

中国航材分销领域代表性企业，加大自研产品投入

投资要点

- **事件：润贝航科发布 2025 年三季度报。**公司第三季度营收为 2.83 亿元，同比增长 14.41%；净利润为 4066.62 万元，同比增长 47.09%。前三季度营收为 7.53 亿元，同比增长 12.65%；净利润为 1.18 亿元，同比增长 63.93%。
- **深耕二十余年，中国航材分销领域代表性企业。**公司成立于 2005 年，早期以代理国际品牌航材为主，逐步建立分销网络，并于 2007 年成为国内首批获得中国民航总局《民用航空油料供应企业适航批准书》的企业。2011 年起，公司开始与商飞集团深度合作，这成为了公司发展的重要里程碑。经过长达二十多年的在航材领域的深耕，公司已成为中国航材分销细分行业龙头。另一方面，公司积极响应航材国产化战略，自上市以来持续加大对航空器材的自主研发投入，截至 2025 年 6 月 30 日，公司给共有超过 2800 种自主研发产品取得适航认证。
- **航材市场国产替代已成为行业必然趋势。**我国机队规模保持稳步增长，民航客运市场呈现稳健发展态势，到 2043 年中国民航的机队规模将达到 10061 架，成为全球最大的单一航空运输市场，直接拉动航材需求。随着国产大飞机出现，为降低国外企业在关键航材上的垄断和技术封锁风险，保障我国航空产业的安全和稳定发展，航材的国产化已经是国内航空业发展的必然趋势。
- **低空经济的深度应用将推动国产航材的技术研发与产业升级。**截至 2025 年 6 月，我国实名登记无人机累计飞行 2447 万小时，同比增长 149%。2025 年中国低空经济市场规模将达 1.5 万亿元，2035 年有望突破 3.5 万亿元。随着低空经济产业的发展，对于高端国产航材的需求也不断提升。据 Stratview Research 预测，eVTOL 行业对全球复合材料的需求预计将从 2024 年的约 500 吨激增至 2030 年的约 11750 吨，增长幅度约 22.5 倍，年化增长率 69%。
- **估值与投资建议。**我们选取申万油品石化贸易行业中两家代表性企业广聚能源和广汇能源作为可比公司。广聚能源是一家以能源投资和经营为主业的综合性能源类国有控股上市公司；广汇能源已在多地构建能源物流中转基地。两家公司 2026 年平均 PE 为 31 倍。考虑到公司在中国航材的分销占据龙头地位，且不断加大对自研产品的研发投入，给予公司 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 42.00 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**上游供应商涨价风险，人才流失风险，仓储物流管理风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	909.36	1013.93	1097.81	1157.20
增长率	10.14%	11.50%	8.27%	5.41%
归属母公司净利润（百万元）	88.52	144.25	161.32	176.17
增长率	-4.16%	62.95%	11.83%	9.21%
每股收益 EPS（元）	0.77	1.25	1.40	1.53
净资产收益率 ROE	7.11%	11.08%	11.41%	11.48%
PE	45	28	25	23
PB	3.34	3.06	2.82	2.60

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.15
流通 A 股(亿股)	1.11
52 周内股价区间(元)	26.82-51.99
总市值(亿元)	39.70
总资产(亿元)	14.20
每股净资产(元)	10.86

相关研究

目 录

1 深耕二十余年，中国航材分销领域代表性企业.....	1
2 航材市场：国产替代已成为行业必然趋势，低空经济将带来新的机遇和挑战.....	3
2.1 我国机队规模保持稳步增长，民航客运市场呈现稳健发展态势.....	3
2.2 国产大飞机交付进程加快，航材国产替代已成为必然方向.....	4
2.3 低空经济的深度应用将推动国产航材的技术研发与产业升级.....	5
3 主营业务：以航材分销为主，不断丰富自研产品种类.....	6
3.1 分销航材：营收稳中有进，展现出强劲的国际市场拓展势能.....	6
3.2 自研航材：营收大幅增长，带动公司整体毛利率增加.....	7
4 盈利能力整体改善，为履行回报承诺奠定坚实基础.....	8
5 盈利预测与估值.....	9
6 风险提示.....	10

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）	1
图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况.....	2
图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况.....	2
图 5：公司 2020 年以来营业收入及增速.....	2
图 6：公司 2020 年以来归母净利润及增速	2
图 7：2000-2024 年中国民用飞机架数.....	3
图 8：2000-2024 年中国民用运输飞机架数.....	3
图 9：中国全行业完成运输总周转量（亿吨公里）	3
图 10：全国航空公司平均航班正常率（%）	3
图 11：截至 2025 年 6 月全球商用机队中以波音和空客为主.....	4
图 12：C929 飞机即将转入详细设计阶段.....	4
图 13：我国传统通用航空飞行时间（万小时）	5
图 14：我国实名登记无人机总数（万架）	5
图 15：中国低空经济市场规模（万亿元）	5
图 16：eVTOL 行业对全球复合材料的需求（吨）	5
图 17：公司分销业务板块营业收入及增速	6
图 18：公司分销业务板块毛利率稳中有进.....	6
图 19：公司部分自研产品.....	7
图 20：公司自研业务板块营业收入及增速	7
图 21：公司自研业务板块毛利率	7
图 22：公司销售毛利率和销售净利率	8
图 23：公司期间费用率.....	8
图 24：公司平均净资产收益率 ROE（%）	8
图 25：公司股利支付率.....	8

