

证券研究报告—动态报告

国防军工

民参军

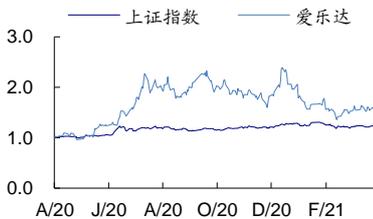
爱乐达 (300696)
买入

2020 年报及 2021 年一季报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	179/105
总市值/流通(百万元)	7,916/4,651
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	71.30/26.90

证券分析师: 花超

电话:

E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
深耕航空零部件精密制造, 建设全流程能力
• 公司是某主机厂机加和热表处理领域唯一的战略合作伙伴

公司是某主机厂机加和热表处理领域唯一的战略合作伙伴, 是航空制造领域民营企业中, 少有具备特种工艺全工序的单位。20 年, 实现营收 3.041 亿元(+64.89%), 归母净利润 1.37 亿元(+75.22%), 产能释放叠加先进战机逐渐放量带动营收增速创五年新高。21Q1 实现营收 1.08 亿元(+121.51%), 归母净利润 0.47 亿元(+76.89%), 持续保持下游放量带来的业绩高增长。

• 21 年特种工艺业务将贡献较好业绩, 部件装配业务形成能力

先进战机产业链是航空装备中增速最快的细分板块, 是几倍的强需求驱动, 需求持续前压, 公司先进战机零部件加工环节占有较高市场份额, 仍将核心受益。此外, 公司进一步深化“零件-组件-部件”的全产业链布局, 积极拓展新业务。目前特种工艺快速满产, 装配业务也已开展, 将从小组件向大组件发展。

• 智能制造及系统集成中心建设项目正式启动, 向前续写新篇章

公司投资 10 亿元新建“航空零部件智能制造及系统集成中心”, 提升航空零部件制造水平, 扩大特种工艺产能, 升级智能装配业务能力。项目建成后助力公司向“世界知名航空零部件制造企业”的经营目标迈进。

• 投资建议:

公司专注于航空精密制造领域, 是航空制造领域民营企业中, 少有具备特种工艺全工序的单位。考虑到公司显著受益先进战机的大幅放量, 21 年特种工艺业务快速贡献业绩, 部件装配业务形成能力, 公司优势地位和业绩增长将持续向上, 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.25、3.37、4.69 亿元, 当前股价对应 PE=35.2/23.5/16.9x, 给予“买入”投资评级。

• 风险提示: 军品业务放量不及预期; 民品业务拓展不及预期
盈利预测和财务指标

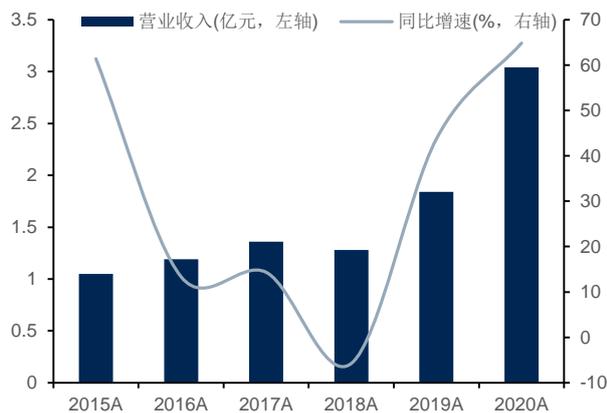
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	184	304	480	696	960
(+/-%)	43.8%	64.9%	58.0%	45.0%	38.0%
净利润(百万元)	78	137	224.92	337.02	469.03
(+/-%)	14.0%	75.2%	64.5%	49.8%	39.2%
每股收益(元)	0.65	0.77	1.26	1.89	2.62
EBIT Margin	52.3%	60.3%	56.0%	58.2%	58.8%
净资产收益率(ROE)	9.2%	14.2%	19.6%	23.7%	26.0%
市盈率(PE)	67.6	57.9	35.2	23.5	16.9
EV/EBITDA	45.0	38.3	27.0	18.5	13.6
市净率(PB)	6.25	8.23	6.91	5.57	4.38

