

广联航空工业股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【772】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

广联航空工业股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
广联转债	A+	A+

评级观点

本次等级的评定是考虑到：广联航空工业股份有限公司（以下简称“广联航空”或“公司”，股票代码：300900.SZ）在航空工装、航空航天零部件细分领域具有一定技术优势，产业布局覆盖区域广，客户资质较佳，军用、国产民用航空装备的发展为公司提供了良好外部环境，公司营业收入呈持续增长态势。但同时中证鹏元也关注到，公司无人机业务亏损较大，致使利润转负，且存在新建产能无法充分消纳的风险；公司债务规模持续增长，负债经营程度较高，日常经营较依赖流动资金贷款，面临较大的偿债压力，此外公司业务回款周期较长，对营运资金形成一定占用。

评级日期

2025 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：洪烨
hongy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	49.40	49.81	43.57	31.19
归母所有者权益	13.62	14.31	15.15	15.94
总债务	25.88	25.27	20.93	9.87
营业收入	2.66	10.48	7.40	6.64
净利润	0.44	-0.49	1.01	1.70
经营活动现金流净额	-1.30	0.82	1.78	1.10
净债务/EBITDA	--	7.23	5.68	2.59
EBITDA 利息保障倍数	--	3.45	5.03	11.08
总债务/总资本	64.50%	60.90%	55.09%	34.84%
FFO/净债务	--	7.93%	10.93%	30.75%
EBITDA 利润率	--	27.39%	39.63%	46.41%
总资产回报率	--	0.20%	4.14%	7.45%
速动比率	0.70	0.93	1.29	1.64
现金短期债务比	0.26	0.62	0.99	0.67
销售毛利率	33.07%	28.95%	42.48%	53.23%
资产负债率	71.17%	67.42%	60.83%	40.80%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **军用、国产民用航空装备的发展为公司提供了良好的外部环境，公司营业收入保持增长态势。**公司主要从事航空航天高端装备的研发制造，在国家综合国力提升的背景下，我国国防预算规模持续增长，实现国防和军队现代化的要求为军用航空装备的发展提供了良好机遇，且国产民用航空装备的发展进程也有所加快，未来国产民用航空装备具有较为广阔的市场空间，2024 年及 2025 年一季度公司分别实现营业收入 10.48 亿元及 2.66 亿元，同比分别增长 41.64%和 18.87%。
- **公司在航空工装、航空航天零部件细分领域具有一定技术优势，产业布局覆盖区域广，客户资质较佳。**航空零部件及工装行业壁垒较高，公司为国内多款主流机型提供工装及零部件产品，在细分行业具有一定的技术优势；公司已在哈尔滨、珠海、西安、成都、沈阳、自贡、景德镇、晋城等地设立航空航天高端装备制造加工基地，覆盖东北、华北、西北、西南、华南等我国主要军工大省，并形成集航空航天高端工艺装备研发、航空航天零部件生产、航空器航天器机体结构制造协同化发展的全产业链布局。此外，公司主要客户为国内航空工业核心制造商、军工央企集团、科研院所等，客户资质较佳。

关注

- **公司无人机业务亏损较大，致使公司利润转负，需关注新建产能的消纳风险。**2024 年公司子公司广联航空（自贡）有限公司（以下简称“自贡广联”）无人机总装及零配件制造项目一期建成投产，但当期无人机科研投入较大，且仍处于产能爬坡阶段，折旧摊销等固定成本较高，叠加计提存货跌价损失，无人机业务出现较大亏损，致使当期公司净利润亏损 0.49 亿元。此外，近年新建项目扩张较快，折旧费用大幅增长，但下游客户订单受机型研制进度影响存在波动，仍需关注新增产能的消纳风险。
- **公司总债务规模增长较快，负债经营程度较高，面临较大的偿债压力。**跟踪期内，公司新增较大规模银行融资，同时所有者权益呈一定幅度下降，2025 年 3 月末，公司资产负债率为 71.17%，较 2023 年末提升 10.34 个百分点，总债务规模达 25.88 亿元，较 2023 年末增长 23.65%，主要偿债指标表现有所趋弱，日常经营较依赖流动资金贷款，面临较大的偿债压力。
- **公司业务回款周期较长，对公司营运资金形成一定占用。**公司下游客户主要为军工央企集团，业务回款周期相对较长，2024 年末，公司账龄在 1-2 年及 2 年以上的应收账款占比分别为 18.45%和 10.70%，部分应收账款账龄较长，对公司营运资金形成一定占用。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司所处行业仍有较大发展空间，且公司在细分领域具有一定的竞争优势，产业布局覆盖区域广，客户资质较佳。

同业比较（单位：亿元）

指标	三角防务	爱乐达	迈信林	利君股份	航天环宇	公司
总资产	91.52	20.91	21.74	34.49	24.36	49.81
营业收入	15.90	3.01	4.77	7.76	5.08	10.48
净利润	3.80	-0.27	0.58	1.20	1.12	-0.49
销售毛利率	34.44%	-3.72%	39.90%	39.11%	43.67%	28.95%
资产负债率	37.11%	11.37%	63.25%	19.40%	31.32%	67.42%

