

爱乐达

300696

审慎增持 (维持)

需求增加产能释放，研发投入大幅提升

2022年10月25日

市场数据

市场数据日期	2022-10-24
收盘价(元)	29.12
总股本(百万股)	293.16
流通股本(百万股)	185.70
总市值(百万元)	8,536.72
流通市值(百万元)	5,407.55
净资产(百万元)	1,871.37
总资产(百万元)	2,090.45
每股净资产(元/股)	6.38

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《爱乐达 2021 年报及 2022 一季报点评: 营收利润爆发式增长, 航空需求高度景气》2021-04-21

《爱乐达 2021 年三季报点评: 营收业绩大幅增长, “三足”并进驱动转型》2021-10-25

《爱乐达 2021 年中报点评: 重点型号上量驱动业绩高增长, 回款改善带动现金流显著好转》2021-08-24

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	614	775	1091	1422
同比增长	102.1%	26.2%	40.8%	30.3%
归母净利润(百万元)	255	305	404	527
同比增长	86.5%	19.6%	32.5%	30.4%
毛利率	56.6%	55.1%	52.8%	52.5%
净利率	41.5%	39.4%	37.0%	37.1%
净资产收益率	15.0%	15.6%	17.5%	19.1%
每股收益(元)	0.87	1.04	1.38	1.80
每股经营现金流(元)	0.84	0.86	0.81	1.06

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 公司发布 2022 年三季报: 营收 5.09 亿元, 同比增长 33.75%; 归母净利润 2.06 亿元, 同比增长 14.27%; 扣非后归母净利润 1.99 亿元, 同比增长 11.91%; 基本每股收益 0.70 元/股, 同比减少 9.09%。
- 分季度看, 公司 2022Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 1.77、1.89、1.44 亿元, 分别同比变化+63.10%、+60.88%、-7.37%, Q3 营收环比减少 24.13%; Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 0.66、0.76、0.63 亿元, 分别同比变化+40.95%、+26.03%、-12.81%, Q3 归母净利润环比减少 17.4%。
- 2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 57.27%, 同比减少 7.04pct, 其中 Q3 毛利率 61.07%, 同比减少 4.77 pct, 环比增加 2.09 pct; 净利率 40.37%, 同比减少 6.88pct, 其中 Q3 净利率 44.02%, 同比减少 2.75pct, 环比增加 3.59pct。
- 2022 年前三季度, 公司期间费用合计 0.25 亿元, 同比增长 5.85%, 占公司营收的 4.88%, 营收占比同比减少 1.29pct; 其中研发费用 0.17 亿元, 同比增长 49.37%, 占公司营收的 3.42%, 营收占比同比增加 0.36pct, 主要系技术研发试验及测试增加, 研发人员薪酬、研发折旧及研发材料相应增加所致。
- 截至 2022 年三季度末, 公司应收账款 7.51 亿元, 较年初增长 72.09%, 应收账款周转率 0.86 次, 同比减少 0.27 次; 存货 1.67 亿元, 较年初增长 7.02%, 存货周转率 1.35 次, 同比增加 0.53 次
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 3.05/4.04/5.27 亿元, EPS 为 1.04/1.38/1.80 元/股, 对应 2022 年 10 月 24 日 PE 为 28.0/21.1/16.2 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 军品采购不及预期, 行业竞争加剧导致毛利率下滑。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

- 公司发布 2022 年三季报: 营收 5.09 亿元, 同比增长 33.75%; 归母净利润 2.06 亿元, 同比增长 14.27%; 扣非后归母净利润 1.99 亿元, 同比增长 11.91%; 基本每股收益 0.70 元/股, 同比减少 9.09%。

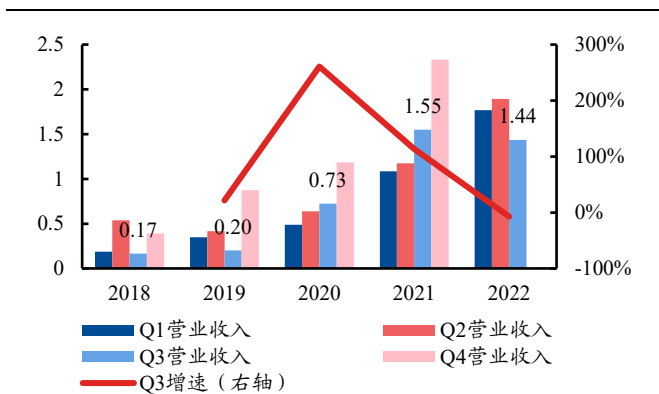
点评

● 第三季度营收及净利润同比减少

2022 年前三季度, 公司实现营收 5.09 亿元, 同比增长 33.75%, 主要系客户订单增加以及公司扩充产能释放, 收入相应增加所致; 归母净利润 2.06 亿元, 同比增长 14.27%; 扣非后归母净利润 1.99 亿元, 同比增长 11.91%; 基本每股收益 0.70 元/股, 同比减少 9.09%。

