

# 贵州航宇科技发展股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【870】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。

## 贵州航宇科技发展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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
航宇转债	AA-	AA-

### 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：依托行业壁垒和先发优势，贵州航宇科技发展股份有限公司（股票代码“688239.SH”，简称“航宇科技”）在航空环锻件领域仍具备较强竞争力，海外业务维持较快增长，在手订单充足，公司业绩仍有较好支撑。同时中证鹏元也关注到，公司下游客户集中度较高，2024年军品业务波动导致业务收入下滑，2025年相关业务或仍承压，公司在建扩产项目规模较大，存在一定的产能消化压力，同时营运能力有所弱化。

### 评级日期

2025年7月4日

### 联系方式

项目负责人：张睿婕  
zhangrj@cspengyuan.com

项目组成员：李莹莉  
liyl@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）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	43.28	42.87	34.09	29.90
归母所有者权益	18.78	18.34	16.87	12.46
总债务	16.89	17.41	11.26	11.27
营业收入	4.22	18.05	21.04	14.54
净利润	0.46	1.86	1.84	1.83
经营活动现金流净额	0.36	1.44	1.43	0.49
净债务/EBITDA	--	2.23	2.10	2.36
EBITDA 利息保障倍数	--	11.53	12.30	11.41
总债务/总资本	46.98%	48.38%	39.81%	47.49%
FFO/净债务	--	33.69%	28.87%	31.14%
EBITDA 利润率	--	21.16%	17.01%	20.61%
总资产回报率	--	6.35%	7.64%	8.75%
速动比率	1.70	1.68	1.08	0.90
现金短期债务比	1.27	1.23	0.53	0.60
销售毛利率	26.23%	28.03%	27.18%	32.09%
资产负债率	55.96%	56.68%	50.06%	58.31%

注：报告中 2022 年数据为期初调整数。

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

- **高端锻造行业的准入壁垒及公司的先发优势继续保障公司业务竞争力。**依托技术积累、资格认证壁垒以及同客户的长期合作关系，公司已成为国际知名商用航空发动机的稳定供应商，在获取海外主机厂订单上具备一定优势。同时，公司积极参与我国多个预研和在研型号航空发动机环锻件的同步研制，是 C919 适配发动机 Leap-1C 环锻件的核心供应商，并深度参与国产 CJ1000/2000 航空发动机的配套研制，未来随着国内军机、民机放量，公司订单仍有增长空间。
- **海外业务高速增长，在手订单对未来业绩保障程度较好。**2024 年公司 45.24% 的主营业务收入来自于境外市场，受国际环境等因素影响，同期国内供应商竞争力提升，故公司加大了海外市场拓展力度，境外主营业务同比增长 25.11%，毛利率提升 3.14 个百分点。公司在手订单充足，2024 年末公司在手订单金额合计 48.48 亿元，为当期收入的 2.69 倍。

## 关注

- **军品业务波动，公司收入承压。**航空锻件业务收入是公司收入的主要来源，其中境内锻件业务主要为军品业务且客户集中度较高，2024 年因境内部分客户进入去库存阶段，拿货节奏放缓，导致同期公司航空锻件业务收入同比下降 9.14%，2025 年第一季度仍未见显著回暖。
- **公司仍存在一定的产能消化压力。**截至 2025 年 3 月末，公司在建 3 个扩产项目，考虑到当前市场需求未见显著修复，需关注在建项目投产后的收益情况。
- **关注公司营运能力变化情况。**受行业特性影响，公司上下游相对较为强势，2024 年公司销售回款周期放缓，应收账款及存货对资金的占用增加，需关注公司营运效率及周转情况。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司所处的行业进入壁垒高，依托于技术积累和先发优势，公司已同优质客户达成长期合作关系，且在手订单充足，经营风险可控。

## 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	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
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					aa-

外部特殊支持	0
主体信用等级	AA-

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
航宇转债	6.67	6.6685	2025-1-21	2030-8-21

注：上表中债券余额为截至 2025 年 7 月 3 日余额

## 一、 债券募集资金使用情况

航宇转债募集资金原计划用于航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目（以下简称“募投项目”）以及补充流动资金。截至2024年12月31日，航宇转债募集资金专项账户余额为4.61亿元。

