

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)	25.60
总股本/流通股本(亿股)	0.82 / 0.28
总市值/流通市值(亿元)	21 / 7
52周内最高/最低价	41.51 / 25.60
资产负债率(%)	7.1%
市盈率	22.63
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)

国产大飞机打开制造端增量市场，公司自研业务进展顺利

● 事件

2024年1月4日，中国东航接收的第4架C919前往扬州泰州国际机场进行飞行训练。截至2023年年底，东航C919机队已累计承运旅客近8.2万人次。

2023年12月23日，中国国航公告拟募集资金引进17架飞机，包括6架C919和11架ARJ21。

● 点评

1、两类业务、两大市场，外部发展机遇和内部长期布局形成双重增长动能。公司处于航材产业链，从业务分类看涵盖航材分销和自研航材两类业务，从客户类型看服务在役飞机运维市场和新飞机制造市场两大市场。面向航空运维市场的航材分销业务是公司的基本盘，随民航景气度恢复较快增长；面向新飞机制造市场的航材分销业务受益于C919生产交付提速的发展机遇；自研航材业务方面，公司较早开始布局航材国产化，产品品类不断丰富，生产基地逐渐成形，市场空间广阔。

2、航空运维市场航材分销业务基本盘稳固。面向航空公司和飞机维修公司(MRO)的航材分销业务与民航景气程度正相关，是公司收入、利润的基本盘。2023年，国内民航景气度回升，全年民航运输总周转量1188.3亿吨公里，同比增长98%，相当于2019年的92%；其中，国内航线运输周转量867.3亿吨公里，同比增长124%，相当于2019年的105%，国际航线运输周转量321.0亿吨公里，同比增长52%，相当于2019年的69%。受益于民航景气度回升，2023Q1-Q3，公司实现营收6.04亿元，同比增长49%，实现归母净利润0.78亿元，同比增长30%。展望2024年，国内民航业有望随国际航线的恢复保持较快增速，公司面向航空公司和MRO的航材分销业务有望保持较快增长。

3、C919生产交付提速打开制造端增量市场。航材分销是飞机生产制造的关键环节，波音和空客分别拥有大型航材分销商“波音分销”(Boeing Distribution Services Inc.)和“欧航航材”(SATAIR)。国际头部航材分销商伟司科2019财年收入中73%来自飞机制造端向OEM厂商及承包商的销售；新加坡航材分销公司AM Aerospace2019财年收入中45%来自飞机制造端向OEM及承包商的销售。由于国内大飞机C919处于起步阶段，目前公司对飞机制造商和OEM厂商的销售收入占比较低。根据公司招股书，2020年公司对中航工业和中国商飞的销售收入合计占比16%。2023年1月，中国商飞副总经理张玉金介绍，预计C919在5年内年产能规划将达到150架。随着C919生产交

付提速，制造端对于航材的需求有望快速提升，公司航材分销业务和自研航材业务有望充分受益。

**4、自研业务进展顺利，航材国产化空间广阔。**公司自研航材产品种类不断丰富，截至 2023H1 末，公司已有 102 种自研航材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、空客多型号客机上的进口航材；全资子公司润和新材料部分产品已经写入商飞标准材料手册。2023H1，公司收购嘉兴轻云，嘉兴轻云将主要负责航空、航天先进复合材料的研发、生产。公司自研业务将形成惠州、杭州两个生产基地，惠州润和生产基地将以航空特种胶带、航空化学品等为主要产品，2023Q3 末润和厂房已完工；杭州复合材料生产研发基地聚焦于高端预浸料、胶膜及国产化航空复合材料，2024 年 1 月 30 日，子公司润贝新材料于杭州市余杭区成功摘地。

**5、现金充裕、资产状况优秀，2022 年度利润分配占公司当年归母净利润的 63%。**截至 2023Q3 末，公司拥有货币资金 4.78 亿元，无短期/长期借款，流动比率 11.89，资产负债率仅 7.83%，公司资产状况优秀，经营风险较低。2022 年度，公司利润分配每 10 股派发现金红利 6.25 元，总分红金额 5000 万元，占公司当年可分配利润的 68%，占当年净利润的 63%。高分红比例凸显公司高度重视股东回报。

6、我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.95、1.21、1.69 亿元，对应当前股价 PE 分别为 20、16、11 倍，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

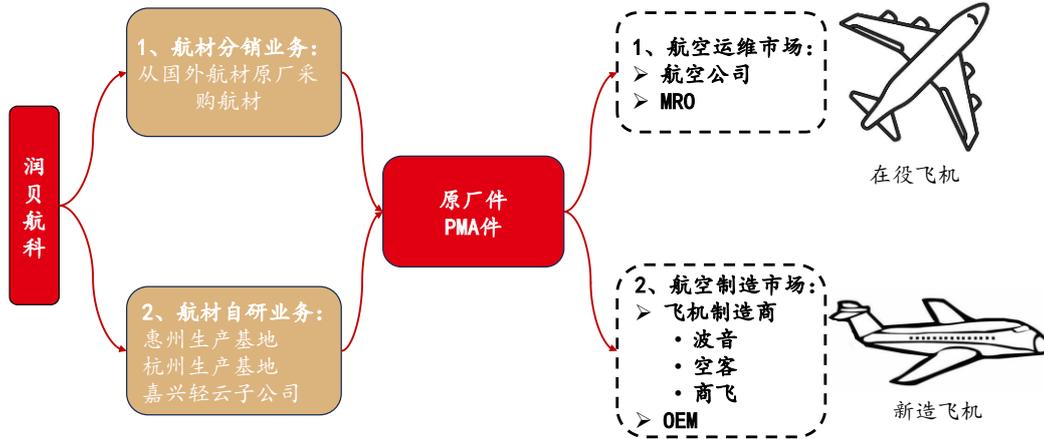
国内航空运输行业恢复不及预期；汇率波动等因素影响导致的采购价格上涨；自研自产业务发展不及预期；国产大飞机发展不及预期。

