

中航证券研究所
 首席分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 刘琛
 证券执业证书号: S0640520050001
 研究助理: 方晓明
 证券执业证书号: S0640120120034
 电话: 010-59562534
 邮箱: liuchen@avicsec.com

爱乐达 (300696) 2021 半年报点评: “三足”并重转型升级, 从小而美走向规模化

行业分类: 国防军工

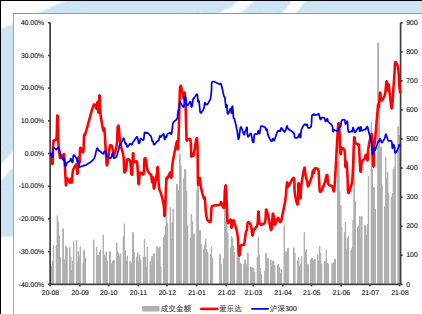
2021 年 8 月 25 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.27)	49.09 元
目标价格	61.1 元

基础数据 (2021.8.27)

上证指数	3522.16
总股本 (亿股)	2.44
流通 A 股 (亿股)	1.43
资产负债率 (2021H1)	9.97%
ROE(加权)(2021H1)	10.65%
PE (TTM)	66.84
PB (LF)	8.08

近一年来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 8 月 24 日发布 2021 年半年报, 2021 上半年营收 2.26 亿元 (+100.17%), 归母净利润 1.08 亿元 (+89.85%), 扣非后归母净利润 1.06 亿元 (+103.67%); 毛利率 63.26% (-10.45pcts), 净利率 47.57% (-2.59pcts)。

投资要点:

● **下游主机厂需求旺盛, 营收/归母净利润大幅增长:** 报告期内, 公司实现营业收入 2.26 亿元, 同比增长 100.17%, 实现归母净利润 1.08 亿元, 同比增长 89.85%。报告期内, 公司营业收入与归母净利润均大幅上涨, 均实现上市以来同期最高水平。其中**营业收入较上年同期翻倍增长**, 主要系报告期内, 主机厂重点产品型号上量, 业务订单大幅提升所致; 而归母净利润方面, **首次实现半年度归母净利润过亿**, 主要系报告期内相关工序产能陆续释放、经营效率不断提升, 期间费用率 (6.77%, -5.98pcts) 降低等因素共同影响所致。公司毛利率 (63.26%, -10.45pcts) 下降幅度较大, 主要系公司产品结构调整、价格变化和良品率波动等因素共同影响所致。

从具体业务来看, 报告期内公司飞机零部件业务实现营业收入 2.26 亿元 (+99.86%), 在营收中占比 99.84%, 仍为营收贡献的主要力量, 毛利率为 63.27% (-14.17pcts)。总体来看, 飞机零部件业务营收较上年基本实现翻倍增长, 但毛利率方面下滑明显, 主要系报告期内人员薪酬及设备折旧增加、产品结构差异等综合因素影响所致, 我们认为, 伴随**公司航空零部件订单放量以及产线产能逐步提升**所带来的**规模效应**, 将进一步平滑型号降价对经营效率的影响, 长期来看, 公司军工零部件制造业务毛利率降幅有望逐步趋缓, 总体有望维持在相对高位水平。

费用方面, 报告期内伴随着主营业务整体规模增长, 期间费用 (1529.81 万元, +6.29%) 随之提升, 但期间费用率 (6.77%, -5.98pcts) 相较上年同期有所下滑。从分项费用来看, 研发费用与管理费用为期间费用的主要构成部分, 其中研发费用 (719.40 万元, +51.84%) 大幅增长, 主要系研发人员薪酬 (300.64 万元, +32.62%) 及研发材料 (331.75, +107.21%) 投入增加所致, 公司注重技术创新与生产相结

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

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号楼中航产融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

合,持续积累并探索产品制造新技术以及航空零部件全流程管理能力建设,较上年同期新增专利4项,同时另有4项发明专利正在审核;管理费用(827.41万元,-12.12%)有所下滑,主要系本期公司摊销的股权激励确认的股份支付费用(180.49万元,-60.62%)减少所致。