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分等级	评分要素	评分等级
宏观环境	4/5	初步财务状况	6/9
业务状况	行业&经营风险状况 4/7	财务状况	杠杆状况 5/9
	行业风险状况 4/5		盈利状况 强
	经营状况 4/7		流动性状况 4/7
业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	6/9
调整因素	ESG 因素 0		
	重大特殊事项 0		
	补充调整 0		
个体信用状况			a+
外部特殊支持			0
主体信用等级			A+

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
广联转债	7.00	6.9958	2025-2-12	2029-3-22

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目、航天零部件智能制造项目、大型复合材料结构件轻量化智能制造项目¹及补充流动资金。截至2024年12月31日，“广联转债”募集资金专项账户余额为110.50万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司实施送转股、股权激励，且本期债券部分转股，公司总股本由2023年末的21,175.74万股增至2025年3月末29,664.41万股，控股股东及实际控制人仍为王增夺，2025年3月末，王增夺直接持有公司31.10%股份。截至报告出具日，公司实际控制人所持股票未质押。

2025年1月15日，公司完成董事会、监事会换届选举及新聘任高级管理人员，新增王安民、毕恒恬为公司董事，常亮、杨守吉不再担任公司董事职务；同时新聘任毕恒恬为公司副总经理，常亮不再担任公司副总经理。公司实际控制人王增夺担任公司董事长，董事杨怀忠担任公司总经理，新任高管在公司任职多年，具有较为丰富的从业经验和管理经验，经营层总体稳定。

2024年公司新设立子公司广联航空工业（上海）有限公司以及孙公司成都广联盘古科技有限公司，新设的子/孙公司业务规模体量尚小或尚未开展业务。截至2024年末公司纳入合并范围的主要子公司见附录三。2025年2月公司收购王增夺及山东融轩企业管理服务有限公司持有的广联航空（西安）有限公司（以下简称“西安广联”）18.44%和21.56%的股权，收购价款合计20,056万元，收购后，公司对西安广联的持股比例由60%增至100%。2025年4月及6月，公司陆续转让成都航新航空装备科技有限公司（以下简称“成都航新”）39.90%和10.00%的股权，转让价款分别为15,960万元及4,000万元，转让后，公司持有成都航新50.10%股权，仍纳入公司合并范围。公司仍主要从事航空航天高端装备的研发、生产、制造，产品覆盖军用与民用领域，主要包括航空工装、航空航天零部件与无人机产品。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

¹ 2024年4月25日，公司披露了《关于部分募投项目增加实施主体和实施地点暨使用募集资金向全资子公司及控股孙公司实缴出资、提供借款以实施募投项目的公告》（公告编号：2024-040），公司拟增加全资子公司广联航空装备（沈阳）有限公司及其控股子公司沈阳优创禾火智能装备有限公司为“大型复合材料结构件轻量化智能制造项目”实施主体，实施地点相应增加分别位于辽宁省沈阳市相应的注册地点。

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

航空零部件及工装行业壁垒较高，竞争格局仍以飞机整机制造厂商内部配套企业为主，航空航天科研机构、合资企业和民营企业形成有效补充，行业内竞争者数量尚不多，行业具有客户集中度高、区域性销售的特征

我国航空工业产业链主要包括航空材料供应商、航空零部件与工装、整机制造厂商，其中航空材料主要包括金属和非金属（航空陶瓷、特种橡胶和碳纤维等）原材料。航空零部件制造则将材料制造为精密零件，以及将零件装配为部件交付给整机制造厂商，航空工装指用于航空、航天器零部件成型或部段、整机装配的专用生产准备工具。航空及航发整机制造厂商为产业链下游，负责整机制造、航空发动机制造等。

航空零部件与工装环节的壁垒方面，下游客户对产品质量、性能要求高，产品更新较快，航空工业配套产品生产须具备较高的技术水平和严格的质量控制体系，需要通过较长时间的技术积累。其次，行业的客户壁垒也较高，且航空产品研制周期较长，供应商往往需要在预研阶段介入，并在后续的产品研发、生产阶段持续参与，因此下游客户一旦选定供应商后，一般不会轻易更换，对于军用航空相关产品而言，基于安全保密和更换成本的考虑，更不会轻易更换供应商。另外，航空工业相关资质的取得需经过严格的审查程序，具有相应的资质壁垒。

