

迈信林（688685）

航空零部件核心配套商，业务拓展带来广阔成长空间

买入（首次）

2023 年 09 月 26 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

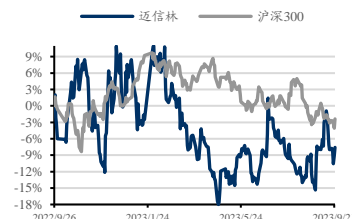
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	324	372	417	458
同比	1%	15%	12%	10%
归属母公司净利润（百万元）	42	44	48	55
同比	-17%	3%	9%	15%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.38	0.39	0.43	0.49
P/E（现价&最新股本摊薄）	52.78	51.16	46.76	40.52

关键词：#兼并重组

投资要点

- **深耕航空核心零部件配套，经营稳健成长潜力较大。**公司成立于 2010 年，是一家专业制造和销售飞机核心零部件的企业，产品类别主要是发动机部件、起落架部件、中大型结构件、精密壳体件和紧固件等公司致力于以先进技术推动我国航空航天事业的发展，高度重视技术研发，航空航天核心结构件产品是公司技术专攻领域。自成立以来，公司在航空航天领域积累了丰富的研发、生产、运营经验，已承担多型号航空航天零部件的工艺设计和加工制造。
- **产能提升促进收入增长，收购兼并扩大市场份额。**航空航天产业内发展稳步，2022 年公司取得稳定的增长，营业总收入同比增加 1.03%，主要受益于收购郑飞机械增加的业务收入和与盖睿科技合作的医疗检测站项目收入的增加。2022 年归母净利润同比下滑 16.66%，主要是由于新设备和新厂房的投入所致，也是公司扩大生产规模和提升生产效率的必要投入，长远看能够提升公司的盈利能力。
- **持续研发创新，积极推进行业延伸。**公司坚持以技术领先为发展基石，推进合金导管、飞机结构件等在研项目。截至 2022 年，公司新发专利 17 项，已获授权发明专利 35 项，实用新型专利 128 项，其中在研项目“加工动态特征的复杂结构件切削技术的研发”主要为提高复杂结构件数控加工的效率，是飞机制造的核心关键零部件，目前为小批量生产应用阶段。强有力地显示了公司的技术创新实力。
- **努力优化管理体系，股权激励有望提升经营效益。**2022 年，公司优化 MES 管理系统，提高智能化管理水平，保持与医疗企业的合作，并推进医疗设备和半导体设备的研发，这有利于提高其在相关领域的市场份额。在人力资源管理方面，公司针对业务骨干员工实施股权激励计划，有望进一步提高公司生产和经营效率。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司在航天及民用零部件精密加工领域的领先地位。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.44/0.48/0.55 亿元，对应 PE 分别为 51/47/41 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 受航空航天装备领域发展影响较大的风险；2) 设备进口比例较高的风险；3) 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险；4) 与主要客户合作关系变化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.04
一年最低/最高价	17.72/24.77
市净率(倍)	3.22
流通 A 股市值(百万元)	1,134.60
总市值(百万元)	2,241.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.22
资产负债率(% ,LF)	16.09
总股本(百万股)	111.87
流通 A 股(百万股)	56.62

相关研究

内容目录

1. 航空核心零部件配套服务商	4
1.1. 深耕航空零部件制造，受益于高端技术的行业延伸	4
1.2. 主营业务涵盖航空航天等多领域，军民应用广泛覆盖	4
1.3. 公司股权集中，管理层从业经验丰富	7
1.3. “设计、制造、装配”一体化发展，业务领域不断拓展	8
1.4. 营收稳健增长，研发投入促发展	9
1.4.1 公司经营业绩持续增长，净利润水平符合预期	9
1.4.2 航空航天业务占比提升，营收增长趋势稳定	9
1.4.3 期间费用率保持稳定，研发投入不断增加	10
2. 受益“二十大”，军民航空装备市场空间较大	10
2.1. 军用航空：与强国仍存差距，政策导向助力军机放量稳定提升	10
2.1.1. 航空领域与世界强国差距较大，军机换装带来较大市场空间	11
2.1.2. 装备费构成国防支出主体，政策利好推动国防支出增长	11
2.2. 民用航空：投资持续增长，航空业配套产业有望发展壮大	12
2.3. 公司产品在一线下游客户中占据核心地位	14
3. 行业壁垒奠定优势，研发投入彰显发展雄心	15
3.1. 行业壁垒明显，竞争优势显著	15
3.2. 研发投入推动技术创新，募投项目注入发展动能	15
3.3. 推进人才激励计划，强化未来竞争力	17
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 核心假设	17
4.2. 估值与评级	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	迈信林主要业务板块.....	5
图 2:	公司股权结构图（截止 2023 年中报）.....	7
图 3:	公司加工的航空零部件.....	9
图 4:	2018-2023H1 公司营业收入.....	9
图 5:	2018-2023H1 公司归母净利润.....	9
图 6:	2018-2022 年公司营收结构（亿元）.....	10
图 7:	2020-2022 年公司经营利润率.....	10
图 8:	2018-2022 年公司期间费用率.....	10
图 9:	2018-2022 年公司研发支出.....	10
图 10:	世界军用飞机数量（截至 2022 年，前 5 名）.....	11
图 11:	中美航空装备结构对比（截至 2022 年）.....	11
图 12:	2022 年世界主要国家国防支出占 GDP 比例.....	11
图 13:	2010-2017 年 装备费在中国国防支出的占比.....	11
图 14:	2019-2022 年民航全行业运输飞机架数.....	12
图 15:	2018-2022 年民航基本建设和技术改造投资额.....	12
图 16:	2018-2022 年获得经营许可证的企业数.....	13
图 17:	2018-2022 年全国在册管理的通用机场数量.....	13
图 18:	2018-2022 年通用航空在册航空器总数.....	13
图 19:	2018-2022 年全行业注册无人机总数.....	13
图 20:	公司部分荣誉资质展示.....	16
图 21:	公司部分荣誉资质展示.....	16
表 1:	公司航空零部件加工的代表产品.....	5
表 2:	公司高级管理人员情况（截至 2022 年）.....	8
表 3:	“十九大”报告与“二十大”报告关于国防军队建设的论述.....	12
表 4:	中国十大军工集团名单.....	14
表 5:	公司重点荣誉资质.....	16
表 6:	公司业务拆分（百万元）.....	17
表 7:	可比公司估值（截至 2023 年 9 月 24 日）.....	18

1. 航空核心零部件配套服务商

1.1. 深耕航空零部件制造，受益于高端技术的行业延伸

公司自 2010 年成立以来，深耕航空航天零部件的研发和制造，积累了丰富的经验以及精密制造技术。2015 年以来，公司已经突破多项核心技术，产品的复杂性和精度持续提升，其产品线也从主要的管路系统连接件、专用标准件及组件，扩展为以整体结构件为主。