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

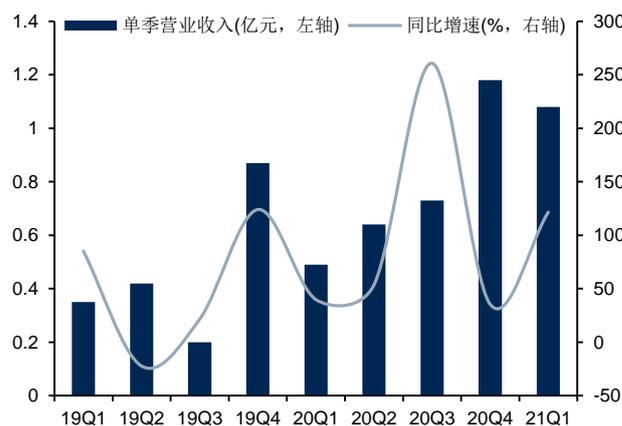
营收增速创五年新高，围绕航空零部件全流程实现业绩增长。2020年，公司实现营收3.041亿元(+64.89%)，归母净利润1.37亿元(+75.22%)，扣非归母净利润1.33亿元(+93.40%)，主要由于公司募投项目产能释放加上先进战机逐渐放量。单季度看，20Q4单季营业收入实现1.18亿元(+35.32%)，归母净利润0.48亿元(+42.87%)；21Q1实现营收1.08亿元(+121.51%)，归母净利润为0.47亿元(+76.89%)，主要受益于主要客户重点型号产品的逐渐放量。

图 1：爱乐达营业收入及增速



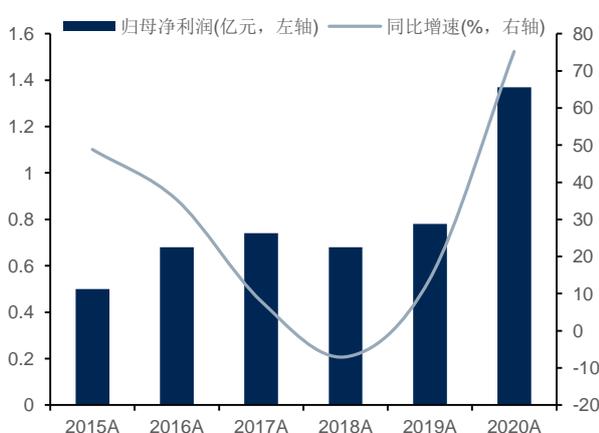
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 1：爱乐达单季营业收入及增速



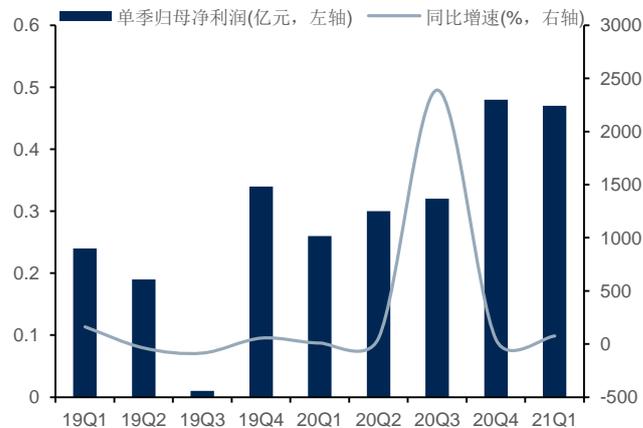
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：爱乐达归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：爱乐达单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受益于产业发展和客户产品放量，20年业绩大幅提升，且规模效应逐步体现。公司20年整体毛利率69.26%，同比增加1.99pct；销售净利率45.02%，同比增加2.65pct，主要系公司业务量增大，深耕主业，规模效应逐渐凸显。期间费用方面，20年销售费用率0.19%，同比降低0.18pct；占比较大的管理费用率为7.33%，同比改善6.28pct；财务费用率-0.11%，同比降低0.08pct，公司的管理水平和规模效应体现明显。

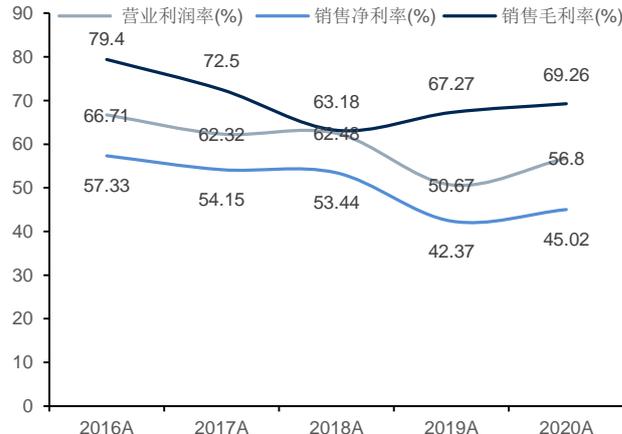
21Q1销售毛利率62.67%，同比降低7.22pct；销售净利率43.19%，同比降低10.89pct，主要系结算产品结构影响毛利率。公司管理费用率3.22%，改善幅度较大，公司所处环节，伴随规模效应的体现，期间费用率改善会比较明显。

