

**安达维尔 (300719.SZ)**
**直升机抗坠毁座椅龙头，扩展机载业务迎来高速发展**
**评级：买入(首次)**
**市场价格：10.45**
**分析师：李聪**

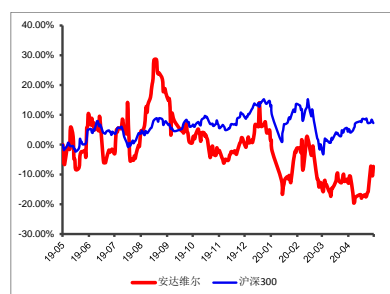
执业证书编号：S0740520050002

电话：010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	254.28
流通股本(百万股)	131.89
市价(元)	10.45
市值(百万元)	2657.24
流通市值(百万元)	1378.20

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	499	552	751	964	1,231
增长率 yoy%	13.54%	10.63%	35.89%	28.45%	27.63%
净利润	55.44	73.15	100.06	132.39	175.18
增长率 yoy%	-38.26%	31.94%	36.80%	32.30%	32.32%
每股收益(元)	0.22	0.29	0.39	0.52	0.69
每股现金流量	-0.40	-0.02	-1.18	0.25	-1.45
净资产收益率	5.86%	7.47%	6.47%	7.69%	7.33%
P/E	47.93	36.33	26.56	20.07	15.17
PEG	1.42	1.08	7.22	0.60	0.45
P/B	2.81	2.71	1.72	1.54	1.11

注：采用 2020/5/22 行情数据

**投资要点**

- **航空技术解决方案综合提供商，近年业务规模稳步扩大，研发投入上升迅速。**北京安达维尔科技股份有限公司成立于 2001 年，是集航空机载设备研制、航空维修、测控设备研制和信息技术开发等业务为一体的上市公司，业务涵盖飞机全寿命环节。公司持续聚焦主业，机载设备研制成为最大业务类别，占比达 50% 以上，对业绩贡献持续上升。公司近年不断加大研发投入，在保持技术优势的同时，为公司后续持续发展提供了稳定支持。
- **机载设备直升机抗坠毁座椅龙头，受益军民航空产业发展业务规模稳步提升。**公司机载设备研制业务的主要产品包括机载机械设备、机载电子设备和 PMA 产品。公司具备 95% 直升机抗坠毁生存率座椅的研制能力及动态仿真、人机功效等核心技术，招股书披露防务类直升机驾驶员抗坠毁座椅占据国内 80% 以上市场份额，市场领先优势明显。从发展角度来看，中国航空产业处于国家战略发展状态，军用航空方面，军费支持装备需求稳定，加之军机更新换代提供空间。民用航空方面，受益于客运、货运运输增长趋势，未来 20 年国内民机市场规模将达到 1.4 万亿美元，民用航空机载设备市场潜力巨大。
- **公司航空维修业务位处第三方维修行业前列，维修覆盖面广。**公司拥有 CAAC、EASA、FAA、JMM 等维修许可证书，覆盖的维修专业包括机载计算机维修、通讯/导航系统维修、电气系统维修、仪表显示系统维修、气动维修、电机维修、液压维修、复合材料维修、机轮刹车维修等，维修专业覆盖面广。我国航空维修产业呈现快速发展趋势，市场规模已突破千亿，预计未来整个行业规模仍将以近 10% 的增速快速发展，公司航空维修业务有望受益于行业规模高速增长。
- **直升机原位检测设备为国内首创，测控设备研制业务未来具备较大成长性。**公司为国内一流的机载设备及测控设备的提供商。公司在航空、航天及相关领域测控设备类型包括机上原位检测设备、地面综合实验设备、通用自动检测设备、专用测试设备等；其中，公司直升机原位检测设备为国内首创。公司该业务主要客户为军工企业和军方；2018 年，中国航空测试设备市场规模达到了 4.71 亿美元，是航空测试设备全球增长最快的地区，加之军民机队建设不断扩大，为测控设备行业不断增添需求，预计 2025 年国内市场将达到 6.85 亿美元，公司测控设备研制业务前景广阔。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 7.51/9.64/12.31 亿元，同比增长 35.89%/28.45%/27.63%；实现归母净利润 1.00/1.32/1.75 亿元，同比增长 36.80%/32.30%/32.32%，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.39/0.52/0.69 元，对应 PE 分别为 27/20/15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**军费增长不及预期；民航部附件维修业务增长不及预期；募投项目成果不及预期；新冠疫情对公司产品交付或日常经营产生不利影响。

## 内容目录

<b>航空技术解决方案综合提供商，业务规模稳步提升</b> .....	<b>- 5 -</b>
航空技术解决方案综合提供商，业务涵盖飞机全寿命环节 .....	- 5 -
业务规模稳步扩大，研发投入大幅上升 .....	- 6 -
股权激励健全人才机制，变更募投项目提升科研能力 .....	- 9 -
<b>机载设备直升机抗坠毁座椅龙头，受益航空产业发展稳步提升</b> .....	<b>- 10 -</b>
多类机载设备同步研制，抗坠毁座椅市场占有率领先 .....	- 10 -
现役军机队伍仍待发展，军品市场需求稳定增长 .....	- 12 -
国内民航产业稳步发展，未来民机市场规模达万亿 .....	- 14 -
航空产业链准入门槛高，公司机载设备研制处于领先地位 .....	- 16 -
<b>航空维修业务覆盖广阔，业务盈利能力处领先地位</b> .....	<b>- 17 -</b>
公司航空维修业务覆盖广，技术水平领先 .....	- 17 -
航空维修业务呈千亿规模，市场竞争逐渐加剧 .....	- 21 -
<b>国内首创直升机原位检测设备，业务未来具备较大成长性</b> .....	<b>- 23 -</b>
公司测控设备业务备受好评，直升机原位检测设备先发优势显著 .....	- 23 -
受益于军民机队的持续增长，测控设备需求规模稳定 .....	- 24 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 25 -</b>
盈利预测与投资建议 .....	- 25 -
相对估值 .....	- 26 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 27 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构.....	- 5 -
图表 3: 公司全资子公司概况.....	- 6 -
图表 4: 航空产业行业及业务.....	- 6 -
图表 5: 近 7 年营业收入与增速.....	- 7 -
图表 6: 近 7 年归母净利润与增速.....	- 7 -
图表 7: 2015-2019 年度净资产收益率.....	- 7 -
图表 8: 期间费用变化情况 (百万元) .....	- 7 -
图表 9: 公司业务构成变化 .....	- 8 -
图表 10: 毛利率变化情况.....	- 8 -
图表 11: 公司 2019 年股权激励计划解锁条件 .....	- 9 -
图表 12: 公司原募集资金使用计划 (万元) .....	- 9 -
图表 13: 公司变更后募集资金使用计划 (万元) .....	- 10 -
图表 14: 公司机载机械设备主要产品.....	- 11 -
图表 15: 公司机载电子设备主要产品.....	- 11 -
图表 16: 公司 PMA 主要产品.....	- 12 -
图表 17: 国防开支预算持续增长.....	- 13 -
图表 18: 2018 年各国军费支出及占 GDP 比重 .....	- 13 -
图表 19: 中美军用飞机数量对比 (架) .....	- 14 -
图表 20: 中国民航运输总周转量 (亿吨公里) .....	- 14 -
图表 21: 中国客运总周转量 (亿人公里) .....	- 14 -
图表 22: 中国民航货邮周转量 (亿吨公里) .....	- 15 -
图表 23: 中国与全球现役机队规模 (架) 与 RPK 预测.....	- 15 -
图表 24: 国外主要机载设备制造商 .....	- 16 -
图表 25: 可比公司机载设备研制业务规模 (亿元) .....	- 17 -
图表 26: 可比公司机载设备研制业务毛利率.....	- 17 -
图表 27: 维修对象及企业类别分类 .....	- 18 -
图表 28: 公司电子设备维修业务范围.....	- 19 -
图表 29: 公司机载机械设备主要产品.....	- 19 -
图表 30: 我国航空维修行业市场容量 (亿元) .....	- 21 -
图表 31: 航空维修结构占比 .....	- 21 -
图表 32: 2019-2029 民航维修市场增速预测 .....	- 22 -
图表 33: 我国民航局(CAAC)批准的国内外/地区维修单位数量统计情况 .....	- 22 -

图表 34: 2019 年公司维修业务同业竞争公司 .....	- 22 -
图表 35: 公司测控设备研制主要产品 .....	- 23 -
图表 36: 中国航空测试设备规模及趋势 .....	- 25 -
图表 37: 全球主要地区航空测试市场规模占比 .....	- 25 -
图表 38: 业绩拆分 .....	- 25 -
图表 39: 公司上市以来 PE(LYR) .....	- 26 -
图表 40: 公司上市以来 PS .....	- 26 -
图表 41: 公司上市以来 PB .....	- 26 -
图表 42: 可比公司估值对比 .....	- 27 -
图表 43: 盈利预测 .....	- 28 -

## 航空技术解决方案综合提供商，业务规模稳步提升

### 航空技术解决方案综合提供商，业务涵盖飞机全寿命环节

- 北京安达维尔科技股份有限公司成立于 2001 年 12 月，为中关村国家自主创新示范区内注册的高新技术企业，是集航空机载设备研制、航空维修、测控设备研制和信息技术开发等业务为一体的航空技术解决方案综合提供商，2017 年 11 月于深交所创业板上市。
- 公司成立之初主营航空机载电子设备维修业务，随后陆续获得中国 CAAC、欧洲 EASA、美国 FAA 三大全球主流适航主体颁发的维修许可资质。公司自 2004 年陆续设立子公司，拓展其业务，公司客户覆盖军方、商业航空、通用航空及航空制造企业等用户。

