

安达维尔(300719)

报告日期: 2023年01月30日

直升机机载系统核心供应商, 军民航空多业务线共促增长

——安达维尔深度报告

投资要点

□ 军用直升机机载系统核心供应商, 军品下游放量+民品维修配套共促高增长

公司主营直升机航空配套业务, 四大业务板块包括机载设备研制(2021营收占比52%)、航空维修(占比28%)、测控设备(占比16%); 2022年公司受疫情影响导致合同签订、招标采购、回款等进度不及预期, 公司公告显示2022年预计实现4000-5000万亏损, 后续有望随疫情政策优化及业务进度加速底部反弹。

公司分别于2021、2022年实施股权激励, 解锁条件为2023-2026年经审计净利润分别不低于1.5亿元、1.8亿元、2.16亿元及2.59亿元。

□ 军品: 直升机核心供应商, 下游放量+配套增加促业绩高弹性

“十四五”新一代直升机需求爆发, 陆航建制+舰载配套带来直升机需求增长: “二十大”再提建设世界一流军队我国空军建设与美国等有较大差距, 其中直升机总量仅为美国六分之一且型号落后, 现役直升机缺乏10吨级以上服役机型。陆军航空兵主要利用直升机为地面部队提供直接空中火力支援, 是陆军由平面作战向“机动作战, 立体攻防”转变的标志性力量, 15个陆航旅累计超1500架新一代直升机需求; 两栖攻击舰和航母是海军直升机装备的主要需求来源, 随着我国航母和两栖攻击舰加速列装, 舰载直升机潜在需求大。

核心产品: 根据公司年报, 公司核心产品总体上占有防务直升机市场份额超过80%, 掌握核心95%生存率抗坠毁技术, 竞争优势强; 随着新一代直升机需求爆发, 公司卡位核心弹性大, 有望随直升机需求爆发而带动自身业绩增长;

配套产品: 公司产品全覆盖国产防务类直升机型号, 防务维系服务商资质证书数量众多, 细分市场技术水平和市场份额均位居前列, 处于直升机产业链核心位置, 其直升机配套产品价值量提升同步贡献业绩超下游行业增速。

□ 民品: 大飞机千亿市场徐徐打开, 维修+配套前景广阔

产业链: 公司主营客舱配套及航空维修, 处于飞机产业链中下游, 后期有望因国内大飞机放量, 公司产品市场份额不断上涨。

行业格局: 1) 跨国企业垄断, 进口替代进程中; 2) 机载设备国产化进程加速, 国产客机增长+国产化率提升利好国内民航企业。

公司优势: 专注民航客舱配套及航空维修多条业务线, 积极拓展新兴业态; **优势一:** 多条客舱配套全系列产品线, 受益于国产飞机放量+民航市场回暖; **优势二:** 航空维修水平领先, 维修技术+业务范围持续提升; **优势三:** 聚焦新兴业务领域, 拓展复合材料市场; **优势四:** 优化技术人员构成, 坚持自主创新和产品研发。

□ **盈利预测与投资建议:** 预计公司2022-2024年归母净利润-0.45、1.50、1.84亿, 2024年同比增长22%, 2023年、2024年PE为22倍、18倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ **风险提示:** 市场竞争、经营业绩不及预期、人才流失风险

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	475.46	486.47	703.23	990.92
(+/-) (%)	-22.02%	2.32%	44.56%	40.91%
归母净利润	10.43	-44.91	150.30	183.78
(+/-) (%)	-89.08%	/	/	22.28%
每股收益(元)	0.04	-0.18	0.59	0.72
P/E	314.07	-72.91	21.79	17.82
ROE	1.01%	-4.53%	14.38%	15.16%

资料来源: 浙商证券研究所

http://www.stocke.com.cn

1/25

投资评级: 买入(首次)

分析师: 杨雨南
执业证书号: S1230522110003
yangyunan@stocke.com.cn

分析师: 王浩若
执业证书号: S1230522110002
wangjieruo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥12.89
总市值(百万元) 3,291.41
总股本(百万股) 255.35

股票走势图



相关报告

相关报告

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2022-2024 年归母净利润为-0.45、1.50、1.84 亿，2023 年、2024 年 PE 为 22 倍、18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

1) 随着疫情管控政策的开放，民航行业景气恢复至疫情前的水平，航空运输及下游产业链将迎来底部反弹，向上空间大。

2) 民航市场国产化进程稳步推进，国内民机追赶世界先进发展水平，积极推动国产替代化。

3) 公司作为军用直升机机载系统核心供应商，受益于下游景气回暖

● 我们与市场的观点的差异

市场认为公司民品业务增速不及预期。

我们认为：随着疫情政策对旅游限制的取消，民航旅客运输和货邮运输需求底部反弹，民航市场整体需求爆发；国产大飞机的生产交付将带动整个飞机产业链的发展，公司产品全覆盖国产飞机型号，应用场景丰富；公司产品深度绑定第四代直升机，后期随疫情复苏+机载设备国产化+军用装备列装放量，2023-2025 订单预计持续增长，保障公司长期业绩。

市场认为公司业务结构简单，对单一业务依赖性强，长期没有弹性。

我们认为：公司的主要核心业务为机载设备研制和航空维修，近年来公司发展技术服务、智能制造和复合材料业务，未来公司多样产品组合有望打开公司发展长期天花板。

● 股价上涨的催化因素

飞机制造和配套设备需求量持续增长；公司产品市场占有率的不断提升；公司扩充储备研发技术人员。

● 风险提示

市场竞争风险、业绩不及预期风险、人才流失风险

正文目录

1 直升机产业核心标的，国内航空综合供应商龙头	6
1.1 直升机航空抗坠毁座椅龙头，机载设备业务同步快速发展	6
1.2 2022 公司业绩逐渐恢复，股权激励充分调动员工积极性	7
2 军品：直升机核心供应商，下游放量+配套增加促业绩高弹性	9
2.1 “十四五”新一代直升机需求爆发，公司卡位核心弹性大	9
2.2 陆航建制+舰载配套带来直升机需求增长	11
2.3 直升机产业链重点标的，核心卡位+下游放量带来公司业绩高弹性	13
3 民品：大飞机千亿市场徐徐打开，维修+配套前景广阔	14
3.1 民航市场：中国力争冲破现有垄断格局，迎来底部反弹的黄金发展期	15
3.2 专注民航客舱配套及航空维修，积极拓展新兴业态	17
4 盈利预测及假设	20
5 投资建议	22
6 风险提示	23

图表目录

图 1: 安达维尔发展历程.....	6
图 2: 公司 2021 收入占比.....	6
图 3: 公司 2021 分产品毛利率, 机载设备研制毛利率 48%.....	6
图 4: 安达维尔股权结构和子公司业务情况.....	7
图 5: 2022 年 Q3 营收收入同比增长 4.51%.....	8
图 6: 2022 年 Q3 归母净利润同比下降幅度减少.....	8
图 7: 全球各国军用飞机数量(架), 我国现役军机不及美国的 1/4.....	10
图 8: 中美军用飞机结构对比, 数量和份额均存在差距.....	10
图 9: 美军武装直升机各机型占比情况(架).....	10
图 10: 中军武装直升机各机型占比情况.....	10
图 11: 直升机产业链分布, 包括整机、子系统、零部件以及原材料.....	11
图 12: 直-20 战术通用直升机.....	11
图 13: 第 83 集团军某陆航旅装备的直 10 武装直升机.....	11
图 14: 某陆航旅装备的直 19 武装直升机.....	11
图 15: 2019 年我国首艘国产航母“山东舰”正式交付.....	13
图 16: 2019 年中国首艘国产 075 型两栖攻击舰下水.....	13
图 17: 公司产品: 驾驶员座椅.....	13
图 18: 公司产品: 导航设备.....	13
图 19: 公司产品: 仿真验证平台.....	14
图 20: 公司产品: 测控及地面保障.....	14
图 21: 大飞机产业链主要包括设计研发、先进制造和运营维修等主要环节.....	15
图 22: 2021 年空客、波音公司飞机交付量占全球 92%.....	16
图 23: C919 大飞机已开始交付, 国内民航市场开启黄金时代.....	16
图 24: 2020 年中国航空旅客周转量跌至谷底.....	16
图 25: 国际航油和原油价格(2006 年-2022 年).....	16
图 26: 2023 年民航底部反弹, 航司有望大幅下单.....	17
图 27: 中国商飞预测 2041 年我国客机机队总规模过万.....	17
图 28: 公司产品: 飞机内饰具有隔声降噪、轻量化等特点.....	18
图 29: 公司产品: 旅客座椅, 具备舒适性好、设计感强等特点.....	18
图 30: 公司产品: 客舱照明系统&娱乐系统.....	18
图 31: 公司产品: 热水器、咖啡机、储物柜等.....	18
图 32: 公司业务: 仪表显示系统维修.....	19
图 33: 公司产品: 机械维修-ACM 试验台.....	19
图 34: SIPDM-V2.0 超越集成产品研发管理信息系统历经 5 年时间的开发应用与迭代升级.....	20
表 1: 公司业务分布一览, 产品线丰富, 产品结构清晰.....	7
表 2: 公司费用管控整体稳健(单位: 亿元、%).....	8
表 3: 2021 年和 2022 年公司股权激励计划解锁条件.....	9
表 4: 国家发文明确高度重视强军建设.....	9
表 5: 美陆航部队每个航空旅装备 108-120 架直升机.....	12
表 6: 单艘两栖攻击舰最多可搭载 42 架直升机(美国).....	12
表 7: 2019 年以来我国航母和两栖攻击舰加速列装.....	13

