

佳力奇

航空复材结构件核心供应商，业务多方向拓展成长空间广阔

2024年9月18日

- 佳力奇专注于航空复材零部件的研发、生产、销售及相关服务，长期深耕军用航空领域。公司已承担众多型号航空复材零部件的研发、设计和制造，产品广泛应用于歼击机、运输机、无人机、教练机、靶机、[]等重点型号装备，先后获得国家级专精特新“小巨人”企业等荣誉，2018-2022年连续五年获得客户“优秀供应商”称号，2020年、2022年获得客户“金牌供应商”称号。
- 近几年公司业绩稳步提升，2023年受项目延迟等影响业绩同比下滑。2022年，公司营收5.92亿，扣非归母净利润1.41亿，3年复合增速分别为48%和37%。2023年，公司营收4.63亿元，扣非归母净利润0.78亿元，分别同比减少22%和减少44%，主要由于公司下游主要军用飞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。
- 复合材料的用量已成为衡量军用装备先进性的重要标志，航空航天市场有望保持较高景气度。军用武器装备复合材料用量持续提升，国内四代机歼-20的复合材料用量已经达到27%，无人机彩虹4和翼龙-1E的复合材料比重达到80%左右。航天领域，[]提高复合材料用量可以实现轻量化，从而提高有效载荷或增加[]射程，战术[]每减轻1kg，可使射程提升15km。作为衡量军用装备先进性的重要标志，军用装备中复合材料用量有望持续提升，从而推动市场需求保持较快增长。
- 民航、低空等领域市场空间广阔。民航领域，我国大飞机C919机体复合材料结构重量占比达12%，宽体客机C929复合材料使用比例或将超过50%。国产大飞机C919在手订单充足，C919生产交付节奏有望加快，带动国内民航领域复材需求快速增长。此外，低空通航领域，eVTOL的复材用量占比达70%以上，随着更多的eVTOL机型取得适航认证、进入量产，有望成为复合材料重要的应用领域。民航、低空等领域为公司带来广阔的成长空间。

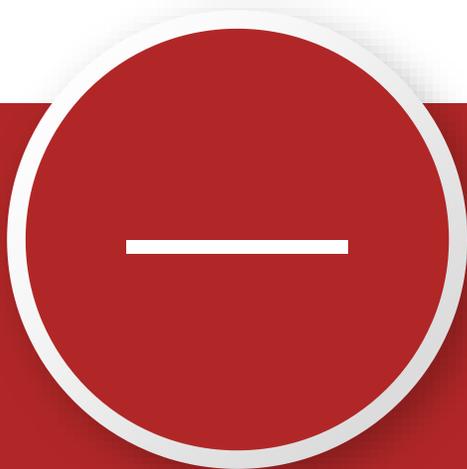
- 我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为1.06、1.33、1.61亿元，对应当前股价PE分别为29、23、19倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**公司产品最终定价与暂定价产生较大出入；军品需求不及预期；民航、低空等市场拓展不及预期；产品降价超出市场预期等。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	463	541	650	782
增长率(%)	-21.78	16.85	20.23	20.26
EBITDA（百万元）	156.79	178.70	211.28	249.67
归属母公司净利润（百万元）	102.51	106.40	132.61	160.98
增长率(%)	-31.78	3.79	24.64	21.39
EPS（元/股）	1.24	1.28	1.60	1.94
市盈率（P/E）	29.86	28.77	23.08	19.01
市净率（P/B）	3.64	2.39	2.17	1.95
EV/EBITDA	-1.66	13.26	10.66	8.42

目录

- 一 | **佳力奇：航空复材结构件领先企业**
- 二 | **复材结构件供应商，产品广泛应用于飞机、
等领域**
- 三 | **军品、民品双轮驱动，市场需求景气上行**
- 四 | **盈利预测与估值**
- 五 | **风险提示**