竞争格局方面，目前我国航空工装的参与者包括飞机整机制造厂商内部配套企业、民营企业以及部

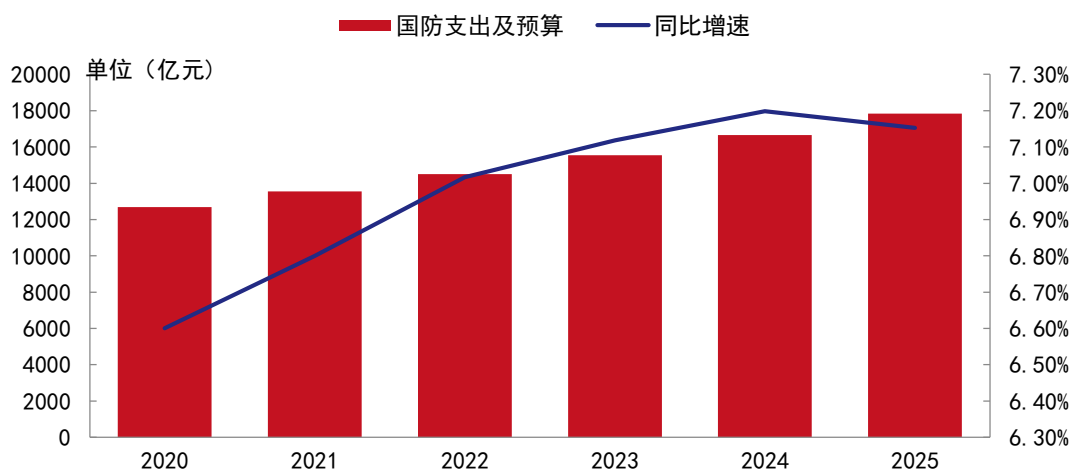
分国外企业（波音、空客等），其中内部配套企业是国内航空工装行业的主要参与者，但由于我国飞机整机制造厂商通常承担众多型号飞机的研制与生产任务，而工装制造需要较长的生产准备周期和大量的生产用地，仅通过内部配套企业进行工装制造已不能满足需求，因此为民营企业进入航空工装行业提供了良好契机。航空零部件行业基本形成了以飞机整机制造厂商内部配套企业（一般均具有“大而全”特征，普遍设立多个从事零部件和部段生产的配套企业）为主，航空航天科研机构、合资企业（国际飞机主机厂商在国内设立的中外合资的航空零部件生产企业）和民营企业形成有效补充的市场格局，且目前军用航空零部件制造属于有限开放行业，行业内竞争者数量尚不多，航空工装与航空零部件制造的主要上市公司包括广联航空（300900.SZ）、迈信林（688685.SH）、爱乐达（300696.SZ）、三角防务（300775.SZ）、立航科技（603261.SH）、利君股份（002651.SZ）、航天环宇（688523.SH）等。

航空零部件及工装企业的主要客户为中国航空工业集团有限公司（以下简称“中航工业”）下属的主机厂及中国商用飞机有限责任公司（以下简称“中国商飞”）等，因此航空零部件及工装企业的客户集中度较高；其次，飞机整机制造厂商出于对零部件生产质量的管控等方面的因素，一般更偏向选择其生产区域内的航空零部件及工装企业作为供应商，因此航空零部件及工装企业的销售具有区域性。同时，飞机整机制造厂商对于航空装备生产所需的原材料要求也十分严格，航空零部件的生产采用来料加工的模式居多。

我国国防预算规模持续增长，实现国防和军队现代化的要求为军用航空装备的发展提供了良好机遇，且国产民飞机的快速发展加快，未来国产民用航空装备具有较为广阔的市场空间

根据国家经济发展水平和国防需求，2024年我国国防支出为1.67万亿元，同比增长7.2%，2025年我国财政安排的国防支出预算为1.78万亿元，仍保持一定增速，在国家综合国力提升、安全环境和全球战略形势深刻变化的大背景下，预计我国国防费用支出仍将保持适度稳健的增长趋势。

图 1 我国国防支出（预算数）规模保持增长



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

军用航空方面，近年我国大力加强空军建设，数十个型号的飞机实现首飞、鉴定和设计定型，大批先进航空装备实现批量生产，同时各型察打一体无人机、中空高侦察机、反辐射无人机、中短程多用途无人机等先进机型已列装部队，随着军队信息化建设的加强、海空军编队力量补短板，无人机在通信侦察、电子对抗、空中打击等领域的应用渗透率将进一步提升。我国《国民经济和社会发展第十四个五年规划及2035年远景目标纲要》中提出加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一，加快机械化信息化智能化融合发展，加速战略性前沿性颠覆性技术、武器装备升级换代和智能化武器装备发展，促进国防实力和经济实力同步提升，发展军用航空装备的投入有望持续增加。

民用航空方面，由于商业大飞机制造产业技术难度高、资金需求大、风险系数高、研制周期长，且需满足适航认证的要求，因此行业壁垒很高，空客、波音占据了市场的主要份额，但在我国大力扶持航空工业发展的背景下，国产民用航空装备的发展进程也有所加快，并推出了大批具有市场竞争力的民用飞机机型，目前我国民用航空工业基本形成了由大中型运输机、涡桨支线飞机、通用飞机、直升机及其配套系统构成的产品系列。同时国产大飞机的发展突破对我国民机产业的发展起到明显的拉动作用，截至2025年4月，C919累计订单已超1,500架，未来国产民用航空装备具有较为广阔的市场空间。