图 4: 爱乐达三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 爱乐达毛利率、净利率变化情况

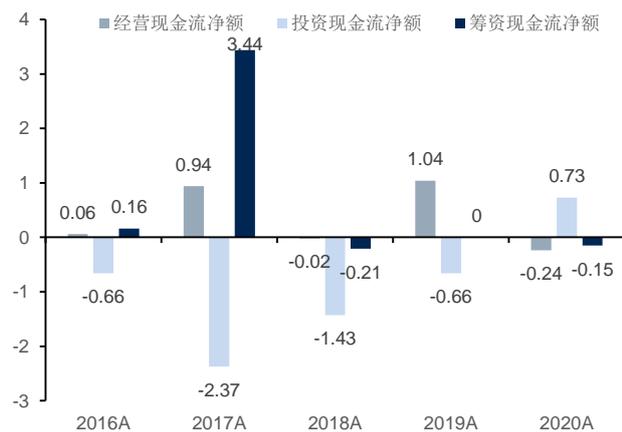


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

应收、存货及应付快速增加反映在手订单饱满, 现金流情况受疫情影响波动明显。20 年期末公司应收账款 2.93 亿元 (+52.42%), 占总资产比例 26.56%, 主要系公司本年度交付增加; 应付账款 0.26 亿元 (+39.06%), 主要系公司业务增长, 采购随之增加, 根据合同约定尚未到结算期; 存货 1.58 亿元 (+38.57%), 主要系本年业务订单增加, 产成品增加。上升趋势延伸至 21Q1, 应收票据 0.16 亿元, 较年末增加 59.77%; 预付款项增加 73,90%。此外, 应收账款、应付账款也均有所增加, 反映出公司在手订单饱满。

20 年公司经营活动产生的现金流量净额-0.24 亿元 (-122.75%), 主要系疫情影响现金回款, 同时随着业务增长, 采购商品及支付相关税费增加。投资活动产生的现金流量净额 0.73 亿元 (+209.98%), 主要系购买理财产品的本金减少。筹资活动产生的现金流量净额-0.15 亿元 (-3,238.51%), 主要系吸收投资收到的现金减少, 加上实施利润分配, 现金分红增加使筹资净额减少。

图 6: 爱乐达经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 爱乐达主要流动资产周转情况 (天数)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

专注航空制造领域, 显著受益先进战机的强劲需求。

公司是某主机厂机加和热表处理领域唯一的战略合作伙伴, 是航空制造领域民营企业中, 少有具备特种工艺全工序的单位。公司的数控加工业务主要为军用飞机零件、民用飞机零件 (包括空客、波音多个主要型号机型国际转包订单; 赛峰集团起落架零组件国际直接订单; ARJ21、C919、C929、MA700 等国产机型订单)、发动机零件、航天大型结构零件等。同时公司精密制造和热表处

理业务也多次获得优秀供应商的荣誉，未来公司显著受益我国先进战机零部件制造的需求、以及国内分包、国际转包市场景气。

航空制造领域：直接受益先进战机的放量和国内民用飞机需求的增加。公司主要从事航空零部件生产制造，产品涉及飞机结构类、系统液压类、发动机类等零部件及其装配业务，目前产品涉及中航工业下属企业的多种机型，以及中国商飞 C919/ARJ21，波音 B737/B747-8/B767/B787-9、空客 A320/A340/A350、以色列 G280 公务机等机型。军用方面，公司是航空工业成飞战略合作伙伴，航空工业成飞为我军提供歼-20、歼 10C 等主战航空装备，产量逐年提升，多机型批产平行推进，尤其四代隐身战机歼-20 正处于快速爬坡上量的阶段，公司目前在成飞配套多型号航空零部件业务，占有较高市场份额，核心受益这一进程。

民用方面，公司将受益于国内民用飞机需求的增加以及国际航空转包业务的增多，公司民机业务占比有望不断提高。根据中国航空工业发展研究中心发布的《2019~2038 年民用飞机中国市场预测年报》，预计未来 20 年，中国民用航空市场需要补充 7630 架客机，总价值将超过 1 万亿美元，根据机体零部件价值占飞机总价值约 30% 的比例，未来 20 年可预见的市场规模将超 3000 亿美元；同时，国际航空转包业务持续增多，其中 A320 增幅比较明显。公司也在积极打造国际品牌，发展波音、空客、罗罗等直接客户。

特种工艺快速贡献业绩，部件装配业务能力逐步形成。目前，公司产业链已从数控工序加工，延伸到特种工艺，同时公司也在积极发展装配业务。公司拥有阳极氧化、无损检测、电镀、钝化、热处理、喷漆等 10 余种特种工艺和理化试验能力，为主机厂及其协作单位机加产品的特种工艺处理。2019 年四季度公司热表处理和无损检测特种工艺生产线正式投产，热表处理特种工艺生产线打通了零件到部件关键工序环节。目前，公司特种工艺生产线快速满产，21 年营收增长可期。部组件装配业务方面，公司已开展某型无人机、某型军机以及多个民用机型部组件装配业务。目前已承接某无人机机身大部件装配任务，并承担该机型前机身、中机身和后机身三段大部件对合任务。预计 2021 年将有起量。

航空零部件智能制造及系统集成中心建设项目正式启动，向前续写新篇章

为了更好地满足航空产业发展急需，促进转型升级，公司投资 10 亿元，新建“航空零部件智能制造及系统集成中心”，建立国际标准生产制造环境，提升航空零部件制造水平，扩大特种工艺产能，升级智能装配业务能力。项目建成后，公司将形成航空零部件“精密制造-特种工艺-部件装配-系统集成”全流程全业务能力，助力爱乐达向着“世界知名航空零部件制造企业”的经营目标迈进。

投资建议：

公司专注于航空精密制造领域，从事军用飞机、民用飞机零部件，航空发动机零件和航天大型结构件精密制造，具备航空零部件全流程制造能力。公司是某主机厂机加和热表处理领域唯一的战略合作伙伴，是航空制造领域民营企业中，少有具备特种工艺全工序的单位。考虑到公司显著受益我国四代机大幅放量，公司的优势地位和业绩增长将持续向上，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.25、3.37、4.69 亿元，EPS 为 1.26 元、1.89 元、2.62 元，当前股价对应 PE=35.2/23.5/16.9x，给予“买入”投资评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	150	180	200	300	营业收入	304	480	696	960
应收款项	303	466	610	789	营业成本	93	154	216	298
存货净额	158	236	328	429	营业税金及附加	4	7	10	13
其他流动资产	112	144	195	240	销售费用	1	1	1	1
流动资产合计	753	1060	1369	1816	管理费用	22	50	64	83
固定资产	250	295	336	369	财务费用	(0)	2	4	4
无形资产及其他	32	30	29	27	投资收益	4	3	4	3
投资性房地产	43	43	43	43	资产减值及公允价值变动	4	4	5	4
长期股权投资	27	27	27	27	其他收入	(18)	0	0	0
资产总计	1104	1454	1804	2282	营业利润	173	274	409	569
短期借款及交易性金融负债	0	91	99	104	营业外净收支	(6)	(3)	(3)	(3)
应付款项	26	43	61	84	利润总额	167	271	406	565
其他流动负债	57	102	136	186	所得税费用	30	46	69	96
流动负债合计	83	237	296	374	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	137	225	337	469
其他长期负债	30	42	56	71					
长期负债合计	60	72	86	101	现金流量表 (百万元)				
负债合计	143	308	382	475	净利润	137	225	337	469
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	0	0	0
股东权益	961	1146	1422	1807	折旧摊销	27	35	43	51
负债和股东权益总计	1104	1454	1804	2282	公允价值变动损失	(4)	(4)	(5)	(4)
					财务费用	(0)	2	4	4
关键财务与估值指标					营运资本变动	(87)	(198)	(222)	(237)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	0	(0)	(0)	(0)
每股收益	0.77	1.26	1.89	2.62	经营活动现金流	73	58	154	279
每股红利	0.14	0.23	0.34	0.47	资本开支	(56)	(75)	(79)	(79)
每股净资产	5.38	6.41	7.96	10.11	其它投资现金流	30	(4)	(2)	(22)
ROIC	18%	21%	25%	28%	投资活动现金流	(26)	(79)	(80)	(100)
ROE	14%	20%	24%	26%	权益性融资	10	0	0	0
毛利率	69%	68%	69%	69%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	60%	56%	58%	59%	支付股利、利息	(24)	(40)	(61)	(84)
EBITDA Margin	69%	63%	64%	64%	其它融资现金流	26	91	7	5
收入增长	65%	58%	45%	38%	融资活动现金流	(13)	51	(53)	(79)
净利润增长率	75%	64%	50%	39%	现金净变动	34	30	20	100
资产负债率	13%	21%	21%	21%	货币资金的期初余额	116	150	180	200
息率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	货币资金的期末余额	150	180	200	300
P/E	57.9	35.2	23.5	16.9	企业自由现金流	34	(15)	79	205
P/B	8.2	6.9	5.6	4.4	权益自由现金流	60	75	83	207
EV/EBITDA	38.3	27.0	18.5	13.6					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032