2025年1月，公司变更部分募投项目实施地点至贵阳沙文生态科技产业园，变更实施方式为利用现有厂房，募集资金主要用于装修、设备购置和安装。

**表1 募投项目变更具体内容（单位：亿元）**

内容	变更前	变更后
实施主体	四川德兰航宇科技发展有限公司	贵州航宇科技发展股份有限公司
实施地点	四川省德阳市德阳经济技术开发区旌阳区扬子江路和高山路西南角	贵州省贵阳市金阳高新区
实施方式	新建厂房	利用现有厂房
投资金额	6.91	5.23

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。因限制性股票激励计划登记、2024年年度利润分配方案实施资本公积转增股本、航宇转债于2025年2月27日起可转换为股票等，公司注册资本及股本有所变化，截至2025年5月30日，公司股份总数增至1.92亿股<sup>1</sup>。

根据公司披露的《关于引入战略投资者暨股东减持股份计划公告》、《股东减持股份计划实施完成暨权益变动的提示性公告》，截至2025年6月24日，公司控股股东山东怀谷企业管理有限公司（以下简称“山东怀谷”）通过大宗交易减持公司股份的2%，减持原因为拟引入战略投资者四川发展引领资本管理有限公司。截至2025年6月24日，山东怀谷持有公司20.02%股权，仍为公司控股股东；张华先生持有山东怀谷54.55%股权，同时其与一致行动人直接持有公司4.22%的股权<sup>2</sup>，通过直接和间接控制方式，张华先生合计控制公司24.25%的股权，为公司的实际控制人。

公司仍主要从事航空难变形金属材料环形锻件研发、生产和销售。2024年公司收购成都成航发通用动力设备有限公司（以下简称“成航发通用”）90%的股权，交易对价0.66亿元。成航发通用主要从事高端装备零部件精密加工制造，是公司产业链下游企业。截至2024年末，公司合并范围子公司共10家。

组织结构方面，公司不再设置监事会及监事，由董事会审计委员会行使监事会的法定职权。跟踪期内，公司多名高管离任（含总经理、副总经理），需关注高管变更对公司治理的影响。

<sup>1</sup> 截止 2025 年 6 月 12 日，工商变更尚未完成。

<sup>2</sup> 张华先生与其子张诗扬先生、其弟张跃先生为一致行动人，分别直接持有公司 3.31%、0.83%和 0.08%的股权。

### 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**

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

**航空发动机长期需求向好趋势不改，高端锻造作为配套行业具备较高的竞争壁垒，仍有较好的发展机会**

航空发动机行业具备高价值、高壁垒的特性。航空发动机是一种高度复杂和精密的热力机械，其研制周期长、投入成本高，研制成功后具备长期经济效益。目前，世界上能够独立研制高性能军用航空发动机的国家只有美、俄、英、中等少数几个国家，民用领域则由美、英两国垄断，技术工艺门槛较高。

我国已具备完备的航空发动机产业链。航空发动机约占飞机整机价值的20%-30%，生命周期主要经历研发、制造、维护三个阶段，三者的价值量比例分别约为10%、40%、50%。航空发动机主流模式为“主机厂+供应商”模式，产业链上游为原材料供应商（金属材料、非金属材料 and 元器件），中游为零部件制造及加工（锻造、铸造及机加），下游为主机厂。主机厂在产业链中占据核心地位和话语权，我国航空发动机整机生产由中国航空发动机集团有限公司（以下简称“航发集团”）主导，目前军机发动机

研制实力靠前，商用发动机仍在试验阶段；全球商用航空发动机主要由GE航空、罗罗（RR）、普惠（P&W）等公司垄断，但制造层面已基本实现全球化，近年来零部件制造向中国转移趋势明显。

**表2 主流商用发动机型号和国内军机发动机型号**

飞机类别	主要机型	主要发动机制造商	主要发动机型号
商用窄体客机	A320neo 系列、737MAX	GE、P&W、赛峰	LEAP
商用宽体客机	777X、787 和 A350	GE、RR	GE9X、Trent 系列
国内军机	歼-20、直-20、运-20 等	航发集团	涡扇-20、涡扇-18 等

