

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	37.20
总股本/流通股本(亿股)	0.80 / 0.28
总市值/流通市值(亿元)	30 / 11
52 周内最高/最低价	49.92 / 33.55
资产负债率(%)	7.1%
市盈率	32.89
第一大股东	深圳市嘉仑投资发展有 限公司

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师: 马强
SAC 登记编号: S1340523080002
Email: maqiang@cnpsec.com

润贝航科(001316)

优质航材分销商受益于民航景气度回升，自研业务和 C919 商运打开成长空间

● 投资要点

公司是国内优质航材分销商，航材分销和自研产品双轮驱动公司成长。润贝航科成立于 2005 年，是国内领先的航空材料解决方案综合服务商，为全球 1800 多家客户提供飞机航材。目前，公司业务由航材分销和自研产品双轮驱动，航材分销包括航空油料、航空原材料及其他消耗件、航空化学品及地面支持设备等；自研产品包括胶带、清洗剂、消毒液、内饰壁纸、飞行员耳机、地勤耳机等，可用于等效替换国内运营的波音、空客多型客机上的进口航空材料。

航材分销与民航业景气程度正相关，2023 年航材分销业务有望快速增长。公司是链接航材产业链上下游的重要纽带，航材分销业务与民航业景气程度正相关。2023Q1，我国民航全行业共完成运输总周转量 239.9 亿吨公里，同比增长 40%；公司实现营收 1.62 亿元，同比增长 32%。2023H1，我国民航全行业共完成运输总周转量 531.3 亿吨公里，同比增长 81%，受益于民航航运恢复，公司业绩有望快速增长。

自研产品保持较快增速，募投项目大幅提升产能。公司较早开始布局航材国产化，产品种类不断丰富。截至 2022 年底，公司国产化自主研发产品有 82 种通过中国民航局的各类适航认证，可用于等效替换国内运营的波音、空客多型客机上的进口航空材料。此外，公司子公司润和新材料部分产品已经写入商飞标准材料手册。2022 年，公司自研产品收入 3680.28 万元，同比增长 46.52%。公司 IPO 募投项目“广东润和新材料公司航空非金属材料、复合材料、航空清洁用品生产基地新建项目”将新建 4 条生产线以提升自研产品规模化生产能力，满足下游客户对航材国产化的需求。目前，工厂已进入设备采购阶段，预计今年四季度逐步实现投产。

第二架 C919 交付东航，公司有望充分受益于国产大飞机生产交付节奏加快。截至 2023 年 7 月底，首架 C919 已累计服务旅客超 1.5 万人次。2023 年 8 月 4 日，东航接收的两架国产大型客机 C919 首次开启“双机商业运营”，C919 的商业运营稳步向规模化迈进。根据中国商飞今年 6 月数据，C919 累计获得 30 余家客户 1061 架订单。中国商飞已具备批量化生产 C919 的能力，未来几年内将达到 30-50 架的年生产能力。随着 C919 生产交付节奏加快，国产大飞机制造对于航材需求有望大幅提升，公司航材分销业务和自研自产航材业务有望充分受益。

航材分销和自研产品双轮驱动公司成长。航材分销业务与民航景气度正相关，2023 年，随着国内民航航运恢复，公司航材分销业务有

望快速增长；自研业务随着公司产品丰富、客户拓展、产能建设，有望取得更快增速。此外，中国商飞是公司重要客户，国产大飞机订单充足，公司有望受益于 C919 飞机的生产交付提速。

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.11、1.45、1.83 亿元，对应当前股价 PE 分别为 27、21、16 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

国内航空运输行业恢复不及预期；汇率波动等因素影响导致的采购价格上涨；自研自产业务发展不及预期；国产大飞机发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	562	845	1056	1290
增长率(%)	-19.33	50.38	24.94	22.12
EBITDA（百万元）	107.50	138.02	181.18	229.11
归属母公司净利润（百万元）	79.18	111.04	144.72	182.79
增长率(%)	-38.75	40.24	30.32	26.31
EPS(元/股)	0.99	1.39	1.81	2.28
市盈率(P/E)	37.62	26.82	20.58	16.29
市净率(P/B)	2.84	2.69	2.38	2.08
EV/EBITDA	23.82	18.01	13.73	10.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 优质航材分销商，自研业务构建第二成长曲线	5
1.1 航材分销和自研产品双轮驱动公司成长	5
1.2 航材分销受国内民航景气度影响，自研产品保持较快增速	6
1.3 2023 年国内民航业恢复良好，公司收入有望快速增长	8
2 航材分销与民航业景气程度正相关，2023 年航材分销业务有望快速增长	10
2.1 航材分销以消耗件为主，是航材原厂与最终客户之间重要纽带	10
2.2 国外航材分销行业成熟，国内航材分销处快速发展期	12
2.3 公司分销产品以油料和原材料及消耗件为主	12
2.4 受益于国内民航业恢复公司业绩有望较快增长	14
3 自研产品保持较快增速，募投项目大幅提升产能	15
3.1 布局自研航材，82 种产品通过民航局认证	15
3.2 产线建设加快，自研产品有望迎来大发展	16
4 第二架 C919 交付东航，公司受益于国产大飞机生产交付节奏加快	17
4.1 公司深度参与国产客机航材选用，中国商飞为公司重要客户	17
4.2 C919 开启“双机商运”，公司有望受益于 C919 生产交付节奏加快	18
5 盈利预测与估值	19
6 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构图.....	6
图表 3: 公司收入结构.....	6
图表 4: 公司分产品毛利率.....	6
图表 5: 公司航材分销产品示例.....	7
图表 6: 公司自主研发产品示例.....	8
图表 7: 公司营收及增速.....	9
图表 8: 公司归母净利润及增速.....	9
图表 9: 公司毛利及毛利率.....	9
图表 10: 公司销售净利率.....	9
图表 11: 公司费用率.....	10
图表 12: 航材划分及销售模式.....	10
图表 13: 航材分销商的产业链价值.....	11
图表 14: 公司所处航材产业链及相应公司.....	11
图表 15: 国内航材分销商.....	12
图表 16: 公司航材分销业务分产品收入（亿元）.....	13
图表 17: 航空润滑油分销市场规模.....	13
图表 18: 航空材料分销市场规模.....	14
图表 19: 航空胶粘剂和密封胶、油漆与涂料以及清洁用品分销市场规模.....	14
图表 20: 国内民航运输总周转量.....	15
图表 21: 公司航材分销业务收入.....	15
图表 22: 国内航空化学品生产厂商.....	15
图表 23: 公司自研产品分产品收入（万元）.....	16
图表 24: 公司自研产品收入.....	16
图表 25: 公司自研产品毛利率.....	16
图表 26: 公司 IPO 募投项目.....	17
图表 27: 广东润和新材料公司生产基地新建项目拟生产产品.....	17
图表 28: ARJ-21 历年交付情况.....	18
图表 29: 东航第二架 C919 搭档首架机同飞沪蓉航线.....	19
图表 30: 分业务收入预测.....	19

1 优质航材分销商，自研业务构建第二成长曲线

1.1 航材分销和自研产品双轮驱动公司成长

润贝航科成立于 2005 年，是国内领先的航空材料解决方案综合服务商，为全球 1800 多家客户提供飞机航材。随着分销产品逐渐丰富、经营规模的扩大及自主研发产品的不断提升，公司发展主要经历了三个阶段。