现金流量及其他数据方面,报告期内公司经营活动产生的现金流量净额(3647.32万元,+168.68%)大幅提升,主要系公司营收规模大幅提升,回款及收益质量进一步改善。体现在应收账款周转率及信用减值损失方面,报告期内公司应收账款周转率(0.83,+27.69%)有所提升,信用减值损失(222.49万元,较2020H1增加649.80万元)有所改善,进一步说明公司应收账款回收力度不断加强;投资活动产生的现金流量净额(5498.81万元,-74.73%)以及筹资活动产生的现金流量净额(-3687.93万元,-49.47%)下降明显,前者主要系报告期内公司减少购买理财产品所致,后者系报告期内公司偿还部分长期借款(1500.00万元,-50.00%)所致。**报告期内公司在建工程(3792.24万元,+416.21%)较期初提升四倍以上**,主要系生产设备(3304.06万元,+442.19%)采购大幅增加,表明公司扩产持续稳步推进。

综上,我们判断,在十四五期间多个军用机型零部件研制及批量生产,下游主机厂需求旺盛,叠加公司内部新增产能逐步释放、智能制造水平与配套层级的不断提升,将促使公司进入一个业绩的快速增长阶段。

- **“三足”并重转型升级稳步推进,加速提升航空零部件全工序制造能力**:公司专注于航空航天制造领域,目前主营业务涵盖航空零部件的数控精密加工、特种工艺处理和部组件装配三个板块,已具备航空零部件全流程制造能力。公司自2005年承接航空零部件精密加工业务,目前已建立了成熟的质量管理体系、工艺技术制造规范以及专业的技术团队,是航空工业下属某主机厂机加和热表处理领域的战略合作伙伴。

① 数控精密加工

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。其中军机零部件下游客户覆盖航空工业下属多家军机主机厂;民机零部件分为国际转包与国内民机两大市场,客户覆盖了包括空客、赛峰、成飞民机、沈飞民机等。由于航空零部件加工原材料材质的特殊性以及零件结构复杂性,其加工技术难度大,在加工过程中对于机床设备、加工工艺及技术均有很高要求,公司自2005年起便进入航空零部件精密加工制造领域,经过多年技术积累和严格质量管控,产品良品率达99.5%以上,并且公司在钛合金零部件加工上具有一定优势,部分钛合金零部件加工技术已达到国内先进水平。

募投项目方面,主要以航空零部件智能制造及系统集成中心和在成都市新都区设立的分/子公司项目,提升航空零部件制造能力,上述两个项目总投资额分别为10亿元/1.2亿元,并预计分别于2022年下半年/2021年下半年投产。其中航空零部件智能制造中心拟在公司现有业务产能的基础上,新增包括自动化物联网设备及控制系统、五轴龙门镗铣加工中心等在内的自动化硬件,以及以ERP、MES、智能产线控制为首的智能制造专用软件,进一步提升智能制造水平,达产后对公司现有产能将有很大幅度提升,根据公告数据显示,2020年公司数控加工理论产能112.98万工时,产能利用率87%,本次募投达产后预计新增产能123.20万工时/年(约为现有理论产能的1.1倍),实现年收入2.34亿元、净利润6002.12万元;

新都航空产业园航空零部件智能生产线主要集中于对飞机结构件、回转体类零部件的加工制造，项目预计新增智能化数控生产线 2 套，根据下游主机厂客户需求进行个性化定制、服务型制造及云制造等新业态模式，建设面积为 18294 ，达产后预计实现年产航空零部件 3.5 万件的生产能力。

② 特种工艺业务

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。业务范围主要为包括公司自身承接、主机厂及其协作单位以及航空制造领域市场其他客户的机加产品进行特种工艺处理。以往热表处理和无损检测等特种工艺工序主要集中在国有主机厂等大型国有企业，公司是目前航空制造领域中少数拥有特种工艺全工序的民营企业。

相关产线产能方面，公司目前拥有热表处理和无损检测生产线各一条，项目达产后预计实现年收入 3760.00 万元，年净利润 1107.22 万元。该产线已于 2019 年正式投产，2020 年产能开始逐步释放，并实现实际效益 2902.98 万元，本报告期内，公司特种工艺业务相关订单维持稳步增长，伴随着产能结构及利用率的持续增长，相关业务经营效益有望进一步提高。

热表处理及无损检测工艺处理生产线的投产及相关产能持续优化，助力公司突破特殊工艺处理的配套瓶颈，提升盈利能力的同时，也为公司打通了从航空零部件制造的工艺方案设计、数控编程、数控加工到无损检测、热表处理、包装的全系列工序产能布局，打开公司现有经营格局。

③ 部组件装配业务

公司作为拥有核心技术、设备以及高质量管控水平的优质企业，从数控精密加工开始，已成功延伸至特种工艺处理环节，接下来部组件装配是公司未来业务的重点发展方向。公司作为某主机厂确定的四家部组件装配单位之一，自 2018 年陆续承接相关业务，在开展某无人机机翼、挂飞吊舱、某型机 PCU 等部组件装配业务的基础上，不断积累经验，现已成功开展某型无人机、某型军机以及多个民用机型部组件装配业务，目前着重培育大部件装配能力。

报告期内，公司按计划推进某型无人机中机身大部件装配以及该机型前机身、中机身和后机身三段大部件对合任务。根据公告显示，公司目前已在国际直接业务中实现自行采购原材料，后续逐步实现该业务的部分产品的原材料采购、全工艺链制造及部组件的全流程交付。在此基础上，公司将持续推动小组件、大部件从“原材料-机械加工-特种工艺-部组件装配”全流程管理能力升级建设，进一步加深与主机厂的业务绑定，并助力公司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。

● 投资建议

我们认为，公司专注于航空航天制造领域，目前主营业务涵盖航空零部件的数控精密加工、特种工艺处理和部组件装配三个板块，已具备航空零部件全流程制造能力，具有较强的核心竞争力，具体观点如下：

- ① 公司自 2005 年起便进入航空零部件精密加工制造领域，经过多年技术积累和严格质量管控，产品良品率达 99.5% 以上。目前相关募投项目稳步推进，达产后或将公司产能提升至现有的一倍以上，在产能优化的同时也将进一步提升核心竞争力；
- ② 特种工艺业务与部组件装配业务按计划推进，为公司打通了从航空零部件制造的工艺方案设计、

数控编程、数控加工到无损检测、热表处理、包装的全系列工序产能布局，打开公司现有经营格局；

- ③ 十四五期间多个军用机型零部件研制及批量生产，下游主机厂需求旺盛，叠加公司内部新增产能逐步释放、智能制造水平与配套层级的不断提升，将促使公司进入一个业绩的快速增长阶段。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 4.93 亿元、7.29 亿元和 10.51 亿元，归母净利润分别为 2.24 亿元、3.22 亿元、4.55 亿元，EPS 分别为 0.92 元、1.32 元、1.86 元，我们维持“买入”评级，目标价格 61.1 元，分别对应 66 倍、46 倍及 33 倍 PE。

- 风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷。

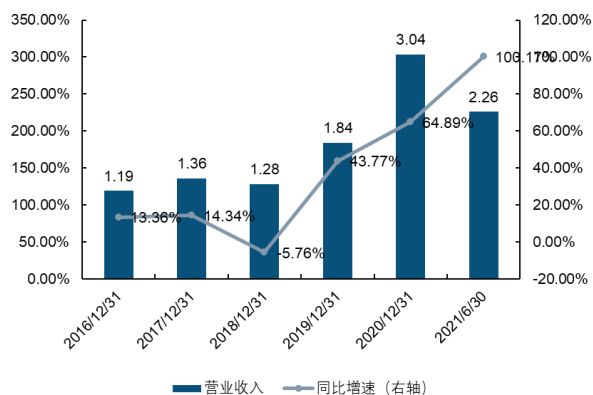
- 盈利预测：

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	303.79	492.75	728.58	1051.33
增长率 (%)	64.89%	62.20%	47.86%	44.30%
归属母公司股东净利润	136.76	223.52	322.35	454.84
增长率 (%)	75.22%	63.44%	44.21%	41.10%
每股收益 (EPS) (元)	0.560	0.915	1.319	1.862

数据来源: wind, 中航证券研究所

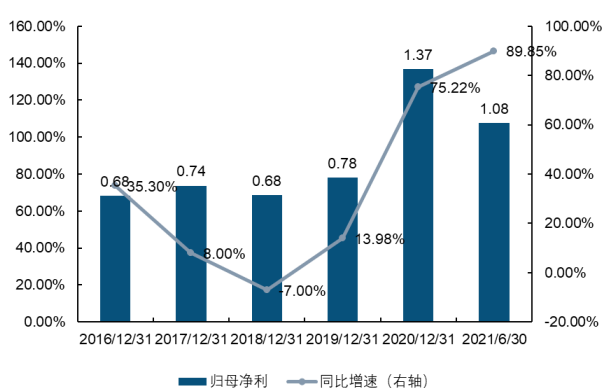
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况 (亿元; %)



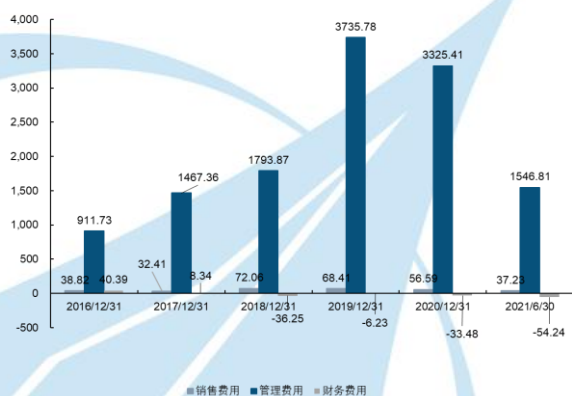
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿元; %)



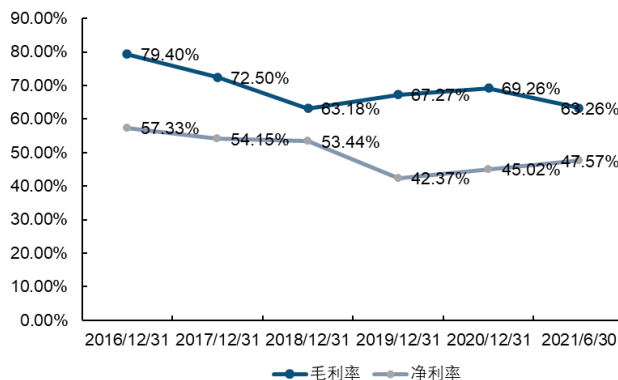
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司年报三费情况 (万元)



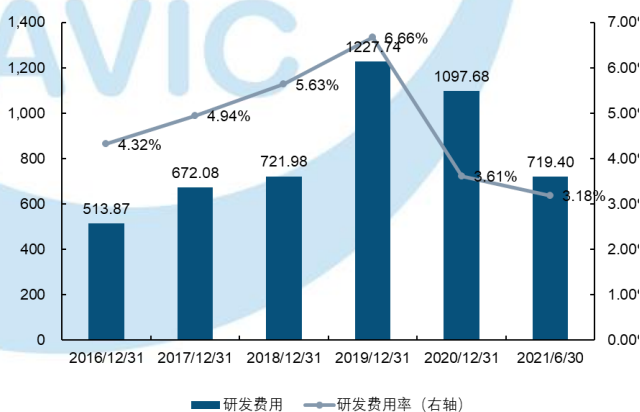
资料来源: wind, 中航证券研究所 (管理费用中不包含研发费用)

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况



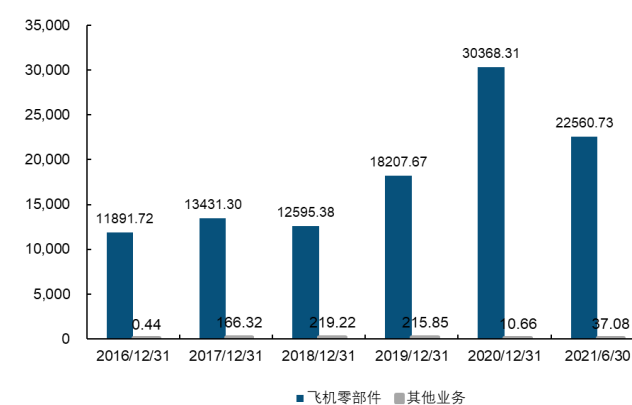
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司研发投入情况 (万元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司产品营收结构 (万元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	128.15	184.24	303.79	492.75	728.58	1051.33
增长率(%)	-5.76%	43.77%	64.89%	62.20%	47.86%	44.30%
归属母公司股东净利润	68.48	78.05	136.76	223.52	322.35	454.84
增长率(%)	-7.00%	13.98%	75.22%	63.44%	44.21%	41.10%
每股收益(EPS)	0.280	0.319	0.560	0.915	1.319	1.862
每股股利(DPS)	0.082	0.086	0.098	0.160	0.231	0.326
每股经营现金流	-0.006	0.425	-0.097	0.552	1.328	1.828
销售毛利率	63.18%	67.27%	69.26%	63.18%	62.25%	61.31%
销售净利率	53.44%	42.37%	45.02%	45.36%	44.24%	43.26%
净资产收益率(ROE)	9.15%	9.25%	14.22%	19.51%	22.83%	25.45%
投入资本回报率(ROIC)	13.76%	10.39%	19.86%	27.41%	35.52%	50.12%
市盈率(P/E)	192.21	168.64	96.25	58.89	40.83	28.94
市净率(P/B)	17.58	15.59	13.69	11.49	9.32	7.37
股息率(分红/股价)	0.002	0.002	0.002	0.003	0.004	0.006

报表预测						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	128.15	184.24	303.79	492.75	728.58	1051.33
减: 营业成本	47.19	60.29	93.38	181.43	275.04	406.76
营业税金及附加	2.33	1.77	4.47	6.98	10.32	14.89
营业费用	0.72	0.68	0.57	0.99	1.46	2.10
管理费用	10.72	25.08	22.28	36.96	54.64	78.85
研发费用	7.22	12.28	10.98	17.74	26.23	37.85
财务费用	-0.36	-0.06	-0.33	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.69	-1.79	-10.43	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	12.70	2.68	3.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.69	5.96	2.02	2.50	3.00	3.50
其他经营损益	6.02	2.30	4.86	5.00	5.00	5.00
营业利润	80.06	93.35	172.54	251.16	363.89	514.39
加: 其他非经营损益	-0.05	-0.04	-5.91	-2.50	-3.00	-3.00
利润总额	80.01	93.30	166.63	248.66	360.89	511.39
减: 所得税	11.53	15.25	29.87	30.14	43.55	61.55
净利润	68.48	78.05	136.76	218.52	317.35	449.84
减: 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	68.48	78.05	136.76	223.52	322.35	454.84
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	86.00	115.78	149.84	234.25	503.26	879.84
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	149.60	136.16	306.20	461.49	523.70	602.07
其他应收款 (合计)	16.70	20.12	19.59	16.70	20.12	19.59
存货	74.43	113.83	157.73	173.50	190.85	209.94
其他流动资产	24033.60	18501.72	7852.36	70.00	85.00	100.00
长期股权投资	28.50	27.79	27.34	27.34	27.34	27.34
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	191.36	222.33	249.61	214.88	180.16	145.44
无形资产和开发支出	18.57	32.52	31.68	28.05	24.42	20.80
其他非流动资产	66.59	61.59	69.98	22.04	-46.39	-113.29
资产总计	826.89	927.37	1104.39	1288.92	1619.83	2075.52
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	29.38	35.91	83.23	100.89	133.07	161.83
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
其他负债	18.78	17.37	29.73	0.00	0.00	0.00
负债合计	78.16	83.29	142.96	130.89	163.07	191.83
股本	117.22	119.20	178.77	178.77	178.77	178.77
资本公积	434.25	469.07	412.03	412.03	412.03	412.03
留存收益	197.26	255.82	370.63	555.03	820.97	1196.21
归属母公司股东权益	748.73	844.09	961.43	1145.84	1411.77	1787.01
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	748.73	844.09	961.43	1145.84	1411.77	1787.01
负债和股东权益合计	826.89	927.37	1104.39	1276.72	1574.84	1978.85
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	-1.51	103.76	-23.60	134.74	324.49	446.48
投资性现金净流量	-143.30	-66.46	73.09	-13.80	-5.64	-4.14
筹资性现金净流量	-20.93	0.48	-15.03	-36.52	-49.84	-65.77
现金流量净额	-165.74	37.78	34.45	84.42	269.00	376.58

数据来源: wind, 中航证券研究所

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，中航证券研究所首席分析师。

刘琛，SAC 执业证书号：S0640520050001，中航证券分析师，北京航空航天大学新媒体学士，2018 年加入中航证券研究所，从事军工、通信行业研究。

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替行使独立判断。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。