

2021年04月21日

艾迪精密 (603638.SH)

工程机械高景气带动收入快速增长，破碎锤龙头加码液压件未来可期

■ 事件：

2021年4月19日晚，公司发布2020年报及2021一季报，2020年实现营收22.56亿元，同比增长56.4%，实现归母净利润5.16亿元，同比增长51%；2021年一季度实现营收8.95亿元，同比增长134%，实现归母净利润1.96亿元，同比增长128%。

■ 年报及一季报点评：

工程机械行业需求景气叠加公司渗透率提升，主营业务收入大幅提升。2020年实现营收22.56亿元，同比增长56.4%，收入实现快速提升主要系，固定资产投资提升、下游对安全环保要求提升以及人工成本快速增长使得以挖机为代表的工程机械高景气（2020年国内挖掘机销量32.76万台，+39%），叠加公司破碎锤竞争优势明显以及高端液压件渗透率逐步提升，公司两大主营业务工程机械属具产品以及高端液压件产品均实现了较大幅度的增长：①液压破碎锤主要与挖掘机配套作业，公司生产的适用于30吨-100吨挖掘机用重型液压破碎锤竞争优势明显。目前国内挖掘机配锤率为20%-25%，远低于成熟市场30%-40%的水平，破碎锤渗透率有望持续提升；此外国内液压破碎锤用户的使用强度较大，产品实际使用期限较短，产品更新频率较快。受益国内挖机市场需求旺盛，2020年液压破碎锤业务实现收入12.8亿元，同比增长26%，营收占比为57%。②国内挖机销量持续超预期叠加国产替代加速，公司生产的挖掘机用高端液压件国产替代进口趋势确定，同时基于前期在前装市场批量供应的稳定性，产品渗透率逐步提升；报告期内，公司积极开拓了多家大型主机厂客户，实现了战略配套，增长趋势明显，2020年实现营收9.4亿元，同比大幅增长131%，占营收比重达42%。

单季度看，2020Q1-Q4营收增速分别5%、88%、58%、73%，与Q1-Q4国内挖掘机销量同比变化分别为-8.22%、63.06%、57.39%、61.24%趋势相近，一季度收入增幅较低主要系受到疫情影响国内挖机销量同比下滑，而二季度开始挖机销量和公司收入均实现快速恢复。2021Q1挖机销售量12.7万台，同比增长85%，21Q1公司营收同比增长134%，继续受益挖机销售高景气。

产品结构调整、原材料涨价及固定成本提升使毛利率下降，叠加信用减值损失，利润增速不及营收。2020年净利润增速51%，毛利率下降2.17pct及信用减值损失拖累使得利润增速略低于营收，期间费用率则改善2.08pct：

1) 2020年毛利率有所下降主要系：①产品结构有所调整，高毛利产品毛利率下降且营收占比下降。破碎锤毛利率较高约为45%（同比下降2.23pct），但营收比重下降14pct；液压件虽然毛利率提升2.64pct至

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2021-04-21) **59.95元**

交易数据

总市值 (百万元)	35,898.64
流通市值 (百万元)	33,511.46
总股本 (百万股)	598.81
流通股本 (百万股)	558.99
12个月价格区间	32.07/89.89元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.46	-28.08	97.3
绝对收益	-2.46	-31.16	119.04

李哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001
lizhe3@essence.com.cn

相关报告

艾迪精密：收入维持快速增长，盈利能力持续提升/李哲	2020-10-27
艾迪精密：规模效应凸显，盈利能力大幅提升/李哲	2020-07-25
艾迪精密：破碎锤吨位结构持续改善，液压件有望放量增长/李哲	2020-04-30