初创期（2005-2010 年）：公司及子公司已逐步与埃克森美孚、3M、EC 及 Av-Dec 建立合作，但分销的产品主要以航空润滑油、润滑脂和液压油为主，随着上下游的开拓，公司逐步丰富分销的航材种类，航空原材料和航空化学品的细分产品件号增加。随着行业外部监管标准要求不断提升，公司于 2007 年获得中国民用航空局颁发国内首批《民用航空油料供应企业适航批准书》。

沉淀期（2011-2016 年）：公司 2011 年获得中国民用航空维修协会颁布的国内首批航材分销商证书，客户群体从航空公司、MRO 拓展到飞机制造商，同时随着国家加快对具有自主知识产权的商用飞机研制和试飞认证，公司协助代理的上游品牌商深度参与 ARJ21 和 C919 项目航材的选用及现场技术支持，中国商飞成为公司重要客户。同时，子公司润和新材料开启航空新材料自主研发的产业化转型之路。公司的人才队伍和销售服务网络不断扩大，以深圳为中心逐步向全国以及亚太地区主要航空枢纽城市渗透。

成长期（2017 年至今）：随着行业竞争不断加剧，公司不断加强供应链管理及增值服务，提供更多的解决方案，由传统的产品供应型分销商向服务型分销商转变，加强对人员技术、仓储管理、服务创新、信息化建设等方面投入，从而增强自身的市场竞争力。同时，公司自主研发的产品也呈现快速增长趋势。

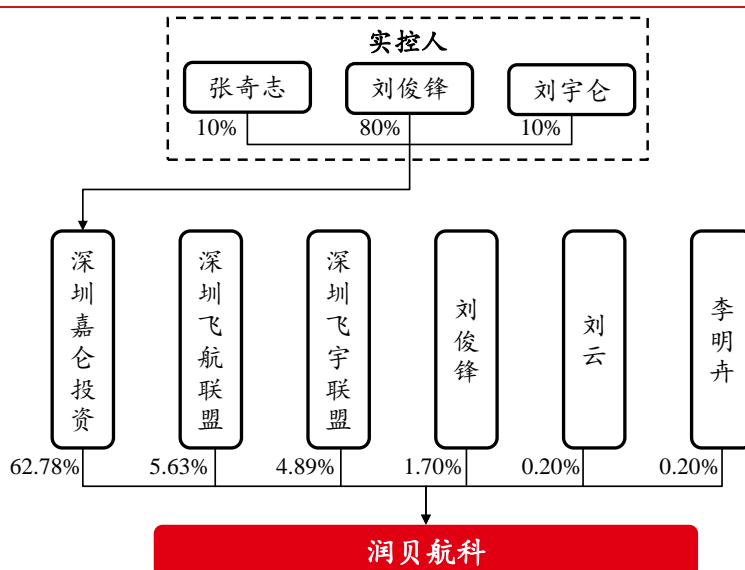
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司股权较为集中，公司控股股东嘉仑投资的股东为刘俊锋、张奇志夫妇及其儿子刘宇仑，三人为公司实际控制人。公司实际控制人刘俊锋 1994 年至 1995 年就职于深圳空港工贸发展公司任滑油部副经理，1997 年辞职后创办公司业务前身润贝航化，开始与埃克森美孚合作。随着中国民航运输业市场发展，航空公司对航空润滑油市场需求加大，刘俊锋于 2005 年设立润贝航科并与埃克森美孚继续合作至今。

图表2：公司股权结构图

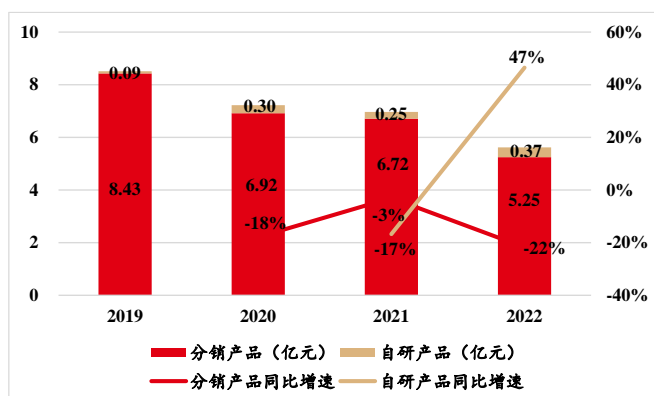


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 航材分销受国内民航景气度影响，自研产品保持较快增速

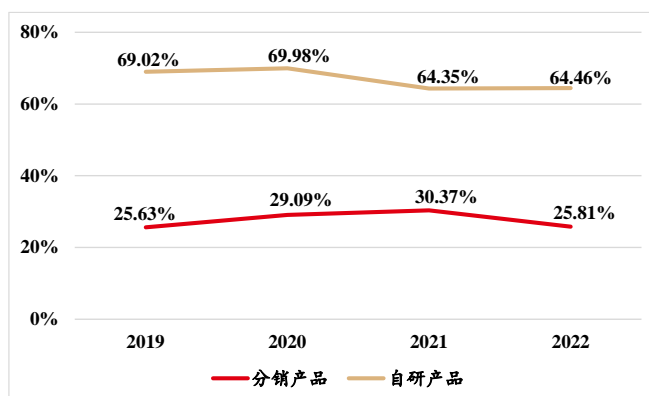
公司营收由航材分销业务和自研产品业务构成。受疫情影响，近几年航材分销业务收入下滑，2022 年，航材分销收入 5.25 亿元，同比下滑 22%；自研产品收入较快增长，2022 年实现收入 0.37 亿元，同比增长 47%。自研产品在公司营收中的占比从 2019 年的 1.00% 提高到 2022 年的 6.55%。自研产品具有较高毛利率，2022 年自研产品毛利率 64.46%，显著高于分销产品 25.81% 的毛利率。

图表3：公司收入结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表4：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司分销的产品主要包括航空油料、航空原材料及其他消耗件、航空化学品及地面支持设备等。以公司 2021 年航材分销收入结构为例，航空油料收入 3.49 亿元，占公司航材分销收入的 52%，航空原材料及消耗件收入 2.27 亿元，占比 34%，航空化学品收入 0.91 亿元，占比 14%。

