

天力复合 (873576)

2023 年报及 2024 年一季报点评:收入利润双增长,募投产能预计 24 年落地

◆ 事件

公司 4 月 26 日公告, 2024Q1 实现营收 (1.75 亿元, 同比+15.71%), 归母净利润 (0.18 亿元, 同比+48.04%), 毛利率 (21.79%, 同比+1.64pcts), 净利率 (10.20%, 同比+2.33pcts)。3 月 29 日公告, 2023 实现营收 (7.40 亿元, +15.86%), 归母净利润 (0.89 亿元, +21.47%), 毛利率 (22.23%, -0.11pcts), 净利率 (12.00%, +0.55pcts)。

◆ 北交所“爆炸复合材料第一股”, 技术起源于西北院

公司是西北院下属上市公司西部材料子公司, 公司以层状金属复合材料研发生产为主业, 主要通过爆炸复合技术实现钛、锆、钼、银、铜、铝、镍基合金、不锈钢、钢等其中两种或两种以上金属的冶金结合, 产品涵盖复合板、棒、管等系列, 应用于化工、冶金、航空航天等领域。公司是国内最早从事有色金属爆炸焊接研究开发的单位之一, 2023 年登录北交所, 成为“爆炸复合材料第一股”。

◆ 新市场新领域拓展带来规模提升, 业务结构更加均衡

公司 2023 年营业收入 (7.40 亿元, +15.86%)、归母净利润 (0.89 亿元, +21.47%) 稳步提升, 主要是公司加强市场及应用领域开拓, 同时受益于新能源、核工业、海洋工程等领域的快速发展, 带动业务规模提升。公司毛利率 (22.23%, -0.11pcts)、净利率 (12.00%, +0.55pcts) 基本维持稳定。

单看 2023Q4, 公司实现营收 (1.94 亿元, 同比+22.13%, 环比+4.26%) 和归母净利润 (0.18 亿元, 同比+6.04%, 环比-44.56%) 同比均有所提升, 毛利率 19.24% (同比+0.64pcts, 环比-6.33pcts), 同比平稳波动, 净利率 9.36% (同比-1.42pcts, 环比-8.24pcts) 同比有所下降, 主要系 2022 年有出售土地带来资产处置收益 (867.05 万元) 所致。

投资评级

买入

首次覆盖

2024 年 04 月 26 日

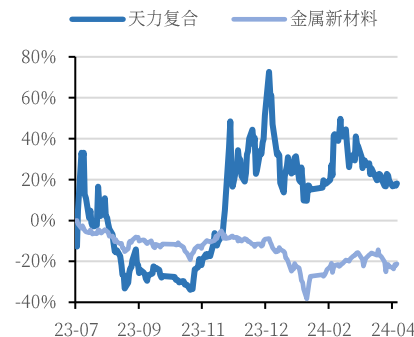
收盘价(元):

20.51

公司基本数据

总股本(百万股)	108.95
总市值(百万)	2,234.56
流通股本(百万股)	32.42
流通市值(百万)	664.88
12 月最高/最低价(元)	32.82/11.00
资产负债率(%)	52.38
每股净资产(元)	4.53
市盈率(TTM)	23.61
市净率(PB)	4.52
净资产收益率(%)	3.61

股价走势图



作者

梁晨	分析师
SAC 执业证书: S0640519080001	
联系电话: 010-59562536	
邮箱: liangc@avicsec.com	
王绮文	分析师
SAC 执业证书: S0640524010001	
邮箱: wangqw@avicsec.com	
张超	分析师
SAC 执业证书: S0640519070001	
联系电话: 010-59219568	
邮箱: zhangchao@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

分产品来看，2023 年公司产品结构更加均衡，钛金属复合材料实现收入 4.53 亿元(-3.47%)，毛利率 24.87%(+1.23pcts)，同时业务占比 61.20% (-12.25pcts) 大幅下降；而其他金属复合材料实现收入 2.77 亿元 (+74.84%)，毛利率 18.68% (+0.08pcts)，同时业务占比 37.40% (+12.62pcts) 大幅提升。

◆ 研发费用率下降，现金流较为充足

费用端来看，公司 2023 年期间费用 (0.77 亿元，+11.12%) 增长，主要系三费费用 (0.40 亿元，+42.79%) 增幅较大所致，其中管理费用 (0.35 亿元，+42.32%) 增速较快，主要系人工成本、上市相关费用增加；销售费用 (0.07 亿元，+32.38%) 大幅增长，主要系公司加大市场开拓力度，差旅及业务费用增加；财务费用 (-0.02 亿元，-4.67%) 小幅波动，主要系利息收入增加。但公司期间费用率 (10.39%，-0.44pcts) 有所下降，主要系研发费用 (0.37 亿元，-10.60%) 中材料费用 (0.11 亿元，-37.74%) 减少所致。

资产负债端来看，公司存货 (2.00 亿元，+6.53%) 略增，其中原材料 (0.41 亿元，-40.67%)，库存商品和发出商品总计为 (1.14 亿元，+100.85%)，公司采取以产定销模式，根据订单采购原材料，产成品的增加致使原材料库存减少，随着产成品的发货、确认，将提升公司业务规模。

现金流量端来看，公司 2023 年筹资活动产生的现金流量净额 0.73 亿元 (+217.17%)，主要系公司向不特定合格投资者公开发行股票取得募集资金所致；公司经营活动产生的现金流量净额 (1.61 亿元，+229.49%) 大幅增加，主要是公司本年货款支付以承兑为主，现汇支付大幅降低。

◆ 2024Q1 业绩保持增长，增势稳健

2024Q1，公司营收 (1.75 亿元，同比+15.71%)和归母净利润 (0.18 亿元，同比+48.04%)继续保持大幅增长，毛利率 (21.79%，同比+1.64pcts)和净利率 (10.20%，同比+2.33pcts)稳定提升。综合来看，公司业绩稳健，增长势头良好。

◆ 募投项目预计 2024 年落地，关联交易大幅增加

公司 2023 年北交所上市募投项目均在稳步推进中，计划 2024 年底基本实现全面投产。其中“清洁能源用金属复合材料升级及产业化项目”达产后将新增 1 万吨清洁能源用层状金属复合材料产品的能力，公司年产层状金属复合材料的能力将提升至 3.5 万吨，有效缓解公司产能压力的同时推动金属复合材料产品向清洁能源领域市场的拓展，增强公司竞争力。另一募

投项目“研发中心升级建设项目”将以客户需求为牵引、前沿技术发展方向为指引、未来发展机遇进行布局，实现新的技术突破，同时加强人才和技术双储备。

另外，公司 2024 年预计向关联方购买原材料、燃料和动力、接受劳务预计发生额达到 2.47 亿元，较 2023 年实际发生金额 2.01 亿元增长 23.14%，向关联方销售产品、提供劳务预计发生额为 0.66 亿元，较 2023 年实际发生金额 0.29 亿元增长 130.64%，关联交易规模的大幅提升表明了 2024 年公司业务量增长预期明确。

◆ 层状金属复合材料行业受益于进口替代及新领域应用的拓展

层状金属复合材料是通过爆炸复合、轧制复合或其他制备技术，实现复层金属与基层金属的结合，相较于单一材料，具有优越的耐腐蚀性、耐高温高压、机械性能。其最早应用于卫星过渡接头、火炮炮管等少数军事领域，随着层状金属复合材料技术的不断发展以及下游市场的拓展，其替代传统材料的进程也不断加快，已广泛应用于化工、冶金、电力、环保、航空航天、新能源等领域。而随着下游应用领域向核电、光伏、氢能等新能源领域的拓展，以及高端产品进口替代的逐步实现，有助于打开行业成长间。

◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 层状金属复合材料是我国重点发展的新材料项目之一，随着国家对核电、新能源、环保等产业的大力发展，对高性能、高质量的上游材料的需求十分迫切，层状金属复合材料市场空间广阔；
- 2) 公司是国内层状金属复合材料领军企业，材料的进口替代和国产化要求带动需求提升，同时下游行业的快速发展，叠加公司在核工业、超低温工程、航空航天、新能源等新领域新市场的积极拓展，以及海外市场的开拓，均将为公司业绩增长提供支撑；
- 3) 募投项目的落地为公司扩充产能、提高生产效率的同时，布局前瞻性技术，提升技术能力，增强公司市场竞争力。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 8.92 亿元、10.79 亿元、12.64 亿元，归母净利润分别为 0.96 亿元、1.15 亿元、1.38 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.06 元、1.27 元，首次覆盖，给予“买入”评级，2024 年 4 月 26 日收盘价 20.51 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 23.31 倍、19.35 倍、16.15 倍。

