

2022年11月18日

# 全流程布局优势显现，看好中长期发展

## 爱乐达(300696)

评级:	买入	股票代码:	300696
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	56.5/25.21
目标价格:		总市值(亿)	90.61
最新收盘价:	30.91	自由流通市值(亿)	57.40
		自由流通股数(百万)	185.70

### 分析判断:

#### ► 价格调整接近尾声，全产业链加速推进，看好中长期发展

2022年前三季度公司实现营收5.09亿元(同比+33.75%)，归母净利润2.06亿元(同比+14.27%)，扣非净利润1.99亿元(同比+11.91%)；22Q3单季实现营收1.44亿元(同比-7.37%，环比-24.13%)，归母净利润6318.01万元(同比-12.81%，环比-17.40%)，扣非净利润6156.92万元(同比-13.72%，环比-16.76%)。公司Q3业绩下滑主要受限电、停电、疫情特定因素影响。据公司投资者问答披露，目前公司处于正常生产，并争取通过加班加点方式追回部分前期产能影响。

2022年前三季度公司综合毛利率为57.27%，同比下降7.04pcts；22Q3综合毛利率为61.07%，同比下降4.77pcts，主要系公司业务模式转变、产品结构和价格调整等因素共同影响所致：1)此前公司主要采用来料加工模式，主要原材料由客户提供，因此毛利率相对较高，随着公司部组件装配全流程业务开展，公司将自行采购部分原材料及相关配件；2)由于军工行业特有属性，公司部分销售合同约定的价格为暂定价，最终价格以军方审定价为基础，由双方另行协商确定，因而收入利润会随最终审定价有所浮动。我们预计，当前价格调整接近尾声，且公司持续推进全流程布局，有望进一步增强业务竞争力，做大利润规模，提升公司发展天花板。

#### ► 稀缺的“精密机加、特种工艺处理、部组件装配”全流程布局企业

公司已实现零件数控工序到部件机身机体装配全流程的转型升级，精密数控加工新增产能陆续释放，热表特种工艺产能利用率稳步提升，部件装配业务开始交付结算。

**精密数控加工方面**，公司是中航工业下属某主机厂最大的民营供应商，且是承接其关键、重要、复杂零件比例最大的供应单位，在钛合金、高强度钢、镍基高温合金等材质高精度盲孔加工、复杂深腔加工等方面技术在行业内处于明显优势地位，产品良品率达到99.60%以上。

**特种工艺处理方面**，公司是国内少数具备特种工艺全工序能力的民营企业之一，建有阳极化、喷漆、无损检测、热处理等特种工艺生产线，业务覆盖军机、民机、航空发动机以及航电等产品，是某主机厂指定的特种工艺协作单位。

**部组件装配方面**，公司是中航工业下属某主机厂指定四家装配单位之一，并且是其首家推进“原材料-数控精密加工-特种工艺处理-部组件装配”全流程业务的民营企业。公司已开展某型无人机、某型军机以及多个民用机型部/组件装配业务，无人机产能主要供应客户为中航无人机公司以及相关军机主机厂，目前公司承担某型无人机前机身、中机身和后机身三段大部件对合任务，2021年已完成中心段部件装配及机身段整体交付，部装全流程供应链管理管理能力持续提升。

#### ► 产能陆续释放，业绩有望持续走高

据公司投资者交流活动披露，公司现有产能利用率趋于饱和，新增产能陆续释放过程中。新都分/子公司主要开展数控精密加工和部件装配业务，该厂区数控精密加工业务已于2021年9月陆续投产。此外，公司2021年募投项目“航空零部件智能制造及系统集成中心项目”已按期完成主体结构建设，预计在2023年上半年

年陆续投产。根据募集说明书，2020年度，公司数控加工理论产能112.98万工时，募投项目预计新增数控加工理论产能123.20万工时/年，实现飞机零件制造15万件（套）/年的生产能力，届时公司产能将实现翻倍。预计达产后每年可实现销售收入23,408.00万元、净利润6,002.12万元。我们认为，当前正处于先进战机加速列装的关键时期，航空装备需求旺盛，相关主机厂面临较重的生产任务，生产节奏不断提高，“小核心、大协作”持续推进，航空零部件景气度高企。公司拥有全流程业务能力，且是某主机厂关键件最大供应单位，竞争优势明显，供应方面随产能有序释放，业绩有望持续走高。

### ▶ 国际航空复苏，国产大飞机商业化加速，公司民机业务向好

公司长期以来承担波音、空客多个民用畅销机型的国际转包业务(包括波音B737/B747-8/B767、空客A320/A350型号)以及赛峰集团起落架零组件国际直接订单，也一直参与我国ARJ21、C919、C929以及AG600、MA700等民用机型的零件制造。同时，在持续延展零件全工序能力的战略下，公司完成IAI-B767、空客A320等民机零件数控精密加工到特种工艺全工序处理的转型，实现赛峰UDT镀锡技术的突破，ARJ起落架零件电镀特种工艺进口技术国产化等，全流程业务优势逐步体现。

据新华社报道，国产大飞机C919已取得型号合格证，首架机将于年内交付东航，商业化在即。C919此前意向订单已达815架，此次珠海航展再度斩获300架订单，再创新高。公司作为C919机头零件供应商，有望持续受益国产大飞机起量。此外，据《中国商飞公司市场预测年报（2022-2041）》，全球航空旅行需求持续回升，业界普遍认为，全球航空业将于2023年底恢复至疫情前水平，未来二十年，中国航空运输市场将接收喷气客机9,284架，其中支线客机958架，单通道客机6,288架，双通道客机2,038架。到2041年，中国的机队规模将达到10,007架，占全球客机机队21.1%。中国航空市场将成为全球最大的单一航空市场。我们认为，公司作为民机产业链重要一环，有望受益民航装备长期需求，实现国际国内市场两翼齐飞。

### 投资建议

公司是国内航空零部件重要供应商之一，军用领域受益于战机加速列装补齐数量短板、先进战机比例提升逻辑，民用领域受益于国产大飞机起量、国际民航复苏等因素，需求持续旺盛。公司是稀缺的“精密机加、特种工艺处理、部组件装配”全流程布局企业，竞争优势明显，供应方面公司新增产能陆续释放，业绩有望持续走高。后续随着公司持续拓展新业务，有望不断提升发展天花板。考虑到价格调整、成都疫情限电等因素，基于审慎性原则，我们将公司2022-2024年营收预测由9.82/14.73/20.63亿元调整至7.52/9.94/13.09亿元，归母净利润由4.11/6.04/8.20亿元调整至3.08/4.09/5.35亿元，EPS由1.68/2.47/3.36元调整至1.05/1.40/1.82元。对应2022年11月17日30.91元/股收盘价，PE分别为29/22/17倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

新产能建设进度不及预期的风险；毛利率逐渐降低的风险；客户结算不及时的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	304	614	752	994	1,309
YoY (%)	64.9%	102.1%	22.4%	32.3%	31.7%
归母净利润(百万元)	137	255	308	409	535
YoY (%)	75.2%	86.5%	21.0%	32.6%	30.7%
毛利率 (%)	69.3%	56.6%	56.9%	56.6%	56.2%
每股收益 (元)	0.58	1.08	1.05	1.40	1.82
ROE	14.2%	15.0%	15.0%	16.6%	17.8%
市盈率	53.29	28.62	29.38	22.15	16.94

资料来源：Wind、华西证券研究所

分析师：陆洲

研究助理：林熹

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

邮箱：linxi2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	614	752	994	1,309	净利润	255	308	409	535
YoY (%)	102.1%	22.4%	32.3%	31.7%	折旧和摊销	32	47	56	65
营业成本	266	324	431	573	营运资金变动	-47	-94	-198	-249
营业税金及附加	9	11	14	18	经营活动现金流	246	272	275	358
销售费用	1	2	2	3	资本开支	-97	-131	-81	-81
管理费用	21	34	45	59	投资	-223	1	1	1
财务费用	-1	-14	-19	-26	投资活动现金流	-289	-127	-77	-77
研发费用	17	27	38	51	股权募资	494	49	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-15	0	0	0
投资收益	0	4	4	4	筹资活动现金流	457	48	-1	-1
营业利润	299	363	481	629	现金净流量	414	193	197	280
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	299	363	481	629	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	44	54	72	94	<b>成长能力</b>				
净利润	255	308	409	535	营业收入增长率	102.1%	22.4%	32.3%	31.7%
归属于母公司净利润	255	308	409	535	净利润增长率	86.5%	21.0%	32.6%	30.7%
YoY (%)	86.5%	21.0%	32.6%	30.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.08	1.05	1.40	1.82	毛利率	56.6%	56.9%	56.6%	56.2%
					净利率	41.5%	41.0%	41.1%	40.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	13.4%	13.6%	15.0%	16.0%
货币资金	563	756	954	1,234	净资产收益率 ROE	15.0%	15.0%	16.6%	17.8%
预付款项	12	13	17	23	<b>偿债能力</b>				
存货	156	178	236	314	流动比率	9.58	10.69	10.19	9.81
其他流动资产	757	826	1,002	1,225	速动比率	<b>8.49</b>	<b>9.54</b>	<b>9.02</b>	<b>8.63</b>
流动资产合计	1,489	1,773	2,209	2,796	现金比率	3.62	4.56	4.40	4.33
长期股权投资	27	26	26	25	资产负债率	10.4%	9.2%	9.5%	9.8%
固定资产	255	302	335	357	<b>经营效率</b>				
无形资产	30	31	32	33	总资产周转率	0.32	0.33	0.36	0.39
非流动资产合计	413	496	521	536	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,902	2,269	2,730	3,333	每股收益	1.08	1.05	1.40	1.82
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.97	7.03	8.42	10.25
应付账款及票据	91	98	130	173	每股经营现金流	1.01	0.93	0.94	1.22
其他流动负债	65	68	87	112	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	155	166	217	285	<b>估值分析</b>				
长期借款	15	15	15	15	PE	28.62	29.38	22.15	16.94
其他长期负债	28	28	28	28	PB	7.45	4.40	3.67	3.02
非流动负债合计	43	43	43	43					
负债合计	199	209	260	328					
股本	244	293	293	293					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,703	2,061	2,470	3,005					
负债和股东权益合计	1,902	2,269	2,730	3,333					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

林熹：华西证券研究所军工行业研究助理，伦敦国王学院会计硕士，2022年加入华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。