表 目 录

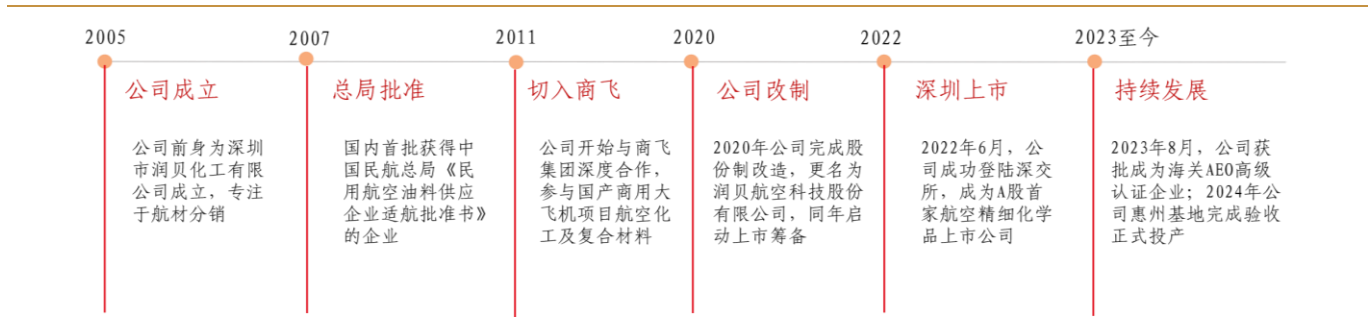
表 1：部分有关航材国产替代的相关政策.....	4
表 2：分业务收入及毛利率	9
表 3：可比公司估值.....	9
附表：财务预测与估值	11

1 深耕二十余年，中国航材分销领域代表性企业

公司前身为深圳市润贝化工有限公司成立于 2005 年，早期以代理国际品牌航材为主，逐步建立分销网络，并于 2007 年成为国内首批获得中国民航总局《民用航空油料供应企业适航批准书》的企业。2011 年起，公司开始与商飞集团深度合作，这成为了公司发展的重要里程碑。在国产商用大飞机项目中，公司展现出了其在航空材料领域的专业能力和技术实力，在 2017 年 C919 飞机首飞成功后，公司被授予 C919 项目首飞先进集体称号。

2020 年公司完成股份制改造，更名为润贝航空科技股份有限公司，同年启动上市筹备，2022 年 6 月，公司成功登陆深交所，成为 A 股首家航空精细化学品上市公司。2023 年 8 月，公司获批成为海关 AEO 高级认证企业，加速海外市场布局，2024 年公司惠州基地完成验收正式投产，为公司积极应对市场挑战，持续高质量发展带来广阔空间。经过长达二十多年的在航材领域的深耕，公司已成为中国航材分销细分行业龙头。另一方面，公司积极响应航材国产化战略，自上市以来持续加大对航空器材的自主研发投入，截至 2025 年 6 月 30 日，公司给共有超过 2800 种自主研发产品取得适航认证，主要包括高分子材料类、胶带胶膜类等，部分可以用于等效替换进口航空材料。受地缘政治局势持续紧张、单边主义和保护主义影响，公司的自研航材有望在未来支撑公司营收及利润的复合增长。

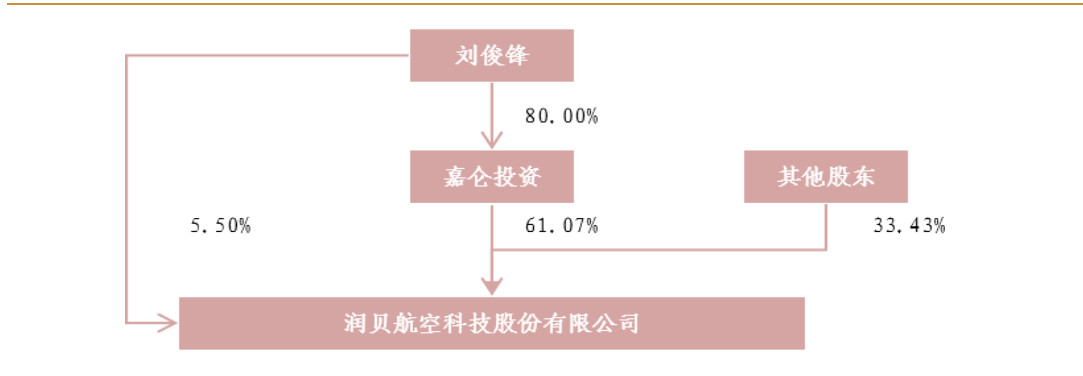
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主要实际控制人为刘俊锋。公司控股股东为嘉仑投资，刘俊锋通过持有嘉仑投资 80% 的股份间接持有公司 48.856% 的股份，同时刘俊锋直接持有公司 5.50% 的股份，合计持有公司 54.356% 股份。刘俊锋既是公司主要实控人也是公司董事长及总经理，有助于企业提高决策效率，同时保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

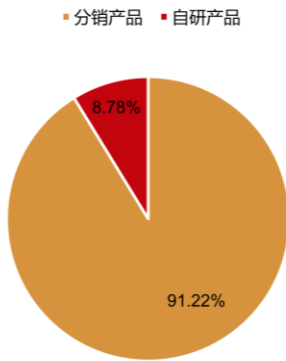
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）



数据来源：公司官网，西南证券整理

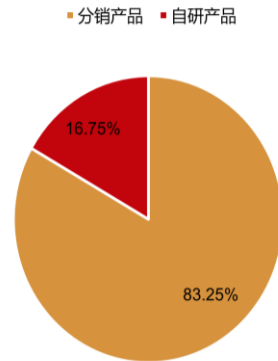
公司主营业务结构：公司是集研发、生产及销售于一体的航空器材解决方案综合服务商，坚持“分销+自研”双轮驱动战略，根据 2025 年公司中报，公司的收入主要来自**分销产品**，包括民用航空油料、航空原材料和航空化学品等，分销产品业务收入占比约为 91%，其次是自研产品业务，占比约 9%；在毛利贡献方面，分销产品业务贡献毛利占比最高，达 83%。