注：目前 C919 采用 LEAP 系列发动机，正在积极推进 CJ1000 和 CJ2000 研制。

资料来源：航宇科技首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书，中证鹏元整理

**航空发动机长期需求向好趋势不改。**受益于多年研发投入，国内军机主力型号批产提速列装，多款新型号也将进入稳定批产阶段；同时珠海航展、印巴冲突等事件加速军贸发展，打开广阔海外市场。虽然2024年军工行业进入主动去库存阶段，出现需求压缩、价格调整、交付进度延后等不利因素，但军机换代补质提量需求仍存，长期需求向好趋势不改。民用航空领域，受益于全球流动性宽松，2023年空客、波音订单快速增长，随着订单逐步交付，对相关零部件需求亦逐步上升；我国C919面临批产，国产发动机CJ1000正在密集试验阶段，商用航空发动机实现自主可控刻不容缓，民用航空发动机产业仍有较大发展空间。

**高端锻造企业具备投资大、建设周期长、技术门槛高的特点，其中军品领域行业壁垒较高。**特种合金锻造属于锻造行业的高端领域，所使用原材料主要为高温合金、铝合金、钛合金等特种合金材料，多应用于重大装备领域，如航空发动机、燃气轮机、火箭、卫星、导弹等，因其材料特殊性，对加工设备、加工工艺提出了较高要求。

高端锻造领域因其投资大、建设周期长、技术门槛高的特点，竞争相对缓和。目前民用领域锻造行业具备较强竞争力的企业包括派克新材（605123.SH）、恒润股份（603985.SH）、通裕重工（300185.SZ）、德阳万航、西南铝业等，但由于部分民用锻件技术要求不高，中小锻造企业参与其中，竞争相对激烈。在军品领域，行业内的企业主要包括国有大型军工企业或其下属企业、部分民营配套企业，国有大型军工企业凭借其技术优势、资金实力、规模优势等，成为军工产品的主要生产商，竞争优势显著。随着军工行业市场化加速开放，部分具有军品生产资质的民营企业迅速崛起，在军工产品配套领域扩大市场份额，目前军品市场主要竞争的企业包括中航重机（600765.SH）、派克新材（605123.SH）、航宇科技（688239.SH）、三角防务（300775.SZ），行业竞争格局相对集中，且因军品业务对企业资质、研发能力、前期资金投入等具有较高要求，行业壁垒较高。

## 四、经营与竞争

2024年，海外市场燃气轮机锻件需求提振，公司燃气轮机业务收入有所增长。但受部分国内客户库存偏高，拿货节奏放缓等因素影响，同期航空锻件、能源锻件收入减少，航天锻件则延续下行趋势，公

司营业收入整体承压。2025年1-3月，公司营业总收入同比下降26.99%，下游需求修复尚不明朗。

毛利率方面，结算产品差异提振航空锻件、高端装备锻件毛利率，2024年公司销售毛利率同比小幅增长。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2024年			2023年			
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	
主营业务	航空锻件	13.64	75.55	29.88	15.01	71.35	29.22
	其他高端装备锻件	0.34	1.91	42.39	2.43	11.57	29.74
	燃气轮机锻件	2.01	11.11	26.49	1.66	7.90	17.83
	航天锻件	0.68	3.75	23.81	0.82	3.88	30.31
	其他锻件	0.20	1.13	16.99	0.18	0.86	19.84
	小计	<b>16.87</b>	<b>93.45</b>	<b>29.33</b>	<b>20.10</b>	<b>95.56</b>	<b>28.30</b>
其他业务	1.18	6.55	9.43	0.94	4.44	3.01	
合计	<b>18.05</b>	<b>100.00</b>	<b>28.03</b>	<b>21.04</b>	<b>100.00</b>	<b>27.18</b>	

注：其他高端装备锻件包括海洋装备、核电、能源锻件。

资料来源：公司提供

公司客户集中度较高，2024年部分国内客户拿货节奏放缓，导致公司境内航空锻件业务收入有所下滑，但境外业务对公司收入形成一定支撑；且公司在手订单规模较大，依托行业准入壁垒和先发优势，未来收入仍具备韧劲