表 8: 公司机载设备研制业务营收(亿元)及毛利率	20
表 9: 公司机载设备维修业务营收(亿元)及毛利率	21
表 10: 公司测控设备研制业务营收(亿元)及毛利率	21
表 11: 公司技术服务及其他业务营收(亿元)及毛利率	22
表 12: 公司综合营业收入(亿元)及毛利率	22
表 13: 可比公司财务数据一览	23
表附录: 三大报表预测值	24

1 直升机产业核心标的，国内航空综合供应商龙头

1.1 直升机航空抗坠毁座椅龙头，机载设备业务同步快速发展

公司主营直升机航空配套业务，同时向机载设备研制、航空维修、测控及地面保障等领域快速延伸发展。公司成立于 2001 年，于 2017 年在深交所创业板成功上市，经过二十年的发展，公司目前已形成包括机载设备研制、航空维修、测控设备等主要业务领域。公司作为航空航天与防务领域的高端装备制造企业，致力于向客户提供综合性产品、服务及解决方案。

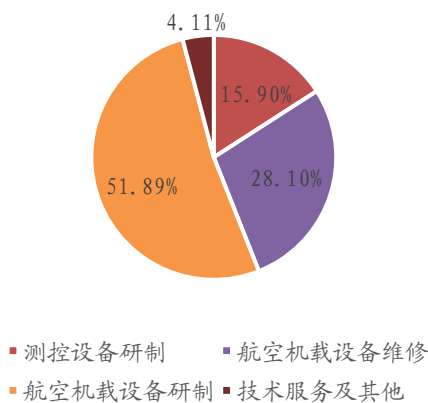
图1：安达维尔发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

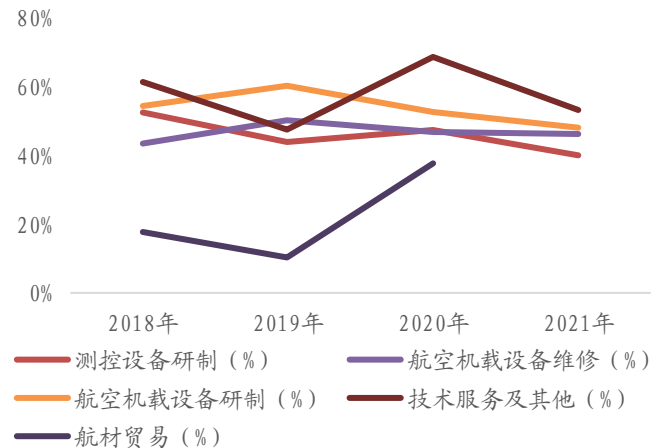
公司核心业务为机载设备研制和维修。公司机载设备研制份额最大，2021 年机载设备研制业务毛利率 48%。公司以航空机载产品为核心，不断突破新品研制、成品维修，在坚持巩固核心业务的同时积极拓展新兴业务领域，四大业务相互促进，共同发展。

图2：公司 2021 收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：公司 2021 分产品毛利率，机载设备研制毛利率 48%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司主营业务为航空机载设备研制、航空维修、测控及地面保障设备研制和智能制造四大类，产品线丰富，产品结构优势明显。核心产品与服务包括：航空座椅、航空导航设备、厨卫系统设备、飞机内饰、客舱照明、防护装甲、测试设备、保障设备、模拟训练装备、智能工具管理系统及智能技术解决方案等，涵盖航空器与防务装备研制、生产和使用的全生命周期。

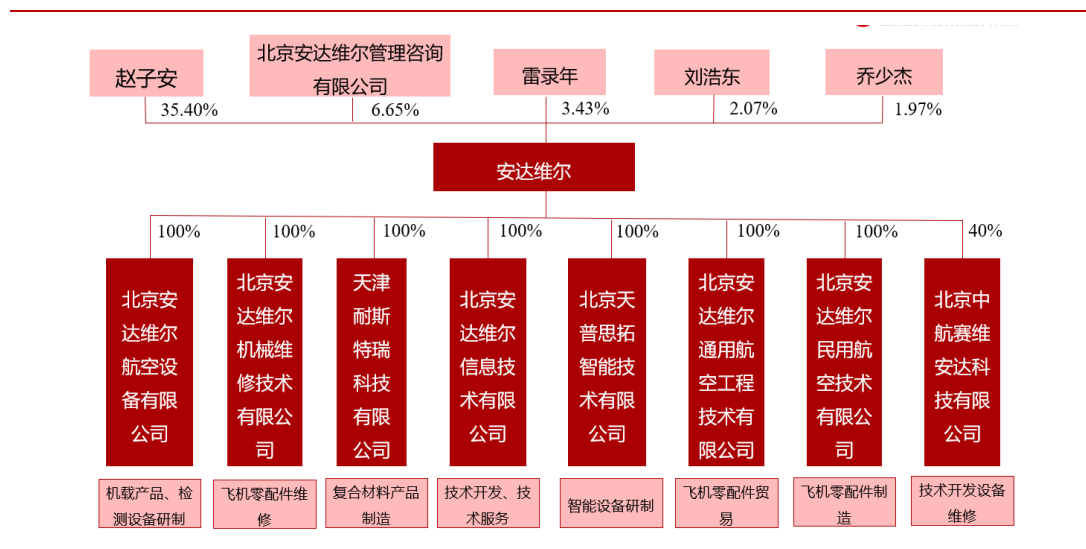
表1: 公司业务分布一览, 产品线丰富, 产品结构清晰

序号	业务平台	产品平台划分	子产品及平台
1	机械设备研制	1.1 客舱设备 1.2 导航设备 1.3 机载训练系统 1.4 航空座椅	航空座椅、飞机内饰、防护装甲、客舱照明系统&娱乐系统、厨卫系统 无线电高度表、无线电罗盘、综合备份飞行显示器、地形提示与警告系统、多模组合导航设备
2	航空部件维修	2.1 电子部件维修 2.2 机械部件维修	机载计算机维修、通讯及导航系统维修、仪表显示系统维修、电气系统维修、机载娱乐系统维修、灯光照明系统维修 ACM 试验台、电机附件维修、气动附件维修、大流量活门试验台
3	测控及地面保障设备研制	3.1 伴随保障系统、3.2 综合原位检测设备、3.3 仿真及专用测试设备、3.4 智能制造设备	
4	智能制造	4.1 智能制造设备 4.2 SIPDM-V2.0 超越集成产品研发管理信息系统 4.3 复合材料构件研制	智能工具管理系统 碳纤维椅盆、内饰板、盥洗室壁板、蒙皮及整流罩