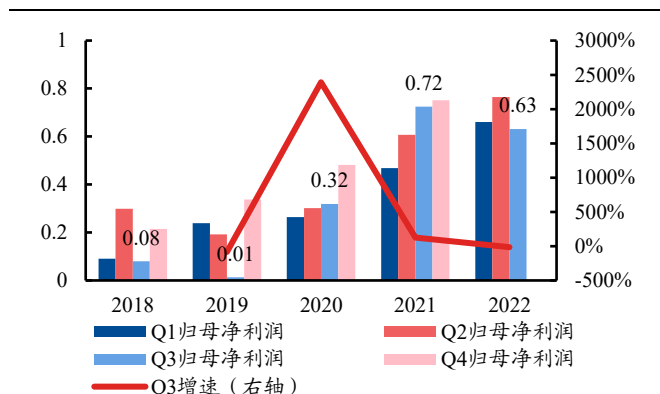
分季度看, 公司 2022Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 1.77、1.89、1.44 亿元, 分别同比变化+63.10%、+60.88%、-7.37%, Q3 营收环比减少 24.13%; Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 0.66、0.76、0.63 亿元, 分别同比变化+40.95%、+26.03%、-12.81%, Q3 归母净利润环比减少 17.4%。

图 1、2018-2022Q3 分季度营收 (亿元) 及 Q3 增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018-2022Q3 分季度归母净利润 (亿元) 及 Q3 增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	69.89	0.49	16.11%	0.26	19.35%
	Q2	76.63	0.64	21.05%	0.30	22.05%
	Q3	61.63	0.73	23.88%	0.32	23.36%
	Q4	69.70	1.18	38.96%	0.48	35.24%
2021	Q1	62.68	1.08	17.66%	0.47	18.36%
	Q2	63.80	1.18	19.15%	0.61	23.80%
	Q3	65.84	1.55	25.23%	0.72	28.41%
	Q4	44.08	2.33	37.96%	0.75	29.43%
2022	Q1	52.36	1.77	-	0.66	-
	Q2	58.98	1.89	-	0.76	-
	Q3	61.07	1.44	-	0.63	-

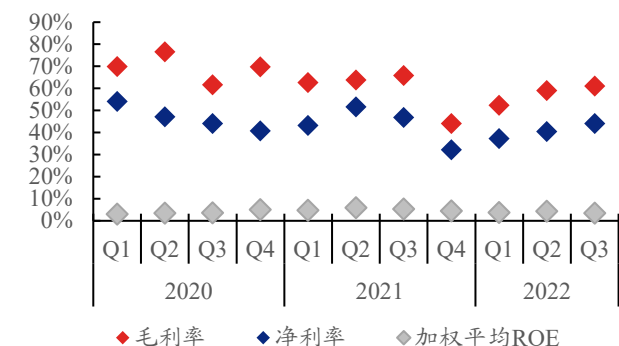
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● **毛利率和净利率环比增加，期间费用率同比减少**

2022 年前三季度，公司整体毛利率为 57.27%，同比减少 7.04pct，其中 Q3 毛利率 61.07%，同比减少 4.77 pct，环比增加 2.09 pct；净利率 40.37%，同比减少 6.88pct，其中 Q3 净利率 44.02%，同比减少 2.75pct，环比增加 3.59pct。

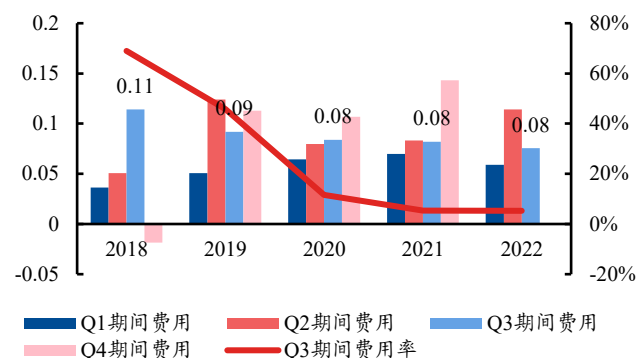
2022 年前三季度，公司期间费用合计 0.25 亿元，同比增长 5.85%，占公司营收的 4.88%，营收占比同比减少 1.29pct。其中销售费用 74.61 万元，同比增长 30.63%，占公司营收的 0.15%，营收占比同比持平，主要系公司业务增加，运输费用相应增加所致；管理费用 0.14 亿元，同比增长 16.68%，占公司营收的 2.76%，营收占比同比减少 0.40pct；财务费用-739.19 万元，去年同期为-81.56 万元，同比减少 657.63 万元，主要系前三季度中持有的银行存款较上年同期增加，利息收入同比增加所致；研发费用 0.17 亿元，同比增长 49.37%，占公司营收的 3.42%，营收占比同比增加 0.36pct，主要系技术研发试验及测试增加，研发人员薪酬、研发折旧及研发材料相应增加所致。