图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况

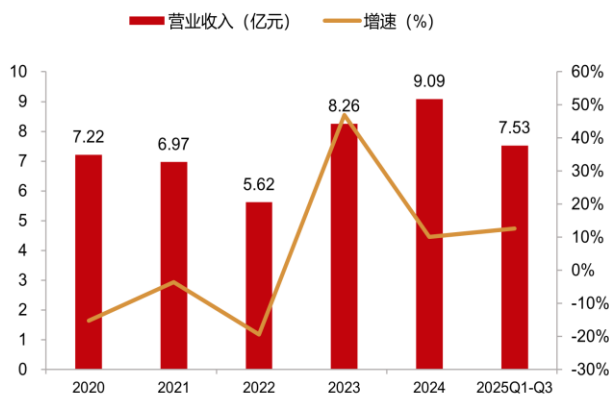


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司的主营业务航材分销属于航空领域的细分市场，其行业发展与民航业运营景气度情况高度相关，若航空运输需求削弱则会直接对公司业绩与财务状况产生不利影响。2020-2022 年受新冠疫情影响，全球航空业需求锐减，公司营收由 2020 年 7.22 亿元一度下滑至 2022 年的 5.62 亿元，同时受海航控股破产重整影响，公司对 2020 年末的应收账款单项计提坏账准备。2021 年得益于公司第四季度集中收相应的应收账款以及海航控股破产重整完成，公司在 2021 年度坏账准备冲减了三千多万元，归母净利润状况有所改善。2022 年以来随着中国民航业全面复苏，公司直接受益于航司维修需求回升，同时公司积极响应国家政策，利用高毛利的自研产品逐步替代进口，有效提高了公司的营收质量。

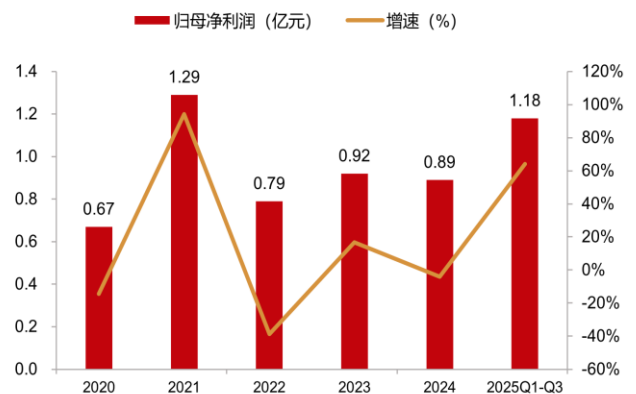
2025 年 10 月 31 日，公司发布 2025 年三季报，公司在报告期内保持积极的市场开发及业务拓展，实现了营收和利润的双增长，其中营业收入方面，公司前三季度实现总营收 7.53 亿元，同比增长 12.65%，归母净利润方面，实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 63.93%，创下公司上市以来的历史新高，凸显了公司的经营韧性。

图 5：公司 2020 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2020 年以来归母净利润及增速



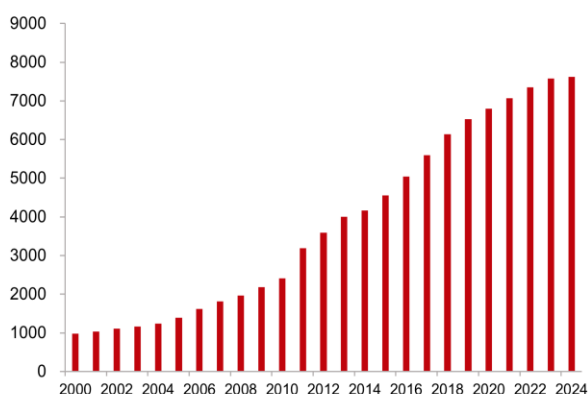
数据来源：Wind，西南证券整理

2 航材市场：国产替代已成为行业必然趋势，低空经济将带来新的机遇和挑战

2.1 我国机队规模保持稳步增长，民航客运市场呈现稳健发展态势

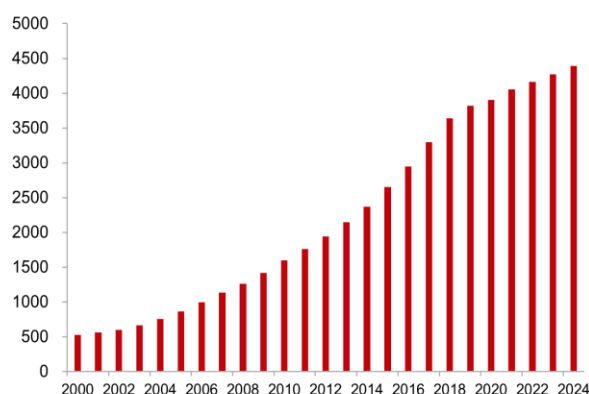
根据中国民航局发布的《2024 年民航行业发展统计公报》，截至 2024 年底，中国民航全行业民用飞机期末在册架数 7626 架，同比增加 53 架，运输飞机期末在册架数 4394 架，同比增加 124 架。根据《中国商飞市场预测年报（2024-2043）》，未来 20 年，预计中国机队年均增长率为 4.4%，中国航空运输市场将接收喷气客机 9323 架。其中，支线客机 821 架，单通道客机 6881 架，双通道客机 1621 架。到 2043 年，中国民航的机队规模将达到 10061 架，占全球客机机队 20.6%，成为全球最大的单一航空运输市场。

