

中航电子 (600372.SH)

强烈推荐 (维持)

公司业绩稳步增长，机载系统上市平台组建在即

□ 公司发布 2022 年报，报告期内公司实现营业收入 111.86 亿元，同比增长 13.69%；实现归母净利润 8.72 亿，同比增长 9.17%；扣非归母净利润 6.95 亿元，同比增长 1.11%。EPS 为 0.45，ROE 为 7.16%，同比提升 0.05%。

公司业绩稳步增长，产品毛利率有所提升。中航电子是航空工业集团旗下航空电子系统的专业化整合和产业化发展平台，致力于为客户提供综合化的航空电子系统解决方案，业务领域涵盖防务航空、民用航空、先进制造业三大领域。报告期内公司收入稳步增长，主要是受航空产品增长拉动。公司三大产品中，航空产品实现收入（98.43 亿，+13.81%），毛利率 31.25%，较去年同期提高 1.75pct。非航空防务产品实现收入（5.42 亿，+20.49%），毛利率 24.21%，较去年同期提高 4.06pct。非航空民品实现收入（5.78 亿，-10.72%），毛利率 26.21%，较去年同期提高 0.44pct。2023 年重大重组完成后，全年计划实现营业收入 294.52 亿元，利润总额 25.6 亿元。

□ 毛利率显著提升，三项费用率控制良好。期内公司毛利率 31.54%，较去年同期提高 2.45pct，销售净利润率 8.06%，较去年同期降低 0.25pct。三项费用率合计 11.22%，较去年同期降低 0.24pct。其中销售费用（1.01 亿，-2.03%），管理费用（10.22 亿，+10.52%），财务费用（1.33 亿，+32.93%），主要是去年冲回已计提的未涉及清偿义务的利息所致。研发费用（11.91 亿，+44.04%），主要是加大研发力度，投入增加所致。

□ 换股吸收合并中航机电即将完成，机载系统上市平台组建在即。3 月 16 日，公司发布《关于公司换股吸收合并中航工业机电系统股份有限公司的换股实施公告》，标志着本次吸收合并即将进入换股实施阶段，中航机电股票已经于 3 月 17 日起终止上市并摘牌，公司此次合并中航机电组建机载系统上市平台的重大重组即将完成。同时，公司拟定向增发募资 50 亿用于航空引气子系统等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。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	拟募投资额 (万元)	建设期 (月)	项目效果
1	航空引气子系统等产品产能提升项目	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	液压动作系统产能提升建设项目	20,000	36	实现航空液压动作四型产品产能提升。
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

中游制造/军工
目标估值: NA
当前股价: 18.1 元

基础数据

总股本 (万股)	191780
已上市流通股 (万股)	191780
总市值 (亿元)	347
流通市值 (亿元)	347
每股净资产 (MRQ)	6.4
ROE (TTM)	7.2
资产负债率	55.6%
主要股东	中国航空科技工业股份有限
主要股东持股比例	39.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-7	-7
相对表现	7	-11	-2



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中航电子 (600372) — 业绩稳健增长，吸并方案已获股东大会高票通过》2022-10-30
- 《中航电子 (600372) — 22H1 业绩持续稳健增长，盈利能力持续提升》2022-08-31
- 《中航电子 (600372) — 22Q1 业绩稳步增长，盈利能力持续提升》2022-05-04

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

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:** 预测 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.18 亿、11.65 亿、13.31 亿，对应估值 34、30、26 倍（吸并尚未完成，未考虑重大资产重组影响），维持“强烈推荐”评级！

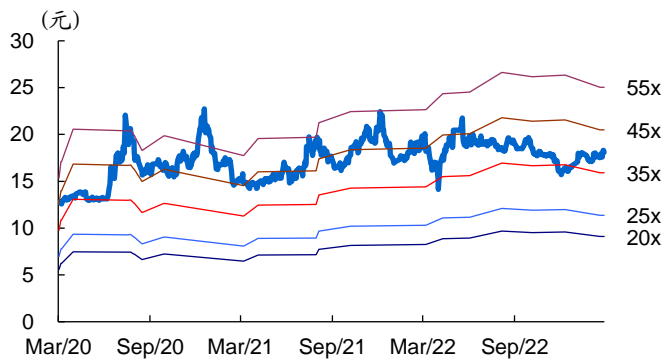
□ **风险提示:** 军品订单波动风险，吸收合并完成后的管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9839	11186	12771	14596	16691
同比增长	12%	14%	14%	14%	14%
营业利润(百万元)	882	927	1082	1239	1415
同比增长	21%	5%	17%	14%	14%
归母净利润(百万元)	799	872	1018	1165	1331
同比增长	27%	9%	17%	14%	14%
每股收益(元)	0.42	0.45	0.53	0.61	0.69
PE	43.5	39.8	34.1	29.8	26.1
PB	3.1	2.8	2.6	2.5	2.3