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司股权结构清晰, 业务涵盖范围广泛。公司目前下辖 8 个子分公司, 包括 7 个全资子公司和 1 个联营企业, 子公司所涉及主营业务包括机载产品、检测设备研制、飞机零配件维修、飞机零配件制造、飞机零配件贸易、智能设备研制、复合材料产品制造、技术开发、技术服务和技术开发设备维修, 业务涵盖范围广泛, 综合实力处于行业领先地位。

图4: 安达维尔股权结构和子公司业务情况



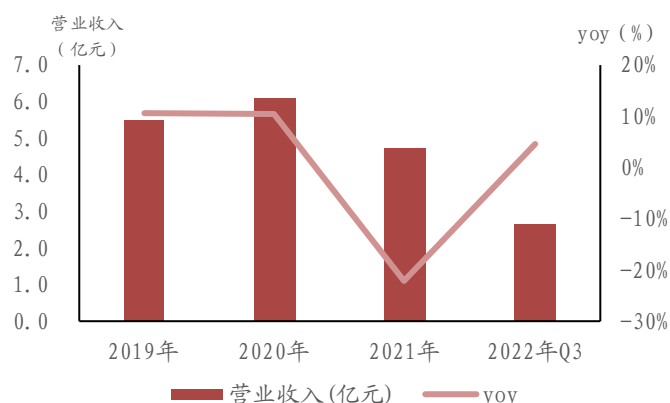
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2 2022 公司业绩逐渐恢复, 股权激励充分调动员工积极性

公司业绩有所恢复, 营业收入同比转正, 归母净利润拐点向上。2021 年, 受到主要客户部分产品采办流程滞后的影响, 导致产品的项目启动、合同签订和产品交付均出现不同程度的滞后, 销售业绩大幅下降, 同时第二类限制性股权激励计划的实施也导致股份支付

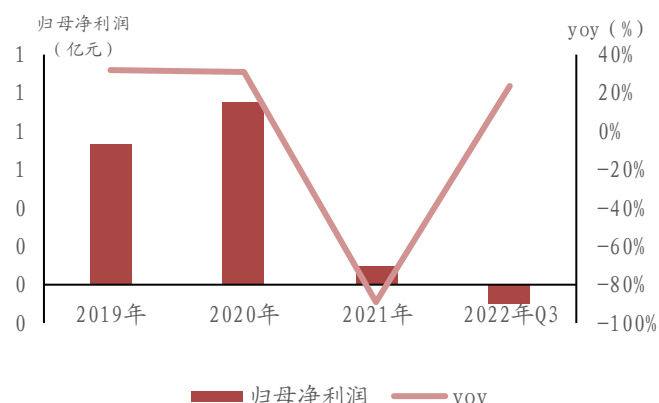
费用增加，从而影响了公司净利润。在手订单尚未被大规模取消，预期相应的产品销售会在后续实现，未来销售业绩将会稳步恢复。

图5：2022年Q3营业收入同比增长4.51%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图6：2022年Q3归母净利润同比下降幅度减少



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司统筹战略规划决策，成本费用管控良好。公司在供应链相关成本、运营成本和营销成本等方面都进行了内部战略决策，加强成本管控，2021年的销售费用率 5.68%，管理费用率 26.11%，研发费用率 14.74%，财务费用率 0.63%，毛利率为 46.58%，四大费用整体稳健。2022年Q3研发费用率达到 17.87%，研发支出大幅增加，毛利率为 48.81%。全面的成本控制和改进措施使得盈利能力得到提升，毛利率水平增长。

表2：公司费用管控整体稳健（单位：亿元、%）

	2019	2020	2021	2022Q3
营业总收入	5.52	6.1	4.75	2.63
YoY	10.63%	10.36%	-22.02%	4.51%
毛利率	53.77%	50.85%	46.58%	48.81%
销售费用	0.27	0.28	0.27	0.17
销售费用率	4.89%	4.59%	5.68%	6.46%
管理费用	1.28	1.12	1.24	0.91
管理费用率	23.19%	18.36%	26.11%	34.60%
研发费用	0.7	0.84	0.7	0.47
研发费用率	12.68%	13.77%	14.74%	17.87%
财务费用	0.02	0.05	0.03	0.02
财务费用率	0.36%	0.82%	0.63%	0.76%
归母净利润	0.73	0.95	0.1	-0.1
YoY	31.94%	30.53%	-89.08%	23.37%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司积极开展实施股权激励计划，分别于2021年和2022年实施股权激励，充分调动了员工的积极性，有益于公司未来业绩增长。其中，2021年安达维尔激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为 1,205 万股，约占公司股本总额 254,107,250 股的 4.74%；2022年安达维尔激励计划向激励对象共 86 人授予限制性股票登记完成数量 165.1 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额 253,694,750 股的 0.65%。

表3: 2021年和2022年公司股权激励计划解锁条件

2021年股权激励解除限售期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023年	2023年度经审计净利润不低于1.50亿
第二个解除限售期	2024年	2024年度经审计净利润不低于1.80亿
第三个解除限售期	2025年	2025年度经审计净利润不低于2.16亿
第四个解除限售期	2026年	2026年度经审计净利润不低于2.59亿
2022年股权激励解除限售期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023年	2023年度经审计净利润不低于1.50亿
第二个解除限售期	2024年	2024年度经审计净利润不低于1.80亿
第三个解除限售期	2025年	2025年度经审计净利润不低于2.16亿

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 军品: 直升机核心供应商, 下游放量+配套增加促业绩高弹性

核心要点:

重点产品: 公司直升机抗毁座椅份额达 80%, 掌握核心 95%生存率抗坠毁技术, “十四五”新一代直升机需求爆发, 公司卡位核心弹性大, 有望随直升机需求爆发而带动自身业绩增长;

配套产品: 公司产品全覆盖国产防务类直升机型号, 防务维系服务商资质证书数量众多, 细分市场技术水平和市场份额均位居前列, 处于直升机产业链核心位置, 单体价值量提升贡献业绩超下游行业增速。

2.1 “十四五”新一代直升机需求爆发, 公司卡位核心弹性大

“二十大”再提建设世界一流军队, 十四五国防确定性高增长。二十大报告指出要大力推进国防和军队现代化建设, 实现建军一百年奋斗目标。随着国际形势的不断变化和大国地位的逐渐彰显, 我国愈加重视强大空天力量的建设。根据国家财政部中央预算数据显示, 近年中国的国防预算一直保持年均约 6%-7%的增长, 国防军工十四五确定性高增长, 迎来“新增量+旧升级”双需求驱动的超速增长黄金时代。

表4: 国家发文明确高度重视强军建设

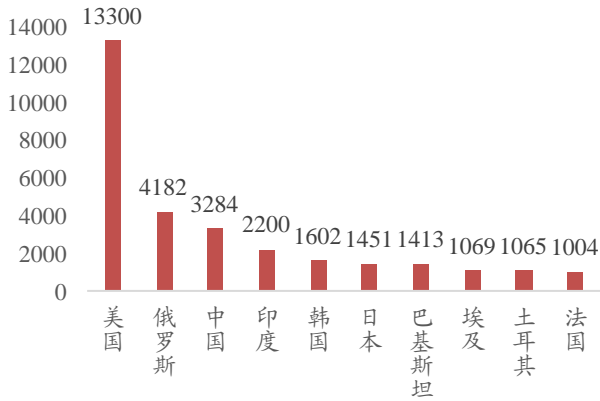
时间	相关文件	国防军队建设相关描述
2017年	“十九大”报告	力争到二〇三五年基本实现国防和军队现代化, 到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队; 坚持富国和强军相统一 ...深化国防科技工业改革, 形成军民融合深度发展格局, 构建一体化的国家战略体系和能力
2021年	“十四五”规划纲要	确保2027年实现建军百年奋斗目标; 促进国防实力和经济实力同步提升 ...推进武器装备市场准入、空中交通管理等改革。
2022年	“二十大”报告	大力度推进 国防和军队现代化建设 ; 实现建军一百年奋斗目标, 开创 国防和军队现代化 新局面; 确立党在新时代的 强军目标 , 贯彻新时代党的 强军思想 ...大刀阔斧 深化国防和军队改革 。

资料来源: 央广网、国务院官网、央视网新闻网, 浙商证券研究所研究整理

我国空军装备在数量和结构上仍与目标水平存在差距, 发展道路任重道远。根据

《World Air Forces2023》，我国现役军机数量仅有 3284 架，不足美国现役军机的 1/4；结构上，我国现役战斗机、特种飞机、运输机、教练飞机/直升机的数量分别为 1570 架、112 架、288 架、397 架，其中直升机数量为 913 架（占比 5%），远不及美国的 5584 架（占比 28%），军机在数量和占比上都与美国存在一定差距，打造战略空军之路任重而道远。

图7：全球各国军用飞机数量（架），我国现役军机不及美国的 1/4



资料来源：《WorldAirForces2023》，浙商证券研究所

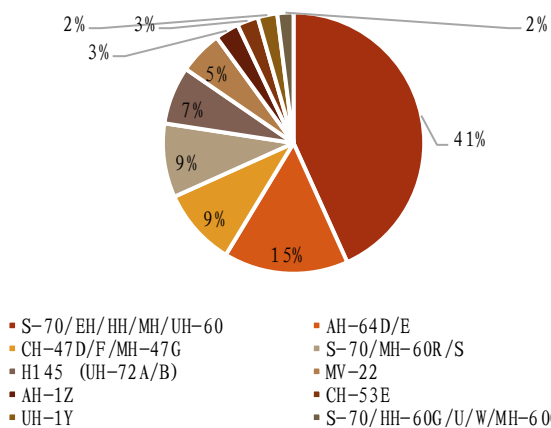
图8：中美军用飞机结构对比，数量和份额均存在差距

机型	美国		中国	
	数量	份额	数量	份额
战斗机	2757	19%	1570	11%
特种飞机	731	37%	112	6%
运输机	962	22%	288	7%
战斗直升机	5584	28%	913	5%
教练飞机/直升机	2634	23%	397	3%

资料来源：《WorldAirForces2023》，浙商证券研究所

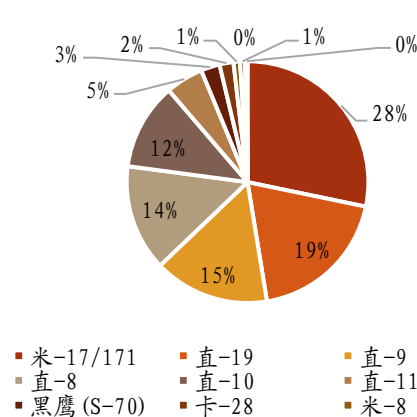
直升机：我国现役直升机缺乏 10 吨级以上服役机型。我国急需中大型直升机的主要原因是相比于轻量型直升机，军用中大型直升机不仅可用于运输炮弹、车辆等装备，也可运送作战人员实施战场机动和机降作战，还可以用作伤员紧急救护、挂载电子战设备实施电子对抗任务等。依据《WorldAirForces2023》显示，美国直升机在品类和数量上都远超我国，单一系列绝对量上，我国米-17/171 系列直升机占据第一位（28%），10 吨级多用型直升机和 20 吨级以上重型军用直升机列装型号缺乏，未来需求有望爆发。

图9：美军武装直升机各机型占比情况（架）



资料来源：《WorldAirForces2023》，浙商证券研究所

图10：中军武装直升机各机型占比情况



资料来源：《WorldAirForces2023》，浙商证券研究所

直升机产业链包括整机、子系统、零部件以及原材料。其中子系统包括动力系统、飞行设备、传动系统、通信导航系统以及旋翼系统等。未来军用领域要求直升机飞行速度更快、机动性能更好、生存能力更强、航电武器更先进，其发动机、飞行设备和新材料等子板块将成为重点提升发展的领域。

直 20 类通用型直升机应用场景广阔，列装需求明显。直 20 是我国自主研发的战术通用直升飞机，功率和运载力大，机动性能强，能够执行机降作战、火力突击、空中投送、搜索救援等任务，应用场景广阔，可大幅提升我军空中突击能力。“直-20”类通用型 10 吨以上直升机不仅满足中大型直升机实战任务要求，更能适配海陆空三军一体，达到战场通用联动效果，未来将是我国直升机配置更新、型号改进的优先发展方向。

图11: 直升机产业链分布, 包括整机、子系统、零部件以及原材料



资料来源: 新浪军事, 浙商证券研究所

图12: 直-20 战术通用直升机



资料来源: 航空工业, 浙商证券研究所

2.2 陆航建制+舰载配套带来直升机需求增长

陆航部队是陆军由平面作战向“机动作战，立体攻防”转变的标志性力量。陆军航空兵是陆军编制序列中的一个兵种，主要利用直升机为地面部队提供直接空中火力支援，毁伤敌前沿和战术纵深内的重要目标，攻击敌方直升机和坦克装甲车辆，实施机降战斗，保障地面部队空中机动，并可遂行空中侦察、警戒、巡逻、电子对抗、空中布雷、扫雷、战场补给、救援救护、通信和为炮兵校正射击，以及对敌核武器、化学武器和生物武器实施监测等任务。

2017 年军改完成后，我军共有 15 个陆航旅，分别为 13 个陆航旅与 2 个空中突击旅。根据浙商国防深度报告《中直股份：中国直升机龙头；军民市场广阔，新机列装景气》显示，2015 年我国实施了国防和军队的体制改革，以原 18 个集团军为主的机动作战部队整编为 13 个集团军，加上 2 个下辖机动作战部队的军区（新疆军区、西藏军区）。每个军团均编配了 1 个陆航旅或空中突击旅，合计陆军已装备 13 个陆航旅及 2 个空中突击旅。

图13: 第 83 集团军某陆航旅装备的直 10 武装直升机



资料来源: 央广军事, 浙商证券研究所

图14: 某陆航旅装备的直 19 武装直升机



资料来源: 中国军网, 浙商证券研究所

预计我军陆航旅建设总共需装备直升机超 1500 架。美国陆航部队目前包含四种不同类型：轻型、中型、重型以及远征型（国民警卫队），每个航空旅装备的直升机数量为 108-120 架直升机。

参照美军的装备数量，结合我军实际情况，保守估计我军平均每个陆航旅需装备 100 架直升机，总需求超 1500 架（13 个陆航旅+2 个空中突击旅），目前我军海陆空三军的直升机保有量合计仅 903 架，缺口巨大。

表5：美陆航部队每个航空旅装备 108-120 架直升机

部队类型	陆航战斗序列	直升机型号	直升机总数
轻型航空旅	第 10、25 战斗航空旅	CH-47、UH-60、UH-72A	122 架
中型航空旅	第 1、82、101、159 战斗航空旅	CH-47、UH-60、UH-72A、AH-64	116 架
重型航空旅	第 1 空中骑兵旅； 第 2、3、4、12 战斗航空旅	CH-47、UH-60、AH-64	110 架
远征型航空旅 (国民警卫队)	第 20、28、29、34、 36、38、40、42 战斗航空旅	CH-47、UH-60、UH-72A、AH-64	108 架

资料来源：知远战略与防务研究所，浙商证券研究所

海军直升机在现代化海战中具有不可替代的作用。直升机由于具有独特的垂直起降和悬停飞行等特性，解决了舰艇难以拥有足够长的起飞跑道的问题，而成为海军不可或缺的装备武器，主要用于搜救、反潜、反舰、运输、侦察和支援陆战队登陆作战。

两栖攻击舰和航母是海军直升机装备的主要需求来源。1) 航母主要负责为整个舰队提供空中掩护、夺取制空权，其战斗力主要体现在舰载机上，以美国的“福特”级和“尼米兹”级为例，每艘航母可搭载 6 架直升机。2) 两栖攻击舰在前沿部署、大规模和成建制装载运送兵力与装备至作战海区、实施登陆作战等行动方面发挥了很大作用，以美国的黄蜂级和美利坚级为例，每艘两栖攻击舰最多可搭载 42 架直升机。

