

# 迈信林 (688685)

## 布局多项算力新业务，航空核心零部件厂商再起航

买入 (维持)

2024年10月24日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005  
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001  
sulz@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	324.01	293.67	598.39	912.96	1,301.38
同比 (%)	1.03	(9.37)	103.77	52.57	42.54
归母净利润 (百万元)	42.47	15.25	67.95	131.43	210.61
同比 (%)	(16.66)	(64.11)	345.72	93.42	60.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.29	0.10	0.47	0.90	1.45
P/E (现价&最新摊薄)	128.33	357.52	80.21	41.47	25.88

### 投资要点

- **航空核心零部件制造商，从军用到民用行业：**迈信林成立于2010年3月15日，公司始终专注于航空航天零部件的工艺研发和加工制造。公司主营业务分为航空航天和民用两大板块。一类是航空航天零部件及工装，包括整体结构件、飞机装配工装、高精度壳体、管路系统连接件、专用标准件及组件等，另一类是民用多行业精密零部件，主要包括精密结构件、电子控制类产品等。
- **联手光子算数，布局国产算力：**光计算正在走向商业化，光芯粒+电算力融合最先落地。光计算芯片采用光子替代电子完成对计算任务的加速处理，其性能发展极限相较电计算芯片具数量级的优势。光计算芯片加工采用国内成熟工艺，摆脱芯片对于海外先进制程光刻机的依赖，能够实现设计-加工-封装-测试的全流程国产化。光计算芯粒在“加速芯片、CPU”领域可触达市场超千亿，在车载市场潜力较大。光子算数技术领先，生态兼容，产品迭代迅速，是国产光计算领军者。公司与光子算数合作有望打通国产算力采购渠道，打开国产算力服务大门，为后期通过成立国产算力服务平台进行全国算力调度奠定了基础。
- **和苏州国资合作，布局算力租赁+调度：**公司与苏州国资委旗下苏州算力科技公司合作，公司将自有算力资源上架苏州市公共算力服务平台。苏州算力科技协助子公司进行算力资源池的建设、运维、运营等方面工作，共同打造算力资源核心竞争力。合作规划8000P算力，已有东吴证券、哈工大苏州研究院、企查查等签约客户。公司有望后续布局算力调度业务，算力调度类似于电力调度，是算力时代的国家电网。我们测算假设悲观、中性和乐观情况下，2025年中国算力调度潜在市场规模为444、710、887亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司新布局算力业务，在算力租赁、国产算力和算力调度多点发力。通过引入战略投资者，公司在算力领域的业务能力逐步完善，有望构建算力一体化解决方案能力，打开千亿市场空间。基于此，我们维持公司2024-2026年归母净利润预测分别为0.68/1.31/2.11亿元，对应PE为80/41/26倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 受航空航天装备领域发展影响较大的风险；2) 设备进口比例较高的风险；3) 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险；4) 与主要客户合作关系变化的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	37.48
一年最低/最高价	19.10/52.00
市净率(倍)	7.63
流通A股市值(百万元)	5,450.59
总市值(百万元)	5,450.59

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.91
资产负债率(% ,LF)	57.94
总股本(百万股)	145.43
流通A股(百万股)	145.43

### 相关研究

- 《迈信林(688685): 2024年中报点评: 归母净利润同比增长62.05%, 产能及加工效率得到有效提高》  
2024-08-29
- 《迈信林(688685): 2023年年报点评: 公司拓展算力租赁新业务, 多行业人工智能算力服务未来可期》  
2024-04-29