佳力奇：航空复材结构件领先企业

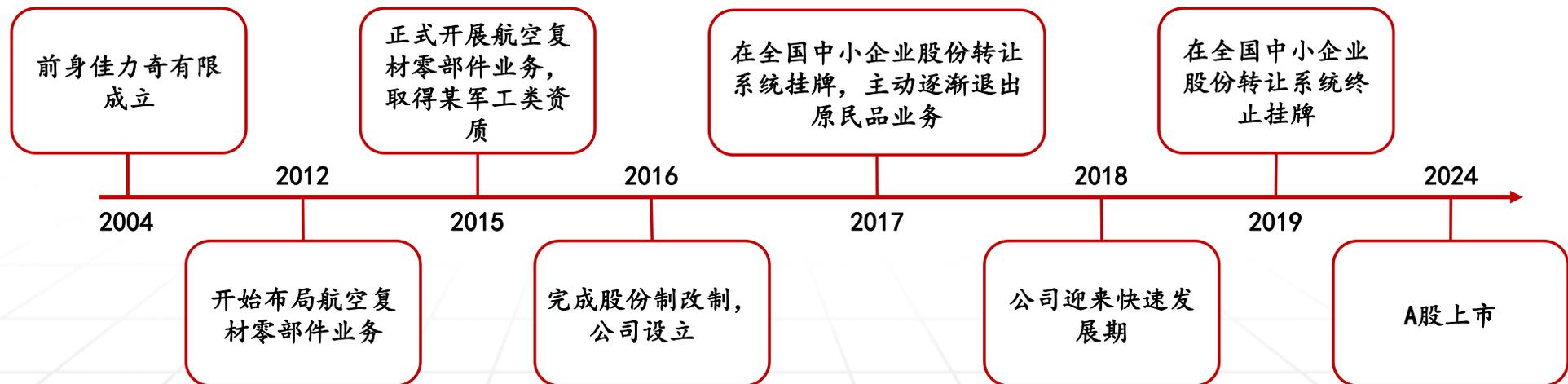
- 1.1 航空复材结构件领先企业，产品深受客户认可
- 1.2 公司控股股东和实控人为路强先生，股权结构合理
- 1.3 近几年公司业绩稳步提升，2023年受项目延迟等影响业绩同比下滑

一、佳力奇：航空复材结构件领先企业

1.1 航空复材结构件领先企业，产品深受客户认可

- 佳力奇专注于航空复材零部件的研发、生产、销售及相关服务，长期深耕于军用航空领域。公司主营业务位于复合材料产业链的下游，通过热压罐成型工艺或热压机模压成型工艺将预浸料生产加工为航空复材零部件。自成立以来，公司已承担众多型号航空复材零部件的研发、设计和制造，产品广泛应用于歼击机、运输机、无人机、教练机、靶机、等重点型号装备。
- 公司先后获得国家级专精特新“小巨人”企业等荣誉，2018-2022年连续五年获得客户“优秀供应商”称号，2020年、2022年获得客户“金牌供应商”称号。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，中邮证券研究所

一、佳力奇：航空复材结构件领先企业

■ 1.1 航空复材结构件领先企业，产品深受客户认可

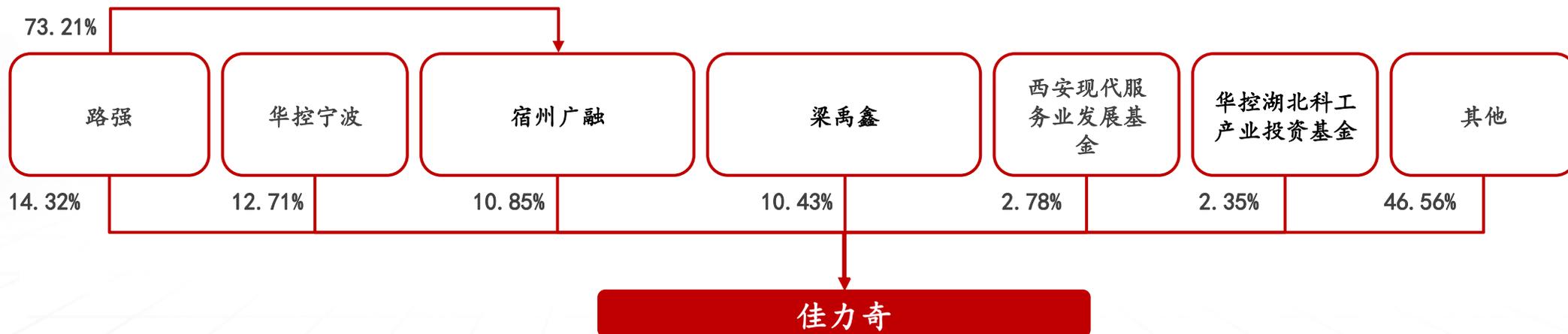
- 公司发展可以划分为四个阶段：
 - **(1) 2004-2012年，公司主要业务为民品，2012年开始谋划业务转型。**2004年3月，公司前身佳力奇有限成立，成立之初的主营业务为活性碳纤维毡、活性碳纤维布等民用产品的研发、生产和销售，产品的用途包括吸附有害物质、空气净化、水处理等，多应用于医疗、环保、贵金属冶炼等领域。
 - **(2) 2012-2015年，进军航空复材零部件行业。**公司经过军工类资质办理、产线建设和生产工艺等方面的充分准备后，于2015年正式进军航空复材零部件行业。公司通过了客户A的合格供应商评审，并于2015年与客户A签署业务合同，标志着公司正式进入航空复材零部件行业。
 - **(3) 2015-2018年，退出民品业务，聚焦军品业务。**公司军品和民品业务同步发展，但考虑到军品业务发展前景更为确定，经充分考虑后将发展重点聚焦于军品业务。2017年至2018年，公司逐渐退出原有活性碳纤维毡、活性碳纤维布等民品业务。
 - **(4) 2018年以来，公司迎来快速发展期，业务规模持续增长。**自2018年以来，公司迎来了快速发展期。产品结构类型从单一结构零件拓展至尺寸及结构多样化的整体构件，应用装备范围由无人机扩大至歼击机、运输机、教练机、靶机及 等多项重点型号装备。

