设主责主业；紧握民机、低空经济等新领域发展机遇**
装备业务领域，公司加快实施产能提升工程，加强供应链管理水平，提高交付速率与质量，年度产品交付任务有序推进，持续满足各主机均衡生产目标需求。条件建设从任务保障型向体系效能型转变。**大飞机业务方面**，公司深入推进国家大飞机项目，配套产品从设备级向系统级稳步迈进，参与了C919、AG600、MA700研制，建立了民机机载系统研制体系，多家子公司为C919项目配套供应商。**低空经济方面**，公司深依托自主研发的航空电子、飞控系统和新能源动力，支撑中航工业打造了系列无人机/eVTOL平台，涵盖长航时侦察、物流配送、应急救援等多场景应用。公司目前已形成了较为完整的低空机载产品谱系，所属子公司已与多家低空经济领域头部eVTOL企业形成系统级、部件级配套合作，提供满足适航标准的机载计算机、航空电子、传感器、电源动力、机电作动成熟产品。

盈利预测与评级：公司是我国航空机载系统研制生产的国家队和各类型传感器开发的主力军，同时积极把握新一轮科技革命、产业革命发展窗口期，推动先进科技向新质生产力转化，向航空防务装备新质战斗力集成方向发展。根据下游需求节奏变化，我们调整公司2025-2027年营业收入分别为243.10/273.48/310.40亿元（此前25~26年预测值为321.00/345.23亿元）；调整归母净利润为11.58/13.57/15.83亿元（此前25~26年预测值为23.48/26.00亿元），对应PE为46.34/39.53/33.90x，维持“买入”评级。

风险提示：产品降价风险；民机业务发展不及预期；技术风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	29,006.92	23,879.73	24,309.56	27,348.26	31,040.27
增长率(%)	159.31	(17.68)	1.80	12.50	13.50
EBITDA(百万元)	7,452.34	6,002.83	3,491.12	3,890.60	4,309.65
归属母公司净利润(百万元)	1,886.42	1,040.73	1,158.14	1,357.49	1,583.05
增长率(%)	116.35	(44.83)	11.28	17.21	16.62
EPS(元/股)	0.39	0.22	0.24	0.28	0.33
市盈率(P/E)	28.45	51.56	46.34	39.53	33.90
市净率(P/B)	1.49	1.43	1.40	1.37	1.34
市销率(P/S)	1.85	2.25	2.21	1.96	1.73
EV/EBITDA	7.80	9.72	16.03	14.30	12.64

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025年04月06日

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.09元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,838.90
流通A股股本(百万股)	4,838.90
A股总市值(百万元)	53,663.36
流通A股市值(百万元)	53,663.36
每股净资产(元)	7.74
资产负债率(%)	49.80
一年内最高/最低(元)	14.26/10.26

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
潘曦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	panjian@tfzq.com
赵博轩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525020002	zhaoboxuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中航机载-半年报点评:机载龙头聚焦主业，提质增效良性发展》 2024-09-09
- 《中航机载-公司点评:主营产品营收稳步增长，吸收合并圆满完成提升核心竞争力》 2024-06-19
- 《中航机载-公司点评:机载产品需求旺盛，打造世界一流航空机载供应商》 2024-01-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,708.31	13,044.05	7,292.87	7,657.51	8,691.28
应收票据及应收账款	26,514.27	27,823.28	27,548.50	36,264.10	37,887.66
预付账款	545.16	439.86	721.47	799.76	1,046.48
存货	13,893.54	15,647.91	18,224.13	17,633.38	16,829.73
其他	808.80	1,328.59	1,430.83	1,763.64	1,831.79
流动资产合计	55,470.08	58,283.70	55,217.80	64,118.39	66,286.93
长期股权投资	843.30	875.19	907.19	939.19	971.19
固定资产	10,820.43	11,340.88	11,490.96	12,061.56	12,383.02
在建工程	1,921.39	1,640.62	1,288.43	1,111.90	988.33
无形资产	1,884.91	1,815.40	1,695.56	1,571.73	1,443.89
其他	2,577.95	2,955.02	2,835.04	2,793.54	2,752.04
非流动资产合计	18,047.99	18,627.11	18,217.18	18,477.91	18,538.47
资产总计	73,523.42	78,120.46	73,434.98	82,596.30	84,825.40
短期借款	3,471.60	6,773.62	4,261.75	4,865.26	4,306.02
应付票据及应付账款	20,002.34	21,419.14	17,291.77	26,171.88	25,522.78
其他	3,953.12	5,532.43	7,809.03	6,304.90	8,833.51
流动负债合计	27,427.05	33,725.19	29,362.55	37,342.04	38,662.32
长期借款	4,317.76	3,308.37	3,500.00	3,300.00	3,200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,678.02	498.28	500.00	892.10	630.13
非流动负债合计	5,995.79	3,806.66	4,000.00	4,192.10	3,830.13
负债合计	35,828.46	38,907.83	33,362.55	41,534.14	42,492.44
少数股东权益	1,611.48	1,758.15	1,877.15	2,016.63	2,179.30
股本	4,838.90	4,838.90	4,838.90	4,838.90	4,838.90
资本公积	19,598.17	20,329.33	20,329.33	20,329.33	20,329.33
留存收益	11,188.01	11,616.36	12,427.06	13,377.30	14,485.44
其他	458.40	669.90	600.00	500.00	500.00
股东权益合计	37,694.96	39,212.63	40,072.43	41,062.16	42,332.95
负债和股东权益总计	73,523.42	78,120.46	73,434.98	82,596.30	84,825.40