图 3、2020-2022Q3 分季度毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2018-2022Q3 分季度期间费用（亿元）及 Q3 期间费用占比

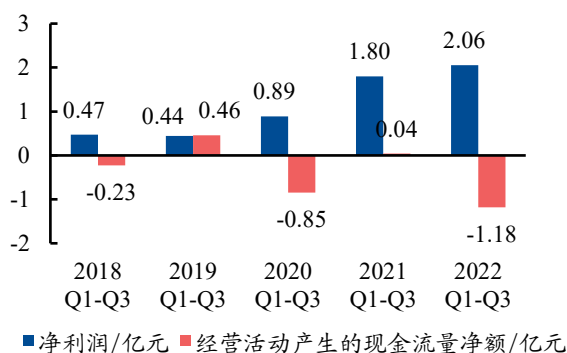


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流量净额同比大幅减少

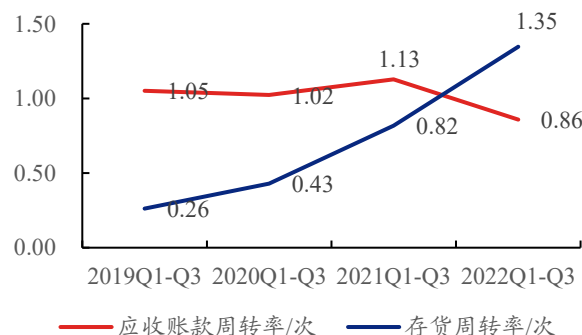
2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额-1.18 亿元，去年同期为 0.04 亿元，同比减少 1.22 亿元，主要系应收账款未到结算期，回款较去年同期减少，且本期购买商品、支付职工薪酬及税费增加所致；投资活动产生的现金流量净额 0.45 亿元，去年同期为-2.46 亿元，同比增加 2.90 亿元，主要系本期收回投资理财款增加所致；筹资活动产生的现金流量净额-0.49 亿元，去年同期为 4.57 亿元，同比减少 5.07 亿元，主要系上年同期收到募集资金所致。

图 5、2018-2022 年前三季度净利润及经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019-2022 年前三季度应收账款周转率及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **应收账款周转率减少，存货周转率提升**

截至 2022 年三季度末，公司应收账款和应收票据合计 8.30 亿元，较 2022 年初增长 83.40%；其中应收账款 7.51 亿元，较年初增长 72.09%，主要系业务增加，根据合同约定部分款项尚未到结算期所致；应收票据 0.79 亿元，较年初增长 390.13%，主要系业务增加，应收票据结算增加所致。

截至 2022 年三季度末，公司应收账款周转率 0.86 次，同比减少 0.27 次；公司存货 1.67 亿元，较年初增长 7.02%，存货周转率 1.35 次，同比增加 0.53 次；公司应付账款 1.47 亿元，较年初增长 62.14%，主要系业务订单增加，采购相应增加，且根据合同约定尚未结算所致。

- **盈利预测与投资建议**

我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 3.05/4.04/5.27 亿元，EPS 为 1.04/1.38/1.80 元/股，对应 2022 年 10 月 24 日 PE 为 28.0/21.1/16.2 倍，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示**