## 内容目录

1. 航空核心零部件制造商，布局算力新业务 .....	4
1.1. 主业从航空航天拓展到民用行业 .....	4
1.2. 公司股权集中，管理层从业经验丰富 .....	7
1.3. 营收稳健增长，研发投入促发展 .....	7
2. 联手光子算数，布局国产算力 .....	8
2.1. 光计算优势明显，市场空间广阔 .....	9
2.2. 光子算数技术、生态、产品迭代多点领先 .....	11
3. 和苏州国资合作，布局算力租赁+调度 .....	12
3.1. 成立合资公司，进入算力租赁+调度 .....	12
3.2. 算力调度：算力时代的国家电网 .....	13
4. 盈利预测与估值 .....	16
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 迈信林主营业务.....	5
图 2: 公司股权结构图 (截止 2024/10/21) .....	7
图 3: 2017-2023 年公司营业收入 .....	8
图 4: 2017-2023 年公司归母净利润 .....	8
图 5: 2017-2023 年公司营收结构 (亿元) .....	8
图 6: 2019-2023 年公司经营利润率 .....	8
图 7: 光计算主要应用领域.....	9
图 8: 中国加速服务器市场规模及份额 (右图市场份额数据时间为 2025 年) .....	10
图 9: 中国服务器市场规模及构成 (右图数据时间为 2025 年) .....	10
图 10: 中国汽车销量及汽车算力芯片市场规模.....	11
图 11: 光电混合计算加速卡迭代进程.....	12
图 12: 光连接产品迭代进程.....	12
图 13: 算力调度涉及的关键环节.....	14
图 14: 2019-2022 年中国 IaaS 市场规模 (公有云) .....	15
图 15: 2022 年中国公有云 IaaS 市场格局 .....	15
图 16: 中国算力基础设施高质量发展指标.....	15
表 1: 公司航空零部件加工的代表产品.....	5
表 2: 2025 年中国算力调度潜在市场规模测算.....	16
表 3: 营收预测 (百万元) .....	16
表 4: 可比公司估值 (截至 2024/10/24) .....	17

## 1. 航空核心零部件制造商，布局算力新业务

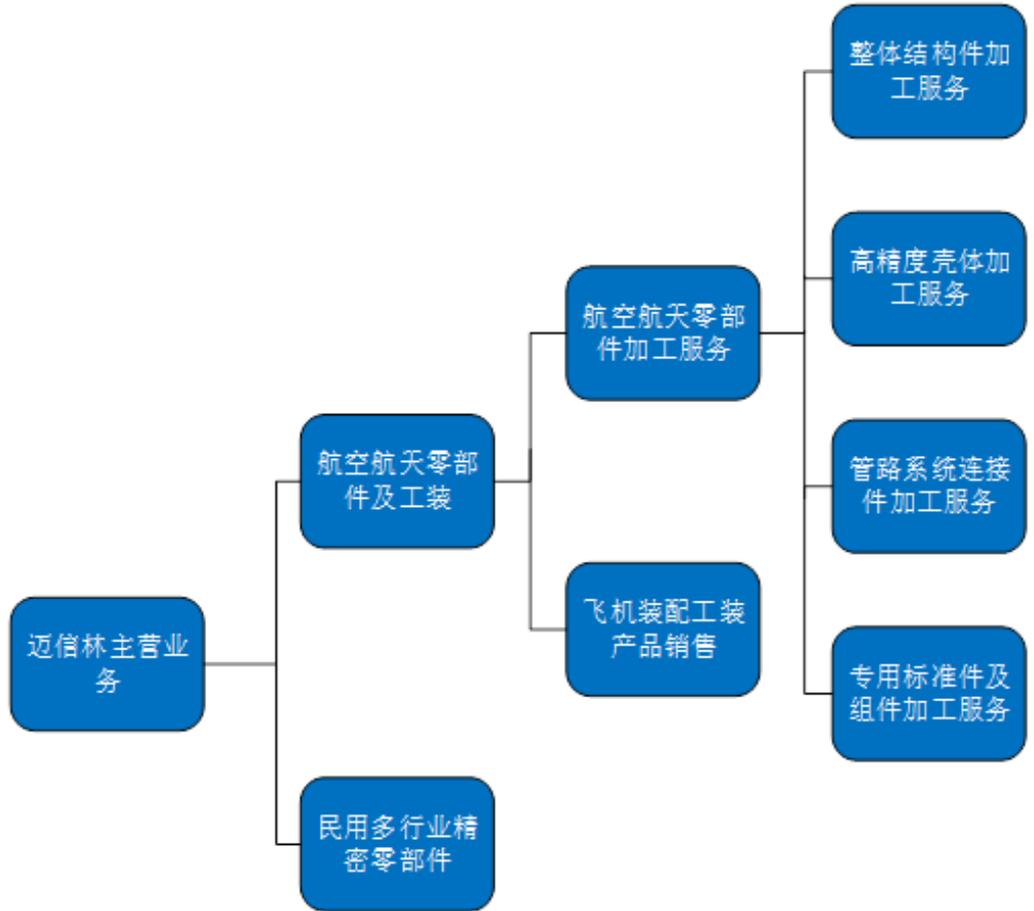
### 1.1. 主业从航空航天拓展到民用行业

迈信林成立于 2010 年 3 月 15 日，公司始终专注于航空航天零部件的工艺研发和加工制造。2015 年以来，公司在航空航天领域逐步形成了多项核心技术，加工产品的复杂度、精度不断提升，从以管路系统连接件、专用标准件及组件为主发展到以整体结构件为主，并拓展了飞机装配工装业务，直接向航空工业下属的主机厂销售占比持续提升。在立足航空航天领域的同时，公司将积累的精密制造技术逐步推展至多个行业，形成了民用多行业精密零部件业务，包括电子、半导体等领域。

