

## 佳力奇 (301586)

### 上市点评：国内核心航空复材供应商，拓展领域保障

#### 持续发展

##### 报告摘要

◆ **事件**：8月28日，公司成功在深交所创业板上市。本次发行股票2074万股，发行价格为18.09元/股，发行后总股本为8298万股。

◆ **深耕军用航空复材零部件领域**。公司成立于2004年，成立之初以民用碳纤维产品研发为主营业务，2015年起开展航空复材零部件业务，形成军民品双轮驱动的业务模式，随后逐步明确了以航空复材零部件为核心的业务体系。目前，公司深耕军用市场，以飞机复材零部件和导弹复材零部件为核心产品，产品广泛应用于歼击机、运输机、无人机、教练机、靶机、导弹等重点型号装备。

◆ **实控人合计持有公司35.60%股份，公司股权较为分散**。公司实际控制人为路强，本次发行股票2074万股后，路强直接持有公司14.32%股份，同时分别通过公司员工持股平台宿州广融间接持股，以及通过一致行动人梁禹鑫直接持股，合计持有公司35.60%股份。公司实际控制人控制公司股份比例较低，股权较为分散。

◆ **募投项目助力公司扩大军用航空领域生产规模，拓展民用领域市场，同时实现企业数智化发展**。公司本次公开发行股票募集资金拟投向先进复合材料数智化生产基地建设项目、研发技术中心建设项目、先进复合材料数智化制造系统建设项目，以及用于补充流动资金，投资总额为11.22亿元。

公司计划通过募投项目的建设扩大公司航空复材零部件生产规模，突破产能瓶颈的同时，进一步提升公司在技术、研发等方面的核心竞争力，不断探索、拓展公司核心产品在民用航空、轨道交通等应用领域，提高公司自主创新能力。并且，帮助公司实现全面数智化发展，为公司战略管理提供有

投资评级

买入  
首次评级

2024年09月03日

收盘价(元): 52.67

目标价(元): 63.00

##### 公司基本数据

总股本(百万股) 82.98

总市值(百万) 4,370.32

流通股本(百万股) 19.67

流通市值(百万) 1,036.15

12月最高/最低价(元) 68.16/51.00

资产负债率(%) 31.40

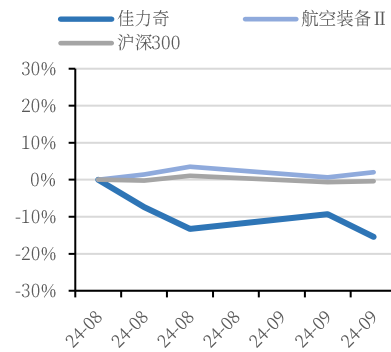
每股净资产(元) 14.52

市盈率(TTM) -711.48

市净率(PB) 3.63

净资产收益率(%) 6.81

##### 股价走势图



##### 作者

梁晨 分析师

SAC执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@avicsec.com

王绮文 分析师

SAC执业证书: S0640524010001

邮箱: wangqw@avicsec.com

张超 分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

股市有风险入市需谨慎

效的决策支持信息，提高公司主营业务的信息化管理能力和整体运营效率，降低综合运营成本。

相关研究报告

◆ **2024 上半年受定价机制影响盈利能力下降，新增批产项目的执行将提振公司业绩。**公司 2023 年营业收入（4.63 亿元，-21.78%）、归母净利润（1.03 亿元，-31.78%）均大幅下降，主要是受宏观环境等因素影响，下游主要军机主机厂释放需求放缓、采购定价政策调整，公司新增主要批产项目合同签订及产品交付与验收有所延迟、产品价格下降，同时导致公司毛利率（32.80%，-10.48pcts）降幅较大。净利率（22.14%，-3.25pcts）也有所下降。