四、 经营与竞争

2024年公司承接的航空发动机工装业务订单持续上量，主要子公司成都航新、西安广联客户订单需求增加，以及自贡广联无人机总装及零配件制造项目一期投产后，无人机业务收入有所增长，综合带动下，当期公司营业收入实现较高增速。业务毛利率方面，航空发动机工装业务毛利率相对较低，拉低了公司航空工装毛利率水平；无人机当期订单研发投入高，且折旧摊销固定成本较高，无人机业务呈较大亏损，叠加航空零部件订单价格调整，盈利水平有所下降，公司航空航天零部件及无人机业务毛利率降幅较大。2025年一季度，公司实现营业收入2.66亿元，同比增长18.87%，销售毛利率为33.07%，较2024年全年水平有所提升。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
航空工装	42,334.76	40.39%	30.11%	24,144.24	32.63%	34.42%
航空航天零部件及无人机	61,090.26	58.29%	27.79%	48,859.85	66.03%	49.60%
航空辅助工具及其他	1,387.78	1.32%	44.63%	994.14	1.34%	-111.68%
合计	104,812.80	100.00%	28.95%	73,998.23	100.00%	42.48%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司在航空工装、航空航天零部件细分领域具有一定技术优势，产业基地覆盖区域广；2024年公司子公司成都航新及西安广联主要客户订单需求有所恢复，经营业绩明显提升，航空发动机工装产能持续释放，无人机总装及零配件制造项目一期建成投产，并处于产能爬坡阶段，无人机业务亏损较大；目前

公司产能建设已步入尾声，但近年新建项目扩张较快，下游客户订单受机型研制进度影响存在波动，仍需关注新增产能的消纳风险

公司是国内少数民营航空航天工业配套产品供应商，长期深耕于航空、航天复合材料结构类产品领域，航空工装方面，公司承接了中航工业下属主机制造厂和科研院所众多机型的航空工装研制，2023年公司整建制引入航空发动机工装研发设计团队，拓宽航空工装业务布局并持续发展；航空航天零部件及无人机业务方面，公司掌握制造航空器、航天器等产品复合材料零部件和金属零部件的经验与技术，已为多家央企主机厂及科研院所提供各类军用飞机、民用飞机等航空航天产品的零部件，多项复合材料产品相关专利成功运用于C919、C929国产大飞机零部件、部段的研发试验上，是国产直升机的复合材料零部件外包供应商，本期债券募投项目的投建也提升了公司航空航天产品的综合配套能力。此外，公司拥有无人机全部成型工装、装配工装设计与制造能力。2024年公司持续加大对无人机总装及零配件制造项目的科研生产投入力度，一期项目建成投产。

公司已在哈尔滨、珠海、西安、成都、沈阳、自贡、景德镇、晋城等地设立航空航天高端装备制造加工基地，覆盖东北、华北、西北、西南、华南等主要军工大省，并形成集航空航天高端工艺装备研发、航空航天零部件生产、航空器航天器机体结构制造协同化发展的全产业链布局。

公司主要子公司经营方面，成都航新主要承接西南区域客户订单，2024年成都航新主要客户订单需求有所恢复，经营业绩明显提升；西安广联主要覆盖西北区域客户，随着西安当地主机制造厂的机型量产，2024年西安广联经营业绩有所好转，亏损金额较2023年已大幅收窄；广联航发（沈阳）精密装备有限公司（以下简称“广联航发”）在航空发动机工装领域持续发力，2024年收入规模大幅提升，但受航空发动机工装业务毛利率较低以及费用支出较大，广联航发略有亏损；自贡广联主要负责无人机业务，随着无人机总装及零配件制造项目一期建成投产，2024年自贡广联收入规模大幅提高，但当期无人机订单科研投入较大，且仍处于产能爬坡阶段，折旧摊销等固定成本较高，使得自贡广联出现较大亏损；景德镇航胜航空机械有限公司（以下简称“景德镇航胜”）经营业绩较为稳定；西安中捷飞工贸有限责任公司（以下简称“中捷飞”）仍从事航发零部件精加工业务，2024年经营业绩有所增长，并完成当期承诺业绩²。

表2 2023-2024年公司主要子公司收入及净利润情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
成都航新	16,530.98	2,487.57	7,408.61	-277.42
西安广联	11,010.44	-781.83	3,438.15	-4,860.52

² 2023 年 9 月公司以 0.51 亿元收购中捷飞 51%的股权，公司收购中捷飞形成商誉 0.30 亿元，股权出让方承诺中捷飞 2023 年度的净利润不低于 1,000 万元，2023 年至 2024 年的净利润累计不低于 2,200 万元，2023 年至 2025 年净利润累计不低于 3,600 万元，若在业绩承诺期内，中捷飞未完成承诺业绩，股权出让方则需向公司支付补偿款。

广联航发	15,836.25	-134.38	1,136.67	-598.79
自贡广联	5,377.74	-6,543.53	1.33	-397.00
景德镇航胜	8,454.88	5,026.86	8,632.58	5,009.51
中捷飞	5,884.29	1,830.89	4,270.02	1,124.19

资料来源：公司2023-2024年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

2024年公司产能项目建设投入主要围绕本期债券募投项目及无人机总装及零配件制造项目，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为4.00亿元，较2023年下降51.53%，2024年公司折旧费用为1.80亿元，同比增长55.37%。截至2024年末，本期债券募投项目航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目及航天零部件智能制造项目已完工，大型复合材料结构件轻量化智能制造项目接近尾声，无人机总装及零配件制造项目一期已建成投产，尚需投资主要为二期项目建设，根据下游客户需求再决定后续建设安排，短期内投入规模不大。公司近年新建项目扩张较快，为业务扩张提供支撑，但下游客户订单受机型研制进度影响存在波动，仍需关注新增产能的消纳风险。

