

2022年08月23日

爱乐达 (300696.SZ)

2022H1 归母净利润同比增长 32.53%，规模效应有望持续提升

■事件：8月22日，公司发布2022年半年报，实现营业收入（3.66亿元，同比+61.94%），归母净利润（1.42亿元，同比+32.53%），扣非归母净利润（1.37亿元，同比+29.14%）。

■点评：

交付规模提升带动收入高增 62%，净利率未来有望企稳回升。

收入端：公司2022年上半年实现营业收入3.66亿元，同比增长61.94%，主要系报告期内客户订单增加及扩充产能逐步释放带来收入规模提升。上半年毛利率为55.78%，同比下降7.48pct，结合公司持续下游各机型拓展部组件装配业务，我们认为或主要系公司经营模式及业务布局发生转变，毛利率较低产品的交付占比进一步提升，同时公司下游重点型号放量，预计价格或有所下降所致。

费用端：上半年期间费用率为4.73%，同比下降2.04pct，我们认为主要系收入规模显著提升，规模效应进一步摊薄相关费用所致。其中，销售费用同比增长31.59%，而销售费用率小幅下降0.03pct，主要系报告期内公司订单交付量增长带动型关运输费用增加所致；研发费用同比增长55.94%，研发费用率小幅提升0.32pct，主要系公司持续加大研发力度，技术研发试验及测试增加，带动研发人员薪酬增长及设备材料折旧损耗所致。

利润端：上半年共实现归母净利润1.42亿元，同比增长32.53%，虽较此前略有放缓但仍保持较高增长水平。我们认为，报告期内公司净利润增速低于收入增速的原因主要有：1) 公司业务结构转变及主要产品业务的降价压力共同作用导致毛利率降低；2) 计提2177.60万信用减值损失作为应收账款坏账准备（占营业收入的5.95%）进一步拉低净利水平。我们预计，未来随着公司产能充分释放且收入结构趋于稳定，或将带动规模效应持续提升，进一步降低各项期间费用的影响，净利率有望迎来企稳回升的态势。

分季度看，公司22Q2实现收入1.89亿元，同比增长60.88%，达到历史单季度收入次高位水平，且仍维持较高增速；单季归母净利润7648.47万元，同比增长26.03%。净利增速缓于收入增速主要系业务结构变化导致22Q2毛利率同比下降，且信用减值损失计提同比增多1530.66万所致。我们预计，未来随着公司业务结构趋稳，产能释放摊薄各类业务成本影响，公司单季度盈利表现有望迎来改善。

公司快报

证券研究报告

国防军工

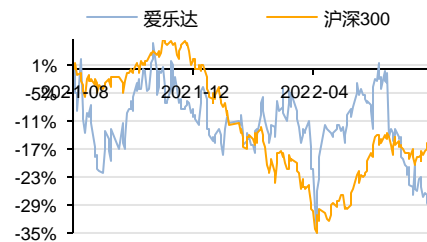
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**39元**
股价（2022-08-22）**32.41元**

交易数据

总市值(百万元)	9,501.20
流通市值(百万元)	6,018.50
总股本(百万股)	293.16
流通股本(百万股)	185.70
12个月价格区间	31.05/56.94元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.22	-25.66	-19.96
绝对收益	-10.59	-16.7	-28.52

张宝涵

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

相关报告

- 【安信军工】爱乐达：主机厂重点型号放量叠加产能释放，Q3业绩增长127%，航空全流程企业业绩加速释放/温肇东 2021-10-25
- 【安信军工】爱乐达：主机厂重点型号放量叠加产能释放，航空全流程企业业绩持续高增长/马良 2021-08-24

■ **应收账款大幅提升 76.82%，后续有望兑现改善现金流表现。**公司报告期末应收票据及应收账款较期初提升 76.82% 至 8.00 亿，表明产业链下游需求旺盛，公司积极完成交付任务，未来有望在收入端持续兑现。经营性活动现金流为 -1.53 亿，上年同期为 0.36 亿，主要系应收账款未到结算期回款同比减少，且随着生产规模的逐步提升，公司用于购买商品、支付职工薪酬及税费的经营性开支同比增加所致，预计随着订单下半年交付及收入确认，公司现金流有望迎来改善。

■ **定增布局智能制造，扩产项目推进顺利。**为满足未来市场需求增长，公司积极布局扩产，于 2021 年 8 月完成 5 亿元定向增发项目，其中 4.4 亿元将用于建设“航空零部件智能制造中心”项目，项目建设周期 42 个月。截至报告期末，项目已完成主体建设，并陆续实施设备采购及产线布局施工，预计于 2023 年上半年陆续投产使用，项目建成并完全达产后，预计每年可实现收入 2.34 亿元，净利润 6,002 万元。考虑到当前下游需求旺盛，本次产能扩充能够保障公司未来数年的高增长。

■ **投资建议：**公司专注航空制造领域 18 年，在航空结构件精密制造方面优势明显，具备航空零部件全流程制造能力。公司是中航工业下属某主机厂机加和热表处理领域战略合作伙伴，显著受益军机放量；考虑到特种工艺已有收入体现，装配业务逐步起量以及未来在国际转包、国内民机等民机业务的占比的不断提升等驱动因素，预计 2022-2024 年归母净利润 3.8、5.2 和 6.8 亿元，对应估值 25X、18X 和 14X，维持“买入-A”评级。

■ **风险因素：**军机换装列装不达预期；民机业务不达预期；特种工艺

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3.0	6.1	8.9	12.3	15.8
净利润	1.4	2.6	3.8	5.2	6.8
每股收益(元)	0.47	0.87	1.28	1.78	2.32
每股净资产(元)	3.28	5.81	6.97	8.42	10.27