表6：单艘两栖攻击舰最多可搭载 42 架直升机（美国）

舰艇类型	型号	数量	搭载直升机
航空母舰	“福特”级	1	6 架（MH-60R 海鹰、MH-60S 夜鹰）
	“尼米兹”级	11	6 架（H-60 海鹰）
巡洋舰	提康德罗加级	22	2 架（MH-60R 海鹰/MH-60S 夜鹰）
	朱姆沃尔特	2	2 架（MH-60R 海鹰）
驱逐舰	阿利·伯克级	67	2 架（MH-60R 海鹰、MH-60S 夜鹰）
护卫舰	自由级/独立级	19	2 架（MH-60R 海鹰/MH-60S 夜鹰）
两栖攻击舰	黄蜂级	8	4 架 CH-53E 超级种马、4 架 AH-1W/Z、 3 架 UH-1Y（最多 42 架）
	美利坚级	1	4 架 CH-53E 超级种马、7 架 AH-1Z/UH-1Y、2 架 MH-60（最多 42 架）
登陆舰	圣·安东尼奥	11	2 架 CH-53E 超级种马
	费里级	4	2 架 CH-53E 超级种马
	惠德贝岛级	8	2 架 CH-53E 超级种马

资料来源：《The Military Balance 2020》，浙商证券研究所

我国航母和两栖攻击舰加速列装，舰载直升机潜在需求大。随着我国“辽宁舰”、“山东舰”，075 型两栖攻击舰正式入列，我国进入航母加两栖攻击舰新时代。

目前，我国航母、两栖攻击舰数量较美国还存在较大差距，随着我国海军建设需要，预计未来将会有包括航空母舰、两栖攻击舰、新型驱逐舰、护卫舰等大型舰艇不断交付海军，舰载直升机潜在需求大。

表7：2019年以来我国航母和两栖攻击舰加速列装

时间	事件
2012年9月	中国首艘航空母舰“辽宁舰”正式交接入列
2019年12月	我国首艘国产航空母舰“山东舰”正式交接入列
2019年9月	我国首艘两栖攻击舰下水（075型，我国自行设计建造）
2020年4月	我国第二艘075型两栖攻击舰下水
2021年1月	我国第三艘075型两栖攻击舰下水

资料来源：环球军事，浙商证券研究所

图15：2019年我国首艘国产航母“山东舰”正式交付



资料来源：央视网，浙商证券研究所

图16：2019年中国首艘国产075型两栖攻击舰下水



资料来源：央广军事，浙商证券研究所

2.3 直升机产业链重点标的，核心卡位+下游放量带来公司业绩高弹性

核心产品：直升机抗坠毁座椅 80%市场份额，多项直升机配套业务处细分市场前列。公司直升机抗坠毁座椅作为新一代直升机重要分系统，其产品占据国内80%以上的市场份额，并且掌握相关产品领域的抗坠毁技术（95%生存率）、防护装甲、动态仿真和人机功效等核心技术和工艺。

图17：公司产品：驾驶员座椅



驾驶员座椅

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图18：公司产品：导航设备



无线电高度表

综合备份飞行显示器

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

配套产品：

导航设备：公司具备各类导航设备的研制能力，通过应用软件无线电技术，使产品实

现无线电测高、测向、测距及进近着陆等导航功能，为驾驶员和交联系统提供精准的高度、方位、距离、位置等引导信息，在下游应用型号市场份额位居前列。

测控及地面保障：公司可为用户研制各类测试设备，从模拟仿真环境搭建、产品功能验证、故障排查及监测、健康诊断和智能制造等方面，为航空航天产品的研发设计、生产制造、维修保障等提供系统的测试解决方案，以提高产品生产的交付效率和产品维修的排故效率。主要产品平台包括伴随保障系统、综合原位检测设备、仿真及专用测试设备、智能制造设备等。

机载训练系统：主要应用于各型直升机。公司可为飞行员提供机载嵌入式训练系统，通过数据融合、模拟仿真实现全方位、全要素的训练模拟。通过训练过程的信息收集、数据控制、态势显示、仿真裁决和效果评估等，构建一套全流程、数据化的机载训练系统。

仿真及专用测试：公司可为用户提供产品在设计试验、生产制造以及使用维护等阶段所需要的测试解决方案，能够满足科研院所、制造厂、修理厂等用户的整机级、系统级以及部件级的各类测试需求。主要产品包括仿真验证类测试系统、集成测试系统以及专用测试设备等。

图19: 公司产品: 仿真验证平台

仿真验证平台



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图20: 公司产品: 测控及地面保障



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

直升机产业链弹性最大标的之一。公司拥有直升机模拟对抗训练系统及整体解决方案、直升机伴随保障系统、直升机原位测试设备、航空部件维修等业务，在细分行业内排名均位于前列并且公司产品在国产防务类直升机型号上实现全覆盖，航空座椅、整机装甲、无线电导航类产品、飞机内饰等产品均向多型号直升机供货。此外公司导航系统深度绑定第四代直升机，是国内重要的导航设备制造商。公司处于直升机产业链核心位置，后期有望随直升机下游订单放量+配套产品价值量提升，有望成为直升机产业链弹性最大标的之一。

3 民品：大飞机千亿市场徐徐打开，维修+配套前景广阔

核心要点：

公司民品业务线：(1) 客舱配套业务线，包括航空厨卫系统、照明系统、客舱娱乐系统、整机内饰及解决方案等；(2) 航空维修业务线，包括通讯导航、仪表显示、电气、电机和气动等。

行业格局：跨国龙头企业长期垄断民用航空市场，我国民企有望受益于国产替代+国内大飞机放量，市场份额不断上涨；

增长动力：国产大飞机助推机载设备国产化进程+疫情放开导致航运底部反弹，民航市场需求日与俱增，民航设备配套+后端维修市场迎来发展黄金期。

3.1 民航市场：中国力争冲破现有垄断格局，迎来底部反弹的黄金发展期

公司处于飞机产业链中下游，后期有望受益于国产替代+国内大飞机放量，市场份额不断上涨。大飞机产业链可主要分为以下环节：设计研发（基础研究、系统研发、综合设计、试验验证）、先进制造（新材料、零部件、机体制造、机载系统、总装集成）、运营维修（维修改装、持续运营、航空燃料）等。安达维尔民品业务主要涵盖中下游设备配套、维修等领域。

图21：大飞机产业链主要包括设计研发、先进制造和运营维修等主要环节

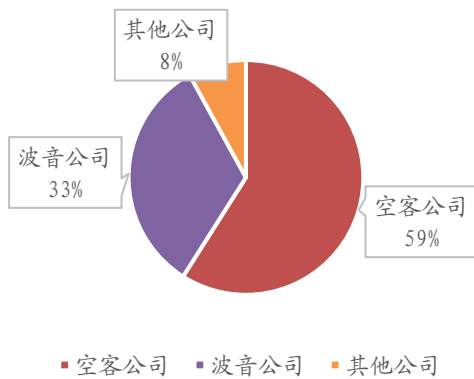


资料来源：浙商机械国防《国产大飞机：大国重器，自主可控打开千亿市场》，浙商证券研究所

横向来看：长期以来，民用航空市场由跨国龙头企业垄断。根据浙商国防团队《国产大飞机：大国重器，自主可控打开千亿市场》报告显示，美国波音公司（BOEING）、欧洲空中客车公司（AIRBUS）几乎垄断了全球民用干线客机市场。巴西航空工业公司（EMBRAER）、加拿大庞巴迪公司（BOMBARDIER）专注于支线客机市场。其中，庞巴迪公司 C 系列飞机项目于 2018 年被空客公司收购。波音公司于 2018 年启动收购巴航工业商用飞机部门，于 2020 年停止。

从交付情况来看，2021 年，全球商用飞机交付量为 1034 架，其中波音公司交付 340 架、空客公司交付 611 架，占全球交付量的 92%。我国先进航空设备在数量和发展水平上仍存在差距。