图表5：公司航材分销产品示例

产品类别	具体名称	生产厂家	产品照片	产品介绍	主要客户
航空油料	MOBIL JET OIL II 航空 润滑油	埃克森美孚		高性能航空涡轮发动机润滑油，由高度稳定的全合成基础油和独特的化学添加剂组合而成。良好的热氧化稳定性，满足 MIL-PRF-23699 级性能	航空公司、 MRO
	HYJET 系列航 空液压油	埃克森美孚		第五代耐火磷酸酯液压油，提供更好的热稳定性和水解稳定性，使用寿命将更长。提供了良好的高低温流动特性（运动粘度）和防锈保护	航空公司、 MRO
航空原材料及 其他消耗件	HI-TAK 系列 防火密封防 腐胶带	Av-Dec		主要用于地板横梁、纵梁、天线、门槛、燃料箱盖板和风挡玻璃等部位，具有抗湿、防潮、防水和密封等功效，且易使用、易拆除。可以减少航空设备结构的腐蚀	航空公司、 MRO
	PPT 聚氨酯保 护胶带	3M		属于耐磨的聚氨酯弹性体，具有抗刺破、抗撕裂、耐磨损和侵蚀、抗紫外线等功效。应用在飞机地板或部件表面，采用特殊配方的压敏胶粘剂，快速方便的应用	航空公司、 MRO
	芳纶蜂窝芯	EC		属于非金属、轻质的结构材料，具有良好的机械性能和防火性，防火/自熄、高强度重量比、耐腐蚀，获得波音、空客和庞巴迪等 OEM 厂认证	飞机制造商 和 OEM 厂商
航空化学品	Cee-Bee 清洗 剂	MCGEAN- ROHCO		航空清洁剂可用于清洗飞机内外表面、厨房厕所；飞机部件的除碳、除油、除脂；用于飞机防腐剂的去除清理；喷漆前的清洗处理和喷漆后的清洗；地面支持设备、涡轮发动机外表面的脱脂	航空公司、 MRO
	亚光客舱漆 （水剂型）	AKZO NOBEL （MAPAERO）		飞机内饰用三组分水性柔性聚氨酯面漆。可用于哑光、半光泽和额外哑光	航空公司、 MRO
地面支持设备	户外安全存 储室	杰斯瑞特		24 小时防火等级危险品存储室，具有极佳的防火性能，经过 FM 认证。提供了众多的配件可选，如斜坡、搁板、接地线套装、防火系统设备、照明设施以及调温装置	航空公司、 MRO、飞机 制造商和 OEM 厂商

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司自主研发产品包括胶带、清洗剂、消毒液、内饰壁纸、飞行员耳机、地勤耳机等，可用于等效替换国内运营的波音、空客多型客机上的进口航空材料。截至 2022 年底，公司国产化自主研发产品有 82 种通过中国民航局的各类适航认证。

图表6：公司自主研发产品示例

产品类别	具体名称	产品照片	产品介绍	主要客户
航空原材料及其他消耗件	地毯双面胶带		适用于有阻燃需求的各种材料的粘接，主要应用于飞机客舱地毯的粘接固定等	航空公司、MRO
	航空内饰壁纸		多层阻燃材料复合而成。具有易清洁性、尺寸稳定性、耐化学品侵蚀性和耐候性。满足民用航空阻燃标准、烟毒性以及热释放要求	航空公司、MRO、飞机制造商和 OEM 厂商
航空化学品	航空内外表及部件清洗剂		用于清洗飞机机身和零部件的防腐剂、油脂、积碳等，有效提高材料表面的洁净度，也可用于去除橡胶和底漆残留物、标记油墨、金属表面的油脂等	航空公司、MRO
	航空消毒剂及洗手液		航空消毒剂用于飞机客舱，厨房及其他区域，应用于各种硬表面的消毒杀菌与清洁。航空洗手液是一种清洁手部为主的护肤清洁液，来清除手上的污垢和附着的细菌	航空公司、MRO
地面支持设备	无尘擦拭布及吸油棉		有效清除飞机精密仪器表面的油污和灰尘，擦拭后不易留毛线，不损伤精密仪器表面。吸油棉是由一种纤维材料制成，吸油速度快，不易发生化学反应	航空公司、MRO、飞机制造商和 OEM 厂商
	地勤无线降噪耳机		用于地面机务人员在拖飞机时通讯，具有降噪功能	航空公司、MRO

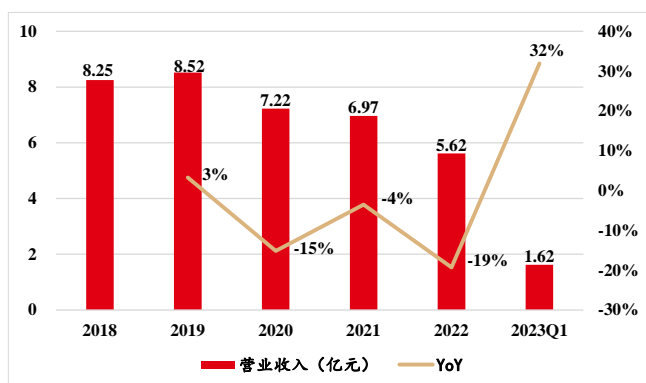
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 2023 年国内民航业恢复良好，公司收入有望快速增长

2020-2022 年，受国内民航业不景气的影响，公司收入下滑。2022 年，国内民航运输总周转量 599.3 亿吨公里，仅相当于 2019 年的 46%；公司实现收入 5.62 亿元，同比下滑 19%。

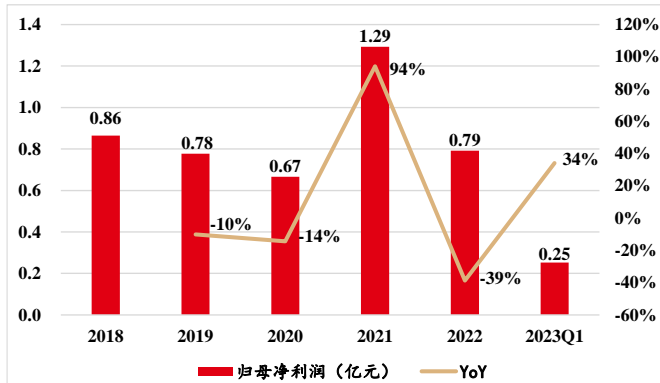
海航控股破产重整对公司净利润产生一定影响。2020 年和 2021 年，公司分别对海航控股应收账款计提坏账准备 3735 万元和 1378 万元。在 2021 年第四季度集中收回相应的应收账款以及海航控股破产重整完成，公司 2020 年末对其单项计提的坏账准备于 2021 年度转回。2021 年和 2022 年，公司扣非归母净利润分别为 1.02 亿元和 0.67 亿元。

图表7：公司营收及增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

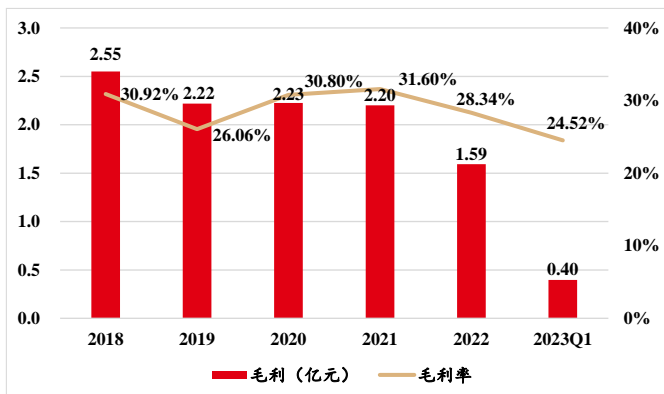
图表8：公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

