

投资评级 优于大市 维持

公司无人机大订单落地，募投项目建设进展顺利

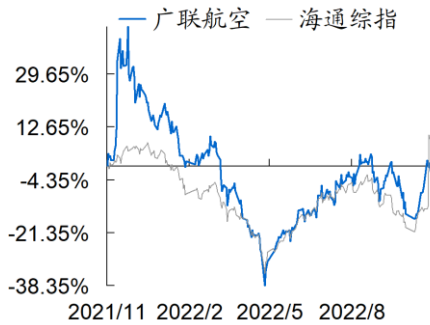
股票数据

10月28日收盘价(元)	29.14
52周股价波动(元)	18.13-43.50
总股本/流通A股(百万股)	211/122
总市值/流通市值(百万元)	6162/3563

相关研究

《航空工装和机加工主机厂全覆盖平台公司，工装、零部件、无人机全产业链布局》
2022.09.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.8	3.6	0.1
相对涨幅(%)	21.3	17.4	16.3

资料来源:海通证券研究所

分析师:张恒恒

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

联系人:胡舜杰

Tel:(021)23154483

Email:hsj14606@htsec.com

投资要点:

- **事件:** 22年10月25日晚上公司发布了三季度报告, 22Q1-3公司实现营业收入4.04亿元(同比+104.81%), 归属母公司净利润0.76亿元(同比+87.87%), 扣非归母净利润0.71亿元(同比+152.83%), 基本每股收益0.36元/股。22Q3公司实现营业收入1.50亿元(同比+75.76%), 归属母公司净利润0.32亿元(同比+91.88%), 扣非归母净利润0.28亿元(同比+98.12%), 基本每股收益0.15元/股。
- **公司 22Q3 营收净利高增, 研发费用投入加大。** 单季度来看, 22Q3公司实现营收1.50亿元, 同比+75.76%, 主要由于报告期间订单稳定增长, 归母净利润0.32亿元, 同比+91.88%, 扣非归母净利润0.28亿元, 同比+98.12%, 业绩增长进一步提速。22Q1-3销售期间费用率为27.58%, 同比+4.23pct; 销售费用率为0.45%, 同比-0.49pct; 管理费用率为22.76%, 同比+0.36pct; 研发费用为0.31亿元, 同比+78.67%, 研发费用率为7.71%, 同比-1.12pct; 财务费用率为4.37%, 同比+4.40pct, 主要由于新增短期借款及长期借款致使利息支出大幅上升。
- **存货维持高位高增, 在建工程转固加速。** 22Q3存货2.86亿元, 同比+69.10%, 维持高位、高增速, 为未来业绩提供有力支撑; 22Q3固定资产为9.00亿元, 占总资产比例为31.16%, 相比上年末+9.7pct, 主要是由于部分投资建设项目转入固定资产。21H1/21/22Q3在建工程占固定资产比例分别为43.99%/65.38%/27.80%, 在建工程转固加速, 有利于加速后续产能释放。
- **无人机总装及零配件制造项目进展顺利, 无人机大订单落地。** 22年8月, 公司为进一步优化公司战略布局, 加深公司在无人机领域加工制造的专业能力, 提高公司无人机总装及零配件制造的专业化生产能力和智能化水平, 公司拟与自贡市贡井区人民政府签订《无人机总装及零配件制造项目建设协议书》, 拟使用项目建筑面积约5.75万平方米建设无人机总装厂房及附属用房, 新建无人机总装和零配件生产线, 项目总投资3亿元。公司今年9月与航天科工下属某单位签署了《某无人机机体结构研制生产合同》, 合同含税金额为5040万元, 此前公司与该单位19/20/21年类似交易销售金额分别为2561.97/268.89/272.96万元, 分别占营收比9.54%/0.85%/1.15%。本次合同标的为一批某无人机机体结构平台及其配套产品, 约占公司2021年经审计营业收入的18.79%, 本次合同的签订和履行将对公司履约年度的经营业绩产生积极影响。
- **募投项目建设进展顺利, 可转债募投扩产加强零部件、智能制造、复材结构件制造能力。** 公司22年8月23号, 发行可转债募投8.80亿元, 投资航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目, 航天零部件智能制造项目, 大型复合材料结构件轻量化智能制造项目, 均2年试运营, 5年满产。复材零部件生产线项目、金属零部件数控中心扩能项目、工装生产线升级项目、研发中心升级项目进展顺利, 预计2022年12月达可使用状态; 西安广联一期项目预计2023年3月达可使用状态, 助力进一步释放产能, 经过我们测算, 可转债项目预计未来2~5年贡献利润0.42/0.84/1.34/1.68亿元, 我们认为中长期业绩确定性增强。
- **盈利预测及投资评级。** 我们预计公司2022-2024年EPS为0.75/1.08/1.45元/股, 采用PE估值法给予公司2022年40-45倍PE, 对应合理价值区间为30.00-33.75元(对应2022年3.7-4.2倍PB), 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。** 宏观经济及产业政策变动; 市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	315	237	513	724	970
(+/-)YoY(%)	17.2%	-24.6%	116.3%	41.0%	34.0%
净利润(百万元)	101	38	160	228	307
(+/-)YoY(%)	34.7%	-61.8%	316.0%	42.7%	34.7%
全面摊薄EPS(元)	0.48	0.18	0.75	1.08	1.45
毛利率(%)	54.5%	43.6%	45.5%	45.7%	45.8%
净资产收益率(%)	6.6%	2.5%	9.4%	11.8%	13.8%

资料来源:公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请阅读最后一页的信息披露和法律声明

表 1 公司主营产品收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
航空航天零部件及无人机				
营业收入 (百万元)	119.79	371.35	538.46	726.92
YoY (%)	-46.27%	210.00%	45.00%	35.00%
营业成本 (百万元)	63.70	193.10	280.00	378.00
毛利率 (%)	46.82%	48.00%	48.00%	48.00%
航空工装				
营业收入 (百万元)	112.94	135.53	176.19	229.04
YoY (%)	37.05%	20.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	68.08	84.03	109.24	142.01
毛利率 (%)	39.72%	38.00%	38.00%	38.00%
航空辅助工具及其他				
营业收入 (百万元)	4.67	6.54	9.48	14.22
YoY (%)	-50.05%	40.00%	45.00%	50.00%
营业成本 (百万元)	2.00	2.78	4.03	6.04
毛利率 (%)	57.17%	57.50%	57.50%	57.50%
总营业收入 (百万元)	237.40	513.42	724.12	970.18
YoY (%)	-24.56%	116.27%	41.04%	33.98%
总营业成本 (百万元)	133.78	279.91	393.26	526.05
综合毛利率 (%)	43.65%	45.48%	45.69%	45.78%

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
300696.SZ	爱乐达	77.98	1.08	1.19	1.63	49.76	22.28	16.29	8.92	3.84
688685.SH	迈信林	25.34	0.51	0.64	1.01	59.93	35.20	22.46	5.88	3.44
002651.SZ	利君股份	66.04	0.19			68.40				
300227.SZ	光韵达	34.23	0.18			53.68				
	均值		0.49	0.92	1.32	57.94	28.74	19.38	7.40	3.64

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2022 年 10 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期

合规提示: 根据迈信林上市公告书披露, 海通证券自营持有【688685 迈信林】总股本 1%以上限售股, 特此披露。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	237	513	724	970
每股收益	0.18	0.75	1.08	1.45	营业成本	134	280	393	526
每股净资产	7.30	8.02	9.09	10.55	毛利率%	43.6%	45.5%	45.7%	45.8%
每股经营现金流	-0.17	0.60	0.93	0.74	营业税金及附加	2	5	7	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	2	4	5	7
P/E	160.58	38.60	27.06	20.08	营业费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	3.99	3.63	3.20	2.76	管理费用	47	41	58	78
P/S	25.81	12.00	8.51	6.35	管理费用率%	19.7%	8.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	99.03	24.56	18.25	14.13	EBIT	29	171	243	326
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	5	5	4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.9%	0.7%	0.5%
毛利率	43.6%	45.5%	45.7%	45.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	16.2%	31.1%	31.4%	31.6%	投资收益	6	11	15	19
净资产收益率	2.5%	9.4%	11.8%	13.8%	营业利润	34	177	253	341
资产回报率	1.6%	5.7%	7.9%	9.2%	营业外收支	8	0	0	0
投资回报率	1.2%	6.2%	8.7%	10.6%	利润总额	42	177	253	341
盈利增长 (%)					EBITDA	74	263	348	449
营业收入增长率	-24.6%	116.3%	41.0%	34.0%	所得税	4	18	25	34
EBIT 增长率	-75.9%	489.5%	41.9%	34.3%	有效所得税率%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	-61.8%	316.0%	42.7%	34.7%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	38	160	228	307
资产负债率	28.2%	34.9%	28.1%	28.7%					
流动比率	4.73	3.32	3.28	2.91	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.74	2.52	2.75	2.24	货币资金	363	344	246	214
现金比率	1.69	0.88	0.60	0.35	应收账款及应收票据	438	631	877	1144
经营效率指标					存货	169	266	171	356
应收账款周转天数	620.34	350.00	350.00	350.00	其它流动资产	48	56	58	69
存货周转天数	335.87	280.00	200.00	180.00	流动资产合计	1018	1297	1351	1782
总资产周转率	0.12	0.20	0.25	0.31	长期股权投资	10	10	10	10
固定资产周转率	0.58	0.86	1.03	1.31	固定资产	500	693	716	766
					在建工程	327	341	313	291
					无形资产	41	41	41	41
					非流动资产合计	1311	1519	1513	1541
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	2329	2816	2865	3322
净利润	38	160	228	307	短期借款	70	70	70	70
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	77	223	198	366
非现金支出	54	92	106	123	预收账款	2	2	3	3
非经营收益	-3	-1	-5	-11	其它流动负债	67	96	141	174
营运资金变动	-126	-125	-131	-262	流动负债合计	215	391	412	613
经营活动现金流	-36	126	197	156	长期借款	373	523	323	273
资产	-378	-300	-100	-150	其它长期负债	68	68	68	68
投资	-176	0	0	0	非流动负债合计	442	592	392	342
其他	8	14	15	19	负债总计	657	983	804	954
投资活动现金流	-546	-286	-85	-131	实收资本	210	211	211	211
债权募资	348	150	-200	-50	归属于母公司所有者权益	1535	1695	1923	2230
股权募资	98	1	0	0	少数股东权益	138	138	138	138
其他	8	-10	-10	-8	负债和所有者权益合计	2329	2816	2865	3322
融资活动现金流	453	141	-210	-58					
现金净流量	-130	-20	-98	-32					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,广联航空,久之洋,雷科防务,中航重机,航亚科技,国博电子,中直股份,爱乐达,航宇科技,湘电股份,振华科技,派克新材,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹,亚星锚链

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。