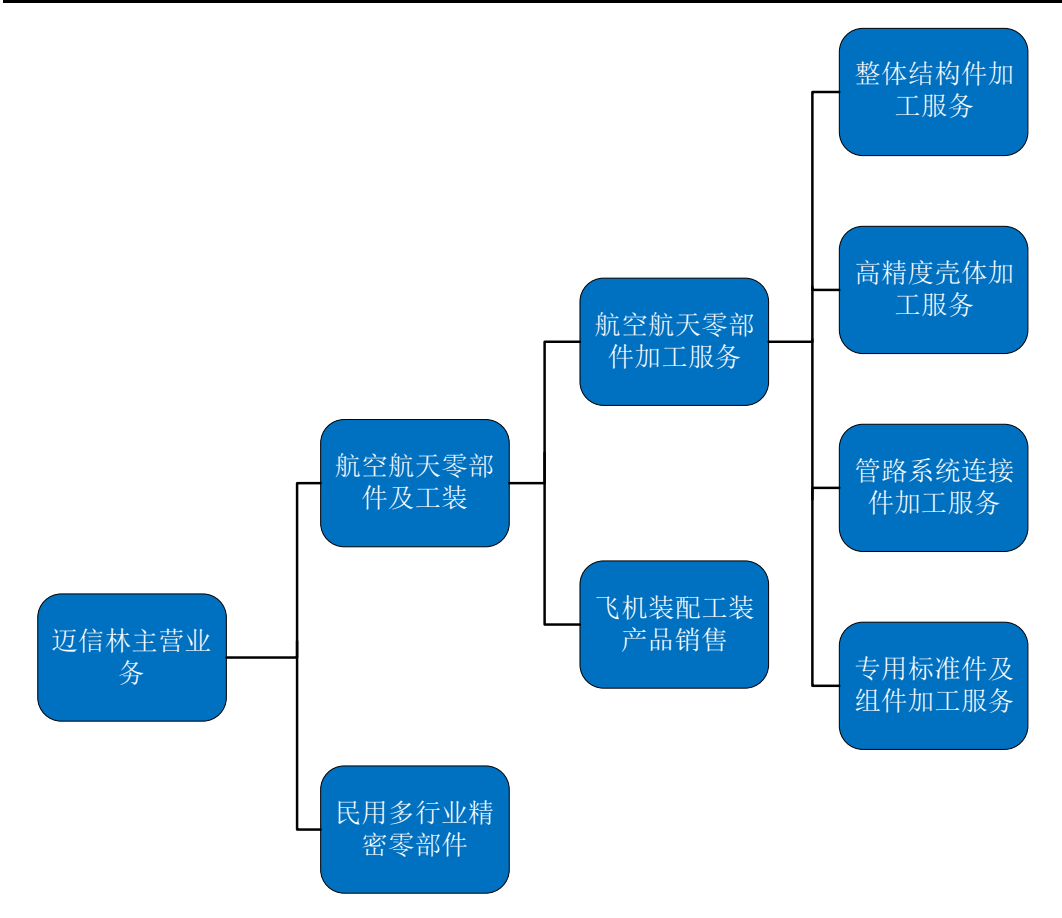
公司业务也从航空航天领域进一步拓宽至医疗、电子和半导体等其他多元化行业，逐步形成了“军品为主、民品为辅”的两翼发展格局，成为能同时提供机体零部件、发动机零部件和机载设备零部件综合配套加工能力的民营航空航天零部件制造商。公司持续拓展多元化应用，成功收购郑飞机械部分股权，扩大航空航天零部件产品线，并在民用多行业精密零部件业务板块内通过拓宽销售渠道，进一步开拓市场。

总体来看，公司在航空航天产业内发展稳步，拥有强大的技术研发能力和丰富的生产经验，具有将其优势转化为跨行业应用的能力，能在持续推动我国航空航天事业发展的同时丰富和扩大其产品和服务应用领域。

1.2. 主营业务涵盖航空航天等多领域，军民应用广泛覆盖

公司主要产品或服务涉及航空航天、兵器、船舶、电子、汽车等领域，根据客户类型、生产经营模式等特点，可分为航空航天零部件及工装、民用多行业精密零部件两大业务板块。其中，航空航天零部件及工装业务主要包括航空航天零部件加工服务、飞机装配工装产品销售；民用多行业精密零部件业务涉及精密结构件、电子控制类产品等种类。

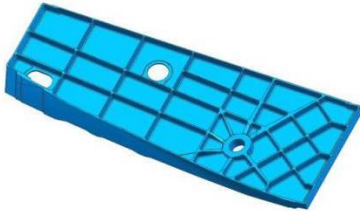
图1：迈信林主要业务板块


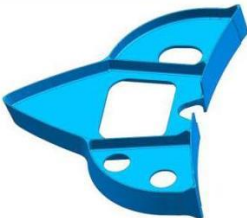
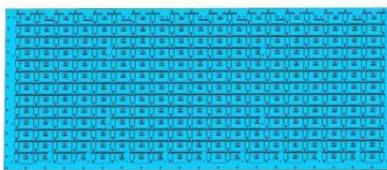

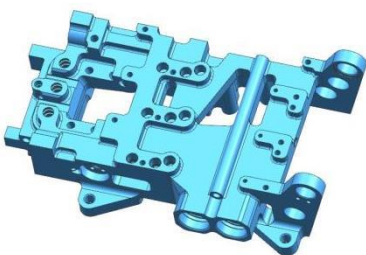
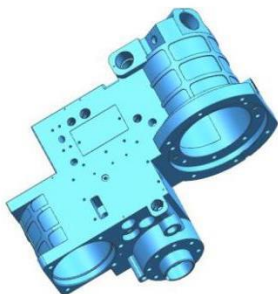


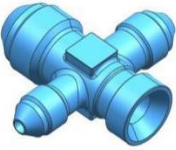

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在航空航天零部件及工装业务板块，公司形成了整体结构件、高精度壳体、管路系统连接件、专用标准件及组件加工服务，以及飞机装配工装产品销售等核心业务，应用于航空航天、兵器、船舶、电子等多个领域。公司加工的航空零部件主要包括整体结构件、高精度壳体、管路系统连接件、专用标准件及组件。公司民用多行业精密零部件的种类较多，主要应用于汽车、电子等行业。

表1：公司航空零部件加工的代表产品

公司加工代表产品	主要产品展示	产品功能
机身梁		具有结构件复杂特征的整体集成、薄壁、弱刚性等特点，应用于现代先进航空器，是缩短制造装配周期，提高零部件互换性、降低航空器重量，提升航空器整体性能的关键。

机翼架		具有复杂多样条曲面闭角结构，比强度高，是承担航空器复杂气动载荷条件下维持机体结构完整性的关键零件。
尾椎部件		属于航空器骨架，与纵梁铆接后外敷蒙皮构成航空器复杂气动外形，属于航空器纵向结构稳定的关键零件。
雷达天线 反射面板		用于利用金属反射面或 T-R 单元形成预定波束先进相控阵雷达。常用于微波和毫米波段，在卫星通信、微波通信、雷达、遥感、生物电子技术中均获得广泛应用。
雷达天线 座		雷达座是天线的支撑与旋转的机械装置，要求其强度高，刚度好，耐冲击、振动、高温等。
舵机壳体		与油路、电路及蜗杆构成伺服系统，属于控制飞机飞行姿态的重要部件。
增压壳体		该类产品主要应用于飞机的液压系统中，与复杂油路、作动活塞构成高度紧凑精密运动系统，是控制飞机燃料供给的重要部件。