公司仍主要从事航空环形锻件研制与生产业务，高端锻造行业的技术壁垒、先发优势、准入壁垒仍是公司的护城河。国内方面，参与航空发动机的研制是未来承担航空发动机批产任务的先决条件，公司积极围绕国家重点型号研制，参与我国多个预研和在研型号航空发动机环锻件的同步研制，包括新一代航空发动机、长江系列国产商用航空发动机，是C919适配发动机Leap-1C环锻件的核心供应商，并深度参与国产CJ1000/2000航空发动机的配套研制。国际方面，国际商用航空发动机供应商资格认证和考核周期较长，公司仍是国际知名航空发动机制造商GE航空、普惠（P&W）、罗罗（RR）、赛峰（SAFRAN）、霍尼韦尔（Honeywell）等的供应商。

分区域看，跟踪期内公司境内收入下滑，境外业务表现尚可。公司境内业务终端客户主要为航发集团、航天科技、中国航天科工集团有限公司（以下简称“航天科工”）等国内航空航天龙头企业，2024年部分国内客户进入去库阶段，减缓拿货节奏，公司收入确认有所减少。境内业务部分产品以合同约定的结算价格为暂定价，最终价格以终端用户审定价为基础双方另行协商确定；公司以暂定价为基础确认收入，但实际结算的最终价格可能会出现一定浮动，对公司收入及业绩造成影响。境外收入方面，跟踪期内由于海外能源成本上涨、劳动力紧缺、地缘政治等因素，国内企业的竞争力提升，公司加大海外市场拓展力度。2024年公司境外主营业务同比增长25.11%，占公司年度主营业务收入的45.24%；境外业务毛利率提升3.14个百分点。

分产品看，航空锻件业务仍是公司收入主要来源，因国内客户放缓拿货节奏，2024年公司航空锻件业务收入有所下滑。同时，2024年能源行业下游需求下滑，相关业务收入大幅减少；航天锻件市场则延续弱势，同比表现仍弱。但受益于全球能源转型及AI数据中心建设，海外燃气轮机锻件收入持续增长，目前公司燃气轮机境外客户有GE Vernova、贝克休斯、西门子能源等。

**表4 公司主营业务收入境内外占比（单位：亿元）**

项目	2024年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内	9.24	54.76%	32.17%	14.00	69.65%	30.72%
境外	7.63	45.24%	25.89%	6.10	30.35%	22.75%
<b>合计</b>	<b>16.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.33%</b>	<b>20.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.30%</b>

资料来源：公司提供

公司在手订单充足，未来收入仍具备韧性，但需关注客户集中度风险。截至2024年末，以客户的订单统计公司尚有在手订单27.82亿元。此外，根据公司与客户已签订的长期协议，结合与客户确认的排产计划，按照相应价格预估的长协期间在手订单金额约20.66亿元。公司合计在手订单金额约为48.48亿元，是2024年收入的2.69倍。但中证鹏元关注到，受行业特性影响，公司下游客户集中度仍较高，2024年前五大客户的销售额占当期营业收入的60.96%，其中对航发集团的依赖度较高，需关注下游客户需求波动对公司业务的影响。

#### 随着贵阳沙文基地建设持续推进，公司仍存在一定的产能消化压力

公司生产基地仍主要为贵阳本部基地、四川德阳基地，2024年公司综合产能利用率为74.81%，因德阳基地产能释放、国内需求阶段性回落等因素影响，产能利用率有所下滑。

截至2025年3月末，公司在建项目尚需投资金额15.37亿元，银行授信充足，资金压力可控。公司在建项目主要为扩产项目，投产后公司产能将有所提升，考虑到当前市场需求未见显著修复，需关注在建项目投产后的收益实现情况。

