

2022年08月23日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

爱乐达 (300696)

2022年中报点评：Q2 归母净利润创新高，提质降本效果显现

报告摘要

◆ 事件：公司8月23日公告，2022年H1，公司营业收入3.66亿元（+61.94%），1.42亿元（+32.53%），扣非归母净利润1.37亿元（+29.14%），毛利率55.78%（-7.48pcts），净利率38.93%（-8.64pcts）。

◆ 部组件装配业务有序展开，营收稳步增长

报告期内，公司实现营业收入3.66亿元（+61.94%），归母净利润1.42亿元（+32.53%），扣非归母净利润1.37亿元（+29.14%）。毛利率55.78%（-7.48pcts），净利率38.93%（-8.64pcts），明显下滑，我们认为原因主要集中在以下三点：

- ① 公司业务模式及产品结构变化：公司部组件装配业务有序展开，对营收增长形成有力支撑，但部分业务模式转变为全流程业务，需自行采购原材料及组/配件，短期来看，成本端承压，对归母净利润及毛利率水平均有所影响；
- ② 由于从订单到交付、交付到结算存在一定周期，且存在先交付后签署合同的情形，存在产生较大差异的可能，由此影响毛利率的波动；
- ③ 产品价格调整：伴随军品采购机制的进一步优化，整体价格呈略降、缓降态势，公司毛利率也受此影响，有所下滑，但从长期来看，公司也将通过持续优化产品结构，工序业务转型升级，新业务拓展以及内部提质降本增效等方式，进一步强化自身综合竞争力。

费用方面，公司三费费用率为1.66%（-1.93pcts），明显下降，管理费用率2.45%（-1.22pcts），公司经营战略优化，管理效率持续提升，费用率下降。销售费用率0.13%（-0.03pcts），财务费用率-0.92%（-0.68pcts），定向增发募集资金到位优化资本结构，财务费用进一步降低。

报告期内，公司研发费用1,121.86万元（+55.94%），大幅提升，公司持续加大技术研发试验及测试，同时积极对接外部资源，例如，通过与利波海尔

投资评级

买入

维持评级

2022年08月23日

收盘价(元): 33.00

目标价(元): 49.72

公司基本数据

总股本(百万股)	293.16
总市值(百万)	9,674.16
流通股本(百万股)	185.70
流通市值(百万)	6,128.06
12月最高/最低价(元)	58.07/30.51
资产负债率(%)	10.57
每股净资产(元)	6.16
市盈率(TTM)	33.36
市净率(PB)	5.35
净资产收益率(%)	7.88

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

刘琛 分析师
SAC执业证书: S0640520050001
联系电话: 010-59562521
邮箱: liuchen@avicsec.com

方晓明 研究助理
SAC执业证书: S0640120120034
联系电话: 010-59562523

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

联合开展 ARJ 电镀特种工艺的研发创新与生产实践，目前已实现该进口技术国产化。截止目前，公司共拥有专利 36 项，其中发明专利 3 项，实用新型 33 项。另有 12 项发明专利及 1 项实用新型正在审核中。

邮箱: fangxm@avicsec.com

相关研究报告

◆ Q2 归母净利润创新高，提质降本效果显现

2022Q2 公司创下最好季度业绩，季度营收 1.89 亿元 (+60.88%)，季度最高归母净利润 0.76 亿元 (+26.03%)，毛利率 (58.98%)、净利率 (40.44%) 水平较 2022Q1 (毛利率 52.36%，+6.62pcts; 净利率 37.32%，+3.12pcts) 和 2022Q4 (毛利率 44.08%，+14.90pcts; 净利率 32.20%，+8.20pcts) 大幅回升。在产品调价、全流程业务模式成本端承压等多重因素影响下，公司通过提高工艺创新能力和生产质量管理能力，进一步提质增效，带动成本边际改善，盈利能力环比提升，实现“以量换价、以效创利”的良性发展态势。