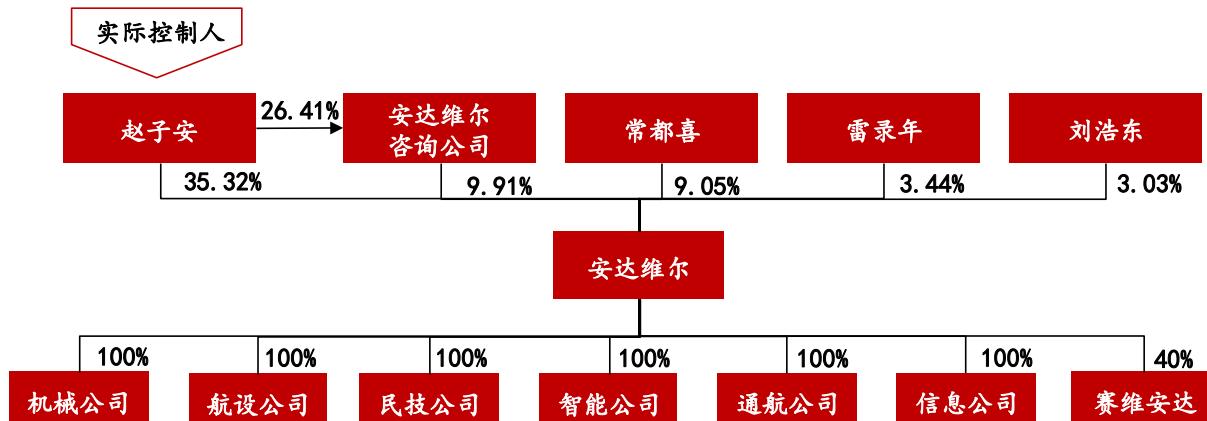
图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司目前拥有机械公司、航设公司、民技公司、智能公司、通航公司、信息公司六家全资子公司，业务涵盖机载设备研制、测控设备研制、航空维修和信息技术开发领域，涵盖了飞机设计、制造、运营和维修的全寿命环节，形成了跨度较深的纵向一体化优势，涉足民用和防务领域两个市场。
- 2015 年 7 月，公司与中航工业赛维航电科技有限公司共同出资组建北京中航赛维安达科技有限公司，为公司持股 40% 的联营企业。赛维安达是国有控股企业，主要为军方和军工企业提供国产机载电子设备维修服务，业务范围涵盖陆航各单位，正积极拓展空海军市场。

图表 2：公司股权结构



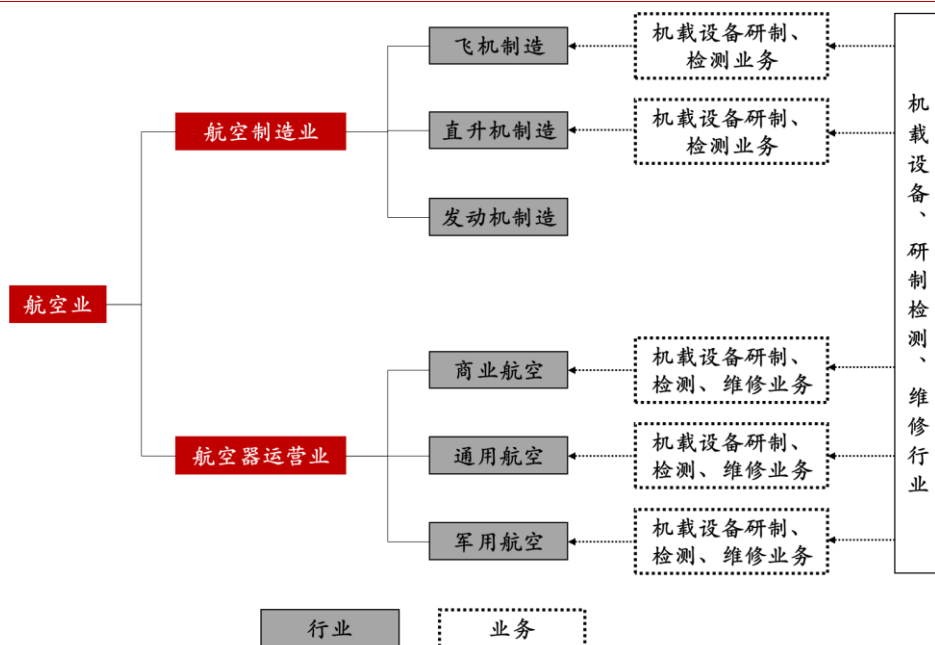
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：公司全资子公司概况**

名称	设立日期	公司简介
北京安达维尔机械维修技术有限公司	2004.07	主要为各航空公司提供航空机载机械设备维修服务
北京安达维尔航空设备有限公司	2006.06	主要为军方和军工企业研制航空机载设备和测控设备
北京安达维尔民用航空技术有限公司	2011.05	主要为各航空公司和民用飞机制造商研制航空机载设备（包括 PMA 产品）
北京安达维尔智能技术有限公司	2013.03	主要为民用飞机制造商和航空公司等客户提供科研、生产、使用、维修等过程所需的测控设备和技术解决方案
北京安达维尔通用航空工程技术有限公司	2013.11	主要为包括公务机在内的通用航空公司提供航空机载设备维修、飞机加改装和航材贸易等服务
北京安达维尔信息技术有限公司	2018.12	军工信息系统开发及系统解决方案服务

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司业务领域位于航空产业链中下游。**公司布局于包括机载设备研制、测控设备研制、航空维修和信息技术开发，涵盖了飞机设计、制造、运营和维修的全寿命环节，涉足民用和防务领域两个市场。各业务单元能够互相借鉴和支援，两个市场领域技术优势互补，从而形成了程度较深的纵向一体化优势。

**图表 4：航空产业行业及业务**


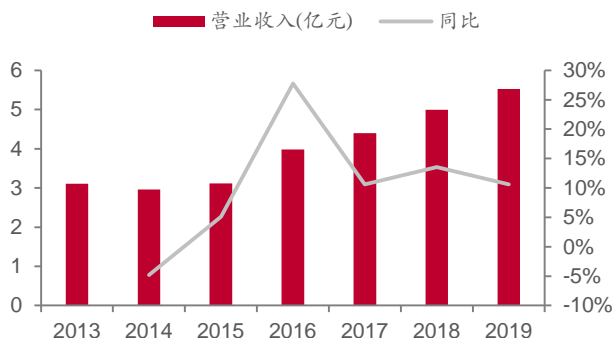
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 业务规模稳步扩大，研发投入大幅上升

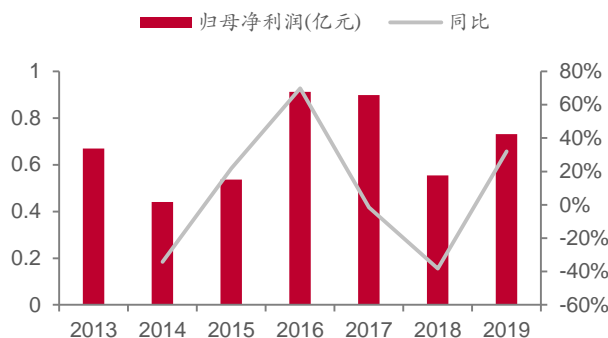
- **公司近年整体业绩稳步增长。**公司 2013 年以来营收增长稳定，2017 年上市以来营收同比增长率保持在 10%到 14%的水平，2019 年实现营收 5.52



亿元，同比增长 10.63%。公司近年归母净利润有所波动，其中 2017 年和 2018 年归母净利润有所下降，主要系公司为未来战略发展在各方面投入有所增加，包括：（1）公司研发投入增加较多；（2）为保证未来战略发展进行人员储备，相关人力费用增加；（3）2018 年新增两个办公厂区并投入运营，相应费用增加。

**图表 5：近 7 年营业收入与增速**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 6：近 7 年归母净利润与增速**


来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司近两年投入大幅上升，净资产收益率有所下滑。公司自 2017 年起净资产收益率下降较快，主要是由于公司为满足中长期战略发展需要，在 2017 年和 2018 年对产能、研发及员工方面投入大幅上升，销售净利率及资产周转率相应有所下降。2019 年公司净资产收益率有所回升，主要是由于 2019 年公司各业务均实现了增长，且公司推行质量、营销、科研管理改进及成本控制工作取得了成效。

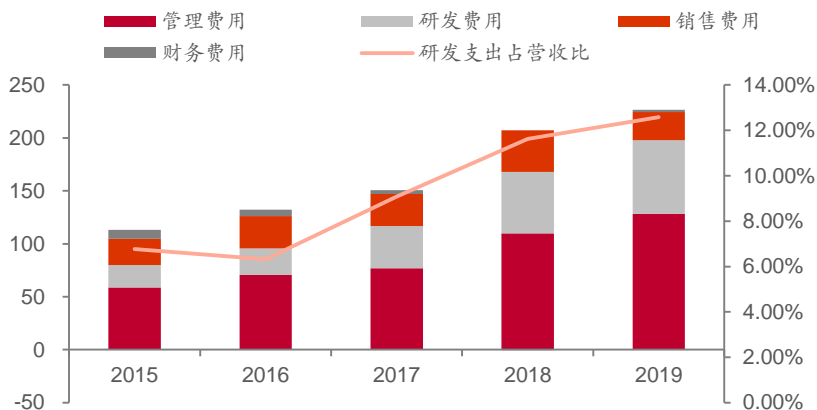
**图表 7：2015-2019 年度净资产收益率**

	2015	2016	2017	2018	2019
ROE(%)	22.18	27.04	18.57	5.55	7.60
销售净利率	0.23	0.23	0.20	0.11	0.13
权益乘数	2.02	1.59	1.16	1.23	1.32
资产周转率	0.64	0.71	0.50	0.44	0.45