**表5 截至2025年3月末公司在建项目情况（单位：亿元）**

项目全称	项目地点	计划完工时间	总投资	已投资	资金来源
航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目	贵阳市	2027年1月	5.23	0.28	可转债募投资金、自有资金
沙文产业园建设项目	贵阳市	2027年	12.00	1.87	自有资金、贷款资金
德阳二期建设项目	德阳市	2026年6月	1.33	1.04	自有资金
<b>合计</b>	-	-	<b>18.56</b>	<b>3.19</b>	-

资料来源：公司提供

#### 同行业比较

跟踪期内，下游客户拿货节奏放缓，高端锻造企业均出现一定程度的收入下滑。公司依旧是行业跟随者，对上下游议价能力较弱，资金周转速度放缓，整体营运效率表现较弱，但公司较高毛利的产品占

比较高，毛利率仍有较强支撑

表6 同业比较（单位：亿元、%、天）

简称	成立时间	企业性质	主营产品	营业收入	收入增速	毛利率	资产负债率	净营业周期
航宇科技	2006	民营企业	航空环锻件	18.05	-14.19	28.03	56.68	339.42
中航重机	1996	国有企业	航空环锻件、航空模锻件	81.08*	-12.28*	19.72*	47.60	160.51
派克新材	2006	民营企业	航空航天锻件、石化锻件、电力锻件	32.13	-11.21	18.68	38.99	207.41

注：中航重机业务可分为锻铸行业和液压环控行业，为增加可比性，上表中标\*表示为锻铸业务相关指标；以上数据为2024年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

随着可转债发行，跟踪期内公司资产规模、债务规模均有增长，公司资产整体质量尚可，但应收款项、存货对资金的占用有所增加，资产周转速度放缓；公司杠杆水平有所抬升，债务压力增长，但公司主营业务仍可实现一定现金流入，仍具备一定的流动性资源获取能力

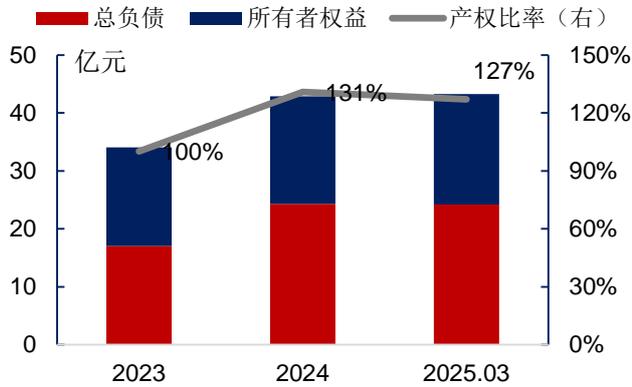
### 资本实力与资产质量

因航宇转债发行，2024年末公司总负债及总资产有所增长，带动产权比率增加，所有者权益对负债的保障程度较弱。

公司资产仍以应收账款、存货和固定资产为主，2024年末应收账款同比增幅较大，系回款放缓所致；2025年一季度公司原材料备料增长，存货同比增加，需关注公司运营效率及周转情况。公司客户主要为军工类央企及海外主流航空发动机制造商及其指定机加厂，应收款项坏账风险较低。近年公司对沙文产业园建设项目、德兰航宇产业园二期建设项目的投入主要计入无形资产、在建工程科目，固定资产波动不大。

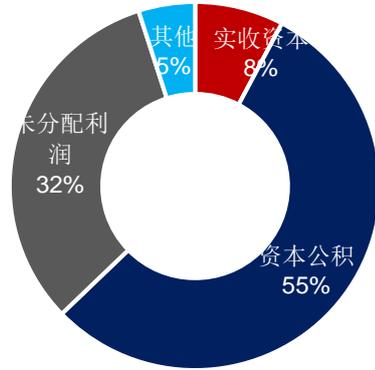
截至2024年末，公司受限资产账面价值合计0.70亿元，占公司总资产比例较低。

图1 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2 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