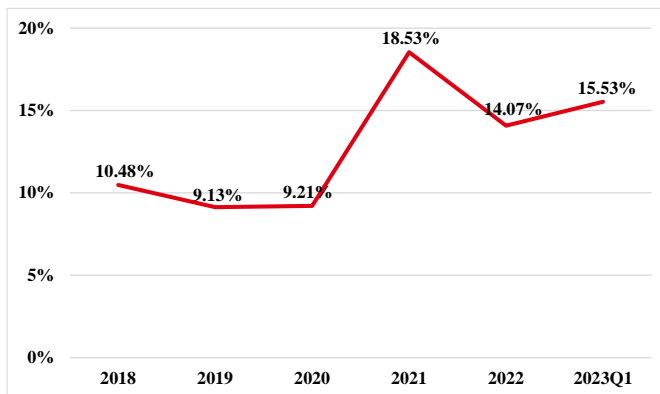
公司毛利率基本稳定在 30% 左右。2022 年，或由于公司航材分销业务收入下滑，航材分销业务毛利率同比降低 4.56pcts 至 25.81%。公司自研产品较快增长且拥有较高毛利率，2022 年，公司自研产品毛利率 64.46%，同比基本持平；自研航材销售收入同比增长 47%，占营业收入的比例提升 2.94pcts。

图表9：公司毛利及毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

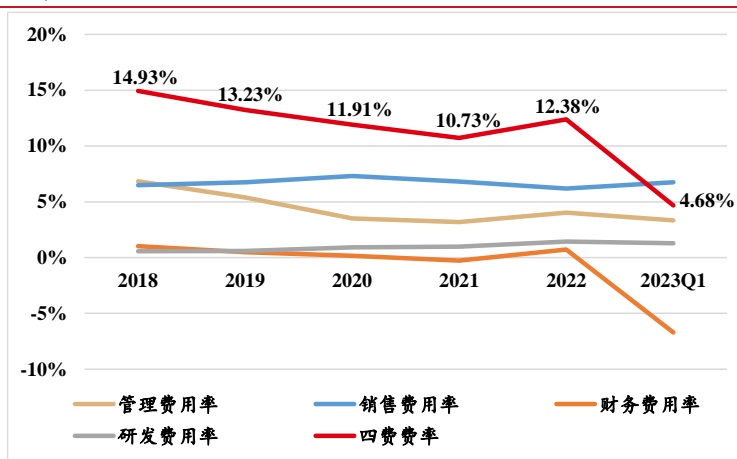
图表10：公司销售净利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2018-2021 年，公司四费费率持续降低，主要由于 2018 年和 2019 年，公司股权激励产生一定股份支付费用。2022 年，公司管理、销售、财务和研发费用率分别为 4.02%、6.19%、0.73% 和 1.44%。2023Q1，公司财务费用率为 -6.71%。

图表11：公司费用率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 航材分销与民航业景气程度正相关，2023 年航材分销业务有望快速增长

2.1 航材分销以消耗件为主，是航材原厂与最终客户之间重要纽带

航材，即航空器材，指除航空器机体以外的所有航空器部件和原材料。根据航材的不同属性，通常国内将航材划分为周转件和消耗件。周转件产品单价高、数量少、不可替代性强、修理过程需原厂技术支持，技术壁垒高，原厂通常以直销为主、分销为辅；消耗件产品具有单价相对低、可替代性强、品种繁多、管理难度大等特点，其中消耗性材料和航空原材料还存在有效期、仓储和运输要求，分销模式有利于降低上下游交易成本。

图表12：航材划分及销售模式

	周转件	消耗件		
		消耗性材料（耗材）	原材料	其他消耗件
定义	■ 技术上可以修理并且具有厂家发布的技术文件，可以不限次数修复使用，直至无法恢复到厂家发布的技术文件要求的航空器材	■ 通常指在维护和修理飞机、发动机、设备、组件中用到的润滑油剂、接合剂、化合物、油漆、化学制品、染料和补片等	■ 指符合确定的工业或国家标准或规范，用于按照航空器或其部件制造厂家提供的规范进行维修过程中的加工或辅助加工的材料。这些标准或规范必须是公开发布并在航空器或其部件制造厂家的持续适航文件中明确的	■ 不存在经批准修理程序的零部件（除消耗性材料、原材料以外的消耗件）
代表产品	■ APU、起落架、轮毂 ■ 刹车系统部件 ■ 娱乐系统部件 ■ 通讯系统部件等	■ 航空化学品（清洗剂、涂料等） ■ 航空油料（润滑油、液压油等）	■ 胶带、胶膜 ■ 蜂窝芯、板材等	■ 荧光条、耳机 ■ 灯泡、紧固件等
销售模式	■ 直销为主，分销为辅	■ 分销为主，直销为辅	■ 分销为主，直销为辅	■ 分销为主，直销为辅

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

航材产业链可以分为上游的各种航材原厂，中游为航材分销商，下游航空公司、飞机维修公司（MRO）、飞机制造商及 OEM 厂商。航材分销是衔接上游航材品牌商和下游航空制造、运营及维修环节的重要纽带。

飞机制造商处于航空产业链的主导地位。飞机制造商按照严格的供应商评审要求和产品评审标准，在全球范围筛选相应的零部件合格供应商，符合标准的合格供应商的产品才能安装和使用在相应机型飞机制造环节，并写入适用机型和飞机构型的飞机维修手册或 IPC 手册等，成为飞机运营和维修的航材备件。飞机制造商在每架飞机交付至航空公司时，须随机交付一系列包括 AMM 手册、CMM 手册、SRM 手册、IPC 手册等技术资料给航空公司，作为飞机运营维护依据。

航材产业链下游航司及 MRO 厂商根据 IPC 手册等技术资料购买航材或选购 PMA 产品。当飞机维修需要航材时，下游客户为满足飞机适航性及航空安全的要求，会优先选择购买写入 AMM 手册、CMM 手册、SRM 手册、IPC 手册等技术资料的原厂家航材，也会选择取得飞机注册国籍国家的适航局批准或认可的 PMA 产品。

航材分销商可有效帮助航材产业链上游原厂拓展市场。飞机投入运营后的终端客户（航空公司、MRO 等）遍布全球且相对分散，消耗件的上游原厂建立全球航空销售服务网络成本过高，但需要面向全球推广相应的产品，上游原厂通常会选择与所在国家或地区的分销商进行合作，共同开拓市场并维护客户。从上游厂商来看，采用分销模式也有助于及时回笼资金，减低库存压力，并减少销售服务网络的布局，提升客户满意度，降低对终端客户的沟通和管理成本。

航材分销商可帮助下游客户实现一站式采购，降低库存成本和采购成本。航材种类繁多，对应的供应商名录也较多，例如 2021 年空客公布的合格供应商中拥有供货资格的主供应商有 4500 余家；航空公司对时效性也要求极高，如果下游客户选择直接对接波音及空客认定的合格供应商，将会影响航材保障的时效性，造成供应链过于冗长。因此，下游客户与航材分销商合作，可以实现一站式采购，提高客户运营效率。此外，消耗件有品种繁多、储存条件要求复杂、运输过程需要严格控制、产品有效期较短等特殊要求，航材分销商通过提供专业管理服务，能有效降低下游客户的库存成本，并且可以集中采购，从上游原厂获取更为优惠的价格支持。

公司为服务型航材分销商，分销的主要产品包括民用航空油料、航空原材料和航空化学品等航材。公司是埃克森美孚、3M、EC、汉莎技术、亨斯迈、朗盛、博世等国际知名品牌的授权分销商。公司凭借齐全的业务资质、快速的客户响应能力、高效的信息系统管理和仓储物流服务、一站式产品供应能力和贴近市场的销售网络，已成为国内乃至亚太地区的主要航空公司、飞机维修公司、飞机制造商及 OEM 厂商的重要航材分销商，服务客户包括南方航空、东方航空、海航控股、中国国航、GAMECO、AMECO、太古股份、中国商飞和中航工业等。

图表13：航材分销商的产业链价值



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表14：公司所处航材产业链及相应公司



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 国外航材分销行业成熟，国内航材分销处快速发展期

分销模式属于目前全球航材主要销售模式，并形成了波音旗下的 Boeing Distribution Services Inc.、空客旗下的 SATAIR 和伟司科等全球知名航材分销商。

波音分销 (Boeing Distribution Services Inc.): 波音收购了全球多家知名航材分销商，包括 Interturbine、KLX、Herndon、AAA 及 Hassall 等，于 2018 年重组为 Boeing Distribution Services Inc.。波音分销在全球 65 个国家或地区拥有 2300 多名员工，服务产品目录超过一百万件，包括紧固件、轴承、封条、化学品、复合材料、原材料、工程产品、工具类、照明、电子等。

欧航航材集团 (SATAIR): 拥有超过 100 万个零件号库存，是全球领先的民用航空航天售后服务和解决方案提供商之一。SATAIR 在全球有 10 个服务中心，拥有超过 1700 名员工，营收达 24 亿美元。

伟司科 (Wesco Aircraft Holdings Inc.): 成立于 1953 年，全球知名的航空耗材分销商和综合供应链管理服务提供商，分销产品超过 50 万个单元，具体包括紧固件、轴承、电子产品、加工零件、工具、化学品等。伟司科为全球 7000 多家客户提供服务，除航空领域外，还为汽车、能源、医疗保健、工业、制药和航天领域的客户提供服务，在全球拥有超过 3000 名员工。2019 财年，伟司科销售收入 16.96 亿美元。

由于我国航空领域整体的研发及制造能力相比欧美等发达国家存在一定差距，目前民用飞机依赖进口波音和空客，配套的大部分航材也依赖于进口，我国航材分销商以代理国外品牌为主，且起步较晚。在改革开放初期，由国家按照计划统一调配。但随着民航在二十世纪八九十年代由计划经济向市场经济转型后，我国的航材分销也由政府控制向市场需求为主导的方向转变。根据中国民用航空维修协会网站显示，截至 2021 年底，评审合格的航材分销商 238 家，按企业性质可分为国有分销商、外资分销商和民营分销商。

图表15：国内航材分销商

类型	代表企业	分销主要产品	经营特点
国有分销商	中国航空器材进出口有限责任公司、 中国航空技术国际控股有限公司	标准件、原材料、电子/电气部件、机械部件等	规模大、资金雄厚
外资分销商	伟司科航空部件贸易（上海）有限公司、深圳华之冠进出口有限公司	标准件、电子/电气部件、化工产品、原材料等	规模较大、全球性的销售渠道、 稳定合作的上游品牌
民营分销商	润贝航科、深圳伊天行	航空油料、化工产品、原材料、 电子/电气部件	供应商增值服务能力强、稳定合作的上游品牌

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 公司分销产品以油料和原材料及消耗件为主

公司航材分销产品主要包括航空油料、原材料及消耗件、航空化学品等。航空油料是公司航材分销业务最主要的品类。2021 年，公司航材分销业务收入 6.72 亿元，其中航空油料收入 3.49 亿元，占比 52%，原材料及消耗件收入 2.27 亿元，占比 34%，航空化学品收入 0.91 亿元，占比 14%。

图表16：公司航材分销业务分产品收入（亿元）

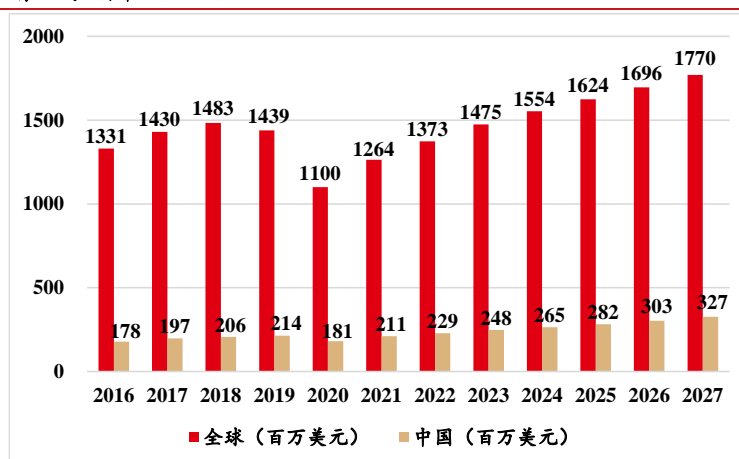
分类	2019	2020	2021	2022
航空油料	3.73	2.92	3.49	
其中，润滑油（脂）	3.26	2.54	3.05	
原材料及消耗件	3.11	2.76	2.27	
航空化学品	1.52	1.20	0.91	
地面支持设备	0.08	0.05	0.05	
合计	8.43	6.92	6.72	5.25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

（1）航空油料

国内航空润滑油市场超 10 亿元人民币。根据 QY Research 数据，2019 年，全球航空润滑油（含液压油）分销的市场规模约为 14 亿美元，中国航空润滑油分销市场规模为 2.14 亿美元。

图表17：航空润滑油分销市场规模



资料来源：QY Research，公司公告，中邮证券研究所

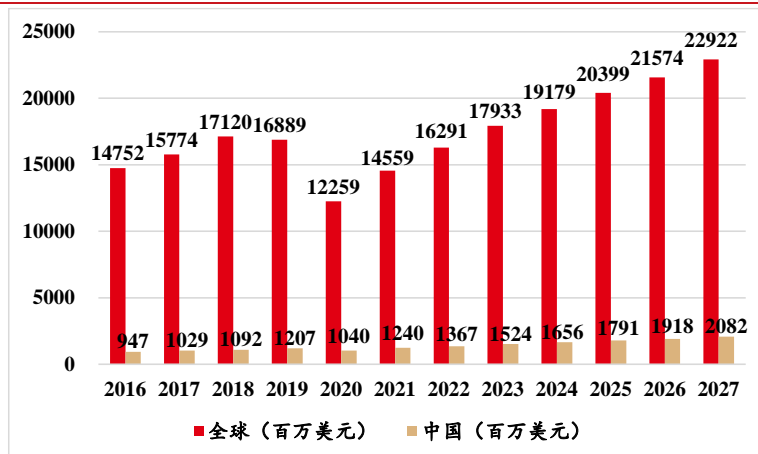
公司是大中华区重要的航空润滑油分销商，国内航空油料分销市场市占率约 25%。目前我国的民用航空润滑油基本依赖于进口，主要使用埃克森美孚、伊士曼等品牌的航空润滑油。埃克森美孚早期在中国与多个授权分销商合作，随着市场竞争加剧以及埃克森美孚在全球进行分销商体系的优化，公司凭借行业竞争优势从成立至今一直与埃克森美孚保持合作。按 2019 年数据，国内航空润滑油分销市场规模为 2.14 亿美元，公司分销业务中航空油料销售收入 3.73 亿元人民币，公司国内航空油料分销市场市占率约为 25%。

（2）航空原材料及消耗件

航空材料包括制造各种航空零部件所需的金属、非金属等原材料及成型材料。金属材料包括结构钢、不锈钢、铝合金、镁合金、钛合金、高温合金等，非金属材料包括有机高分子材料（橡胶、塑料、透明材料等）、无机非金属材料（陶瓷、玻璃等）和复合材料。