图22: 2021年空客、波音公司飞机交付量占全球92%



资料来源: 中国民航局, 浙商证券研究所

图23: C919大飞机已开始交付, 国内民航市场开启黄金时代



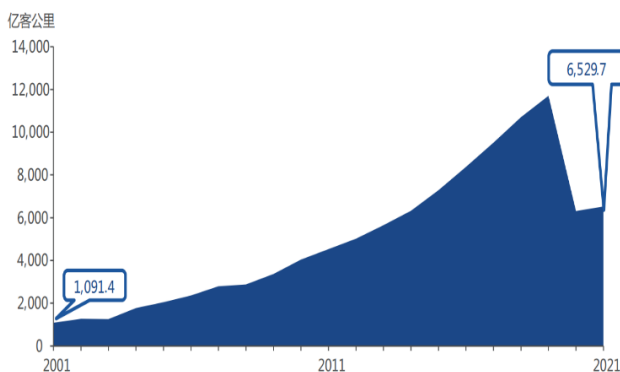
资料来源: 中国民航局, 浙商证券研究所

C919 已正式开始交付, 国产大飞机产业化进程加速。2015年11月2日, 首架C919完成总装下线, 2017年5月5日成功首飞, 2019年进入“6机4地”大强度试验试飞阶段, 2020年获签首个型号检查核准书(TIA)。2022年5月10日, 中国东航发布公告, 拟定增募资不超过150亿元用于引进包括4架C919飞机在内的38架飞机, 中国东航将成为全球首家运营C919飞机的航空公司。2022年12月9日, 编号为B-919A的C919大型客机交付首家用户中国东方航空股份有限公司。C919正式交付, 为全球商用飞机产业注入新活力, 千亿市场徐徐打开。

机载设备国产化进程稳步推进, 力争打破行业垄断格局, 公司作为行业龙头之一有望优先受益。民用飞机机载设备主要由跨国龙头企业垄断, 但由于主流客机制造商的供应链中, 客舱设备除了线装产品(SFE), 同时存在客户选装设备(BFE), 如航空座椅、厨房插件等, 公司最早受惠于机载设备国产化, 使用国产选装替代现装产品, 并积极推动机载设备国产化进程, 后期有望在民航维修+产品配套市场持续放量。

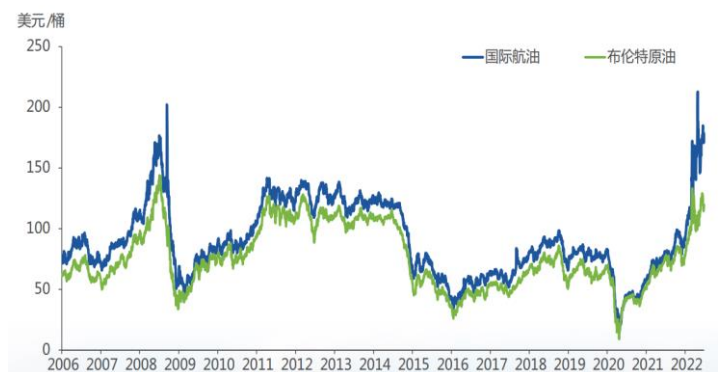
纵向来看: 疫情限制+原油价格波动加剧造成民航低谷期, 政策放开行业底部反弹。2019年新冠疫情爆发后, 原有的正常供需平衡被打破, 油价大幅波动。2021年, 原油价格大幅反弹, 主要油品需求迅速反弹, 而2022年的俄乌冲突造成原油供给紧张, 油价持续上涨, 未来油价波动将更加剧烈。IATA的报告显示, 2020年至2022年间, 因疫情损失的航空旅客周转量(RPKs)是2019年RPKs的1.8倍。疫情爆发造就了2020-2022年民航整体发展的低谷状态。

图24: 2020年中国航空旅客周转量跌至谷底



资料来源: COMAC, CAAC, 浙商证券研究所

图25: 国际航油和原油价格(2006年-2022年)



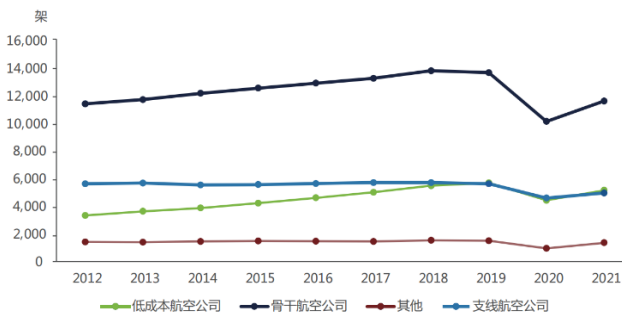
资料来源: COMAC, 美国能源信息署, 浙商证券研究所

疫情政策开放，国内民航市场底部反弹。根据中国航空运输协会，2021年中国民航旅客运输量已经恢复至2019年同期的63%；新引进飞机107架，同比增长约4%，与旅客运输量增长基本持平；在邮货运输量方面，基本与2020年同期持平。

运输服务方面，2021年全年完成客运量4.41亿人，比上年增长5.5%，完成旅客周转量6529.68亿人公里、增长3.5%。国内航线完成客运量4.39亿人，比上年增长7.6%。全年完成货邮运输量731.84万吨，比上年增长8.2%，完成货邮周转量278.16亿吨公里、增长15.8%。随着疫情管控政策的开放，航空市场逐渐恢复正常，民航运输业及相关产业链将迅速回暖，后续公司有望直接受益。

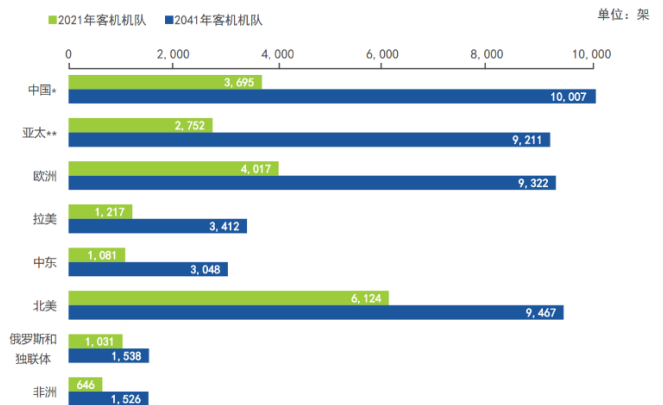
预计至2041年我国客机机队总规模超1万架，民航发展趋势明确向好。根据美国市场和中国的2035规划，民航飞机数量将在2035年翻倍，带动整个飞机产业链协同发展。中国商飞公司发布《中国商飞公司2022-2041年市场预测年报》中描述，未来二十年，全球航空旅客周转量(RPKs)将以平均每年3.9%的速度递增，中国航空旅客周转量将以平均每年5.6%的速度增长，预计中国客机机队数量将在2041年达到10007架，发展规模持续扩大。

图26：2023年民航底部反弹，航司有望大幅下单



资料来源：COMAC, Cirium, 浙商证券研究所

图27：中国商飞预测2041年我国客机机队总规模过万



资料来源：中国商飞, 浙商证券研究所

3.2 专注民航客舱配套及航空维修，积极拓展新兴业态

优势之一：多条客舱配套全系列产品线，有望受益于国产飞机放量+民航市场回暖。公司客舱设备配套系列化产品不断加强公司在该领域纵深服务优势，拥有包括航空座椅、厨卫系统模块及插件、内饰结构和客舱照明等全系列产品线，以及客舱整体设计与工程实施能力，具备飞机客舱一级系统设备的总包能力。

航空座椅：主要应用于波音、空客、ARJ21、C919等民航客机、直升机及其他固定翼飞机。公司先后研制了70多个型号航空座椅产品，核心技术主要体现在抗坠毁技术、防护技术、坠撞动态仿真技术、人机功效设计等方面，更具备95%抗坠毁生存率座椅的研制能

力。运用复合材料技术的民航经济舱座椅已取得中国民航的技术标准规定项目批准书（CTSOA），具备轻量化、舒适性好、外观设计感强、性价比高等特点。

内饰产品：公司可为用户提供定制化的飞机内饰产品和服务，产品具有隔声降噪、轻量化、符合人机功效设计及拆装便捷等特点，能够提升舱内整体视觉效果，为机组人员及乘员保障安全，提供舒适和美观的舱内空间环境。