图 7：2000-2024 年中国民用飞机架数



数据来源：Wind，西南证券整理

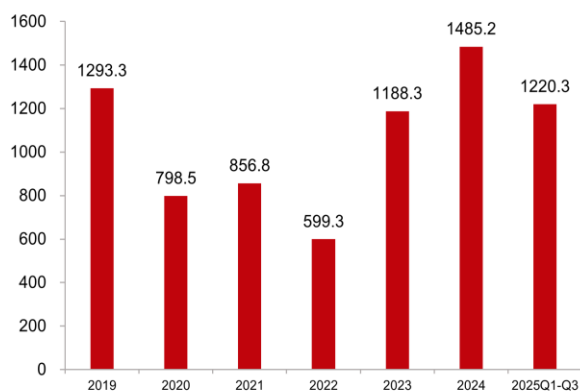
图 8：2000-2024 年中国民用运输飞机架数



数据来源：Wind，西南证券整理

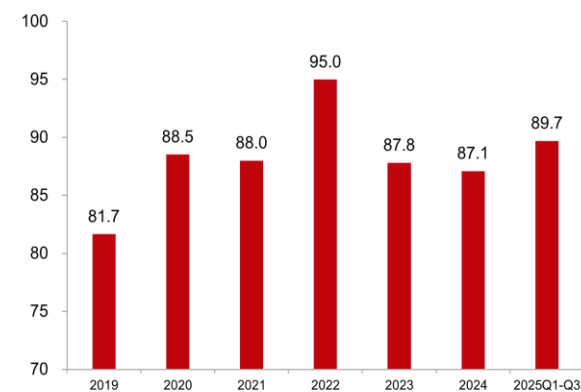
疫情结束后，我国民航安全运行态势总体平稳，需求保持旺盛，由复苏走向稳步增长。2025 年前三季度，我国民航运输生产总体保持较快增长，全行业完成运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别为 1220.3 亿吨公里、5.8 亿人次、739.5 万吨，同比分别增长 10.3%、5.2%和 14.0%，共保障各类飞行 488 万班，日均 1.8 万班，日均同比增长 5%。同时，航班效率指标进一步提升，航班正常率为 89.7%，同比增长 5.2 个百分点。

图 9：中国全行业完成运输总周转量（亿吨公里）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：全国航空公司平均航班正常率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

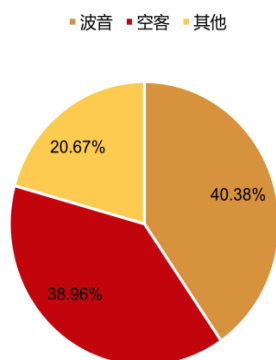
2.2 国产大飞机交付进程加快，航材国产替代已成为必然方向

长期以来，波音（Boeing）、空客（Airbus）作为全球民航行业“双寡头”，占据 70% 以上市场份额。国产大飞机的出现打破了国外航空巨头的长期垄断局面，形成了“ABC”的竞争格局。截至 2025 年 6 月，中国商飞公司已累计交付 20 架 C919 飞机和 165 架 C909 飞机。2025 年以来，C909 飞机新增老挝航空、越南越捷航空两家客户并投入商业运营，包括印尼翎亚航空在内的三家东南亚航司累计使用 C909 飞机开通 15 条航线，通航 18 座城市。

根据中国商飞在第 55 届巴黎国际航空航天展览会的官方报道新闻，C909 和 C919 两型飞机均具备使用最高 50% 掺混比 SAF 燃料开展商业运行的能力，能够满足客户绿色、低碳、环保的使用需求，展示了我国航空工业的实力不断提升。

此外，我国自主研发的宽体客机 C929 即将转入详细设计阶段，C929 飞机航程约 12000 公里，基本型座级为 280 座，在巴黎国际航空航天展览会期间已与赛峰和克瑞等签署了项目合作谅解备忘录，并早在 2024 年就与中国国航签署了首家用户框架协议。

图 11：截至 2025 年 6 月全球商用机队中以波音和空客为主



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 12：C929 飞机即将转入详细设计阶段



数据来源：中国民用航空网，西南证券整理

目前我国使用的航材大部分仍为进口产品，为减少外部依赖、降低运营成本、提高自主研发能力，完善国内产业体系，相关部门高度重视国产化航材的适航审定和批准工作，通过发布替代目录等方式鼓励采购。在航空公司面临运营成本压力的情况下，会更倾向于选择质量可靠、价格合理的国产航材，以提高经济效益。航材的国产化也可降低国外企业在关键航材上的垄断和技术封锁风险，保障我国航空产业的安全和稳定发展，对提升我国在全球航空领域的话语权和竞争力有着重要意义，是国内航空业发展的必然趋势。

表 1：部分有关航材国产替代的相关政策

政策	发布年份	主要内容
《“十四五”民用航空发展规划》	2021 年	加快开展国产航空零部件、先进通信导航装备等适航审定工作，支持产业化应用。加快完善基于运行风险的无人机系统适航管理模式。提升航油航化审定技术自主能力，推动航油航化产品国产化应用
《绿色航空制造业发展纲要（2023-2035 年）》	2023 年	制定可持续航空燃料技术标准和可接受的符合性方法。开展国产可持续航空燃料的储运加注以及在国产航空器上的适应性研究，并进行试飞验证和试点示范工作

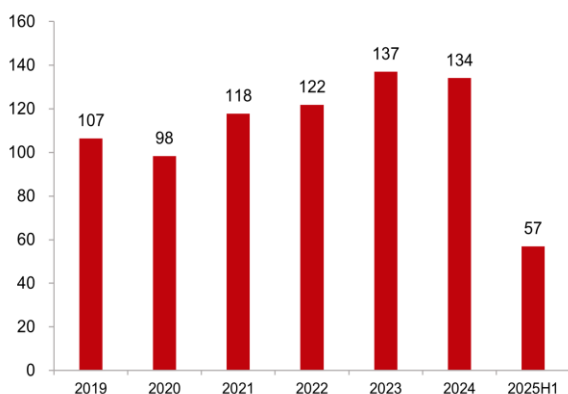
数据来源：国家发展和改革委员会、中国民用航空局、交通运输部、工业和信息化部，西南证券整理

2.3 低空经济的深度应用将推动国产航材的技术研发与产业升级

2025 年 1 月，全国民航工作会议在京召开，会议明确了“大力推进通用航空和低空经济发展”作为 2025 年重点任务之一；2025 年 2 月，政府工作报告再次提出“开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展”。