表3 2024年末公司主要在建产能项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	已投资额
无人机总装及零配件制造项目	6.02	4.04
大型复合材料结构件轻量化智能制造项目	2.14	1.78
合计	8.16	5.82

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

公司下游客户资质较好，且存在较高的客户壁垒，但公司业务回款账期相对较长，客户集中度较高，需关注下游主要客户订单波动对公司经营业绩的影响

公司主要客户为中航工业、中国航空发动机集团有限公司、中国商飞、中国兵器工业集团有限公司、中国航天科技集团有限公司、中国航天科工集团有限公司下属多家主机厂、总装厂及科研院所等，客户资质较好。此外，下游客户选择供应商时均较为谨慎，航空产品研制周期较长，供应商往往需要在预研阶段介入，并在后续的产品研发、生产阶段持续参与，因此下游客户一旦选定供应商后，一般不会轻易更换，行业客户壁垒较高。

跟踪期内，公司销售模式未发生变化。结算方面，由于下游客户主要为军工央企集团、科研院所，公司一般在产品交付验收合格后再与客户进行结算，产品一般需垫资生产，且回款周期根据客户不同也有所差异，部分客户账期较长，2024年末，公司应收账款账面余额达8.48亿元，同比增长15.59%，其中账龄在1年以内的应收账款占70.85%，1-2年及2年以上的应收账款占比分别为18.45%和10.70%，部分应收账款账龄较长。

公司与主要客户建立了长期合作关系，随着公司航空发动机、燃气轮机零部件及工装业务的持续拓展，公司对中航工业销售收入占比逐步下降，但客户集中度仍较高，需关注下游主要客户订单波动对公司经营业绩的影响。

表 4 2023-2024 年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售收入	占营业收入比重
2024 年	中航工业	42,389.89	40.44%
	第二名	29,480.01	28.13%
	第三名	6,713.22	6.40%
	第四名	6,646.51	6.34%
	第五名	5,103.01	4.87%
	合计	90,332.64	86.18%
2023 年	中航工业	33,147.14	44.79%
	第二名	8,811.79	11.91%
	第三名	6,668.52	9.01%
	第四名	6,565.55	8.87%
	第五名	3,378.66	4.57%
	合计	58,571.65	79.15%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

公司航空航天零部件生产大多采取来料加工收取加工费的业务模式；航空工装业务大多需公司自购材料，但最终与客户结算时，将原料采购成本纳入订单审价的考虑因素，对原材料价格敏感度一般

跟踪期内，公司生产模式未发生变化，由于下游客户对产品的质量要求较高，公司部分产品生产采用来料加工模式，其中航空航天零部件生产大多采取来料加工模式，少量航空工装业务也采用来料加工模式。2024年公司主营业务成本结构较上年变动不大，为提高生产效率，公司将部分非关键工序采用委外加工的模式，2024年公司外协费用为7,639.53万元，占营业成本的比重为10.26%。

表5 2023-2024年公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	24,727.88	33.20%	13,930.04	32.73%
人工成本	12,546.03	16.85%	7,781.07	18.28%
制造费用	28,969.44	38.90%	16,629.84	39.07%
外协费用	7,639.53	10.26%	3,447.17	8.10%
其他业务成本	587.61	0.79%	773.01	1.82%
合计	74,470.50	100.00%	42,561.13	100.00%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

除来料加工外，公司仍涉及购料加工，采购模式方面，公司按需采购，对于部分常用材料会进行备库以保证及时供应。公司采购的原材料主要为普通钢材、殷钢、结构件、刀具、复材预浸料、复合材料和铝材等，航空工装制造周期较长，最终与客户结算时，将原材料采购成本纳入订单审价的考虑因素，对原材料价格敏感度一般。公司与供应商形成了较为稳定的合作关系，2024年公司向前五大供应商的原材料采购占比为20.73%，采购集中度较低。

五、 财务分析

财务分析基础说明

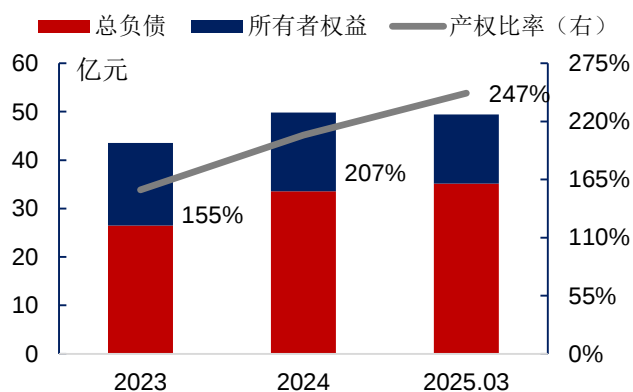
以下分析基于公司公告的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司作为加工生产型企业，固定资产投入较大，下游客户回款周期较长，致使公司生产备货及应收账款对资金占用亦较重；2024 年公司经营有所亏损，公司产品需求空间仍大，产业布局拓展为收入增长提供支撑，无人机业务亏损非常态化，2025 年一季度营业收入保持一定增速；跟踪期内公司财务杠杆水平有所上升，整体负债经营程度较高，日常经营较依赖流动资金贷款，面临较大的债务偿付压力

