

毛利率显著提升，重组工作稳步推进

核心观点

事件：公司 2022 年实现营收 111.86 亿元（+13.69%），归母净利润 8.72 亿元（+9.17%）；单季度看，2022 年 Q4 公司营收 32.86 亿元（+13.21%），归母净利润 1.77 亿元（-20.88%）。

- **防务领域引领增长，毛利率有所改善，费用结构不断优化。**公司 22 年航空及非航空防务产品营收规模均稳步增长，航空产品营收 98.43 亿元（+13.80%），非航空防务产品营收 5.42 亿元（+20.50%），非航空民品营收 5.78 亿元（-10.68%）。公司各项业务毛利率均有所改善，整体毛利率达 31.54%（+2.45pct）。净利率同比略降 0.25pct 到 8.06%，主要由于：① 公司加大研发力度，研发费用率大幅上升导致期间费用率+2.01pct 至 21.87%；② 计提信用减值损失较上年增加 1.54 亿元。
- **换股吸并工作稳步推进，打造机载产业上市旗舰平台。**2023 年 3 月 16 日，公司公告换股吸并中航机电的方案已收到证监会批复，3 月 17 日中航机电终止上市并摘牌。此次重组完成后，中航电子将整合吸收合并双方资源，优化航空工业机载板块的产业布局，发挥规模效应，实现优势互补，有效提升公司核心竞争力，打造具有国际竞争力的航空机载产业。
- **产业高景气，公司作为航电系统龙头有望迎来快速发展。**公司以航电系统为主业，产品谱系全面，应用领域广泛，拥有较为完整的航空电子产业链，是航电系统龙头。航电系统装机量大：1）军用：装备升级换代提速，预计未来十年航电新装和改装市场空间近 3000 亿元。2）民用：未来 20 年我国民用航电市场有望超万亿。单机价值量提升：一代平台多代航电，现代飞机单机航电价值量持续提升。公司作为国内航电龙头，技术积累深厚，竞争优势突出，军民业务协同下有望迎来快速发展。在航空机载板块资源整合的大背景下，公司作为航电平台托管了 5 家实力强、体量大的研究所，系统内部的资源整合潜力大。

盈利预测与投资建议

- 根据 22 年年报下调营收增速并上调研发费用率，预计 23~24 年归母净利润为 9.95、11.79 亿元（上次为 11.86、14.47 亿元），新增 25 年预测 13.62 亿元，参考可比公司 23 年 40 倍 PE，给予目标价 20.80 元，维持增持评级。

风险提示

军工订单和收入确认进度不及预期；科研院所改制进度等不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,839	11,186	12,918	14,969	17,367
同比增长(%)	12.5%	13.7%	15.5%	15.9%	16.0%
营业利润(百万元)	882	927	1,104	1,310	1,513
同比增长(%)	20.5%	5.1%	19.1%	18.6%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	799	872	995	1,179	1,362
同比增长(%)	26.6%	9.2%	14.1%	18.5%	15.5%
每股收益(元)	0.42	0.45	0.52	0.61	0.71
毛利率(%)	29.1%	31.5%	31.4%	31.4%	31.3%
净利率(%)	8.1%	7.8%	7.7%	7.9%	7.8%
净资产收益率(%)	7.3%	7.4%	7.9%	8.6%	9.3%
市盈率	43.5	39.8	34.9	29.4	25.5
市净率	3.1	2.8	2.6	2.5	2.3

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声明。

投资评级

增持（维持）

股价（2023年03月24日）	18.1 元
目标价格	20.80 元
52 周最高价/最低价	22.52/13.97 元
总股本/流通 A 股（万股）	191,780/191,777
A 股市值（百万元）	34,712
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023 年 03 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.95	5.41	12.7	-8.76
相对表现	-0.77	6.25	7.51	-3.48
沪深 300	1.72	-0.84	5.19	-5.28



证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
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
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

相关报告

21 年业绩同比增长 26.6%，盈利能力持续提升	2022-04-04
前三季度业绩快速增长（+39%），盈利能力持续提升	2021-11-02
2021H1 营收利润实现快速增长，盈利能力持续提升	2021-08-31

附录

表 1：中航电子可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2023/3/24	每股收益（元）				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
国睿科技	600562	16.92	0.42	0.54	0.67	0.82	39.95	31.22	25.12	20.60
航发控制	000738	24.98	0.37	0.51	0.69	0.91	67.37	48.96	36.28	27.50
中简科技	300777	50.79	0.46	1.07	1.58	1.96	110.92	47.52	32.19	25.87
北方导航	600435	11.32	0.09	0.14	0.20	0.27	126.20	82.33	57.93	41.68
国博电子	688375	94.17	0.92	1.38	1.79	2.37	102.31	68.24	52.72	39.74
	调整后 平均							55	40	31

