

航空零部件制造行业景气度持续兑现

国防军工

事件概述：

爱乐达发布 2020 年年度报告及 2021 年第一季度报告，2020 年实现营收 3.04 亿元 (+64.89%)，归母净利润 1.37 亿元 (+75.22%)，扣非归母净利润 1.33 亿元 (+93.40%)；2021 年第一季度实现营收 1.08 亿元 (+121.51%)，归母净利润 0.47 亿元 (+76.89%)，扣非归母净利润 0.46 亿元 (+96.72%)。

利君股份发布 2020 年度业绩快报及 2021 年第一季度业绩预告，2020 年实现营收 8.19 亿元 (+19.06%)，归母净利润 1.93 亿元 (+8.17%)；预计 2021 年第一季度实现归母净利润 0.67~0.80 亿元 (+100~140%)。

西菱动力发布 2020 年年度报告及 2021 年第一季度报告，2020 年实现营收 5.13 亿元 (-2.25%)，归母净利润亿元 0.81 (-61.80%)，扣非归母净利润 0.40 亿元 (-65.02%)；2021 年第一季度实现营收 1.48 亿元 (+148.41%)，归母净利润 0.17 亿元 (扭亏)，扣非归母净利润 0.16 亿元 (扭亏)。

分析与判断：

1. 收入规模持续扩大，现金流改善助力企业做大做强

近年来航空零部件制造企业的收入规模持续扩大，2020 年和 2021 年第一季度相关企业持续兑现业绩。专注于军民用飞机零部件精密制造的爱乐达 2019 年实现收入 1.84 亿元 (+43.77%)，2020 年实现收入 3.04 亿元 (+64.89%)；利君股份的航空航天零件制造业务 2019 年实现收入 1.22 亿元 (+23.28%)，2020 年实现收入 2.00 亿元 (+63.78%)。2021 年第一季度，爱乐达实现收入 1.08 亿元 (+121.51%)，收入增速明显提升，收入规模持续扩大；西菱动力实现收入 1.48 亿元 (+148.41%)，主要增长动力源于新增的军民用飞机零部件精密制造业务，公司军工及航空结构件生产线于 2020 年第四季度建成投产，军工及航空业务产能释放，军品收入大幅增加。

我们认为，十四五时期，军用航空装备订单有望大规模集中释放，相关主机单位有望获得较大比例预付款。长期以来，军工主机厂的结算一般都发生在第四季度甚至仅集中在 12 月份，前三季度都需要企业自筹资金投入生产，大部分公司经营性现金流较差，生产经营较为被动，积极性不高，最终产品交付容易拖期。大比例预付款和长协合同的落地将盘活飞机制造产业链，对参与配套的企业非常有利，确保上中游公司完成备产备料。预计相关配套公司的产能扩充或产能利用效率将持续改善。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



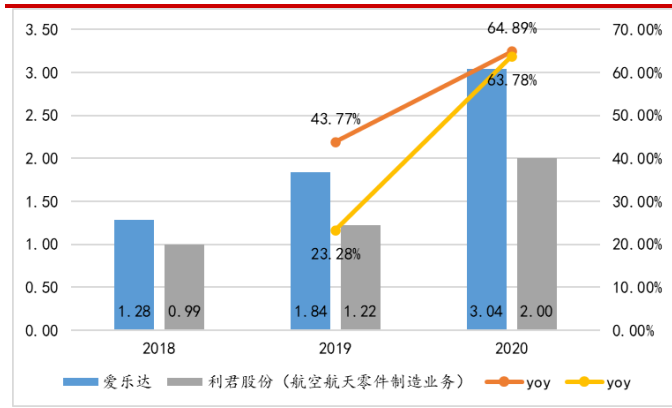
分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

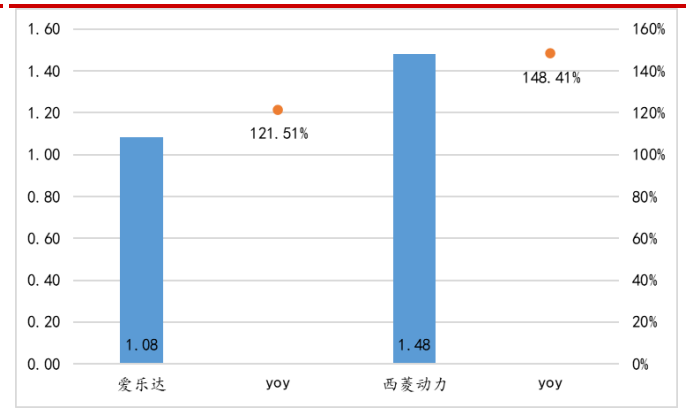
联系电话：010-59775364

图1 爱乐达、利君股份航空业务收入变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所，单位：亿元

图2 爱乐达、西菱动力 2021Q1 收入情况

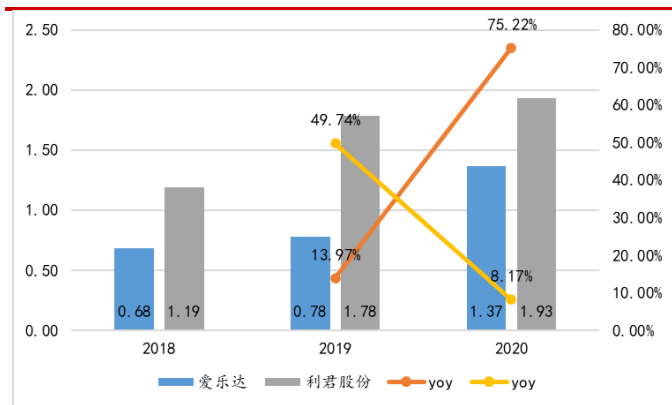


资料来源：公司公告，华西证券研究所，单位：亿元

2. 盈利能力逐步提升，放量降价对毛利率影响有限

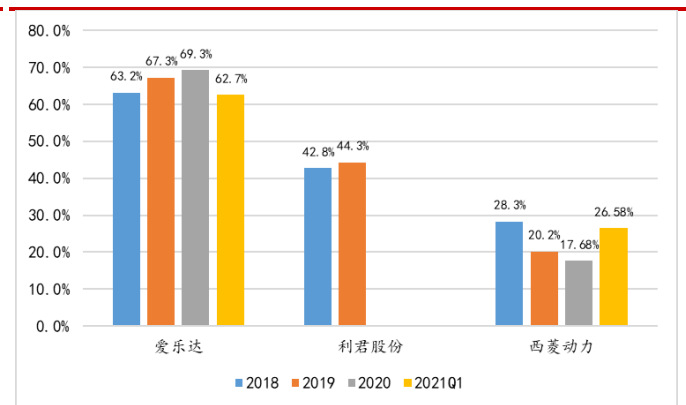
受益于航空装备需求增长，相关企业盈利能力逐渐提升，尤其是以爱乐达为代表的军品业务占比高的企业。爱乐达 2019 年实现归母净利润 0.78 亿元 (+13.97%)，2020 年实现归母净利润 1.37 亿元 (+75.22%)；利君股份 2019 年实现归母净利润 1.78 亿元 (+49.74%)，2020 年实现归母净利润 1.93 亿元 (+8.17%)。

图3 爱乐达、利君股份归母净利润变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所，单位：亿元

图4 爱乐达、利君股份、西菱动力毛利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

毛利率方面，2018-2020 年爱乐达的综合毛利率由 63.2% 提升至 69.3%，2018-2019 年利君股份的综合毛利率由 42.8% 提升至 44.3%，均呈现出持续提升态势；2018-2020 年西菱动力的综合毛利率持续下滑，主要原因是受传统的汽车零部件业务拖累，2021 年第一季度高毛利率的军品业务首次反映在报表中，公司综合毛利率即大幅提升 8.90pct 至 26.58%。

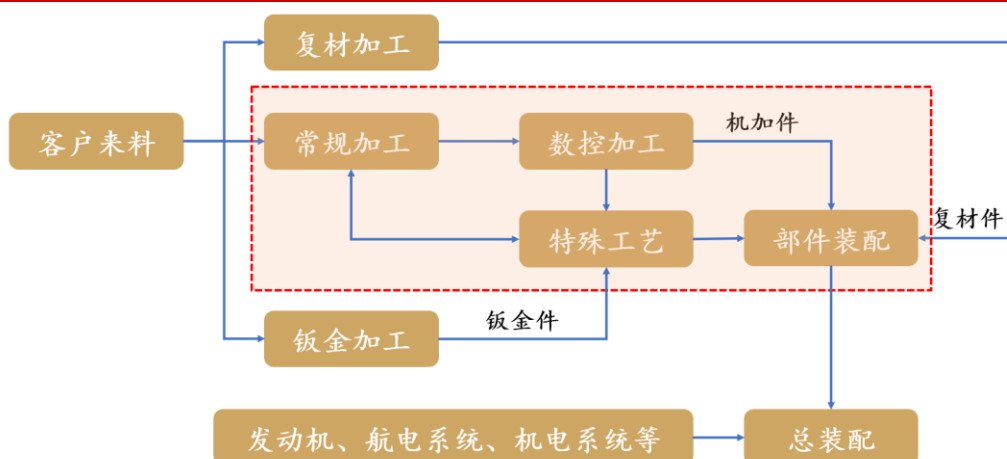
关于所谓的集采降价对毛利率的影响。我们认为，航空零部件配套商之间不是完全竞争关系，军机制造行业的壁垒体系跟纯市场化的医药供销体系有天壤之别，行业体量规模也完全不同，军品集采不会面临类似医药集采的降价压力，降价幅度能够被产业链相关企业接受并消化。全球范围来看，军品作为特殊商品，定价没有固定参照系，价格伸缩性较大。军品采购的核心在于主机厂的交付能力和装备的作战效能，并不以低价为首要目标，此外，如果价格过低导致无利可图，企业也会通过研制开发新的改型装备以获得重新定价。订单数量是决定企业盈利水平最重要的因素，产品放量的规模效应会在一定程度上抵消降价对毛利率的影响。

3. 爱乐达：机加龙头向特种工艺、部组件装配延伸

公司专注于航空航天制造领域，主要从事军用飞机、民用飞机零部件、航空发动机零件及航天大型结构件的精密制造，产品包括飞机机头、机身、机翼、尾翼及起落架等各部位相关零部件、发动机零件以及航天大型结构件。公司立足机加龙头优势，不断向产业链下游的特种工艺、部组件装配等环节延伸，目前已具备航空零部件“数控精

密机加、特种工艺处理、部组件装配”全流程业务能力。

图 5 公司业务在航空制造产业链中所处环节

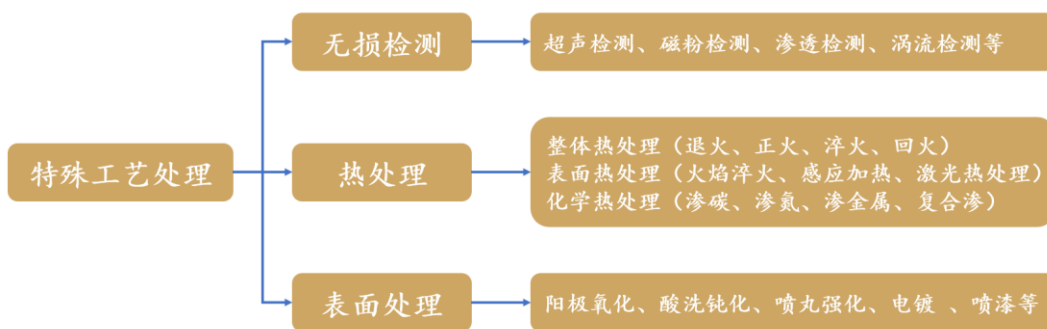


资料来源：华西证券研究所整理

数控精密加工是公司的传统优势业务，主要为军用飞机零件、民用飞机零件（包括空客、波音多个主要型号机型国际转包订单；赛峰集团起落架零组件国际直接订单；ARJ21、C919、C929、MA700 等国产机型订单）、发动机零件、航天大型结构零件等。目前公司集中于航空零部件关键件、重要件、复杂零件以及小批量件柔性生产能力建设，巩固航空零部件机加领域龙头地位。

特种工艺处理方面，公司拥有阳极氧化、无损检测、电镀、钝化、热处理、喷漆线等 10 余种特种工艺和理化试验能力，具备航空铝合金、钛合金、不锈钢等产品热表特种工艺全工序处理能力。由于特种工艺产线具有较高的环保资质门槛，目前主要集中在主机厂和爱乐达，竞争格局相对较好。2019 年特种工艺各产线陆续投产，2020 年下半年产能利用率大幅提升，对公司营收贡献逐渐显现。