资本实力与资产质量

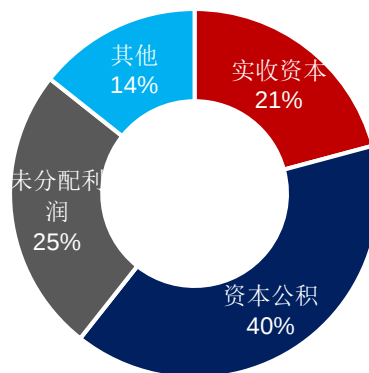
受2024年经营亏损及2025年一季度公司收购西安广联股权冲减资本公积的影响，公司所有者权益规模有所下降，同时公司业务规模的扩张带动流动资金贷款需求，且应付账款随之增长，财务杠杆水平有所上升，负债经营程度较高。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司持续对产能项目建设投入，并通过银行贷款满足业务扩张的资金需求，资产规模有所增长，目前公司产能项目建设已步入尾声。公司作为加工生产型企业，固定资产投入较重，固定资产及在建工程合计占公司资产总额的比重较高，同时业务扩张亦带动应收账款及存货规模增加，而下游客户回款周期较长，应收账款对公司资金占用较重，且2024年公司计提信用减值损失0.25亿元。2024年公司预先投入多种型号无人机研制，但相关无人机产品订单金额较低，从而计提存货跌价损失0.35亿元。商誉

系收购成都航新及中捷飞所形成，2024年成都航新及中捷飞均实现当期承诺业绩³。由于第一季度一般为公司业务回款淡季，2025年3月末，公司货币资金余额较小。截至2024年末，公司受限资产合计6.57亿元（主要包括固定资产6.07亿元、无形资产0.32亿元、应收账款0.14亿元）。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.79	3.63%	4.19	8.41%	3.81	8.75%
应收票据	0.73	1.47%	0.52	1.04%	0.62	1.43%
应收账款	8.21	16.61%	7.62	15.29%	6.66	15.29%
存货	7.53	15.24%	6.98	14.01%	4.53	10.39%
流动资产合计	19.92	40.32%	20.55	41.26%	16.55	37.98%
固定资产	21.04	42.59%	21.78	43.73%	16.41	37.66%
在建工程	1.76	3.57%	1.39	2.80%	4.24	9.74%
商誉	2.96	5.98%	2.96	5.93%	2.96	6.78%
其他非流动资产	0.93	1.89%	0.77	1.54%	1.36	3.12%
非流动资产合计	29.48	59.68%	29.26	58.74%	27.02	62.02%
资产总计	49.40	100.00%	49.81	100.00%	43.57	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

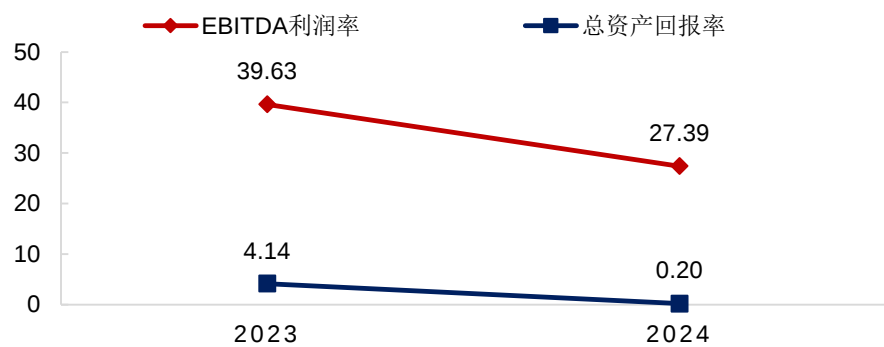
受无人机业务亏损、航空零部件订单价格调整以及毛利率较低的航空发动机工装业务收入占比提升的影响，公司销售毛利率下滑较多。期间费用方面，公司持续加大研发投入力度，叠加职工薪酬、债务融资利息支出的增加，2024年公司期间费用同比增长37.12%，占营业收入的比重达29.70%。此外，2024年公司计提资产减值损失、信用减值损失合计0.60亿元，致使公司当期出现亏损，EBITDA利润率及总资产回报率均有所明显下滑。

公司与下游客户合作关系稳定，军用、国民用航空装备需求空间仍大，公司产业布局拓展，为收入增长提供支撑，一定程度冲抵产品毛利率下降对公司盈利的影响，且2024年无人机业务大额亏损及计提较大规模的存货跌价损失非常态化，2025年一季度公司实现营业收入2.66亿元，同比增长18.87%，实现净利润0.44亿元⁴，但航空装备订单受产品研制及列装的进度而有所波动，仍需关注下游主要客户订单波动对公司经营业绩的影响。