管路系统 连接接头		连通管路所用的零部件，要求可靠性高、稳定性好。广泛应用于航空器环境控制、生活保障、燃油系统、液压系统、气动系统等。
导管连接 快卸卡箍		属于航空器管路连接关键部件，具备拆卸简便快捷、连接稳定可靠、抗疲劳性能优异的特点。是现代先进航空器提高可维护性的重要功能部件。

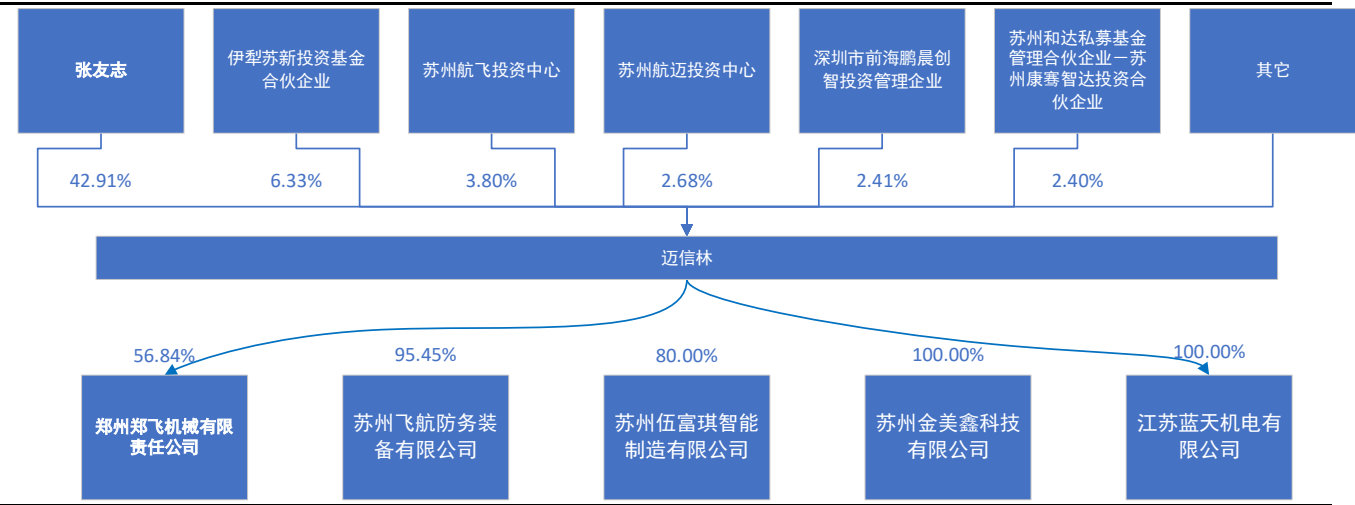
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 公司股权集中，管理层从业经验丰富

公司股权集中，创始人兼董事长张友志为公司实控人。截至 2023 年上半年，张友志除直接持有公司 42.91%的股份外，还通过苏州航飞投资中心和苏州航迈投资中心间接持有公司股份。

公司拥有郑州郑飞机械、苏州飞航防务、苏州金美鑫、江苏蓝天和苏州伍富琪五家子公司。其中，江苏蓝天机电于 2021 年 9 月设立，用于对接中航 609 所的相关机电产品业务；郑州郑飞主要承担机械加工及销售业务；苏州金美鑫对接技术服务，民用航空材料销售，表面功能材料销售，机械零件等；苏州飞航防务的主要产品或服务涵盖专用标准件及组件、电子控制类产品，拥有多条冲压、封装、检测生产线；苏州伍富琪侧重于自营和代理各类商品及技术的进出口业务。

图2：公司股权结构图（截止 2023 年中报）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司核心管理层保持稳定，且行业管理经验丰富。董事长张友志历任多富电子（昆山）有限公司生产主管，昆山祥德精密电子有限公司生产主管，常州市康迪信电子有限

公司副总经理，苏州美兰特进出口有限公司监事；董事兼财务总监张建明历任吴县市越溪建筑公司财务科长，6家企业的财务总监；其余三位董事也曾于会计师事务所、律师事务所、PEVC等承担管理职责，具有丰富的跨行业管理经验。

表2：公司高级管理人员情况（截至2022年）

姓名	职务	主要工作经历
张友志	董事长	历任多富电子（昆山）有限公司生产主管，昆山祥德精密电子有限公司生产主管，常州市康迪信电子有限公司副总经理，苏州美兰特进出口有限公司监事；2010年3月，创立苏州迈信林精密电子有限公司，并担任执行董事兼总经理；2016年4月至今，担任苏州航迈投资中心（有限合伙）执行事务合伙人；2017年10月至2022年8月，担任苏州佰富琪智能制造有限公司执行董事兼总经理；2017年6月至今，担任公司董事长兼总经理。
张建明	董事、财务总监	历任吴县市越溪建筑公司财务科长，维德房地产（江苏）有限公司财务部，佐诗（苏州）装潢工程有限公司财务经理，爱司帝光电科技（苏州）有限公司财务经理，苏州中企联供应链管理有限公司财务经理，江苏苏融担保有限公司财务总监，苏州迈信林精密电子有限公司财务总监；2017年6月至今，担任公司董事、财务总监。
薛晖	董事、董事会秘书	历任江苏五洲信友律师事务所，苏州东昌汽车销售服务有限公司办公室主任，苏州昌信农村小额贷款股份有限公司业务与风险经理，中企联江苏担保有限公司苏州分公司副总经理，江苏苏融担保有限公司总经理，苏州市吴中区长桥法律服务所，苏州京安生物科技有限公司总经理，苏州迈信林精密电子有限公司副总经理；2017年6月至今，担任公司董事、董事会秘书。
巨浩	董事、市场总监	历任苏州航天紧固件有限公司工艺科科长，苏州迈信林精密电子有限公司市场总监；2017年6月至今，担任公司市场总监；2017年12月至今，担任公司董事。

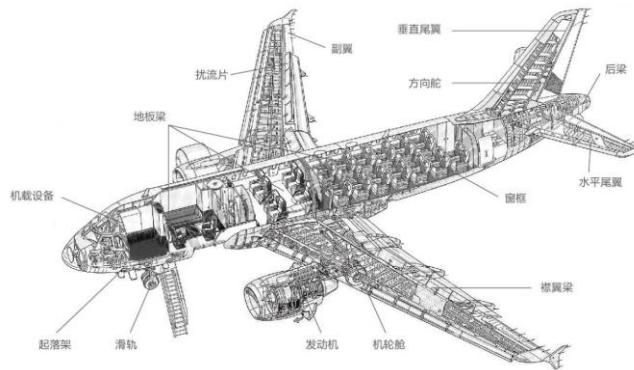
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. “设计、制造、装配”一体化发展，业务领域不断拓展

公司是国内为数不多同时具备机体零部件、发动机零部件和机载设备零部件综合配套能力的民营航空航天零部件制造商之一。公司在航空航天领域具有强大的设计、制造和装配能力，可以生产各类型航空航天零部件。产品主要包括发动机部件、起落架部件、中大型结构件、精密壳体件与紧固件等，涵盖飞机机身、机翼、尾翼、发动机、起落架、机电系统和航电系统等。丰富的产品结构能够满足不同客户的需求。

