

核心产业实现快速增长，布局低空经济未来可期  
——安达维尔(300719)首次覆盖报告

## 增持|首次推荐

当前价： 20.91 元

## 基本数据

52周最高/最低价(元): 23.16 / 7.75

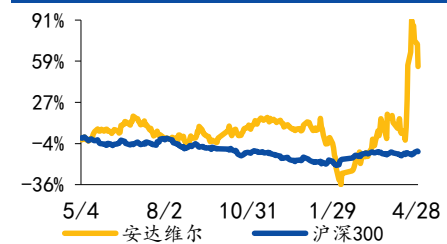
A股流通股(百万股): 179.62

A股总股本(百万股): 255.23

流通市值(百万元): 3755.86

总市值(百万元): 5336.77

## 过去一年股价走势



资料来源: Wind

## 相关研究报告

## 报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

联系人 王鹏

电话 021-51097188

邮箱 wangpeng@gyzq.com.cn

## 报告要点:

## ● 军用直升机核心配套商，一季度营业利润实现高速增长

公司是国内排名前列的航空座椅与飞机客舱设备制造商，拥有包括航空座椅在内的多个在细分领域内市占率领先的产品线。掌握包括 95% 生存率抗坠毁技术、动态仿真和人机功效等核心技术和工艺，在防务工业领域拥有较强的研制能力、稳定的客户及配套关系。经过二十余年的发展，逐步打造出机载设备研制、航空维修服务、测控及保障设备研制等多领域业务，近年更将能力拓展至智能设备研发与工业软件开发等领域。2024 年一季度营业总收入为 9675.24 万元，同比减少 3.25%；2024 年一季度归属母公司股东的净利润为 544.94 万元，较 2023 年同比增长 751.35%。主要是因为销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期有所增加。

● 营收、利润总额和订单储备均创新高，管理效率提升助推各项费用下降 2023 年，公司实现营业总收入 8.51 亿元，同比增加 106.25%；实现归属于母公司股东的净利润 1.13 亿元，同比实现扭亏并大幅增长 347.69%；这主要得益于航空座椅交付结算量大幅增长、训练系统设备重大项目交付、民航业复苏带动航空维修业务增长、运营效率与成本控制能力的持续提高。期间费用率方面，公司相较于去年销售费用、管理费用、研发费用和财务费用都有所下降，分别下降 2.60pct、14.2pct、9.00pct 和 0.37pct。与此同时，若干新研产品取得积极进展，先后实现新研地面座椅的交付、SIPDM 科研管理系统软件的交付与实施、电源拖动系统中标、直升机伴随保障系统的采购流程顺利推进。

## ● 机载设备业绩实现高速增长，多项业务取得突破性进展

机载设备研制业务营业收入 49,803.54 万元，占主营业务收入 58.53%，同比增加 293.07%。营收大幅增长主要源于报告期内公司某重点型号航空座椅交付结算量增长，直升机模拟训练系统完成集中交付，以及航空厨房插件等客舱系统设备业务持续成长。航空维修业务营业收入 18,303.26 万元，占主营业务收入 21.51%，同比增加 22.55%，主要得益于民航业的持续复苏、公司民航维修市场拓展及内部运营管理能力提升。与此同时，公司于报告期内正式启动飞机复合材料结构件维修的能力建设，积极培育新的业务增长点。测控设备研制业务营业收入 11,905.24 万元，占主营业务收入 13.99%，同比增加 9.60%。包括电源拖动台、航电系统“铁鸟”试验台架、综合顶装车、发动机辅助安装车、故障数据模拟发生软件、无人机通用分布式自动化测试系统软件等产品先后实现中标或交付。

## ● 加强研发巩固核心优势，多领域布局保障可持续发展

2023 年研发投入 6667.93 万元，占营业收入的 7.84%，公司不断推出新的产品设计，对成熟产品、技术与工艺进行改进，对平台型产品与技术进行持续投入，2023 年公司分别在航空座椅、座椅系统新平台建设、飞机内饰系统研究、多型号无线电罗盘等导航设备、复材构件新平台建设、航电产品国产化、模拟训练系统、航空厨房插件、民航机载设备维修能力建设及技术升级改造、超越集成产品研发管理信息系统方面进行研发投入，未来有望