³ 成都航新收购事项的业绩承诺期为 2022-2024 年，承诺期内业绩均已完成，中捷飞收购事项的业绩承诺期为 2023-2025 年。

⁴ 2025 年一季度公司确认投资收益 0.29 亿元。

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司总债务规模有所增长，短期债务占比有所提升。公司债务以银行融资为主，2025年3月末固定资产贷款、并购贷款占银行融资的比重约42.78%，该贷款期限较长，大部分为5年期及以上，其余为流动资金贷款，考虑到公司生产备货及应收账款对资金占用较重，未来仍将依赖流动资金贷款滚续满足日常经营的资金需求，如未来新建产能无法实现预期收益，或业务回款不畅，公司将面临较大的债务偿付压力。其他负债方面，公司应付账款随业务扩张总体有所增长；2025年3月末公司其他应付款账面余额为3.45亿元，主要系收购景德镇航胜49%股权及西安广联40%股权暂未支付的股权收购款。

表 7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.78	7.92%	2.29	6.81%	0.85	3.21%
应付票据	0.37	1.05%	0.25	0.74%	0.56	2.11%
应付账款	3.63	10.33%	4.62	13.76%	2.64	9.96%
其他应付款	3.45	9.80%	1.66	4.93%	1.75	6.61%
一年内到期的非流动负债	6.42	18.25%	4.87	14.50%	2.94	11.10%
流动负债合计	17.60	50.06%	14.54	43.30%	9.32	35.16%
长期借款	8.98	25.55%	10.74	31.97%	9.80	36.99%
应付债券	6.42	18.25%	6.36	18.93%	6.12	23.11%
租赁负债	0.50	1.42%	0.57	1.70%	0.34	1.30%
长期应付款	0.43	1.23%	0.52	1.55%	0.18	0.67%
非流动负债合计	17.56	49.94%	19.04	56.70%	17.18	64.84%
负债合计	35.16	100.00%	33.58	100.00%	26.50	100.00%
总债务	25.88	73.60%	25.27	75.25%	20.93	78.99%
其中：短期债务	10.04	38.81%	7.66	30.31%	4.49	21.43%
长期债务	15.83	61.19%	17.61	69.69%	16.45	78.57%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2024年公司经营活动现金流净额有所减少，主要系公司订单量增加，购置了较大规模存货备库以满足产品交付所致；同时，随着公司项目建设投入逐步减少，投资活动现金净流出规模有所缩减；公司仍通过银行融资满足生产经营的资金需求，当期筹资活动现金仍呈净流入态势。第一季度一般为公司经营及回款淡季，2025年一季度公司经营活动现金延续净流出态势。

跟踪期内，公司财务杠杆水平有所攀升，主要偿债指标表现亦有所趋弱，公司面临较大的偿债压力。

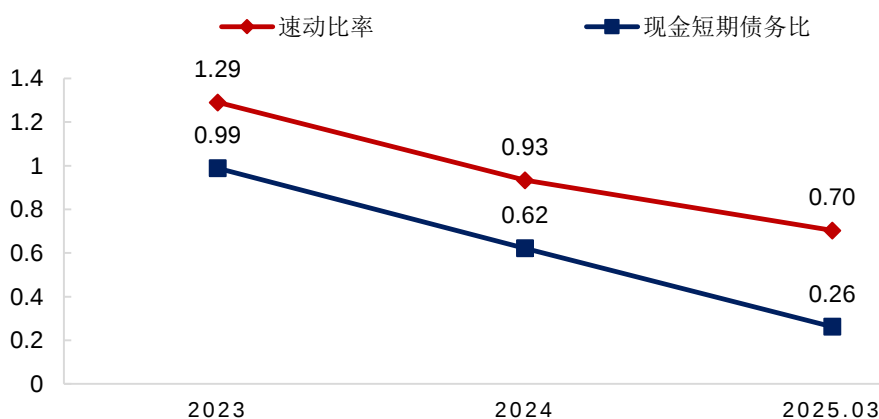
表 8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.30	0.82	1.78
FFO（亿元）	--	1.65	1.82
资产负债率	71.17%	67.42%	60.83%
净债务/EBITDA	--	7.23	5.68
EBITDA 利息保障倍数	--	3.45	5.03
总债务/总资本	64.50%	60.90%	55.09%
FFO/净债务	--	7.93%	10.93%
经营活动现金流净额/净债务	-5.57%	3.94%	10.66%
自由活动现金流/净债务	-7.91%	-15.32%	-38.89%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，随着流动负债及短期债务的增加，公司速动比率及现金短期债务比持续下降，受限资产规模有所增长，公司未使用的银行授信额度一般，且随着财务杠杆水平的持续上升，公司新增融资的空间预计将受到一定限制，获取流动性资源的能力一般。

图 5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6月20日），公司本部及子公司成都航新、景德镇航胜、西安广联、广联航发不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月27日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