从 2024 年中报来看，公司营业收入（2.70 亿元，-0.28%）与去年同期基本持平，归母净利润（0.62 亿元，-21.64%）下降主要系原毛利率较高的批产项目于 2023 年结项，同时受主要军机主机厂采购定价政策调整影响，现有重点项目价格有所下调所致，但此项目合同金额总计 4.73 亿元，2024 年之前已执行金额 1.12 亿元，待执行的 3.62 亿元主要在 2024 年度完成，将提振公司业绩。公司毛利率（36.53%，-3.17pcts）有所下降，净利率（22.80%，-6.22pcts）降幅较大，主要是信用减值损失（-0.10 亿元，+1207.82%）增长较多所致。

◆ **以研发投入提高产品质量。**公司拥有较强研发实力，已取得 85 项专利，参与了 11 项国家标准的起草制订并已发布实施。2024H1 研发费用率（6.49%，-0.60pcts）虽有波动，但仍处于较高水平。公司持续加大研发，通过工艺优化和生产全流程质量检测体系的建立，有效提升产品稳定性、良品率和完成效率，是连续五年被航空工业下属核心飞机主机厂客户评为“优秀供应商”“金牌供应商”的唯一复材零部件领域企业。

◆ **紧跟航空复材零部件需求，拓展应用新领域。**公司是国内规模较大的飞机复材零部件供应商之一，除了紧跟航空工业下属飞机主机厂及科研院所的业务需求，通过持续的研发，保持公司在材料设计、工艺优化、质量控制、敏捷交付以及技术服务等方面的综合优势外，也将积极开拓新领域、新市场，进一步开发航空发动机、直升机等原先未涉及的飞机零部件业务以及民用飞机、汽车以及轨道交通等民用市场业务，以提高公司业务规模和盈利能力。另外，公司将进一步完善产业链条，向上延伸至材料研发，掌握预浸料等关键原料的生产方法，向下拓展至装配、保养等制造环节，形成系统化的全套生产工艺。

◆ **航空航天器轻量化、高性能推动复材需求提升。**复合材料是指由两种或两种以上不同性质的材料，通过物理或化学的方法，在宏观上组成的具有新性能的材料。其综合性能优于原组成材料，能够满足各种不同的要求，使用碳纤维复合材料代替钢或者铝，能够使飞机减重效率达到 20%-40%，意味着飞行器在节省燃油的同时扩大了作战半径，提高了战场生存力和战斗力，因此复合材料的用量已成为衡量军用飞机先进性的重要标志。当前，无人机的复合材料使用比例基本是所有航空器中最高的，五代战斗机中复合材料使用比例也普遍在 20%-40%。随着飞机对结构轻量化、高性能化、结构功能一体化的要求日益提升，复合材料在各类型飞机上的使用范围不断扩大，复合材料用量也随着应用范围的扩大而快速增加，航空复材零部件制造业将迎来更大的发展机遇。

航天方面，碳纤维复合材料被大量使用于导弹壳体、弹翼、舵翼面、发动机壳体等结构部件，起到减轻结构质量，加大射程并提高落点的精确度的作用。随着导弹产业在军贸、实战化演习消耗、新型号批产放量下迎来量级的提升，导弹复材零部件的需求也将随之增加，应用范围、应用领域也将随着导弹智能化发展而逐渐深入。

◆ **投资建议：**

- 1、公司是国内规模较大的飞机复材零部件供应商之一，深度绑定军机主机厂及科研院所，在军用航空复材零部件领域具有明显优势；
- 2、公司加强下游应用领域拓展，除了向航空发动机、直升机等原先未涉及的飞机零部件业务拓展，还积极开拓民用飞机、汽车以及轨道交通等民用市场业务，以保证公司业务规模的持续增长；
- 3、公司募投项目建设期 2 年，项目落成后不仅能够扩大军用航空领域生产规模，同时进一步提升公司在技术、研发等方面的核心竞争力，拓展民用领域市场，还有利于公司管理效率的提升，实现企业数智化发展。

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 5.53 亿元、6.65 亿元和 8.08 亿元，归母净利润分别为 1.03 亿元、1.26 亿元和 1.53 亿元，EPS 分别为 1.24 元、1.52 元和 1.84 元。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 63.00 元，对应 2024-2026 年 PE 为 51 倍、41 倍及 34 倍。