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					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,940	3,190	3,875	4,491	5,210
应收票据、账款及款项融资	8,621	10,814	12,918	14,071	17,367
预付账款	389	306	344	374	382
存货	6,112	7,106	7,532	8,726	10,139
其他	350	331	350	352	373
流动资产合计	19,412	21,747	25,018	28,014	33,471
长期股权投资	30	31	30	30	30
固定资产	4,135	4,506	4,403	4,207	3,941
在建工程	1,202	687	544	460	397
无形资产	772	735	683	630	578
其他	711	697	191	188	185
非流动资产合计	6,850	6,656	5,851	5,515	5,131
资产总计	26,263	28,402	30,869	33,529	38,602
短期借款	2,372	2,919	5,039	4,949	7,037
应付票据及应付账款	6,981	7,899	8,773	10,369	12,047
其他	2,702	3,513	2,082	2,206	2,327
流动负债合计	12,055	14,331	15,894	17,523	21,412
长期借款	1,550	1,197	1,197	1,197	1,197
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,006	251	155	155	155
非流动负债合计	2,555	1,448	1,352	1,352	1,352
负债合计	14,611	15,778	17,246	18,875	22,763
少数股东权益	415	439	473	513	559
实收资本（或股本）	1,928	1,928	1,918	1,918	1,918
资本公积	3,915	4,270	4,281	4,281	4,281
留存收益	5,325	5,957	6,952	7,942	9,080
其他	68	31	0	0	0
股东权益合计	11,652	12,624	13,623	14,654	15,838
负债和股东权益总计	26,263	28,402	30,869	33,529	38,602

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	818	902	1,029	1,220	1,408
折旧摊销	384	568	525	558	587
财务费用	100	133	222	220	251
投资损失	2	(29)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	257	(2,578)	(1,628)	(661)	(2,937)
其它	(11)	211	(583)	0	0
经营活动现金流	1,550	(794)	(465)	1,306	(721)
资本支出	(798)	(257)	(220)	(222)	(203)
长期投资	(10)	4	5	0	0
其他	(32)	(252)	30	30	30
投资活动现金流	(840)	(505)	(185)	(192)	(173)
债权融资	880	808	(564)	0	0
股权融资	0	354	1	0	0
其他	(1,597)	(613)	1,898	(499)	1,613
筹资活动现金流	(717)	549	1,335	(499)	1,613
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(7)	(750)	685	615	719

利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,839	11,186	12,918	14,969	17,367
营业成本	6,977	7,658	8,861	10,266	11,928
营业税金及附加	35	54	52	60	69
销售费用	103	101	110	127	139
管理费用及研发费用	1,751	2,213	2,584	2,994	3,473
财务费用	100	133	222	220	251
资产、信用减值损失	60	216	90	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(2)	29	30	30	30
其他	71	87	75	78	78
营业利润	882	927	1,104	1,310	1,513
营业外收入	6	5	7	6	6
营业外支出	7	6	5	5	5
利润总额	881	926	1,106	1,311	1,514
所得税	63	24	77	92	106
净利润	818	902	1,029	1,220	1,408
少数股东损益	19	30	34	40	46
归属于母公司净利润	799	872	995	1,179	1,362
每股收益（元）	0.42	0.45	0.52	0.61	0.71

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	12.5%	13.7%	15.5%	15.9%	16.0%
营业利润	20.5%	5.1%	19.1%	18.6%	15.5%
归属于母公司净利润	26.6%	9.2%	14.1%	18.5%	15.5%
获利能力					
毛利率	29.1%	31.5%	31.4%	31.4%	31.3%
净利率	8.1%	7.8%	7.7%	7.9%	7.8%
ROE	7.3%	7.4%	7.9%	8.6%	9.3%
ROIC	5.9%	6.0%	6.4%	6.9%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	55.6%	55.6%	55.9%	56.3%	59.0%
净负债率	3.9%	22.1%	19.9%	13.7%	21.3%
流动比率	1.61	1.52	1.57	1.60	1.56
速动比率	1.09	1.02	1.10	1.10	1.09
营运能力					
应收账款周转率	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4
存货周转率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.45	0.52	0.61	0.71
每股经营现金流	0.80	-0.41	-0.24	0.68	-0.38
每股净资产	5.86	6.35	6.86	7.37	7.97
估值比率					
市盈率	43.5	39.8	34.9	29.4	25.5
市净率	3.1	2.8	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	27.3	22.9	20.2	17.9	15.9
EV/EBIT	38.0	35.2	28.1	24.4	21.1

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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

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。