进一步提升航空座椅领域市场占比，巩固公司的市场地位，在其他业务研发项目的顺利推进将开拓公司多板块发展，保障未来公司可持续发展。

● **首个 CTSOA 适航证书制造商，丰富适航经验助力民用飞机国产替代化**

公司是国内首个获得航空厨房插件 CTSOA 适航证书的制造商，是国内首家同时具备航空厨房烤箱、热水器、咖啡机等全系列航空厨房插件产品的研发与取证能力的企业。公司作为民机机载设备国产化的先行者，航空厨房插件产品已交付 ARJ21 客机使用并取得良好的市场反馈。2023 年公司持续完成了多个航空厨房插件系列产品的取证工作，部分产品进行了国产大飞机的试装。在国产飞机客舱设备供应链中，具备同时为航空公司及飞机制造商提供线装（SFE）和选装（BFE）设备的能力。随着 ARJ21 和 C919 相继正式投入商业运行，但民用飞机机载设备主要由跨国龙头企业垄断，国产化替代趋势发展显著。增长潜力巨大。

● **深耕航空飞行领域多年拥有先发优势，低空经济有望成为公司业绩新增长极**

2023 年，中央经济工作会议提出“打造生物制药、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业”，2024 年，在第十四届全国人民代表大会第二次会议上，低空经济首次写入政府工作报告。其中用于城市间通勤用途的电动垂直起降飞行器（eVTOL）产业链受到追捧，有望成为下一个“千亿级产业”。公司座椅、导航系统、客舱设备、测控及保障设备、维修与复合材料结构件制造等产品已大量装备并应用于直升机领域，产品应用场景与低空经济适配度高，其核心技术可延伸至低空经济领域，具备独特的竞争优势，目前正在以现有产品为基础开发 eVTOL 产品，并广泛与行业客户进行业务接洽及技术对接，部分客户就具体产品已进入商务洽谈阶段。

● **投资建议与盈利预测**

安达维尔作为航空航天与防务工业领域的高端装备制造企业，目前已经发展成能够为航空器全生命周期提供解决方案的综合性供应商，未来随着公司多业务的突破性进展和低空经济发展的旺盛需求拉动下，公司未来业绩有望保持较高速增长，预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 1.41 亿元、1.74 亿元、2.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.55、0.68、0.80 元/股。对应目前股价 PE 分别为 34.00 倍、27.65 倍和 23.43 倍，给予“增持”的投资评级。

● **风险提示**

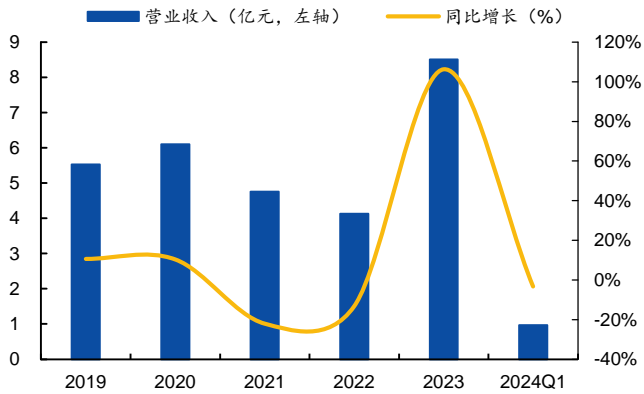
下游型号放量不及预期、上游原材料波动、高端人才流失、重点项目未中标、库存、资金等风险

**附表：盈利预测**

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	412.55	850.86	964.27	1141.81	1337.20
收入同比(%)	-13.23	106.25	13.33	18.41	17.11
归母净利润(百万元)	-45.82	113.48	141.44	173.91	205.21
归母净利润同比(%)	-539.45	347.69	24.64	22.96	18.00
ROE(%)	-4.72	10.46	12.02	13.52	14.52
每股收益(元)	-0.18	0.44	0.55	0.68	0.80
市盈率(P/E)	-104.95	42.37	34.00	27.65	23.43

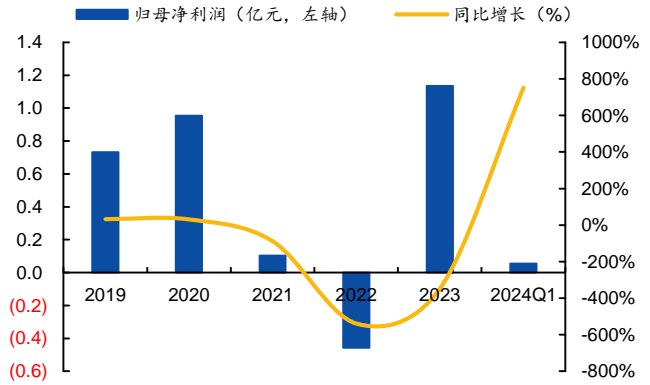
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：公司近 5 年营业收入情况