军品采购不及预期，行业竞争加剧导致毛利率下滑。

表 2、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	155	233	177	189	144	-7.4%	381	509	33.8%
营业成本	53	130	84	78	56	5.6%	136	218	60.1%
毛利	102	103	93	112	88	-14.1%	245	292	19.1%
销售费用	0	0	0	0	0	28.8%	1	1	30.6%
管理费用	4	9	3	6	5	34.7%	12	14	16.7%
财务费用	-0	-0	-3	-1	-4	-	-1	-7	-
研发费用	4	5	5	6	6	38.8%	12	17	49.4%
资产减值	0	2	0	0	0	-	-2	0	-
公允价值	1	2	2	2	1	97.7%	1	5	404.1%
投资收益	-0	-0	0	0	0	-	0	0	5226.1%
营业利润	85	88	76	91	78	-7.9%	211	246	16.2%
利润总额	85	88	76	91	77	-9.4%	211	244	15.5%
归母净利润	72	75	66	76	63	-12.8%	180	206	14.3%
EPS	0.247	0.256	0.225	0.261	0.216	-12.8%	0.614	0.702	14.3%
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
管理费用率	2.4%	4.0%	1.9%	3.0%	3.5%	1.1%	3.2%	2.8%	-0.4%
财务费用率	-0.2%	-0.2%	-1.6%	-0.3%	-2.8%	-2.6%	-0.2%	-1.5%	-1.2%
研发费用率	2.9%	2.2%	2.9%	3.2%	4.3%	1.4%	3.1%	3.4%	0.4%
所得税率	14.9%	14.3%	13.2%	16.1%	18.1%	3.2%	14.9%	15.8%	0.9%
毛利率	65.8%	44.1%	52.4%	59.0%	61.1%	-4.8%	64.3%	57.3%	-7.0%
净利率	46.8%	32.2%	37.3%	40.4%	44.0%	3.6%	47.2%	40.4%	-6.9%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1489	1788	2224	2758	营业收入	614	775	1091	1422
货币资金	563	1075	1258	1496	营业成本	266	348	515	676
交易性金融资产	305	0	0	0	税金及附加	9	11	16	20
应收票据及应收账款	453	491	666	871	销售费用	1	1	1	2
预付款项	12	12	18	23	管理费用	21	19	27	35
存货	156	174	258	338	研发费用	17	27	41	55
其他	0	37	25	29	财务费用	-1	1	0	0
非流动资产	413	377	338	298	其他收益	3	4	4	4
长期股权投资	27	27	27	27	投资收益	-0	1	1	1
固定资产	255	260	246	222	公允价值变动收益	3	3	3	3
在建工程	65	33	16	8	信用减值损失	-8	-9	-13	-13
无形资产	0	-12	-21	-31	资产减值损失	0	-1	-0	-0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	5	6	营业利润	299	367	485	628
其他	63	66	65	66	营业外收入	0	0	0	0
资产总计	1902	2166	2562	3056	营业外支出	0	2	2	2
流动负债	155	173	231	282	利润总额	299	365	483	626
短期借款	0	0	0	0	所得税	44	60	79	99
应付票据及应付账款	91	111	168	219	净利润	255	305	404	527
其他	65	62	63	63	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	43	36	25	15	归属母公司净利润	255	305	404	527
长期借款	15	8	-4	-13	BPS(元)	0.87	1.04	1.38	1.80
其他	28	29	28	28					
负债合计	199	210	256	297					
股本	244	293	293	293					
资本公积	861	812	812	812					
未分配利润	523	749	1058	1458					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1703	1956	2307	2759					
负债及权益合计	1902	2166	2562	3056					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	255	305	404	527
折旧和摊销	32	30	33	34
资产减值准备	0	-1	11	11
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-3	-3	-3	-3
财务费用	0	1	0	0
投资损失	0	-1	-1	-1
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-52	-64	-211	-256
经营活动产生现金流量	246	253	239	312
投资活动产生现金流量	-289	318	10	11
融资活动产生现金流量	457	-60	-65	-84
现金净变动	414	511	183	238
现金的期初余额	150	563	1075	1258
现金的期末余额	563	1075	1258	1496

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	102.1%	26.2%	40.8%	30.3%
营业利润增长率	73.4%	22.6%	32.3%	29.4%
归母净利润增长率	86.5%	19.6%	32.5%	30.4%
盈利能力				
毛利率	56.6%	55.1%	52.8%	52.5%
净利率	41.5%	39.4%	37.0%	37.1%
ROE	15.0%	15.6%	17.5%	19.1%
偿债能力				
资产负债率	10.4%	9.7%	10.0%	9.7%
流动比率	9.58	10.31	9.62	9.79
速动比率	8.57	9.31	8.51	8.59
营运能力				
资产周转率	40.8%	38.1%	46.2%	50.6%
应收账款周转率	158.9%	167.0%	194.9%	188.6%
存货周转率	169.7%	210.8%	238.7%	227.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.87	1.04	1.38	1.80
每股经营现金	0.84	0.86	0.81	1.06
每股净资产	5.81	6.67	7.87	9.41
估值比率(倍)				
PE	33.5	28.0	21.1	16.2
PB	5.0	4.4	3.7	3.1

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn