

爱乐达 (300696.SZ)

景气度高，看好航空结构件企业长期发展

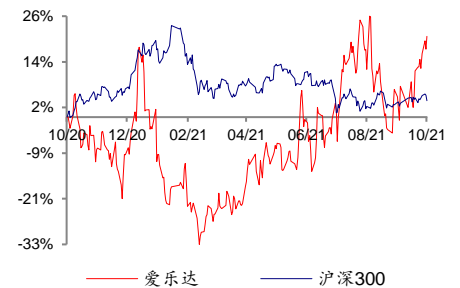
公司评级 增持

当前价格	52.80 元
合理价值	66.80 元
报告日期	2021-10-27

核心观点：

- **公司 2021 年 10 月 25 日公布三季报：** 营收端，公司前三季度实现营业收入 3.81 亿元，同比增长 105.42%。利润端，报告期内实现归母净利润 1.80 亿元，同比增长 103.18%。归母净利润实现同比增长略慢于营收增速，主要系本期毛利率较去年同期有所降低，前三季度公司整体毛利率为 64.31%，较去年同期减少 4.67pct。**资产负债表端**，本期末存货账面价值 1.75 亿元，较去年同期增长 13.66%，存货周转率由 2017 年同期的 0.47 提升至本期的 0.82，或反映公司经营效率的提升。此外，据公司半年报，在特种工艺方面，公司积极拓展军用/民用航空、航发等多品种多型号热表处理业务，提升各产线产量以及产能利用率；在部组件装配方面，公司按计划实施某型无人机中机身大部件装配业务，我们看好公司凭借其技术及客户优势，向产业链下游纵深的布局。
- **核心投资逻辑：** (1) **行业地位突出**，公司是中航工业下属某主机厂机加领域重要战略合作伙伴，是某主机厂机加和热表处理领域重要的战略合作伙伴；(2) **航空结构件精密制造技术领先**，公司具备“数控精密加工-特种工艺处理-部组件装配”航空零部件全流程制造能力，特种工艺、部组件装配等新业务有望提升公司产品附加值及配套地位；(3) **高端装备及民航市场贡献增长动力**，中短期核心受益主战装备批产，并有望基于全流程制造能力拓展至其他高端航空整机及航空发动机市场，同时在未来随疫情好转民航转包业务或成为其业绩增长点之一。
- **盈利预测与投资建议：** 我们预计 21-23 年业绩分别为 0.96 元/股、1.48 元/股、2.09 元/股。综合考虑公司下游市场需求景气度，结合公司特种工艺、部组件装配等新业务的持续拓展，我们认为适合给予公司 22 年 45 倍的 PE 估值，对应合理价值 66.80 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 疫情发展超预期；装备交付批产低预期；政策调整风险等。

相对市场表现



分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

吴坤其 010-59136728

wukunqi@gf.com.cn

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	184	304	516	800	1,120
增长率 (%)	43.8	64.9	70.0	55.0	40.0
EBITDA (百万元)	110	204	314	477	666
归母净利润 (百万元)	78	137	235	363	512
增长率 (%)	14.0	75.2	71.7	54.5	41.1
EPS (元/股)	0.65	0.77	0.96	1.48	2.09
市盈率 (P/E)	34.27	71.44	54.95	35.57	25.21
ROE (%)	9.2	14.2	18.6	22.3	24.0
EV/EBITDA	23.62	47.19	40.57	26.57	18.78

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

一、2021 三季度报点评

事件：2021年10月24日，爱乐达公布2021年三季度报。2021年三季度实现营业收入3.81亿元，同比增长105.42%；实现归母净利润1.80亿元，同比增长103.18%；实现扣非归母净利润1.77亿元，同比增长116.71%。

(1) 利润表，公司前三季度实现营业收入3.81亿元，同比增长105.42%。利润端，报告期内实现归母净利润1.80亿元，同比增长103.18%。归母净利润实现同比增长略慢于营收增速，主要系本期毛利率较去年同期有所降低，前三季度公司整体毛利率为64.31%，较去年同期减少4.67pct。

