

2023年08月24日

23H1 营收高增海外亮眼，利润阶段性承压

志特新材(300986)

评级:	买入	股票代码:	300986
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	43.95/16.43
目标价格:		总市值(亿)	40.63
最新收盘价:	16.49	自由流通市值(亿)	17.39
		自由流通股数(百万)	105.48

事件概述。公司发布半年报，23H1 实现营业收入 10.12 亿元，同比+29.42%，实现归母净利润 3554 万元，同比-49.79%；其中，23Q2 实现营业收入 6.32 亿元，同比+21.63%，归母净利润 3370 万元，同比-48.62%。23H1 公司经营现金流净额-1.33 亿元，净流出规模同比+108.93%；其中，23Q2 经营现金流净额为-1.47 亿元，净流出规模同比+62.05%。

► **营收端持续高增海外亮眼，利润端短期承压。**拆分看，铝模/防护平台/装配式预制件分别实现收入 6.58/0.86/1.27 亿元，分别同比+22.3%/13.1%/84.7%；23H1 整体毛利率为 26.7%，同比下降 5.0pct，环比-3.7pct，其中铝模/防护平台/装配式预制件毛利率分别为 31.4%/4.0%/19.0%，分别同比-5.5/-3.9/+2.2pct，分别环比-0.1/-18.7/-2.9pct。我们认为收入增速较快主要为铝模业务国内稳中有增、国际业务增幅较大、装配式 PC 构件业务量增加所致，2022 年年报显示，公司海外业务占总收入的 15%，今年上半年境外收入增速高于整体收入增速，我们预计今年全年的境外收入比例有望继续提升；我们认为净利润短期承压主要受铝模业务竞争加剧致毛利水平下滑、广东地区防护平台建筑施工技改要求趋严（出租收入减少且成本按照年限计提折旧）、发行可转债计提利息费用、销售及研发费用增速较快等综合因素影响。

► **铝模板渗透率提升空间充足。**23H1 公司铝模业务国内业务稳中有升，国外业务增长较快，共实现收入 6.58 亿元，收入占比 65.06%。据公司年报，与木模板相比，铝模板强度高、成型质量好、耐用性强、节能环保，随着我国“以铝代木”“节能减排”等政策出台，铝合金模板进入快速发展期，注册企业从 2012 年的 60 多家增长至 2022 年超 650 家，行业已形成“大行业，小企业”的格局并进入调整阶段，后进入者物资储备不足，以租赁为主的商业模式下管理精细化程度更高，基于两方面的压力，未来行业出清明显。据半年报，去年铝合金模板销售、租赁包收入 346 亿元，企业营收在 0.5 亿至 2 亿元的企业数量占比为 44.2%，占比最多；经营收入 2 亿元以上企业数量占比为 31.3%，行业集中度提升趋势明显。据公司投关活动纪要，在我国中高层市场上，21 年铝模板渗透率约 30%左右，较发达国家 80%以上的渗透率差距较大。长期尺度下，我们认为铝模产能扩张、行业集中度提升、渗透率提升的逻辑仍存，增长韧性强。

► **竞争加剧铝模单价承压，广东技改政策致爬架出租率下滑。**目前铝模板行业竞争企业数量较多，叠加房地产下行周期影响，行业进入加速出清阶段，竞争加大，产品销售单价承压，23H1 铝模业务毛利率同比-5.53pct。防护平台（爬架）业务上，23H1 公司实现收入 8554 万元，同比+13.08%，毛利率 3.99%，同比-3.90pct。广东省住建厅发布对防护平台建筑施工技改要求，受此影响，23H1 公司防护平台对外出租业务收入减少，产品利用率降低，若将闲置爬架运往外省使用，也将产生相关运输及管理费用，拉低毛利率水平。但从长期来看，铝模板+爬架的配套需求潜力较大，随着公司铝模板主业规模的稳步增长，爬架需求存在相应支撑。

► **坚持“1+N”战略，PC 构件增量可观。**23H1 公司装配式预制件业务实现收入 1.27 亿元，同比增长 84.72%，增速迅猛。铝模板与装配式建筑的结合使用，可有效解决现浇混凝土与预制构件的连接