根据 QY Research 数据，2019 年，全球航空材料分销的市场总体规模约为 168.89 亿美元，中国航空材料分销市场规模为 12.07 亿美元。由于航空材料种类繁多，公司市占率不高，2019 年公司分销业务中航空原材料及消耗件销售收入 3.11 亿元人民币，公司航空原材料分销市场市占率约 4%。

图表18：航空材料分销市场规模



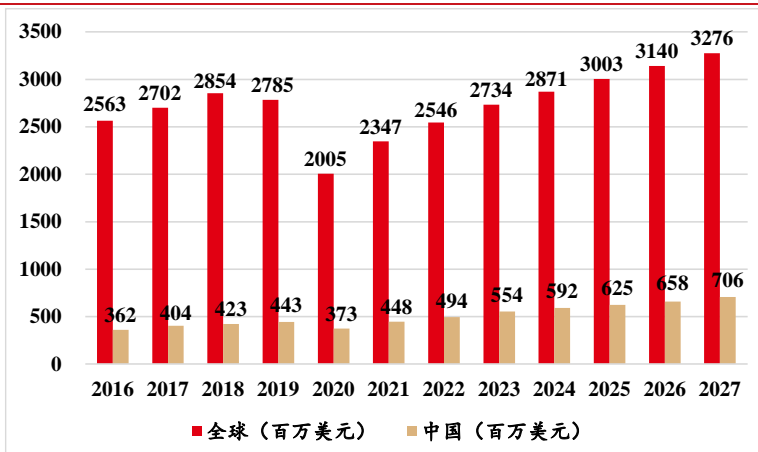
资料来源：QY Research，公司公告，中邮证券研究所

(3) 航空化学品

民用航空用化学产品是指在民用航空产品使用、维护、维修中所用的化学产品，包括除冰/防冰液、厕所卫生剂、清洗剂/蜡/粉、积碳清除蜡/剂、褪漆剂、抛光蜡/剂及除锈剂以及空气清新剂、杀虫剂、消毒剂、除臭剂等。

航空化学品细分产品类别众多，其中胶粘剂和密封胶、油漆与涂料以及清洁用品等三类产品的占比较高。根据 QY Research 数据，2019 年，全球上述三类航空化学品的市场分销规模约为 27.85 亿美元，中国航空化学品中的胶粘剂和密封胶、油漆与涂料以及清洁用品三者合计的分销市场规模约为 4.43 亿美元。2019 年，公司航空化学品收入 1.52 亿元人民币。

图表19：航空胶粘剂和密封胶、油漆与涂料以及清洁用品分销市场规模



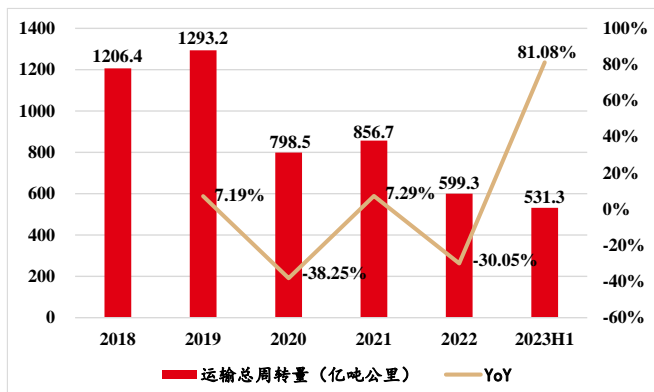
资料来源：QY Research，公司公告，中邮证券研究所

2.4 受益于国内民航业恢复公司业绩有望较快增长

2023 年，国内民航业恢复良好。2020-2022 年，受国内民航业不景气影响，公司航材分销业务收入持续下滑。2023Q1，我国民航全行业共完成运输总周转量 239.9 亿吨公里，行业总体运输规模相当于 2019 年同期的 77.6%，同比增长 40%，环比增长 39%，民航业持续恢复。2023H1，我国民航全行业共完成运输总周转量 531.3 亿吨公里，同比增长 81%，相当于 2019H1 的 84.64%。

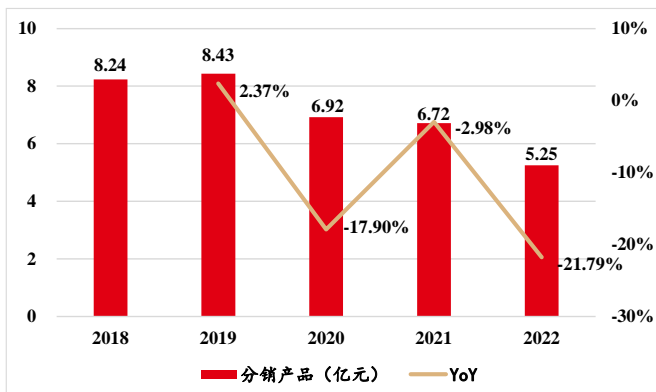
受益于 2023 年国内民航航运恢复，公司业绩有望较快增长。公司是链接航材产业链上下游的重要纽带，航材分销业务与民航业景气程度正相关。2023Q1，公司实现营收 1.62 亿元，同比增长 32%，2023 年，国内民航航运恢复良好，公司全年收入有望保持较快增长。

图表20：国内民航运输总周转量



资料来源：中国民航局，中邮证券研究所

图表21：公司航材分销业务收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3 自研产品保持较快增速，募投项目大幅提升产能

3.1 布局自研航材，82 种产品通过民航局认证

国内民航航材产业较国外起步晚，目前国内具有自主研发能力的企业数量少、规模小且产品品种少，主要集中在航空化学品领域，包括公司、雅迪力特、成都民航六维航化等。

图表22：国内航空化学品生产厂商

公司名称	主要产品
润贝航科	公司目前自主研发的产品主要包括胶带、清洗剂、消毒液、内饰壁纸、飞行员耳机，地勤耳机等。截止 2022 年底，公司国产化自主研发的产品已有 82 种通过中国民航局的各类适航认证，可以用于等效替换国内运营的波音、空客多种型号客机上的进口航空材料。
雅迪力特	产品主要包括飞机客舱类、飞机维修类、飞机外表清洗类及飞机除冰/防冰类系列产品，应用于航空、飞机维修、高铁，亦可用于道路交通以及工矿等领域内企业，2022 年营收 4177 万元。
成都民航六维航化	产品包括飞机维护/维修用品、机场道面维护/维修用品、油料用品，主要有：飞机除冰液、飞机清洗剂、飞机卫生剂、飞机杀虫剂、客舱空气清新剂、客舱清洗剂、除臭剂、除胶姆剂、脱漆剂、飞机结构防腐剂、飞机隔热隔音绝缘膜、跑道除冰液、道面标志漆、嵌缝胶、燃油水分显示器等。

资料来源：公司公告，雅迪力特公告，中国民用航空维修协会，中邮证券研究所

国内民航航材国产化率有望持续提升。随着国内民航航司、MRO 等客户对国产航材认可度提升，航材国产化率有望持续提升。例如，北摩高科 2022 年初公告，其碳碳复合材料刹车盘通过海航航空技术、云南祥鹏航空联合项目组考核验证评估，签订十年航材采购供货协议，北