### ■ 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	827	1008	1216
增长率(%)	-19.33	47.20	21.82	20.70
EBITDA(百万元)	107.50	118.26	151.20	211.67
归属母公司净利润(百万元)	79.18	95.33	120.78	168.77
增长率(%)	-38.75	20.39	26.70	39.73
EPS(元/股)	0.96	1.16	1.47	2.05
市盈率(P/E)	23.92	19.87	15.68	11.22
市净率(P/B)	1.81	1.74	1.56	1.37
EV/EBITDA	23.82	20.72	16.27	11.51

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表1：公司主要业务模式和下游市场



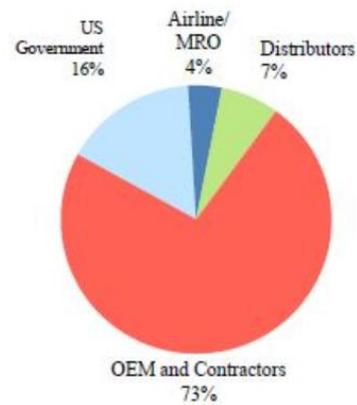
资料来源：中邮证券研究所

图表2：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3：伟司科 2019 财年销售收入结构



资料来源：Wesco 公告，中邮证券研究所

**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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	562	827	1008	1216	营业收入	-19.3%	47.2%	21.8%	20.7%
营业成本	403	604	726	870	营业利润	-39.8%	22.8%	26.7%	39.7%
税金及附加	0	1	1	1	归属于母公司净利润	-38.8%	20.4%	26.7%	39.7%
销售费用	35	51	62	75	<b>获利能力</b>				
管理费用	23	37	47	34	毛利率	28.3%	27.0%	28.0%	28.5%
研发费用	8	12	16	19	净利率	14.1%	11.5%	12.0%	13.9%
财务费用	4	-5	-4	-4	ROE	7.6%	8.7%	10.0%	12.2%
资产减值损失	-7	-11	-12	-13	ROIC	7.7%	8.3%	9.7%	12.0%
<b>营业利润</b>	<b>98</b>	<b>120</b>	<b>152</b>	<b>212</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	7.1%	9.7%	10.4%	10.8%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	13.02	9.14	8.30	7.83
<b>利润总额</b>	<b>98</b>	<b>120</b>	<b>152</b>	<b>212</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	18	24	31	43	应收账款周转率	3.16	3.84	3.54	3.53
<b>净利润</b>	<b>79</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>169</b>	存货周转率	3.99	4.22	4.04	4.19
归母净利润	79	95	121	169	总资产周转率	0.66	0.71	0.79	0.84
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.96</b>	<b>1.16</b>	<b>1.47</b>	<b>2.05</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.96	1.16	1.47	2.05
货币资金	540	400	391	415	每股净资产	12.75	13.26	14.73	16.78
交易性金融资产	121	121	121	121	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	179	264	322	388	PE	23.92	19.87	15.68	11.22
预付款项	11	16	20	23	PB	1.81	1.74	1.56	1.37
存货	161	231	268	313	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1036</b>	<b>1064</b>	<b>1158</b>	<b>1304</b>	净利润	79	95	121	169
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	-141	-92	-108
无形资产	14	13	13	12	其他	-11	7	9	9
<b>非流动资产合计</b>	<b>93</b>	<b>143</b>	<b>193</b>	<b>242</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>9</b>	<b>-35</b>	<b>41</b>	<b>74</b>
<b>资产总计</b>	<b>1129</b>	<b>1207</b>	<b>1351</b>	<b>1547</b>	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	76	91	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-167</b>	<b>-51</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>
其他流动负债	37	53	63	75	股权融资	503	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>80</b>	<b>116</b>	<b>139</b>	<b>167</b>	债务融资	0	-1	0	0
其他	1	1	1	1	其他	-31	-55	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>473</b>	<b>-56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>80</b>	<b>117</b>	<b>140</b>	<b>167</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>328</b>	<b>-140</b>	<b>-9</b>	<b>25</b>
股本	80	80	80	80					
资本公积金	613	613	613	613					
未分配利润	334	367	469	613					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	21	30	48	73					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1048</b>	<b>1090</b>	<b>1211</b>	<b>1379</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1129</b>	<b>1207</b>	<b>1351</b>	<b>1547</b>					

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
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。 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。	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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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