

我们首次覆盖航空航天制造全产业链布局企业: 广联航空 (300900.SZ), 给予“推荐”评级, 主要理由如下:

➤ **深耕航空航天高端制造领域二十余年, 铸就核心供应商地位。**公司创始人团队自 2000 年进入航空航天制造领域, 2011 年公司成立, 2020 年在创业板上市。公司目前形成了以航空工装业务为基础, 航空、航天复合材料产品为核心, 无人机整机结构研制为目标的全产业链布局。公司经多年发展铸就了航空航天产业链核心供应商地位, 客户广泛覆盖航空工业、中国商飞、中国航发、航天科技、航天科工、中国兵工、中国兵装、中国船舶等单位。

➤ **航空航天零部件及无人机业务发展提速; 股权激励彰显发展信心。**1) 2018~2022 年, 公司营收从 2.1 亿元增长至 6.6 亿元, CAGR=34%; 归母净利润从 0.5 亿元增长至 1.5 亿元, CAGR=30%, 整体发展向好。2021 年业绩有所波动, 主要是部分产品验收工作延迟导致。但 2022 年公司实现归母净利润 1.5 亿元, 同比大增 291%, 主要受益于航空航天零部件及无人机业务的快速发展 (22 年收入同比大增 332%, 占总营收比例为 78%), 未来或有望继续实现加速发展。2) 公司实施了股权激励计划。2022 年 2 月 9 日, 公司向 157 名激励对象 (高管&核心技术骨干) 共授予 263.10 万股限制性股票 (占股票授予时公司总股本的 1.26%), 彰显公司长期发展信心, 经营活力或有望得到加速释放。

➤ **航空航天装备需求持续增长; 无人机、民机产业发展潜力较大。**1) “十四五”期间是我国新型航空装备批产列装和结构调整升级的重要时期, 尤其在无人化装备方面, 二十大明确强调“加快无人智能作战力量发展”, 我国无人机产业厚积薄发, 我们预计到“十四五”末期, 我国特种无人机采购规模有望达到百亿元量级。公司航空工装、航空航天零部件及无人机业务或有望充分受益于装备放量的需求增长。2) 大型客机被称为“现代工业之花”, 仅就 C919 当前在手订单 (超 1100 架) 来看, 对应机体结构制造的市场需求约在 1940~2329 亿元之间。公司作为 C919 零部件、成型工装供应商, 以及 ARJ 系列飞机、C929 飞机等多款飞机的重要供应商, 或有望受益于国产民机的广阔需求空间。

➤ **投资建议:** 公司是我国航空航天制造领域的重要供应商, 近年来聚焦“全产业链协同化发展”战略, 发展不断向好。受益于“十四五”期间国内航空装备、国产民机及无人机的加速发展, 公司未来几年业绩或有望不断增厚。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别是 2.08 亿元、2.61 亿元、3.31 亿元, 当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 25x/20x/16x。我们考虑到公司下游需求景气和公司航空航天制造全产业链布局的优势, 给予公司 2024 年 25 倍 PE, 2024 年 EPS 为 1.23 元/股, 对应目标价 30.75 元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期、产能消化不及预期、价格和利润率变化等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	664	835	1047	1309
增长率 (%)	179.5	25.8	25.4	25.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	150	208	261	331
增长率 (%)	290.6	38.5	25.6	27.0
每股收益 (元)	0.71	0.98	1.23	1.56
PE	35	25	20	16
PB	3.3	2.8	2.5	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 06 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

24.72 元

目标价:

30.75 元



分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

电话: 010-85127667

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书: S0100122020003

电话: 010-85127664

邮箱: konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书: S0100122030069

电话: 010-85127668

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书: S0100122090013

电话: 021-80508460

邮箱: fengxin_yj@mszq.com

相关研究

- 航天环宇 (688523.SH) 首次覆盖报告: 专精特新“小巨人”, 卫星互联网&无人机稀缺标的-2023/08/23
- 国防军工行业点评: C919 商业首航开启, “航空新时代” 拉开帷幕-2023/06/02
- 国防军工行业动态报告: C919 适航取证提速, 中长期或将重塑航空产业格局-2022/09/19

目录

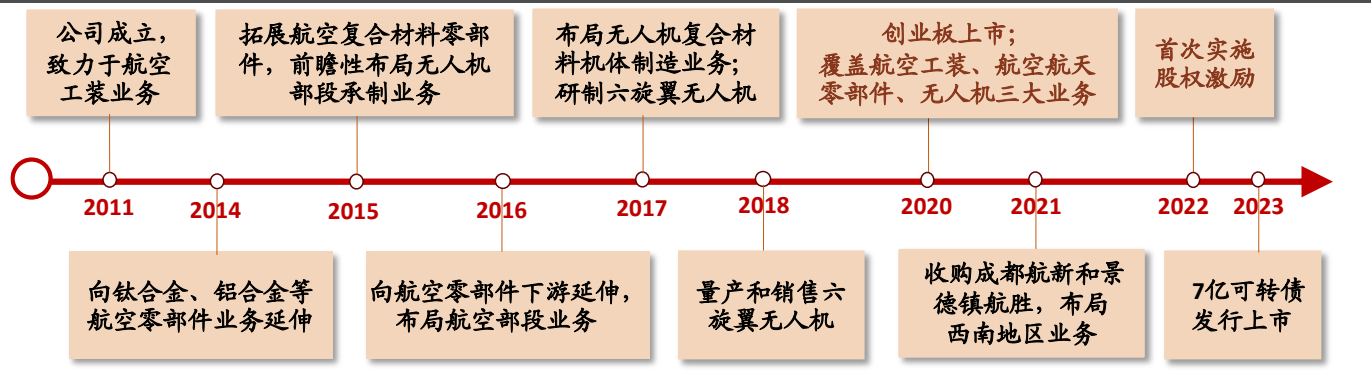
1 广联航空：航空航天高端制造全产业链布局	3
1.1 深耕航空航天高端制造二十余年，铸就核心供应商地位	3
1.2 22 年以来业绩发展提速；研发投入加大	4
2 装备需求持续增长；无人机、民机发展潜力较大	7
2.1 市场需求#1：“十四五”装备升级换代，需求持续增长	7
2.2 市场需求#2：C919 进入常态化运营，开启航空新时代	10
3 募投项目顺利推进；股权激励彰显发展信心	11
3.1 航空工装、航空航天零部件、无人机三大业务布局	11
3.2 工装业务稳健发展；零部件及无人机业务两翼齐飞	12
3.3 可转债成功发行，募资扩产打开成长新空间	14
3.4 股权激励已落地；高管增持彰显对公司未来发展的信心	15
4 同业比较：盈利能力位处中游；研发费用率较高	16
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测假设与业务拆分	18
5.2 估值分析与投资建议	20
6 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 广联航空：航空航天高端制造全产业链布局

1.1 深耕航空航天高端制造二十余年，铸就核心供应商地位

公司创始人团队自 2000 年进入航空航天制造领域，2011 年公司成立，2020 年在创业板上市。公司目前形成了以航空工装业务为基础，航空、航天复合材料产品为核心，无人机整机结构研制为目标的全产业链布局。公司当前拥有四大基地：以哈尔滨总部、西安广联和成都航新为基础的三大综合性产业基地，以景德镇航胜、珠海广联、晋城广联为核心的航空航天零部件专精制造基地，以卡普勒广联、广联航宇、自贡广联、天津广联为代表的无人机及复合材料产品研发制造基地，以广联航发、航新航发、西安中捷飞为延伸的航空发动机及燃气轮机零部件制造基地。公司经多年发展铸就了航空航天产业链核心供应商地位，客户广泛覆盖航空工业、中国商飞、中国航发、航天科技、航天科工、中国兵工、中国兵装、中国船舶等单位。

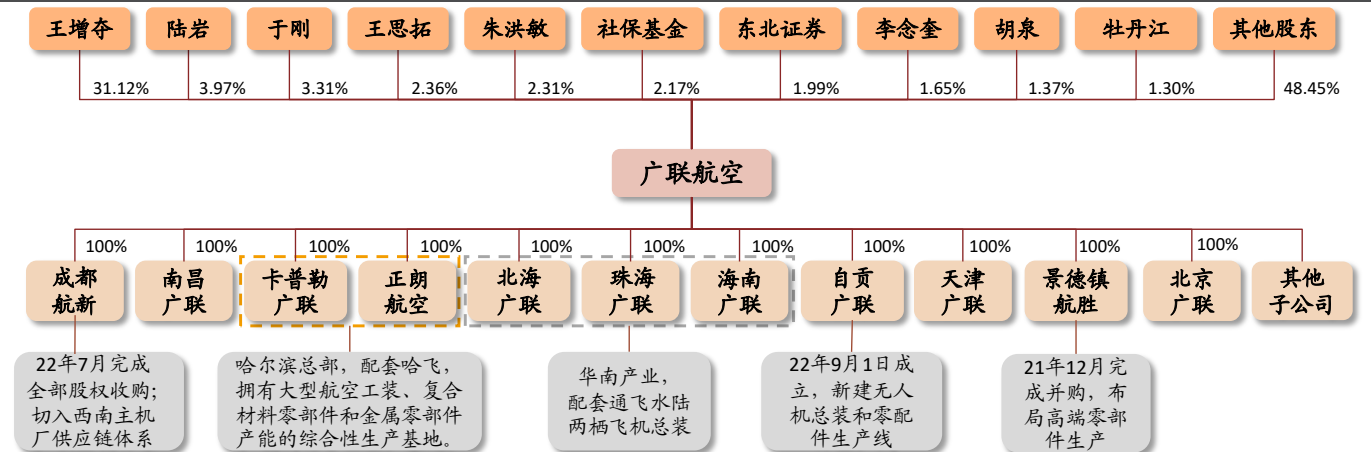
图1：发展历程：业务领域不断拓宽，现已形成航空工装、航空航天零部件及无人机三大业务板块



