

➤ **事件:** 8月28日, 公司发布2025年半年报, 1H25实现营收111.8亿元, YOY -2.6%; 归母净利润6.4亿元, YOY -28.9%; 扣非净利润5.8亿元, YOY -24.4%。**业绩表现符合市场预期。**受行业周期调整和政策影响, 竞争加剧, 特种产品订货合同调整未达预期, 公司基本完成上半年均衡生产和序时进度目标, 营收完成度46.1%。我们综合点评如下:

➤ **2Q25 净利润同比增长 20%; 1H25 盈利能力总体稳定。**1) **单季度:** 公司2Q25实现营收64.6亿元, YOY +10.6%; 归母净利润5.4亿元, YOY +20.5%; 扣非净利润5.2亿元, YOY +27.9%。2) **利润率:** 公司1H25毛利率同比提升0.9ppt至26.4%; 净利率同比下滑2.0ppt至6.5%。其中, 2Q25毛利率同比提升1.8ppt至27.7%; 净利率同比提升0.8ppt至9.2%。

➤ **航空机载系统技术优势明显; 项目建设稳步推进。**募投项目建设方面, 截至**2025年6月30日, 公司:** 1) 液压作动系统产能提升建设项目进度为62%, 预计于2025年12月达到预定可使用状态; 2) 航空引气子系统等产品产能提升项目、航空电力系统生产能力提升项目、燃油测控系统等机载产品产能提升建设项目、悬挂发射系统产能提升项目进度分别是31%、31%、53%、67%, 均预计于2026年6月达到预定可使用状态。

➤ **减值影响利润 2 亿元; 存货及应收达到历史最高水平。**1H25, 公司期间费用率同比增加1.7ppt至17.7%: 1) 销售费用率同比减少0.4ppt至0.6%; 2) 管理费用率同比增加0.3ppt至7.8%; 3) 财务费用率为0.6%, 去年同期为0.1%; 4) 研发费用率同比增加1.3ppt至8.8%。**减值方面,** 公司计提应收款项信用减值准备1.63亿元, 其中应收款项减值为1.58亿元、合同资产减值为0.05亿元。计提存货跌价准备0.41亿元。上述合计影响利润总额2.04亿元。**截至2Q25末, 公司:** 1) 应收账款及票据288.0亿元, 较年初增加3.5%; 2) 预付款项6.2亿元, 较年初增加39.8%; 3) 存货169.8亿元, 较年初增加8.5%; 4) 合同负债11.3亿元, 较年初减少17.8%。1H25, 公司经营活动净现金流为-0.6亿元, 去年同期为-11.6亿元。

➤ **投资建议:** 公司作为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, 向航空防务装备新质战斗力集成。公司大力拓展民机PMA航材和深度维修、低空经济等新兴产业, 加快推进大飞机机载产品研制和适航取证, 打造第二增长曲线。在无人机、eVTOL、通航运营及空域管理等领域取得一系列成果。我们预计, 公司2025~2027年归母净利润分别是11.01亿元、12.99亿元、14.90亿元, 当前股价对应2025~2027年PE分别是57x/48x/42x。**我们考虑到公司的航空平台多项重要系统的主要供应商地位, 维持“谨慎推荐”评级。**

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期、产品价格波动、项目建设不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	23,880	25,248	28,724	31,981
增长率 (%)	-17.7	5.7	13.8	11.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,041	1,101	1,299	1,490
增长率 (%)	-44.8	5.8	17.9	14.7
每股收益 (元)	0.22	0.23	0.27	0.31
PE	60	57	48	42
PB	1.7	1.6	1.6	1.6

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2025年08月29日收盘价)

**谨慎推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**12.86 元**

**分析师 尹会伟**

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@glms.com.cn

**分析师 孔厚融**

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@glms.com.cn

### 相关研究

- 中航机载 (600372.SH) 2024 年年报点评: 业绩阶段性承压; 开创民机/低空产业发展新局面-2025/03/30
- 中航机载 (600372.SH) 2024 年中报点评: 防务航空产业完成任务; 加快推进民机产业布局-2024/08/28
- 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
- 中航机载 (600372.SH) 2023 年三季度报点评: 归母净利润大增 42%; 航空机载龙头发展提速-2023/10/26

