

## 起落架批产交付，民航刹车市场持续拓展，应收账款问题有望改善

### 核心观点

- **起落架市场持续开拓，25 年将实现多型飞机起落架小批产交付。**公司 24 年起落架着陆系统业务实现收入 0.84 亿元（+1766.18%），多款产品进入重要应用节点：1) 24 年完成某型机起落架鉴定工作，并已开始批产交付；2) 完成某型机的批生产审查，为 25 年的批产交付工作奠定基础；3) 完成某两型飞机起落架的放飞评审，正在开展试飞验证，25 年即将实现小批产交付；4) 完成某航天项目无人机的起落架交付和试验，开拓了航天系统无人机的市场；5) 进行钛合金新材料的应用、火焰喷涂新工艺的开发等技术攻坚；6) 子公司天津全顺金属的军民两用大型飞机起落架的表面处理生产线已正式投产使用，能够满足大型军民机的起落架科研、生产和维修项目的表面处理工艺。起落架着陆系统单机价值较高，我们认为随着审查与试飞验证通过、生产线投产使用，起落架业务有望成为公司重要的盈利的增长点。
- **军用需求或将迎来复苏，民航刹车制动产品后市场空间大。**24 年受防务行业订货需求放缓影响，刹车盘与飞机刹车控制系统及机轮业务收入均出现一定程度下滑。1) 军：25 年随着下游复苏，预计军用业务将有所回暖；2) 民：民用市场主要为国外巨头垄断，今年以来众多航司航材进口成本陡然提升、地缘政治紧张导致供应链存在不确定性下，民航刹车制动产品存在较大的国产替代空间。公司目前在积极地参与各种型号的国产化工作，部分型号的刹车制动产品已经进展到关键取证阶段，未来将持续开拓更多种类的民航客户，加快打造航空产品增长第二曲线。
- **应收账款回款有望好转，盈利能力有望改善。**公司近年来应收账款及信用减值损失上升明显，且应收账款持续处于高位。24 年公司应收账款为 17.04 亿元，而 19 年仅为 4.51 亿元；24 年信用减值损失为-1.31 亿元，而 19 年仅为-0.29 亿元。应收账款居高不下导致信用减值损失较大，对公司业绩已造成一定压力，但目前公司针对应收账款已专门成立工作小组，将按照不同客户类型和欠款周期进行分类，逐一交流和上门催收。预计未来应收账款回款或将好转，信用减值损失逐步降低，盈利能力有望改善。

### 盈利预测与投资建议

- 根据行业需求情况下调营收与毛利率，调整 25、26 年 EPS 为 0.61、0.82 元（前值为 1.07、1.27 元），新增 27 年 EPS 为 1.06 元。参考可比公司 25 年估值水平，对应 25 年 48 倍 PE，目标价 29.28 元，维持买入评级。

**风险提示：**军民品市场开拓进度不及市场预期；军品采购格下降风险；应收账款风险

### 公司主要财务信息

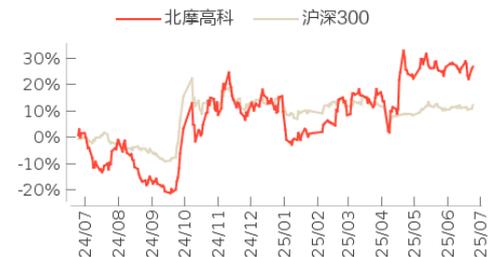
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	954	538	1,078	1,302	1,552
同比增长(%)	-4.4%	-43.6%	100.3%	20.8%	19.2%
营业利润(百万元)	292	16	275	362	462
同比增长(%)	-37.8%	-94.4%	1578.5%	31.5%	27.6%
归属母公司净利润(百万元)	217	16	203	272	353
同比增长(%)	-30.9%	-92.6%	1159.7%	33.7%	29.7%
每股收益(元)	0.66	0.05	0.61	0.82	1.06
毛利率(%)	59.1%	52.8%	49.8%	50.2%	50.7%
净利率(%)	22.8%	3.0%	18.9%	20.9%	22.7%
净资产收益率(%)	7.1%	0.6%	7.9%	9.7%	11.5%
市盈率	42.1	566.4	45.0	33.6	25.9
市净率	2.9	3.7	3.4	3.1	2.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年06月24日）	27.16 元
目标价格	29.28 元
52 周最高价/最低价	29.35/16.67 元
总股本/流通 A 股（万股）	33,185/19,808
A 股市值（百万元）	9,013
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 06 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.59	1.08	13.83	26.88
相对表现%	-2.46	0.52	14.61	14.59
沪深 300%	0.87	0.56	-0.78	12.29



### 证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

### 联系人

鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

### 相关报告

信用减值影响 23 年利润表现，静待 24 年 2024-05-05  
市场需求恢复

## 附录

**表 1：北摩高科可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2025/6/24	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中简科技	300777	34.66	0.81	1.08	1.34	1.62	42.80	32.10	25.83	21.43
中航成飞	302132	80.30	0.04	1.33	1.58	2.09	1911.90	60.30	50.72	38.46
中航沈飞	600760	52.90	1.23	1.40	1.66	1.94	42.95	37.79	31.80	27.32
中航西飞	000768	25.00	0.37	0.43	0.51	0.60	67.93	58.17	48.89	41.85
钢研高纳	300034	15.63	0.31	0.33	0.41	0.47	50.10	47.01	37.86	33.13
	调整后 平均							<b>48</b>	40	33

