

业绩稳健增长；重组落地实力不断增强

2023 年 03 月 17 日

► **事件：**公司 2023 年 3 月 15 日发布了 2022 年年报，全年实现营收 111.9 亿元，YoY+13.7%；净利润 9.0 亿元，YoY+10.3%；归母净利润 8.7 亿元，YoY+9.2%；扣非归母净利润 6.9 亿元，YoY+1.1%。**公司业绩基本符合市场预期，收入及净利润均超过全年经营计划（22 年计划实现营收 110.4 亿元，净利润 8.8 亿元）。**

► **单季度收入持续增长；三四季度业绩有所波动。**单季度看，公司：1Q22~4Q22 分别实现营收 23.5 亿元 (YoY+19.6%)、28.4 亿元 (YoY+7.1%)、27.1 亿元 (YoY+16.9%)、32.9 亿元 (YoY+13.2%)；分别实现归母净利润 2.0 亿元 (YoY+44.4%)、3.2 亿元 (YoY+29.8%)、1.8 亿元 (YoY-8.0%)、1.8 亿元 (YoY-20.9%)。单季度收入持续增长，三四季度业绩有所波动。**分产品看，1)** 公司持续聚焦航空主业，航空产品实现营收 98.4 亿元，YoY+13.8%，占比总收入 88%，毛利率同比增加 1.75ppt 至 31.3%；**2)** 非航空防务收入 5.4 亿元，YoY+20.5%，毛利率同比增加 4.06ppt 至 24.2%；**3)** 非航空民品收入 5.8 亿元，YoY-10.7%，毛利率同比增加 0.44ppt 至 26.2%。

► **研发投入持续加大；应收/存货增长或反映需求景气。**费用端，公司 2022 年期间费用率为 21.9%，同比增加 2.01ppt，其中：**1)** 管理费用率 9.1%，同比减少 0.26ppt；**2)** 销售费用率 0.9%，同比减少 0.15ppt；**3)** 财务费用率 1.2%，同比增加 0.17pp；**4)** 研发费用率 10.7%，同比增加 2.24ppt；研发费用 10.7 亿元，YoY+44.0%，研发力度不断加大。**截至 2022 年末，公司：1)** 应收账款及票据 108.1 亿元，较年初增加 25.4%，主要是货款回收有所下降；**2)** 预付款项 3.1 亿元，较年初减少 21.4%；**3)** 存货 71.1 亿元，较年初增加 16.3%；**4)** 合同负债 5.3 亿元，较年初减少-63.0%，主要是产品交付结转了预收货款；**5)** 经营活动净现金流-7.9 亿元，上年同期 15.5 亿元，主要是货款回收有所减少。

► **合并重组方案已获证监会核准，航空机载系统综合实力或有望不断增强。**2023 年 3 月 17 日，合并重组方案已获证监会核准，中航机电终止上市并摘牌，本次吸并进入换股实施阶段。本次中航电子与中航机电的合并重组，实现了航空电子系统和航空机电系统的深度融合，顺应了全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，未来航空工业机载系统综合实力或有望不断增强。

► **投资建议：**公司是我国航电系统龙头，业务覆盖防务航空、民用航空、先进制造业三大领域，随着资产重组工作的顺利推进，综合实力或有望得到进一步增强。考虑到下游需求节奏变化，我们调整公司 2023~2025 年归母净利润至 10.75 亿元、13.08 亿元、15.57 亿元（此处预测不含换股吸并部分），当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 31x/26x/22x，**维持“谨慎推荐”评级。**

► **风险提示：**下游需求不及预期；订单增长不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11186	12550	14093	15761
增长率 (%)	13.7	12.2	12.3	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	872	1075	1308	1557
增长率 (%)	9.2	23.3	21.7	19.0
每股收益 (元)	0.45	0.56	0.68	0.81
PE	39	31	26	22
PB	2.8	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 16 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

17.56 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

1.中航电子 (600372.SH) 2022 年三季报点评：业绩稳健增长；重组方案已获股东大会审批-2022/10/31

2.中航电子 (600372.SH) 2022 年中报点评：1H22 业绩同比增长 35%；资产重组有序推进-2022/09/01

3.中航电子 (600372.SH) 2022 年一季报点评：1Q22 归母净利润增长 44%；盈利能力持续提升-2022/05/08

4.中航电子 (600372.SZ) 2021 年报及关联交易点评报告：盈利能力逐年提升；关联交易增长彰显需求景气-2022/04/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11186	12550	14093	15761
营业成本	7658	8673	9736	10885
营业税金及附加	54	46	50	55
销售费用	101	132	145	159
管理费用	1022	1146	1261	1382
研发费用	1191	1270	1383	1516
EBIT	1028	1284	1518	1764
财务费用	133	153	151	146
资产减值损失	-67	-40	-40	-40
投资收益	29	0	0	0
营业利润	927	1148	1396	1660
营业外收支	-1	-7	-7	-7
利润总额	926	1141	1389	1653
所得税	24	29	36	42
净利润	902	1112	1353	1610
归属于母公司净利润	872	1075	1308	1557
EBITDA	1660	1917	2187	2476

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3190	3397	3933	4838
应收账款及票据	10814	11483	12253	13020
预付款项	306	346	393	443
存货	7106	8007	8903	9859
其他流动资产	331	343	356	370
流动资产合计	21747	23576	25838	28530
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	4507	5071	5529	5902
无形资产	735	753	772	790
非流动资产合计	6656	6985	7278	7529
资产合计	28402	30561	33116	36059
短期借款	2919	2919	2919	2919
应付账款及票据	7899	8945	10075	11303
其他流动负债	3513	3524	3596	3700
流动负债合计	14331	15388	16590	17922
长期借款	1197	1197	1197	1197
其他长期负债	251	251	251	251
非流动负债合计	1448	1448	1448	1448
负债合计	15778	16835	18037	19370
股本	1928	1918	1918	1918
少数股东权益	439	476	521	574
股东权益合计	12624	13726	15079	16689
负债和股东权益合计	28402	30561	33116	36059

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.69	12.19	12.30	11.83
EBIT 增长率	4.85	24.87	18.18	16.22
净利润增长率	9.17	23.29	21.69	19.02
盈利能力 (%)				
毛利率	31.54	30.90	30.92	30.94
净利润率	8.06	8.86	9.60	10.22
总资产收益率 ROA	3.07	3.52	3.95	4.32
净资产收益率 ROE	7.16	8.11	8.99	9.66
偿债能力				
流动比率	1.52	1.53	1.56	1.59
速动比率	1.00	0.99	1.00	1.02
现金比率	0.22	0.22	0.24	0.27
资产负债率 (%)	55.55	55.09	54.47	53.72
经营效率				
应收账款周转天数	287.42	273.05	259.39	246.42
存货周转天数	338.67	338.67	335.28	331.93
总资产周转率	0.39	0.41	0.43	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.56	0.68	0.81
每股净资产	6.35	6.91	7.59	8.40
每股经营现金流	-0.41	0.71	0.88	1.07
每股股利	0.13	0.13	0.13	0.13
估值分析				
PE	39	31	26	22
PB	2.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	21.97	18.92	16.34	14.06
股息收益率 (%)	0.71	0.71	0.71	0.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	902	1112	1353	1610
折旧和摊销	632	633	669	712
营运资金变动	-2666	-649	-607	-538
经营活动现金流	-794	1363	1683	2052
资本开支	-507	-966	-966	-966
投资	-7	0	0	0
投资活动现金流	-505	-966	-966	-966
股权募资	10	-10	0	0
债务募资	826	0	0	0
筹资活动现金流	549	-191	-181	-181
现金净流量	-750	206	536	905

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
行业评级	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026