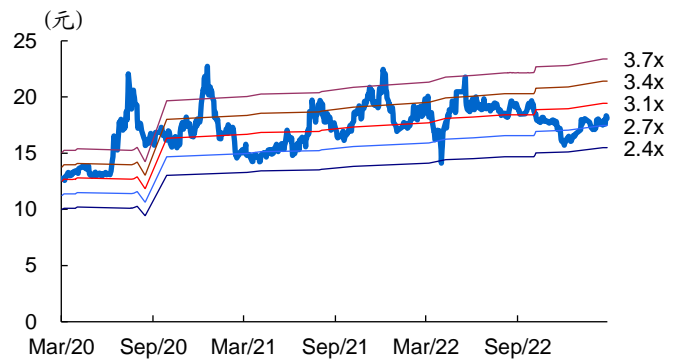
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中航电子历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中航电子历史 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	19412	21747	24116	27568	31533
现金	3940	3190	2951	3367	3847
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2133	2006	2290	2617	2992
应收款项	6488	8809	10034	11467	13113
其它应收款	79	103	117	134	153
存货	6112	7106	8115	9285	10628
其他	660	534	610	698	798
非流动资产	6850	6656	6928	7168	7380
长期股权投资	30	31	31	31	31
固定资产	4136	4507	4854	5162	5434
无形资产商誉	772	735	662	595	536
其他	1912	1383	1382	1380	1379
资产总计	26263	28402	31044	34736	38912
流动负债	12055	14331	15919	18711	21860
短期借款	2372	2919	5096	6418	7880
应付账款	6981	7899	9030	10332	11828
预收账款	1432	549	628	719	823
其他	1270	2964	1165	1241	1329
长期负债	2555	1448	1448	1448	1448
长期借款	1550	1197	1197	1197	1197
其他	1006	251	251	251	251
负债合计	14611	15778	17367	20159	23308
股本	1928	1928	1928	1928	1928
资本公积金	3915	4270	4270	4270	4270
留存收益	5393	5988	7006	7866	8847
少数股东权益	415	439	474	514	560
归属于母公司所有者权益	11237	12185	13203	14063	15045
负债及权益合计	26263	28402	31044	34736	38912

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1550	(794)	549	549	597
净利润	818	902	1053	1205	1377
折旧摊销	453	626	597	629	658
财务费用	157	180	344	392	472
投资收益	2	(29)	(113)	(113)	(113)
营运资金变动	128	(2444)	(1336)	(1570)	(1803)
其它	(9)	(28)	5	6	6
投资活动现金流	(840)	(505)	(757)	(757)	(757)
资本支出	(820)	(507)	(870)	(870)	(870)
其他投资	(19)	2	113	113	113
筹资活动现金流	(717)	549	(32)	625	640
借款变动	464	1318	312	1323	1462
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	354	0	0	0
股利分配	(193)	(241)	0	(305)	(350)
其他	(987)	(882)	(344)	(392)	(472)
现金净增加额	(6)	(750)	(240)	417	480

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9839	11186	12771	14596	16691
营业成本	6977	7658	8755	10018	11468
营业税金及附加	35	54	61	70	80
营业费用	103	101	115	117	134
管理费用	924	1022	1166	1318	1458
研发费用	827	1191	1360	1555	1778
财务费用	100	133	344	392	472
资产减值损失	(57)	(214)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	68	84	84	84	84
投资收益	(2)	29	29	29	29
营业利润	882	927	1082	1239	1415
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	7	6	6	6	6
利润总额	881	926	1081	1237	1414
所得税	63	24	28	32	37
少数股东损益	19	30	35	40	46
归属于母公司净利润	799	872	1018	1165	1331

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	12%	14%	14%	14%	14%
营业利润	21%	5%	17%	14%	14%
归母净利润	27%	9%	17%	14%	14%
获利能力					
毛利率	29.1%	31.5%	31.4%	31.4%	31.3%
净利率	8.1%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
ROE	7.3%	7.4%	8.0%	8.5%	9.1%
ROIC	5.9%	6.0%	7.2%	7.5%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	55.6%	55.6%	55.9%	58.0%	59.9%
净负债比率	16.7%	21.1%	20.3%	21.9%	23.3%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
应付账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
每股资料(元)					
EPS	0.42	0.45	0.53	0.61	0.69
每股经营净现金	0.81	-0.41	0.29	0.29	0.31
每股净资产	5.86	6.35	6.88	7.33	7.84
每股股利	0.13	0.00	0.16	0.18	0.21
估值比率					
PE	43.5	39.8	34.1	29.8	26.1
PB	3.1	2.8	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	37.0	31.9	24.6	22.0	19.6

资料来源：公司数据、招商证券

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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。2022年金牛奖第四名。

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。