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,149.09	1,193.59	1,158.14	1,357.49	1,583.05
折旧摊销	1,468.74	1,502.63	1,601.94	1,709.77	1,809.95
财务费用	280.33	270.62	185.55	169.46	205.64
投资损失	(152.90)	(134.01)	(150.00)	(140.00)	(140.00)
营运资金变动	(4,653.32)	(6,319.29)	(4,594.08)	(232.09)	135.21
其它	(109.20)	1,497.74	169.75	198.92	232.15
经营活动现金流	(1,017.26)	(1,988.71)	(1,628.70)	3,063.56	3,826.00
资本支出	9,561.11	2,875.48	1,278.28	1,587.90	2,141.97
长期投资	812.78	31.88	32.00	32.00	32.00
其他	(11,655.71)	(3,796.19)	(2,440.03)	(3,459.56)	(3,913.75)
投资活动现金流	(1,281.81)	(888.83)	(1,129.75)	(1,839.66)	(1,739.78)
债权融资	2,911.69	3,806.42	(2,524.40)	(292.23)	(507.83)
股权融资	17,486.41	942.65	(468.34)	(567.03)	(544.63)
其他	(15,726.71)	(1,713.77)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	4,671.38	3,035.30	(2,992.74)	(859.26)	(1,052.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,372.32	157.76	(5,751.19)	364.64	1,033.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,006.92	23,879.73	24,309.56	27,348.26	31,040.27
营业成本	20,381.98	17,150.92	17,419.91	19,558.64	22,154.85
营业税金及附加	219.50	221.19	218.79	251.60	285.57
销售费用	272.86	185.12	184.75	212.00	243.03
管理费用	2,451.64	2,120.85	2,072.67	2,250.14	2,515.60
研发费用	3,489.06	2,744.60	2,794.01	3,174.69	3,621.29
财务费用	99.35	102.26	185.55	169.46	205.64
资产/信用减值损失	(225.18)	(457.40)	(170.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	(0.71)	(0.06)	(0.26)	(0.34)	(0.22)
投资净收益	152.90	134.01	150.00	140.00	140.00
其他	(64.16)	391.86	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	2,229.68	1,286.38	1,413.63	1,671.37	1,954.07
营业外收入	44.38	41.43	45.00	45.00	45.00
营业外支出	17.37	19.34	15.00	15.00	15.00
利润总额	2,256.69	1,308.47	1,443.63	1,701.37	1,984.07
所得税	107.60	114.88	115.49	144.62	168.65
净利润	2,149.09	1,193.59	1,328.14	1,556.75	1,815.42
少数股东损益	262.67	152.86	170.00	199.26	232.37
归属于母公司净利润	1,886.42	1,040.73	1,158.14	1,357.49	1,583.05
每股收益（元）	0.39	0.22	0.24	0.28	0.33

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	159.31%	-17.68%	1.80%	12.50%	13.50%
营业利润	140.53%	-42.31%	9.89%	18.23%	16.91%
归属于母公司净利润	116.35%	-44.83%	11.28%	17.21%	16.62%
获利能力					
毛利率	29.73%	28.18%	28.34%	28.48%	28.63%
净利率	6.50%	4.36%	4.76%	4.96%	5.10%
ROE	5.23%	2.78%	3.03%	3.48%	3.94%
ROIC	15.07%	4.16%	4.07%	4.16%	4.82%
偿债能力					
资产负债率	48.73%	49.80%	45.43%	50.29%	50.09%
净负债率	-12.51%	-0.37%	8.16%	6.77%	3.41%
流动比率	1.86	1.69	1.88	1.72	1.71
速动比率	1.39	1.25	1.26	1.24	1.28
营运能力					
应收账款周转率	1.55	0.88	0.88	0.86	0.84
存货周转率	2.76	1.62	1.44	1.53	1.80
总资产周转率	0.57	0.31	0.32	0.35	0.37
每股指标（元）					
每股收益	0.39	0.22	0.24	0.28	0.33
每股经营现金流	-0.21	-0.41	-0.34	0.63	0.79
每股净资产	7.46	7.74	7.89	8.07	8.30
估值比率					
市盈率	28.45	51.56	46.34	39.53	33.90
市净率	1.49	1.43	1.40	1.37	1.34
EV/EBITDA	7.80	9.72	16.03	14.30	12.64
EV/EBIT	9.69	12.94	29.62	25.51	21.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com