◆ 夯实优势基础，稳定核心资源，打开业务向上空间

① 数控机加

公司数控精密加工业务主要集中于航空零部件关键件、重要件、复杂件的加工制造，下游覆盖了多款军机、民机零件、发动机零件以及航天大型结构件等，是航空工业下属飞机制造单位“金牌供应商”，以及成飞民机“优秀供应商”。

作为承接航空工业下属某主机厂关键、重要、复杂零件比例最大的供应单位，公司在钛合金、高强度钢等材质的高精度盲孔加工、复杂深腔加工等方面处于行业优势地位，并且公司从工艺技术创新出发，不断提升自身加工效率及稳定性，产品良品率达 99.6% 以上。

② 特种工艺处理

公司目前拥有阳极氧化、无损检测、酸洗、热处理等 10 余种特种工艺及理化试验能力，是行业内少数拥有航空结构零部件特种工艺全工序的民营企业。作为航空工业下属某主机厂热表处理领域唯一的战略合作伙伴，除自身部分机加产品外，公司还承接了包括主机厂及其外协机加产品，以及包括陕飞、航发科技等在内的航空制造领域市场其他客户的特种工艺处理业务。

③ 部组件装配

公司自 2017 年开始部件装配能力建设，从最初的多个机型小组件装配，再到 2020 年开始着重加强大部件装配能力，2021 年公司已完成某型无人机复杂中心段部件装配及机身段整体交付。截至目前，公司已成功开展某型无人机、多个军机以及民用机型部组件装配业务。公司依托于从数控机加延伸至部组件装配的纵深发展，实现与主机厂内外部的有效协同，进一步打破原有制造能力的局限性，完成以关键重要件精密制造、特种工艺、部组件装

配“三足”并重的转型升级战略，并为后续业务配套层级更进一步提升奠定了良好基础。

◆ 专注供应链管理能力提升，全流程制造优势凸显

公司作为拥有核心关键技术、设备以及高质量管控水平的优质企业，由单一数控精密加工工序，逐步向产业链上下游延伸，已形成从“原材料-数控精密加工-特种工艺处理-机身/机体装配”的全流程制造能力。

公司在其承接的国际直接业务以及部分装配全流程业务中，实现了指定原材料以及组/配件的自行采购，以某型无人机复杂中心段部件装配及机身段整体交付为例，公司在开展业务的过程中，相应的产业链角色定位也从之前的“单个环节的零部件加工”外协供应商，上升至“整体机身装配交付”的系统集成供应商。公司在逐步建立自身的供应链体系过程中，从生产计划管理、生产流程改进、供应商管理、采购成本控制等多方面都的持续优化及积累，也进一步加强自身核心竞争力，打造竞争壁垒。

总体来看，作为某主机厂确定的四家部组件装配单位之中首家推进全流程制造模式的配套单位，公司率先开展并建立了自身的供应链体系，此过程中，伴随生产计划管理、生产流程改进、供应商管理、采购成本控制等多方面的持续优化与积累，公司核心竞争力不断加强，竞争壁垒进一步提升。

◆ 募投项目稳步推进，进一步打开成长空间

公司产能建设规划方面：

航空零部件智能制造中心按计划有序推进，报告期内已完成主体结构建设并开始采购包括主要设备，工程完成进度达 22.93%，预计于 2023 年上半年投产。该项目达产后对公司现有产能将有很大程度提升，预计新增数控产能 123.20 万工时/年；

特种工艺处理业务方面，公司后续预计通过增加关键设备、优化工艺方案等方式扩充特种工艺产能，业务成长天花板有望进一步抬升。

◆ 投资建议

我们认为：

由于产品结构、价格调整等因素影响，公司毛利率出现了一定程度的下滑，但随着公司产品结构的逐步稳定，以量换价、以效创利的逻辑逐步兑现，公司经营规模及效益有望提升；

公司依托于从数控机加延伸至部组件装配的纵深发展，实现与主机厂内外部的有效协同，进一步打破原有制造能力的局限性，完成以关键重要件精密制造、特种工艺、部组件装配“三足”并重的转型升级战略，并为后续业务配套层级更进一步提升奠定了良好基础；