图 6 特种工艺种类



资料来源：华西证券研究所整理

部组件装配方面，公司已开展某型无人机、某型军机以及多个民用机型部组件装配业务，着重培育大部件装配能力。目前已取得主机厂装配资质，成为某主机厂确定的四家部组件装配单位之一，并获得某型无人机中机身大部件装配订单，以及该机型前机身、中机身和后机身三段大部件对合装配任务。

公司“航空零部件智能制造及系统集成中心项目”已于 3 月 20 日开工，项目建成后将有效提升航空零部件数控智能制造能力，扩大特种工艺产能，升级零部件智能装配能力，强化公司在航空零部件领域“数控精密机加、特种工艺处理、部组件装配”全流程业务能力。

4. 利君股份：钣金及部装环节核心配套商

公司主要从事粉磨系统及其配套设备制造业务（水泥用辊压机、矿山用高压辊磨机、辊系等）和航空航天零部件制造业务，其中，航空航天零部件制造业务主要由子公司德坤航空承担。德坤航空具有完善的航空航天制造产业链，在工装模具设计制造、数控精密加工、钣金零件制造、部组件装配等领域具有核心竞争力，产品应用于波音、

空客、IAI、中国商飞等民用飞机，多种型号军用飞机以及运载火箭等。

工装模具设计制造方面，公司在飞机零件工装模具、飞机装配型架、运载火箭装配型架等领域具有突出的专业优势。

数控精密加工方面，公司拥有齐全的精密切削加工设备，承接业务包括军用飞机、民用飞机、无人机、航天装备、海洋装备等金属及非金属零件业务。

钣金零件制造方面，公司是航空航天主机厂钣金零件核心供应商，产业规模在区域内居行业领先地位，已建立的航空钣金柔性生产线全面运行后，年产能将逾百万件。

部组件装配方面，公司是航空航天主机厂主要的部组件装配供应商，该领域是公司航空航天制造产业链升级的重点发展方向，现有业务涉及多种军用飞机、无人机的金属及复材部段及部组件装配。

公司是钣金零件制造、部组件装配等环节头部企业，钣金人员依赖强，部装占地面积大，属于较难扩产的瓶颈环节，壁垒相对较高，公司在上述环节具有核心竞争力，卡位优势明显。随着下游客户重要装备型号逐渐放量，公司航空航天零部件制造业务营收大幅增长。

5. 西菱动力：收购鑫三合，新晋选手跑步前进

公司传统主业是汽车发动机零部件的研发、设计、制造和销售，主要产品包括曲轴扭转减振器、连杆总成、凸轮轴总成以及涡轮增压器等，是目前全国少数具备精密铸造、精密锻造、加工一体化生产能力的企业之一。

军品及民用航空零部件是公司新的战略发展方向，公司持续完善军品及民用航空零部件管理体系建设，推进装备承制单位资格证书审核和申领，加强市场开发，目前已成为中航某飞机等军工单位和中航某民机有限公司的合格供应方。2020年第四季度公司**军品及民用航空结构件一期生产线建成投产**，对公司2021年第一季度的业绩增长贡献明显，后续随着航空系统件、钣金件、轴类件等生产线的建成投产，公司在军工及民用航空零部件领域的产品品类和市场份额将继续扩大。

作为航空零部件制造行业的新进入者，公司除了积极建设自身的航空结构件、系统件、钣金件、轴类件等生产线之外，还通过**收购鑫三合**的方式来加快公司在军工及民用航空业务领域的发展，鑫三合主要从事军用航空结构件、系统件及复材零部件的加工业务，具有开展军工业务所必需的各项资质，此次整合并购将发挥公司与鑫三合的产业协同作用，实现优势互补，优化公司产业布局，推动公司在军品及航空业务方面的快速发展，提升公司在军品市场的市占率。

投资建议：

随着十四五时期航空装备高景气需求的逐步释放，航空制造产业链上的相关配套企业有望持续向好发展，航空零部件制造行业的**爱乐达、利君股份、西菱动力**客观受益，另外，锻造行业的**三角防务、中航重机**，光电组件的**中航光电、全信股份**，上游材料类的**中简科技、中航高科、宝钛股份、西部超导**等公司以及航空发动机领域的**航发控制、图南股份**等公司亦为受益标的。

风险提示：

新品定价结算节奏不及预期，产能释放进度不及预期。

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。