(2) 资产负债表端，本期末存货账面价值1.75亿元，较去年同期增长13.66%，存货周转率由2017年同期的0.47（次）提升至本期的0.82（次），或反映公司经营效率的提升。

(3) 从盈利质量看，2021年前三季度销售商品收到现金流为2.11亿元，同比增长428.93%。销售商品提供劳务收到现金占营业收入比重为55.33%，较去年同期提升33.84%，回款效率有所提升，应收账款周转天数由2017年前三季度的360.34天提升至本报告期的239.40天。前三季度公司经营性现金流入为2.13亿元，同比增长403.10%。

积极落实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。据公司半年报，在特种工艺方面，公司积极拓展高端装备/民用航空、航发等多品种多型号热表处理业务，优化相关产线生产效率，提升各产线产量以及产能利用率；在部组件装配方面，公司按计划实施某型无人机中机身大部件装配业务，并实施该机型前机身、中机身和后机身三段大部件对合任务。各任务按时间进度要求保质保量推进。与此同时，公司积极推进小组件、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。

二、公司简介：专精于飞机零部件精密制造的企业

公司为深耕高端装备和民用客机零部件精密加工的高技术型企业。公司成立多年，已参与3000余项航空零部件的配套研制及生产，积累了丰富的精密加工技术和经验，在钛合金、高强度钢、高基镍温合金等材质高精度盲孔加工、复杂深腔加工等技术方面实力强劲。其主营业务为航空零部件的数控精密加工、特种工艺和部组件装配，产品包括飞机机头、机身、机翼、尾翼及起落架等各部位相关零部件、发动机零件以及航天大型结构件，主要应用于航空航天领域。

盈利能力水平较高，归母净利润稳步增长。2016-2020年四年间公司营收从2016年的1.19亿元增长至2020年的3.04亿元，归母净利润由2016年的0.68亿元增长至2020年的1.37亿元，期间CAGR分别达26.42%、19.01%。公司盈利水平较高，2016-2020年间销售毛利率、销售净利率均值为70.32%、50.46%，其中2020年较2019年分别

提升1.99pct、2.65pct至69.26%、45.02%。公司营运能力趋于稳定，固定资产周转率由2016年的3.15（次）下降至2020年的1.35（次），总资产周转率相同期间内由0.38（次）下降至0.30（次）。

飞机零部件近乎贡献全部营收及毛利。分产品看，2020年两大主营产品分别为飞机零部件及其他业务，飞机零部件业务贡献当期营收99.96%。从增长性看，2017-2020年该业务的营收复合增速为31.25%。毛利端，飞机零部件贡献主要毛利，2020年贡献毛利占比为99.99%，2020年毛利率为69.26%。

航空零部件市场广阔，精密加工技术为业内前沿能力。高端航空装备的列装加速及升级换代部署，均为航空零部件制造业带来采购需求的提升。民用领域，随着我国已成为全球主要的民用飞机市场，多型号客机需求量增加，自主飞机谱系逐步完善，民用航空零部件制造行业市场空间较为广阔。

公司在技术创新、零部件全流程、客户合作方面持续巩固其优势。技术创新方面，公司长期专注于航空精密制造领域，成立16年来致力于关重、复杂零件以及小批量智能柔性生产的工艺研发设计，同时凭借雄厚技术背景不断开发新兴技术，拥有多项发明专利，在业内具领先优势。**零部件全流程方面**，公司“数控精密加工-特种工艺处理-部组件装配”航空零部件全流程能力持续强化，布局热表处理和无损检测特种工艺生产线，逐步实现数控工序加工到特种工艺的拓展以及装配业务的发展，为公司积累丰富产业线经验，有助于公司技术背景的扩充及产能的进一步提升。**客户合作方面**，公司客户群体覆盖中航工业下属多家主机厂、多家民用客机分承制厂、多家科研院所以及航空发动机制造单位，为中航工业下属某主机厂机加领域重要战略合作伙伴，是某主机厂机加和热表处理领域重要的战略合作伙伴，是航空制造领域民营企业中，少有具备特种工艺全工序单位，具备长期稳定的客户合作优势。

三、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）行业地位突出，公司是中航工业下属某主机厂机加领域重要战略合作伙伴，是某主机厂机加和热表处理领域重要的战略合作伙伴；（2）**航空结构件精密制造技术领先**，公司具备“数控精密加工-特种工艺处理-部组件装配”航空零部件全流程制造能力，特种工艺、部组件装配等新业务有望提升公司产品附加值及配套地位；（3）**高端装备及民航市场贡献增长动力**，中短期核心受益主战装备批产，并有望基于全流程制造能力拓展至其他高端航空整机及航空发动机市场，同时在未来随疫情好转民航转包业务或成为其业绩增长点之一。

当前，随着高端装备现代化建设及民航市场的复苏与发展，我国航空零部件市场规模逐年扩大，公司拥有多年技术及客户积累并作为国内航空零部件精密加工龙头企业之一，有望率先受益，我们预计2021-23年公司合并口径营业收入分别达5.16/8.00/11.20亿元，分别同比增长70.0%/55.0%/40.0%，预计未来三年整体毛利率分别为63.5%/64.0%/64.5%。

具体来看：

(1) 飞机零部件：当前公司已从零件数控工序加工向特种工艺、部组件装配延伸，实现小组件、大部件产业链升级，通过持续优化工艺技术，提升生产设备效率，不断提升公司数控精密加工整体制造水平，有望受益高端装备现代化建设以及下游配套型号及领域的拓展，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长70%/55%/40%，预计2021-23年该业务毛利率分别为63.5%/64.0%/64.5%。

(2) 其他业务：公司积极聚焦主业优势，我们预计该业务未来将进一步压缩，预计2021-23年该业务营收分别同比增长0%/0%/0%，预计2021-23年该业务毛利率分别为15%/15%/15%。

(3) 费用率方面，结合公司营收增长情况、相关市场的开拓与业务整合以及下游预研型号数量的增加等，我们预计2021-2023年公司管理销售费用率分别8.3%/7.9%/8.0%。

综上，预计2021-2023年，爱乐达收入分别为5.16/8.00/11.20亿元，分别同比增长70.0%/55.0%/40.0%；归母净利润2.35/3.63/5.12亿元，同比增长71.7%/54.5%/41.1%，2021/2022/2023年EPS分别为0.96/1.48/2.09元/股。

表1：分业务拆分（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
飞机零部件				
收入	303.68	516.26	800.20	1120.29
增长率 (%)	66.79	70.00	55.00	40.00
成本	93.29	188.44	288.07	397.70
毛利	210.39	327.83	512.13	722.59
毛利率 (%)	69.28	63.50	64.00	64.50
其他业务				
收入	0.11	0.11	0.11	0.11
增长率 (%)	-95.06	0.00	0.00	0.00
成本	0.09	0.09	0.09	0.09
毛利	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利率 (%)	16.62	15.00	15.00	15.00
合计				
收入	303.79	516.37	800.31	1120.39
增长率 (%)	64.89	69.98	54.99	39.99
成本	93.38	188.53	288.16	397.79
毛利	210.41	327.84	512.15	722.60
毛利率 (%)	69.26	63.49	63.99	64.50

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

可比公司估值：在航空结构件精密制造领域，当前具有相关业务的上市公司主要有利君股份和广联航空。相比于前两者，爱乐达的航空结构件精密制造业务占比较高，而利君股份具有辊压机业务、广联航空具有无人机等业务，其航空机加业务纯度不及爱乐达。综合考虑公司下游市场需求景气度，结合公司特种工艺、部组件装配等

新业务的持续拓展,我们认为适合给予公司22年45倍的PE估值,对应合理价值66.80元/股,给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	归母净利润(百万元)			PE估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
利君股份	002651.SZ	辊压机及航空机械加工	121	192	334	557	62	36	22
广联航空	300900.SZ	航空零部件和部段、无人机等	67	101	140	195	95	48	35

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心(均为wind一致预测, 市值选取2021/10/25收盘)

四、风险提示

(一) 疫情发展超出预期

军工上市企业生产地较为集中,同时多数公司重资产属性特征明显、且所需人力成本较高,疫情反复对相关企业影响较大。

(二) 重点装备列装需求及交付不及预期

军工行业买方具有少数性特征,且越往下游军工企业的垄断性越为明显,部分规模较小企业或配套装备型号较为单一,若此类型号生产及需求计划发生改变,则对相关客户需求单一的企业影响较大。

