

2025 年 04 月 29 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

佳力奇（301586）

24 年年报及 25Q1 点评：军机、民机、低空经济、

航天多领域共同发力，逆势增长更显难能可贵

报告摘要

◆ 事件：公司 4 月 24 日公告，2024 年实现营收（6.27 亿元，+35.41%），归母净利润（1.00 亿元，-2.05%），毛利率（28.30%，-4.51pcts），净利率（16.02%，-6.13pcts）。2025Q1 实现营收（1.82 亿元，同比+69.76%，环比-4.43%），归母净利润（0.11 亿元，同比-55.94%，环比-49.53%），毛利率（20.62%，同比-14.13pcts，环比+2.46pcts），净利率（6.04%，同比-17.22pcts，环比-5.39pcts）。

◆ 深耕军用航空复材零部件领域。公司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，其中 95% 收入来自航空工业下属单位，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。

◆ 积极拓展新领域，打造第二增长曲线。公司 2024 年营业收入（6.27 亿元，+35.41%）大幅增长，在全行业整体下滑情况下，逆势创出历史新高，主要系客户订单增加，归母净利润（1.00 亿元，-2.05%）小幅下降，主要系价格下降及产品结构变化影响。公司深耕航空复材零部件领域，全年实现多个新项目转产落地，同时积极拓展新市场，完成了民机、航天、低空经济等领域多家客户的深入对接、供应商准入及项目转产落地工作，为公司第二增长曲线注入活力。

2024 年，公司毛利率（28.30%，-4.51pcts）有所下降，主要系部分新承接项目毛利率相对较低，同时由于主要军用飞机主机厂采购定价政策调整，公司现有重点项目产品价格下降所致，净利率（16.02%，-6.13pcts）降幅高于毛利率下降幅度，主要系应收账款信用减值损失（-0.15 亿元，+6723.74%）增加所致。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 04 月 28 日

收盘价(元): 45.21

目标价(元): 66.00

公司基本数据

总股本(百万股)	82.98
总市值(百万)	3,751.32
流通股本(百万股)	20.74
流通市值(百万)	937.83
12 月最高/最低价(元)	79.08/35.45
资产负债率(%)	23.61
每股净资产(元)	15.21
市盈率(TTM)	43.40
市净率(PB)	2.97
净资产收益率(%)	0.87

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

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

◆ 25 年一季度市场环境向好，需求增加。2025 年一季度，公司收入（1.82 亿元，+69.76%）大幅增长，主要系市场环境持续向好，客户订单需求增加，公司生产规模扩大，交付效率提升；归母净利润（0.11 亿元，-55.94%）降幅较大，主要系政府补助减少导致其他收益（0.02 亿元，-87.26%）减少所致。

◆ 瞄准未来应用场景，培育新业态、新模式。2024 年公司三费费率（5.86%，-1.06pcts）有所下降，主要系管理费用率（4.57%，-1.31pcts）下降所致，销售费用率（1.68%，-0.24pcts）小幅波动，财务费用率（-0.39%，+0.49pcts）增加主要系银行借款利息费用增加。

公司加强研发投入，积极培育新业态、新模式，在材料开发、智能制造、成型工艺、结构功能一体化、低成本制造等方面取得新成果，在结构功能复合材料领域实现突破。2024 年公司研发费用（0.34 亿元，+3.01%）保持增长，研发费用率（5.45%，-1.71pcts）有所下降。公司是连续七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，并被中国航空工业集团评为“2024 年度优秀供应商”。

◆ 生产规模扩大、验收节奏加快，库存增加。资产负债端来看，公司应收账款（3.65 亿元，+99.37%）大幅增长，主要系客户回款周期增加所致；存货（1.53 亿元，+70.37%）增幅较大，主要系生产规模扩大，发货和客户验收节奏波动，导致库存商品（0.31 亿元，+496.77%）和发出商品（0.23 亿元，+128.02%）增加所致。

现金流量端来看，公司经营活动产生的现金流量净额-0.57 亿元，由正转负，主要受到主要客户回款周期增加，同时原材料采购付款增加综合影响；筹资活动产生的现金流量净额 2.65 亿元，由负转正，主要是公司首发上市收到募集资金所致。

◆ 募投项目助力公司扩大军用航空领域生产规模，拓展民用市场。公司首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，以及用于补充流动资金，投资总额为 3.32 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，优化产品结构，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。以上项目计划于 2026 年 8 月达到预定可使用状态。

相关研究报告

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 —2024-09-06

◆ **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，同时，公司于 2024 年 12 月与客户就某型有人机项目签订了较大金额合同，主要在 2025 年度执行，将为公司业绩提供保障；
- 2、公司加强下游应用领域拓展，重点发展民机、无人机、导弹、固体火箭发动机、常规弹药、低空经济等新市场新机会，加强业绩第二增长曲线；
- 3、公司推动数智化复材制造，探索“人工智能+航空复材”新模式，提高生产效率，增强市场竞争力；
- 4、募投项目的落成后不仅能够扩大公司在军用航空领域生产规模，进一步提升公司在技术、研发等方面的核心竞争力的同时，抓住民用市场发展契机。

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 7.56 亿元、9.76 亿元和 12.16 亿元，归母净利润分别为 1.12 亿元、1.53 亿元和 2.02 亿元，EPS 分别为 1.35 元、1.85 元和 2.43 元。维持“买入”评级，目标价 66.00 元，对应 2025-2027 年 PE 为 49 倍、36 倍及 27 倍。

◆ 风险提示

客户集中度较高风险, 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动风险, 技术创新风险等。

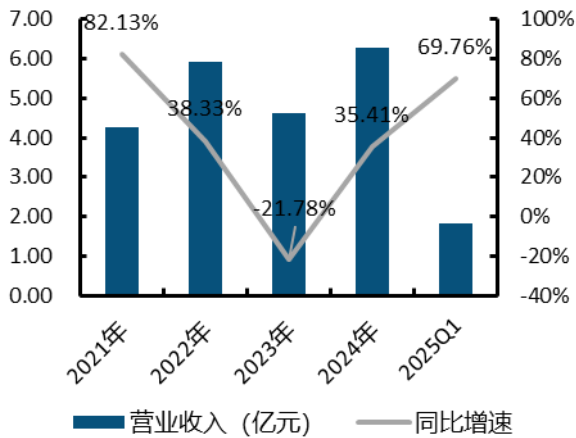
◆ 盈利预测

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	626.83	756.04	976.25	1216.07
增长率	35.41%	20.61%	29.13%	24.57%
归属母公司股东净利润	100.41	112.22	153.33	201.63
增长率	-2.05%	11.76%	36.64%	31.50%
每股收益(EPS) (元)	1.45	1.35	1.85	2.43
毛利率	28.30%	25.16%	25.66%	26.15%
净利率	16.02%	14.84%	15.71%	16.58%

资料来源: iFind, 中航证券研究所

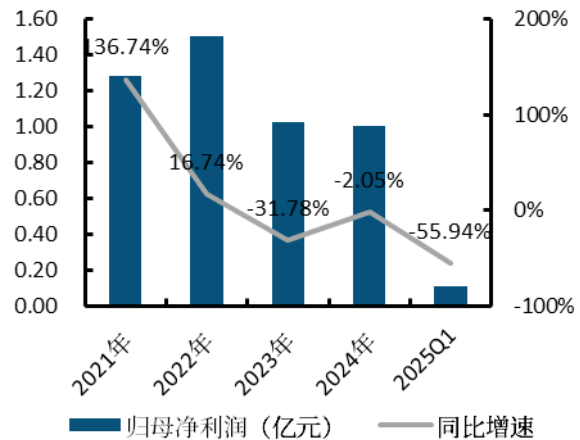
● 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



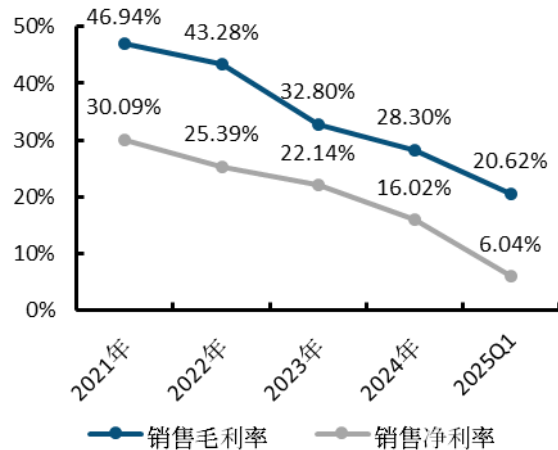
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