公司主要产品或服务涉及航空航天、船舶、电子科技、半导体等领域，根据客户类型、生产经营模式等特点，可分为航空航天零部件及工装、民用多行业精密零部件两大业务板块，基本形成了“军品为主、民品为辅”的两翼发展格局，成为同时具备机体零部件、发动机零部件和机载设备零部件综合配套加工能力的民营航空航天零部件制造商。

公司主营业务分为航空航天和民用两大板块。一类是航空航天零部件及工装，包括整体结构件、飞机装配工装、高精度壳体、管路系统连接件、专用标准件及组件等，另一类是民用多行业精密零部件，主要包括精密结构件、电子控制类产品等。

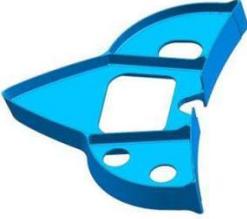
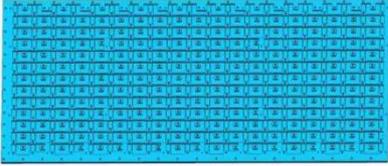
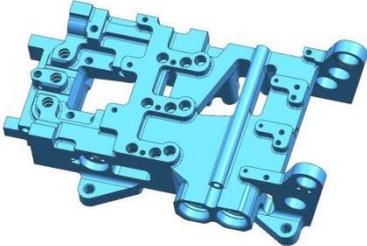
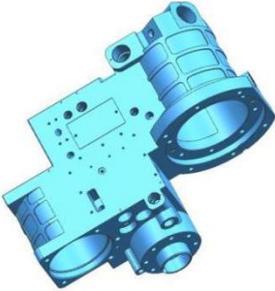
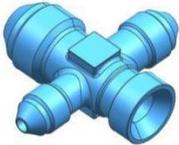
图1: 迈信林主营业务



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表1: 公司航空零部件加工的代表产品

公司加工代表产品	主要产品展示	产品功能
机身梁		具有结构件复杂特征的整体集成、薄壁、弱刚性等特点, 应用于现代先进航空器, 是缩短制造装配周期, 提高零部件互换性、降低航空器重量, 提升航空器整体性能的关键。
机翼架		具有复杂多样条曲面闭角结构, 比强度高, 是承担航空器复杂气动载荷条件下维持机体结构完整性的关键零件。

尾椎部件		属于航空器骨架，与纵梁铆接后外敷蒙皮构成航空器复杂气动外形，属于航空器纵向结构稳定的关键零件。
雷达天线 反射面板		用于利用金属反射面或 T-R 单元形成预定波束先进相控阵雷达。常用于微波和毫米波波段，在卫星通信、微波通信、雷达、遥感、生物电子技术中均获得广泛应用。
雷达天线 座		雷达座是天线的支撑与旋转的机械装置，要求其强度高，刚度好，耐冲击、振动、高温等。
舵机壳体		与油路、电路及蜗杆构成伺服系统，属于控制飞机飞行姿态的重要部件。
增压壳体		该产品主要应用于飞机的液压系统中，与复杂油路、作动活塞构成高度紧凑精密运动系统，是控制飞机燃料供给的重要部件。
管路系统 连接接头		连通管路所用的零部件，要求可靠性高、稳定性好。广泛应用于航空器环境控制、生命保障、燃油系统、液压系统、气动系统等。

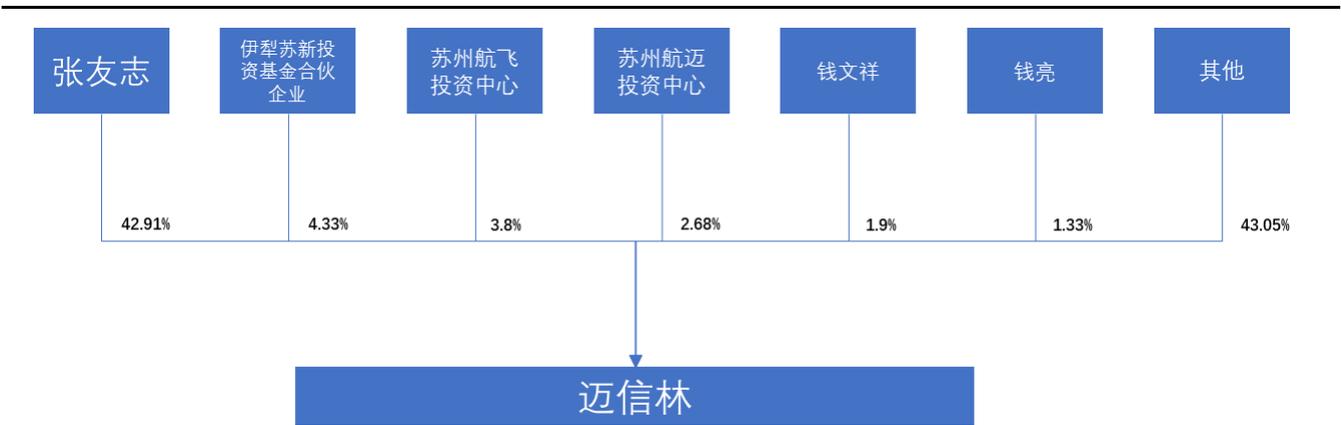
<p>导管连接 快卸卡箍</p>		<p>属于航空器管路连接关键部件，具备拆卸简便快捷、连接稳定可靠、抗疲劳性能优异的特点。是现代先进航空器提高可维护性的重要功能部件。</p>
------------------	---	--

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 1.2. 公司股权集中，管理层从业经验丰富

公司股权集中，创始人兼董事长张友志为公司实控人。截至 2024/10/21，张友志除直接持有公司 42.91%的股份外，还通过苏州航飞投资中心和苏州航迈投资中心间接持有公司股份。

图2：公司股权结构图（截止 2024/10/21）



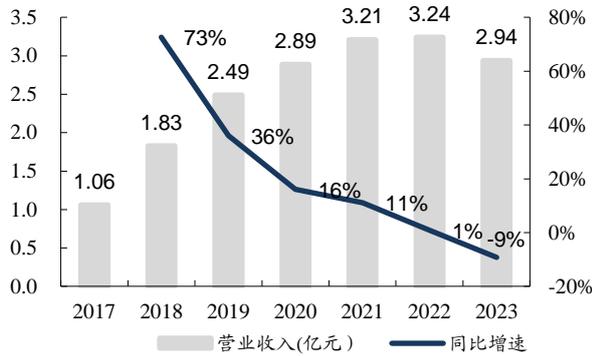
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司高管专业背景雄厚。董事长张友志历任多富电子（昆山）有限公司生产主管，昆山祥德精密电子有限公司生产主管，常州市康迪信电子有限公司副总经理，苏州美兰特进出口有限公司监事。

### 1.3. 营收稳健增长，研发投入促发展

2023 年，公司营业总收入 2.94 元，同比下降 9.37%；归母净利润 0.15 亿元，同比减少 64.11%。收入及利润比上年同期下降的主要系国家行业政策变动、定价规则调整、税收政策改变等持续性因素影响，公司客户部分批量性产品采购价格下浮调整，导致公司收入及销售毛利均下降；二是公司增加了航空异型精密机构件、高强度合金钢等难加工材料的加工工艺研发费用，新增购买 CNC 加工设备科研投入，本期比去年同期增加研发费用 0.05 亿元。

图3: 2017-2023 年公司营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

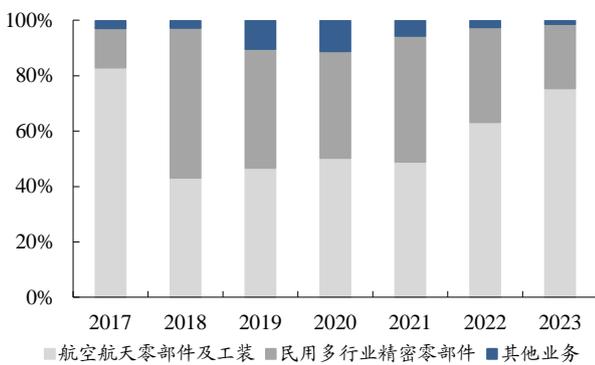
图4: 2017-2023 年公司归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