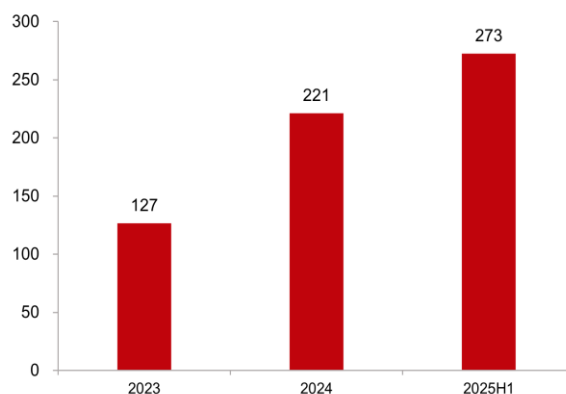
截至 2025 年 6 月，根据中国民航局统计数据，传统通用航空完成飞行 57 万小时。而在《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》自 2024 年 1 月 1 日实施后，监管政策的进一步细化推动了我国实名登记无人机数量的爆发式增长，我国实名登记无人机总数从 2023 年底的 127 万架在不到两年内就突破 272.6 万架，累计飞行 2447 万小时，同比增长 149%。

图 13：我国传统通用航空飞行时间（万小时）



数据来源：Wind，西南证券整理

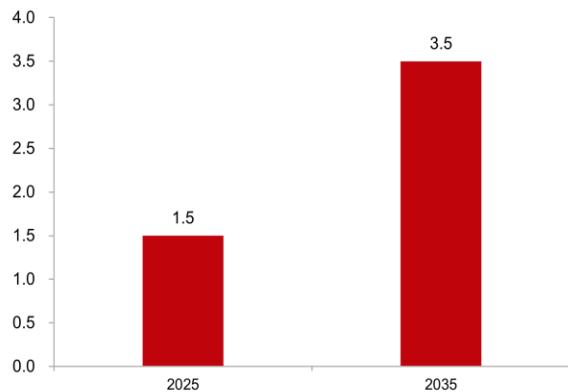
图 14：我国实名登记无人机总数（万架）



数据来源：中国航空运输协会，西南证券整理

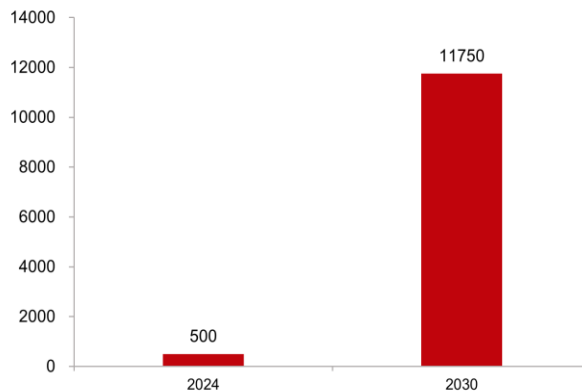
据中国民航局预测，2025 年中国低空经济市场规模将达 1.5 万亿元，2035 年有望突破 3.5 万亿元。随着低空经济产业的发展，对于高端国产航材的需求也不断提升，以碳纤维复合材料为例，广汽集团自主研发的 eVTOL 飞行汽车 GOVYAirJet，其整机结构 90% 采用碳纤维，重量仅为传统汽车车身的三分之一，续航有望提升至 400 公里。峰飞航空的 eVTOL 载人飞行器 V1500M 采用碳纤维机身之后，减重效果高达 30%，续航提升 40%。据 Stratview Research 预测，eVTOL 行业对全球复合材料的需求将在近年大幅增长，预计将从 2024 年的约 500 吨激增至 2030 年的约 11750 吨，增长幅度约 22.5 倍，年化增长率 69%。

图 15：中国低空经济市场规模（万亿元）



数据来源：中国民航局，西南证券整理

图 16：eVTOL 行业对全球复合材料的需求（吨）



数据来源：StratviewResearch，西南证券整理

3 主营业务：以航材分销为主，不断丰富自研产品种类

3.1 分销航材：营收稳中有进，展现出强劲的国际市场拓展势能

航空产业链高度强调适航性、安全性、稳定性、可靠性，严谨的认证体系与完备的业务资质，构筑了较高的行业壁垒。作为航材分销领域先行者，公司是国内首批获得中国民航局《民用航空油料供应企业适航批准书》及中国民航维修协会《航材分销商证书》的企业，已取得危险化学品经营许可证、非药品类易制毒化学品经营备案证。

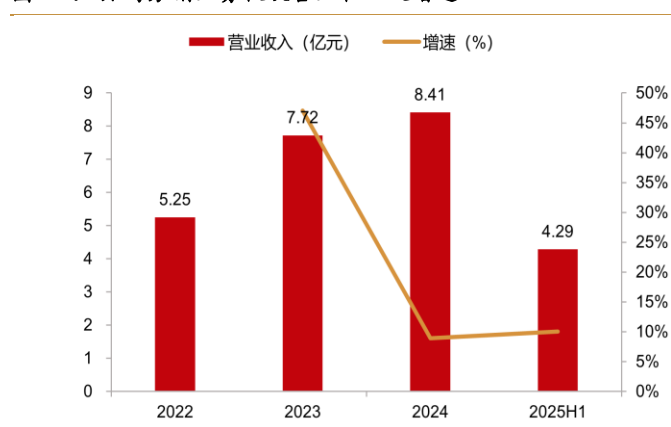
公司分销的航材产品主要包括民用航空油料、航空原材料和航空化学品等超过 7000 种常备航材料号，能满足下游客户的一站式采购需求。公司通过与上游供应商如埃克森美孚、3M、Av-DEC、EC、汉莎技术、亨斯迈、朗盛、博世等国际知名品牌保持长期紧密合作，在众多海内外临近客户的地区设立仓库，共同建立起稳定的航材分销渠。在与全球供应商良好沟通前提下，公司能够协助上游原厂做好市场调研、市场推广、项目营销和售后服务。