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,880	25,248	28,724	31,981
营业成本	17,151	18,225	20,746	23,117
营业税金及附加	221	235	261	291
销售费用	185	197	224	249
管理费用	2,121	2,222	2,528	2,814
研发费用	2,745	2,904	3,246	3,582
EBIT	1,298	1,466	1,719	1,927
财务费用	102	125	155	146
资产减值损失	-174	-125	-125	-125
投资收益	134	50	57	64
营业利润	1,286	1,408	1,657	1,899
营业外收支	22	-18	-18	-18
利润总额	1,308	1,390	1,640	1,881
所得税	115	139	164	188
净利润	1,194	1,251	1,476	1,693
归属于母公司净利润	1,041	1,101	1,299	1,490
EBITDA	2,834	2,944	3,245	3,501

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,044	14,119	15,728	17,606
应收账款及票据	27,823	27,912	29,251	31,238
预付款项	440	467	532	593
存货	15,648	14,878	16,779	18,521
其他流动资产	2,538	615	644	671
流动资产合计	59,493	57,992	62,934	68,629
长期股权投资	875	875	875	875
固定资产	11,341	11,579	11,612	11,488
无形资产	1,815	1,805	1,775	1,725
非流动资产合计	18,627	18,171	17,662	17,084
资产合计	78,120	76,163	80,596	85,713
短期借款	6,774	6,774	6,774	6,774
应付账款及票据	21,419	19,131	22,281	25,999
其他流动负债	6,908	6,598	7,055	7,441
流动负债合计	35,101	32,503	36,109	40,213
长期借款	3,308	3,308	3,308	3,308
其他长期负债	498	498	498	498
非流动负债合计	3,807	3,807	3,807	3,807
负债合计	38,908	36,309	39,916	44,020
股本	4,839	4,839	4,839	4,839
少数股东权益	1,758	1,908	2,085	2,289
股东权益合计	39,213	39,854	40,680	41,693
负债和股东权益合计	78,120	76,163	80,596	85,713

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-17.68	5.73	13.77	11.34
EBIT 增长率	-42.80	12.91	17.28	12.08
净利润增长率	-44.83	5.81	17.94	14.73
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	28.18	27.82	27.78	27.71
净利率	5.00	4.96	5.14	5.29
总资产收益率 ROA	1.33	1.45	1.61	1.74
净资产收益率 ROE	2.78	2.90	3.37	3.78
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.69	1.78	1.74	1.71
速动比率	1.20	1.31	1.26	1.23
现金比率	0.37	0.43	0.44	0.44
资产负债率 (%)	49.80	47.67	49.53	51.36
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	358.75	340.00	310.00	297.60
存货周转天数	333.01	300.00	297.00	294.03
总资产周转率	0.31	0.33	0.36	0.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.22	0.23	0.27	0.31
每股净资产	7.74	7.84	7.98	8.14
每股经营现金流	-0.41	0.65	0.76	0.82
每股股利	0.07	0.13	0.13	0.14
<b>估值分析</b>				
PE	60	57	48	42
PB	1.7	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	21.93	20.74	18.33	16.45
股息收益率 (%)	0.54	0.98	1.04	1.09

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,194	1,251	1,476	1,693
折旧和摊销	1,536	1,479	1,525	1,574
营运资金变动	-5,256	-227	69	82
经营活动现金流	-1,989	3,138	3,698	3,971
资本开支	-1,934	-1,064	-1,058	-1,038
投资	56	0	0	0
投资活动现金流	-889	-1,014	-1,000	-974
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3,794	0	0	0
筹资活动现金流	3,035	-1,049	-1,089	-1,119
现金净流量	164	1,075	1,608	1,879

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 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。	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
	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048