摩高科于 2022 年首次实现民航业务收入；江航装备公告，其继 2021 年取得波音 737NG 空气分离装置 PMA 证件后，为满足对老旧型号的替换，于 2022 年 9 月取得 PMA 增项适航证件；安达维尔公告，民航领域整体国产化水平较低，需求量巨大，其照明系统、娱乐系统等 PMA 件产品客户包括国航、南航、海航等。

公司国产化航材品类不断丰富。截至 2022 年底，公司国产化自主研发产品有 82 种通过中国民航局的各类适航认证，包括胶带、清洗剂、消毒液、内饰壁纸、飞行员耳机、地勤耳机等，可用于等效替换国内运营的波音、空客多型客机上的进口航空材料。此外，子公司润和新材料部分产品已经写入商飞标准材料手册。从收入上看，自研业务收入主要来自航空化学品（消毒剂、清洗剂、预润擦拭纸等）和航空原材料及其他消耗件（胶带、壁纸、板材等），地面支持设备（地勤耳机、擦拭纸等）收入较少。

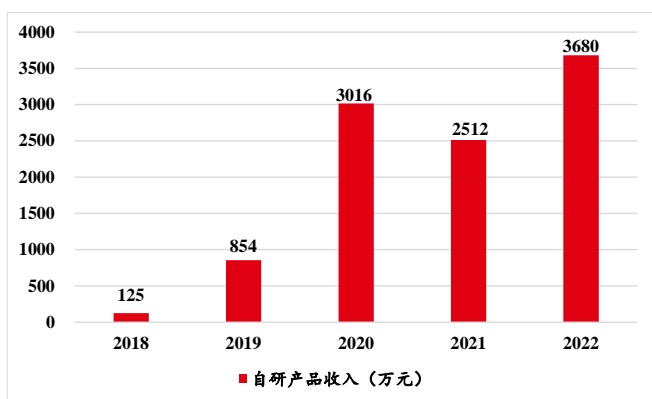
图表23：公司自研产品分产品收入（万元）

分类	2019	2020	2021	2022
航空化学品	416.83	1901.95	1224.03	
航空原材料及其他消耗件	354.84	869.65	1117.16	
地面支持设备	82.06	244.15	170.59	
合计	853.73	3015.76	2511.78	3680.28

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

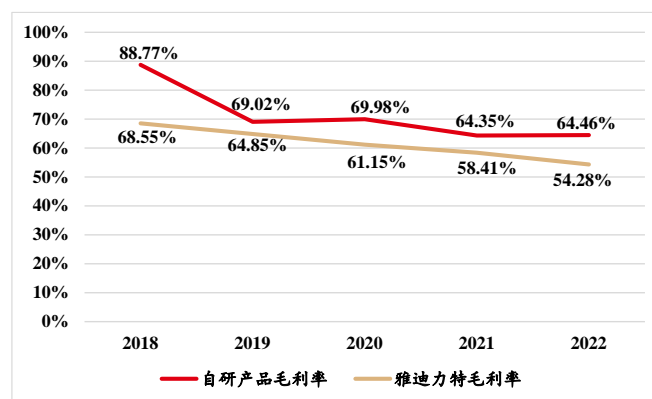
公司自研产品收入快速增长，毛利率维持高位。公司自研产品收入快速增长，2019-2022 年复合增速达 63%；同时，自研航材具有较高毛利率，近几年毛利率在 60%以上，2022 年公司自研产品毛利率 64.46%，同比基本持平。可比公司雅迪力特 2022 年毛利率降低主要由于营收同比下滑，且部分产品原材料价格上升，使得营业成本增加。

图表24：公司自研产品收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表25：公司自研产品毛利率



资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所

3.2 产线建设加快，自研产品有望迎来大发展

募投项目提升自研产品产能，预计今年四季度陆续投产。公司 IPO 募投项目“广东润和新材料公司航空非金属材料、复合材料、航空清洁用品生产基地新建项目”将新建 4 条生产线以提升自研产品规模化生产能力，满足下游客户对航材国产化的需求。目前，工厂已进入设备采购阶段，预计今年四季度逐步实现投产。

图表26：公司 IPO 募投项目

项目名称	投资额（亿元）	拟投募集资金（亿元）	截至 2022 年末投资进度
广东润和新材料公司航空非金属材料、复合材料、航空清洁用品生产基地新建项目	2.60	2.47	20.57%
润贝信息化升级建设项目	0.35	0.35	0.78%
航空新材料研发中心建设项目	0.56	0.56	0.03%
补充流动资金	1.36	1.36	48.87%
合计	4.87	4.73	—

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

项目主要产品基本已完成研发，具有相应技术储备。项目新建的 4 条生产线分别为：年产 1.2 万平方米的舱内装饰膜生产线、1 万平方米的航空特种功能胶带生产线、250 万升的消毒清洗剂生产线、4500 平方米的飞机散货舱地板和 1.8 万平方米的飞机散货舱侧板生产线，对消毒清洗剂进行产能扩充，对舱内装饰膜、航空特种功能胶带和飞机散货舱地板及侧板进行研发成果产业转化。拟自主生产的航材产品大部分已经完成研发，并取了相应的资质批准。

图表27：广东润和新材料公司生产基地新建项目拟生产产品

生产产品	目前研发进展	备注
舱内装饰膜	已完成	2020 年已实现销售收入，并取得了相应的资质批准
航空特种功能胶带	已完成部分型号（地毯双面胶）产品研发	
消毒清洗剂	已完成	—
飞机散货舱地板	研发中	
飞机散货舱侧板	已完成	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：截至公司招股书披露

拟自筹资金在江西龙南投建特种预浸料等航空新材料生产项目。2023 年 5 月底，公司公告拟与龙南经济技术开发区管委会签订《投资兴办特种预浸料等航空新材料生产项目合同书》，并拟通过注册法人单位开展相关业务。项目资金来源为公司自有自筹资金，规划总投资 1.6 亿元，其中固定资产投资 1.2 亿元。项目建成后，主要生产经营范围包括特种预浸料、特种清洗剂及精细化工产品、特种胶黏剂等航空新材料的生产与销售。

4 第二架 C919 交付东航，公司受益于国产大飞机生产交付节奏加快

4.1 公司深度参与国产客机航材选用，中国商飞为公司重要客户

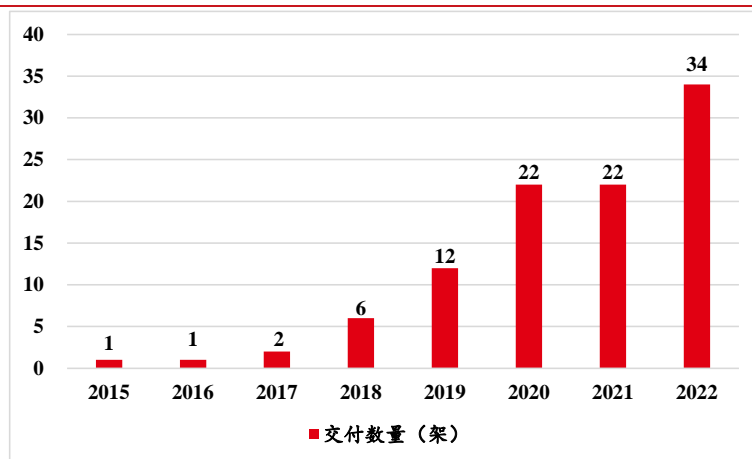
公司深度参与 ARJ-21 和 C919 项目航材选用，航材分销产品和自研产品供货中国商飞，中国商飞是公司重要客户。航材分销方面，公司协助代理的上游品牌商深度参与国产飞机 ARJ21 和 C919 项目航材的选用及现场技术支持；自研产品方面，子公司润和新材料航空特种