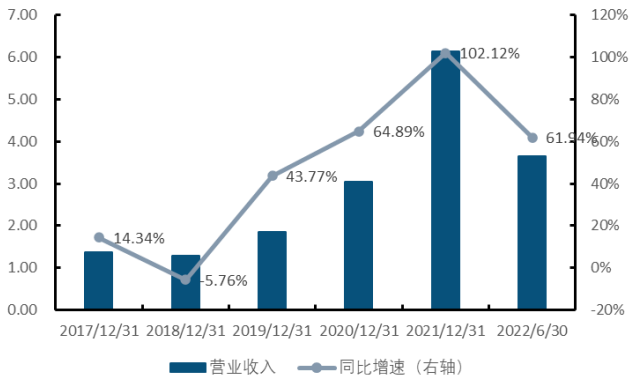
公司作为某主机厂确定的四家部组件装配单位之中首家推进全流程制造模式的配套单位，率先开展并建立了自身的供应链体系，此过程中，伴随生产计划管理、生产流程改进、供应商管理、采购成本控制等多方面的持续优化与积累，公司核心竞争力不断加强，竞争壁垒进一步提升。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 8.83 亿元、12.00 亿元和 16.28 亿元，归母净利润分别为 3.30 亿元、4.06 亿元、4.98 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.39 元、1.70 元，维持“买入”评级，目标价格 49.72 元，分别对应 44 倍、36 倍及 29 倍 PE。

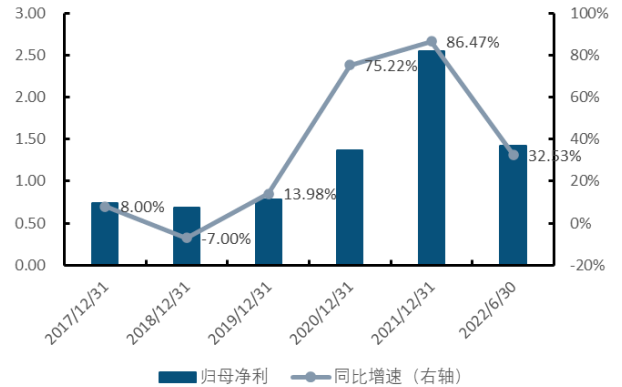
风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷，原材料价格波动影响毛利率的风险，市场竞争加剧的风险等。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	303.79	614.01	882.54	1200.28	1628.43
增长率（%）	64.89	102.12	43.73	36.00	35.67
归母净利润（百万元）	136.76	255.02	330.02	406.47	498.08
增长率（%）	75.22	86.47	29.41	23.17	22.54
毛利率（%）	69.26	56.63	52.09	48.01	44.27
每股收益	0.47	0.87	1.13	1.39	1.70
市盈率 PE	69.47	37.26	28.79	23.37	19.08
市净率 PB	9.88	5.58	4.83	4.14	3.53
净资产收益率 ROE（%）	14.22	14.97	16.78	17.73	18.51

