

投资评级 优于大市 首次覆盖

深耕航空精密制造，军民两翼齐发展

股票数据

07月15日收盘价(元)	26.57
52周股价波动(元)	16.01-39.59
总股本/流通A股(百万股)	112/55
总市值/流通市值(百万元)	2972/1467

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-	-	-
相对涨幅(%)	-	-	-

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒晖

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:

- 公司专注飞机核心零部件，22年股权激励行权条件高要求。**迈信林是一家专业制造和销售飞机核心零部件的企业，产品主要有发动机部件、起落架部件、中大型结构件、精密壳体件和紧固件等。20/21/22Q1年公司营收分别为2.89/3.21/0.58亿元，同比+15.84%/11.12%/-11.45%，归母净利分别为0.51/0.51/0.11亿元，同比+21.42%/-0.46%/134.42%，主要是因为下游行业需求增长，航空航天零部件业务的来料加工订单增加；21年营业成本同比+18.77%，一方面是因为收入增长对应成本增加，另一方面是新厂房投入使用导致成本费用增加。22年3月公司公布了股权激励计划，对象主要为中层干部，股权激励行权要求较高（22年行权要求在21年基础上净利润增长50%+），业绩释放存在季节性主要集中在下半年，22Q1受疫情影响承压。
- 设备是降本关键，公司拥有多台先进生产设备，随着自动化水平提升，人均创收创利明显增加。**公司军品主要为来料加工模式，21年成本受转固折旧影响较大，毛利率降低6.13pct。设备是降本关键，公司拥有多台五轴数控加工中心、卧式加工中心等先进生产设备，设备更新换代与柔性化生产线的建立有利于后续成本的降低，公司自动化程度提升、柔性化生产需求、提高生产效率、优化生产成本使得人均创收创利提升。
- 军品为主，民品为辅，军民两翼发展。**军品方面，2020年公司80%以上的业务来自于航空工业集团，其中客户A、B、D为位于东北地区、西南地区与中部地区的三家主机单位。公司零部件产品配套较多机型，涉及较多的为机身、机翼、尾翼、机电系统与航电系统，结构件方向主要为框梁类的产品，也包括应用在液压系统中油路、管路上的壳阀体结构件。民品方面，公司制造汽车发动机阀体、半导体封测设备腔体和汽车空调阀体等，主要用于汽车、电子行业，并以半导体及光通讯为着力点，在光器件封装设备领域和大功率IGBT封装领域加大技术研发和市场协同，力争在最快时间解决关键设备“卡脖子”问题。
- 收购郑飞机械切入武器悬挂发射配套产品，加深郑飞集团联系。**22年7月8号，公司发布公告以1028万元收购郑飞机械56.845%的股权，郑飞机械21年实现营收5013.70万元，同比+16.33%，净利润162.06万元，同比+164.34%。该公司由郑飞装备持股13.16%，郑飞装备隶属于中国航空工业集团公司，是中国航空工业专业从事航空武器悬挂发射系统装置、地面保障训练系统设备研制的骨干企业，国防科技工业重点保军单位。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司2022-2024年EPS为0.64/0.94/1.28元/股，采用PE估值法给予公司2022年40-45倍PE，我们认为对应合理价值区间为25.60-28.80元，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。
- 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。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	289	321	428	558	695
(+/-)YoY(%)	15.8%	11.1%	33.4%	30.6%	24.4%
净利润(百万元)	51	51	72	106	143
(+/-)YoY(%)	21.4%	-0.5%	41.0%	46.8%	35.8%
全面摊薄EPS(元)	0.46	0.46	0.64	0.94	1.28
毛利率(%)	36.2%	31.8%	34.4%	36.5%	38.4%
净资产收益率(%)	12.4%	7.7%	9.8%	12.5%	14.5%

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

● 主要盈利预测假设。

公司 22 年股权激励行权要求高，随着先进设备的引入，人均创收创利也显著提升，分业务预测如下：

1) 航空航天零部件及工装：我们预计航空航天零部件及工装业务 2022-2024 年收入增速为 45.00%/ 40.00%/ 30.00%，毛利率 48.00%/ 50.00%/ 52.00%。

2) 民用多行业精密零部件：我们预计 2022-2024 年民用多行业精密零部件业务收入增速 30.00%/ 25.00%/ 20.00%，毛利率 18.00%/ 17.50%/ 17.00%。

3) 电子元器件、电子连接线：我们预计 2022-2024 年电子元器件、电子连接线业务收入增速 10.00%/ 10.00%/ 10.00%，毛利率 15.00%/ 15.00%/ 15.00%。

4) 防疫口罩：21 年年报中，公司表示将取消防疫口罩业务。

5) 其他业务：我们预计 2022-2024 年其他业务收入增速 15.00%/ 15.00%/ 15.00%，毛利率 35.00%/ 35.00%/ 35.00%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
航空航天零部件及工装				
营业收入 (百万元)	156.78	227.33	318.26	413.74
YoY (%)	8.19%	45.00%	40.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	86.54	118.21	159.13	198.60
毛利率 (%)	44.80%	48.00%	50.00%	52.00%
民用多行业精密零部件				
营业收入 (百万元)	95.90	124.67	155.84	187.01
YoY (%)	-13.86%	30.00%	25.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	77.93	102.23	128.57	155.21
毛利率 (%)	18.74%	18.00%	17.50%	17.00%
电子元器件、电子连接线				
营业收入 (百万元)	49.89	54.88	60.37	66.40
YoY (%)		10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	41.48	46.65	51.31	56.44
毛利率 (%)	16.86%	15.00%	15.00%	15.00%
防疫口罩				
营业收入 (百万元)	0.06	0.00	0.00	0.00
YoY (%)	-99.65%	-100.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (百万元)	0.10	0.00	0.00	0.00
毛利率 (%)	-76.98%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务				
营业收入 (百万元)	18.09	20.80	23.92	27.51
YoY (%)	16.79%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本 (百万元)	12.66	13.52	15.55	17.88
毛利率 (%)	30.00%	35.00%	35.00%	35.00%
总营业收入 (百万元)	320.72	427.68	558.39	694.66
YoY (%)	11.12%	33.35%	30.56%	24.40%
总营业成本 (百万元)	218.71	280.61	354.56	428.14
综合毛利率 (%)	31.80%	34.39%	36.50%	38.37%