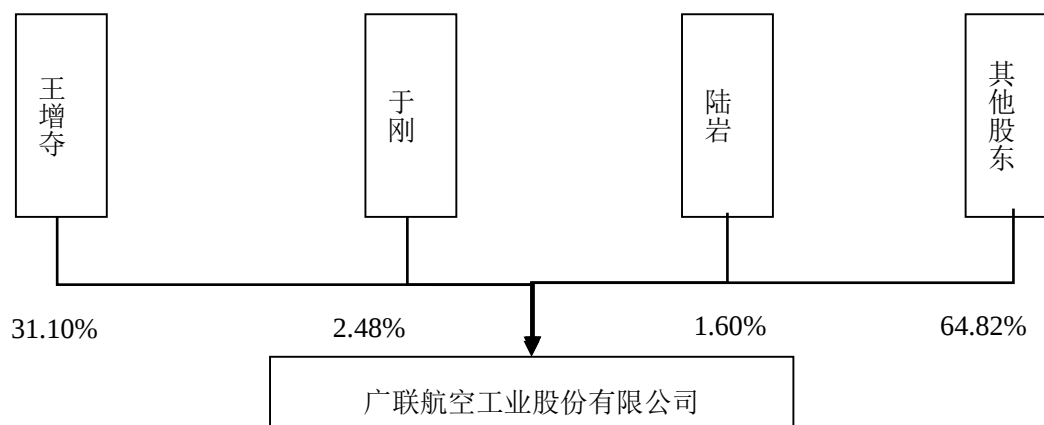
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.79	4.19	3.81	1.58
应收票据	0.73	0.52	0.62	0.45
应收账款	8.21	7.62	6.66	6.36
存货	7.53	6.98	4.53	3.16
流动资产合计	19.92	20.55	16.55	12.19
固定资产	21.04	21.78	16.41	10.93
在建工程	1.76	1.39	4.24	1.81
商誉	2.96	2.96	2.96	2.66
非流动资产合计	29.48	29.26	27.02	18.99
总资产	49.40	49.81	43.57	31.19
短期借款	2.78	2.29	0.85	1.40
应付票据	0.37	0.25	0.56	0.48
应付账款	3.63	4.62	2.64	1.71
其他应付款	3.45	1.66	1.75	0.24
一年内到期的非流动负债	6.42	4.87	2.94	1.00
流动负债合计	17.60	14.54	9.32	5.52
长期借款	8.98	10.74	9.80	5.98
应付债券	6.42	6.36	6.12	0.00
长期应付款	0.43	0.52	0.18	0.52
非流动负债合计	17.56	19.04	17.18	7.21
总负债	35.16	33.58	26.50	12.73
总债务	25.88	25.27	20.93	9.87
其中：短期债务	10.04	7.66	4.49	3.02
长期债务	15.83	17.61	16.45	6.85
所有者权益	14.24	16.23	17.07	18.46
营业收入	2.66	10.48	7.40	6.64
营业利润	0.47	-0.66	0.97	1.75
净利润	0.44	-0.49	1.01	1.70
经营活动产生的现金流量净额	-1.30	0.82	1.78	1.10
投资活动产生的现金流量净额	-0.67	-3.83	-8.71	-7.10
筹资活动产生的现金流量净额	-0.42	3.39	9.17	3.94
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	2.87	2.93	3.08
FFO（亿元）	--	1.65	1.82	2.45
净债务（亿元）	23.30	20.77	16.66	7.97
销售毛利率	33.07%	28.95%	42.48%	53.23%

EBITDA 利润率	--	27.39%	39.63%	46.41%
总资产回报率	--	0.20%	4.14%	7.45%
资产负债率	71.17%	67.42%	60.83%	40.80%
净债务/EBITDA	--	7.23	5.68	2.59
EBITDA 利息保障倍数	--	3.45	5.03	11.08
总债务/总资本	64.50%	60.90%	55.09%	34.84%
FFO/净债务	--	7.93%	10.93%	30.75%
经营活动现金流净额/净债务	-5.57%	3.94%	10.66%	13.80%
自由现金流/净债务	-7.91%	-15.32%	-38.89%	-74.52%
速动比率	0.70	0.93	1.29	1.64
现金短期债务比	0.26	0.62	0.99	0.67

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广联航空（珠海）有限公司	1.00	100.00%	生产制造业
哈尔滨正朗航空设备制造有限公司	0.12	100.00%	民用航空器零部件设计和生产等
哈尔滨卡普勒广联航空复合材料有限公司	0.31	100.00%	开发、设计、制造复合材料产品等
广联航空（西安）有限公司	4.00	100.00%	金属成形机床制造；模具制造；模具销售；航空运输设备销售等
成都航新航空装备科技有限公司	0.20	100.00%	飞机装备（工装）航空航天相关设备设计与制造（不含发动机）；飞机零部件、飞机内装饰和地随设备的开发、生产、销售等
景德镇航胜航空机械有限公司	0.72	100.00%	机械零部件、五金件、紧固件、工装模具、复合材料制造、销售等
广联航发（沈阳）精密装备有限公司	1.00	100.00%	民用航空器零部件设计和生产，民用航空器生产等
广联航空（自贡）有限公司	1.00	100.00%	智能无人飞行器制造；智能无人飞行器销售等
西安中捷飞工贸有限责任公司	0.05	51.00%	工业设备及零件研制加工
贵州航新航发装备科技有限公司	0.10	100.00%	机械零件、零部件加工

注：2025 年 4 月及 6 月公司陆续转让成都航新 39.90%及 10.00%的股权，转让后公司对成都航新持股比例降至 50.10%。

资料来源：公司 2024 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号