表7 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	4.72	10.90%	7.68	17.93%	3.22	9.45%
应收账款	10.48	24.21%	10.43	24.33%	8.70	25.53%
存货	9.49	21.93%	8.89	20.74%	8.75	25.67%
<b>流动资产合计</b>	<b>29.31</b>	<b>67.72%</b>	<b>29.65</b>	<b>69.17%</b>	<b>22.39</b>	<b>65.68%</b>
固定资产	8.52	19.69%	8.60	20.06%	8.75	25.66%
在建工程	2.15	4.96%	1.47	3.44%	0.26	0.78%
无形资产	1.42	3.28%	1.42	3.32%	0.38	1.12%
<b>非流动资产合计</b>	<b>13.97</b>	<b>32.28%</b>	<b>13.21</b>	<b>30.83%</b>	<b>11.70</b>	<b>34.32%</b>
<b>资产总计</b>	<b>43.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>42.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.09</b>	<b>100.00%</b>

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

2024 年公司收入减少导致经营性业务利润有所下滑，但受益于公司冲回股份支付减少管理费用支出，2024 年公司利润水平整体变化不大，EBITDA 有所提升，带动 EBITDA 利润率增长。因总资产增长，公司总资产回报率仍有下滑，但整体盈利能力尚可。

2025 年一季度，公司营业收入同比减少 26.99%，国内航空发动机市场仍处于去库存阶段，短期内公司收入及盈利仍承压。

图3 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

公司债务以银行借款、可转换债券和应付票据为主，2024年6.67亿元航宇转债发行，公司总债务有所增长；截至2025年7月3日，航宇转债转股价为24.97元，当日收盘价为34.18元，转股可能性仍较大。公司长期借款主要用于厂房及生产线建设、日常经营等，近年规模有所波动。

经营性债务方面，因部分供应商延长公司账期，公司应付账款规模有所增长；但应付票据规模随前期票据解付减少。

表8 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
应付票据	3.12	12.88%	3.51	14.44%	3.81	22.31%
应付账款	4.30	17.74%	3.77	15.51%	3.30	19.34%
<b>流动负债合计</b>	<b>11.65</b>	<b>48.12%</b>	<b>12.36</b>	<b>50.87%</b>	<b>12.65</b>	<b>74.12%</b>
长期借款	3.55	14.68%	2.97	12.21%	3.22	18.85%
应付债券	6.84	28.24%	6.80	27.97%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.57</b>	<b>51.88%</b>	<b>11.94</b>	<b>49.13%</b>	<b>4.42</b>	<b>25.88%</b>
负债合计	24.22	100.00%	24.30	100.00%	17.06	100.00%
<b>总债务</b>	<b>16.89</b>	<b>69.74%</b>	<b>17.41</b>	<b>71.64%</b>	<b>11.26</b>	<b>65.98%</b>
其中：短期债务	6.46	38.23%	7.62	43.75%	8.01	71.14%
长期债务	10.43	61.77%	9.79	56.25%	3.25	28.86%

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

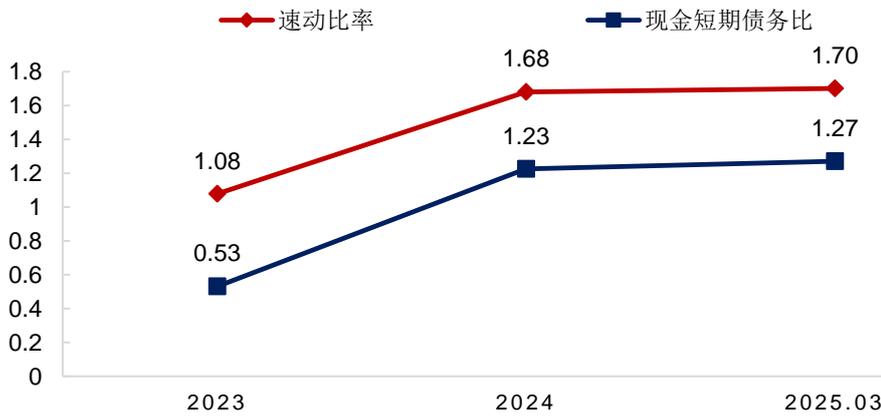
跟踪期内公司杠杆水平抬升，在手资金以航宇转债募集资金为主，叠加收入承压，公司债务压力有所增长。公司EBITDA对利息的覆盖程度较高，仍维持一定的盈利能力和现金流入。2024年末公司在手资金充足，流动性指标有所改善。截至2025年3月末，公司未使用授信额度26亿元，且作为上市公司，公司仍具备一定的流动性资源获取能力。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.36	1.44	1.43
FFO（亿元）	--	2.86	2.17
资产负债率	55.96%	56.68%	50.06%
净债务/EBITDA	--	2.23	2.10
EBITDA 利息保障倍数	--	11.53	12.30
总债务/总资本	46.98%	48.38%	39.81%
FFO/净债务	--	33.69%	28.87%
经营活动现金流净额/净债务	4.10%	16.98%	19.00%
自由现金流/净债务	-6.32%	-4.22%	-10.38%