资料来源：公司招股说明书，公司可转债募集说明书，民生证券研究院

截至 2023 年 9 月 30 日，王增夺先生直接持有公司 31.12% 的股权，为公司控股股东和实控人。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已拥有 11 家全资控股子公司、4 家控股子公司，覆盖东北、西北、西南等我国主要航空航天研发制造大省，已经形成辐射全国的航空航天结构类产品全产业链加工制造集群。

图2：股权结构：王增夺为公司控股股东和实控人；公司下设 11 家全资控股子公司、4 家控股子公司



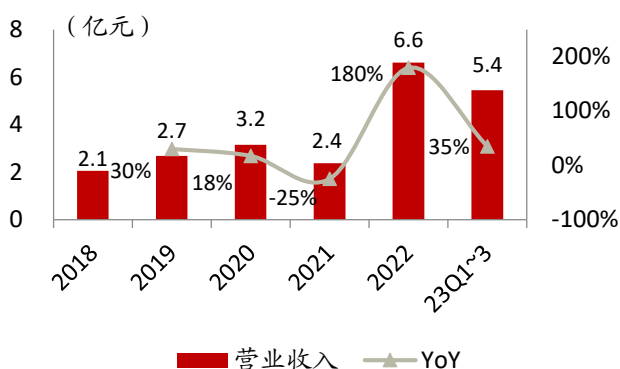
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院（注：股东股权结构更新至 2023 年 9 月 30 日；子公司股权结构更新至 2023 年 6 月 30 日）

1.2 22 年以来业绩发展提速；研发投入加大

聚焦“全产业链协同化发展”战略，航空航天零部件及无人机业务发展较快。

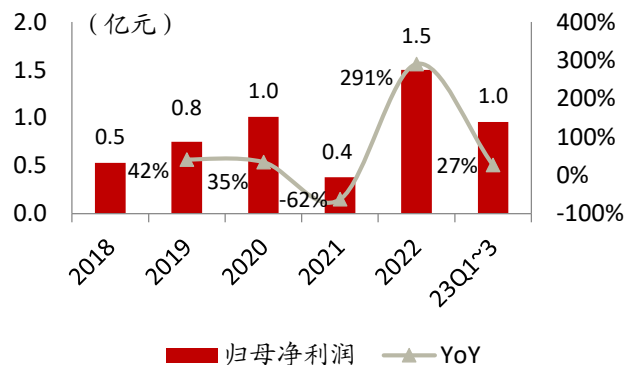
1) 2018~2022 年，公司营收从 2.1 亿元增长至 6.6 亿元，CAGR=34%；归母净利润从 0.5 亿元增长至 1.5 亿元，CAGR=30%，整体发展向好。2021 年业绩有所波动，主要是部分产品验收工作延迟导致。但 2022 年公司实现归母净利润 1.5 亿元，同比大增 291%，主要受益于航空航天零部件及无人机业务的快速发展（22 年收入同比大增 332%，占总营收比例为 78%）。2) 利润率方面，2018~2022 年，公司平均毛利率和净利率分别为 51%和 25%。其中 2021 年毛利率下降较多，主要一是部分产品延迟验收，收入无法确认，二是公司承制多款新型固定翼无人机，前期研发试制成本较高等共同导致；而净利率下降主要是研发费用率同比增长 6.61ppt、管理费用率同比增长 12.10ppt 共同导致。2022 年，公司毛利率同比增长 8.97ppt 至 53.2%，已在逐步恢复。未来随着工艺路线的不断优化及产品规模化生产，公司毛利率或仍有一定上升潜力。

图3：2018~2023Q1~3 营业收入及增速



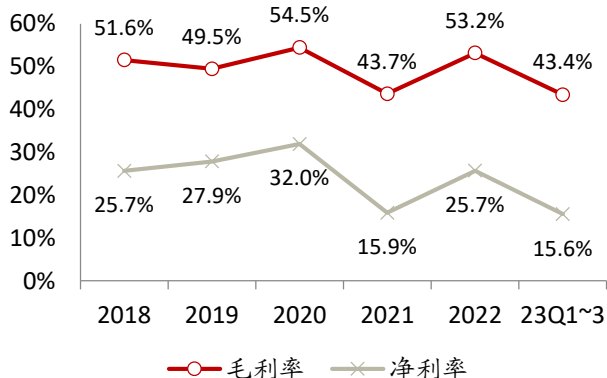
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图4：2018~2023Q1~3 归母净利润及增速



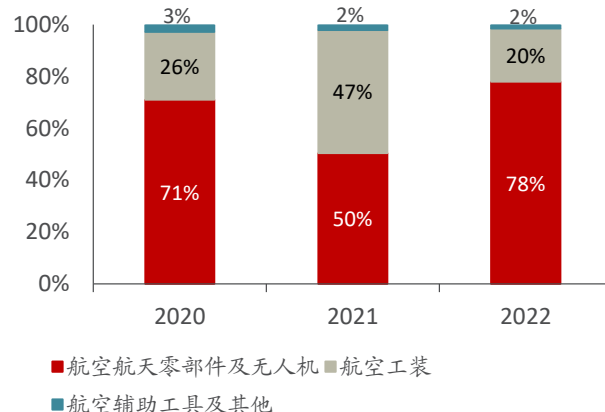
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图5：2018~2023Q1~3 毛利率及净利率



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图6：2020~2022 年各分产品收入占比

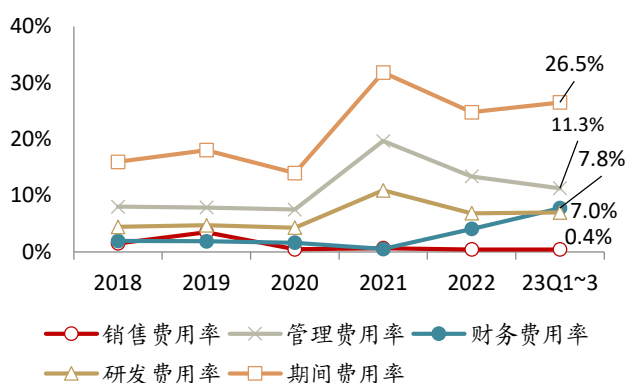


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

期间费用率有所波动；研发投入加大。2018~2023Q1~3，公司期间费用率波动较大，2021 年期间费用率达到最高的 31.8%，主要是研发费用率同比增长 6.61ppt 至 10.9%、管理费用率同比增长 12.10ppt 至 19.7% 等导致。具体看：

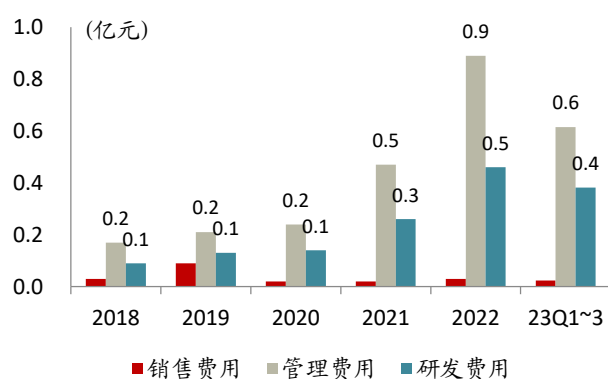
1) 研发费用：2018~2022 年，公司研发费用由 0.1 亿元增长至 0.5 亿元，公司持续加大研发投入，目前已具备航空航天高端工艺装备研发、航空航天零部件生产、航空器航天器整机平台制造的全产业链布局能力。**2) 管理费用：**随着公司业务规模的不断扩大，管理费用由 2018 年的 0.2 亿元增加至 2022 年的 0.9 亿元。2022 年费用增加较多主要是员工薪酬增加(员工人数由 2018 年的 509 人增至 2022 年的 1785 人)，以及公司为并购业务及项目融资，聘请财务顾问的费用大幅增加等因素导致。**3) 财务费用：**2018~2021 年，公司财务费用相对较低；2022 年、2023Q1~3 财务费用增长较多。2023Q1~3 财务费用达到 0.42 亿元，同比增长超过 200%，或主要是向不特定对象发行可转债计提的利息费用导致。

