

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 年年报 及 2022 年一季报点评： 业绩高速增长，全流程制造打开成长空间

行业分类：国防军工

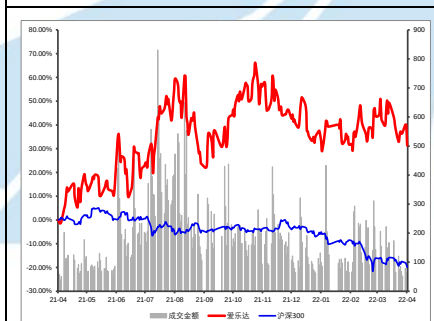
2022 年 4 月 20 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.20)	45.02 元
目标价格	61.1 元

基础数据（2022.4.20）

上证指数	3195.52
总股本（亿股）	2.44
流通 A 股（亿股）	1.54
资产负债率（2021）	10.44%
ROE(加权)(2021)	20.61%
PE (TTM)	40.1
PB (LF)	6.21

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 4 月 20 日发布 2021 年年报，2021 年营业收入 6.14 亿元（+102.12%），归母净利润 2.55 亿元（+86.47%），扣非归母净利润 2.49 亿元（+87.70%）；毛利率 56.63%（-12.63pcts），净利率 41.53%（-3.48pcts）；2022Q1 实现收入 1.77 亿元，（+63.10%），归母净利润 0.66 亿元（+40.95%）。

➤ 投资要点：

营收翻倍增长，归母净利润增速创历史最佳水平：报告期内，公司实现营业收入 6.14 亿元（+102.12%），营收增速表现亮眼，实现翻倍增长，近五年复合增速达 38.86%。受益于航空装备建设进程不断加快，下游订单需求大幅提升，营收规模高速增长。归母净利润 2.55 亿元（+86.47%），扣非归母净利润 2.49 亿元（+87.70%），增速实现上市以来同期最佳水平。毛利率 56.63%（-12.63pcts），净利率 41.53%（-3.48pcts），降幅明显。我们认为，毛利率下滑是由于业务模式转型、收入结构变化与产品降价等多重因素综合所致。报告期内，公司开始承接从原材料采购到部组件装配的全工序业务，相较于以往来料加工模式下的零部件加工业务，新业务模式下，公司将自行采购部分原材料及相关配件，原材料（0.78 亿元，+358.95%）成本明显增长，虽然短期来看，业务模式的变化对公司毛利率水平有所影响，但我们应更加关注公司未来的发展趋势与格局，公司通过从零部件加工延伸至部组件装配的纵深发展，新业务模式下，不仅完善了自身产业链布局，而且更进一步提升了公司配套层级与产业链地位，收入体量与利润规模也有望迈入新台阶。

费用方面，公司三费费用率为 3.40%（-4.01pcts），降幅明显，管理费用率 3.48%（-3.86pcts），报告期内公司摊销的股权激励确认的股份支付费用（360.99 万元，-60.62%）减少，同时得益于公司持续多年的经营战略优化，管理效率明显提升，费用率显著下降。销售费用率 0.14%（-0.05pcts），由于公司以军品销售为主，军品采购的特殊性使得销售费用率始终相对较低水平。财务费用率-0.21%（-0.10pcts）。定向增发募集资金到位有助于公司优化资本结构，进一步缩减财务费用。

从研发费用看，2021 年公司研发费用 1,690.37 万元（+53.99%），较上年同期显著提升，报告期内公司持续加大技术研发试验及测试等投入，

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

截止目前，公司共拥有专利 36 项，其中发明专利 3 项，实用新型 33 项。另有 12 项发明专利及 1 项实用新型正在审核中。主要研发项目方面，报告期内，包括 CNC 通用适配夹具开发、精密孔加工技术、数控车加工多功能车刀头等在内的七项研发项目均已完结，助力加工效率以及成本把控效果的进一步提升。

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（2.46 亿元，+1,140.24%）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（1.68，+15.86%）有所提升，信用减值损失（843.87 万元，-9.40%）有所改善，进一步说明公司回款力度及营运能力不断加强。报告期内公司航空零部件智能制造及系统集成中心建设有序进行，在建工程（0.65 亿元，+785.50%）较期初提升近八倍，生产设备（0.32 亿元，+425.77%）采购大幅增加，表明公司扩产持续稳步推进。