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4 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

根据公司提供的信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2025年6月5日）、德兰航宇（报告查询日：2025年6月13日）、山东怀谷（报告查询日：2025年6月18日）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，公司实控人张华（报告查询日：2025年6月23日）不存在不良逾期账户。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，截至查询日（2025年6月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人员名单。

## 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	4.72	7.68	3.22	3.26
应收账款	10.48	10.43	8.70	5.77
存货	9.49	8.89	8.75	7.95
流动资产合计	29.31	29.65	22.39	19.82
固定资产	8.52	8.60	8.75	7.11
非流动资产合计	13.97	13.21	11.70	10.08
资产总计	43.28	42.87	34.09	29.90
短期借款	2.17	2.72	3.06	2.55
应付票据	3.12	3.51	3.81	4.20
应付账款	4.30	3.77	3.30	3.68
一年内到期的非流动负债	1.17	1.37	1.14	0.83
流动负债合计	11.65	12.36	12.65	13.16
长期借款	3.55	2.97	3.22	3.70
应付债券	6.84	6.80	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	12.57	11.94	4.42	4.28
负债合计	24.22	24.30	17.06	17.43
所有者权益	19.06	18.57	17.02	12.46
营业收入	4.22	18.05	21.04	14.54
营业利润	0.51	2.12	2.17	2.07
净利润	0.46	1.86	1.84	1.83
经营活动产生的现金流量净额	0.36	1.44	1.43	0.49
投资活动产生的现金流量净额	-3.17	-2.30	-2.84	-2.36
筹资活动产生的现金流量净额	-0.18	5.41	1.61	3.59
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.82	3.58	3.00
FFO（亿元）	--	2.86	2.17	2.20
净债务（亿元）	8.79	8.50	7.51	7.07
销售毛利率	26.23%	28.03%	27.18%	32.09%
EBITDA 利润率	--	21.16%	17.01%	20.61%
总资产回报率	--	6.35%	7.64%	8.75%
资产负债率	55.96%	56.68%	50.06%	58.31%
净债务/EBITDA	--	2.23	2.10	2.36
EBITDA 利息保障倍数	--	11.53	12.30	11.41
总债务/总资本	46.98%	48.38%	39.81%	47.49%
FFO/净债务	--	33.69%	28.87%	31.14%

经营活动现金流净额/净债务	4.10%	16.98%	19.00%	6.91%
速动比率	1.70	1.68	1.08	0.90
现金短期债务比	1.27	1.23	0.53	0.60

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 公司前十大股东名册（截至 2025 年 5 月 30 日）

股东名称	总持有数量 (股)	持有比例 (%)	质押/冻结总数 (股)
山东怀谷企业管理有限公司	42,266,062	22.02	0
张华	6,357,790	3.31	0
贵州省科技风险创业投资有限公司	4,512,927	2.35	0
中国建设银行股份有限公司－易方达国防军工混合型证券投资基金	3,562,397	1.86	0
卢漫宇	3,455,800	1.8	0
基本养老保险基金一二零五组合	3,334,834	1.74	0
彬元资本有限公司－赫里福德基金－彬元大中华基金－RQFII	3,162,251	1.65	0
中国建设银行股份有限公司－前海开源公用事业行业股票型证券投资基金	3,007,462	1.57	0
招商银行股份有限公司－易方达品质动能三年持有期混合型证券投资基金	2,241,764	1.17	0
吴永安	2,027,593	1.06	0
<b>合计</b>	<b>73,928,880</b>	<b>38.53</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 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

## 附录四 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	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