(三) 重大行业政策调整的风险

军工行业属于典型的To G行业,考虑生产计划的保密性、战略性等,无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整(如影响较大的定价政策、采购政策)等,则易对板块产生一定系统性冲击。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	611	753	1,053	1,459	2,033	经营活动现金流	104	-24	63	104	210
货币资金	116	150	210	258	420	净利润	78	137	235	363	512
应收及预付	135	305	436	607	764	折旧摊销	23	27	30	38	47
存货	114	158	269	434	665	营运资金变动	9	-190	-187	-281	-325
其他流动资产	246	140	138	159	185	其它	-6	2	-15	-17	-24
非流动资产	316	351	404	438	463	投资活动现金流	-66	73	-67	-55	-47
长期股权投资	28	27	32	34	36	资本支出	-73	-69	-77	-69	-67
固定资产	209	242	268	288	298	投资变动	-5	165	-4	-2	-2
在建工程	13	7	26	34	43	其他	11	-23	14	16	22
无形资产	33	32	36	40	44	筹资活动现金流	0	-15	64	-1	-1
其他长期资产	34	43	43	43	43	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	927	1,104	1,457	1,897	2,496	股权融资	23	10	66	0	0
流动负债	36	83	135	213	300	其他	-22	-25	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	38	34	60	48	162
应付及预收	19	26	53	82	112	期初现金余额	78	115	150	210	258
其他流动负债	17	57	83	131	188	期末现金余额	115	150	210	258	420
非流动负债	47	60	60	60	60						
长期借款	30	30	30	30	30						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	17	30	30	30	30						
负债合计	83	143	195	273	360						
股本	119	179	244	244	244						
资本公积	469	428	428	428	428						
留存收益	248	360	595	958	1,470						
归属母公司股东权益	844	961	1,262	1,624	2,136						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	927	1,104	1,457	1,897	2,496						

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	184	304	516	800	1,120
营业成本	60	93	189	288	398
营业税金及附加	2	4	7	11	15
销售费用	1	1	2	3	5
管理费用	25	22	41	60	85
研发费用	12	11	21	31	44
财务费用	0	0	1	1	1
资产减值损失	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	6	2	0	0	0
投资净收益	3	4	14	16	22
营业利润	93	173	282	437	618
营业外收支	0	-6	0	0	0
利润总额	93	167	282	437	618
所得税	15	30	47	75	106
净利润	78	137	235	363	512
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	78	137	235	363	512
EBITDA	110	204	314	477	666
EPS (元)	0.65	0.77	0.96	1.48	2.09

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	43.8%	64.9%	70.0%	55.0%	40.0%
营业利润增长	16.6%	84.8%	63.6%	55.0%	41.2%
归母净利润增长	14.0%	75.2%	71.7%	54.5%	41.1%
获利能力					
毛利率	67.3%	69.3%	63.5%	64.0%	64.5%
净利率	42.4%	45.0%	45.5%	45.3%	45.7%
ROE	9.2%	14.2%	18.6%	22.3%	24.0%
ROIC	8.3%	14.7%	18.3%	22.0%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	9.0%	12.9%	13.4%	14.4%	14.4%
净负债比率	9.9%	14.9%	15.5%	16.8%	16.8%
流动比率	17.01	9.05	7.78	6.85	6.78
速动比率	13.79	6.76	5.56	4.55	4.29
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.28	0.35	0.42	0.45
应收账款周转率	1.45	1.04	1.35	1.46	1.66
存货周转率	1.62	1.93	1.92	1.84	1.69
每股指标 (元)					
每股收益	0.65	0.77	0.96	1.48	2.09
每股经营现金流	1	0	0	0	1
每股净资产	7.08	5.38	5.16	6.65	8.74
估值比率					
P/E	34.27	71.44	54.95	35.57	25.21
P/B	3.17	10.16	10.22	7.94	6.04
EV/EBITDA	23.62	47.19	40.57	26.57	18.78

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：研究助理，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。