来源：Wind，公司年报，中泰证券研究所

- 研发费用持续增长，2018 年期间费用大幅上升。公司 2018 年期间费用较 2017 年有较大增长，主要系公司拓展业务及厂区、加大研发投入导致的相关费用上升；2018 年公司研发投入为 0.58 亿元，同比增长 47.52%。2019 年公司销售费用同比减少了 31.91%，主要系公司业务聚焦及成本控制管理导致销售活动费用同比减少以及全面质量管理提升导致销售服务费用同比减少。

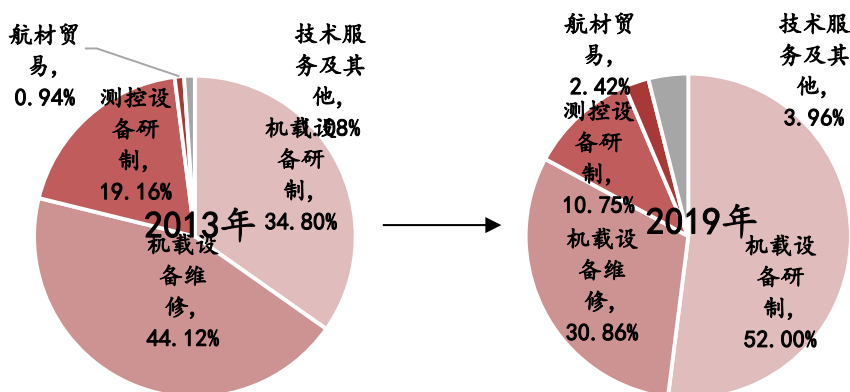
**图表 8：期间费用变化情况（百万元）**



来源: Wind, 公司年报, 中泰证券研究所

- 从各业务来看, 机载设备研制成为最大业务类别, 对业绩贡献持续上升。2013 年, 公司最大业务类别为机载设备维修业务, 占比为 44.12%; 其次为机载设备研制业务, 占比为 34.80%。自 2014 年以来公司机载设备研制业务保持较快成长, 占公司主营业务比例持续上升, 2019 年机载设备研制业务占比达到 52%, 成为公司最大业务类别; 其次为机载设备维修业务, 占比为 30.86%, 该两项业务为公司主要收入来源。

图表 9: 公司业务构成变化

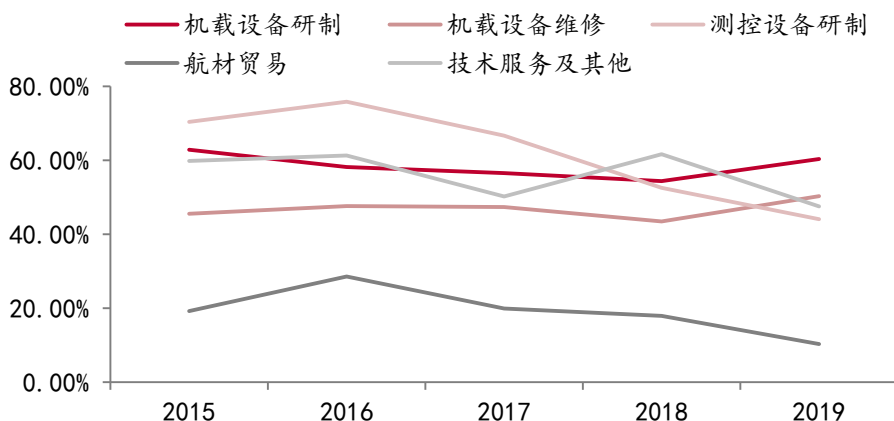


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 设备研制与设备维修业务毛利率稳定。公司近年设备研制与设备维修业务略有下降, 在 2019 年得到较大幅度回升; 其他业务毛利率呈缓慢下降趋势。2019 年设备研制和设备维修毛利率回升主要系公司推行了成本控制和成本改进措施, 使盈利能力得到了提升。

图表 10: 毛利率变化情况





来源: Wind, 中泰证券研究所

### 股权激励健全人才机制, 变更募投项目提升科研能力

- **2018年5月及2019年6月, 公司分别实施了限制性股票激励计划。**为健全公司长效激励机制, 充分调动公司中高层管理人员、技术骨干人员的积极性, 于2018年5月10日, 以8.50元/股的授予价格向65名激励对象授予限制性股票138万股, 占授予前公司股本总额的0.5476%。2019年6月6日, 公司实施了2019年限制性股票激励计划, 以5.60元/股的授予价格向53名激励对象授予限制性股票142万股, 占授予前公司股本总额的0.56%。
- **2019年公司扣非净利润同比增长58.99%, 已顺利达成第一个解售考核目标。**

**图表 11: 公司 2019 年股权激励计划解锁条件**

解除限售期	业绩考核目标	解锁比例
第一个解除限售期	以 2018 年业绩为基数, 2019 年度净利润 (扣非后) 增长率不低于 40%	40%
第二个解除限售期	以 2018 年业绩为基数, 2020 年度净利润 (扣非后) 增长率不低于 70%	30%
第三个解除限售期	以 2018 年业绩为基数, 2021 年度净利润 (扣非后) 增长率不低于 100%	30%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **2019年12月, 公司终止部分募投项目并将剩余募投资金投入新项目、永久补充流动资金及调整募集资金使用计划。**近年来我国新型航空产品推出速度、技术迭代更新不断加快, 为提高产品在行业中竞争力及地位, 更好发挥企业投资的推动作用, 使募集资金投资效益最大化, 公司决定终止原募投计划中大量投资于固定资产类的项目, 调整为成果转化效果更快的研发及技术类项目的投资。

**图表 12: 公司原募集资金使用计划 (万元)**

项目名称	项目总投资	募集资金投资
航空机载产品产业化项目	17,651.96	7,000
航空测试设备产业化项目	21,669.43	3,265.73
航空机载电子设备维修生产线扩展及技术改造项目	9,022.51	5,000

航空机载机械设备维修生产线扩展项目	8,010.10	5,000
研发实验室建设项目	8,352.92	7,000
补充流动资金	20,000	20,000
<b>总计</b>	<b>84,706.92</b>	<b>47,265.73</b>

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司新增募投项目预计极大提升公司研发能力和技术水平。**新增的航空装备研发能力建设项目将通过研发新型的航空机载产品、测控设备、信息技术系统产品等，不断推出具有高技术含量、高附加值的新产品及技术解决方案，使公司拥有一批具有自主知识产权的专有和专利技术；民航机载设备研制及维修保障能力扩展建设项目的实施将使公司拥有一批具有自主知识产权的专有和专利技术，保持并扩大公司在民用航空领域相关业务的技术领先优势。

**图表 13：公司变更后募集资金使用计划（万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金投资
航空装备研发能力建设项目	6,750.00	6,750.00
民航机载设备研制及维修保障能力扩展建设项目	4,300.00	4,300.00
研发实验室建设项目	5,859.74	5,859.74
补充流动资金	7,701.19	7,701.19
<b>总计</b>	<b>24,610.93</b>	<b>24,610.93</b>

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 机载设备直升机抗坠毁座椅龙头，受益航空产业发展稳步提升

### 多类机载设备同步研制，抗坠毁座椅市场占有率领先

- 公司的机载设备研制业务的主要产品包括机载机械设备、机载电子设备和 PMA 产品。在公司机载设备研制业务中，机载机械设备营收占比最高，其次为机载电子设备和 PMA 产品。
- **机载机械设备：**
- **公司为抗坠毁座椅主要供应商，市场占有率领先。**公司机载机械设备包括为各型军民用直升机、飞机提供的系列座椅、航空厨房综合系统、航空真空卫生系统等。其中，绝大部分销售收入来源于座椅产品，其类型有驾驶员座椅、机械师座椅、操作员座椅、旅客座椅等，目前投产和在研的产品超过 50 种型号。
- **公司抗坠毁座椅市场份额处于国内领先地位。**根据公司招股书，公司已具备 95% 直升机抗坠毁生存率座椅的研制能力以及动态仿真、人机功效等核心技术，在直升机和固定翼运输机的驾驶员、操作员等空勤人员座椅市场上拥有优势地位，其中防务类直升机驾驶员抗坠毁座椅占据国内 80% 以上市场份额，是国内领先的抗坠毁座椅制造商。

图表 14: 公司机载机械设备主要产品

座椅产品分类	座椅产品样图	主要功能及用途
驾驶员座椅		主要用于固定翼通勤飞机、大型运输机和水陆两用飞机。公司具有几十余种型号产品，部分产品已取得中国民航的技术标准规定项目批准书（CTSOA）。
旅客座椅		主要用于通勤类固定翼飞机。多种型号产品分别随机或独立取得中国民航的技术标准规定项目批准书（CTSOA）。
直升机座椅		主要用于各类直升机目前已掌握了多款吸能装置研制的核心技术并成功应用于各型抗坠毁座椅。目前公司在研及批产的直升机座椅 30 余个型号，其中大部分具备抗坠毁特性。

来源：公司公告，中泰证券研究所

#### ■ 机载电子设备:

- 公司的机载电子设备主要为军民两用的通讯导航产品，包括无线电高度表、无线电罗盘和机内通话设备等。未来公司机载电子设备研制业务将着重拓展综合显示系统及软件无线电等领域。
- 公司无线电导航设备实现新一代主力机型装机量产。公司在 2019 年完成了无线电罗盘、无线电高度表功能线程等项目的研发，且公司无线电高度表和无线电罗盘产品取得量产新型号直升机的采购订单，此部分业务在多年的积累下获得了较大的突破，实现了公司机载设备在新一代主力机型上的装机量产；同时，在某型号地平仪、备用显示器等项目上完成了国产化替代的研制工作。公司在研发方面的大力投入将保持其核心技术优势，也将为公司持续发展提供稳定支持。

图表 15: 公司机载电子设备主要产品

无线电罗盘	无线电高度表	机内通话设备
		
接收地面无线电台信号，连续指示角度并输出地面台的识别音，为飞机提供方位导航设备	通过发射无线电波并检测反射波来实时测量飞机对地高度	实现机内外通信，能够接收电台信号、导航信号和告警信号，为飞行员提供清晰的音频信号。

来源：公司公告，中泰证券研究所

### ■ PMA 产品:

- PMA 产品是指安装在型号合格产品上的具备民用航空器零部件制造人批准证书的更换件和改装件。PMA 产品是市场经济的产物，是航空工业发展到一定阶段而必然产生的结果。目前，在 PMA 产品中包括两种类型，一种是原生产厂家的 PMA 产品；另一种是第三方厂家生产的替换产品。
- 公司目前 PMA 产品主要为民用飞机的照明、娱乐系统，包括波音天空内饰、公务舱和经济舱阅读灯、机载娱乐系统产品以及波音、空客飞机的座椅附件，公司 PMA 产品增添了民用客舱内的美观性与娱乐性。虽然 PMA 业务收入占比较小，但随着用户对于民用客机的乘坐体验的逐步提升，PMA 产品收入未来将逐步提高。
- 公司具备客舱整体方案研发能力。公司目前具备座椅、厨卫、照明、娱乐和内饰等客舱系统设备研发生产能力，作为商飞的合作供应商，已向批量交付的 ARJ21 供货；同时，公司正与国际主流飞机制造商积极推进作为客舱设备供应商的合作事宜。

图表 16: 公司 PMA 主要产品

PMA 系统	产品	产品样图	主要功能及用途
照明系统	旅客阅读灯		可为 B737、A320 等主流机型提供多情景舱内照明设备，还可为各机型经济舱、商务舱提供不同件号的旅客阅读灯设备。
	LED 彩灯		
娱乐系统	LCD 显示器		主要用于实现 A320 等机型的客舱娱乐功能。

来源：公司公告，中泰证券研究所

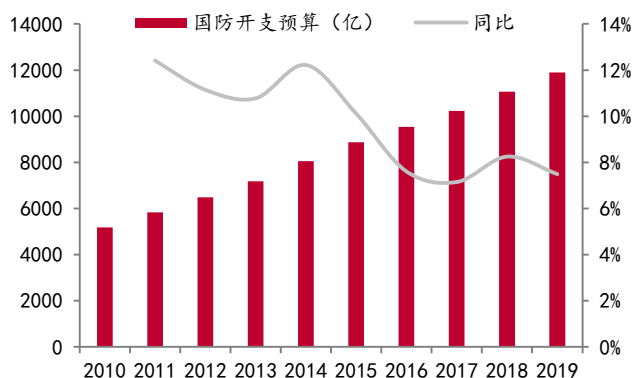
### 现役军机队伍仍待发展，军品市场需求稳定增长

- 目前，中国航空产业处于国家战略发展状态，军民航空产业均存在大量需求，进而带动机载设备需求。军用航空飞机方面，中外军用航空飞机数量存在较大差距，并且中国正处于军用航空飞机改革换代、装备升级阶段，对于军用机载设备的需求将稳步扩大；民用飞机方面，中国货运、客运等

运输量不断增加，运输需求不断上升，加之中国国产大飞机的战略发展，未来民机机载设备的更新换代均有望扩大机载设备业务需求。

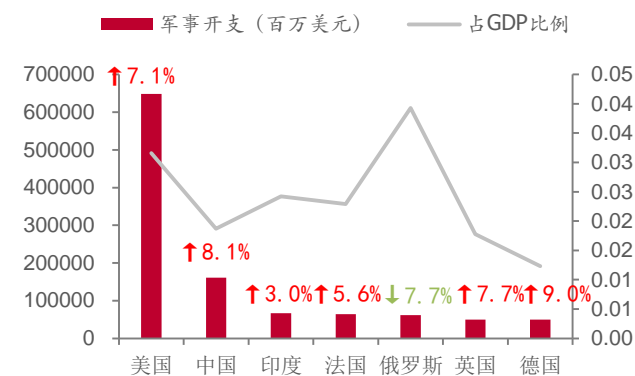
- **军用航空方面，军费支持装备需求稳定。**在 2017 年国防开支预算已超过万亿大关，2019 年国防预算支出继续走高，同比增长 7.5%。但是，我国国防开支相较于其他发达国家仍处于较低水平，根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）发布的武器工业数据库显示，2018 年度美国、俄罗斯、印度、法国、中国等军费支出规模较大的国家，军费开支占 GDP 的比重分别为 3.16%、3.93%、2.42%、2.29%、1.87%，中国军费开支占 GDP 水平相对较低。基于目前世界形势和我国国防建设的需求，未来我国军费有望保持稳健增长。

图表 17：国防开支预算持续增长



来源：财政部，中泰证券研究所

图表 18：2018 年各国军费支出及占 GDP 比重

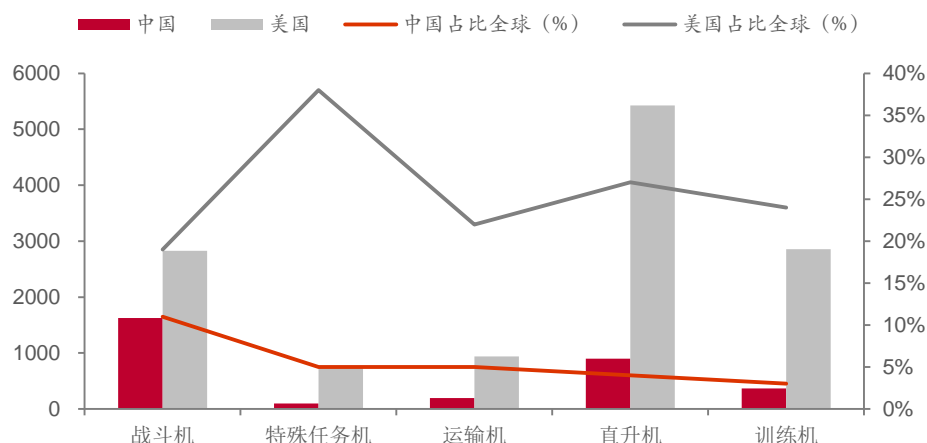


来源：SIPRI，财政部，中泰证券研究所；注：其中中国军费开支为财政部 2018 年度国防开支预算，其余国家数据皆源于 SIPRI

- **中美军用航空飞机存在较大差距，尤其体现在直升机方面。**近年来，世界面临更多的不稳定因素，导致不确定性更加突出，国际战略竞争呈上升之势，全球和地区安全问题持续增多，国际军事竞争日趋激烈。航空武器装备在现代战争中占有重要地位，同欧美先进国家相比，我国军机无论在数量还是发展水平上仍存在较大差距。根据 Flight Global 2019 的统计数据而言，中国战斗机、特殊任务机、运输机、直升机和训练机架数分别为 1624 架、97 架、193 架、902 架和 368 架，占比世界数量 11%、5%、5%、4%、3%，相比美国仍有差距，尤其在军用直升飞机领域。



图表 19: 中美军用飞机数量对比 (架)



来源: Flight Global, 中泰证券研究所

- 受益于中国军用飞机战略发展方针, 机载设备下游需求稳定。军用武器改革换代、信息化建设成为主要的军用航空领域发展目标。2049 年为中国建国 100 周年, 根据 Flight Global 现有数据, 我们预计未来 15 年, 中国包括战斗机、特种飞机以及运输机等在内的军用飞机采购需求约 3,280 架, 新机采购市场空间将达到 12,060 亿元, 平均每年约 800 亿元。

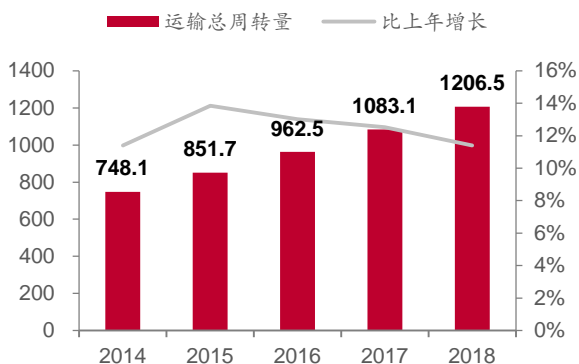
#### 国内民航产业稳步发展, 未来民机市场规模达万亿

- 民用领域方面, 受益于客运、货运运输增长趋势, 民用领域市场潜力巨大。随着中国工业的高速转型与发展, 人民的生活水平得到大幅度改善并将持续实现稳定增长。2018 年来, 中国经济拥有足够的韧性、巨大的潜力和不断迸发的创新活力, 中国经济正加快转型升级、通过调整结构助推经济高质量发展。中国目前航空客货运输规模稳居世界第二, 距离世界第一愈来愈近, 旅客吞吐量全球前十的机场中, 我国占据两席。
- 中国民用航空行业发展稳中有进。2018 年, 民航运输全行业完成运输总周转量 1206.5 亿吨公里, 同比上年增长 11.4%; 民航客运方面, 全行业完成旅客总周转量 10712.32 亿人公里, 同比上年增长 12.61%。民航货邮方面, 全行业完成民航货邮周转量 262.5 亿吨公里, 同比上一年增长 7.78%。民航运输和民航客运方面, 虽然增长率自 2016 年呈缓慢下降趋势, 但行业基数大, 同时面对经济下行压力, 仍然保持 10% 以上的行业增速。

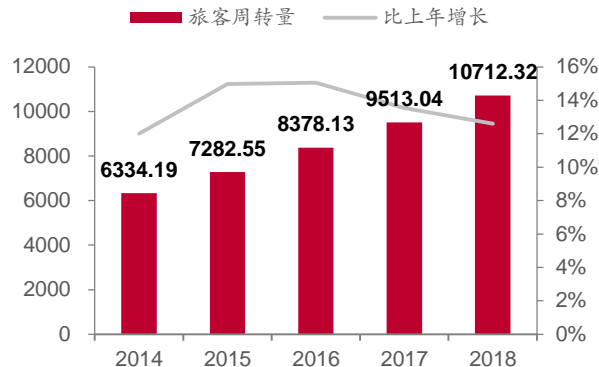
图表 20: 中国民航运输总周转量 (亿吨公里)

图表 21: 中国客运总周转量 (亿人公里)



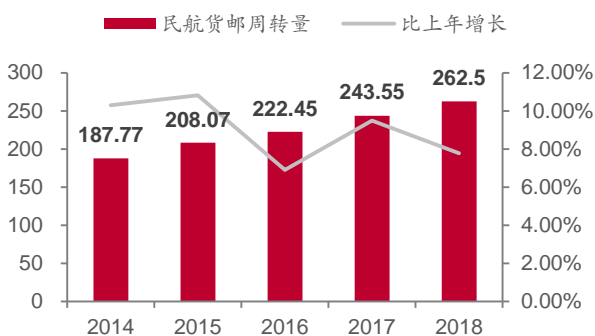


来源：中国交通运输部, 中泰证券研究所



来源：中国交通运输部, 中泰证券研究所

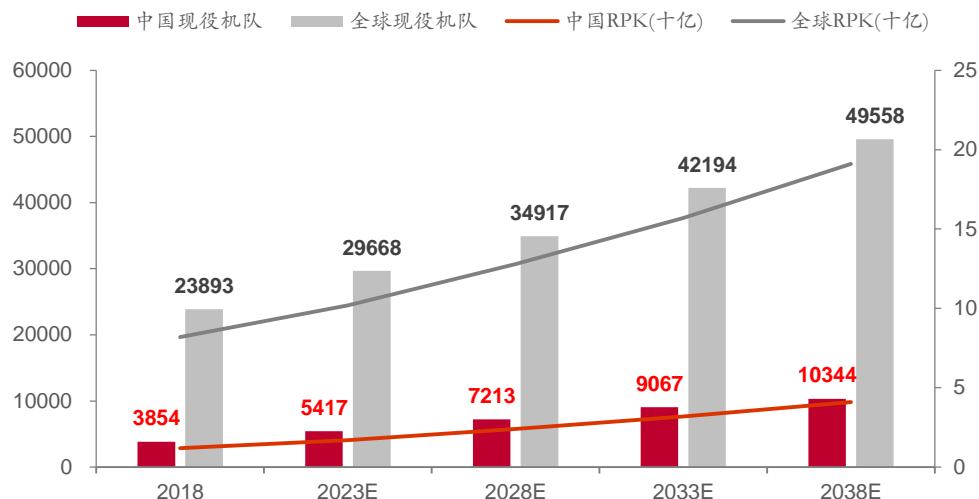
**图表 22: 中国民航货邮周转量 (亿吨公里)**



来源：中国交通运输部, 中泰证券研究所

- **中国地区旅客周转量带动民机需求保持旺盛。**根据中国商飞发布的《2019-2038 年民用飞机市场预测年报》，未来二十年，机队年均增长率为 5.2%，旅客周转量(RPK)的年平均增长率为 6%，位居世界领先地位。到 2038 年，预计连接中国城市的国内与国际航班的旅客周转量将达到 4.08 万亿，占全球总量的 21%；旅客周转量将达到 4.08 万亿公里，占全球的 21%。高旅客周转量将带动中国市场民航飞机交付数量的增长，**中国市场将交付 9205 架客机**，其价值量将达到 1.4 万亿美元，考虑更新需求，届时机队总规模将达到 10334 架（如图表 23 所示）。民航产业的快速发展，将为产业链中的企业带来较大的发展契机。

**图表 23: 中国与全球现役机队规模 (架) 与 RPK 预测**



来源：中国商飞《民用飞机市场预测年报（2019-2038）》，中泰证券研究所

- 响应国家对航空制造业的战略规划、支持国家航空产业的发展，行业主管部门对 PMA 件研制生产持扶持态度，鼓励提升产品研发技术。在保证产品安全可靠及满足适航要求的基础上，促使航空公司减少对国外进口航空备件采购的依赖，降低自身运营成本。未来 PMA 市场将迎来巨大的市场机遇。
- 在开放程度较高的民航市场，PMA 和 CTSOA 产品无论是在经济性和服务保障上都有一定的优势，更进一步被国内航空公司所认可并使用。根据安达维尔 2019 年报披露内容，国产飞机如 C919、ARJ21、新舟 700 等机型亦发展迅速，截至 2019 年商飞已向客户交付 23 架 ARJ21，并将 ARJ21 的生产线从上海大场延申至上海浦东。截至 2019 年，ARJ21 已开通 36 条航线，通航 36 个城市，累计运送旅客 66 万人次。公司已向批量交付的 ARJ21 飞机供货，并与商飞建立了较为广泛的合作关系。由此，民用航空机载设备维修保障市场及民用航空机载设备研制市场都将迎来较大的市场增量。

#### 航空产业链准入门槛高，公司机载设备研制处于领先地位

- 对民用航空而言，机载设备研制要通过民用航空适航管理当局的适航审查，获得型号合格证及生产许可证书，目前国际民航机载设备生产多被欧美厂商垄断。对军用航空而言，机载设备制造厂商需获得军方严格的技术及质量审查，技术门槛较高。
- 目前，国外主要机载设备制造商包括霍尼韦尔、泰雷兹、柯林斯公司等，我国机载设备制造商在技术水平上与国外机载设备制造商仍存在一定差距。

图表 24：国外主要机载设备制造商

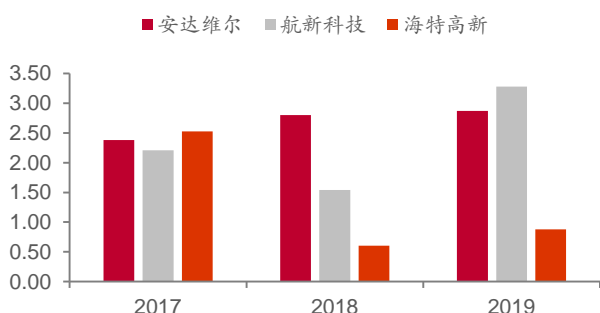
名称	国家	成立年份	公司简介
霍尼韦尔 (Honeywell)	美国	1885 年	霍尼韦尔航空航天集团旗下业务单元研发创新解决方案，以及飞机发动机、驾驶舱和客舱电子设备、空中无线网络连接、物流等技术和产品；在中国，霍尼韦尔的航空业务由四家业内领先的合资企业及一家独资企业组成，为中国国内及国际航空市场提供辅助动力装置、航空零备件、航空电子产品及机轮与刹车产品等维修服务，并生产发动机及环境控制系统相关部件。

泰雷兹 (Thales)	法国	1968 年	服务于全球防务、航空和安全市场；业务涵盖航电、电气系统、机载娱乐、支持和 服务、空管系统和网络安全专业能力。
罗克韦尔柯林斯 (Rockwell Collins)	美国	1933 年	为世界各地的飞机制造商和 400 多家航空公司以及全球大部分国家的军队提供 航空电子设备。

来源：各公司网站，中泰证券研究所

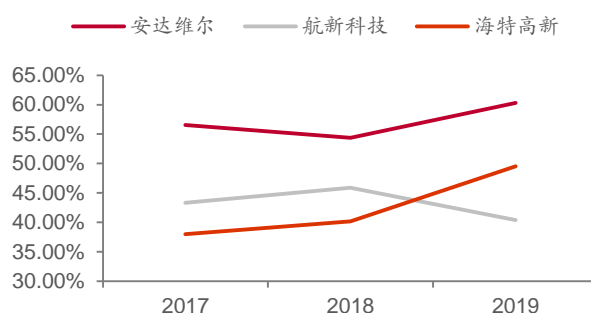
- 国内机载设备制造商包括安达维尔、航新科技、海特高新。公司 2017 年至 2019 年营收增长稳定，业务规模处于行业领先水平；近 3 年毛利率维持在 54%至 61%的区间，毛利率相较行业可比公司高约 10%，公司机载设备制造业务优势明显。

图表 25：可比公司机载设备研制业务规模（亿元）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所；注：海特高新 2017 机载设备研制业务数据口径为航空维修、检测及研制

图表 26：可比公司机载设备研制业务毛利率



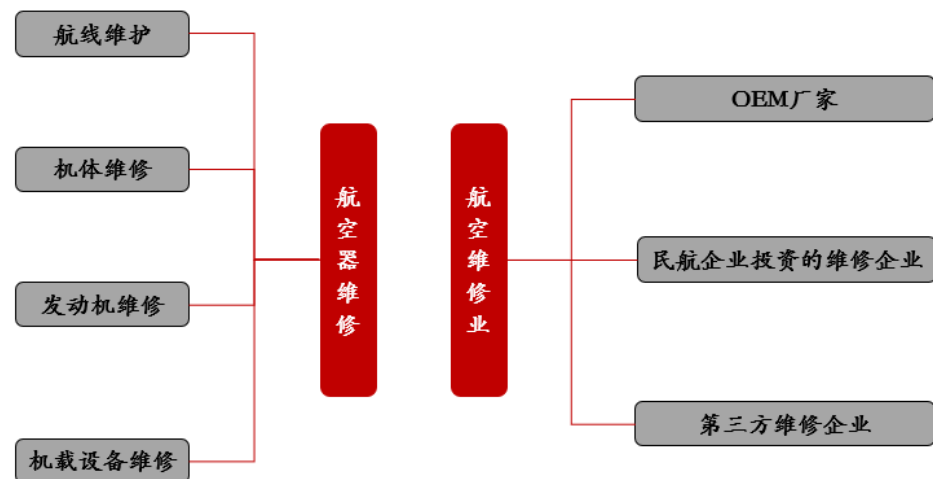
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所；注：海特高新 2017 机载设备研制业务数据口径为航空维修、检测及研制

## 航空维修业务覆盖广阔，业务盈利能力处领先地位

### 公司航空维修业务覆盖广，技术水平领先

- 根据维修对象的不同，航空维修一般可分为航线维护、机体维修、发动机维修、机载设备维修等。根据机载设备维修企业可分为 OEM 厂家、航空公司投资的维修企业和第三方维修企业：**OEM 厂家**，主要经营机载设备及其零部件的生产和销售，也会开展自身产品的售后维修服务，但 OEM 厂家主要将其更多资源及重点集中于自身技术、产品的研发与更新；**航空公司投资的维修企业**，主要为航空公司进行航线维护、机体维修、发动机维修和部分机载设备维修等；**第三方维修企业**，是指独立于航空公司和 OEM 厂家而存在的航空器维修服务企业，主要以维修机载设备为主。

图表 27：维修对象及企业类别分类



来源：公司公告，中泰证券研究，

- 公司拥有 CAAC、EASA、FAA、JMM 等维修许可证书，专业覆盖面广。公司覆盖的维修专业包括机载计算机维修、通讯/导航系统维修、电气系统维修、仪表显示系统维修、气动维修、电机维修、液压维修、复合材料维修、机轮刹车维修等。**电子设备维修方面**，公司电子设备维修业务主要包括飞机通讯系统、导航系统、飞行操纵系统、自动飞行控制系统、指示记录系统、电源系统、照明系统等机载电子设备的检测、修理、改装和翻修服务，维修范围涵盖了商业航空、军用航空、通用航空等领域。目前，公司已具有对波音和空客等系列的大型客机、大型货机以及支线飞机、直升机、公务机等 30 多种飞机机型、1,100 多项维修项目、10,000 多个件号的航空机载电子设备维修能力。**机载机械设备维修方面**，公司的机载机械设备维修业务主要包括气动附件修理、液压附件修理、机电设备修理等，维修范围涵盖了商业航空、军用航空、通用航空等领域，公司已具有对波音和空客等系列的大型客机、大型货机以及支线飞机、直升机、公务机等 30 多种飞机机型、850 多项维修项目、5,000 多个件号的航空机载机械设备维修能力。

图表 28: 公司电子设备维修业务范围



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29: 公司机载机械设备主要产品

附 部 件	维修系统	系统样图	具体维修部件
气动附件维修室	空调系统		空气循环机、流量控制活门、压力调节活门、热交换器、再加热器、冷凝器、导流组件等
	防冰系统		包括防冰活门等
	引气系统		预冷活门、高压活门、高压引气活门、压力调节关断活门、温度控制器、高压调节器等
	发动机起动系统		气动起动机、起动机控制活门等

液压附件维修室

飞行操纵  
系统



升降舵调整片控制活门、升降舵调整片 锁定作动筒、前缘缝翼作动筒、前缘襟 翼作动筒、方向舵伺服控制器等

液压系统



液压旋转接头、流量保险、手动液压泵、 电动泵、液压泵、液压传输组件、反推 控制活门、油箱增压组件等

起落架控  
制系统



主架上/下锁作动筒、主架减摆器、主架 收放作动筒、计量活门组件、刹车选择 活门等

飞机舱门  
系统



货舱门作动筒、液压作动筒、手动选择 活门等

发动机反  
推系统



反推蒙皮打开作动筒、反推锁定作动筒、 反推非锁作动筒等

空调系统



冲压空气作动筒、蒙皮活门、空气配平活门、 旁通活门、蝶形空气活门、风扇、双管活门、 货仓隔离活门、厨房通风机、作动筒等

电机维修室

设备装饰  
系统等



主/副驾驶员座椅; 观察员座椅、中心导向 制动组件、旅客座椅等

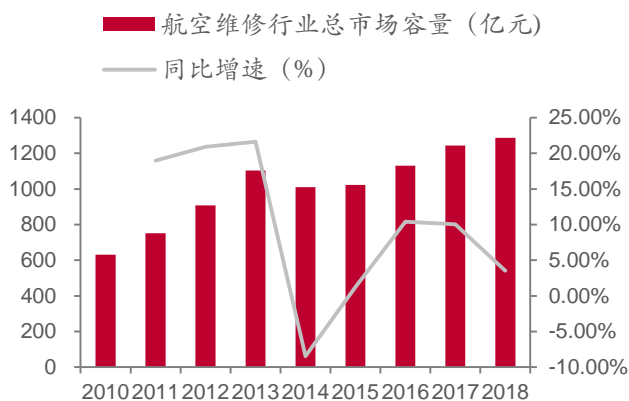
来源：公司公告，中泰证券研究所



### 航空维修业务呈千亿规模，市场竞争逐渐加剧

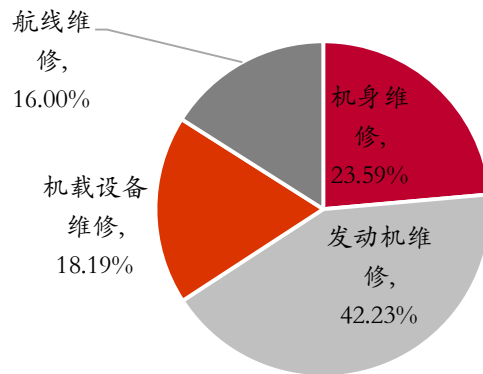
- 随着民航机队规模的不断增长，军用航空飞机数量的不断增加以及通用航空的快速发展，为机载设备维修行业提供了充足的市场空间，使维修市场容量不断增大。
- **航空维修行业市场呈千亿规模。**据前瞻产业研究院发布的《中国航空维修行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》统计数据显示，2010 年我国航空维修行业总市场容量已达 631.04 亿元。2013 年我国航空维修行业总市场容量突破千亿元，预计 2018 年我国航空维修行业总市场容量将达 1286.83 亿元。
- 根据维修对象的不同，航空维修业务可分为航线维护、机体维修、发动机维修、机载设备维修四种类型。四种不同维修业务市场容量分别占比总体的 16%、23.59%、42.23%和 18.19%。其中公司维修业务位于机载设备维修领域。

图表 30：我国航空维修行业市场容量（亿元）



来源：前瞻研究院，中泰证券研究所

图表 31：航空维修结构占比



来源：前瞻研究院，中泰证券研究所

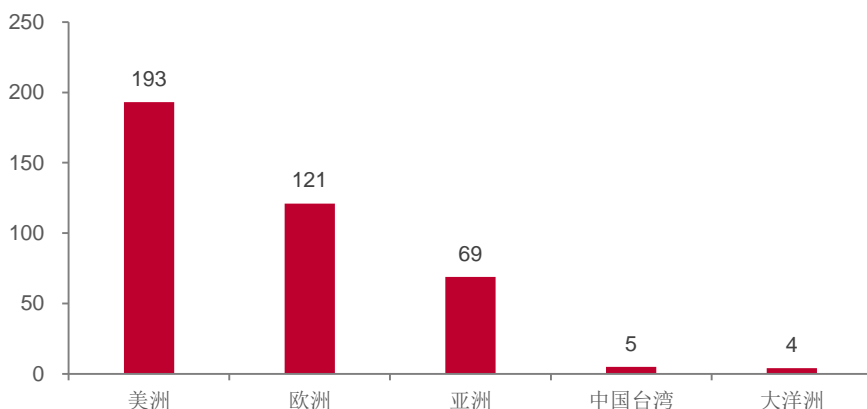
- **航空维修行业呈小行业多公司竞争格局，具有资质的维修单位数量逐渐增多。**伴随着民航维修行业的发展，我国民航维修行业人才队伍和企业数量亦发展壮大。据前瞻产业研究院发布的《中国航空维修行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》统计数据显示，当前我国机务维修人员已增长至 11 万余人，我国民航局(CAAC)批准的国内外维修单位总数达到 859 家，其中国内维修单位数量达到 467 家，国外/地区维修单位为 392 家。
- 从专业角度来说，我国民航维修分为飞机机体维修、发动机维修和零部件维修 3 类。国内 CCAR-145 部维修单位 467 家中，能够从事机体项目维修(含航线维修)有 302 家，能够从事动力装置项目维修有 56 家，能够从事螺旋桨项目维修有 11 家，能够从事部件项目维修有 220 家，能够从事特种作业项目维修有 126 家。
- **航空维修行业市场规模未来将持续扩大。**据奥纬咨询预测，国内民航维修市场未来十年依旧保持约 10%的增长（Oliver Wyman: Global Fleet & MRO MarketForecast Commentary 2019-2029），市场空间广阔。

**图表 32: 2019-2029 民航维修市场增速预测**

时间	非洲	中东	亚太	中国	印度	拉丁美洲	北美	东欧	西欧	全球
2019-2024	1.40%	3.80%	3.60%	<b>11%</b>	6%	3.10%	1.10%	2.10%	2.40%	3.40%
2024-2029	4.10%	3.90%	2.10%	<b>8.50%</b>	8.20%	3.30%	2.50%	1.90%	2.50%	3.70%
2019-2029	2.70%	3.90%	2.90%	<b>9.70%</b>	7.10%	3.20%	1.80%	2.00%	2.50%	3.50%

来源:《Global Fleet &amp; MRO Market Forecast Commentary 2019-2029》, 中泰证券研究所

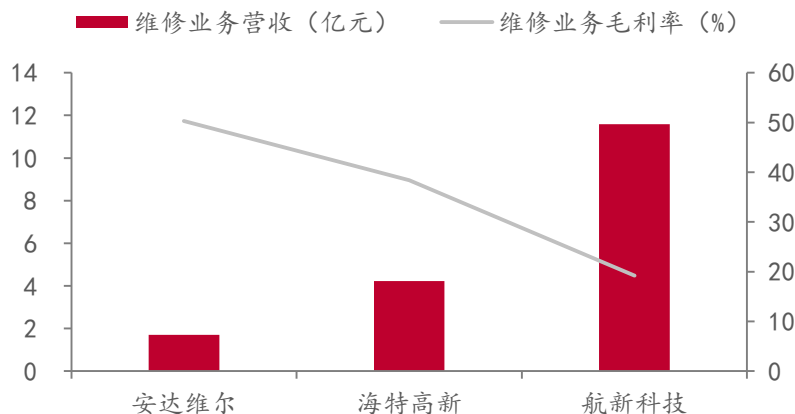
- **第三方维修企业面临压力加剧。**当前,对于国内第三方部附件维修企业,面临国内航空公司送修政策调整。一方面,大型 MRO 企业加大飞机部附件自修的比重,减少对第三方维修的依赖;另一方面,国内大量维修企业获得资质,加之大量国外具备资质企业的涌入,使得国内第三方维修行业竞争加剧。

**图表 33: 我国民航局(CAAC)批准的国内外/地区维修单位数量统计情况**


来源:前瞻研究院, 中泰证券研究所

- 当前国内的机载设备维修企业正在加强与航空公司之间的合作,这一方面将有利于维修企业获得充足业务量;同时,维修企业可通过与航空公司之间的合作获得与 OEM 谈判的话语权,与航空公司共同抵御 OEM 的垄断风险。
- **对比国内航空维修行业内其他企业,公司维修业务有较大成长空间,盈利能力处于领先地位。**公司航空维修相关业务目前规模相对竞争对手较小,未来成长空间较大,且毛利率明显高于同行,随着我国军机和民机队伍的逐步扩大,维修需求的增加,公司业务有望随行业发展加速扩张,业务的高毛利水平也将贡献更多业绩增量。

**图表 34: 2019 年公司维修业务同业竞争公司**




来源：公司公告，中泰证券研究所

## 国内首创直升机原位检测设备，业务未来具备较大成长性

### 公司测控设备业务备受好评，直升机原位检测设备先发优势显著

- 测控设备是为保证机载产品符合技术指标和性能要求，在科研、生产、服务过程中，用于质量控制、性能评定、产品验证、维修排故而专门研制或配置的专业设备。在航空产品的研制、生产和使用维护的全寿命过程中都需要测试装备的支持与保障，测控设备既是产品研制过程中的重要手段与质量保证工具，同时也是航空产品维修保障体系的关键要素。
- 公司主要致力于航空、航天及相关领域测控设备研制业务。公司作为航空航天装备全寿命周期测试解决方案供应商，能够为用户提供产品在设计试验阶段、制造阶段、使用阶段所需要的测试解决方案，满足设计院、系统所、制造厂等用户的整机级、系统级以及单机级的各类测试需求。设备类型包括机上原位检测设备、地面综合实验设备、通用自动检测设备、专用测试设备等。
- 公司进入原位检测设备领域较早，具有显著的先发优势。公司已积累大量测试数据和故障模式，形成了丰富的专业数据库，软硬件结构更加标准化、通用化、便携化，实现了多机型、多任务的机动化伴随保障，可为用户在航空产品的设计研发、生产制造、后勤保障等提供全寿命周期测试解决方案。公司该业务的主要客户为军工企业和军方，主要包括中航工业、航天科技、航天科工、军方用户等，先后提供了百余个型号的测控设备。

**图表 35：公司测控设备研制主要产品**

主要产品名称	产品示意图	产品介绍
外场原位检测设备— 某机型应急保障系统 原位检测设备		设备根据用户的需求进行定制，可满足某型直升机 5 个系统原位测试需求，具有体积小、重量轻的特点，可满足多种机型的应急保障作业

外场原位检测设备——

直升机航电系统原位  
检测设备



直升机航电系统原位检测设备，主要用于对直升机自动飞行控制系统、综合显示控制系统、非航电处理机、发参采集显示系统及其交联系统的原位检测，实现各系统故障定位到单个外场可更换单元或主要线路

地面综合试验系统——

开放式航电综合联试  
系统



基于“通用化、模块化、开放性”搭建的集成式航电联试系统。满足多种机型的整机联试、分系统联试机航电产品测试

通用自动测试系统——

仪表电气系统通用测  
试平台



基于测试总线的自动测试系统，采用模块化仪器及虚拟仪器技术，主要用于直升机机载设备仪表电气系统各组成部件性能检测、维护排故和装机前校验

专用测试设备——视频

记录仪测试设备



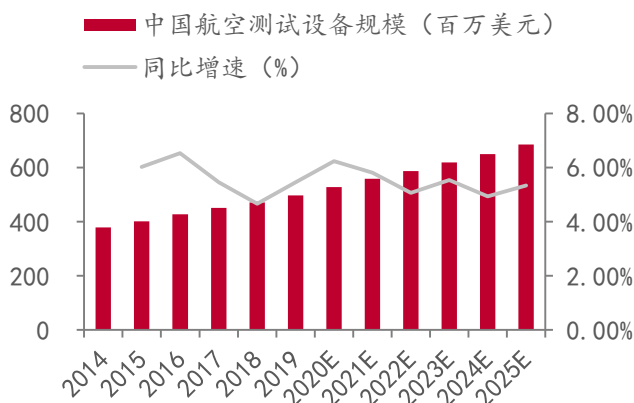
本测试设备可主要用于对视频记录仪的性能进行半自动测试，对必须有测试人员参与操作的项目，通过人机对话完成测试

来源：公司公告，中泰证券研究所

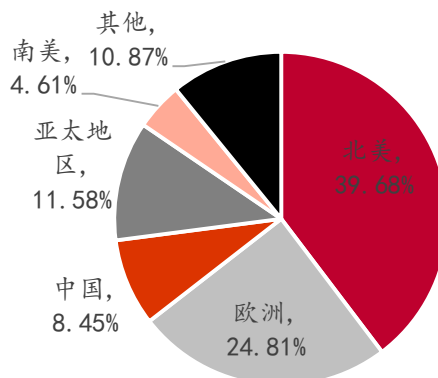
- **公司直升机原位检测设备为国内首创**，能够在便携机动的前提下实现直升机故障的快速定位。航设公司凭借核心技术团队及先进科研水平，成为国内一流的机载设备及测控设备的提供商。并且经过多年产品开发技术与经验积累，研发团队拥有较强实力，直升机原位检测设备先发优势显著，在细分行业具有优势。

#### 受益于军民机队的持续增长，测控设备需求规模稳定

- **航空测试设备受益于军民机队的持续增长，市场规模逐渐扩大。**从全球来看，航空测试设备的全球市场规模在 2018 年达到 55.79 亿美元，并将预计于 2025 年达到 70.97 亿美元，2019 到 2025 年的年均复合增长率为 3.39%。中国航空测试设备的市场规模约为 4.71 亿美元，占世界总市场的 8.45%。
- **目前，中国地区是航空测试设备全球增长最快的地区。**2018 年，中国航空测试设备市场规模达到了 4.71 亿美元，预计 2025 年将达到 6.85 亿美元，年复合增长率（CAGR）为 5.49%。并且随着全球航空运量的不断增长和中国运输需求的不断上升，商业航空市场仍然具有较大发展潜力，进而拉动测控设备市场。

**图表 36：中国航空测试设备规模及趋势**


来源：产业信息网，中泰证券研究所

**图表 37：全球主要地区航空测试市场规模占比**


来源：产业信息网，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测与投资建议

- 关键假设：（1）机载设备研制业务：**公司目前主营业务之一为机载设备研制业务，2020 年为十三五规划最后一年，军机装备交付预计将加速，其中根据《world air forces 2020》目前中国直升机数量不及美国五分之一，以最新一代直-20 为代表的直升机的交付将是其中重要部分，而根据公司招股说明书所示，公司防务类直升机驾驶员抗坠毁座椅占据国内 80%以上市场份额；民航方面国产大飞机项目顺利推进，公司的客舱系统业务有望起量，该项业务规模基数较小，随国产民机项目推进的起量预计将迎来高速增长，我们认为机载设备研制业务将随国内军机及民机市场需求的增长，保持较高增速，毛利率稳定在高位；**（2）机载设备维修业务：**机载设备维修需求将随着我国机队规模的扩大而增加，目前公司在该项业务上的毛利率明显高于竞争对手约 10 个百分点，盈利能力较强，随着募投项目的逐步投产，公司在设备维修方面技术实力也将增强，继续提升公司在该项业务上的竞争力，扩大市场份额，后续年份迎来快速增长；**（3）其他业务：**公司其他业务也将随着我国航空产业的发展同步扩大。
- 盈利预测：**根据上述假定，我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.00/ 1.32/ 1.75 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.39/ 0.52/ 0.69 元。

**图表 38：业绩拆分**

单位：百万元		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业总收入	439.82	499.38	552.45	750.75	964.38	1,230.85
	yoy	10.59%	13.54%	10.63%	35.89%	28.45%	27.63%
	毛利率	53.67%	50.22%	53.77%	50.59%	50.61%	50.43%
机载设备研制	营业收入	237.50	280.41	287.28	396.08	508.36	646.69
	yoy	17.00%	18.07%	2.45%	37.87%	28.35%	27.21%
	毛利率	56.54%	54.36%	60.33%	55.34%	55.33%	55.35%
机载设备维修	营业收入	127.63	126.81	170.49	200.58	240.93	293.33



	yoy	4.83%	-0.64%	34.44%	17.65%	20.12%	21.75%
	毛利率	47.34%	43.50%	50.28%	46.27%	46.20%	46.16%
测控设备研制	营业收入	51.57	64.12	59.41	112.11	165.17	231.64
	yoy	-12.46%	24.32%	-7.35%	88.72%	47.33%	40.24%
	毛利率	66.66%	52.55%	44.10%	46.84%	46.78%	45.42%
航材贸易	营业收入	15.24	17.77	13.39	15.54	18.14	21.21
	yoy	99.63%	16.57%	-24.67%	16.12%	16.72%	16.92%
	毛利率	19.94%	17.93%	10.32%	16.04%	15.92%	15.98%
技术服务及其他	营业收入	7.86	10.27	21.89	26.44	31.76	37.97
	yoy	22.41%	30.61%	113.17%	20.82%	20.12%	19.55%
	毛利率	50.23%	61.63%	47.56%	48.32%	48.22%	49.53%

来源: wind, 中泰证券研究所

### 相对估值

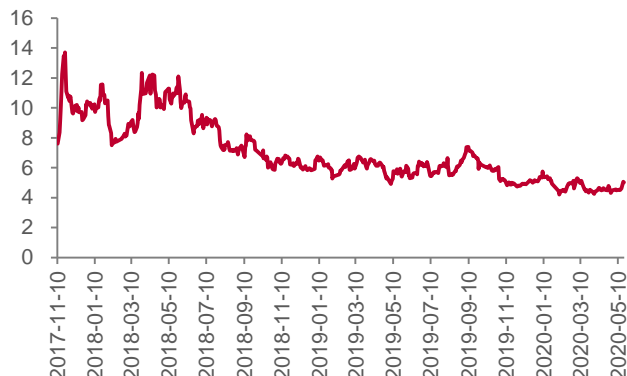
- 我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 7.51/9.64/12.31 亿元, 同比增长 35.89%/28.45%/27.63%; 实现归母净利润 1.00/1.32/1.75 亿元, 同比增长 36.80%/32.30%/32.32%, 对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.39/0.52/0.69 元, 对应 PE 分别为 27/20/15 倍。相对于可比公司, 安达维尔估值处于较低水平。

**图表 39: 公司上市以来 PE(LYR)**



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 40: 公司上市以来 PS**



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 41: 公司上市以来 PB**





来源：wind，中泰证券研究所

**图表 42：可比公司估值对比**

股票代码	公司	最新价	EPS			PE			PB (LF)
		2020/5/22	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002023. SZ	海特高新	105.35	0.76	1.17	1.84	138.05	90.04	57.11	3.00
300424. SZ	航新科技	33.15	0.68	0.85	1.09	48.98	38.95	30.44	3.19
300045. SZ	华力创通	73.72	-1.48	1.44	2.04	-	51.32	36.08	4.21
	平均值					<b>48.98</b>	<b>45.13</b>	<b>33.26</b>	<b>3.70</b>

来源：wind，中泰证券研究所

## 风险提示

- **军费增长不及预期：**航空航天与防务领域的发展取决于国家防御性国防政策，军费增长不及预期将影响装备需求，可能对公司业绩产生不利影响。
- **民航部附件维修业务增长不及预期：**由于航空公司送修政策调整、大型MRO企业和国外OEM加大维修投入等多因素影响，公司民航部附件维修业务可能面临因更激烈的市场竞争而导致业务增长放缓或业务市场份额下降的风险。
- **募投项目成果不及预期：**为提升研发能力和技术水平，公司使用募集资金用于实施募投项目。由于募投计划为研发及技术类项目的投资，可能存在研发失败、研发成果不及预期等风险。
- **新冠疫情对公司产品交付或日常经营产生不利影响：**新冠疫情期间，全球航空旅客运输量和货邮运输量下降，航空运输及下游产业均受到不同程度的冲击；春节后不能及时或完全复工复产，公司部分测控设备和飞机加改装业务可能面临因调试和验收延期导致的产品交付期延长的风险。

图表 43: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	499	552	715	948	1,270
增长率	13.5%	10.6%	29.5%	32.5%	34.0%
营业成本	-249	-255	-352	-467	-627
% 销售收入	49.8%	46.2%	49.3%	49.3%	49.3%
毛利	251	297	363	481	644
% 销售收入	50.2%	53.8%	50.7%	50.7%	50.7%
营业税金及附加	-5	-5	-8	-10	-13
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-39	-27	-48	-62	-82
% 销售收入	7.9%	4.9%	6.7%	6.5%	6.4%
管理费用	-110	-128	-184	-242	-320
% 销售收入	22.0%	23.2%	25.7%	25.5%	25.2%
息税前利润 (EBIT)	97	137	123	167	229
% 销售收入	19.4%	24.8%	17.2%	17.6%	18.0%
财务费用	1	-2	-3	-3	-2
% 销售收入	-0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	2	-1	4	4	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	3	1	1	3
% 税前利润	4.9%	1.9%	0.8%	0.8%	1.1%
营业利润	105	136	125	170	231
营业利润率	20.9%	24.7%	17.5%	17.9%	18.2%
营业外收支	3	0	0	1	1
税前利润	108	136	125	170	232
利润率	21.6%	24.6%	17.4%	18.0%	18.3%
所得税	-6	-9	-15	-20	-28
所得税率	5.1%	6.9%	11.8%	11.9%	12.1%
净利润	55	73	101	142	199
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	55	73	101	142	199
净利率	11.1%	13.2%	14.2%	15.0%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	55	73	101	142	199
加: 折旧和摊销	13	15	15	17	20
资产减值准备	2	8	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	3	3	3	2
投资收益	-5	-3	-1	-1	-3
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-22	-66	-330	-221	-565
经营活动现金净流	-101	-5	-211	-60	-346
固定资本投资	-14	-16	-60	-60	-50
投资活动现金净流	124	24	-59	-58	-47
股利分配	-51	-51	0	-76	-82
其他	-22	122	360	323	653
筹资活动现金净流	-72	71	360	247	572
现金净流量	-49	90	90	128	178

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	215	305	395	523	702
应收款项	586	613	940	1,117	1,640
存货	159	209	299	374	529
其他流动资产	69	14	29	24	42
流动资产	1,030	1,141	1,662	2,038	2,913
% 总资产	88.5%	88.5%	89.7%	89.7%	91.7%
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	108	124	140	154	165
% 总资产	9.2%	9.6%	7.5%	6.8%	5.2%
无形资产	12	12	10	9	7
非流动资产	134	148	192	234	263
% 总资产	11.5%	11.5%	10.3%	10.3%	8.3%
资产总计	1,163	1,289	1,854	2,272	3,176
短期借款	0	120	123	202	286
应付款项	149	134	235	261	393
其他流动负债	65	51	51	51	51
流动负债	214	305	409	514	729
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	4	4	4	4
负债	217	310	413	518	734
普通股股东权益	946	979	1,441	1,754	2,443
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,163	1,289	1,854	2,272	3,176

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.22	0.29	0.40	0.56	0.78
每股净资产 (元)	3.72	3.85	5.67	6.90	9.61
每股经营现金净流 (元)	-0.40	-0.02	-0.83	-0.24	-1.36
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.00	0.30	0.32
回报率					
净资产收益率	5.86%	7.47%	7.04%	8.09%	8.16%
总资产收益率	4.77%	5.67%	5.47%	6.25%	6.28%
投入资本收益率	7.51%	10.49%	13.34%	12.39%	14.10%
增长率					
营业总收入增长率	13.54%	10.63%	29.47%	32.49%	34.05%
EBIT增长率	37.99%	39.72%	-14.66%	37.02%	39.44%
净利润增长率	-38.26%	31.94%	38.67%	39.94%	40.50%
总资产增长率	4.50%	10.81%	43.83%	22.52%	39.82%
资产管理能力					
应收账款周转天数	321.9	351.1	351.1	351.1	351.1
存货周转天数	95.0	119.9	127.8	127.8	128.0
应付账款周转天数	144.6	162.1	153.3	157.7	155.5
固定资产周转天数	72.4	75.3	66.3	55.7	45.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-32.25%	-28.07%	-27.78%	-28.50%	-25.81%
EBIT利息保障倍数	-167.5	67.9	38.1	65.0	102.9
资产负债率	18.66%	24.02%	22.30%	22.81%	23.09%

来源: 中泰证券研究所

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。