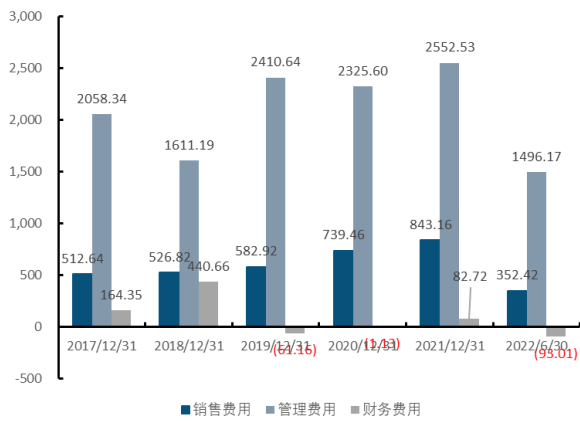
资料来源：IFIND,中航证券研究所

公司年报主要财务数据
图1 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


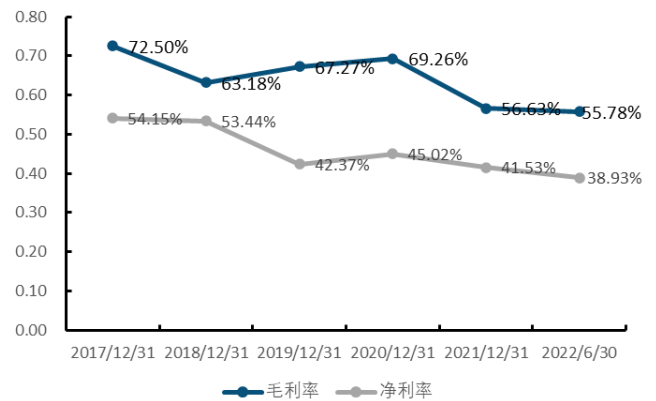
资料来源: WIND,中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润 (单位: 亿元; %)


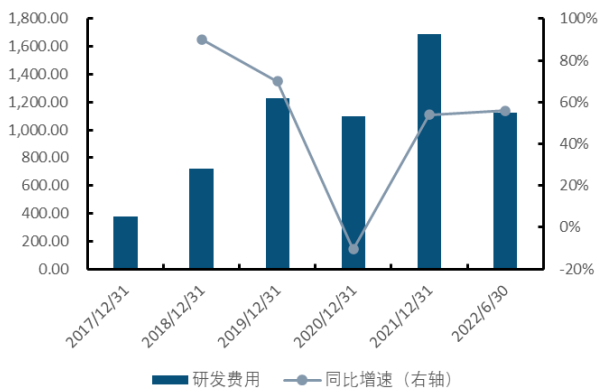
资料来源: WIND,中航证券研究所

图3 公司年报三费情况 (单位: 万元)


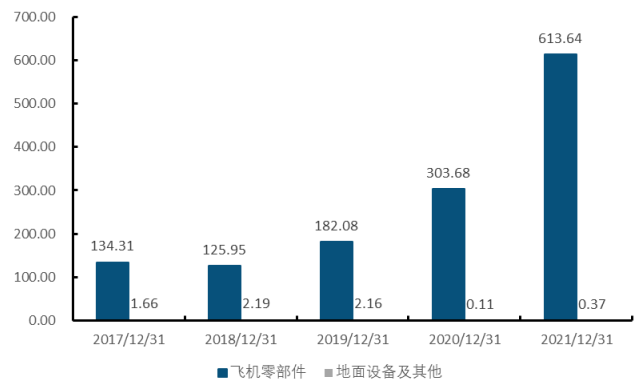
资料来源: WIND,中航证券研究所

图4 公司年报毛利率变化情况 (单位: %)


资料来源: WIND,中航证券研究所

图5 公司研发费用情况 (单位: 万元, %)


资料来源: WIND,中航证券研究所

图6 公司各业务收入结构 (单位: 万元)


资料来源: WIND,中航证券研究所



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	115.78	149.84	563.47	669.21	801.99	967.46
应收票据及账款	133.47	333.73	452.55	604.48	805.67	1084.13
预付账款	2.02	2.40	11.84	12.09	13.15	13.38
其他应收款	0.68	0.73	0.05	0.12	0.16	0.22
存货	113.83	157.73	156.19	237.46	348.75	507.22
其他流动资产	245.17	108.71	304.77	309.48	329.75	326.65
流动资产总计	610.94	753.12	1488.87	1832.84	2299.47	2899.07
长期股权投资	27.79	27.34	26.99	29.55	33.14	37.73
固定资产	209.21	242.26	255.27	243.32	235.02	230.66
在建工程	13.12	7.35	65.05	78.79	69.19	44.60
无形资产	32.52	31.68	30.50	25.41	20.33	15.25
长期待摊费用	1.03	0.61	2.93	1.46	0.00	0.00
其他非流动资产	32.77	42.03	32.23	35.00	38.50	42.35
非流动资产合计	316.43	351.27	412.97	413.54	396.18	370.59
资产总计	927.37	1104.39	1901.84	2246.39	2695.66	3269.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	18.61	25.87	90.57	132.70	197.48	290.00
其他流动负债	17.31	57.35	64.92	104.43	162.65	243.99
流动负债合计	35.91	83.23	155.49	237.12	360.13	533.99
长期借款	30.00	30.00	15.00	11.94	8.53	5.03
其他非流动负债	17.37	29.73	28.04	30.00	34.50	39.68
非流动负债合计	47.37	59.73	43.04	41.94	43.03	44.70
负债合计	83.29	142.96	198.53	279.06	403.16	578.69
股本	119.20	178.77	244.30	244.30	244.30	244.30
资本公积	469.07	428.41	860.78	860.78	860.78	860.78
留存收益	255.82	354.25	598.23	862.25	1187.42	1585.89
归属母公司权益	844.09	961.43	1703.31	1967.32	2292.50	2690.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	844.09	961.43	1703.31	1967.32	2292.50	2690.97
负债和股东权益合计	927.37	1104.39	1901.84	2246.39	2695.66	3269.65
现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	78.05	136.76	255.02	321.83	396.57	486.19
折旧与摊销	23.16	27.50	32.44	44.75	49.45	54.04
财务费用	-0.06	-0.33	-1.27	-1.50	-2.08	-2.77
投资损失	-2.68	-3.63	0.18	-0.56	-0.74	-0.91
营运资金变动	-15.35	-201.14	-52.43	-171.84	-190.58	-263.37
其他经营现金流	20.63	17.24	11.59	4.21	4.94	5.74
经营性现金净流量	103.76	-23.60	245.53	196.89	257.56	278.92
资本支出	74.30	59.03	98.77	38.04	20.50	14.83
长期投资	-5.00	165.00	-223.00	-1.50	-2.00	-2.40
其他投资现金流	12.85	-32.88	32.76	15.95	-19.65	4.13
投资性现金净流量	-66.46	73.09	-289.01	-23.59	-42.15	-13.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	-15.00	-3.06	-3.41	-3.51
普通股增加	1.99	59.57	65.53	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	34.82	-40.65	432.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-36.32	-33.94	-25.78	-64.50	-79.22	-96.85
筹资性现金净流量	0.48	-15.03	457.11	-67.56	-82.62	-100.36
现金流量净额	37.78	34.45	413.63	105.74	132.78	165.46
利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	184.24	303.79	614.01	882.54	1200.28	1628.43
营业成本	60.29	93.38	266.30	422.79	623.98	907.53
税金及附加	1.77	4.47	8.69	12.27	16.68	22.47
销售费用	0.68	0.57	0.83	1.41	1.92	2.61
管理费用	25.08	22.28	21.34	35.74	48.61	65.79
研发费用	12.28	10.98	16.90	24.71	36.01	52.11
财务费用	-0.06	-0.33	-1.27	-1.50	-2.08	-2.77
资产减值损失	0.00	-1.64	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-1.79	-9.31	-8.44	-8.50	-8.60	-8.70
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.68	3.63	-0.18	0.56	0.74	0.91
公允价值变动损益	5.96	2.02	3.27	3.93	4.71	5.66
资产处置收益	0.00	0.52	0.01	0.00	0.00	0.00
其他收益	2.30	4.86	3.25	3.73	4.29	4.94
营业利润	93.35	172.54	299.13	386.84	476.30	583.50
营业外收入	0.00	0.00	0.00	1.50	2.00	2.60
营业外支出	0.04	5.91	0.07	0.08	0.09	0.11
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.30	166.63	299.06	388.26	478.20	585.98
所得税	15.25	29.87	44.04	58.24	71.73	87.90
净利润	78.05	136.76	255.02	330.02	406.47	498.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	78.05	136.76	255.02	330.02	406.47	498.08
EBITDA	116.41	193.79	330.23	431.51	525.57	637.25
NOPLAT	73.05	139.85	251.19	324.20	399.08	488.81
EPS(元)	0.27	0.47	0.87	1.13	1.39	1.70

资料来源: IFIND,中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637