同时，公司积极推进信息化建设，通过精细化的库存管理，在及时保障客户的需求的同时，减少了库存的积压和报废，截至 2024 年底，公司实现国内包括南方航空、东方航空、海南航空、中国国航、中国商飞在内的 66 家运输航空公司全覆盖服务。

2025 年上半年，外部不确定性给整体航空器材供应链带来了严峻的挑战。公司在保持业务拓展的同时，从多个方面对冲或减少外部环境可能给分销业务带来的影响。报告期内，公司密切关注行业动态，与供应商和客户进行充分沟通，并努力评估客户需求进行提前备货，确保一定周期内供应的稳定，同时公司持续通过开发和销售国产化产品、完善产品结构、拓展不受影响产区的件号、拓展新业务等方式，尽量对冲对经营情况的影响，争取将对收入和利润的影响降到最低。

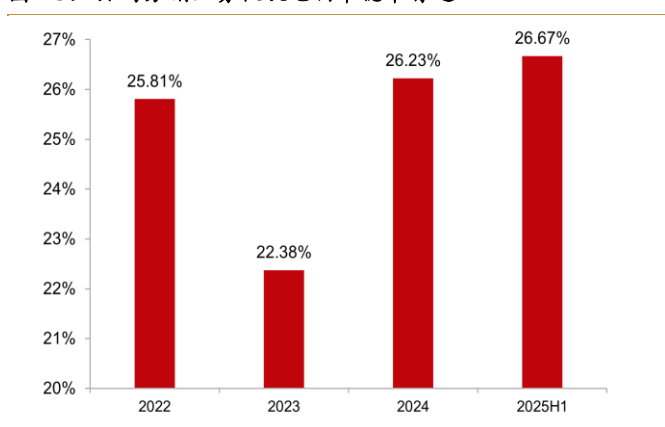
截至 2025 年上半年，公司航材分销业务营收同比增长 10.08%，其中，公司海外业务的收入同比实现 23.02% 的增长，展现出强劲的国际市场拓展势能。同时，公司航材分销业务的毛利率由去年同期的 25.53% 进一步提升至 26.67%。未来，公司将一直保持国际化视野，随着国产飞机的出海将积极探索国产飞机在海外市场落地后的本地化服务模式。

图 17：公司分销业务板块营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：公司分销业务板块毛利率稳中有进



数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 自研航材：营收大幅增长，带动公司整体毛利率增加

公司国产化自研业务主要通过全资子公司润和新材料和航信科技实施，两家子公司均已入选中国民用航空中南地区管理局组建的中南民用航空制造产业专家库成员单位，属于高新技术企业和“专精特新”企业。其中，润和新材料是目前国内唯一同时取得中国民航局航空器适航审定司批准的民用航空化学产品清单和 PMA 产品目录清单的企业，部分产品已获得中国商飞工艺材料产品批准书，也可以等效替换国内运营多种型号客机上的进口航空器材。

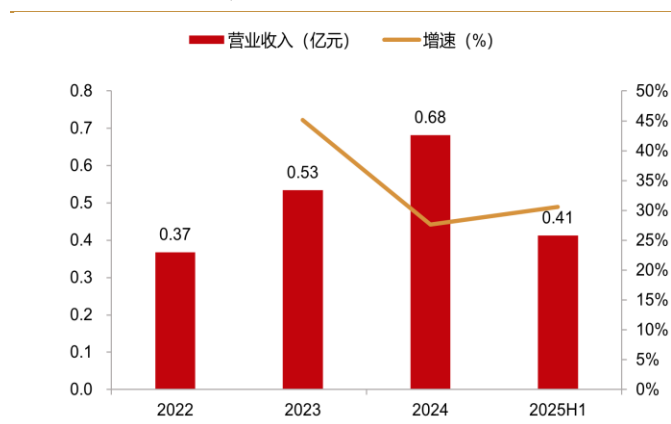
图 19：公司部分自研产品



数据来源：深圳市南山区资本市场协会，西南证券整理

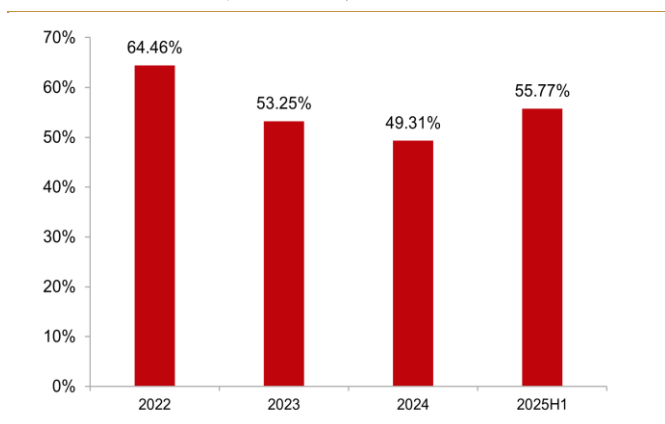
公司的自研业务采用自主生产+委外生产相结合方式，对于市场需求量相对较大的产品采取自主生产为主，2025 年上半年，公司自研自产航材较去年同期销售收入同比增长 30.62%，自主研发产品销售额的增长带动了公司整体毛利率增加。

图 20：公司自研业务板块营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：公司自研业务板块毛利率



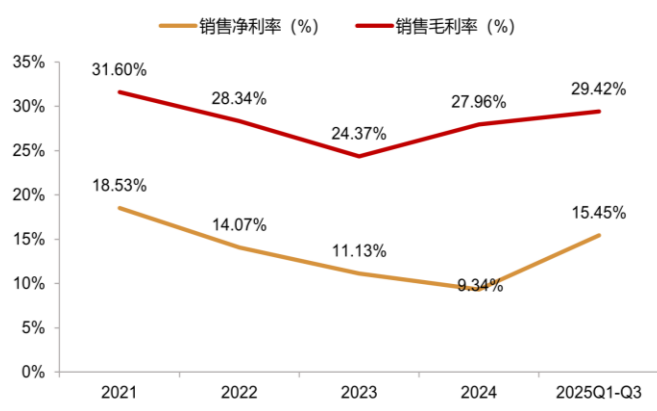
数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利能力整体改善，为履行回报承诺奠定坚实基础

