

中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：董俊业

证券执业证书号：S0640520040001

电话：15810535661

邮箱：qiuji@avicsec.com

## 安达维尔（300719）半年报点评： 机载设备助推营收增长 24%，多产品平台蕴含未来新 增量

行业分类：国防军工

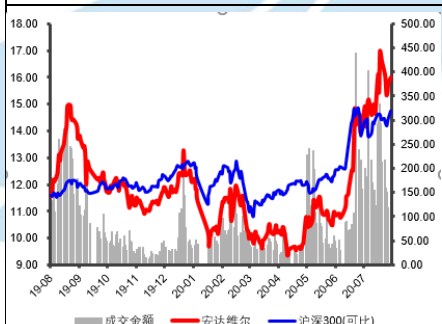
2020 年 8 月 18 日

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 公司投资评级          | 买入    |
| 当前股价(2020.8.18) | 17.60 |
| 目标价格            | 22.00 |

### 基础数据（2020.8.18）

|            |         |
|------------|---------|
| 沪深 300     | 4812.76 |
| 总股本（亿股）    | 2.54    |
| 流通 A 股（亿股） | 1.33    |
| 资产负债率      | 24.65%  |
| ROE（加权）    | 3.13%   |
| PE（TTM）    | 43.6    |
| PB（LF）     | 4.54    |

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

➤ **事件：**公司 8 月 18 日公告，2020 年上半年营业收入 2.12 亿元（+24.49%），归母净利润 3111.56 万元（+1721.80%），毛利率 46.66%（-6.41pcts），净利率 14.66%（+13.66pcts）。其中，2020 年第二季度营业收入 1.60 亿元（+48.40%）。

➤ **投资要点：**

● **多产品线对冲疫情影响，订单实现交付，业绩表现亮眼：**2020 年上半年营业收入和归母净利润较往年同期均出现较大幅度增长，归母净利润同比增长 1721.80%，其中第二季度营业收入同比增长 48.40%，主要原因有三：参与保障的客户紧急采购项目期内实现生产交付，机载设备研制业务收入较去年同期增长约 5700 万元；增值税退税较去年同期增加 1920.29 万元；执行新金融工具准则后对应收账款组合及预期信用损失率进行调整。公司主要客户受疫情影响有限，且多条产品线可对冲部分业务下降的影响，生产活动基本正常运转。

报告期内，公司毛利率 46.66%（-6.41pcts），我们推测主要为交付产品结构变化导致；现金及现金等价物净增加额-2832.43 万元（-2093.85%），主要因为本期销售商品和提供劳务收到的现金减少；其他收益 2550.65 万元（+310.62%），主要因为退税增加；信用减值损失 59.29 万元（-111.77%），主要因为本期计提的坏账准备减少；财务费用 291.88 万元（+1084.98%），主要因为短期借款利息增加；应收账款 5.59 亿，占总资产比例 42.67%。

公司主营业务包括机载设备（机载设备研制和航空维修）和智能测控（测控设备研制和信息技术）两大业务。其中，机载设备研制营业收入 1.51 亿元（+61.28%），主要因重要项目中标成功并签订合同，毛利率 48.15%（-13.72%），我们推测是报告期内交付产品结构变化所致；航空维修营业收入 5565.65 万元（-0.70%），主要是疫情导致航空公司运力下降，毛利率 44.64%（+3.30%）；测控设备研制营业收入 16.38 万元（-98.04%），主要由于现场调试及交付活动受疫情限制，毛利率 63.51%（+22.70%）；信息技术营业收入 592.02 万元（-53.63%），毛利率 27.14%（-41.50%），我们推测是因产品结构变化所致。

● **专注航空航天与防务领域，部分产品是首选供应商：**公司专注航空航天与防务领域，机载设备业务提供机载产品研发、生产、维修等产品及保障服务，智能测控业务提供智能制造、测控设备、模拟仿真系统、信息技术等产品及综合技术解决方案服务。其中，直升机抗坠毁座椅、运输机厨卫内饰、直升机防护装甲、部分机型的无线电罗盘与无线电高度表等产品是相关客户的首选供应商。

**1. 机载设备研制（占 2020 年上半年主营业务收入 70.92%）：**核心产品包括航空座椅和厨卫内饰等客舱设备、防护装甲、无线电导航设备等。其中，直升机抗坠毁座椅占国内防务领域 80%以上的市场份额，处于细分行业龙头地位，运输机整机内饰研制业务也在细分市场领先，无线电罗盘与无线电高度表则是公司传统优势产品。民航机载设备领域，主要产品有厨房插件、经济舱座椅、娱乐系统、客舱照明系统等，报告期内国产 ARJ21 喷气支线客机厨房插件持续交

付

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

**2. 航空维修 (26.22%):** 主要包括航空部件维修、通航飞机加改装和整机维修保障。其中, 航空部件维修拥有 FAA、EASA、CAAC 和 JMM 等维修许可证书, 覆盖空客、波音、巴航工业和航空工业等主流制造商; 飞机加改装业务拥有多个改装 STC 与 MDA 证书, 涵盖各类遥感、监视和人工影响天气等作业设备的加装和 ADS-B 等飞机系统设备的升级改装服务等。报告期内, 公司电子维修中心取得了全球认证机构 SAI Global 颁发的 AS9110 国际航空器维修质量管理体系证书。

**3. 测控设备研制 (0.08%):** 主要为航空器制造单位、使用单位和维修企业提供定制化保障设备、仿真测控设备、智能车间 (智能装备车间、智能工具柜、智能喷涂) 和智能仓储 (自动化立体仓库)。公司已推出基于 RFID 定位应用的智能工具柜并开始批量供货。同时, 公司也在积极开拓航天测控市场。

**4. 信息技术 (2.79%):** 提供数字化机务、科研管理信息系统等领域的软件产品及信息技术解决方案。

- **军队列装稳定增长, 民用市场稳步开拓:** 军品方面, 公司客户主要包括各类航空航天与防务用户、工业企业及所属科研生产单位与研究院所、民航航空运输与通用航空运营公司、国防和应急保障等航空器使用单位。公司在直升机抗坠毁座椅、运输机厨卫内饰、防护装甲、无线电导航等产品领域具有技术和市场优势; 原位测试设备和通航飞机加改装领域占据先发优势; 伴随保障系统、直升机地形提示及告警系统、多模接收机与综合备显等的研发应用具有国产替代优势。随着军队装备升级换代与核心装备国产化需求提升, 公司相关业务有望持续且稳定地增长。

民品方面, 公司基于军品的成熟产品积极开拓民用市场, 新型号民航经济舱座椅已完成设计进入试验验证阶段; 娱乐显示器、客舱照明等机载设备国产化项目亦在顺利推进。与此同时, 公司与中国商飞、中国民航局共同推进了厨房插件等客舱设备的国产化和相关行业标准的制定, 目前首批国产化厨房插件与盥洗室热水器已顺利交付。根据国际航空运输协会发布的 Annual Review 2019, 截止 2019 年底, 中国拥有仅次于美国的全球第二大境内民用航空运输市场, 约 10% 的年均增长率位居世界第一。随着未来中国民用航空制造和市场空间的规模性增长, 公司相应产品陆续取证, 民用业务有望成为未来新增量。

- **快速发现客户痛点, 产品和服务多元化发展:** 公司基于已有成熟产品和服务挖掘行业核心企业和关键客户的新需求, 快速提供灵活且多样的产品和解决方案, 丰富细分市场产品和业务组合以取得较快发展。公司成立民用航空与航空设备两个事业部和下属多个产品平台, 制定 2021-2023 年滚动式三年战略规划, 采取多产品线同时开拓的多元化发展战略。新产品方面, 防护装甲业务是公司近几年快速发展的业务之一, 目前已成为国内直升机整机防护装甲的主要供应商, 空勤人员防护装具业务也在开拓中; 直升机地形提示及告警系统产品试飞验证工作已接近尾声; 多模接收设备、综合备份显示器和图视导航等产品的研发和论证工作积极推进; 智能制造重点科研项目“基于机器视觉的机器人自动喷涂生产线”的软件开发及算法已取得重要突破; 智能仓储业务方向, 计划下半年交付关于直升机智能旋翼喷涂和智能仓储系统解决方案服务的合同项目。
- **投资建议:** 公司定位综合性的系统设备和技术解决方案提供商, 已建立多元化、多层次、多领域的产品平台。(1) 直升机抗坠毁座椅、运输机厨卫内饰、直升机防护装甲、部分机型的无线电罗盘与无线电高度表等是首选供应商; (2) 军品增长受益军队列装增长、装备升级换代与核心装备国产化, 民品也与国内外主流飞机制造商和维修企业保持稳定合作; (3) 通过挖掘客户痛点开发新业务, 防护装甲业务、各类导航系统、智能制造等新产品预计在未来形成新增量。

我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 1.15 亿元、1.38 亿元、1.77 亿元, EPS 为 0.45 元、0.54 元、0.69 元。给予“买入”评级, 目标价 22 元, 对应 PE 为 48.89 倍、40.74 倍、31.88 倍。

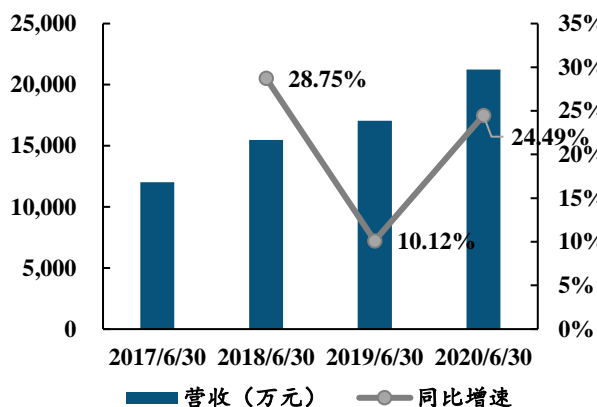
- **风险提示:** 市场需求低于预期、政策环境变化、新兴业务增长速度不及预期、新冠肺炎疫情。
- **盈利预测:**

| 单位: 百万元    | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入       | 552.45 | 729.67 | 898.37 | 1084.06 |
| 增长率 (%)    | 10.63% | 32.08% | 23.12% | 20.67%  |
| 归属母公司股东净利润 | 73.15  | 114.99 | 138.32 | 176.66  |
| 增长率 (%)    | 31.94% | 57.20% | 20.29% | 27.72%  |
| 每股收益 (EPS) | 0.29   | 0.45   | 0.54   | 0.69    |

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

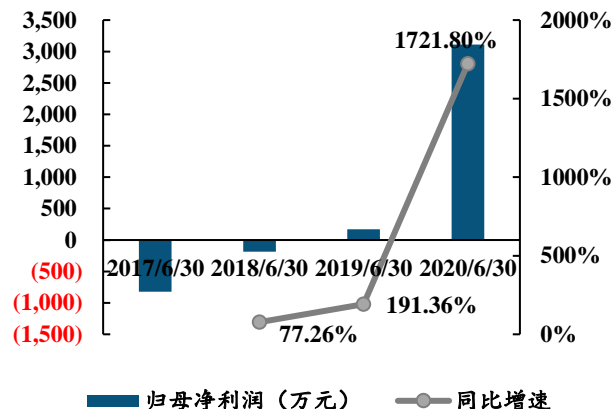
**◆ 2018-2020H1 年公司半年报主要财务数据**

图 1: 公司半年报营业收入及增速 (单位: 万元)



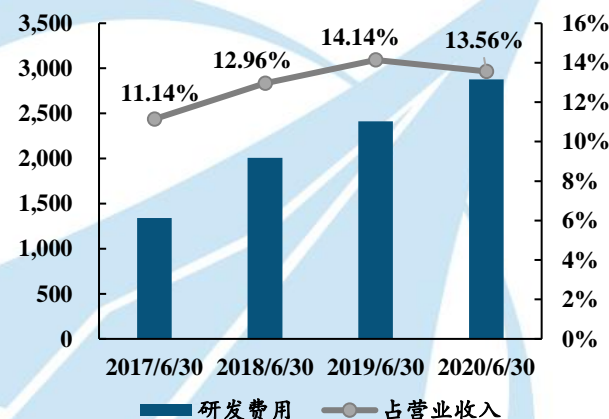
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司半年报归母净利润及增速 (单位: 万元)



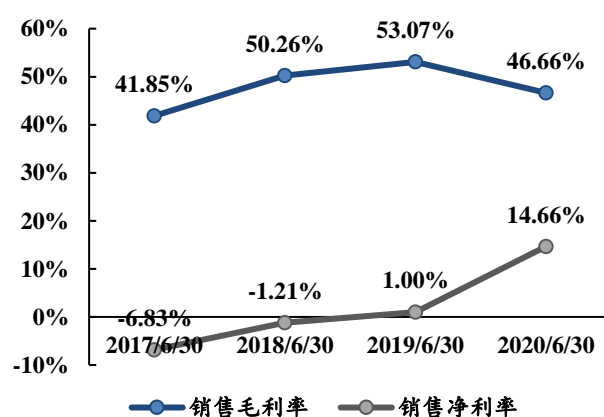
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司半年报研发费用情况 (单位: 万元)



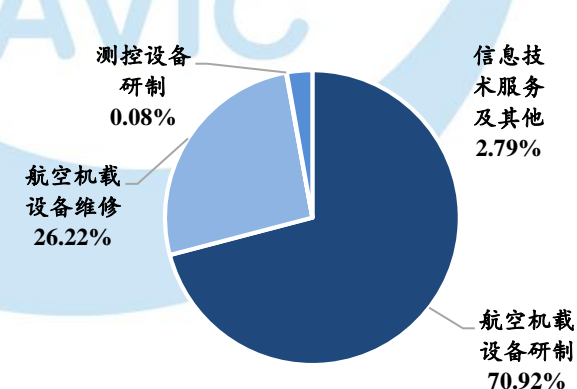
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司半年报毛利率及净利率情况



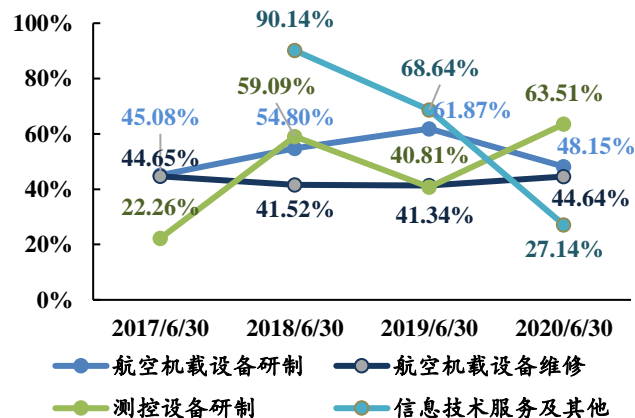
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司 2020H1 产品收入结构情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 公司半年报各业务毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

**◆ 财务报表预测（百万元）**

| 利润表（百万元）          | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 资产负债表（百万元）    | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入              | 552.45       | 729.67       | 898.37       | 1084.06      | 货币资金          | 305.16  | 295.18  | 179.67  | 216.81  |
| 营业成本              | 255.42       | 343.09       | 439.12       | 523.82       | 应收和预付款项       | 620.31  | 695.28  | 851.05  | 1022.18 |
| 营业税金及附加           | 4.82         | 6.97         | 8.30         | 10.04        | 存货            | 209.07  | 252.85  | 339.10  | 410.98  |
| 销售费用              | 26.83        | 45.23        | 54.20        | 63.88        | 其他流动资产        | 6.25    | 8.25    | 10.16   | 12.26   |
| 管理费用              | 128.23       | 170.52       | 207.42       | 251.53       | 长期股权投资        | 2.31    | 2.31    | 2.31    | 2.31    |
| 财务费用              | 2.07         | 0.29         | 0.36         | 0.44         | 投资性房地产        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资产减值损失            | -1.01        | 1.02         | 0.90         | 0.80         | 固定资产和在建工程     | 123.55  | 111.57  | 99.43   | 87.44   |
| 投资收益              | 2.61         | 15.68        | 16.23        | 14.22        | 无形资产和开发支出     | 11.94   | 10.75   | 9.56    | 8.37    |
| 公允价值变动损益          | -0.42        | -0.21        | -0.24        | -0.26        | 其他非流动资产       | 10.57   | 10.21   | 9.86    | 9.50    |
| 其他经营损益            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>资产总计</b>   | 1289.15 | 1386.41 | 1501.14 | 1769.85 |
| <b>营业利润</b>       | 83.03        | 128.02       | 154.05       | 197.51       | 短期借款          | 120.18  | 96.00   | 104.79  | 262.69  |
| 其他非经营损益           | -0.49        | 0.89         | 0.85         | 0.64         | 应付和预收款项       | 180.64  | 250.52  | 320.96  | 380.03  |
| <b>利润总额</b>       | 82.54        | 128.90       | 154.89       | 198.15       | 长期借款          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 所得税               | 9.39         | 13.91        | 16.58        | 21.49        | 其他负债          | 8.84    | 12.29   | 14.56   | 16.02   |
| <b>净利润</b>        | 73.15        | 114.99       | 138.32       | 176.66       | <b>负债合计</b>   | 309.67  | 358.81  | 440.30  | 658.74  |
| 少数股东损益            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 股本            | 254.28  | 254.25  | 254.25  | 254.25  |
| 归属母公司股东净利润        | 73.15        | 114.99       | 138.32       | 176.66       | 资本公积          | 451.82  | 451.82  | 451.82  | 451.82  |
| <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 留存收益          | 273.38  | 321.53  | 354.78  | 405.05  |
| 经营活动现金流净额         | -4.82        | 66.05        | -34.85       | -7.75        | 归属母公司股东权益     | 979.48  | 1027.59 | 1060.84 | 1111.12 |
| 投资活动现金流净额         | 23.72        | 15.32        | 15.99        | 13.81        | 少数股东权益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 筹资活动现金流净额         | 70.84        | -91.35       | -96.64       | 31.08        | <b>股东权益合计</b> | 979.48  | 1027.59 | 1060.84 | 1111.12 |
| <b>现金流量净额</b>     | 89.74        | -9.98        | -115.51      | 37.14        | 负债和股东权益合计     | 1289.15 | 1386.41 | 1501.14 | 1769.85 |

数据来源：wind，中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 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。

我们设定的行业投资评级如下：

- 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。

## 分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

## 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，在此申明，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其客户。

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此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员个人的不同设想、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。