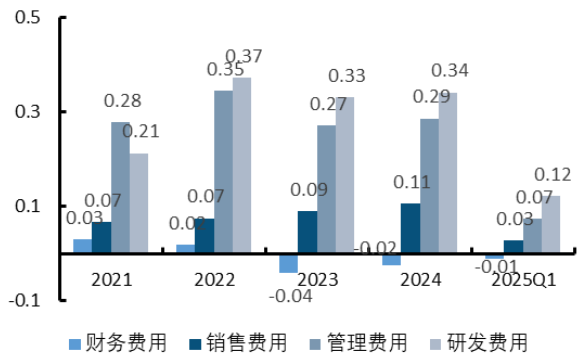
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



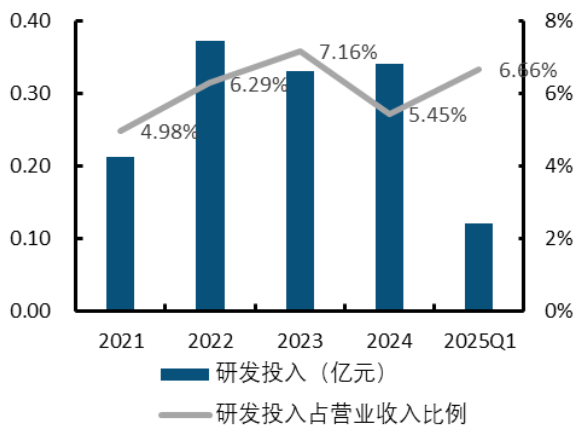
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 公司期间费用情况 (亿元)



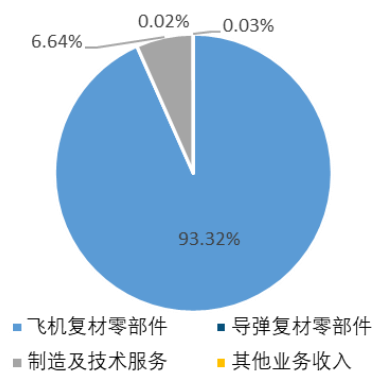
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 公司研发投入情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 公司2024年产品结构



资料来源: wind, 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）	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	626.83	756.04	976.25	1216.07	货币资金	586.63	554.17	580.13	660.84
营业成本	449.46	565.85	725.73	898.04	应收票据及账款	366.11	539.79	643.39	734.81
税金及附加	6.09	7.34	9.48	11.81	预付账款	5.86	20.71	27.28	33.98
销售费用	10.53	11.34	13.67	15.81	其他应收款	0.14	0.14	0.18	0.22
管理费用	28.63	30.24	34.17	38.91	存货	152.99	195.34	248.54	307.55
研发费用	34.16	37.80	43.93	48.64	其他流动资产	1.30	0.68	0.88	1.09
财务费用	-2.43	-1.68	-1.64	-1.83	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-2.39	-2.27	-2.73	-3.16	固定资产	385.28	402.87	450.41	483.53
信用减值损失	-14.84	-6.05	-4.88	-3.65	在建工程	29.01	64.18	54.34	44.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	32.24	34.43	37.37	38.16
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	15.76	19.76	16.76	17.76
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1575.32	1832.07	2059.27	2322.45
其他收益	30.05	30.05	30.05	30.05	短期借款	2.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	113.22	126.88	173.34	227.92	应付票据及账款	236.63	387.57	477.19	565.89
营业外收入	0.49	0.26	0.26	0.26	其他流动负债	52.19	70.91	90.08	110.43
营业外支出	0.24	0.33	0.33	0.33	流动负债合计	290.83	458.48	567.28	676.32
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	4.52	7.36	7.92	7.07
利润总额	113.46	126.81	173.27	227.85	其他非流动负债	29.54	29.54	29.54	29.54
所得税	13.06	14.59	19.94	26.22	非流动负债合计	34.06	36.91	37.46	36.62
净利润	100.41	112.22	153.33	201.63	负债合计	324.89	495.39	604.74	712.94
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	82.98	82.98	82.98	82.98
归属母公司股东净利润	100.41	112.22	153.33	201.63	资本公积	648.72	648.72	648.72	648.72
现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	留存收益	518.73	604.98	722.84	877.81
经营性现金净流量	-58.94	82.44	134.69	193.83	归属母公司权益	1250.43	1336.68	1454.53	1609.51
投资性现金净流量	-32.99	-91.45	-75.45	-67.45	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	265.33	-23.44	-33.29	-45.67	股东权益合计	1250.43	1336.68	1454.53	1609.51
现金流量净额	173.40	-32.45	25.95	80.71	负债和股东权益合计	1575.32	1832.07	2059.27	2322.45

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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

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

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

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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发送或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。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致。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