图7：2018~2023Q1~3 期间费用率



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

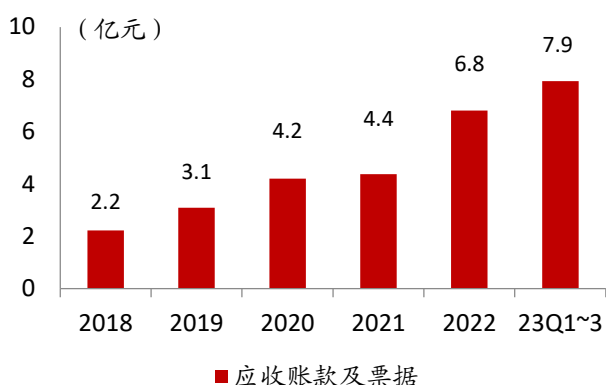
图8：2018~2023Q1~3 主要费用情况



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

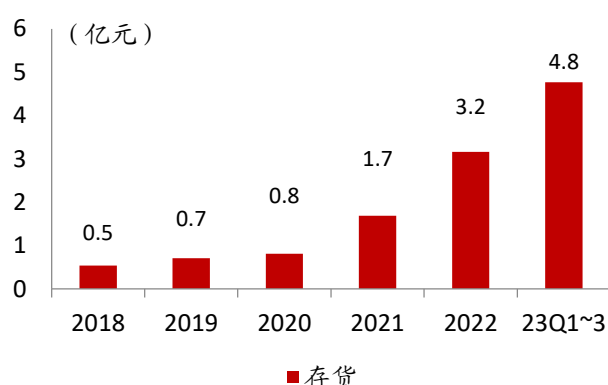
应收/存货规模持续增长，或反映下游需求景气。1) 公司应收账款客户较为集中，主要为央企集团。2018~2023Q1~3，公司应收规模持续扩大，由 2.2 亿元增长至 7.9 亿元，或说明下游需求景气。2) 2018~2023Q1~3，公司存货规模由 0.5 亿元增至 4.8 亿元，主要是原材料、在产品等增长较多导致。

图9：2018 年以来，应收规模不断增长



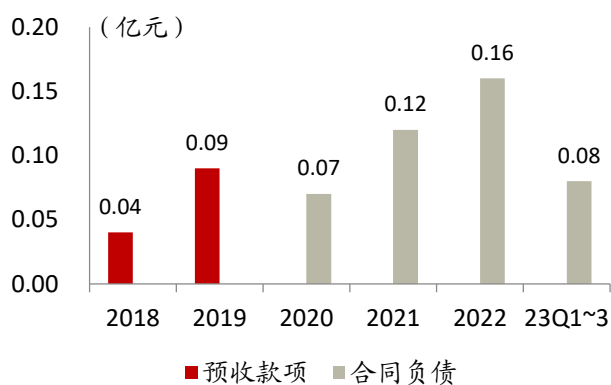
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图10：存货持续增长，或反映订单景气

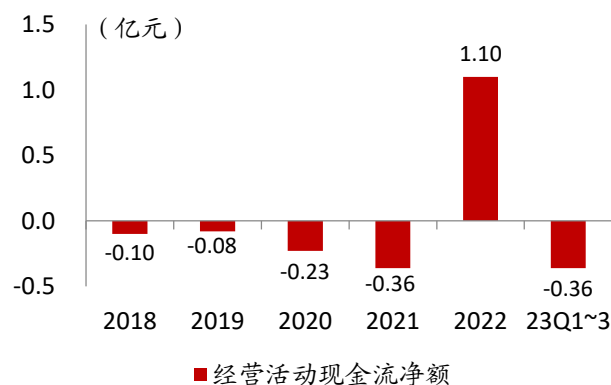


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

合同负债额呈现上升趋势；22 年经营活动现金流净额由负转正。 1) 2020 年以来，公司合同负债额持续增长，但整体规模不大。目前公司已成为航空工业、中国商飞、中国航发、航天科技、航天科工、中国兵工、中国兵装、中国船舶等军工央企核心配套商，未来或有望持续受益于装备需求放量。 2) 2018~2021 年，公司经营活动现金流为负数，主要受航空产业各主机厂与下游最终用户结算特点影响，回款周期较长；2022 年公司经营活动现金流净额由负转正，达到 1.1 亿元，**主要有 3 点原因**：一是公司加大了销售回款催收力度；二是客户结构较上期有所不同；三是加强了资金预算管理工作，优化了供应链管理体系。

图11：2018~2023Q1~3 预收款项与合同负债


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图12：2018~2023Q1~3 经营活动现金流净额


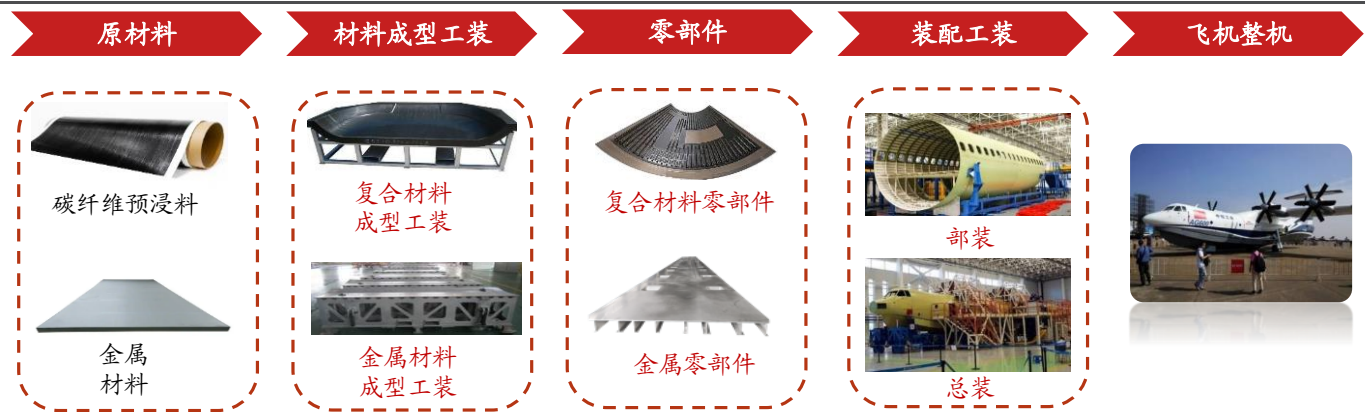
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

2 装备需求持续增长；无人机、民机发展潜力较大

2.1 市场需求#1：“十四五”装备升级换代，需求持续增长

航空制造通常采取“整机制造商—多级供应商”的生产模式。产业链下游为整机制造商；产业链中游主要为大型关键航空分系统制造商，如机体结构、发动机系统、航空机载系统等；产业链上游主要为结构件、零部件、电子配套产品等供应商。此外，还有为产业链上游供应金属原材料、复合材料、电子元器件等产品的企业。

图13：航空制造产业链示意图（广联航空业务涉及成型工装、零部件制造、部装、部分无人机总装等多个环节）



资料来源：公司可转债募集说明书，公司公告，民生证券研究院

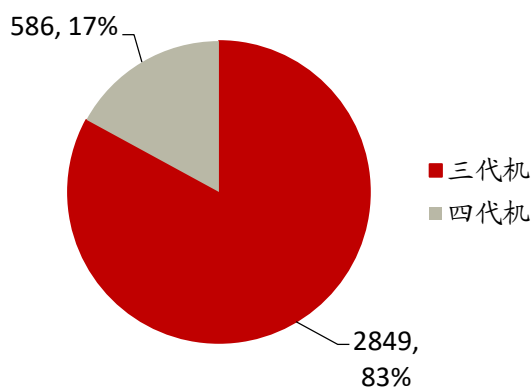
图14：航空工装、航空航天零部件制造领域的主要企业情况

业务类别	公司名称	成立年份	主要业务
航空工装	航天环宇	2000	公司主要面向航空工业、中国商飞、中国航发、航天科工、航天科技等下属单位，承担金属及复合材料零部件成型工艺装备、装配型架、复合材料零件自动化生产线、部段和整机装配生产线、非标装备等产品的研制、维修及服务。公司完成了ARJ21、C919、CRJ929等商用飞机以及无人机、靶机的机身、机翼、发动机叶片、平尾、垂尾等工艺装备的研制交付
	立航科技	2003	主要从事飞机地面保障设备、航空器试验和检测设备、飞机工艺装备、飞机零件加工和飞机部件装配的研发、设计、制造、销售，主要产品为挂弹车和发动机安装车等飞机地面保障设备
	广联航空	2011	公司进行了众多型号特种飞机、民用飞机、直升机及无人机的航空工装研制，如C919大型客机的成型工装、AG600水陆两栖飞机的总装配生产线等
航空航天零部件制造	晨曦航空	2000	主营业务为研发、生产、销售航空机电产品，产品及服务涉及航空惯性导航、航空发动机电子及无人机领域
	爱乐达	2004	主要从事飞机零部件及发动机零件的生产
	迈信林	2010	主要从事飞机零部件的工艺研发和加工制造
	广联航空	2011	公司零部件产品包括金属零部件和复材零部件，主要客户包括航空工业、中国航发、中国商飞、中国兵工、航天科技、航天科工下属多家主机厂和研究所等