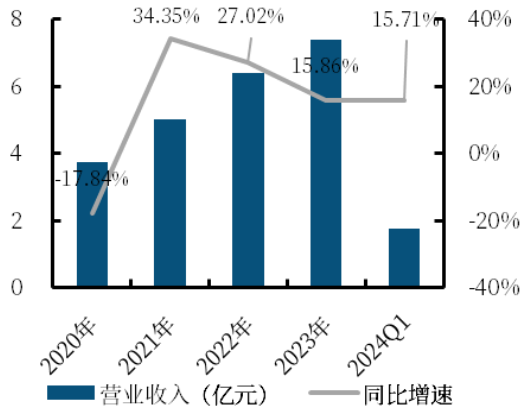
◆ 风险提示

市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、技术创新风险等。

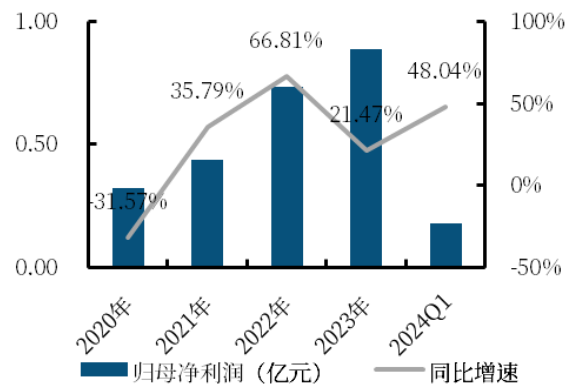
◆ 盈利预测

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	740.18	892.23	1079.46	1263.67
增长率	15.86%	20.54%	20.98%	17.06%
归属母公司股东净利润	88.85	95.71	115.20	138.14
增长率	21.41%	7.72%	20.37%	19.91%
每股收益(EPS) (元)	0.82	0.88	1.06	1.27

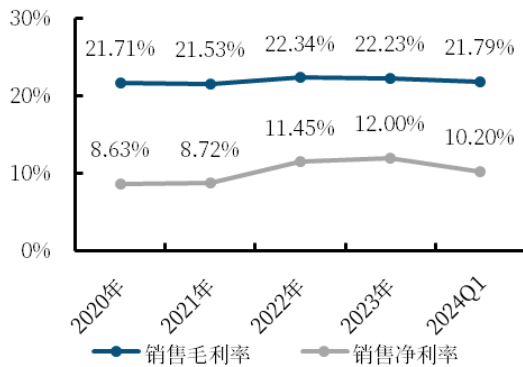
资料来源: iFind, 中航证券研究所

◆ 公司主要财务数据
图1 营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


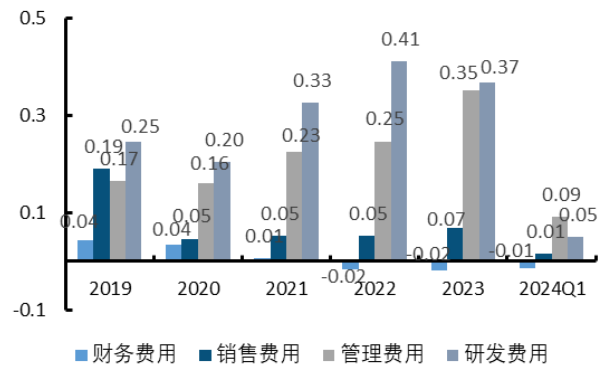
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


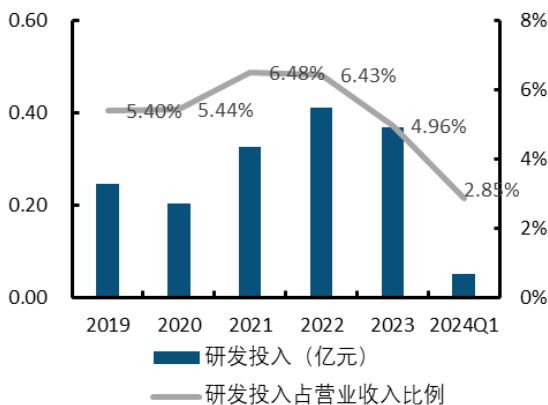
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 毛利率及净利率 (%)