胶带和精细化工产品写入商飞手册，获得中国商飞工艺材料产品批准书。中国商飞是公司重要客户，2020 年，公司对中国商飞销售收入 4818 万元。

公司在国产商用大飞机项目中为中国商飞提供航空化工及复合材料的选型、标准制定、认证等技术支持。2017 年 C919 飞机首飞成功后，公司被中国商飞授予 C919 项目“首飞先进集体”称号。2022 年 9 月，C919 大型客机研制成功并获颁中国民航局型号合格证，公司收到了中国商飞的感谢信。2023 年 6 月，公司荣获中国商飞公司颁发的“C919 大型客机 TC 取证先进集体奖”，充分体现了中国商飞对公司的认可。

截至 2022 年底，ARJ-21 累计交付 100 架，中国商飞已实现年 30 架 ARJ-21 的均衡生产节拍。2017 年 6 月 28 日，中国商飞取得中国民航局颁发的 ARJ-21 飞机生产许可证（PC）；2019 年，ARJ21 首次实现两位数交付数量；2022 年 12 月 29 日，中国商飞向市场交付其第 100 架 ARJ-21 飞机，国产喷气支线客机在 2023 年即将来临之际迎来了其批量化生产、规模化运营、系列化发展的新阶段。目前，中国商飞已经达到了年 30 架 ARJ21 的均衡生产节拍，建成了部总装年产 50 架的生产能力。

图表28：ARJ-21 历年交付情况



资料来源：中国民航报，中国商飞官网，民航内参公众号，中邮证券研究所

4.2 C919 开启“双机商运”，公司有望受益于 C919 生产交付节奏加快

截至 2023 年 7 月底，首架 C919 已累计服务旅客超 1.5 万人次。2022 年 12 月 9 日，东航作为全球首发用户，正式从中国商飞公司接收全球首架 C919 飞机。2023 年 5 月 28 日，东航圆满完成 C919 首个商业航班“上海虹桥—北京首都”的往返飞行，此后首架 C919 在沪蓉快线上服务旅客。截至 2023 年 7 月 31 日，首架 C919 共执行商业航班 125 班次，累计商业运营 360.32 小时，累计服务旅客超 1.5 万人次。

首次开启“双机商运”，C919 商运向规模化迈进。2023 年 7 月 16 日东航正式接收第二架 C919 飞机。8 月 4 日，东航接收的两架国产大型客机 C919 首次开启“双机商业运营”，同日共同执行“上海虹桥—成都天府”航线。C919 的商业运营稳步向规模化迈进。

图表29：东航第二架 C919 搭档首架机同飞沪蓉航线


资料来源：中国商飞官网，中邮证券研究所

C919 订单充足，生产交付有望加快。根据中国商飞今年 6 月数据，C919 累计获得 30 余家客户 1061 架订单。中国商飞已具备批量化生产 C919 的能力，未来几年内将达到 30-50 架的年产能力。随着 C919 生产交付节奏加快，国产大飞机制造对于航材需求有望大幅提升，公司航材分销业务和自研自产航材业务有望充分受益。

5 盈利预测与估值

航材分销和自研产品双轮驱动公司成长。航材分销业务与民航景气度正相关，2023 年，随着国内民航航运恢复，公司航材分销业务有望快速增长；自研业务随着公司产品丰富、客户拓展、产能建设，有望取得更快增速。此外，中国商飞是公司重要客户，国产大飞机订单充足，公司有望受益于 C919 飞机的生产交付提速。

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.11、1.45、1.83 亿元，对应当前股价 PE 分别为 27、21、16 倍，维持“增持”评级。

图表30：分业务收入预测

年份	2022A	2023E	2024E	2025E
航材分销				
营业收入/百万元	525.26	782.63	949.59	1119.37
毛利率	25.81%	26.00%	26.00%	26.00%
自研产品				
营业收入/百万元	36.80	62.56	106.36	170.18
毛利率	64.46%	60.00%	55.00%	50.00%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

6 风险提示

国内航空运输行业恢复不及预期；汇率波动等因素影响导致的采购价格上涨；自研自产业务发展不及预期；国产大飞机发展不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	562	845	1056	1290	营业收入	-19.3%	50.4%	24.9%	22.1%
营业成本	403	604	751	913	营业利润	-39.8%	43.0%	30.3%	26.3%
税金及附加	0	1	1	1	归属于母公司净利润	-38.8%	40.2%	30.3%	26.3%
销售费用	35	52	65	80	获利能力				
管理费用	23	34	37	41	毛利率	28.3%	28.5%	28.9%	29.2%
研发费用	8	12	16	20	净利率	14.1%	13.1%	13.7%	14.2%
财务费用	4	-5	-4	-4	ROE	7.6%	10.0%	11.6%	12.8%
资产减值损失	-7	-11	-12	-13	ROIC	7.7%	9.6%	11.3%	12.5%
营业利润	98	140	182	230	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	7.1%	9.6%	10.4%	10.9%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	13.02	9.26	8.34	7.81
利润总额	98	140	182	230	营运能力				
所得税	18	29	37	47	应收账款周转率	3.16	3.87	3.58	3.54
净利润	79	111	145	183	存货周转率	3.99	4.31	4.15	4.25
归母净利润	79	111	145	183	总资产周转率	0.66	0.72	0.81	0.86
每股收益(元)	0.99	1.39	1.81	2.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.99	1.39	1.81	2.28
货币资金	540	410	408	434	每股净资产	13.10	13.82	15.63	17.91
交易性金融资产	121	121	121	121	估值比率				
应收票据及应收账款	179	270	337	412	PE	37.62	26.82	20.58	16.29
预付款项	11	16	20	25	PB	2.84	2.69	2.38	2.08
存货	161	231	277	329	现金流量表				
流动资产合计	1036	1080	1202	1366	净利润	79	111	145	183
固定资产	3	2	2	1	折旧和摊销	8	4	3	3
在建工程	58	112	165	218	营运资本变动	-66	-147	-109	-121
无形资产	14	13	13	12	其他	-11	8	9	9
非流动资产合计	93	143	193	242	经营活动现金流净额	9	-25	48	75
资产总计	1129	1223	1395	1608	资本开支	-48	-53	-53	-53
短期借款	0	0	0	0	其他	-119	3	3	4
应付票据及应付账款	42	63	79	96	投资活动现金流净额	-167	-51	-50	-49
其他流动负债	37	53	65	79	股权融资	503	0	0	0
流动负债合计	80	117	144	175	债务融资	0	-1	0	0
其他	1	1	1	1	其他	-31	-55	0	0
非流动负债合计	1	1	1	1	筹资活动现金流净额	473	-56	0	0
负债合计	80	117	145	175	现金及现金等价物净增加额	328	-130	-2	26
股本	80	80	80	80					
资本公积金	613	613	613	613					
未分配利润	334	380	503	658					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	21	32	54	81					
所有者权益合计	1048	1106	1250	1433					
负债和所有者权益总计	1129	1223	1395	1608					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048