资料来源：广联航空可转债募集说明书，航天环宇招股说明书，民生证券研究院

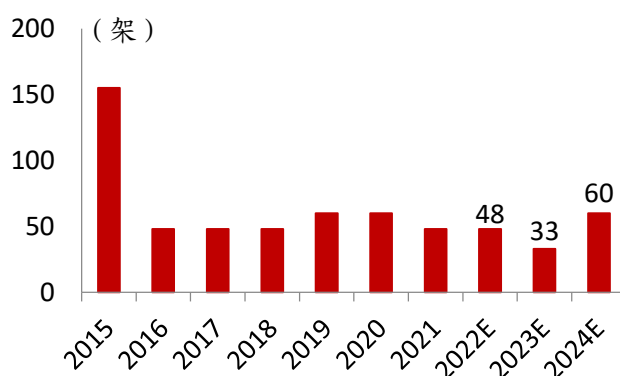
“十四五”以来，我国装备升级换代和列装需求显著提速，航空产业迎来了较好发展机遇。根据美国《AVIATION WEEK》2020年6月29日报道，当时美国战斗机列装总量为3435架，其中三代机数量为2849架，占比83%；对于最先进的四代机，列装总量为586架，占比17%。而且根据美国空军计划，F-35A在21世纪40年代初时美国本土列装数量计划达到1763架，现正以每年约60架的计划扩增。“十四五”期间是我国新型航空装备批产列装和结构调整升级的重要时期，而航空工装及零部件制造的市场需求主要来自于新型航空装备的列装，公司或有望充分受益于装备放量的需求增长。

图15: 美军先进战斗机数量 (架) (截至 2020.06)



资料来源: 美国《AVIATION WEEK》，民生证券研究院

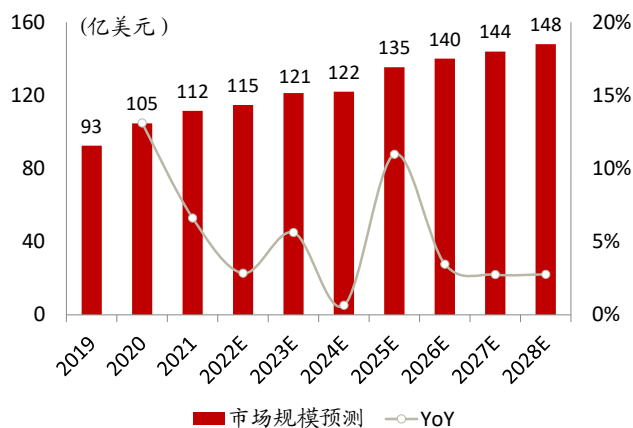
图16: 美国先进航空器 F-35A 每年列装计划



资料来源: 美国《AVIATION WEEK》，维基百科，民生证券研究院

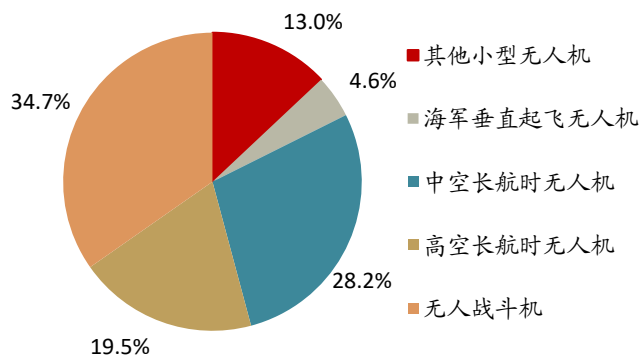
无人化装备方面，近年来，各型察打一体无人机、中高空侦察机、反辐射无人机、中短程多用途无人机等先进机型，随着装备信息化建设的加强、无人机在通信侦察、电子对抗等领域的应用渗透率或有望进一步提升。根据蒂尔集团报告，2019~2028年，全球特种无人机年产值(含采购)持续增长，预计到2028年将达到148亿美元。从细分机型来看，全球中/高空长航时无人机市场规模较大，占整个特种无人机市场的比例约为48%。根据蒂尔集团报告，预计“十四五”期间，全球中/高空长航时无人机平均每年市场需求约为43亿美元，约合人民币306亿元。(注：人民币对美元汇率为7.1275/1，基于2023年12月3日数据)

图17: 全球特种无人机市场规模及预测



资料来源: 蒂尔集团报告，民生证券研究院

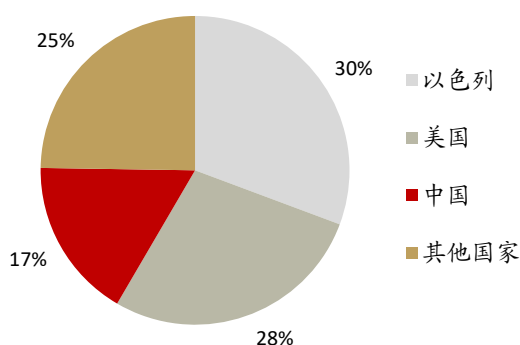
图18: 全球特种无人机 2018~2027 年产值结构



资料来源: 蒂尔集团报告，民生证券研究院

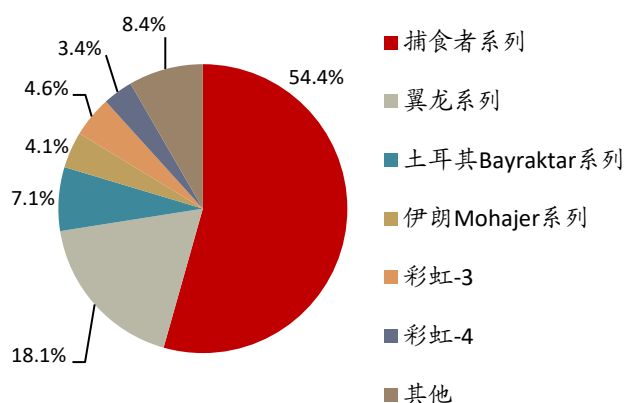
当前全球具备自主生产高性能特种无人机和拥有完备无人机产业链的国家较少，全球无人机军贸以以色列、美国和中国为主。**2010~2020年，中国无人机军贸市场份额合计占比约17%，位居世界第三。**中国大型察打一体无人机出口的主力机型是“翼龙”系列、“彩虹”系列等无人机，在国际军贸市场中的竞争力较强。根据《AVIATION WEEK》2021年5月的报道，“翼龙”系列无人机在全球察打一体无人机中占比18%，位居全球第二；“彩虹”系列无人机在全球察打一体无人机中占比8%，位居全球第三。此外，“二十大”明确提出“增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展”，无人机作为新域新质核心力量，未来市场需求或有望持续扩大。**我们预计到“十四五”末期，我国特种无人机采购规模有望达到百亿元量级。**广联航空当前具备无人机整机结构设计、制造与装配能力，并布局了以卡普勒广联、广联航宇、自贡广联、天津广联四家子公司为代表的无人机及复合材料产品研发制造基地，未来或有望受益于无人机市场需求的快速增长。

图19：2010~2020年全球无人机军贸市场结构



资料来源：SIPRI，民生证券研究院

图20：2021年全球察打一体无人机市场结构

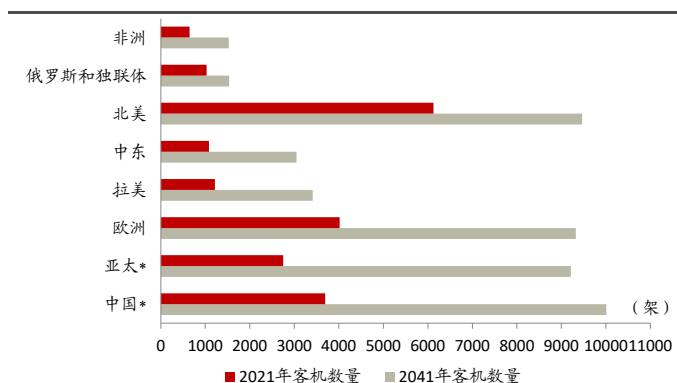


资料来源：《AVIATION WEEK》，民生证券研究院（截至2021年5月）

2.2 市场需求#2: C919 进入常态化运营, 开启航空新时代

截至 2023 年 9 月 26 日, 中国东航 2 架 C919 飞机累计安全飞行 1140.15 小时, 其中商业运行 867.19 小时, 累计执行商业航班 296 班, 平均客座率超 73%, 承运旅客超 3.5 万人次, 运营状态良好。2023 年 9 月 28 日, 中国东航与中国商飞签署购机协议, 在 2021 年签订首批 5 架的基础上, 再增订 100 架 C919 大型客机, 将于 2024~2031 年分批次交付, 大飞机市场需求持续向好。**根据中国商飞披露, 截至 2023 年 9 月底, C919 在手订单已超 1100 架 (对应市场空间超过 7700 亿元人民币)**。根据中国商飞预测, 预计到 2041 年全球客机总规模将达到 47531 架, 中国市场将达到 10007 架 (占比 21%), 成为全球机队规模最大的国家; 在中国客机市场中, 以 C919 为代表的单通道客机规模将达到 6896 架, 占比 69%。**我们认为, C919 在开启批产化交付新征程后, 或有望逐步打开国内外市场并取得重要份额, 带动原材料、机体制造、发动机、机载设备等相关产业链公司发展, 中长期或有望重塑航空产业格局。**

图21: 2041 年全球客机规模预测 (架)



资料来源: 中国商飞市场预测年报, 民生证券研究院 (注: 中国*包含港澳台地区; 亚太*不包含中国)

图22: 2022~2041 年全球客机交付量和价值量预测

新机交付量预测 (架)			
	全球	中国*	占全球比例
涡扇支线客机	4367	958	21.9%
单通道喷气客机	30367	6288	20.7%
双通道喷气客机	7694	2038	26.5%
合计总架数	42428	9284	21.9%
新机交付市场价值预测 (亿美元)			
	全球	中国*	占全球比例
涡扇支线客机	2210	490	22.2%
单通道喷气客机	36430	7490	20.6%
双通道喷气客机	25380	6730	26.5%
合计总价值	64020	14710	23.0%

资料来源: 中国商飞市场预测年报, 民生证券研究院 (注: 中国*包含港澳台地区)

大型客机被称为“现代工业之花”，机体制造占比全机价值约为 25%~30%，机载设备占比约 35%~45%、发动机占比约 20%~25%、其余系统占比不超过 10%。目前 C919 机体结构主要由航空工业集团旗下各主机厂提供, 具体如: 中航西飞 (中机身、翼盒、副翼、襟翼、扰流板等)、中航沈飞 (后机身、垂尾、吊挂等)、洪都航空等 (前机身、中后机身、舱门等), 也包括中航重机 (锻铸件) 等企业。仅就 C919 当前在手订单 (超 1100 架) 来看, 对应机体结构制造的市场需求约在 1940~2329 亿元之间。**广联航空作为 C919 大型客机的零部件、成型工装供应商, 或有望受益于国产大飞机的广阔需求空间。**此外, 广联航空还为 ARJ 系列 J 支线客机承制了成型工装和装配工装, 承担了 AG600 柔性自动化生产线总装配生产线研制工作; 还承担了 C929 大型宽体客机大部件成型等任务, 并在 2023 年 11 月与浙江华瑞签署了含税总额为 5079 万元的 C929 中机身壁板组件装配生产线合同 (产线设计及工装)。我们认为, 随着国产民机的不断交付及投入商业运营, 民机产业中长期或也将为公司带来较大的发展空间。

3 募投项目顺利推进；股权激励彰显发展信心

3.1 航空工装、航空航天零部件、无人机三大业务布局

经过多年的科研生产实践，公司形成了以航空工装业务为基础，航空、航天复合材料产品为核心，无人机整机结构研制为目标的全产业链布局，是少数具备航空航天产品设计、工装设计、产品生产和能力实现的民营企业。公司参与了国家批复的多个大型飞机研制项目，设计制造了 AG600 水陆两栖飞机的总装配生产线，也是 C919 的零部件、成型工装和 C929 大部件成型的供应商。此外，公司还为多种型号的特种飞机、直升机、通用飞机和无人机研制配套产品。

图23：公司业务涵盖：航空航天工装、航空航天零部件制造、无人机研制装配等三大板块

产品	航空工装				航空航天零部件		无人机
概述	用于飞机零部件成型或部段、整机装配的专用工艺装备				直接组装在航空器上的零部件		整机设计制造
分类	成型工装（零部件成型）		装配工装（几何参数定位功能）		金属材料	复合材料	大型无人机、多旋翼无人机
	金属材料	复合材料	部装工装	飞机总装			
作用	用于复材零部件的成型。金属材料成型工装普遍采用薄壳式焊接结构	可用于外形复杂、曲率变化大、难于脱模的复合材料产品的成型	具有定位、夹紧的功能，将金属或者复材零件组装成飞机总装所需部件或者部段	用于完成飞机的各大部段的柔性装配、航电系统的安装调试、水平测量及全机联调	大型地板结构件、铝合金结构件、钛合金结构件、大型承力结构件、航天器金属结构件等	复材门框、复材机身蒙皮、整流罩、整体油箱、复合材料结构件等	用于侦察监测、灾害救援、资源勘测、气象、森林防火、农作物估产、巡检等领域
示例							
	机翼壁板成型工装	机身整体成型工装	直升机后机身装配工装	AG600柔性自动化总装	铝合金结构件	直升机尾部机身部段	大型隐身无人机

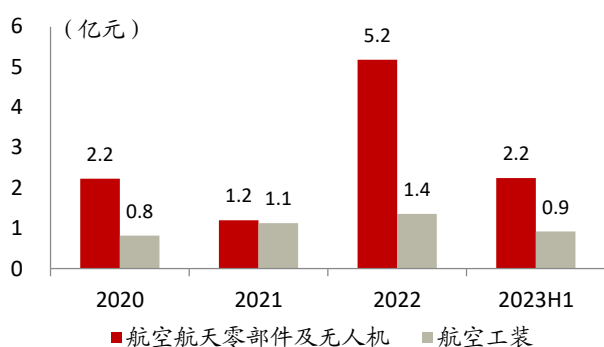
资料来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，民生证券研究院

公司客户主要来自主机厂、科研院所等央企下属单位。 1) **航空工装业务：**按照产品用途，公司的航空工装产品可以分为成型工装和装配工装，而成型工装按照工装材质可再细分为金属材料成型工装和复合材料成型工装；装配工装按用途可划分为部装工装和飞机总装生产线。公司具备航空航天制造所需全部工装（机加夹具、成型工装、装配夹具、装配工装、总装配线）的设计及制造能力，且航空工装设计实现了数字化、参数化和自动化； 2) **航空航天零部件业务：**公司零部件产品主要包括金属零部件和复材零部件两大类。公司已与多家主机厂及科研院所开展了战略合作，取得了航空类零部件的联合研制任务，并积极向航天领域拓展； 3) **无人机制造及装配业务：**依托长期在成型工装、航空航天零部件的技术积累与经验优势，公司逐渐形成了无人机整机设计、工装研发、零部件制造装配以及无人机总装的科研生产能力，并布局了以卡普勒广联、广联航宇、自贡广联、天津广联四家子公司为代表的无人机及复合材料产品研发制造基地。

3.2 工装业务稳健发展；零部件及无人机业务两翼齐飞

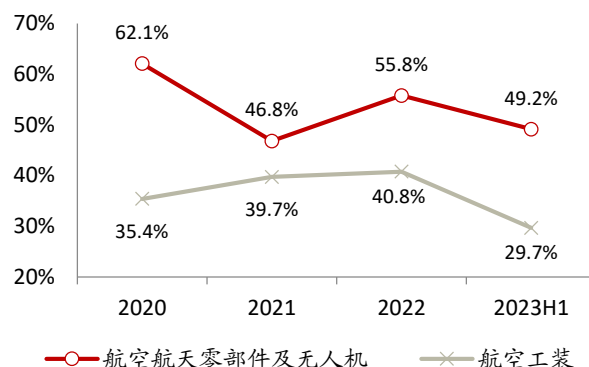
航空航天零部件及无人机业务发展迅速。1) 收入方面, 2020~2022 年, 公司航空航天零部件及无人机业务规模由 2.2 亿元增长至 5.2 亿元, CAGR=23%。2021 年航空航天零部件及无人机收入有所下降, 主要是主机厂验收进度有所延迟导致。2022 年, 公司航空航天零部件及无人机业务收入同比增长超过 300%, 主要是 2021 年末交付产品陆续启动交付验收, 以及公司加大了新产品、新客户的拓展力度, 复材零部件、发动机零部件、燃气轮机成套零部件等均取得重要进展。此外, 2023 年 8 月, 公司公告与航天科工集团下属单位签署了一批无人机机体结构平台合同, 含税总金额为 7208 万元(22 年也签署了 5040 万元合同); 2020~2022 年, 公司与航天科工集团类似业务的销售交易额分别为 288 万元、273 万元、2867 万元, 无人机业务发展明显提速。2) 毛利率方面, 2020~2022 年, 公司航空航天零部件及无人机业务毛利率平均值在 50% 以上, 虽有波动但整体水平较高。其中 2021 年公司毛利率下降较多, 主要是订单所涉及的产品型号、类别及定制参数等较上年均发生了较大的变化, 产品平均单价略有下降, 以及公司还承接了部分新型零部件订单, 前期投入较高, 单位成本略有增加等共同导致。2022 年, 公司航空航天零部件及无人机业务毛利率同比增长 8.97ppt 至 55.8%, 利润率水平有所回升。主要有 2 点原因: a) 22 年交付了较多航空航天结构件等产品, 利润空间较好; b) 公司依托成熟的工艺路线, 成本逐步优化, 并已达批产阶段, 规模效应带动单位成本下降。

图24：2020~2023H1 主要产品收入情况



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

图25：2020~2023H1 主要产品毛利率情况



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

航空工装业务稳健发展, 毛利率水平有所提升。1) 收入方面, 2020~2022 年, 公司航空工装业务规模由 0.8 亿元增长至 1.4 亿元, 需求主要来自新型飞机的研制和批量生产。2023 年上半年, 公司航空工装业务收入 0.9 亿元, 同比大增 119%, 发展进一步提速。2) 毛利率方面, 2020~2022 年, 公司航空工装毛利率从 35.4% 增至 40.8%, 整体保持在较高水平。2023H1 航空工装毛利率为 29.7%, 同比下降 6.75ppt, 主要是营业成本同比增长 143%, 高于营收的同比增速 119%。

前五大客户合计收入占比75%以上,需求稳定且确定性较强。2019~2022年,公司前五大客户合计收入占比在78%以上,其中2021~2022年,航空工业集团客户占比在50%以上,是公司主要的收入来源。供应商方面,2019~2021年,公司前五大供应商采购成本占比持续提升,但2022年下降较多,或是公司2022年收入同比增长183%,而前五大供应商合计采购额同比增长106%,低于收入增速导致。