33.64%，但仍低于破碎锤毛利率，且其营收占比提升 13.5pct，拉低整体毛利率。②**运输费重分类至营业成本使得毛利率下降。**2020 年公司将原报于销售费用-运输费的运输费重分类至营业成本，2020 年该项费用为 2756 万元，影响毛利率 1.22pct；③**原材料涨价以及固定成本摊销提升，Q4 和 Q1 毛利率有所下降。**2020Q1-Q4 毛利率分别为 40.45%、44.84%、44.45%和 33%，同比分别变化-2.7/1.7/3.6/-10.8pct，其中 Q1 毛利率有所下降或是因为疫情影响销售收入，固定成本分担较多导致毛利率有所下降；而 Q4 毛利率大幅下降，我们认为原因或系，一方面公司在 2020 年扩充产能，2020 年底固定资产较三季度末增长 1.39 亿 (+12%)，较 2020 年初增长 3.79 亿元 (+48%)，或造成固定成本摊销较多影响毛利率；另一方面，公司主要原材料钢材在 2020 年尤其下半年价格上涨较多，影响公司毛利率。我们认为伴随着原材料的价格回归正常以及公司业务体量的不断提升，公司毛利率有望企稳。

2) 2020 年期间费用率 13.08%，改善 2.08pct，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别改善 1.75/0.7/0.6pct，销售费用率大幅下降主要系公司将原报于销售费用-运输费的运输费重分类至营业成本；财务费用率下降主要系募投资金利息收入增加所致；而管理费用下降主要系公司通过加强内部管理。2020 年公司研发费用率同比提升 0.95pct，系公司高度重视研发投入，按照公司既定的规划持续加大研发投入力度。

3) 2020 年信用减值损失约 0.17 亿元，同比增长 7.5 倍，其中应收账款坏账损失 0.16 亿元，系随着公司收入规模增长应收账款增长 1.8 倍，但公司应收款基本为一年以内，且客户较为优质，因此无法收回的风险极小。

2021 季度收入及增速创历史新高，毛利率有所回升但影响因素仍在，利润增速略有不及。2021Q1 实现营收 8.95 亿元，同比增长 134%，收入的绝对值以及增速都创新高，主要系，一方面，2021Q1 合计销售挖机 12.7 万台，同比+85.0%，下游挖机市场持续高景气带动公司业绩提升；另一方面，公司加强了与知名主机厂的合作，加上公司产能不断扩充，大型液压破碎锤及液压件销售逐步增加所致。2021Q1 实现净利润 1.96 亿元，同比增长 128%，增速略低于营收，主要系，前期产品结构调整、原材料涨价及固定成本提升等因素仍然存在，报告期毛利率 36.8%，同比下降 3.62pct，但较 2020Q4 已经回升 3.8pct，而期间费用率则继续有所改善，预计随着上述因素逐步减弱及销售规模不断扩大，毛利率有望逐季回升。

资产负债表反映需求旺盛，公司处于加速扩产、生产状态。2020 期末无形资产和固定资产分别较期初增长 230%和 48%，主要系公司购买土地以及加大设备和基础设施投入所致，反映公司处于不断扩产的过程，产能的快速提升也保证了一季度业绩的快速增长；期末应付账款和应付票据较期初增长 135%，存货较期初增长 35%，主要系销售规模加大，公司采购规模以及存货的规模加大，反映公司处于加速生产的状态。

现金流量表：回款状况较好，投资扩产加速。2020 年经营活动净流入 3.35 亿元，同比增长 73%，高于收入和利润的增速，系公司营业收入增长的同时，加强了对应收账款回款管理；2020 年投资活动现金净流出 6.68 亿元，

同比增长 5 倍，主要系公司固定资产投资增加所致，反映公司处于大幅扩产状态；2020 年筹资活动现金净流入 0.57 亿元，同比下降 91%，主要系公司 2019 年非公开发行募集资金到账。

■ **股权激励计划考核高标准体现公司业绩增长信心十足，利于公司长期发展。** 2021 年 3 月 19 日，公司发布股权激励计划，拟授予的限制性股票数量为 300 万股（占总股本的 0.5%），其中首次授予 240 万股，授予对象包括董事、高管、中层管理人员以及核心骨干 426 人；预计 2021-2024 年需摊销费用分别为 4303 万元、3090 万元、1214 万元和 221 万元。本激励计划限售期三年，各年度业绩考核为：以 2019 年为基数，2021-2023 年扣非归母净利润增速分别不低于 130%、200%和 290%，则分别对应 2021-2023 年扣非归母净利润分别为 7.87、10.26 和 13.34 亿元，同比增速约为 53%、30%、30%，高于当前市场预期；我们认为一方面本次股权激励的业绩考核标准高于市场预期，体现了公司对于未来业绩增长的信心十足；另一方面，本次系公司第一次实施股权激励，有助于调动公司核心员工的积极性，利于公司长期发展。