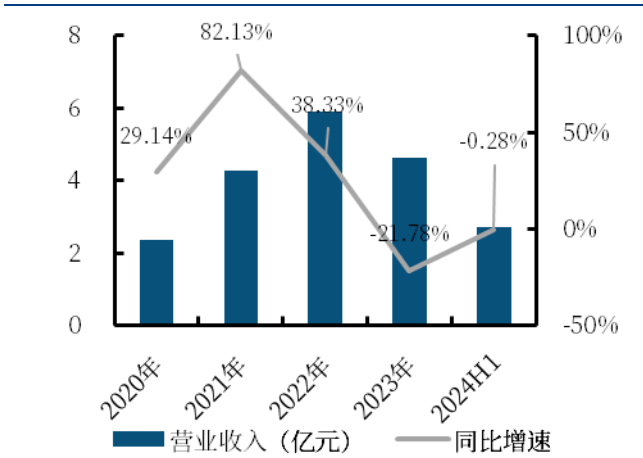
◆ **风险提示**

客户集中度高，暂定价格与审定价格差异导致业绩波动，原材料供应风险，技术创新风险

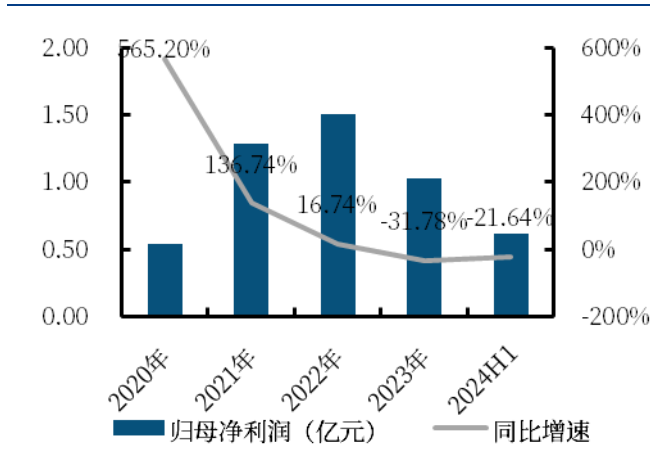
◆ 盈利预测

| 单位:百万元        | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 462.93  | 553.12 | 665.36 | 807.99 |
| 增长率           | -21.78% | 19.48% | 20.29% | 21.44% |
| 归属母公司股东净利润    | 102.51  | 102.61 | 126.22 | 153.03 |
| 增长率           | -31.78% | 0.09%  | 23.02% | 21.23% |
| 每股收益(EPS) (元) | 1.24    | 1.24   | 1.52   | 1.84   |

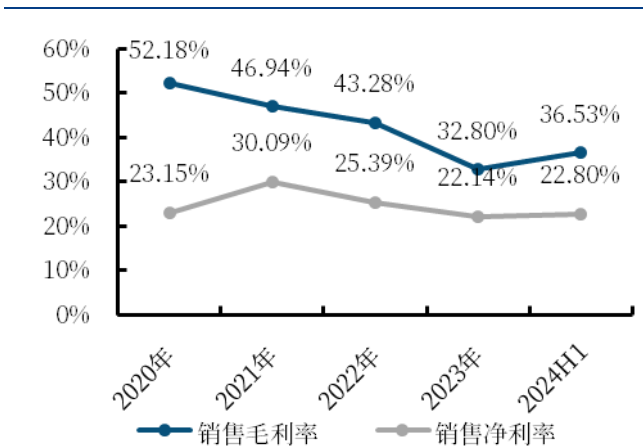
资料来源: iFind, 中航证券研究所

**● 公司主要财务数据**
**图1 公司近5年营业收入及增速情况**


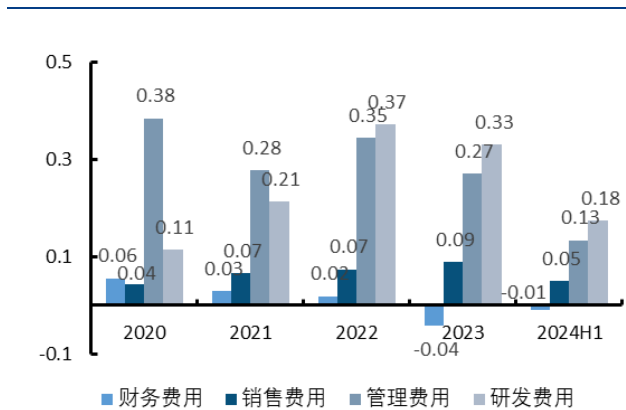
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图2 公司近5年归母净利润及增速情况**


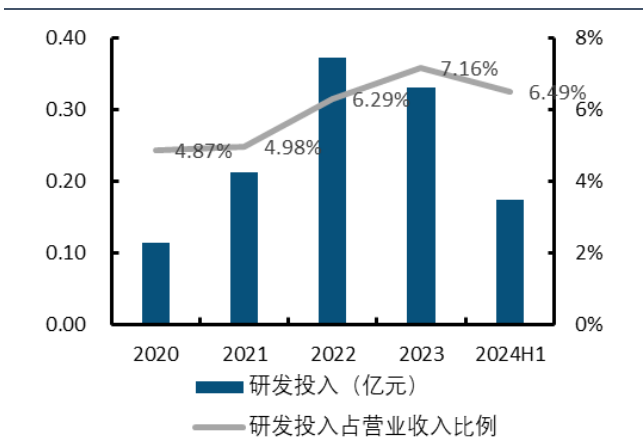
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图3 公司近5年毛利率及净利率情况**


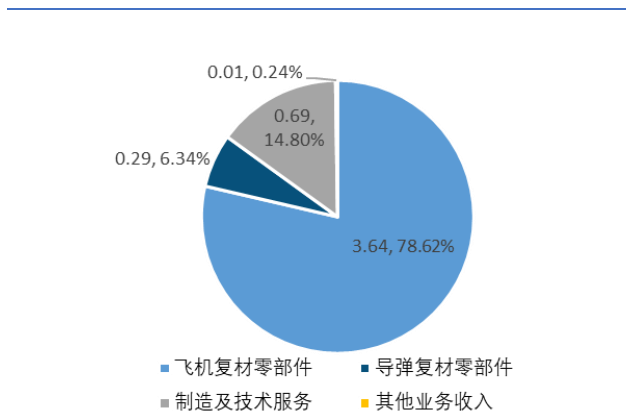
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图4 公司近5年期间费用情况 (亿元)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图5: 公司近5年研发投入情况 (亿元)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图6: 公司2023年产品结构**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**板块拆分预测 (数据单位: 百万元)**

|         |      | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------|------|---------|--------|--------|--------|
| 飞机复材零部件 | 营业收入 | 363.97  | 442.22 | 539.51 | 663.59 |
|         | 增长率  | -27.70% | 21.50% | 22.00% | 23.00% |
|         | 毛利率  | 34.04%  | 34.50% | 35.00% | 35.00% |
| 制造及技术服务 | 营业收入 | 68.52   | 71.94  | 75.54  | 79.32  |
|         | 增长率  | 62.14%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
|         | 毛利率  | 32.76%  | 11.00% | 15.00% | 20.00% |
| 导弹复材零部件 | 营业收入 | 29.35   | 37.86  | 49.21  | 63.98  |
|         | 增长率  | -32.34% | 29.00% | 30.00% | 30.00% |
|         | 毛利率  | 18.73%  | 19.00% | 18.00% | 17.00% |
| 其他业务    | 营业收入 | 1.10    | 1.10   | 1.10   | 1.10   |
|         | 增长率  | -39.52% | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
|         | 毛利率  | 0.32%   | 25.00% | 25.00% | 25.00% |