上游航材采购价格出现大幅度波动时，会对公司航材分销业务的盈利水平直接产生影响。为应对上游供应商涨价的风险，2021 年以来，公司通过提前备货、丰富产品品类，进一步平滑采购上涨可能带来的影响。同时公司重视国产化替代航材的研发，2024 年以来，公司国产化自研产品已经开始放量，直接带动了公司销售毛利率和销售净利率的回升。

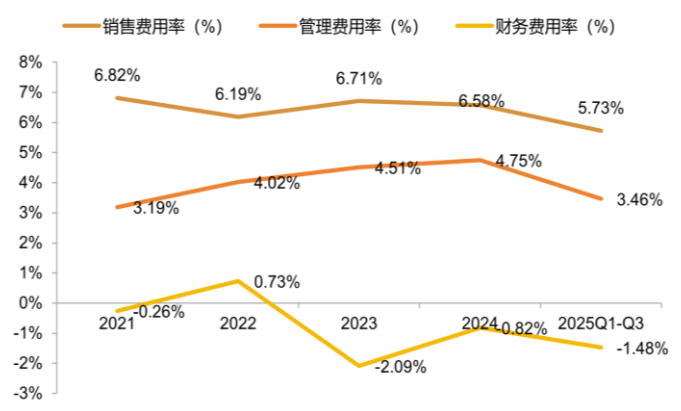
从期间费用率来看，公司航材分销业务的产品采购主要以美元进行交易，采购金额较大，公司通过适时调整采购策略以管控汇率风险，有效降低汇率波动对公司经营的不利影响。2025 年前三季度公司财务费用率下降约 1 个百分点至-1.48%，销售费用率下降约 1 个百分点至 5.73%，管理费用下降约 1.5 个百分点至 3.46%，体现公司的费用管控能力进一步提升。

图 22：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

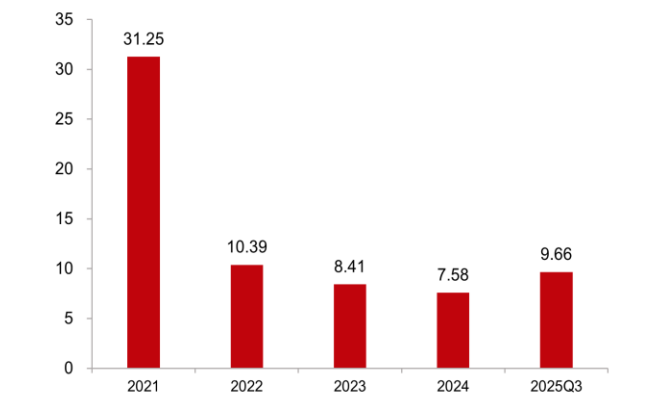
图 23：公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

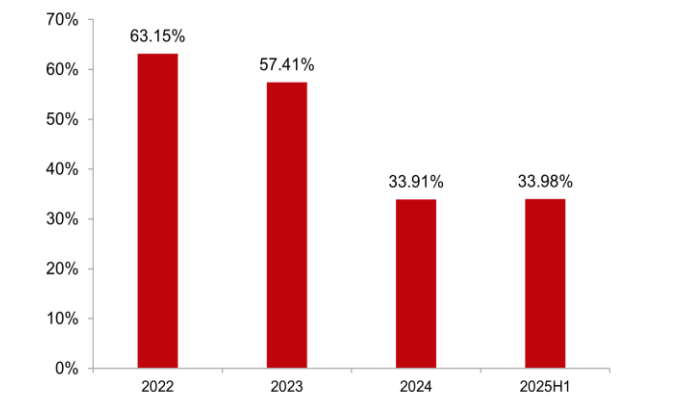
公司在 2022 年上市后净资产大幅增加，因此平均净资产收益率大幅下滑，整体而言，公司平均净资产收益率稳中有进，为履行回报承诺奠定坚实基础。自 2022 年成功上市以来，公司在过去三年的累计现金分红占归属于上市公司股东的净利润比重超过 50%，充分体现了公司稳定的盈利能力和对股东回报的高度重视。2025 年半年度公司拟再次实施现金分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.48 元（含税）。未来公司将继续兼顾公司的长远发展、全体股东的整体利益以及企业的可持续增长，努力实现股东价值最大化。

图 24：公司平均净资产收益率 ROE (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：公司股利支付率



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 分销产品方面，公司已成为中国航材分销细分行业龙头，有望凭借自身的综合优势开拓新客源。预计 25-27 年营收同比增长 10%、6%、2%；毛利率保持稳定，约为 26%；

2) 自研产品方面，公司自研产品取证进展顺利，销售规模持续上升，2025 年上半年，公司新增 485 个 PMA 产品件号和 2 个精细化工产品的适航认证。预计未来公司将加大研发投入，提升自研航材产品竞争力、销售规模及利润率水平，若未来受到关税等因素影响，进口产品的成本提高，将给国产业务带来增长契机，因此预计 25-27 年公司自研产品业务营收同比增长 30%、32%、34%；毛利率稳中有进，25-27 年分别为 50%、53%、55%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	909.4	1013.9	1097.8	1157.2
	YoY	10.1%	11.5%	8.3%	5.4%
	营业成本	655.1	729.0	780.8	810.9
	毛利率	28.0%	28.1%	28.9%	29.9%
分销产品	营业收入	841.2	925.3	980.8	1000.4
	YoY	8.9%	10.00%	6.00%	2.00%
	营业成本	620.6	684.7	725.8	740.3
	毛利率	26.2%	26.00%	26.00%	26.00%
自研产品	营业收入	68.2	88.6	117.0	156.8
	YoY	27.6%	30.00%	32.00%	34.00%
	营业成本	34.6	44.3	55.0	70.5
	毛利率	49.3%	50.00%	53.00%	55.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 10.1、11.0、11.6 亿元，归母净利润分别为 1.4、1.6、1.8 亿元，EPS 分别为 1.25、1.40、1.53 元，对应 PE 分别为 28、25、23 倍。