资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

• 可比公司选取理由。

迈信林是一家专业制造和销售飞机核心零部件的企业，产品主要有发动机部件、起落架部件、中大型结构件、精密壳体件和紧固件等。选取主要从事军用飞机和民用客机零部件的精密加工业务的爱乐达，主要产品航空航天零部件及无人机和航空工装的广联航空，以“航空航天+农机”的双主业经营模式开展生产经营活动的新研股份，飞机零件加工和飞机部件装配等专业研发、设计、制造、销售为一体的立航科技为可比公司。

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	114.54	1.08	1.27	1.76	49.76	30.86	22.23	12.82	5.58
603261.SH	立航科技	36.48	1.21	1.16	1.65	52.25	40.70	28.64	9.50	6.09
300159.SZ	ST 新研	30.55	-0.20	-	-	-22.32	-	-	-	-
300900.SZ	广联航空	59.32	0.18	-	-	188.19	-	-	-	-
	均值		0.57	1.22	1.71	53.91	35.78	25.44	11.16	5.84

资料来源：wind，海通证券研究所

收盘价为 2022 年 7 月 15 日价格，EPS 为 wind 一致预期

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	321	428	558	695
每股收益	0.46	0.64	0.94	1.28	营业成本	219	281	355	428
每股净资产	5.95	6.59	7.53	8.81	毛利率%	31.8%	34.4%	36.5%	38.4%
每股经营现金流	1.06	0.66	1.05	1.27	营业税金及附加	1	1	2	2
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	7	9	12	14
P/E	58.32	41.35	28.16	20.74	营业费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
P/B	4.47	4.03	3.53	3.01	管理费用	25	33	44	54
P/S	9.27	6.95	5.32	4.28	管理费用率%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%
EV/EBITDA	32.09	19.89	15.26	11.87	EBIT	62	81	117	159
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	3	7	9	11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	1.7%	1.6%	1.6%
毛利率	31.8%	34.4%	36.5%	38.4%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	15.9%	16.8%	18.9%	20.6%	投资收益	1	0	0	0
净资产收益率	7.7%	9.8%	12.5%	14.5%	营业利润	61	86	125	169
资产回报率	5.9%	7.2%	9.2%	10.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	7.6%	8.8%	11.2%	13.0%	利润总额	61	86	125	169
盈利增长 (%)					EBITDA	88	138	176	220
营业收入增长率	11.1%	33.4%	30.6%	24.4%	所得税	7	10	15	20
EBIT 增长率	0.1%	29.5%	45.6%	35.7%	有效所得税率%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-0.5%	41.0%	46.8%	35.8%	少数股东损益	3	4	4	5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	51	72	106	143
资产负债率	20.9%	23.5%	23.9%	24.2%					
流动比率	4.71	4.12	4.12	4.14	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	4.28	3.71	3.69	3.72	货币资金	264	279	331	413
现金比率	2.14	1.63	1.62	1.64	应收账款及应收票据	185	270	337	429
经营效率指标					存货	43	62	74	91
应收账款周转天数	173.26	198.59	185.92	192.25	其它流动资产	89	93	100	107
存货周转天数	71.65	80.11	75.88	77.99	流动资产合计	581	704	843	1041
总资产周转率	0.37	0.43	0.49	0.52	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	1.31	2.01	3.17	5.02	固定资产	246	213	176	138
					在建工程	0	6	9	10
					无形资产	15	55	95	135
					非流动资产合计	286	291	301	303
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	866	995	1144	1344
净利润	51	72	106	143	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	3	4	4	5	应付票据及应付账款	94	142	166	208
非现金支出	26	57	59	61	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	3	1	2	2	其它流动负债	30	29	39	43
营运资金变动	36	-60	-53	-69	流动负债合计	123	171	205	251
经营活动现金流	118	74	118	142	长期借款	40	45	50	55
资产	-32	-70	-65	-65	其它长期负债	18	18	18	18
投资	-69	0	0	0	非流动负债合计	58	63	68	73
其他	1	7	-4	2	负债总计	181	234	273	325
投资活动现金流	-100	-63	-69	-63	实收资本	112	112	112	112
债权募资	-53	5	5	5	归属于母公司所有者权益	665	737	843	986
股权募资	220	0	0	0	少数股东权益	20	24	28	33
其他	-18	-1	-2	-2	负债和所有者权益合计	866	995	1144	1344
融资活动现金流	149	4	3	3					
现金净流量	166	15	52	82					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 15 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： 抚顺特钢,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,振芯科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,久之洋,雷科防务,航天电器,中航重机,航亚科技,中直股份,爱乐达,航宇科技,湘电股份,振华科技,派克新材,西部超导,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。