数据来源: iFind, 中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (百万元)**

| 利润表 (百万元)          |             |              |              |              | 资产负债表 (百万元) |         |         |         |         |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------|---------|---------|---------|
|                    | 2023        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |             | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 营业收入               | 462.93      | 553.12       | 665.36       | 807.99       | 货币资金        | 336.25  | 645.69  | 460.61  | 372.97  |
| 营业成本               | 311.07      | 385.17       | 456.07       | 548.71       | 应收票据及账款     | 202.26  | 310.96  | 374.61  | 455.35  |
| 税金及附加              | 5.18        | 5.94         | 6.85         | 8.08         | 预付账款        | 12.21   | 15.15   | 19.14   | 24.35   |
| 销售费用               | 8.90        | 10.23        | 11.31        | 12.93        | 其他应收款       | 0.10    | 0.08    | 0.09    | 0.12    |
| 管理费用               | 27.20       | 28.87        | 33.27        | 38.78        | 存货          | 89.80   | 94.97   | 99.96   | 105.23  |
| 研发费用               | 33.16       | 35.40        | 41.25        | 48.48        | 其他流动资产      | 0.31    | 0.37    | 0.45    | 0.54    |
| 财务费用               | -4.08       | -4.05        | -5.73        | -4.42        | 长期股权投资      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资产减值损失             | -0.53       | -2.16        | -2.00        | -2.26        | 固定资产        | 375.49  | 439.68  | 629.45  | 817.45  |
| 信用减值损失             | 1.67        | -3.15        | -3.33        | -3.64        | 在建工程        | 58.87   | 149.06  | 189.25  | 154.44  |
| 其他经营损益             | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 无形资产        | 31.16   | 32.81   | 36.07   | 36.13   |
| 投资收益               | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 长期待摊费用      | 0.01    | 0.01    | 0.01    | 0.01    |
| 公允价值变动损益           | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 其他非流动资产     | 14.80   | 18.80   | 16.80   | 15.80   |
| 资产处置收益             | -0.07       | -0.01        | 0.29         | 0.00         | 资产总计        | 1121.26 | 1707.59 | 1826.45 | 1982.39 |
| 其他收益               | 32.90       | 29.00        | 25.00        | 23.00        | 短期借款        | 1.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润               | 115.47      | 115.23       | 142.31       | 172.52       | 应付票据及账款     | 149.36  | 181.50  | 193.67  | 214.98  |
| 营业外收入              | 0.31        | 0.49         | 0.00         | 0.00         | 其他流动负债      | 24.15   | 116.13  | 111.26  | 107.54  |
| 营业外支出              | 0.21        | 0.04         | 0.00         | 0.00         | 流动负债合计      | 174.51  | 297.64  | 304.93  | 322.51  |
| 其他非经营损益            | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 长期借款        | 73.31   | 58.65   | 43.99   | 29.32   |
| 利润总额               | 115.56      | 115.68       | 142.31       | 172.52       | 其他非流动负债     | 32.06   | 32.06   | 32.06   | 32.06   |
| 所得税                | 13.05       | 13.07        | 16.08        | 19.50        | 非流动负债合计     | 105.38  | 90.71   | 76.05   | 61.39   |
| 净利润                | 102.51      | 102.61       | 126.22       | 153.03       | 负债合计        | 279.89  | 388.35  | 380.98  | 383.90  |
| 少数股东损益             | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 股本          | 62.23   | 82.98   | 82.98   | 82.98   |
| 归属母公司股东净利润         | 102.51      | 102.61       | 126.22       | 153.03       | 资本公积        | 337.80  | 692.31  | 692.31  | 692.31  |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2023</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 留存收益        | 441.34  | 543.95  | 670.17  | 823.20  |
| 经营性现金净流量           | 177.91      | 157.13       | 130.43       | 177.20       | 归属母公司权益     | 841.37  | 1319.24 | 1445.46 | 1598.49 |
| 投资性现金净流量           | -55.26      | -211.34      | -306.57      | -254.60      | 少数股东权益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 筹资性现金净流量           | -12.80      | 363.64       | -8.93        | -10.24       | 股东权益合计      | 841.37  | 1319.24 | 1445.46 | 1598.49 |
| 现金流量净额             | 109.85      | 309.43       | -185.07      | -87.64       | 负债和股东权益合计   | 1121.26 | 1707.59 | 1826.45 | 1982.39 |

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10 以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10~10 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10 以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637