问题。随着装配式建筑的推广及公司 PC 构件在其中的应用，未来有望实现 PC 构件与铝模板的渠道协同，提高铝模板的配套收入。

投资建议

考虑到当前地产行业阶段性承压、广东省技改政策影响爬架业务，我们调整公司 2023-2024 年营业收入预测至 25.68/32.38 亿元（原：26.81/33.36 亿元），归母净利润下调为 1.52/2.14 亿元（原：3.0/3.8 亿元），EPS 相应调整为 0.62/0.87 元（原 1.83/2.32 元）。新增 2025 年营业收入及归母净利润预测值 39.65/2.94 亿元，EPS 1.19 元，对应 8 月 23 日 16.49 元收盘价 26.77/18.99/13.80xPE。考虑到公司铝模板的折旧政策（工作量法计提折旧），我们继续看好未来行业回暖后公司持续增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，产能扩张慢于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,481	1,930	2,568	3,238	3,965
YoY (%)	32.3%	30.3%	33.1%	26.1%	22.5%
归母净利润(百万元)	164	177	152	214	294
YoY (%)	-2.4%	7.9%	-14.5%	41.0%	37.6%
毛利率 (%)	32.5%	30.9%	25.9%	25.4%	25.7%
每股收益 (元)	1.09	1.08	0.62	0.87	1.19
ROE	13.3%	12.7%	10.0%	12.4%	14.5%
市盈率	15.13	15.27	26.77	18.99	13.80

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,930	2,568	3,238	3,965	净利润	183	159	223	307
YoY (%)	30.3%	33.1%	26.1%	22.5%	折旧和摊销	798	499	673	797
营业成本	1,332	1,903	2,414	2,944	营运资金变动	-1,288	667	-40	525
营业税金及附加	18	24	30	37	经营活动现金流	-225	1,396	914	1,682
销售费用	128	188	237	285	资本开支	-222	-949	-884	-902
管理费用	86	128	162	195	投资	18	1	1	1
研发费用	39	28	19	22	投资活动现金流	-204	-946	-880	-899
财务费用	93	137	172	208	股权募资	41	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	476	121	143	157
投资收益	2	2	3	4	筹资活动现金流	457	54	103	109
营业利润	215	185	261	359	现金净流量	31	504	136	892
营业外收支	0	1	0	0					
利润总额	215	186	261	359	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	32	27	38	52	成长能力 (%)				
净利润	183	159	223	307	营业收入增长率	30.3%	33.1%	26.1%	22.5%
归属于母公司净利润	177	152	214	294	净利润增长率	7.9%	-14.5%	41.0%	37.6%
YoY (%)	7.9%	-14.5%	41.0%	37.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.08	0.62	0.87	1.19	毛利率	30.9%	25.9%	25.4%	25.7%
					净利率	9.2%	5.9%	6.6%	7.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.5%	3.3%	3.9%	4.9%
货币资金	217	720	857	1,749	净资产收益率 ROE	12.7%	10.0%	12.4%	14.5%
预付款项	9	20	24	28	偿债能力 (%)				
存货	289	412	508	606	流动比率	0.90	0.78	0.83	0.91
其他流动资产	1,175	684	1,120	659	速动比率	0.69	0.55	0.62	0.68
流动资产合计	1,690	1,836	2,509	3,042	现金比率	0.12	0.31	0.28	0.52
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	61.4%	63.7%	65.5%	64.1%
固定资产	1,638	1,994	2,105	2,114	经营效率 (%)				
无形资产	234	304	371	432	总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.69
非流动资产合计	2,243	2,698	2,914	3,025	每股指标 (元)				
资产合计	3,933	4,534	5,423	6,067	每股收益	1.08	0.62	0.87	1.19
短期借款	626	741	877	1,027	每股净资产	8.54	6.16	7.03	8.22
应付账款及票据	630	677	1,049	1,054	每股经营现金流	-1.38	5.67	3.71	6.83
其他流动负债	628	935	1,084	1,261	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,884	2,352	3,011	3,341	估值分析				
长期借款	450	450	450	450	PE	15.27	26.77	18.99	13.80
其他长期负债	81	87	94	101	PB	4.54	2.68	2.35	2.01
非流动负债合计	530	537	544	551					
负债合计	2,415	2,889	3,554	3,892					
股本	164	246	246	246					
少数股东权益	120	127	137	149					
股东权益合计	1,519	1,645	1,868	2,175					
负债和股东权益合计	3,933	4,534	5,423	6,067					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

朱昊冉：建筑建材+新材料行业研究助理，香港理工大学理学硕士，北京交通大学工科学士，曾任职于百强房企战略部、上市公司投资部总监；主导多个基金管理和收并购项目，拥有5年建筑建材行业研究与4年投资经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。