我们选取申万油品石化贸易行业中两家代表性企业广聚能源和广汇能源作为可比公司。广聚能源是一家以能源投资和经营为主业的综合性能源类国有控股上市公司；广汇能源已在多地构建能源物流中转基地。两家公司 2026 年平均 PE 为 31 倍。考虑到公司在中国航材的分销占据龙头地位，且不断加大对自研产品的研发投入，给予公司 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 42.00 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600256.SH	广汇能源	5.34	0.45	0.36	0.46	0.54	12	15	12	10
000096.SZ	广聚能源	11.62	0.18	0.19	0.23	0.29	65	61	51	40
平均值							38	38	31	25
001316.SZ	润贝航科	34.48	0.77	1.25	1.40	1.53	45	28	25	23

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

上游供应商涨价风险，人才流失风险，仓储物流管理风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	909.36	1013.93	1097.81	1157.20	净利润	84.97	144.25	161.32	176.17
营业成本	655.13	729.04	780.79	810.87	折旧与摊销	9.08	8.67	8.70	8.71
营业税金及附加	1.89	2.10	2.28	2.40	财务费用	-7.41	-0.90	-3.11	-2.49
销售费用	59.84	68.04	73.20	76.99	资产减值损失	-19.19	-9.41	-14.30	-10.87
管理费用	43.20	35.57	46.71	48.27	经营营运资本变动	-85.36	-40.69	-41.71	-38.30
财务费用	-7.41	-0.90	-3.11	-2.49	其他	64.22	6.69	13.02	9.98
资产减值损失	-19.19	-9.41	-14.30	-10.87	经营活动现金流净额	46.31	108.63	123.91	143.19
投资收益	2.86	2.86	2.86	2.86	资本支出	14.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.05	0.00	0.00	0.00	其他	-95.39	-9.77	18.86	-11.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-80.76	-9.77	18.86	-11.66
营业利润	121.76	192.33	215.09	234.89	短期借款	38.14	-38.14	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.72	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.04	192.33	215.09	234.89	股权融资	19.36	0.00	0.00	0.00
所得税	36.07	48.08	53.77	58.72	支付股利	-53.03	-30.98	-50.49	-56.46
净利润	84.97	144.25	161.32	176.17	其他	-28.91	-6.13	5.68	4.17
少数股东损益	-3.55	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-24.43	-75.25	-44.81	-52.29
归属母公司股东净利润	88.52	144.25	161.32	176.17	现金流量净额	-56.54	23.61	97.97	79.24
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	557.30	580.91	678.88	758.12	成长能力				
应收和预付款项	310.60	350.36	377.10	396.91	销售收入增长率	10.14%	11.50%	8.27%	5.41%
存货	301.46	303.94	326.01	352.29	营业利润增长率	9.24%	57.96%	11.83%	9.21%
其他流动资产	53.23	63.37	42.24	54.04	净利润增长率	-7.50%	69.76%	11.83%	9.21%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.85%	62.12%	10.28%	9.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	82.52	76.39	70.24	64.07	毛利率	27.96%	28.10%	28.88%	29.93%
无形资产和开发支出	35.06	33.68	32.30	30.92	三费率	10.52%	10.13%	10.64%	10.61%
其他非流动资产	41.43	43.46	48.05	50.04	净利率	9.34%	14.23%	14.69%	15.22%
资产总计	1381.60	1452.12	1574.81	1706.39	ROE	7.11%	11.08%	11.41%	11.48%
短期借款	38.14	0.00	0.00	0.00	ROA	6.15%	9.93%	10.24%	10.32%
应付和预收款项	107.94	115.78	123.15	131.14	ROIC	12.94%	20.91%	21.91%	22.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.57%	19.74%	20.10%	20.84%
其他负债	39.76	34.80	37.30	40.01	营运能力				
负债合计	185.84	150.57	160.45	171.15	总资产周转率	0.69	0.72	0.73	0.71
股本	82.26	115.13	115.13	115.13	固定资产周转率	11.77	12.88	15.05	17.28
资本公积	682.13	649.25	649.25	649.25	应收账款周转率	3.19	3.22	3.16	3.13
留存收益	422.04	535.31	646.14	765.85	存货周转率	2.33	2.27	2.35	2.27
归属母公司股东权益	1190.03	1295.82	1408.63	1529.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.24%	—	—	—
少数股东权益	5.73	5.73	5.73	5.73	资本结构				
股东权益合计	1195.76	1301.54	1414.36	1535.24	资产负债率	13.45%	10.37%	10.19%	10.03%
负债和股东权益合计	1381.60	1452.12	1574.81	1706.39	带息债务/总负债	20.52%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.69	8.84	9.11	9.38
					速动比率	5.04	6.77	7.03	7.26
					股利支付率	33.91%	21.48%	31.30%	32.05%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	123.43	200.11	220.68	241.11	每股收益	0.77	1.25	1.40	1.53
PE	44.84	27.52	24.61	22.53	每股净资产	10.34	11.25	12.23	13.28
PB	3.34	3.06	2.82	2.60	每股经营现金	0.40	0.94	1.08	1.24
PS	4.37	3.92	3.62	3.43	每股股利	0.36	0.27	0.44	0.49
EV/EBITDA	18.18	16.50	14.59	12.97					
股息率	1.34%	0.78%	1.27%	1.42%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn