

2022年10月30日

中航电子 (600372.SH)

2022年前三季度归母净利润增长 20.85%，打造航电系统旗舰平台

■事件：公司发布 2022 年三季报，公司实现营业总收入 79 亿元 (+13.89%)，归母净利润 6.95 亿元 (+20.85%)，扣非后净利润 5.87 亿元 (+14.27%)。

■点评：

2022 年前三季度公司归母净利润增长 20.85%，打造航电系统旗舰平台。公司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，拥有较为完整的航空电子产业链，同时公司拟吸并中航机电，打造航电系统旗舰平台。2022 年前三季度，公司实现营业总收入 79 亿元 (+13.89%)，归母净利润 6.95 亿元 (+20.85%)，其中，三季度单季公司实现营收 27.13 亿元 (+16.89%)，归母净利润 1.75 亿元 (-7.99%)。公司持续优化供应链运营管理和生产交付能力，按计划参与重点装备和国家重大科技专项任务，同时持续拓展非航空防务和非航空民品业务。

前三季度公司提质增效，盈利能力提升。2022 年前三季度，公司三费率 10.51% (-0.92pcts)，小幅下降，其中销售费用率 0.83% (-0.18pcts)，管理费用率 8.5% (-0.32pcts)，财务费用率 1.18% (-0.42pcts)。公司加快完善公司治理和制度体系，推动研发与技术进步。研发费用 7.71 亿元 (+38.77%)。2022Q3 公司毛利率 29.75% (+0.75pcts)，净利率 9.11% (+0.53pcts)，盈利能力提升。我们认为公司持续提升运行效率和质量，优化产品结构，盈利能力有望进一步提升。

2022Q3 合同负债同比增长 20.01%，产业链景气度持续。2022Q3 公司合同负债 9.04 亿元 (+20.01%)，表明订单充足，公司配套下游多个主机厂，反映行业需求景气。存货 70.15 亿元 (相较期初+14.78%)，应付账款 65.38 亿元 (相较期初+35.85%)，系相关采购增加，积极备货。2022Q3 公司经营活动产生的现金流量净额-19.11 亿元 (同比由正转负)。我们认为，未来公司订单有望保持增长态势，产业链景气度将持续。

中航电子拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台。根据 6 月 10 日公司发布的预案，中航电子拟吸收合并中航机电并定增募资 50 亿。中航电子的换股价格为 18.94 元/股 (分红后)，中航机电的换股价格为 12.59 元/股，换股比例为 1: 0.665。中航电子与中航机电分别是航

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**23.3 元**

股价 (2022-10-28) **18.75 元**

交易数据

总市值 (百万元)	36,154.02
流通市值 (百万元)	36,153.40
总股本 (百万股)	1,928.21
流通股本 (百万股)	1,928.18
12 个月价格区间	14.21/22.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.96	7.87	24.02
绝对收益	-0.16	-2.5	6.22

张宝涵

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

宋子豪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080004
songzh@essence.com.cn

相关报告

- 中航电子：中航电子：2022 年上半年公司合同负债同比增长 34.46%，2022-09-03
拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台/张宝涵
- 中航电子：【安信军工】中航电子：前 3Q 净利润同比增长 39%，合同负债逐季增加预示下游高景气/温肇东 2021-10-29
- 中航电子：【安信军工】中航电子：21H1 业绩同增 46%，合同负债大增预示下游高景气/温肇东 2021-08-28

空工业旗下航空电子系统与航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台。若吸收合并完成，中航电子作为存续公司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，有效提升存续公司核心竞争力，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，打造具有国际竞争力的航空机载产业。

■投资建议：

公司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，业务覆盖防务航空、民用航空、先进制造业三大领域。未来或将充分受益于“十四五”期间新一代航空装备的放量以及国产大飞机项目的逐步落地。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 9.7、11.9、14.6 亿元，对应估值分别为 37.3X、30.4X、24.7X，维持“买入-A”评级。

■风险提示：吸收合并终止的风险和下游需求不及预期的风险。

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	87.5	98.4	116.9	136.9	159.1
净利润	6.3	8.0	9.7	11.9	14.6
每股收益(元)	0.33	0.41	0.50	0.62	0.76
每股净资产(元)	5.51	5.83	6.24	6.68	7.22
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	57.3	45.3	37.3	30.4	24.7
市净率(倍)	3.4	3.2	3.0	2.8	2.6
净利润率	7.2%	8.1%	8.3%	8.7%	9.2%
净资产收益率	5.9%	7.1%	8.0%	9.2%	10.5%
股息收益率	0.5%	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%
ROIC	8.2%	8.9%	9.7%	9.2%	11.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	87.5	98.4	116.9	136.9	159.1	成长性					
减:营业成本	61.8	69.8	82.7	96.4	112.0	营业收入增长率	4.7%	12.5%	18.8%	17.1%	16.3%
营业税费	0.2	0.4	0.4	0.4	0.6	营业利润增长率	20.5%	20.5%	23.0%	22.4%	22.7%
销售费用	1.1	1.0	1.2	1.2	1.4	净利润增长率	13.4%	26.6%	21.3%	22.8%	23.1%
管理费用	8.0	9.2	10.5	12.3	13.8	EBITDA 增长率	-16.0%	7.6%	12.8%	15.2%	16.3%
研发费用	6.5	8.3	9.8	11.7	13.6	EBIT 增长率	-18.6%	2.4%	21.1%	20.2%	20.8%
财务费用	2.5	1.0	1.1	1.2	1.3	NOPLAT 增长率	7.8%	1.5%	21.7%	21.3%	21.7%
资产减值损失	-0.4	-0.7	-0.3	-0.3	-0.3	投资资本增长率	-6.4%	10.9%	27.9%	-5.6%	22.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	34.1%	5.7%	7.1%	7.1%	8.2%
投资和汇兑收益	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	利润率					
营业利润	7.3	8.8	10.8	13.3	16.3	毛利率	29.4%	29.1%	29.3%	29.5%	29.6%
加:营业外净收支	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	营业利润率	8.4%	9.0%	9.3%	9.7%	10.2%
利润总额	7.2	8.8	10.8	13.2	16.2	净利润率	7.2%	8.1%	8.3%	8.7%	9.2%
减:所得税	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2	EBITDA/营业收入	15.8%	15.1%	14.3%	14.1%	14.1%
净利润	6.3	8.0	9.7	11.9	14.6	EBIT/营业收入	11.6%	10.5%	10.7%	11.0%	11.4%
资产负债表	4.0	4.8	5.7	6.6	7.6	运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	131	139	122	96	75
货币资金	39.5	39.4	9.3	10.9	12.7	流动营业资本周转天数	269	234	251	261	260
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	729	692	643	588	583
应收帐款	75.8	65.7	122.1	94.1	151.2	应收帐款周转天数	305	259	289	284	277
应收票据	15.5	21.3	26.9	26.5	36.0	存货周转天数	179	199	182	186	188
预付帐款	3.6	3.9	5.4	5.5	6.9	总资产周转天数	976	933	847	751	713
存货	47.5	61.1	57.3	84.1	82.1	投资资本周转天数	438	397	400	373	347
其他流动资产	2.4	2.7	2.5	2.6	2.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.9%	7.1%	8.0%	9.2%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	3.1%	3.5%	4.3%	4.3%
长期股权投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	ROIC	8.2%	8.9%	9.7%	9.2%	11.9%
投资性房地产	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	费用率					
固定资产	34.7	41.4	38.0	34.7	31.4	销售费用率	1.3%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
在建工程	14.1	12.0	12.0	12.0	12.0	管理费用率	9.2%	9.4%	9.0%	9.0%	8.7%
无形资产	7.2	7.7	6.8	5.9	5.0	研发费用率	7.4%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%
其他非流动资产	4.8	5.3	4.9	5.0	5.0	财务费用率	2.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
资产总额	247.2	262.6	287.5	283.5	347.1	四费/营业收入	20.8%	19.9%	19.4%	19.3%	18.9%
短期债务	30.2	23.7	28.9	18.9	23.9	偿债能力					
应付帐款	48.4	50.4	72.6	68.9	94.3	资产负债率	55.4%	55.6%	56.6%	52.9%	58.4%
应付票据	20.9	21.7	27.6	31.0	36.7	负债权益比	124.1%	125.4%	130.4%	112.1%	140.2%
其他流动负债	11.8	24.7	15.9	17.4	19.4	流动比率	1.66	1.61	1.54	1.64	1.67
长期借款	6.8	15.5	5.8	-	16.5	速动比率	1.23	1.10	1.15	1.02	1.20
其他非流动负债	19.0	10.1	11.8	13.6	11.8	利息保障倍数	3.98	10.37	11.41	12.47	13.70
负债总额	136.9	146.1	162.7	149.8	202.6	分红指标					
少数股东权益	4.0	4.2	4.5	4.9	5.3	DPS(元)	0.10	0.12	0.13	0.18	0.22
股本	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3	分红比率	30.4%	30.0%	26.5%	29.0%	28.5%
留存收益	87.8	93.9	101.0	109.5	119.9	股息收益率	0.5%	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%
股东权益	110.3	116.5	124.8	133.6	144.5						
现金流量表						58.4 67.5					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	6.6	8.2	9.7	11.9	14.6	EPS(元)	0.33	0.41	0.50	0.62	0.76
加:折旧和摊销	3.7	4.5	4.2	4.2	4.2	BVPS(元)	5.51	5.83	6.24	6.68	7.22
资产减值准备	0.4	0.7	-	-	-	PE(X)	57.3	45.3	37.3	30.4	24.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	3.2	3.0	2.8	2.6
财务费用	2.7	1.6	1.1	1.2	1.3	P/FCF	-23.2	161.7	-12.5	76.8	65.3
投资损失	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	4.1	3.7	3.1	2.6	2.3
少数股东损益	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	EV/EBITDA	27.2	29.2	23.1	19.2	17.4
营运资金的变动	7.2	0.6	-35.7	3.9	-35.3	CAGR(%)	23.3%	22.6%	20.1%	23.3%	22.6%
经营活动产生现金流量	8.1	15.5	-20.3	21.6	-14.7	PEG	2.5	2.0	1.9	1.3	1.1
投资活动产生现金流量	-6.2	-8.4	-0.0	-0.0	-0.0	ROIC/WACC	0.8	0.9	1.0	0.9	1.2
融资活动产生现金流量	4.1	-7.2	-9.7	-20.0	16.5	REP	4.4	4.2	2.7	2.9	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034