一、佳力奇：航空复材结构件领先企业

■ 1.2 公司控股股东和实控人为路强先生，股权结构合理

- 公司控股股东和实控人为路强先生。**路强先生直接持有公司14.32%股份，为公司第一大股东。路强先生系公司第三大股东宿州广融的执行事务合伙人且持有其73.21%的出资额，通过宿州广融间接控制公司10.85%股份。此外，梁禹鑫直接持有公司10.43%股份，为公司第四大股东，为路强的一致行动人。公司股权结构合理，管理团队稳定为公司长远发展奠定基础。

图表2：公司股权结构

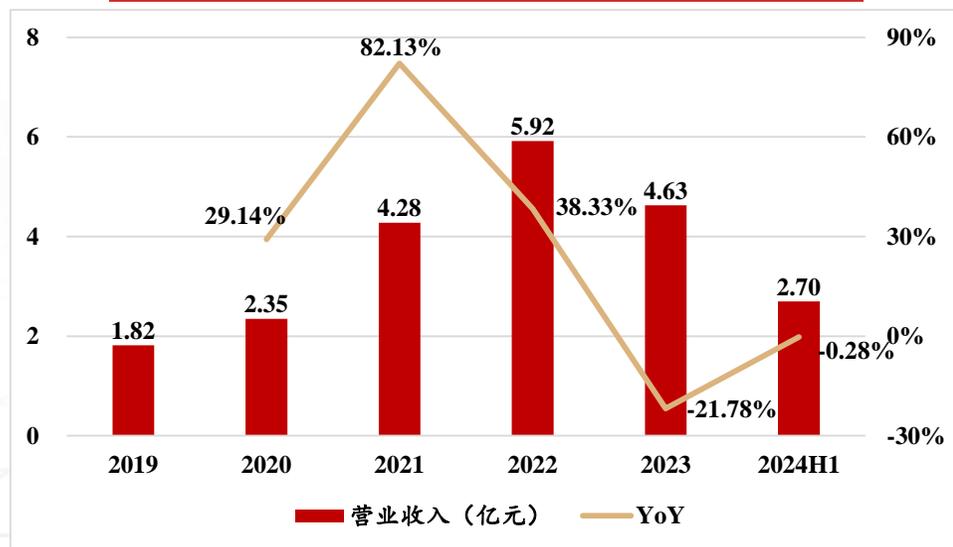


一、佳力奇：航空复材结构件领先企业

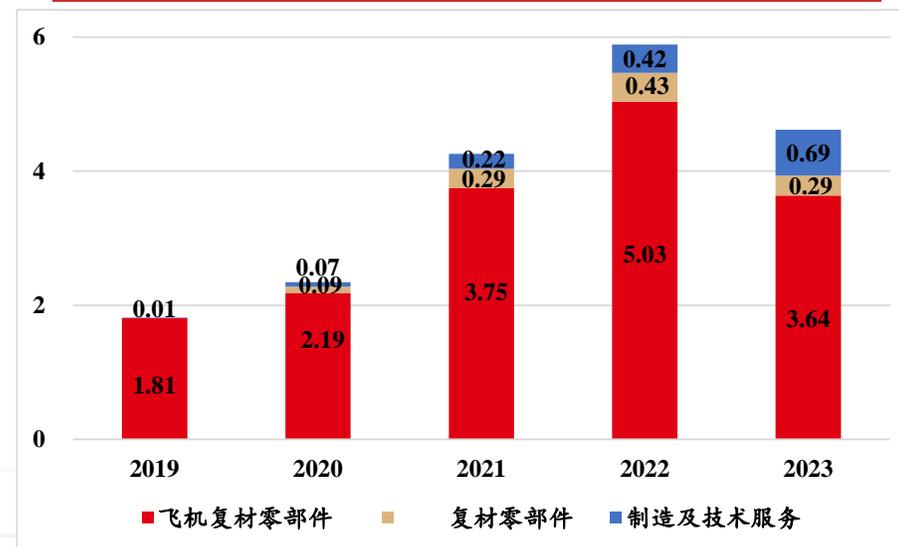
■ 1.3 近几年公司业绩稳步提升，2023年受项目延迟等影响业绩同比下滑

- 公司营收主要来自飞机复材零部件和 复材零部件。2019-2022年，公司营收3年复合增速达48%。2023年，受下游主要军机主机厂释放需求放缓，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，收入同比减少。2023年，公司营业收入4.63亿元，同比减少22%。其中，飞机复材零部件收入3.64亿元，同比减少28%； 复材零部件收入0.29亿元，同比减少32%；制造及技术服务收入0.69亿元，同比增长62%。2024H1，公司营收2.70亿元，同比减少0.28%。

图表3：公司营业收入



图表4：公司分产品营收（亿元）



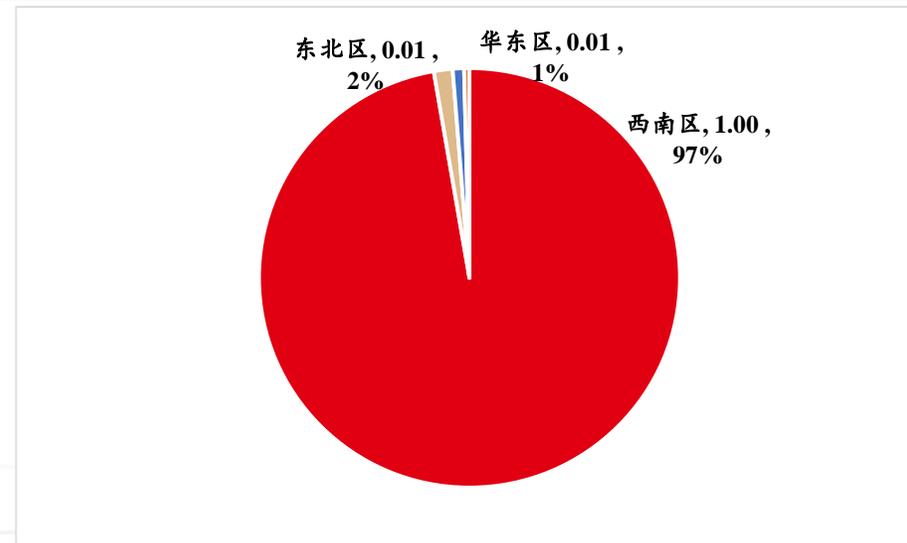
一、佳力奇：航空复材结构件领先企业

- 1.3 近几年公司业绩稳步提升，2023年受项目延迟等影响业绩同比下滑
- 客户集中度有所降低，当前收入主要来自航空工业下属单位。2021-2023年，公司来自航空工业下属单位的收入占比分别为99.57%、99.58%和97.95%，来自客户A的收入占比分别为88.34%、89.34%和80.99%，2023年公司客户集中度有所降低。
- 从区域上看，2018年公司营收1.03亿元，其中西南区收入1.00亿元，占比97%。2017年，西南区贡献了76%的收入，华北区贡献了12%的收入，华东区贡献了7%的收入。

图表5：公司来自航空工业的收入（亿元）

	2021		2022		2023	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
客户A	3.78	88.34%	5.29	89.34%	3.74	80.99%
客户B	0.31	7.16%	0.43	7.33%	0.39	8.49%
客户C	0.11	2.68%	0.11	1.93%	0.04	0.78%
客户O					0.23	5.01%
其他	0.06	1.39%	0.06	0.98%	0.13	2.68%
合计	4.26	99.57%	5.89	99.58%	4.53	97.95%

图表6：公司分区域收入（2018年，亿元）

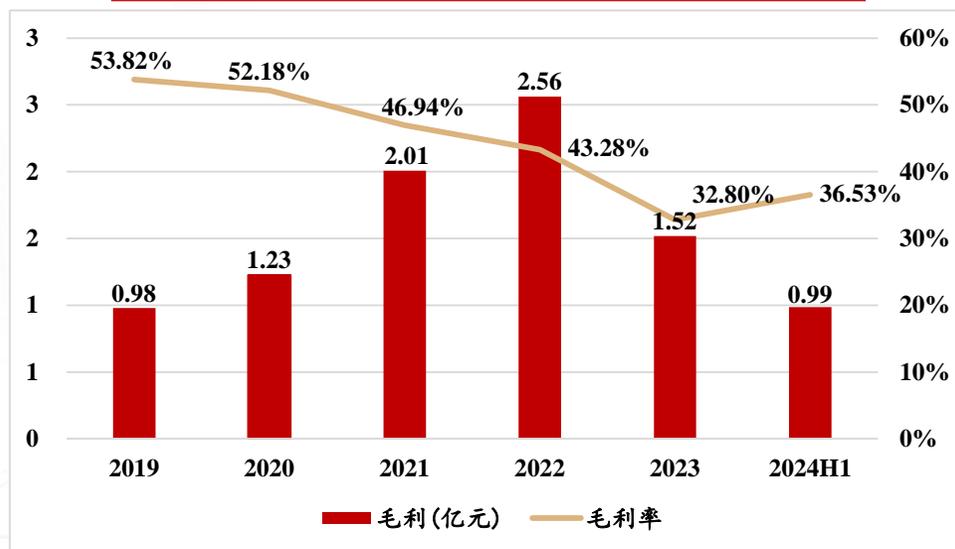


一、佳力奇：航空复材结构件领先企业

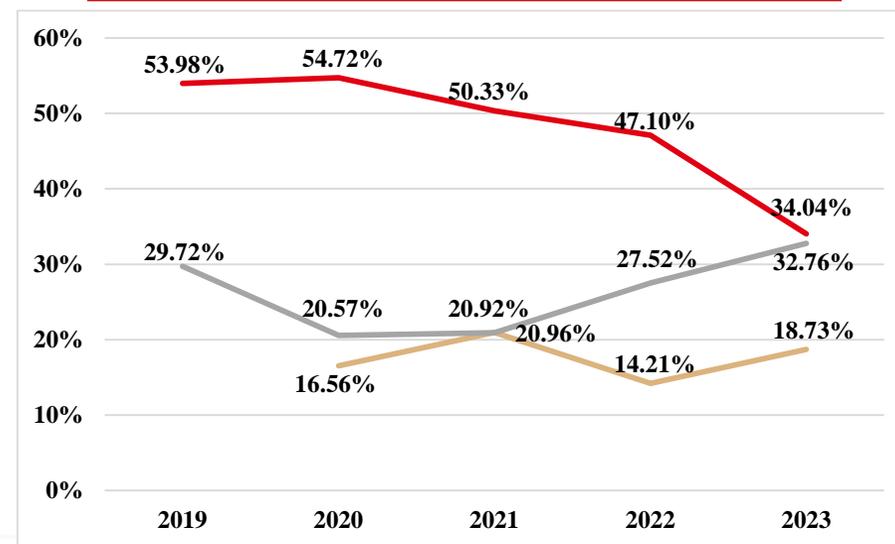
■ 1.3 近几年公司业绩稳步提升，2023年受项目延迟等影响业绩同比下滑

- 2023年，销售结构变化以及客户定价政策调整，公司销售毛利率降低。2023年，公司销售毛利率32.80%，同比降低10.48pcts。分产品看，飞机复材零部件毛利率34.04%，同比降低13.06pcts；复材零部件毛利率18.73%，同比提高4.52pcts；制造及技术服务毛利率32.76%，同比提高5.24pcts。2024H1，公司销售毛利率企稳回升，达36.53%。

图表7：公司毛利及毛利率



图表8：分产品毛利率

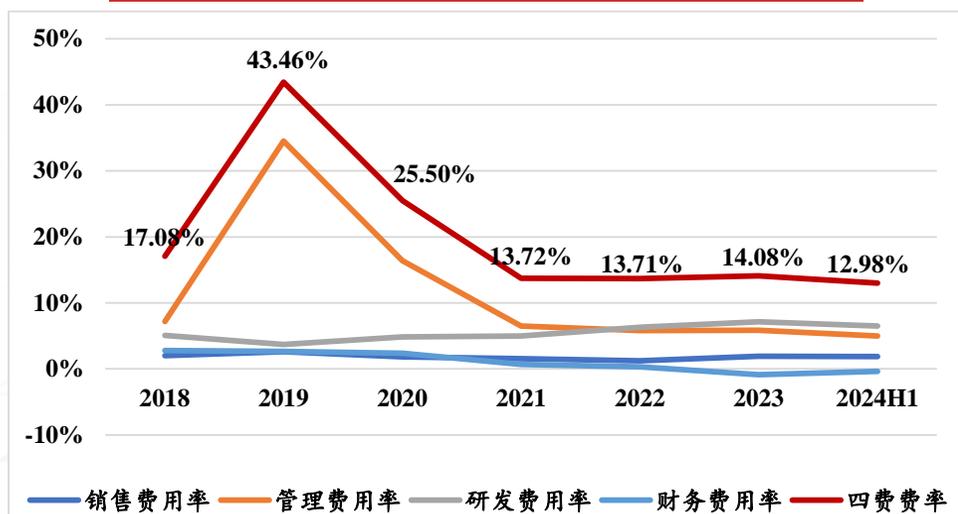


一、佳力奇：航空复材结构件领先企业

■ 1.3 近几年公司业绩稳步提升，2023年受项目延迟等影响业绩同比下滑

- **2024H1，期间费用率降至12.98%。**2019年和2020年，公司股份支付费用4854万元和2110万元，使当期管理费用增加。2023年，公司销售、管理、研发和财务费用率分别为1.92%、5.87%、7.16%和-0.88%，四费费率14.08%，同比提高0.37pcts，主要由于研发费用率提高0.87pcts、销售费用率提高0.67pcts。
- **2019-2022年，公司扣非归母净利润3年复合增速37%。**2023年，受需求延缓和产品结构影响，公司扣非归母净利润同比减少44%，为0.78亿元，归母净利润同比减少32%，为1.03亿元。

图表9：公司费用率



图表10：公司归母净利润



资料：iFinD，公司招股书，中邮证券研究所

二

复材结构件供应商，产品广泛应用于飞机、等领域

2.1 公司主营业务处于复材产业链下游，产品广泛应用于飞机、等重点型号装备

2.2 产品价格参考主机厂审定价，与客户协商确定

2.3 预浸料为复材结构件生产主要原材料

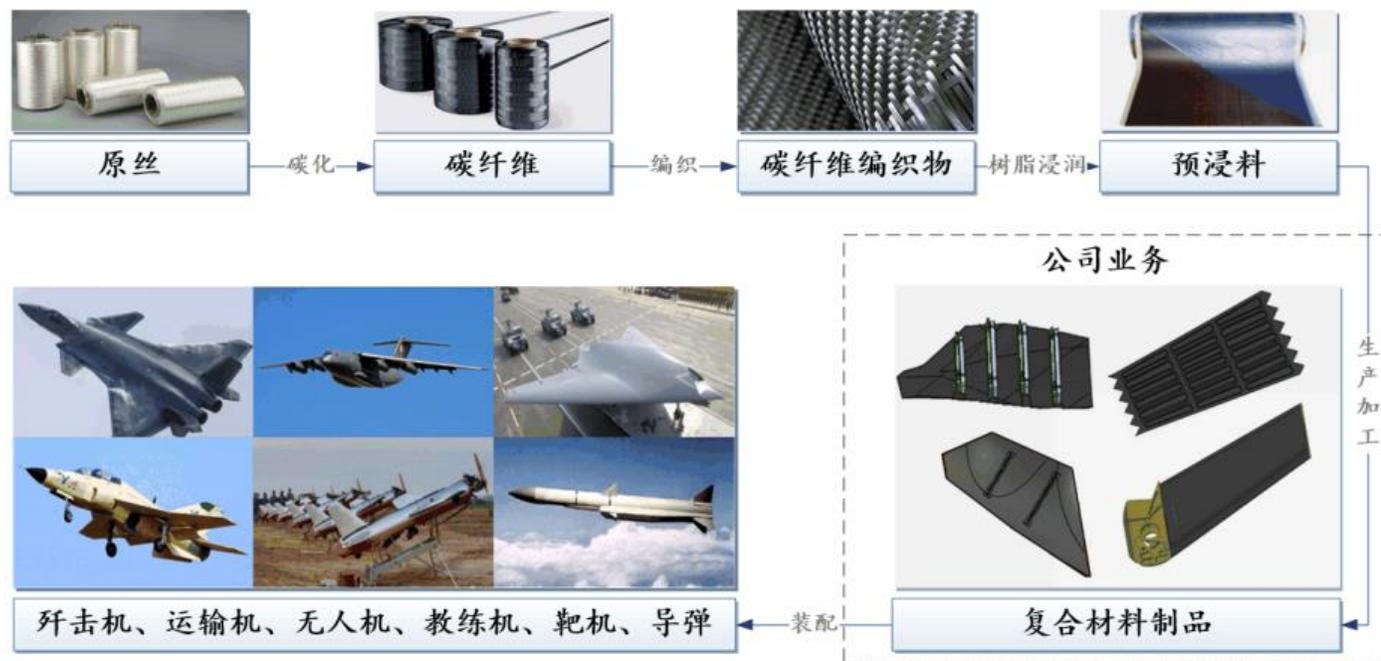
二、复材结构件供应商，产品广泛应用于飞机、 等领域

■ 2.1 公司主营业务处于复材产业链下游，产品广泛应用于飞机、 等重点型号装备

- 公司主营业务位于复合材料产业链的下游，通过热压罐成型工艺或热压机模压成型工艺将预浸料生产加工为航空复材零部件。

- 在复合材料产业链中，公司向供应商A、江苏恒神等采购预浸料，向黑石院、上海沥高和北京欧瑞宝等采购隔离膜、四氟布、真空袋膜、透气毡等辅料。公司产品主要为飞机复材零部件和
复材零部件，产品应用于歼击机、运输机、无人机、教练机、靶机、
等重点型号装备。