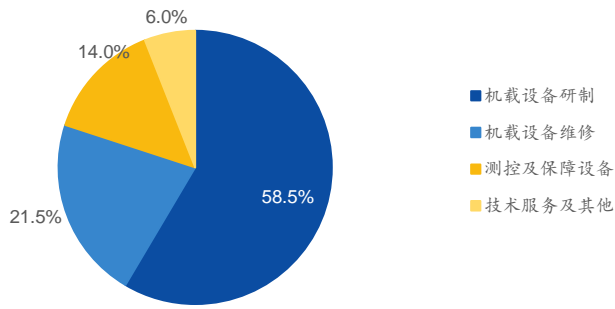
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：2023 年归母净利润由负为盈



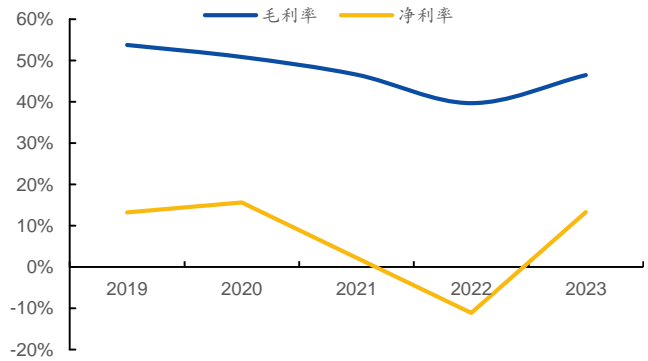
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2023 年公司营收结构



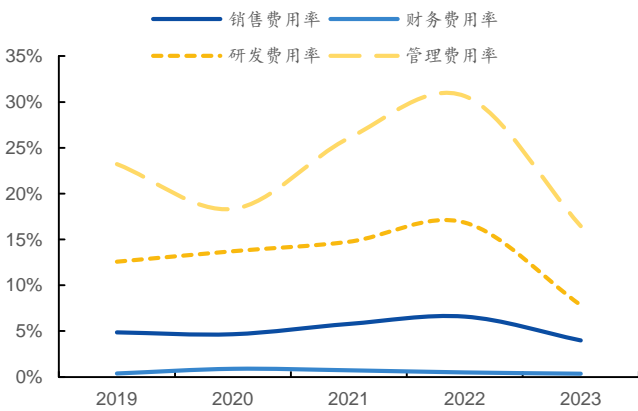
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司近 5 年毛利率与净利率



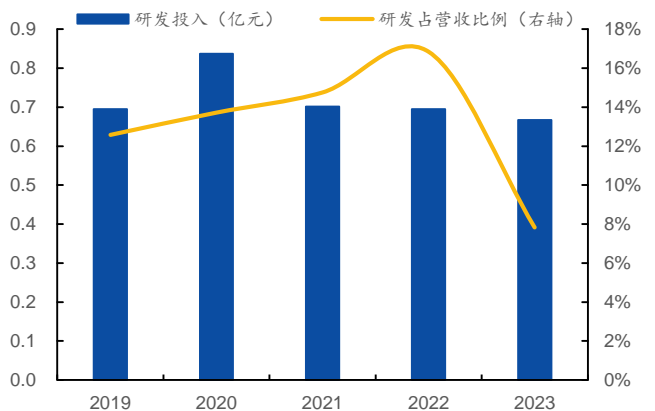
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司近 5 年期间费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：近 5 年研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1049.53	1407.01	1534.32	1750.08	1974.41
现金	207.76	297.48	267.57	277.54	274.22
应收账款	481.53	753.78	979.38	1141.28	1317.90
其他应收款	7.63	7.57	13.15	14.61	16.63
预付账款	10.60	21.53	23.62	27.71	32.71
存货	283.33	292.88	203.52	239.75	281.50
其他流动资产	58.68	33.78	47.09	49.19	51.45
<b>非流动资产</b>	191.40	182.59	165.06	150.50	135.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	117.14	111.88	99.28	86.53	73.70
无形资产	10.38	9.47	7.62	5.75	3.89
其他非流动资产	63.89	61.24	58.17	58.22	57.87
<b>资产总计</b>	1240.93	1589.59	1699.39	1900.58	2109.87
<b>流动负债</b>	245.76	479.87	496.47	588.69	670.61
短期借款	83.16	165.16	201.26	248.05	283.77
应付账款	87.26	174.49	188.87	223.00	261.85
其他流动负债	75.35	140.22	106.34	117.64	124.98
<b>非流动负债</b>	24.39	19.33	20.83	20.28	20.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	24.39	19.33	20.83	20.28	20.51
<b>负债合计</b>	270.15	499.19	517.30	608.97	691.12
少数股东权益	0.00	5.01	5.01	5.01	5.01
股本	255.35	255.23	255.23	255.23	255.23
资本公积	473.06	473.59	473.59	473.59	473.59
留存收益	252.30	365.78	456.17	566.46	693.44
归属母公司股东权益	970.78	1085.40	1177.08	1286.61	1413.75
<b>负债和股东权益</b>	1240.93	1589.59	1699.39	1900.58	2109.87