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	752	405	323	391	466	营业收入	954	538	1,078	1,302	1,552
应收票据、账款及款项融资	1,999	1,712	1,948	2,093	2,341	营业成本	390	254	541	648	765
预付账款	48	42	39	47	56	销售费用	35	29	35	44	53
存货	720	890	1,898	2,273	2,684	管理费用	77	62	64	69	75
其他	61	18	22	23	25	研发费用	86	58	93	113	138
<b>流动资产合计</b>	<b>3,581</b>	<b>3,067</b>	<b>4,214</b>	<b>4,809</b>	<b>5,549</b>	财务费用	(7)	8	16	21	23
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	118	141	78	67	57
固定资产	455	534	526	521	515	公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
在建工程	111	34	59	69	75	投资净收益	1	0	0	0	0
无形资产	55	53	51	50	49	其他	36	29	24	22	20
其他	375	354	314	309	309	<b>营业利润</b>	<b>292</b>	<b>16</b>	<b>275</b>	<b>362</b>	<b>462</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>995</b>	<b>975</b>	<b>951</b>	<b>950</b>	<b>948</b>	营业外收入	0	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,576</b>	<b>4,041</b>	<b>5,165</b>	<b>5,759</b>	<b>6,497</b>	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	0	34	252	305	401	<b>利润总额</b>	<b>292</b>	<b>20</b>	<b>275</b>	<b>362</b>	<b>462</b>
应付票据及应付账款	527	580	1,238	1,483	1,750	所得税	36	(0)	34	45	58
其他	125	516	522	524	527	<b>净利润</b>	<b>256</b>	<b>20</b>	<b>241</b>	<b>317</b>	<b>404</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>652</b>	<b>1,130</b>	<b>2,011</b>	<b>2,312</b>	<b>2,679</b>	少数股东损益	38	4	37	45	51
长期借款	0	293	293	293	293	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>217</b>	<b>16</b>	<b>203</b>	<b>272</b>	<b>353</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.66	0.05	0.61	0.82	1.06
其他	89	55	84	84	84						
<b>非流动负债合计</b>	<b>89</b>	<b>347</b>	<b>377</b>	<b>377</b>	<b>377</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>741</b>	<b>1,477</b>	<b>2,388</b>	<b>2,689</b>	<b>3,055</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	649	68	105	150	202	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	332	332	332	332	332	营业收入	-4.4%	-43.6%	100.3%	20.8%	19.2%
资本公积	1,436	836	836	836	836	营业利润	-37.8%	-94.4%	1578.5%	31.5%	27.6%
留存收益	1,391	1,301	1,504	1,752	2,072	归属于母公司净利润	-30.9%	-92.6%	1159.7%	33.7%	29.7%
其他	27	28	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,835</b>	<b>2,564</b>	<b>2,778</b>	<b>3,070</b>	<b>3,442</b>	毛利率	59.1%	52.8%	49.8%	50.2%	50.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,576</b>	<b>4,041</b>	<b>5,165</b>	<b>5,759</b>	<b>6,497</b>	净利率	22.8%	3.0%	18.9%	20.9%	22.7%
						ROE	7.1%	0.6%	7.9%	9.7%	11.5%
						ROIC	6.7%	0.7%	8.1%	9.5%	10.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	16.2%	36.5%	46.2%	46.7%	47.0%
净利润	256	20	241	317	404	净负债率	0.0%	0.0%	8.5%	7.3%	7.1%
折旧摊销	75	60	65	67	68	流动比率	5.49	2.71	2.10	2.08	2.07
财务费用	(7)	8	16	21	23	速动比率	4.38	1.93	1.15	1.10	1.07
投资损失	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(97)	577	(582)	(283)	(398)	应收账款周转率	0.5	0.3	0.7	0.8	0.9
其它	(24)	(480)	8	0	0	存货周转率	0.6	0.3	0.4	0.3	0.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>201</b>	<b>185</b>	<b>(237)</b>	<b>125</b>	<b>100</b>	总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
资本支出	(167)	(42)	(73)	(66)	(66)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.66	0.05	0.61	0.82	1.06
其他	16	(67)	0	0	0	每股经营现金流	0.60	0.56	-0.71	0.38	0.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>(151)</b>	<b>(110)</b>	<b>(73)</b>	<b>(66)</b>	<b>(66)</b>	每股净资产	9.60	7.52	8.05	8.80	9.76
债权融资	3	271	26	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	2	(599)	0	0	0	市盈率	42.1	566.4	45.0	33.6	25.9
其他	(7)	(94)	202	8	41	市净率	2.9	3.7	3.4	3.1	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3)</b>	<b>(422)</b>	<b>228</b>	<b>8</b>	<b>41</b>	EV/EBITDA	24.9	106.6	25.2	19.9	16.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.4	370.0	30.8	23.4	18.5
<b>现金净增加额</b>	<b>46</b>	<b>(347)</b>	<b>(82)</b>	<b>67</b>	<b>75</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。