图表11：公司主营业务在复材产业链中的位置

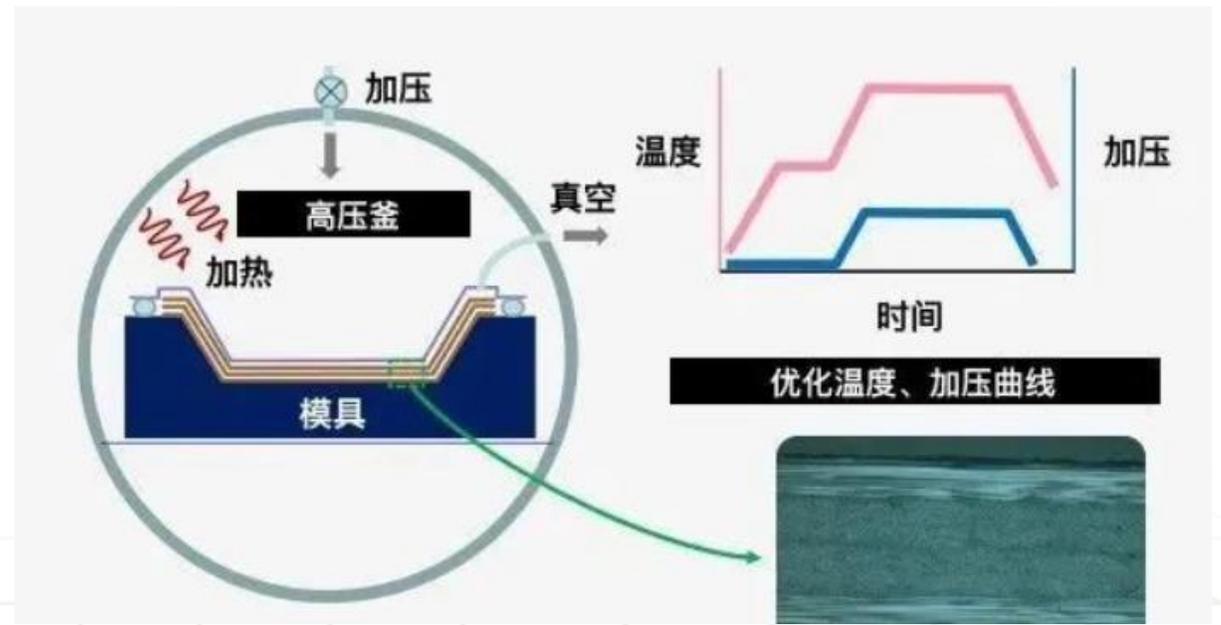


二、复材结构件供应商，产品广泛应用于飞机、 等领域

■ 2.1 公司主营业务处于复材产业链下游，产品广泛应用于飞机、 等重点型号装备

- 复合材料根据最终产品的形态和特性，采用各种各样的成型方法（加工方法），代表性加工方法包括拉拔成型、缠绕成型、RTM（树脂传递模塑）成型、冲压成型、热压罐成型、注射成型等。
- 热压罐成型工艺，在成型模具上层叠预浸料，盖上膨胀薄膜（用于制造真空状态的薄膜）进行减压，在热压罐内施加压力加热固化。
- 热压罐成型工艺由于压力、温度均匀，制造的构件孔隙率低、树脂含量均匀、力学性能稳定可靠，**适合制造高品质、高性能产品**，但由于成型周期长，成本较高。
- 公司2015年进入航空复材零部件行业，自主学习掌握热压罐成型工艺。公司核心技术主要体现在：1) 针对性工艺方案设计、质量/交期保障；2) 良品率控制；3) 低成本制造等。

图表12：热压罐成型工艺



二、复材结构件供应商，产品广泛应用于飞机、 等领

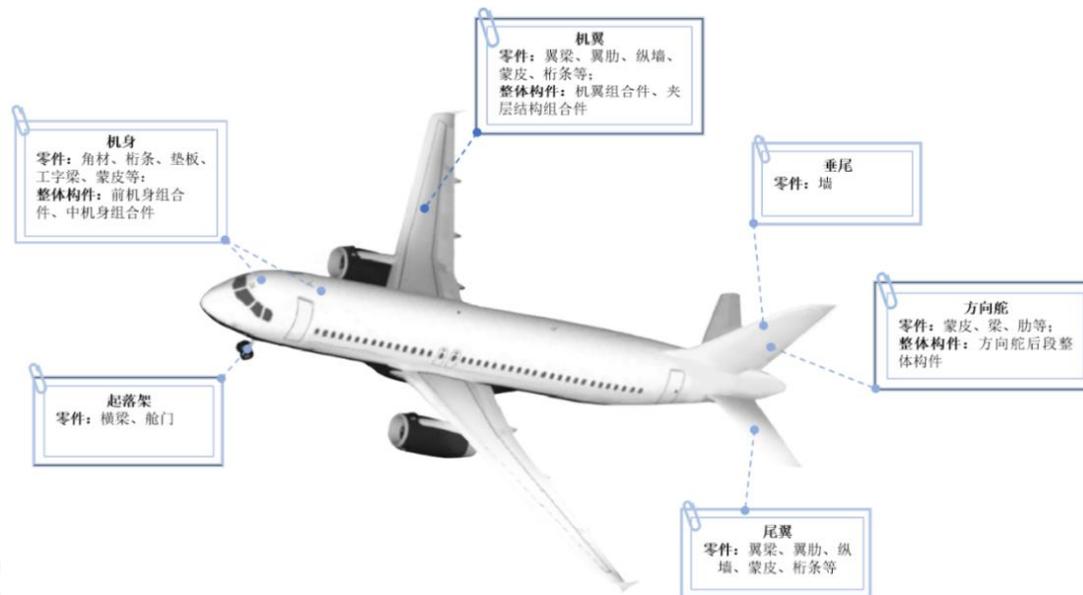
■ 2.1 公司主营业务处于复材产业链下游，产品广泛应用于飞机、 等重点型号装备

- 飞机复材零部件主要分为零件及整体构件。零件主要为应用于机翼、机身、尾翼、起落架系统、垂尾和方向舵等部位的机体结构件，涉及蒙皮、翼梁、桁条、翼肋、纵墙等主要零件；整体构件是通过共胶接、二次胶接、一体成型等整体成型方法将复材零件胶接成型为整体构件产品，公司飞机复材整体构件产品已应用于某型无人机的机翼舵面及某型有人机的机翼、前机身、中机身、方向舵等。

图表13：公司飞机复材零部件产品

序号	应用部位	主要功能	公司零件产品	公司整体构件产品
1	机身	装载各种设备及人员物资、连接飞机其他部分	长桁、桁梁、隔框、蒙皮等	某有人机前机身整体构件、某有人机中机身整体构件
2	机翼	产生飞机升力，操纵飞机滚转	翼梁、翼肋、纵墙、蒙皮、长桁等	某有人机机翼整体构件、某无人机夹层结构整体构件
3	尾翼	操作飞机俯仰或偏转，保证飞机平稳飞行	翼梁、翼肋、纵墙、蒙皮、长桁等	-
4	起落架系统	用于起飞、着陆、滑跑和滑行，停放时支撑飞机	横梁、舱门	-
5	垂尾	保持飞机在飞行中的稳定性和控制飞机的飞行姿态	墙	-
6	方向舵	对飞机进行偏航操纵	蒙皮、梁、肋等	某有人机方向舵整体构件

图表14：公司飞机复材零部件产品应用示意



二、复材结构件供应商，产品广泛应用于飞机、 等领域

■ 2.1 公司主营业务处于复材产业链下游，产品广泛应用于飞机、 等重点型号装备

- **复材零部件：**公司生产的复材零部件主要为弹翼及小翼等弹体结构件，主要功能为控制飞行姿态、提升飞行能力。产品满足了先进武器轻型化的发展需求，可有效减轻结构质量、提升战术性能。

- 公司复材零部件主要通过热压机模压成型工艺制造而成。相比热压罐成型法，模压成型工艺具备原料损耗小、成型时间短、生产成本较低、外形精度高等特性，适用于中小型复材零部件的生产，亦与复材零部件的生产要求相匹配。

图表15：公司复材零部件产品

名称	图示	功能介绍
弹翼		弹翼常指安装在弹尾的尾翼，用于稳定导弹下落时的飞行状态，确保导弹以正确姿态命中目标，弹翼还可以阻止导弹自身旋转，从而提高精度。
小翼		在飞行中为导弹提供升力，起稳定和控制方向的作用。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/508134127072006127>