盥洗室产品：公司采用当前国内外先进的材料和设计理念，具备盥洗室及卫生产品相关的水系统、电气控制系统的研制能力，产品具有轻量化、可靠性高等特点

图28：公司产品：飞机内饰具有隔声降噪、轻量化等特点



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图29：公司产品：旅客座椅，具备舒适性好、设计感强等特点



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

客舱照明系统&娱乐系统：主要应用于波音、空客等民航客机主流机型。公司具备客舱照明系统、娱乐系统、系统和平台一体的研制能力，产品具有轻量化、安全性高、可靠性高、舒适性好等特点，为机组人员及乘客提供舒适柔和、色彩多样的客舱照明环境和视听、游戏等服务。

厨房系统：主要应用于波音、空客、ARJ 21、C919 等民航客机及其它固定翼飞机。公司研制的烤箱、热水器、咖啡机、储物柜等厨房系统系列产品，设计人性化、布局合理、操作方便，厨房插件具有功耗低、可靠性高、轻量化等特点。

图30：公司产品：客舱照明系统&娱乐系统



旅客阅读灯

头等舱阅读灯

蛇形阅读灯

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图31：公司产品：热水器、咖啡机、储物柜等



热水器

咖啡机

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

民航底部反弹+国产客机放量促公司腾飞：随着 2023 国内疫情政策开放，国际航班逐渐恢复，民航触底反弹，后期客机机队更换+新增需求持续向上；同时根据 1 月 12 日财联社报道，中国商飞副总经理张玉金透露，C919 规划未来五年，年产能计划到达 150 架，已经有 1200 多架的订单。C919 自 2022 年 12 月 9 日交付东方航空全球首架机后，项目从全面研制向产业化阶段转型。我们认为未来 5 年，国产大飞机产业链将受益“C919 产业化进程

提速+ARJ21 稳定批产” 双轮驱动，公司作为国内客舱配套民企龙头，有望产业链腾飞中持续受益。

优势之二：航空维修水平领先，民航复苏导致后期维修量同步上涨。航空维修是公司的初始业务，业务营收约占公司总体 28.10%，主要从事飞机部件维修和加工业务。公司部件维修能力覆盖了包括空客、波音、巴航工业及中航工业等主流飞机制造商的主要飞机系统设备，拥有 FAA、EASA、CAAC 和 JMM 等维修许可证书；同时公司拥有丰富的飞机改装经验，为各类直升机、固定翼飞机提供定制化的飞机加装服务，为航空运输安全和高效运营提供强有力的保障；考虑到后期民航业整体底部反弹的复苏，航空维修量会随着机队的运营优先于新机增长而起量，作为行业左侧指标更有利于观察民航复苏趋势。

电子设备维修：公司设施设备配备完善，包含 ATE C6000 自动测试平台、T1200 测试平台等原厂购买的测试设备以及自行研发的各类测试设备，维修专业主要包括机载计算机维修、通讯/导航系统维修、仪表显示系统维修、电气系统维修、机载娱乐系统维修、灯光照明系统维修等。

机械部件维修：公司配备气站和自主研发的 ACM 试验台、大流量活门试验台、热交换器试验台及无损探伤（NDT）车间等设备设施，并从国外引进了先进的起动机测试台，维修专业包括气动附件维修和电机附件维修，涉及飞机空调、引气、防冰、水、起动等系统的维修。

图32：公司业务：仪表显示系统维修



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图33：公司产品：机械维修-ACM 试验台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

优势之三：聚焦新兴业务领域，逐步拓展复合材料市场。公司智能制造业务主要为航空航天与防务行业内制造、使用和维修单位提供基于射频身份识别（RFID）等物联网技术的智能工具管理系统、资产管理相关的技术解决方案及数字化车间解决方案等。2021 年，公司在天津成立全资子公司天津耐斯特瑞科技有限公司，专门从事关键航空材料的试验和生产。未来公司将持续开发和丰富航空材料产品，满足客户的专业复合材料需求。

优势之四：优化技术人员构成，坚持自主创新和产品研发。公司建立了平台化的产品开发策略，引入了集成产品开发 IPD 流程，通过塑造和固化业务流程，结合全面分析将市场需求和全特性需求，转化为标准化的需求输入和产品定义，进而转化为产品详细设计输入。通过集中工艺研发资源投向精品项目、关键能力和关键材料等领域，不断优化公司的产品和服务，提高了公司的竞争地位。

图34: SIPDM-V2.0超越集成产品研发管理信息系统历经5年时间的开发应用与迭代升级



资料来源: 安达维尔官网, 浙商证券研究所

公司持续储备研发人员，提高实际产值。截至2021年12月，公司职工总数644人中，技术人员有248人，占总人数的39%，在员工构成中占比最大。基于目前的市场竞争格局，公司产品市场空间的拓宽核心在于内部研发人员和技术水平，近年来公司不断进行资源的投入，在现有产品平台经营的打造以及战略性产品开发上投入了大量的精力，补充储备研发人员，增加技术人员带来的边际贡献，扩大实际产值，进一步助推公司发展壮大。

4 盈利预测及假设

我们综合行业发展及公司实际情况，做出如下关键假设：

机载设备研制业务：

假设 1：“十四五”国防军工确定性高增长，公司机载设备研制业务直接绑定直升机和大飞机装备列装，未来随着直升机需求爆发，机载设备需求量将直接增加。

假设 2：随着机载设备国产化进程加速，越来越多使用选装产品代替现装产品，公司将投入更多时间和精力在自主研制机载设备上，机载设备产品的数量和质量有望进一步提高。

假设 3：公司2022年因原材料成本上涨等原因导致产品毛利率降低，2023、2024年随公司持续扩充研发人员储备，扩大公司规模，提高实际产值，未来直升机抗坠毁座椅等核心产品市场份额有望再度上升，高附加值产品收入占比提升，导致业务整体毛利率上升；预计2022-2024年业务毛利率40%/54%/54%。

综上，公司机载设备研制业务，预计2022-2024年实现营业收入2.40/3.91/6.30亿元，收入增速为-3%/63%/61%。

表8: 公司机载设备研制业务营收(亿元)及毛利率

机载设备研制营收拆分	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(亿元)	2.47	2.40	3.91	6.30
yoy	-31%	-3%	63%	61%
毛利率	48%	40%	54%	54%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

机载设备维修业务：

假设一：机载设备维修需求主要与飞机持续运营状态高度关联，随着国家疫情管

控政策的开放，民航市场逐渐恢复至疫情前的水平，飞机运输和旅客服务都大幅度增加，飞机的维修保养需求也随之迅速回暖。

假设二：2022 年受疫情影响，公司维修业务开展较慢，人工成本上涨，整体毛利率呈现下滑趋势；民机国产化不断发展，带动整个产业链协同发展，国产飞机部附件维修业务迅速成长；随着国产大飞机的生产交付，公司作为国产飞机部附件维修行业前列，国产飞机部件维修产业链短、附加值高，其收入占比不断提升有利于公司 2023 及 2024 年机载设备维修业务整体毛利率上涨，预计 2022-2024 年业务毛利率 30%/32%/31%。

综上，公司机载设备维修业务，预计 2022-2024 年实现营业收入 1.39/1.82/1.97 亿元，收入增速为 4%/31%/8%。

表9：公司机载设备维修业务营收（亿元）及毛利率

机载设备维修营收拆分	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	1.34	1.39	1.82	1.97
yoy	-11%	4%	31%	8%
毛利率	46%	30%	32%	31%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

测控设备研制业务：

假设一：随着我国军事力量的壮大，国内航空器使用单位的训练和保障任务不断增多，新型号和新服役机型数量增长，高价值技术装备的列装持续放量，促进配套测控设备的需求大幅向上。

假设二：公司 2022 年在测控设备业务方面各项成本管控良好，保持整体毛利率与 2021 年一致；后续随公司自主研发的高质量新型产品设备，不断满足新型号和新服役机型的多元需求，新款测控设备价值量较高，有利于毛利率上涨；预计 2022-2024 年业务毛利率 40%/46%/46%。