公司深化产业链，进一步增强其竞争优势。公司利用其核心技术，成功地在纵向上突破了新的客户市场，这为其提供了更广阔的发展前景。公司成功地将其核心技术运用于多个行业的发展，包括兵器、船舶、电子、汽车和半导体等。公司通过将累积的先进制造技术推广到其他行业，不仅增加了产品线的丰富性，也提高了高附加值产品的比重。

图3: 公司加工的航空零部件



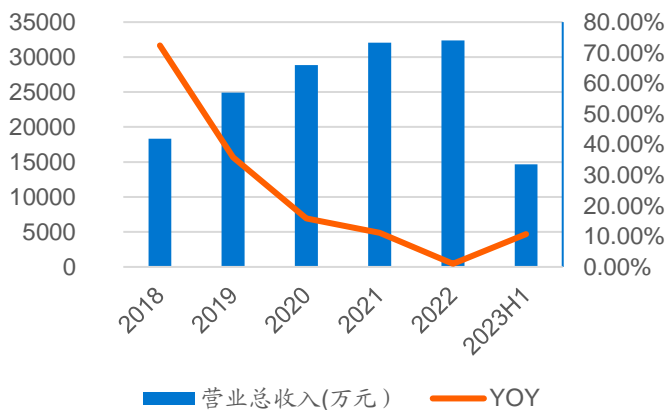
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

1.4. 营收稳健增长, 研发投入促发展

1.4.1 公司经营业绩持续增长, 净利润水平符合预期

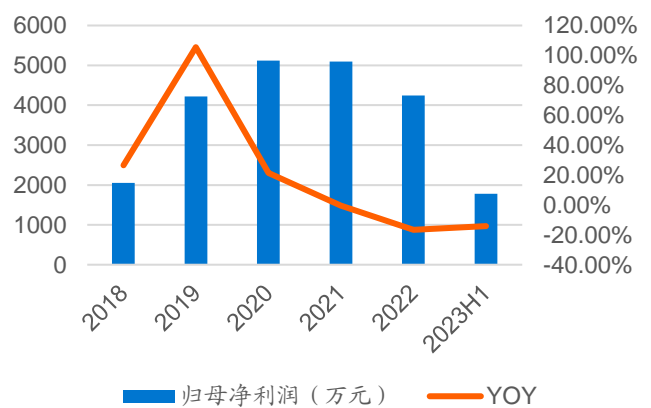
2022 年, 公司实现营收 3.24 亿元, 同比增长 1.03%。2023 年上半年实现营收约 1.47 亿元, 同比增长 10.73%; 实现归母净利润约 0.18 亿元, 同比下降 14.17%, 主要原因是研发支出的增长与新厂房产生的折旧, 业绩符合预期。

图4: 2018-2023H1 公司营业收入



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图5: 2018-2023H1 公司归母净利润



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

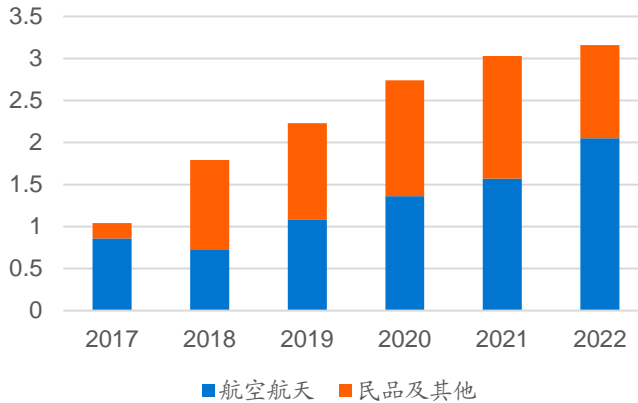
1.4.2 航空航天业务占比提升, 营收增长趋势稳定

2022 年, 公司航空航天零部件及工装业务实现营收 2.05 亿元, 同比增长 30.71%; 民用多行业精密零部件业务实现营收 1.11 亿元, 同比下降 24.06%, 主要原因是公司在 2022 年收购郑飞机械, 与盖睿科技合作的医疗检测站项目增加了业务收入。

毛利率方面, 自公司 2020 年完成 IPO 后, 公司的销售毛利率与销售净利率基本保持稳定, 分别在 35%、15% 左右波动。2022 年, 航空航天零部件及工装业务的销售毛利

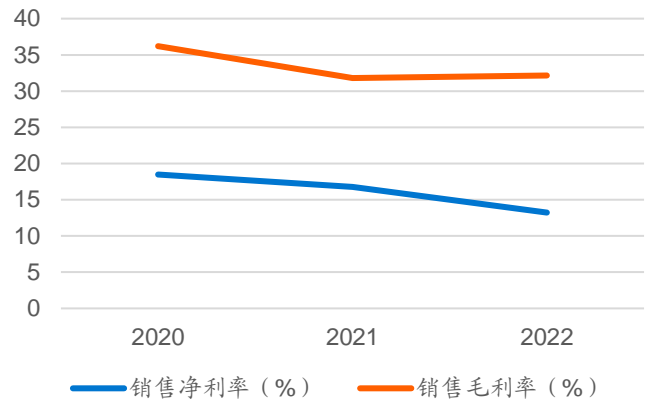
率为 43.95%，同比下降 0.85 个百分点；民用多行业精密零部件业务的销售毛利率为 10.95%，同比下降 7.14 个百分点，主要原因是 2022 年新增了 461.96 万元的折旧费用，同时公司增加了对新产品及半导体设备的研发投入，研发投入合计同比增长了 24.66%。

图6：2018-2022 年公司营收结构（亿元）



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图7：2020-2022 年公司经营利润率

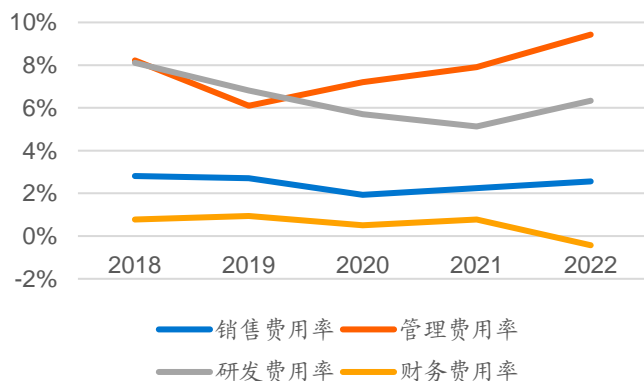


数据来源：Choice，东吴证券研究所

1.4.3 期间费用率保持稳定，研发投入不断增加

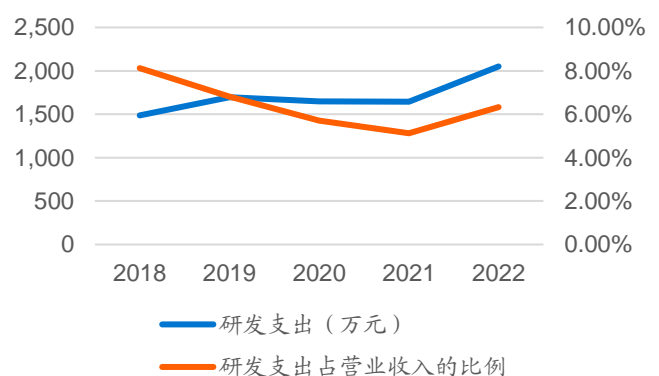
公司的期间费用率保持稳定，同时研发投入不断增加。其中，财务费用率小幅降低，从 2021 年的 0.78% 下降至 2022 年的 -0.43%；管理费用率小幅上升，从 2021 年的 7.91% 上升至 2022 年的 9.43%；销售费用率基本保持稳定。财务费用在整体费用中的占比较小，对整体期间费用率的影响也较小。公司 2022 年新增专利达到 17 项，已获授权发明专利 35 项，实用新型专利 128 项。研发投入从 2018 年的 0.15 亿元增长至 2022 年的 0.21 亿元，表明公司对于研发高度重视。由于营业收入增速大于研发投入，因此研发投入与营业收入的比值整体呈现下降趋势。

图8：2018-2022 年公司期间费用率



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图9：2018-2022 年公司研发支出



数据来源：Choice，东吴证券研究所

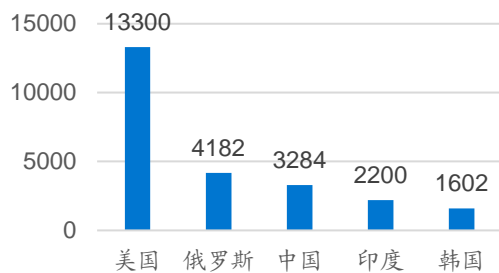
2. 受益“二十大”，军民航空装备市场空间较大

2.1. 军用航空：与强国仍存差距，政策导向助力军机放量稳定提升

2.1.1. 航空领域与世界强国差距较大，军机换装带来较大市场空间

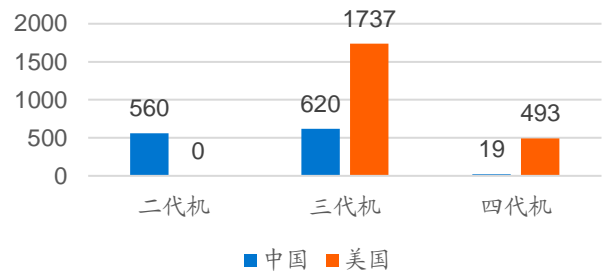
二代机已逐渐达到寿命极限，带来较大替换空间。截至 2022 年，我国军用飞机总数 3284 架，数量仅为美国军用飞机数量的 25%。除总量的较大差异，中美的军机结构上也存在较大差距：美国二代机已经全部淘汰，先进四代机占比高达 18%，我国二代机依然占比 36%，四代机占比仅 1%。随着我国先进战机的加速列装，对先进军机的需求将持续升温带动行业保持景气筑底军工需求基石。

图10：世界军用飞机数量（截至 2022 年，前 5 名）



数据来源：《World Air Forces 2023》，东吴证券研究所

图11：中美航空装备结构对比（截至 2022 年）



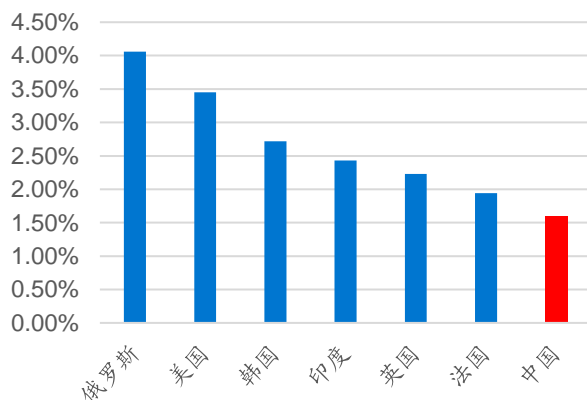
数据来源：《World Air Forces 2023》，东吴证券研究所

2.1.2. 装备费构成国防支出主体，政策利好推动国防支出增长

长期以来，中国的国防支出与经济实力不匹配。作为世界第二大经济体，中国国防支出在 2022 年期间占 GDP 比重均值为 1.60%，远低于俄罗斯的 4.06% 和美国的 3.45%，甚至低于韩国（2.72%）、印度（2.43%）、英国（2.23%）、法国（1.94%）等经济体量不如中国的国家。

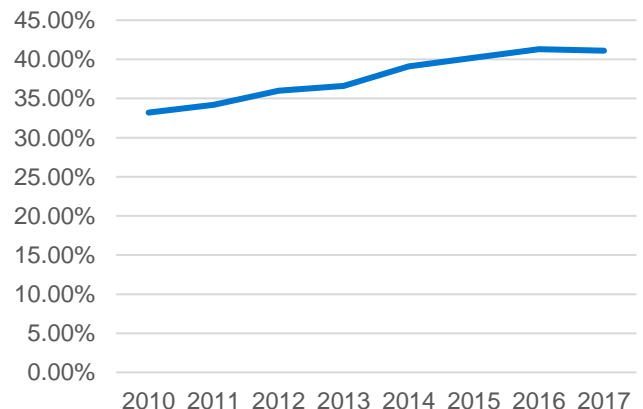
装备费构成国防支出主体且占比逐渐升高。根据国务院 2019 年发布的《新时代的中国国防》，中国国防费主要由人员生活费、训练维持费、装备费三部分组成。其中，装备费占比显著提高，从 2010 年的 33.2% 提高到 2017 年的 41.1%。

图12：2022 年世界主要国家国防支出占 GDP 比例



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图13：2010-2017 年 装备费在中国国防支出的占比



数据来源：国务院，东吴证券研究所

国防支出预算稳定增长，“二十大”强军目标提高飞机制造需求。从国防支出预算来看，我国国防支出预算持续稳定增长。2023 年我国国防支出预算 15537 亿元，同比增长 7.2%，增速创近 4 年来新高。在 2022 年我国 GDP 增长 3% 的背景下，国防预算增速实现连续 3 年增长；“十九大”与“二十大”报告两提“国防与军队现代化”，而军机装备是我国武器装备现代化建设中的最重要组成部分，也是我国与世界强国军事现代化程度差距最大的部分。中国空军亟需补全各类型飞机的差距，飞机制造需求有望进一步提升。

表3: “十九大”报告与“二十大”报告关于国防军队建设的论述

时间	文件名	国防军队建设的相关描述
2017 年	“十九大”报告	力争到 2035 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
2022 年	“二十大”报告	大力度推进国防和军队现代化建设。确立党在新时代的强军目标，贯彻新时代党的强军思想，贯彻新时代军事战略方针，坚持党对人民军队的绝对领导，统筹加强各方向各领域军事斗争，大刀阔斧深化国防和军队改革，人民军队体制一新、结构一新、格局一新、面貌一新。

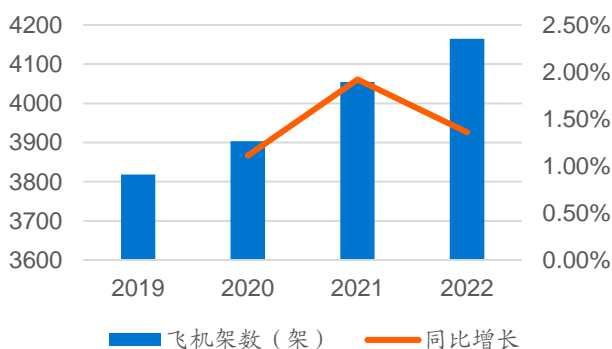
数据来源：政府网，东吴证券研究所

2.2. 民用航空：投资持续增长，航空业配套产业有望发展壮大

自新冠疫情 2019 年爆发以来，民航全行业在党的坚强领导下经受住了前所未有的困难，稳住了行业发展基本盘。自 2019 年起，民航全行业运输飞机期末注册数在疫情困境下仍旧保持稳定增长。截至 2022 年底，民航全行业运输飞机期末在册架数 4165 架，比 2021 年底增长 111 架。

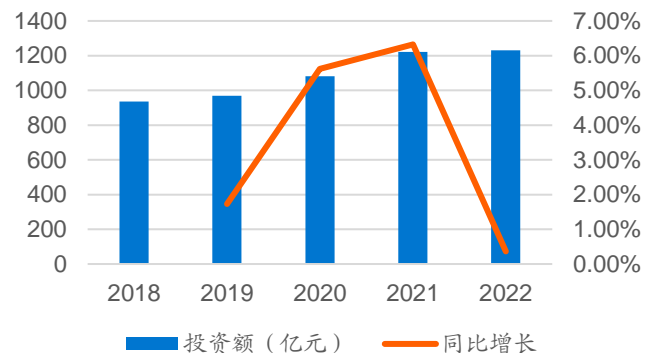
民航基本建设和技术改造投资额持续增长。根据 2022 年《民航行业发展统计公报》，民航基本建设和技术改造投资额保持上升趋势，从 2018 年的 936.7 亿元上升至 2022 年的 1231.4 亿元，年复合增长率约为 7%。

图14: 2019-2022 年民航全行业运输飞机架数



数据来源：中国民用航空局，东吴证券研究所

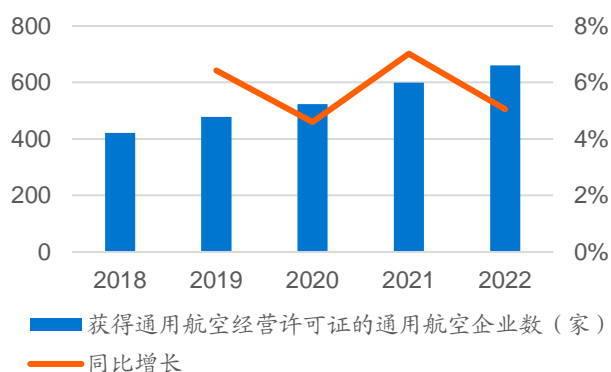
图15: 2018-2022 年民航基本建设和技术改造投资额



数据来源：中国民用航空局，东吴证券研究所

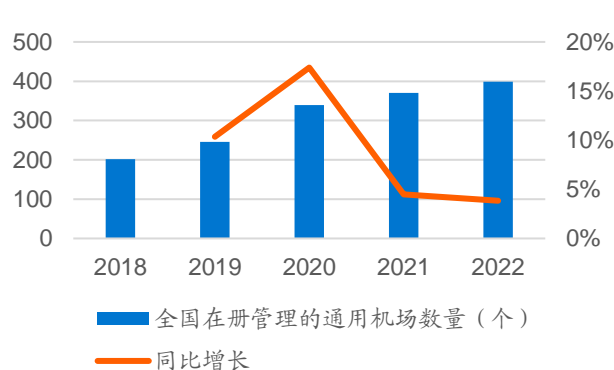
通用航空呈现快速发展趋势。随着中国通用航空领域相关政策的出台,近年来通用航空呈现出快速发展的趋势。截至 2022 年底,中国获得通用航空经营许可证的传统通用航空企业有 661 家,比上年底净增 62 家,连续 5 年保持上升趋势;获得通用航空经营许可证的无人机通用航空企业 15130 家,比上年底净增 2467 家。全国在册管理的通用机场数量、通用航空在册航空器总数与全行业无人机注册总数长期保持快速增长。截至 2022 年底,通用航空在册航空器总数达到 3186 架、全行业注册无人机总数达到 95.8 万架。

图16: 2018-2022 年获得经营许可证的企业数



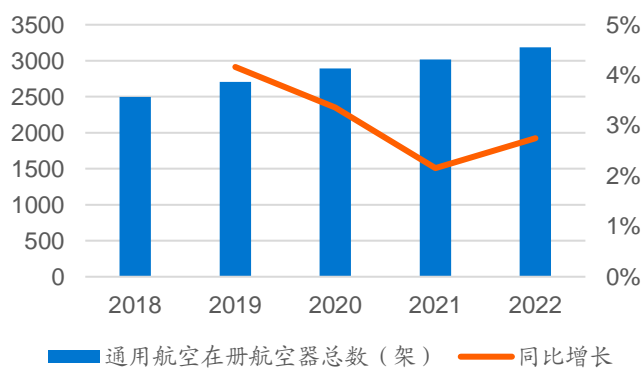
数据来源: 中国民用航空局, 东吴证券研究所

图17: 2018-2022 年全国在册管理的通用机场数量



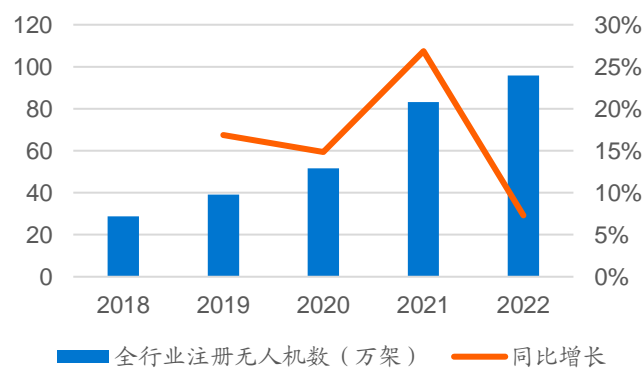
数据来源: 中国民用航空局, 东吴证券研究所

图18: 2018-2022 年通用航空在册航空器总数



数据来源: 中国民用航空局, 东吴证券研究所

图19: 2018-2022 年全行业注册无人机总数



数据来源: 中国民用航空局, 东吴证券研究所

航空工业及其配套产业有望发展壮大。根据中国商飞发布的《中国商飞公司市场预测年报(2022-2041)》, 预计未来 20 年全球旅客周转量(RPKs)每年增长 3.9%, 到 2041 年达到 19.9 万亿客公里。全球客机机队规模到 2041 年将达到 47,531 架, 新机交付数量超过 42,428 架, 用于替代和支持机队发展。2022-2041 年, 中国航空市场预计将成为全球最大单一航空市场, 将接收喷气客机 9,284 架, 其中包括支线客机 958 架、单通道客机 6,288 架和双通道客机 2,038 架。中国机队规模将达到 10,007 架, 占全球客机机队的 21.1%。

2.3. 公司产品在一线下游客户中占据核心地位

公司通过两大业务板块的扩展构建了丰富且高品质客户群体，夯实了坚实的品牌声誉和市场评价，在其各个业务领域内均保持着深层次的与大客户的合作关系。

在航空航天零部件及工装业务领域，公司客户群体覆盖了中国十大军工企业。中国十大军工集团公司的前身是国家核工业部、航天工业部、兵器工业部等。在改革开放的过程中，为了转变政府职能，这些部门转变为公司。如今的十大军工集团，由国务院出资并直接管理，承担国家国防建设重大项目的生产经营职能及国防科研生产任务，从事为国家武装力量提供各种武器装备研制和生产经营活动。在航空航天零部件的客户群体中，十大军工集团需求量大且稳定，是行业核心的下游客户。

迈信林的客户覆盖航空工业，中国航发，航天科技，航天科工，中国兵工，中国船舶，中国电科等中国新十大军工企业，且多次荣获客户赠予的“年度优秀供应商(A类)”等荣誉，充分体现了公司下游客户的质量以及公司在航空装备行业的核心地位。

表4：中国十大军工集团名单

中国核工业集团有限公司（中核集团）
中国航天科技集团有限公司（航天科技）
中国航天科工集团有限公司（航天科工）
中国航空工业集团有限公司（航空工业）
中国航空发动机集团有限公司（中国航发）
中国船舶集团有限公司（中国船舶）
中国兵器工业集团有限公司（中国兵工）
中国兵器装备集团有限公司（中国兵装）
中国电子科技集团有限公司（中国电科）
中国电子信息产业集团有限公司（中国电子）

数据来源：国务院国有资产监督管理委员会，东吴证券研究所

在民用多行业精密零部件业务领域，公司有丰富的行业拓展。公司加大力度开展半导体相关零部件加工业务，在原来客户群体基础之上，再度展开与医疗企业、半导体企业的合作。根据公司 2022 年报，公司在 2022 年销售额第三的客户为新增客户，其主要业务为健康仪器设备研发、非医疗性健康信息咨询与服务。此外，公司的产品在诸如丰田，大众等优质公司的供应链体系中也占据了核心位置。

公司产品在对半导体、医疗等行业拓展的同时，在传统民品业务的供应体系中始终占据核心地位。公司在民品行业的同行业竞争中始终保持领先地位，牢牢占据一流的客户资源。

3. 行业壁垒奠定优势，研发投入彰显发展雄心

3.1. 行业壁垒明显，竞争优势显著

航空航天零部件制造行业的严格质量要求、生产管理和环境适应性，以及资质要求等多方面挑战构成了企业的主要准入门槛和竞争壁垒。

资质壁垒。航空航天领域的产品质量匹配其应用情景，对于产品的质量可靠性、安全性、稳定性等有极高的要求。只有经过严格的质量和认证、审核过程，以及与客户如波音、空客的合作准入标准，才能取得相关资质并进入客户合格供方目录。这一过程涉及到产品样品的试制、现场审核、文件资质的审核等一系列环节，需要企业在短期内展现出强大的研发、技术、装备实力。

技术壁垒。航空零部件制造是一项高技术含量的精密制造业，涉及到对钛合金、铝合金、不锈钢和高强度耐热合金等专用材料的精密加工。对于这种精度和产品质量要求非常高的行业，对企业的技术储备和研发实力有很高的要求。航空制造行业不仅需要专业的技能人才储备，还需要有持续不断的技术研发能力。

资金壁垒。航空零部件的制造工艺复杂，使用材料也越来越先进，这对于企业的生产设备有极高的要求。因此，相关企业需要进行大量的资金投入，用于购置先进设备和技术升级。同时，由于军品的研发和生产投资回报期长，对企业的资金流有极高的需求。这就要求企业拥有足够的资金实力，才能在该行业长期生存和发展。

在航空装备行业的供应紧张和国防需求持续增长的背景下，迈信林作为已经在资质、技术和资金这三大壁垒上展现出竞争力的企业，其在航空航天零部件制造行业的竞争优势是显而易见的。

3.2. 研发投入推动技术创新，募投项目注入发展动能

深耕现有业务，加强技术创新。2022年，公司积极加强现有航空航天行业深耕，并通过收购郑飞机械部分股权拓展了产品范围，强化精密结构件加工能力，为未来进入新领域奠定基础。同时，在民用多行业板块，公司通过调整管理结构和合作关系，强化了与医疗企业的合作，并加大半导体业务发展力度。航空航天和民用多行业板块的相辅相成，反映了公司多元化战略的推进，以丰富产品线提高市场渗透和占有率。

公司持续坚持核心技术自主创新，不断加强研发投入力度，推进关键零部件的研发和制造一体化能力，以提高复杂结构件数控加工的效率，获得了“高新技术企业”、“国家级专精特新小巨人企业”等荣誉资质。2022年，公司新增了17项专利。公司在技术创新中的持续投入促进了公司业绩的多方位增长和技术实力的持续提升。

图20: 公司部分荣誉资质展示



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图21: 公司部分荣誉资质展示



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表5: 公司重点荣誉资质

荣誉资质名	颁布单位
无损检测 NADCAP 认证	非营利机构质量评审协会(PRI)
民用航空质量管理体系认证证书	美国国家标准协会(ANAB)\华赛天成管理技术有限公司(SAI GLOBAL)
高新技术企业	国家科委组织
国家级专精特新小巨人企业	中华人民共和国工业和信息化部
江苏省航空航天核心部件智能制造工程研究中心	江苏省发改委
江苏省精密复杂飞机结构件工程技术研究中心	江苏省科技厅

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

不断丰富特种工艺种类, 增强核心竞争力。公司丰富特种工艺种类, 如持续优化荧光无损检测、X 光无损检测和铝镁材料钎焊等特殊工艺能力, 为市场拓展提供了更多选择方向。2022 年 5 月, 本公司成功获得了航空工业下属主机单位的特种工艺能力认证, 确认了本公司在卡箍等钣金类成品组件及铝合金结构件成品的生产交付能力, 进一步提升了公司在行业内的竞争地位。

两大募投项目保证可持续发展。迈信林的募投项目包括“航空核心部件智能制造产业化项目”和“国防装备研发中心项目”。“航空核心部件智能化制造产业化项目”助推公司提升其产品的关键性能指标, 增加产品的集成度, 提升整体制造能力, 从而拓宽其销售规模, 增强盈利方法; “国防装备研发中心项目”将显著提升公司在研发方面的投入, 支持公司的长远发展。两个项目的实施将为迈信林的连续盈利增长注入新动力。

3.3. 推进人才激励计划，强化未来竞争力

根据公司 2022 年度报告，公司在 2022 年积极响应市场波动和业务拓展的挑战，不断升级智能化管理能力。通过优化 MES 管理系统，实现集中的数据采集和系统集成，公司已实现了数据档案的完整、全面的可追溯化管理，进一步彰显了其透明化和敏捷性的生产管理优势。

在人才激励方面，公司推出了针对业务骨干员工的股权激励计划，将企业的未来发展与员工个人成长紧密结合，激发员工的创造激情，提升组织活力，进一步强化了公司在行业中的竞争力和新业务拓展能力。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

公司深耕航空航天零部件的研发和制造，积累了丰富的经验以及精密制造技术。产品的复杂性和精度持续提升，其产品线也从主要的管路系统连接件、专用标准件及组件，扩展为以整体结构件为主。

航空航天零部件及工装业务：受益于十四五期间我国先进军机加速放量，以及公司布局的特种工艺处理业务逐步提升。公司现阶段正处于重要的客户业务布局阶段，前几大客户业务占比有望提升。且公司 2022 年收购郑飞机械部分股权，拓展了航空航天零部件板块的产品范围，可以进一步加强公司在精密结构件加工的精细化能力。未来有望受益于下游军机放量节奏，预计 2023 年起公司该项业务能稳步发展，随着收购兼并与在研项目批产的持续推进，业务增长将进一步提速，预计 2023-2025 公司该业务增速分别为 15.00%、12.00%、10.00%，毛利率保持在较高水平，分别为 45%、45%、45%。

民用多行业精密零部件：民品和其他业务预计在保持现有规模和利润率水平下，与航空航天零部件板块相辅相成，公司期望不断丰富产品线来提高市场渗透率与占有率，多方位增强公司的业绩增长能力。预计未来受到军品业务协同拉动获得一定提升，2023-2025 公司该业务增速分别为 15.00%、12.00%、10.00%，毛利率相对稳健，分别为 12%、12%、12%。

表6: 公司业务拆分（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
航空航天零部件及工装				
营收	204.93	235.67	263.95	290.34
同比增速	30.71%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	43.95%	45.00%	45.00%	45.00%
民用多行业精密零部件				
营收	110.71	127.32	142.59	156.85
同比增速	-24.06%	15.00%	12.00%	10.00%

毛利率	10.95%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务收入				
营收	8.37	9.21	10.13	11.14
同比增速	-53.73%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.82%	25.00%	25.00%	25.00%
合计				
营收	324.01	372.19	416.67	458.34
同比增速	1.03%	14.87%	11.95%	10.00%
毛利率	32.13%	33.22%	33.22%	33.22%

数据来源：iFind，东吴证券研究所

4.2. 估值与评级

行业内的主要企业主要包括爱乐达，新研股份和立航科技等，可将它们选作可比公司进行相对估值法测算，截至 2023 年 9 月 24 日，可比公司平均 PE-LYR 为 52.46 倍，而迈信林同日 PE-LYR 为 52.78 倍，迈信林估值相对偏高。公司与爱乐达同属航空零部件制造企业，具有更强的可比性，参考爱乐达 2021 年是其业绩的快速兑现期，2020 年下半年公司估值快速提升，2021 年业绩兑现后估值快速消化。迈信林在 2022 年公司生产、销售及募投项目建设的多重困难后，现阶段处于重要客户的业务布局阶段，丰富产品线，推进行业新布局。且由于行业内企业在主要产品方向、应用领域等方面各具差异化，公司产品及服务受到知名客户广泛认可，军工条线未来增长持续性清晰。综合以上，可以相应给予一定溢价。

表7：可比公司估值（截至 2023 年 9 月 24 日）

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300696	爱乐达	60.83	2.13	2.36	3.23	3.69	28.61	25.78	18.83	16.49
300159	新研股份	41.88	0.77	-	-	-	54.70	-	-	-
603261	立航科技	25.99	0.35	-	-	-	74.06	-	-	-
	平均值						52.46	-	-	-
688685	迈信林	22.42	0.42	0.44	0.48	0.55	52.78	51.16	46.76	40.52

数据来源：爱乐达，新研股份和立航科技数据来自 Wind 一致预期，迈信林数据来自东吴证券研究所测算

基于公司在航天及民用零部件精密加工领域的领先地位，将受益于十四五期间我国先进军机加速放量，以及公司布局的特种工艺处理业务逐步兑现业绩。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.44/0.48/0.55 亿元，对应 PE 分别为 51/47/41 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

受航空航天装备领域发展影响较大的风险：公司来自航空航天领域的营业收入及毛利的金额、占比均最高。若未来航空航天装备领域发展出现不利因素，将影响下游客户

对公司产品及服务的需求，对公司经营状况造成不利影响。

设备进口比例较高的风险：公司主要研发和生产设备，期末在建工程及募投项目中的机器设备均存在进口的情形，机器设备主要进口国家为奥地利、德国、韩国、日本。若未来主要设备进口国的进出口政策及上述企业的自身经营战略发生变化，公司无法进口上述企业的设备，则会对公司后续生产经营的扩大产生不利影响。

暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险：公司为军工客户主要提供航空航天零部件加工服务，部分客户会与公司签订暂定价合同。针对签订暂定价合同的产品或服务，公司按照暂定价格入账确认收入，暂定价格与审定价格的差额计入审定价格当期的收入。如果暂定价格与审定价格差异较大，可能导致公司存在收入及业绩波动的风险。

与主要客户合作关系变化的风险：航空航天零部件及工装业务的主要客户均为国有大型军工集团。若未来公司与客户的合作关系发生重大不利变化，或客户的经营状况或需求发生重大不利变化，将对公司经营状况产生不利影响。

迈信林三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	595	579	631	655	营业总收入	324	372	417	458
货币资金及交易性金融资产	302	258	264	266	营业成本(含金融类)	220	249	278	306
经营性应收款项	228	271	285	329	税金及附加	3	2	3	3
存货	59	48	77	58	销售费用	8	15	17	18
合同资产	0	0	0	0	管理费用	31	37	42	46
其他流动资产	5	2	6	2	研发费用	21	30	33	37
非流动资产	309	342	368	403	财务费用	(1)	(3)	(3)	(4)
长期股权投资	4	3	2	1	加:其他收益	8	7	8	9
固定资产及使用权资产	236	253	260	274	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	5	18	33	51	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	18	22	26	29	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	1	1	2	3	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	49	51	56	63
其他非流动资产	44	44	44	44	营业外净收支	0	0	(1)	2
资产总计	904	921	999	1,058	利润总额	49	52	56	65
流动负债	148	154	183	186	减:所得税	6	6	7	8
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	43	45	49	57
经营性应付款项	114	118	143	143	减:少数股东损益	0	1	1	1
合同负债	3	3	3	4	归属母公司净利润	42	44	48	55
其他流动负债	25	27	30	33	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.39	0.43	0.49
非流动负债	29	29	29	29	EBIT	47	47	52	58
长期借款	15	15	15	15	EBITDA	79	74	83	96
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.13	33.22	33.22	33.22
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.11	11.77	11.51	12.07
其他非流动负债	14	14	14	14	收入增长率(%)	1.03	14.87	11.95	10.00
负债合计	177	183	212	215	归母净利润增长率(%)	(16.66)	3.17	9.42	15.40
归属母公司股东权益	710	720	768	823					
少数股东权益	17	18	19	20					
所有者权益合计	726	738	787	844					
负债和股东权益	904	921	999	1,058					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	62	48	62	72	每股净资产(元)	6.34	6.44	6.86	7.36
投资活动现金流	(18)	(28)	(16)	(20)	最新发行在外股份(百万股)	112	112	112	112
筹资活动现金流	(31)	(34)	0	0	ROIC(%)	5.56	5.46	5.82	6.03
现金净增加额	14	(15)	46	52	ROE-摊薄(%)	5.99	6.09	6.24	6.72
折旧和摊销	32	27	31	38	资产负债率(%)	19.63	19.86	21.24	20.28
资本开支	(53)	(60)	(58)	(72)	P/E (现价&最新股本摊薄)	52.78	51.16	46.76	40.52
营运资本变动	(17)	(23)	(17)	(20)	P/B (现价)	3.16	3.11	2.92	2.72

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>