■ **投资建议：**工程机械行业需求持续高景气，受益于固定资产投资提升、下游对于安全环保要求提升，以及人工成本的快速增长，破碎锤渗透率有望持续提升；国内挖机销量持续超预期叠加国产替代加速，基于前期在前装市场批量供应的稳定性，产品渗透率逐步提升，开拓了多家大型主机厂客户，实现了战略配套。考虑到公司股权激励较高的业绩考核，我们认为公司未来发展可期，预计 2021-2023 年归母净利润 7.9/10.3/13.4 亿元，对应 PE 为 45X、34X 和 26X，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**挖机销量大幅下滑、液压件市场竞争激烈、产能扩充不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,442.4	2,255.6	3,225.5	4,225.5	5,493.1
净利润	342.2	516.1	788.5	1,026.3	1,337.1
每股收益(元)	0.57	0.86	1.32	1.71	2.23
每股净资产(元)	3.34	4.09	5.14	6.55	8.40

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	103.1	68.3	44.7	34.4	26.4
市净率(倍)	17.6	14.4	11.5	9.0	7.0
净利润率	23.7%	22.9%	24.4%	24.3%	24.3%
净资产收益率	17.1%	21.1%	25.6%	26.2%	26.6%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	30.9%	37.2%	36.8%	40.2%	45.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入						成长性					
营业收入	1,442.4	2,255.6	3,225.5	4,225.5	5,493.1	营业收入增长率	41.3%	56.4%	43.0%	31.0%	30.0%
减:营业成本	824.6	1,338.6	1,893.4	2,484.6	3,240.9	营业利润增长率	51.6%	51.5%	52.2%	30.3%	30.3%
营业税费	10.3	17.7	22.9	29.6	39.0	净利润增长率	52.0%	50.8%	52.8%	30.2%	30.3%
销售费用	84.2	92.3	119.3	155.1	197.8	EBITDA 增长率	50.2%	47.3%	45.7%	30.1%	27.1%
管理费用	65.5	86.7	129.0	169.0	214.2	EBIT 增长率	50.0%	52.1%	50.5%	30.3%	29.8%
研发费用	53.7	105.3	135.5	181.7	236.2	NOPLAT 增长率	51.1%	48.6%	52.0%	30.3%	29.8%
财务费用	15.6	10.6	14.9	19.4	19.2	投资资本增长率	23.3%	53.9%	19.1%	14.2%	14.8%
资产减值损失	-0.3	-	-	-	-	净资产增长率	95.7%	22.3%	25.7%	27.4%	28.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	利润率					
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	毛利率	42.8%	40.7%	41.3%	41.2%	41.0%
营业利润	395.0	598.4	910.5	1,186.1	1,545.8	营业利润率	27.4%	26.5%	28.2%	28.1%	28.1%
加:营业外净收支	1.6	-1.7	1.1	0.5	0.2	净利润率	23.7%	22.9%	24.4%	24.3%	24.3%
利润总额	396.6	596.7	911.6	1,186.6	1,546.0	EBITDA/营业收入	33.9%	32.0%	32.6%	32.4%	31.6%
减:所得税	54.4	80.7	123.2	160.4	208.9	EBIT/营业收入	28.0%	27.3%	28.7%	28.5%	28.5%
净利润	342.2	516.1	788.5	1,026.3	1,337.1	运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	179	156	143	127	102
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	流动运营资本周转天数	79	85	86	81	85
货币资金	817.8	606.0	1,128.9	1,901.5	2,746.5	流动资产周转天数	286	293	269	297	323
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	41	56	45	50	50
应收帐款	191.0	505.0	293.4	880.3	646.6	存货周转天数	103	87	96	96	93
应收票据	-	179.1	71.7	155.2	302.6	总资产周转天数	543	509	460	459	452
预付帐款	9.0	17.0	39.3	23.2	120.8	投资资本周转天数	320	287	266	237	208
存货	462.0	622.0	1,101.9	1,155.6	1,684.5	投资回报率					
其他流动资产	102.8	157.9	92.8	117.8	122.8	ROE	17.1%	21.1%	25.6%	26.2%	26.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	12.9%	13.9%	17.4%	16.5%	17.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	30.9%	37.2%	36.8%	40.2%	45.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	5.8%	4.1%	3.7%	3.7%	3.6%
固定资产	787.4	1,166.3	1,397.6	1,592.5	1,526.9	管理费用率	4.5%	3.8%	4.0%	4.0%	3.9%
在建工程	207.3	159.9	159.9	159.9	159.9	研发费用率	3.7%	4.7%	4.2%	4.3%	4.3%
无形资产	64.4	212.6	206.1	199.5	193.0	财务费用率	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%
其他非流动资产	20.1	86.1	47.3	50.7	61.2	四费/营业收入	15.2%	13.1%	12.4%	12.4%	12.1%
资产总额	2,662.0	3,711.9	4,539.0	6,236.1	7,564.8	偿债能力					
短期债务	251.6	371.8	623.7	903.8	1,147.8	资产负债率	24.8%	34.1%	32.2%	37.1%	33.5%
应付帐款	286.5	503.5	579.5	894.0	1,002.1	负权益比	33.0%	51.6%	47.6%	59.1%	50.3%
应付票据	27.2	227.7	70.4	330.1	219.9	流动比率	2.54	1.77	2.00	1.93	2.27
其他流动负债	58.1	78.4	87.2	64.9	102.5	速动比率	1.80	1.24	1.20	1.40	1.59
长期借款	-	50.0	69.2	88.9	26.7	利息保障倍数	25.86	57.92	62.23	62.16	81.42
其他非流动负债	37.2	32.8	33.2	34.4	33.4	分红指标					
负债总额	660.6	1,264.2	1,463.2	2,316.1	2,532.4	DPS(元)	0.12	0.12	0.25	0.30	0.38
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	20.5%	13.6%	19.1%	17.7%	16.8%
股本	413.0	598.8	598.8	598.8	598.8	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
留存收益	1,578.9	1,839.0	2,476.9	3,321.2	4,433.6	业绩和估值指标					
股东权益	2,001.4	2,447.8	3,075.8	3,920.0	5,032.4	EPS(元)	0.57	0.86	1.32	1.71	2.23
现金流量表						BVPS(元)	3.34	4.09	5.14	6.55	8.40
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	PE(X)	103.1	68.3	44.7	34.4	26.4
净利润	342.2	516.1	788.5	1,026.3	1,337.1	PB(X)	17.6	14.4	11.5	9.0	7.0
加:折旧和摊销	85.3	106.5	125.2	161.7	172.1	P/FCF	843.2	-463.1	54.7	36.8	32.6
资产减值准备	2.5	-	-	-	-	P/S	24.5	15.6	10.9	8.3	6.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	24.5	56.9	33.1	25.1	19.4
财务费用	14.2	17.1	14.9	19.4	19.2	CAGR(%)	44.2%	37.3%	51.9%	44.2%	37.3%
投资损失	-	-	-	-	-	PEG	2.3	1.8	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-297.5	-415.6	-151.5	-183.1	-521.2	REP	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	193.3	334.6	777.0	1,024.2	1,007.2	业绩和估值指标					
投资活动产生现金流量	-109.0	-667.8	-350.0	-350.0	-100.0	EPS(元)	0.57	0.86	1.32	1.71	2.23
融资活动产生现金流量	663.1	57.1	96.0	98.3	-62.2	BVPS(元)	3.34	4.09	5.14	6.55	8.40

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李哲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034