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	69.5	37.3	25.3	18.2	14.0
市净率(倍)	9.9	5.6	4.7	3.9	3.2
净利润率	45.0%	41.5%	42.5%	42.4%	42.9%
净资产收益率	14.2%	15.0%	18.4%	21.2%	22.5%
股息收益率	0.2%	0.5%	0.9%	1.0%	1.4%
ROIC	21.3%	33.0%	46.2%	46.1%	49.4%

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					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3.0	6.1	8.9	12.3	15.8	成长性					
减:营业成本	0.9	2.7	3.7	5.1	6.5	营业收入增长率	64.9%	102.1%	44.2%	39.3%	28.3%
营业税费	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	营业利润增长率	84.8%	73.4%	50.9%	39.0%	28.6%
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	75.2%	86.5%	47.4%	39.0%	29.8%
管理费用	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	EBITDA 增长率	78.7%	62.2%	45.0%	37.0%	27.5%
研发费用	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	EBIT 增长率	93.4%	68.9%	48.6%	39.1%	28.7%
财务费用	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	NOPLAT 增长率	81.1%	79.7%	48.4%	39.1%	29.5%
资产减值损失	-0.0	-	-0.0	-0.0	-0.0	投资资本增长率	15.7%	6.0%	39.4%	21.0%	10.2%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	-	-	净资产增长率	13.9%	77.2%	19.9%	20.8%	22.0%
投资和汇兑收益	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	利润率					
营业利润	1.7	3.0	4.5	6.3	8.1	毛利率	69.3%	56.6%	58.5%	59.0%	59.2%
加:营业外净收支	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	营业利润率	56.8%	48.7%	51.0%	50.9%	51.0%
利润总额	1.7	3.0	4.5	6.2	8.1	净利润率	45.0%	41.5%	42.5%	42.4%	42.9%
减:所得税	0.3	0.4	0.7	1.0	1.3	EBITDA/营业收入	68.0%	54.5%	54.9%	53.9%	53.6%
净利润	1.4	2.6	3.8	5.2	6.8	EBIT/营业收入	59.1%	49.4%	50.9%	50.8%	50.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	268	146	104	74	55
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	527	280	254	265	253
货币资金	1.5	5.6	5.6	7.5	11.5	流动资产周转天数	808	657	668	601	590
交易性金融资产	0.3	3.0	3.0	3.0	3.0	应收帐款周转天数	249	214	210	208	206
应收帐款	2.9	4.4	6.0	8.3	9.8	存货周转天数	161	92	92	99	86
应收票据	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	总资产周转天数	1,204	881	836	721	680
预付帐款	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	投资资本周转天数	849	464	397	366	329
存货	1.6	1.6	3.0	3.8	3.7	投资回报率					
其他流动资产	1.1	0.0	0.0	0.0	0.1	ROE	14.2%	15.0%	18.4%	21.2%	22.5%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	13.4%	17.0%	19.2%	20.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	21.3%	33.0%	46.2%	46.1%	49.4%
长期股权投资	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
固定资产	2.4	2.6	2.6	2.5	2.3	管理费用率	7.3%	3.5%	3.6%	3.9%	3.7%
在建工程	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	研发费用率	3.6%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
无形资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	四费/营业收入	11.0%	6.2%	6.5%	6.9%	6.9%
资产总额	11.0	19.0	22.1	27.3	32.5	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	12.9%	10.4%	7.6%	9.6%	7.5%
应付帐款	0.4	1.0	1.1	1.9	1.7	负债权益比	14.9%	11.7%	8.3%	10.6%	8.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	9.05	9.58	12.48	9.97	13.16
其他流动负债	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	速动比率	7.15	8.57	10.41	8.32	11.46
长期借款	0.3	0.2	-	-	-	利息保障倍数	-535.83	-238.34	-450.42	-626.41	-806.13
其他非流动负债	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	分红指标					
负债总额	1.4	2.0	1.7	2.6	2.4	DPS(元)	0.07	0.17	0.28	0.34	0.46
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	15.7%	19.2%	21.8%	18.9%	19.9%
股本	1.8	2.4	2.9	2.9	2.9	股息收益率	0.2%	0.5%	0.9%	1.0%	1.4%
留存收益	7.9	14.5	17.5	21.7	27.2						
股东权益	9.6	17.0	20.4	24.7	30.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.47	0.87	1.28	1.78	2.32
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	BVPS(元)	3.28	5.81	6.97	8.42	10.27
净利润	1.4	2.6	3.8	5.2	6.8	PE(X)	69.5	37.3	25.3	18.2	14.0
加:折旧和摊销	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	PB(X)	9.9	5.6	4.7	3.9	3.2
资产减值准备	0.0	-	-	-	-	P/FCF	293.7	49.0	237.8	33.4	17.6
公允价值变动损失	-0.0	-0.0	0.0	-	-	P/S	31.3	15.5	10.7	7.7	6.0
财务费用	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	EV/EBITDA	46.4	35.2	17.7	12.6	9.4
投资损失	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	CAGR(%)	56.4%	38.6%	68.9%	56.4%	38.6%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.2	1.0	0.4	0.3	0.4
营运资金的变动	-1.0	0.8	-3.2	-2.5	-1.5	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	-0.2	2.5	0.8	3.1	5.6	REP					
投资活动产生现金流量	0.7	-2.9	-0.3	-0.3	-0.2						
融资活动产生现金流量	-0.2	4.6	-0.5	-1.0	-1.3						

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

本报告署名分析师声明, 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。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

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