一季度营收利润均创新高，延续高景气态势：公司 2022Q1 实现收入 1.77 亿元（+63.10%），归母净利润 0.66 亿元（+40.95%），公司一季度延续去年高景气态势，收入及利润均为历史同期最好数据。净利率 37.29%（-6.23pcts）我们认为，考虑到公司目前仍持续推进从原材料到部组件装配的全工序流程制造业务，在此种业务模式下，原材料采购力度明显加大，成本端较之前来料加工模式下的零部件制造业务有明显提升，对净利率水平造成一定影响。

2022Q1 公司信用减值损失（1,244.27 万元，+231.94%）大幅增加，主要系一季度公司主营业务增长，应收账款增加所致，考虑到公司应收账款主要来源于军工企业，该类客户履约能力较强、信用较好，极少形成实质性坏账，后续有望冲回，若将一季度新增信用减值损失（869.43 万元）冲回，归母净利润 0.75 亿元（+58.92%）增速进一步提升，净利率由 37.29%（-6.23pcts）提升至 42.2%（-1.32pcts），降幅明显趋缓。

● 夯实优势基础，稳定核心资源，打开业务向上空间

① 数控机加

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。公司目前是航空工业下属某主机厂最大的民营供应商，且是承接其关键、重要、复杂零件比例最大的供应单位。

在现有成熟且稳定的工艺基础上，公司从工艺技术创新出发，克服现有缺陷，进一步提升了加工效率及稳定性，**产品良品率达 99.6% 以上**，在钛合金、高强度钢等材质的高精度盲孔加工、复杂深腔加工等方面处于行业优势地位，报告期内，公司再次荣获中航工业下属飞机制造单位“金牌供应商”，以及成飞民机“优秀供应商”荣誉。

产能规划方面，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，该产线达产后预计实现年产航空零部件 3.5 万件的生产能力，已于 2021 年 9 月顺利投产，逐步释放数控产能；航空零部件智能制造中心按计划有序推进，报告期内已完成主体结构建设并开始采购包括主要设备，工程完成进度达 17.25%，预计于 2023 年初投产。该项目达产后对公司现有产能将有很大幅度提升，预计新增产能 123.20 万工时/年。

② 特种工艺处理

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，是行业内少数拥有航空结构零部件特种工艺全工序的民营企业。报告期内，公司已承接多个军机和民机机型特种工艺业务，以及航空发动机、航电相关产品特种工艺处理。

作为航空工业下属某主机厂热表处理领域唯一的战略合作伙伴，公司除自身承接的部分机加产品外，还覆盖了包括主机厂及其外协机加产品，以及包括陕飞、航发科技等在内的航空制造领域市场其他客户的特种工艺处理业务。

在特种工艺业务已建立完善且稳定的管控体系的基础上，公司仍持续加大技术研发，报告期内实现了包括 ARJ 起落架零件镀层工艺等在内的国产替代，产能规划方面，公司后续预计通过增加关键设备、优化工艺方案等方式扩充特种工艺产能，业务成长天花板有望进一步抬升。

● 全流程制造优势凸显，助力公司切入核心能力环节

公司作为拥有核心关键技术、设备以及高质量管控水平的优质企业，已形成从数控精密加工开始，到部件装配的全流程制造能力。报告期内，公司完成了某型无人机复杂中心段部件装配以及该机型机身段的整体交付。

公司作为某主机厂确定的四家部组件装配单位之中首家推进“原材料-数控精密加工-特种工艺处理-部组件装配”全流程业务配套单位，目前在其承接的国际直接业务以及部分装配全流程业务中，实现了指定原材料以及组/配件的自行采购。

虽然现阶段由于公司业务向下拓展至全流程制造模式，产品结构处于动态变化阶段，盈利能力短期承压，但我们更应该关注的是公司未来发展定位和格局，相较于一般零部件机加工序，部/组件装配为产业链的总领性环节，公司依托于从数控机加延伸至部组件装配的纵深发展，实现与主机厂内外部的有效协同，进一步打破原有制造能力的局限性，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，并为后续业务配套层级更进一步提升奠定了良好基础。

● 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 99.6% 以上。产能规划有序推进，进一步提升核心竞争力；
- ② 公司目前拥有 10 余种特种工艺及理化试验能力，是行业内少数拥有航空结构零部件特种工艺全工序的民营企业，后续预计通过增加关键设备、优化工艺方案等方式扩充特种工艺产能，业务成长天花板有望进一步抬升；
- ③ 公司依托于从数控机加延伸至部组件装配的纵深发展，实现与主机厂内外部的有效协同，进一步打破原有制造能力的局限性，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，并为后续业务配套层级更进一步提升奠定了良好基础。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 8.45 亿元、11.49 亿元和 15.21 亿元，归母净利润分别为 3.43 亿元、4.59 亿元、5.97 亿元，EPS 分别为 1.404 元、1.879 元、2.445 元，我们维持“买入”评级，目标价格 61.1 元，分别对应 44 倍、33 倍及 25 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	614.01	845.34	1149.47	1521.13
增长率 (%)	102.12%	37.67%	35.98%	32.33%
归属母公司股东净利润	255.02	342.97	459.08	597.33

增长率(%)	86.47%	34.49%	33.86%	30.11%
每股收益(EPS) (元)	1.044	1.404	1.879	2.445

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; %)

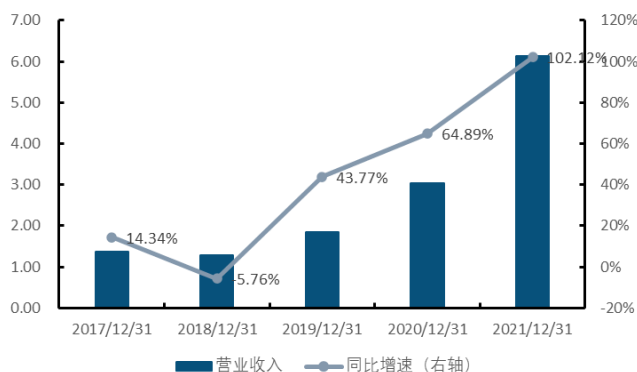
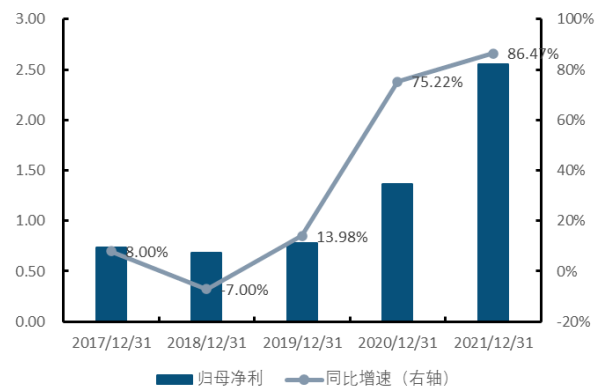


图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿元; %)



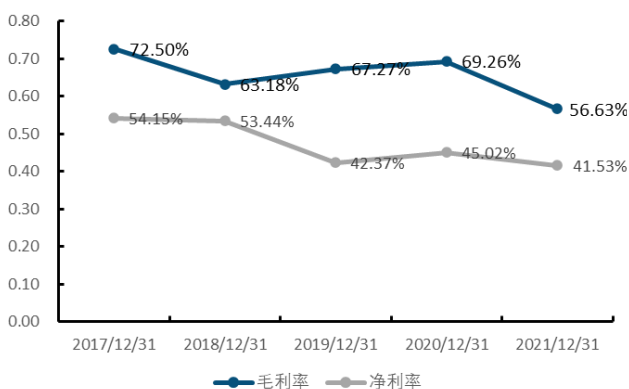
资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司年报三费情况 (万元)



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 (管理费用中不包含研发费用)

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司研发投入情况 (万元)

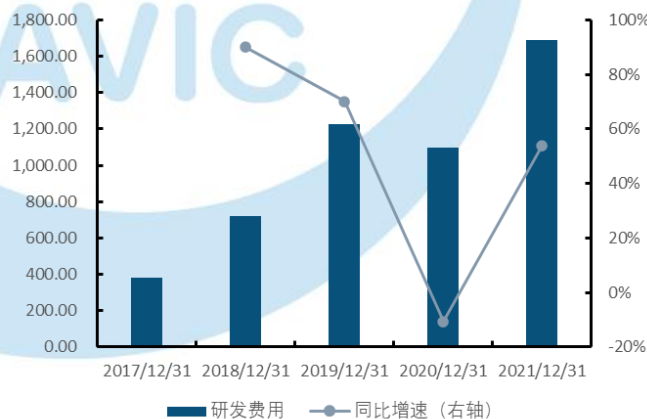
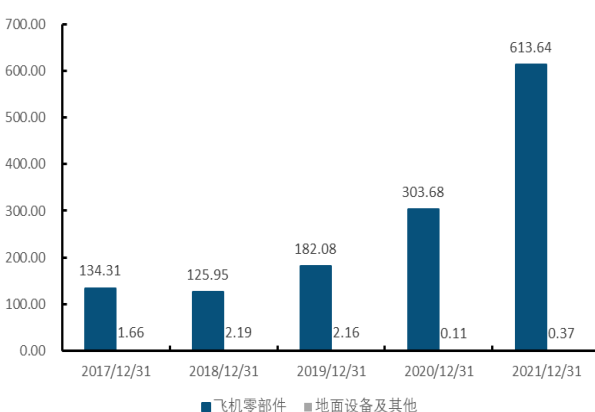


图 6: 公司产品营收结构 (百万元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

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	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	184.24	303.79	614.01	845.34	1149.47	1521.13
增长率(%)	43.77%	64.89%	102.12%	37.67%	35.98%	32.33%
归属母公司股东净利润	78.05	136.76	255.02	342.97	459.08	597.33
增长率(%)	13.98%	75.22%	86.47%	34.49%	33.86%	30.11%
每股收益(EPS)	0.319	0.560	1.044	1.404	1.879	2.445
每股股利(DPS)	0.086	0.098	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.425	-0.097	1.005	1.108	1.531	2.173
销售毛利率	67.27%	69.26%	56.63%	55.40%	54.60%	53.80%
销售净利率	42.37%	45.02%	41.53%	40.57%	39.94%	39.27%
净资产收益率(ROE)	9.25%	14.22%	14.97%	16.76%	18.32%	19.25%
投入资本回报率(ROIC)	10.10%	19.27%	30.44%	39.15%	49.25%	60.06%
市盈率(P/E)	140.91	80.42	43.13	32.07	23.96	18.41
市净率(P/B)	13.03	11.44	6.46	5.37	4.39	3.54
股息率(分红/股价)	0.002	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	184.24	303.79	614.01	845.34	1149.47	1521.13
减: 营业成本	60.29	93.38	266.30	377.02	521.86	702.76
营业税金及附加	1.77	4.47	8.69	10.83	14.73	19.49
营业费用	0.68	0.57	0.83	0.85	1.15	1.52
管理费用	25.08	22.28	21.34	29.59	40.23	53.24
研发费用	12.28	10.98	16.90	23.67	32.19	42.59
财务费用	-0.06	-0.33	-1.27	-1.69	-1.72	-1.52
资产减值损失	0.00	-1.64	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	1.97	3.18	-0.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.96	2.02	3.27	3.50	4.00	4.50
其他经营损益	-1.79	-9.31	-8.44	-9.00	-9.50	-10.00
营业利润	102.61	180.96	312.43	408.58	545.04	707.55
加: 其他非经营损益	2.26	-0.52	3.19	3.30	3.85	4.40
利润总额	104.87	180.44	315.62	411.88	548.89	711.95
减: 所得税	15.25	29.87	44.04	59.91	80.31	104.62
净利润	89.62	150.57	271.58	351.97	468.58	607.33
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	78.05	136.76	255.02	342.97	459.08	597.33
资产负债表						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	115.78	149.84	563.47	845.24	1233.20	1788.58
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	136.16	306.20	464.44	556.75	666.87	766.44
其他应收款 (合计)	20.12	19.59	6.58	20.12	19.59	6.58
存货	113.83	157.73	156.19	168.68	185.55	204.11
其他流动资产	18501.72	7852.36	4.83	10.00	20.00	30.00
长期股权投资	27.79	27.34	26.99	26.99	26.99	26.99
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	222.33	249.61	320.32	313.82	307.31	300.80
无形资产和开发支出	32.52	31.68	30.50	27.45	24.40	21.35
其他非流动资产	61.59	69.98	62.15	172.72	141.12	122.94
资产总计	927.37	1104.39	1901.84	2289.19	2818.88	3509.75
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	35.91	83.23	155.49	169.45	185.35	203.17
长期借款	30.00	30.00	15.00	15.00	15.00	15.00
其他负债	17.37	29.73	28.04	0.00	0.00	0.00
负债合计	83.29	142.96	198.53	184.45	200.35	218.17
股本	119.20	178.77	244.30	244.30	244.30	244.30
资本公积	469.07	412.03	852.59	852.59	852.59	852.59
留存收益	255.82	370.63	606.42	949.39	1408.47	2005.81
归属母公司股东权益	844.09	961.43	1703.31	2046.27	2505.36	3102.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	844.09	961.43	1703.31	2046.27	2505.36	3102.69
负债和股东权益合计	927.37	1104.39	1901.84	2230.72	2705.71	3320.86
现金流量表						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	103.76	-23.60	245.53	270.56	373.93	530.93
投资性现金净流量	-66.46	73.09	-289.01	-3.77	-8.49	-8.67
筹资性现金净流量	0.48	-15.03	457.11	14.98	22.52	33.13
现金流量净额	37.78	34.45	413.63	281.77	387.96	555.39

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。