综上，公司测控设备研制业务，预计 2022-2024 年实现营业收入 0.87/1.09/1.41 亿元，收入增速为 15%/25%/30%。

表10：公司测控设备研制业务营收（亿元）及毛利率

测控设备研制营收拆分	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	0.76	0.87	1.09	1.41
yoy	2%	15%	25%	30%
毛利率	40%	40%	46%	46%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

技术服务及其他业务：

假设一：技术服务及其他业务目前体量较小，主要为工业部门和民航领域客户提供专业的软件产品与信息技术解决方案，公司坚持优化业务结构，向新兴领域探索，随着产品系统的升级完善，未来有望从小批量交付客户发展成长为大客户群体受众；考虑到公司 2022 年整体受疫情影响导致交付节奏变慢，部分成本上涨，2022 年毛利率小幅度下滑；2023 及 2024 年随结构优化、产品升级完善毛利率提升，预计 2022-2024 年业务毛利率 50%/58%/59%。

综上，公司技术服务及其他业务，预计 2022-2024 年实现营业收入 0.21/0.22/0.23 亿元，收入增速为 5%/5%/5%。

表11: 公司技术服务及其他业务营收(亿元)及毛利率

技术服务及其他营收拆分	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(亿元)	0.20	0.21	0.22	0.23
yoy	26%	5%	5%	5%
毛利率	53%	50%	58%	59%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上, 预计 2022-2024 年实现营业收入 4.86/7.03/9.91 亿元, 收入增速为 2%/45%/41%, 毛利率 38%/47%/48%。

表12: 公司综合营业收入(亿元)及毛利率

	2021A	2022E	2023E	2024E
机载设备研制业务(亿元)				
营业收入	2.47	2.40	3.91	6.30
yoy	-31%	-3%	63%	61%
毛利率	48%	40%	54%	54%
机载设备维修业务(亿元)				
营业收入	1.34	1.39	1.82	1.97
yoy	-11%	4%	31%	8%
毛利率	46%	30%	32%	31%
测控设备研制业务(亿元)				
营业收入	0.76	0.87	1.09	1.41
yoy	2%	15%	25%	30%
毛利率	40%	40%	46%	46%
技术服务及其他业务(亿元)				
营业收入	0.20	0.21	0.22	0.23
yoy	26%	5%	5%	5%
毛利率	53%	50%	58%	59%
总计				
营业收入	4.75	4.86	7.03	9.91
yoy	-21%	2%	45%	41%
毛利率	47%	38%	47%	48%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 投资建议

现阶段民航行业向高质量发展进发, 民航需求大幅恢复至疫情前水平+大飞机国产化进程加速, 民航制造业迎来黄金发展期, 公司作为最早受惠于机载设备国产化进程的企业, 产品应用的场景不断增加, 应用领域不断拓展, 未来发展弹性大。此外, “十四五”背景下我国加强国防现代化建设, 直升机等军机大规模装备列装, 带动整个产业链协同发展, 公司作为军用直升机抗坠毁座椅龙头, 未来毛利率预期将再度提升, 打开公司长期发展空间。

核心逻辑: 民航需求放量爆发+军机装备列装需求大幅提升+国产大飞机生产交付有力保障业绩持续释放。我们预测公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为-0.45、1.50、1.84 亿元, 2023 年、2024PE 为 22 倍、18 倍, 首次推荐, 给予“买入”评级。

表13: 可比公司财务数据一览

代码	证券简称	总市值	归母净利润			PE			PB
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2021
600862.SH	中航高科	343	7.77	10.38	13.32	44.14	33.04	25.75	6.4
000738.SZ	航发控制	338	6.55	8.53	11.78	51.66	39.67	28.73	3.1
600765.SH	中航重机	470	12.71	17.27	22.80	37.02	27.24	20.61	4.7
	平均	384	9.01	12.06	16.12	44.27	33.32	24.90	4.7
300719.SZ	安达维尔	33	-0.45	1.50	1.84	-72.91	21.79	17.82	3.2

注: 市值截止日期为1月30日, 资料来源: 中航高科、航发控制、中航重机均为浙商国防已覆盖标的, 浙商证券研究所整理

6 风险提示

市场竞争风险: 随着维修成本控制的不断加强, 飞机送修倾向于采用低价竞标的方式, 公司民航维修业务面临着因激励的市场竞争而导致业务增长放缓或业绩下降的风险。

经营业绩不及预期风险: 主要受到国际通货膨胀影响, 上游原材料价格上涨, 加之人工费用支出增加。下游市场竞争逐渐加剧, 普遍采用竞标模式, 增加成本不能有效传导到下游。

关键人才缺失和流失风险: 公司多项新业务和新客户的不断拓展, 需要更多专业的技术、市场和管理人才。同时, 公司员工工资及福利呈上涨趋势, 在人力成本上给公司造成一些压力, 给公司人才带来一定的流失风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1107	1165	1480	1969
现金	249	294	278	271
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	567	581	840	1183
其它应收款	9	7	10	16
预付账款	13	12	16	23
存货	250	261	324	463
其他	18	10	11	13
非流动资产	164	142	134	128
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	1
固定资产	122	115	107	99
无形资产	11	10	9	8
在建工程	0	0	0	0
其他	31	16	18	20
资产总计	1271	1307	1615	2097
流动负债	249	331	488	787
短期借款	82	130	255	482
应付款项	98	131	156	211
预收账款	0	4	2	3
其他	69	66	76	91
非流动负债	7	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	7	6	6	6
负债合计	256	337	494	793
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1015	970	1120	1304
负债和股东权益	1271	1307	1615	2097

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	134	7	(133)	(217)
净利润	10	(45)	150	184
折旧摊销	16	10	10	10
财务费用	3	5	8	17
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	118	36	(236)	(286)
其它	(15)	1	(65)	(141)
投资活动现金流	(14)	(2)	(1)	(1)
资本支出	2	0	0	0
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(17)	(1)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(171)	40	118	210
短期借款	(107)	48	125	227
长期借款	0	0	0	0
其他	(64)	(8)	(7)	(16)
现金净增加额	(51)	44	(16)	(7)

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	475	486	703	991
营业成本	254	304	371	511
营业税金及附加	4	5	7	2
营业费用	27	32	34	53
管理费用	124	131	84	119
研发费用	70	66	56	79
财务费用	3	5	8	17
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	(0)	1	0	0
投资净收益	(1)	0	0	0
其他经营收益	14	5	22	0
营业利润	5	(50)	165	209
营业外收支	(0)	1	2	2
利润总额	4	(49)	167	211
所得税	(6)	(4)	17	27
净利润	10	(45)	150	184
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	10	(45)	150	184
EBITDA	23	(35)	184	238
EPS (最新摊薄)	0.04	(-0.18)	0.59	0.72

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-22.02%	2.32%	44.56%	40.91%
营业利润	-96.42%	-1166.04%	431.22%	26.58%
归属母公司净利润	-89.08%	-	-	22.28%
获利能力				
毛利率	46.58%	37.56%	47.19%	48.40%
净利率	2.19%	-9.23%	21.37%	18.55%
ROE	1.01%	-4.53%	14.38%	15.16%
ROIC	1.56%	-3.71%	11.36%	11.08%
偿债能力				
资产负债率	20.15%	25.77%	30.62%	37.82%
净负债比率	34.15%	39.20%	52.09%	61.15%
流动比率	4.45	3.52	3.03	2.50
速动比率	3.44	2.73	2.37	1.91
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.38	0.48	0.53
应收账款周转率	0.83	0.90	1.05	1.04
应付账款周转率	2.39	2.85	2.84	3.02
每股指标(元)				
每股收益	0.04	-0.18	0.59	0.72
每股经营现金	0.53	0.03	-0.52	-0.85
每股净资产	4.00	3.82	4.41	5.13
估值比率				
P/E	314.07	-72.91	21.79	17.82
P/B	3.23	3.38	2.92	2.51
EV/EBITDA	139.82	-90.16	17.70	14.69

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>