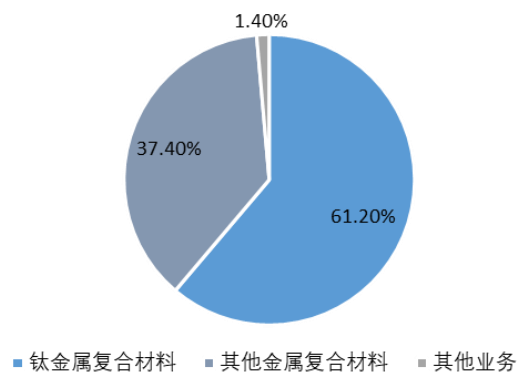
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 期间费用情况 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 研发占营收比例 (单位: 亿元; %)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 公司 2023 年产品结构 (单位: 亿元; %)


资料来源: wind, 中航证券研究所

板块拆分预测（数据单位：百万元）

		2023	2024E	2025E	2026E
钛金属复合材料	营业收入	452.99	524.29	607.49	698.62
	增长率	-3.47%	15.74%	15.87%	15.00%
	毛利率	24.87%	25.04%	25.11%	25.17%
其他金属复合材料	营业收入	276.85	356.63	459.59	551.51
	增长率	74.84%	28.82%	28.87%	20.00%
	毛利率	18.68%	19.03%	19.50%	20.00%
其他业务	营业收入	10.34	11.31	12.38	13.54
	增长率	-8.36%	9.38%	9.41%	9.41%
	毛利率	2.21%	10.16%	10.67%	10.92%

数据来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（数据单位：百万元）									
利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	740.18	892.23	1079.46	1263.67	货币资金	301.52	257.98	251.18	252.73
营业成本	575.60	691.93	835.98	976.05	应收票据及账款	244.92	267.60	304.44	340.91
税金及附加	4.80	5.89	7.02	8.21	预付账款	8.05	8.48	8.52	8.69
销售费用	6.87	8.30	10.04	11.75	其他应收款	0.35	0.42	0.51	0.60
管理费用	35.13	40.15	49.66	56.87	存货	199.83	228.72	247.06	286.24
研发费用	36.72	44.61	52.89	60.66	其他流动资产	5.09	6.14	7.43	8.70
财务费用	-1.80	-1.40	-1.22	-1.14	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.30	-3.57	-3.99	-4.42	固定资产	84.95	122.42	166.13	163.81
信用减值损失	0.74	-0.89	-1.08	-1.26	在建工程	3.63	3.03	2.42	1.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	37.38	37.08	38.78	37.30
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	4.72	4.25	3.78	3.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	8.81	12.87	13.13	13.34
资产处置收益	0.02	0.02	0.02	0.02	资产总计	899.24	948.98	1043.37	1117.43
其他收益	18.92	8.50	8.50	8.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	3.36
营业利润	99.23	106.81	128.55	154.12	应付票据及账款	214.65	208.53	229.38	220.64
营业外收入	0.02	0.02	0.02	0.02	其他流动负债	158.33	176.08	203.97	230.96
营业外支出	0.20	0.13	0.13	0.13	流动负债合计	372.98	384.61	433.34	454.96
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	6.00	6.77	7.48	6.08
利润总额	99.05	106.70	128.44	154.01	其他非流动负债	43.65	43.97	44.35	44.76
所得税	10.21	10.99	13.23	15.87	非流动负债合计	49.65	50.74	51.83	50.84
净利润	88.85	95.71	115.20	138.14	负债合计	422.64	435.35	485.18	505.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	108.95	108.95	108.95	108.95
归属母公司股东净利润	88.85	95.71	115.20	138.14	资本公积	238.38	238.38	238.38	238.38
现金流量表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	留存收益	129.28	166.30	210.87	264.31
经营性现金净流量	160.10	65.48	122.24	95.18	归属母公司权益	476.60	513.63	558.20	611.64
投资性现金净流量	5.50	-52.51	-60.34	-12.02	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	72.54	-56.52	-68.70	-81.60	股东权益合计	476.60	513.63	558.20	611.64
现金流量净额	238.35	-43.54	-6.80	1.56	负债和股东权益合计	899.24	948.98	1043.37	1117.43

数据来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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、未来也将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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637