图26: 公司前五大客户情况: 客户主要集中在航空工业集团, 2021~2022年收入占比50%以上

2019~2022年前五大客户情况							
2019年		2020年		2021年		2022年	
客户名称	营收占比 (%)	客户名称	营收占比 (%)	客户名称	营收占比 (%)	客户名称	营收占比 (%)
中航工业下属单位	46.38%	客户一	63.35%	航空工业集团	60.06%	航空工业集团	52.39%
中国兵装下属单位	33.09%	客户二	4.97%	客户二	8.09%	客户二	12.46%
航天科工下属单位	9.75%	客户三	3.98%	客户三	5.31%	客户三	5.10%
中国兵器下属单位	2.93%	客户四	3.75%	客户四	3.88%	客户四	4.38%
东北轻合金有限责任公司	1.46%	客户五	2.74%	客户五	2.98%	客户五	3.59%
前五大客户合计营收占比	93.61%	前五大客户合计营收占比	78.79%	前五大客户合计营收占比	80.32%	前五大客户合计营收占比	77.93%

2019~2022年前五大供应商情况							
2019年		2020年		2021年		2022年	
前五大供应商合计采购金额占年度采购总额比例	25.42%	前五大供应商合计采购金额占年度采购总额比例	35.16%	前五大供应商合计采购金额占年度采购总额比例	53.07%	前五大供应商合计采购金额占年度采购总额比例	28.26%

资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 民生证券研究院

3.3 可转债成功发行，募资扩产打开成长新空间

2023年4月17日，公司于深交所发行7亿可转债。可转债转股期自2023年9月28日起至2029年3月21日止。具体看募投项目规划：**1) 航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目**：公司目前已具备一定的航空发动机、燃气轮机金属零部件生产能力，募投项目的建成将实现规模化生产能力，丰富产品谱系并满足新领域客户的多样化需求。**2) 航天零部件智能制造项目**：公司目前已具备一定的航天零部件生产能力，募投项目的建成投产将有助于提升公司自动化生产能力，扩大航天零部件的产能规模，增大盈利空间。**3) 大型复合材料结构件轻量化智能制造项目**：目前公司以生产小型复合材料零部件为主，并依靠铆钉分块拼接方式供应大型复合材料。募投项目的实施将使公司形成一次成型的大型复合材料结构件规模化生产能力，有助于产品的迭代升级和结构优化。

三大募投项目的建设期均为24个月，运营期10年。项目均将于第2年开始试运营（达产25%），第3年达产50%，第4年达产80%，第5年实现满产。三个项目达产后的效益分别为：**1) 航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目**达产后预计实现年营收2.56亿元，净利润0.82亿元；**2) 航天零部件智能制造项目**达产后预计实现年营收0.64亿元，净利润0.22亿元；**3) 大型复合材料结构件轻量化智能制造项目**达产后预计实现年营收1.73亿元，净利润0.63亿元。上述三个募投项目达产后，累计年营收预计为4.93亿元，净利润为1.68亿元，有望打开公司未来发展新空间。

图27：可转债募投项目：航空发动机&燃气轮机、航天零部件、大型复材结构件轻量化智能制造等三个项目

项目名称	主要产品	原理论产能 (2021年)	募投 规划产能	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设期	达产效益
航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目	航空发动机零部件	2.99万小时 (产能利用率102.22%)	56万小时	39822	31964	24个月	年营收2.56亿 净利润0.82亿
	燃气轮机零部件		8万小时				
航天零部件智能制造项目	航天金属零部件	15.97万小时 (产能利用率92.30%)	14万小时	10208	8214	24个月	年营收0.64亿 净利润0.22亿
	航天复合材料零部件		10万小时				
大型复合材料结构件轻量化智能制造项目	大型复合材料结构件	0	180件	26729	21407	24个月	年营收1.73亿 净利润0.63亿
补充流动资金	/	/	/	8415	8415	/	/
合计	/	/	/	85174	70000	24个月	年营收4.93亿 净利润1.68亿

资料来源：Wind，公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

3.4 股权激励已落地; 高管增持彰显对公司未来发展的信心

2022年1月1日, 公司发布了《2021年限制性股票激励计划(草案)》。2022年2月9日, 公司以17.24元/股的授予价格向157名激励对象共授予263.10万股限制性股票, 占股票授予时公司总股本的1.26%。其中, 首次授予224.10万股(第一类限制性股票119.00万股, 第二类限制性股票105.10万股), 占股票授予时公司总股本的1.07%; 预留授予39.00万股(第一类限制性股票37.00万股, 第二类限制性股票2.00万股), 占股票授予时公司总股本的0.19%。

图28: 股权激励计划: 激励对象获授的限制性股票分配情况

高管、中层管理人员及核心骨干 (157人)	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的 比例(%)	占本激励计划公告日 公司总股本的比例(%)
第一类限制性股票首次授予(21人)	119.00	42.50%	0.57%
第一类限制性股票预留部分(5人)	37.00	13.21%	0.18%
第二类限制性股票首次授予(129人)	105.10	37.54%	0.50%
第二类限制性股票预留部分(3人)	2.00	0.71%	0.01%
合计	263.10	93.96%	1.26%

资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院

业绩考核以2020年营收/扣非归母净利润为基数, 考核年度2022~2024年营收/扣非归母净利润增速均分别不低于60%/110%/160%(营收、利润两项指标满足其一即可解锁)。股票自授予日起满12个月后分三期解售, 23~25年各期归属比例分别为30%/30%/40%。从费用摊销来看, 首次及预留授予限制性股票的总摊销费用为3657.23万元, 具体到22~25年摊销费用分别为1765.47万元、1221.74万元、587.31万元、82.71万元。股权激励计划的实施旨在建立、健全长效激励机制, 充分调动公司高管及核心骨干积极性, 目前公司2022年业绩已经达标(营收6.6亿), 部分股票实现解锁。此外, 公司董事长、副总经理常亮先生公告拟计划自2023年7月3日起六个月内增持公司股票数量不低于10万股, 彰显了对公司持续稳定发展和进行长期投资的信心。

图29: 股权激励计划: 业绩考核要求及股票激励费用摊销情况

考核指标(2项指标满足其一即可)	考核基数	2022年	2023年	2024年
营业收入增长率	2020年营收	60%	110%	160%
扣非归母净利润增长率	2020年扣非归母净利润	60%	110%	160%
股权激励费用摊销年份	2022年	2023年	2024年	2025年
各年度需摊销的费用(万元)	1765.47	1221.74	587.31	82.71

资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院

4 同业比较：盈利能力位处中游；研发费用率较高

广联航空主要从事航空工装、航空航天零部件制造及无人机业务。航空航天制造产业链的上市公司中，爱乐达主要从事飞机零部件及发动机零件的生产，产品包括飞机机头、机身、机翼、尾翼及起落架等各部位相关零部件、发动机零件以及航天大型结构件等；立航科技主要从事飞机地面保障设备开发制造、航空器试验和检测设备开发制造、飞机工艺装备开发制造、飞机零件加工和飞机部件装配等业务；利君股份主要从事主营粉磨系统及其配套设备制造业务，以及航空航天零部件制造业务。我们通过几家公司的财务数据进行对比分析：

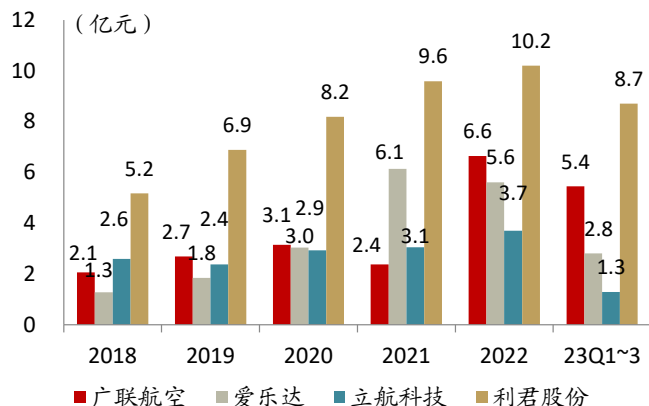
1) 营业收入角度：2018 年以来，广联航空营收整体呈现增长状态，收入规模位处可比公司中游；2022 年，公司业务发展提速，营收增速高达 180%，主要受益于航空航天零部件及无人机业务发展。但由于业务构成不同，广联航空与立航科技、利君股份收入规模有所差异。

2) 归母净利润角度：2018~2020 年，广联航空归母净利润不断增长，2021 年有所下降，主要是主机厂验收进度有所延迟；2022 年利润已经恢复且实现较大增长。利君股份业绩增长稳健，爱乐达与立航科技有所波动。

3) 利润率角度：历史看广联航空利润率有所波动，主要受下游客户需求变化影响，但仍处于较高水平；2018~2022 年，平均毛利率为 50%，净利率为 24%。爱乐达在可比公司中的利润率水平最高，但 2020 年后有所下降；利君股份利润率水平较为稳定；立航科技利润率呈现下降趋势。

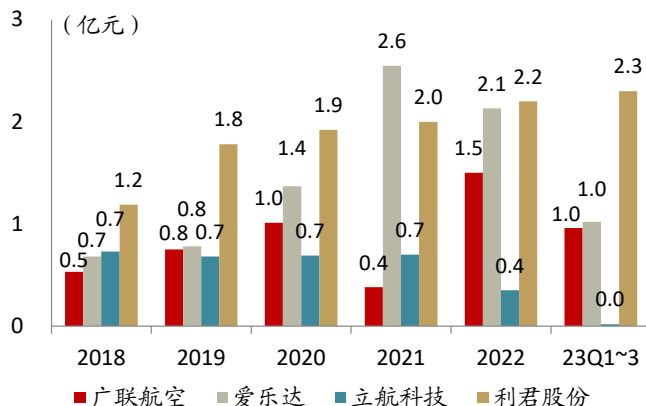
4) 期间费用率角度：2018~2020 年，四家公司期间费用率水平较为接近；2021~2022 年，广联航空期间费用率提升较多，主要是公司研发费用、管理费用等增加较多导致。2020 年后，爱乐达、利君股份期间费用率整体较为稳定，立航科技期间费用率呈现上升趋势。

图30：同行业公司营业收入对比



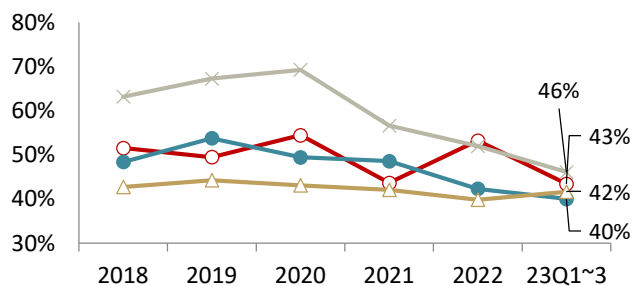
资料来源：wind，民生证券研究院

图31：同行业公司归母净利润对比



资料来源：wind，民生证券研究院

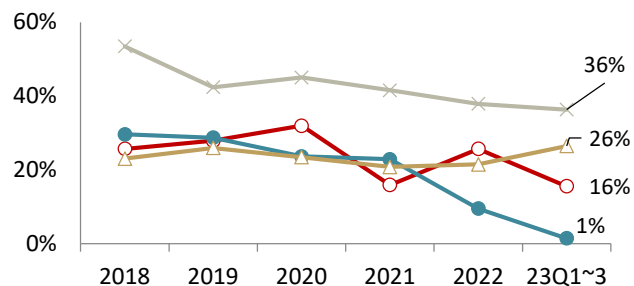
图32: 同行业公司毛利率对比



—○— 广联航空 —×— 爱乐达 —●— 立航科技 —△— 利君股份

资料来源: wind, 民生证券研究院

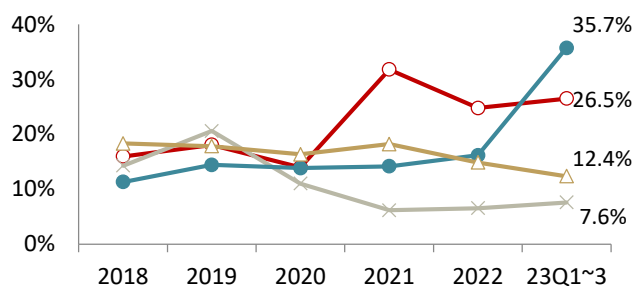
图33: 同行业公司净利率对比



—○— 广联航空 —×— 爱乐达 —●— 立航科技 —△— 利君股份

资料来源: wind, 民生证券研究院

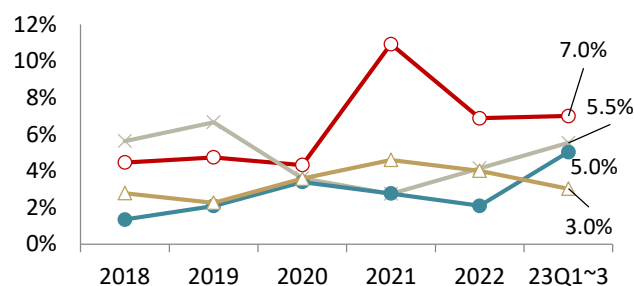
图34: 同行业公司期间费用率对比



—○— 广联航空 —×— 爱乐达 —●— 立航科技 —△— 利君股份

资料来源: wind, 民生证券研究院

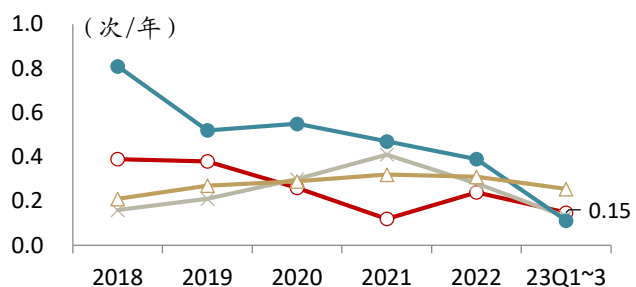
图35: 同行业公司研发费用率对比



—○— 广联航空 —×— 爱乐达 —●— 立航科技 —△— 利君股份

资料来源: wind, 民生证券研究院

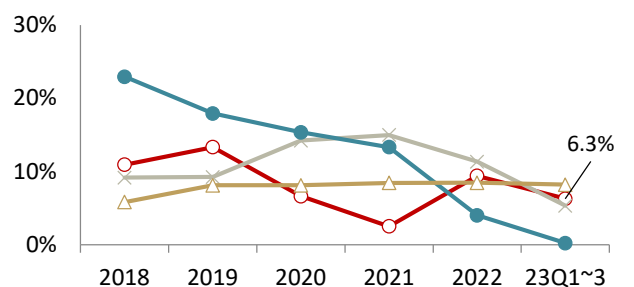
图36: 同行业公司资产周转率对比



—○— 广联航空 —×— 爱乐达 —●— 立航科技 —△— 利君股份

资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 同行业公司 ROE 对比



—○— 广联航空 —×— 爱乐达 —●— 立航科技 —△— 利君股份

资料来源: wind, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司深耕航空航天制造领域二十年，形成了以航空工装业务为基础，航空航天复合材料产品为核心，无人机整机结构研制为目标的全产业链布局，整体发展向好。我们预计公司 2023~2025 年营业收入为 8.35 亿元，10.47 亿元，13.09 亿元，复合增速为 25.25%。具体各业务板块预测数据如下：

1) 航空航天零部件及无人机业务：a) **收入方面**，2020~2022 年，公司航空航天零部件及无人机业务规模由 2.2 亿元增长至 5.2 亿元，CAGR=23%，主要受益于下游航空装备、无人机等订货量的快速增长。2022 年，航空航天零部件及无人机业务收入同比增长超过 300%，需求持续增长；此外，2023 年 8 月，公司公告与航天科工集团下属单位签署了一批无人机机体结构平台合同，含税总金额为 7208 万元，无人机业务发展明显提速。我们预计 2023~2025 年航空航天零部件及无人机业务收入增速分别为 23.50%、24.80%、26.80%，对应收入分别为 6.40 亿元、7.98 亿元、10.12 亿元。b) **毛利率方面**，2020~2022 年，公司航空航天零部件及无人机业务毛利率平均值在 50%以上，虽有波动但整体水平较高。2022 年，公司毛利率同比增长 8.97ppt 至 55.8%，主要受益于工艺路线的不断优化和产品批产，未来毛利率或仍有一定上升潜力，我们预计 2023~2025 年毛利率分别为 51.00%、51.10%、51.26%。

2) 航空工装业务：a) **收入方面**，2020~2022 年，公司航空工装业务规模由 0.8 亿元增长至 1.4 亿元，需求主要来自新型飞机的研制和批量生产。2023 年上半年，公司航空工装业务收入 0.9 亿元，同比大增 119%，发展进一步提速。我们预计 2023~2025 年航空工装业务收入增速分别为 36.00%、28.80%、20.16%，对应收入分别为 1.85 亿元、2.38 亿元、2.86 亿元。b) **毛利率方面**，2020~2022 年，公司航空工装毛利率从 35.4%增至 40.8%，整体保持在较高水平。2023H1 航空工装毛利率为 29.7%，同比下降 6.75ppt，主要是营业成本同比增长 143%，高于营收的同比增速 119%。我们预计 2023~2025 年毛利率分别为 32.00%、32.00%、32.00%。

3) 航空辅助工具及其他业务：该板块业务规模较小，我们预计 2023~2025 年收入规模预计在 0.1 亿元左右，毛利率水平参考往年水平，在 89%左右。

表1：分产品收入预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
航空航天零部件及无人机	148.88	222.94	119.79	517.84	639.53	798.13	1012.03
YoY (+/-%)	/	49.74%	-46.27%	332.28%	23.50%	24.80%	26.80%
航空工装	116.77	82.41	112.94	135.80	184.69	237.88	285.83
YoY (+/-%)	/	-29.43%	37.05%	20.24%	36.00%	28.80%	20.16%
航空辅助工具及其他	2.82	9.35	4.67	10.01	10.51	11.03	11.58
YoY (+/-%)	/	231.96%	-50.10%	114.44%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	268.47	314.70	237.40	663.64	834.72	1047.04	1309.44
YoY (+/-%)	/	17.22%	-24.56%	179.55%	25.78%	25.44%	25.06%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

表2：分产品毛利（百万元）及毛利率预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
航空航天零部件及无人机	/	138.45	56.09	288.93	326.16	407.86	518.72
毛利率	/	62.10%	46.82%	55.80%	51.00%	51.10%	51.26%
航空工装	46.21	29.17	44.86	55.35	59.10	76.12	91.47
毛利率	39.58%	35.40%	39.72%	40.76%	32.00%	32.00%	32.00%
航空辅助工具及其他	/	3.76	0.00	8.95	9.39	9.86	10.36
毛利率	/	40.19%	/	89.41%	89.41%	89.41%	89.41%
合计	132.85	171.38	100.95	353.23	394.65	493.84	620.54
毛利率	49.48%	54.46%	42.53%	53.23%	47.28%	47.17%	47.39%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

根据公司所属行业特性、业务情况等因素，我们选取与公司业务相近、具有可比性的 4 家航空航天制造产业链的上市公司作为可比公司。鉴于立航科技无 wind 一致预期，且考虑到计算可比公司估值的代表性，补充同样拥有航空航天制造业务的迈信林和航天环宇 2 家公司作为可比公司。**爱乐达**主要从事飞机零部件、发动机零件的生产以及航天大型结构件等；**迈信林**主要从事飞机零部件的工艺研发和加工制造；**利君股份**主要从事主营粉磨系统及其配套设备制造业务，以及航空航天零部件制造业务；**航天环宇**也拥有航空航天工装及航空航天零部件制造业务。除了业务类型相似，上述 4 家公司的客户群体也基本面向军工主机厂及科研院所等单位，与公司可比性较强。公司 2023~2025 年 PE 为 25x/20x/16x，估值水平低于可比公司平均 40x/32x/26x，未来仍具有一定的上升空间。

公司是我国航空航天制造领域的重要供应商，近年来聚焦“全产业链协同化发展”战略，实现了以哈尔滨总部、西安广联和成都航新三大综合性产业基地为核心，形成了辐射全国的航空航天结构类产品的全产业链加工制造集群，发展不断向好。受益于“十四五”期间航空航天装备、国产民机及无人机业务的加速发展，公司未来几年业绩或有望不断攀升。我们预计，公司 2023~2025 年归母净利润分别是 2.08 亿元、2.61 亿元、3.31 亿元，CAGR=26.30%，当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 25x/20x/16x。**我们考虑到公司下游需求景气和公司航空航天制造全产业链布局的优势，给予公司 2024 年 25 倍 PE，2024 年 EPS 为 1.23 元/股，对应目标价 30.75 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。**

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300696.SZ	爱乐达	17.51	0.73	0.81	1.10	1.26	24	22	16	14
688685.SH	迈信林	23.05	0.38	0.52	0.58	0.65	61	44	40	35
002651.SZ	利君股份	6.93	0.21	0.22	0.23	0.26	33	32	30	27
688523.SH	航天环宇*	26.06	0.30	0.41	0.62	0.94	86	64	42	28
平均值							51	40	32	26
300900.SZ	广联航空*	24.72	0.71	0.98	1.23	1.56	35	25	20	16

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测；

注：标*为民生覆盖，采用民生预测数据，其余采用 Wind 一致预期，基于 2023 年 12 月 06 日收盘价预测

6 风险提示

1) 下游需求不及预期: 公司下游主要客户为航空航天主机厂及科研院所单位, 如国家变更装备发展计划, 或有可能对相关需求产生影响。

2) 产能消化不及预期: 公司可转债募投项目建成投产后, 产能将有较大幅度提高, 在项目后续经营过程中, 如果市场开拓出现滞后或者市场竞争环境发生不利变化, 公司新增产能将存在闲置风险, 进而可能影响公司的整体经营业绩。

3) 价格和利润率变化风险: 随着公司产品交付数量的提升, 下游客户是否会对产品价格进行调整具有一定不确定性, 或有可能对公司利润率产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	664	835	1,047	1,309
营业成本	310	440	553	689
营业税金及附加	6	6	7	9
销售费用	3	4	5	6
管理费用	89	89	105	127
研发费用	46	53	66	80
EBIT	198	229	293	378
财务费用	27	39	47	56
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	4	-1	0	0
营业利润	175	188	246	323
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	174	188	246	322
所得税	3	4	6	8
净利润	170	184	240	315
归属于母公司净利润	150	208	261	331
EBITDA	286	348	471	595

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	158	651	80	83
应收账款及票据	681	834	1,026	1,259
预付款项	19	176	221	276
存货	316	672	929	1,273
其他流动资产	45	74	75	78
流动资产合计	1,219	2,406	2,332	2,969
长期股权投资	9	8	8	8
固定资产	1,093	1,612	1,980	2,023
无形资产	43	43	43	43
非流动资产合计	1,899	2,427	2,735	2,696
资产合计	3,119	4,834	5,067	5,664
短期借款	140	140	220	270
应付账款及票据	218	522	689	901
其他流动负债	193	440	229	292
流动负债合计	552	1,102	1,138	1,463
长期借款	598	921	921	921
其他长期负债	123	698	698	698
非流动负债合计	721	1,619	1,619	1,619
负债合计	1,273	2,721	2,757	3,082
股本	211	212	212	212
少数股东权益	252	228	207	191
股东权益合计	1,846	2,113	2,310	2,582
负债和股东权益合计	3,119	4,834	5,067	5,664

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	179.55	25.78	25.44	25.06
EBIT 增长率	583.48	15.30	28.36	28.90
净利润增长率	290.55	38.47	25.60	27.00
盈利能力 (%)				
毛利率	53.23	47.28	47.17	47.39
净利润率	22.58	24.86	24.89	25.28
总资产收益率 ROA	4.81	4.29	5.14	5.84
净资产收益率 ROE	9.40	11.01	12.40	13.84
偿债能力				
流动比率	2.21	2.18	2.05	2.03
速动比率	1.53	1.35	0.98	0.92
现金比率	0.29	0.59	0.07	0.06
资产负债率 (%)	40.80	56.29	54.41	54.41
经营效率				
应收账款周转天数	350.03	350.03	343.02	336.16
存货周转天数	371.62	557.43	613.17	674.49
总资产周转率	0.24	0.21	0.21	0.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	0.98	1.23	1.56
每股净资产	7.53	8.90	9.93	11.29
每股经营现金流	0.52	0.18	0.89	1.08
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
估值分析				
PE	35	25	20	16
PB	3.3	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	23.70	19.48	14.40	11.40
股息收益率 (%)	0.81	0.81	0.81	0.81

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	170	184	240	315
折旧和摊销	88	119	177	217
营运资金变动	-185	-328	-309	-394
经营活动现金流	110	37	188	229
资本开支	-704	-619	-476	-169
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-710	-635	-476	-169
股权募资	128	5	0	0
债务募资	366	1,045	-181	50
筹资活动现金流	394	1,091	-283	-57
现金净流量	-206	493	-571	3

插图目录

图 1: 发展历程: 业务领域不断拓宽, 现已形成航空工装、航空航天零部件及无人机三大业务板块	3
图 2: 股权结构: 王增夺为公司控股股东和实控人; 公司下设 11 家全资控股子公司、4 家控股子公司	3
图 3: 2018~2023Q1~3 营业收入及增速	4
图 4: 2018~2023Q1~3 归母净利润及增速	4
图 5: 2018~2023Q1~3 毛利率及净利率	4
图 6: 2020~2022 年各分产品收入占比	4
图 7: 2018~2023Q1~3 期间费用率	5
图 8: 2018~2023Q1~3 主要费用情况	5
图 9: 2018 年以来, 应收规模不断增长	5
图 10: 存货持续增长, 或反映订单景气	5
图 11: 2018~2023Q1~3 预收款项与合同负债	6
图 12: 2018~2023Q1~3 经营活动现金流净额	6
图 13: 航空制造产业链示意图 (广联航空业务涉及成型工装、零部件制造、部装、部分无人机总装等多个环节)	7
图 14: 航空工装、航空航天零部件制造领域的主要企业情况	7
图 15: 美军先进战斗机数量 (架) (截至 2020.06)	8
图 16: 美国先进航空器 F-35A 每年列装计划	8
图 17: 全球特种无人机市场规模及预测	8
图 18: 全球特种无人机 2018~2027 年产值结构	8
图 19: 2010~2020 年全球无人机军贸市场结构	9
图 20: 2021 年全球察打一体无人机市场结构	9
图 21: 2041 年全球客机规模预测 (架)	10
图 22: 2022~2041 年全球客机交付量和价值量预测	10
图 23: 公司业务涵盖: 航空航天工装、航空航天零部件制造、无人机研制装配等三大板块	11
图 24: 2020~2023H1 主要产品收入情况	12
图 25: 2020~2023H1 主要产品毛利率情况	12
图 26: 公司前五大客户情况: 客户主要集中在航空工业集团, 2021~2022 年收入占比 50%以上	13
图 27: 可转债募投项目: 航空发动机&燃气轮机、航天零部件、大型复材结构件轻量化智能制造等三个项目	14
图 28: 股权激励计划: 激励对象获授的限制性股票分配情况	15
图 29: 股权激励计划: 业绩考核要求及股票激励费用摊销情况	15
图 30: 同行业公司营业收入对比	16
图 31: 同行业公司归母净利润对比	16
图 32: 同行业公司毛利率对比	17
图 33: 同行业公司净利率对比	17
图 34: 同行业公司期间费用率对比	17
图 35: 同行业公司研发费用率对比	17
图 36: 同行业公司资产周转率对比	17
图 37: 同行业公司 ROE 对比	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 分产品收入预测 (百万元)	19
表 2: 分产品毛利 (百万元) 及毛利率预测	19
表 3: 可比公司 PE 数据对比	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026