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-25.68	30.64	-7.27	29.24	38.99
净利润	-45.82	113.49	141.44	173.91	205.21
折旧摊销	17.56	13.68	14.38	14.36	14.35
财务费用	2.01	2.95	6.11	7.99	9.76
投资损失	-0.06	0.00	-7.10	-7.00	-7.00
营运资金变动	-18.15	-146.24	-174.29	-176.43	-201.96
其他经营现金流	18.78	46.77	12.19	16.40	18.63
<b>投资活动现金流</b>	-10.14	-18.13	8.42	5.87	8.13
资本支出	10.92	18.63	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.78	0.50	8.42	5.87	8.13
<b>筹资活动现金流</b>	-5.61	73.67	-31.06	-25.14	-50.44
短期借款	1.36	82.00	36.10	46.80	35.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1.32	-0.12	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	15.32	0.53	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-23.61	-8.74	-67.16	-71.94	-86.16
现金净增加额	-41.43	86.18	-29.91	9.97	-3.32

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	412.55	850.86	964.27	1141.81	1337.20
营业成本	248.86	455.46	507.70	600.85	704.39
营业税金及附加	3.27	7.94	9.00	10.65	12.48
营业费用	27.14	33.84	38.35	45.41	53.18
管理费用	126.40	139.85	173.57	199.82	227.32
研发费用	69.49	66.68	75.00	88.81	104.01
财务费用	2.01	2.95	6.11	7.99	9.76
资产减值损失	-4.41	-16.11	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动收益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
投资净收益	0.06	0.00	7.10	7.00	7.00
<b>营业利润</b>	-62.07	125.34	166.91	200.50	238.29
营业外收入	0.00	0.08	0.06	0.06	0.06
营业外支出	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
<b>利润总额</b>	-62.58	124.90	166.44	200.04	237.83
所得税	-16.77	11.41	25.01	26.13	32.62
<b>净利润</b>	-45.82	113.49	141.44	173.91	205.21
少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	-45.82	113.48	141.44	173.91	205.21
EBITDA	-42.50	141.97	187.40	222.85	262.40
EPS (元)	-0.18	0.44	0.55	0.68	0.80

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-13.23	106.25	13.33	18.41	17.11
营业利润(%)	-1425.23	301.94	33.17	20.12	18.85
归属母公司净利润(%)	-539.45	347.69	24.64	22.96	18.00
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.68	46.47	47.35	47.38	47.32
净利率(%)	-11.11	13.34	14.67	15.23	15.35
ROE(%)	-4.72	10.46	12.02	13.52	14.52
ROIC(%)	-5.62	12.58	13.62	14.81	15.39
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.77	31.40	30.44	32.04	32.76
净负债比率(%)	32.86	34.19	39.98	41.65	41.87
流动比率	4.27	2.93	3.09	2.97	2.94
速动比率	3.01	2.24	2.63	2.51	2.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.33	0.60	0.59	0.63	0.67
应收账款周转率	0.76	1.27	1.03	1.00	1.01
应付账款周转率	2.74	3.48	2.79	2.92	2.91
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.18	0.44	0.55	0.68	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	0.12	-0.03	0.11	0.15
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.25	4.61	5.04	5.54
<b>估值比率</b>					
P/E	-104.95	42.37	34.00	27.65	23.43
P/B	4.95	4.43	4.09	3.74	3.40
EV/EBITDA	-110.05	32.95	24.96	20.99	17.82

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188