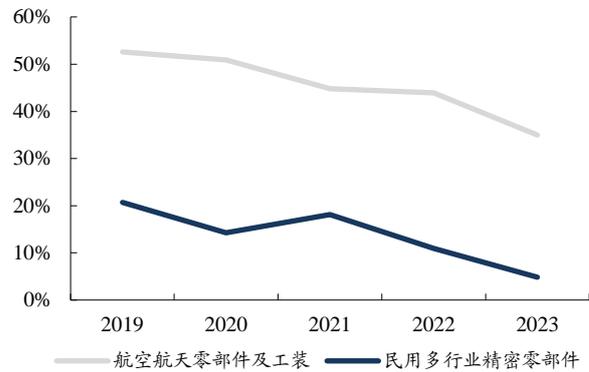
2023年,公司航空航天零部件及工装业务实现营收2.21亿元,同比增长7.66%;民用多行业精密零部件业务实现营收0.69亿元,同比下降37.91%。主要系市场环境变化、客户需求变动。毛利率方面,2019-2023年公司毛利率有所下降,主要系国家行业政策变动、定价规则调整、税收政策改变等持续性因素影响,公司客户部分批量性产品采购价格下浮调整。

图5: 2017-2023 年公司营收结构 (亿元)



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图6: 2019-2023 年公司经营利润率



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

## 2. 联手光子算数, 布局国产算力

**转让股份引入战略投资者。**2024年9月28日,公司公告控股股东、实际控制人张友志分别向白冰、徐迎辉转让迈信林5%股份。根据计划,公司与徐迎辉共同投资设立新的国产算力运营公司,重点开展国产算力的全方位运维服务。

**未来合作模式主要为:**白冰及其团队主要提供光子算力芯片解决方案,徐迎辉主要负责国产算力中心配套设备采购、建设、维护、推广、运营等工作。

**光子算数(北京)科技有限公司**成立于2017年,是国内首家光互联算力集群解决方案提供商,业内首家“专精特新”企业,致力于光互联算力集群系统的组建、交付与

运营。

公司核心团队来自北京交通大学光波技术研究所。董事长白冰是北京交通大学博士，军委科技委、国家自然科学基金委等光计算芯片重大研发项目的核心成员，参与北京市科委、中电科等光计算芯片重大研发项目。

## 2.1. 光计算优势明显，市场空间广阔

**光计算优势显著。** 1) 国内的光电子芯片技术以及产业发展仍处于早期，但与国际上该领域的研究团队在技术上相差无几。2) 光计算芯片采用光子替代电子完成对计算任务的加速处理，其性能(算力、功耗、延时)发展极限相较电计算芯片具数量级的优势，是电计算芯片的颠覆性替代技术。3) 是光计算芯片的加工采用国内成熟工艺，摆脱芯片对于海外先进制程光刻机的依赖，能够实现设计-加工-封装-测试的全流程国产化，产能可靠。

**光计算正在走向商业化，光芯粒+电算力融合最先落地。** 光计算芯片定位于突破电计算芯片性能天花板，目前产业生态越发成熟，行业处于商业化初步阶段。光芯粒+电算力融合芯片将是光计算芯片产业化落地的最初形态，将在部分通用场景最先落地，诸如算力数据中心、特种应用场景等。

图7：光计算主要应用领域



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

光计算芯粒在“加速芯片、CPU”领域可触达市场超千亿。根据 IDC 预测，2025 年中国加速服务器市场规模达到约 111 亿美元。加速服务器 70%成本为 GPU 等加速芯片板卡，可以预计 2025 年国内加速芯片板卡市场约为 77 亿美元，2021-2025 年复合增速 17%以上。

图8：中国加速服务器市场规模及份额（右图市场份额数据时间为 2025 年）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

**服务器 CPU 市场：**根据 IDC 预测 2025 年中国服务器市场为 410 亿美金，其中高性能及推理型服务占据 70%的市场份额，CPU 芯片占两种类型服务器成本 25%左右，机器学习型 10%成本。按此计算 2025 年，整体服务器 CPU 芯片市场 83 亿美元，2021-2025 年复合增速 12%以上。

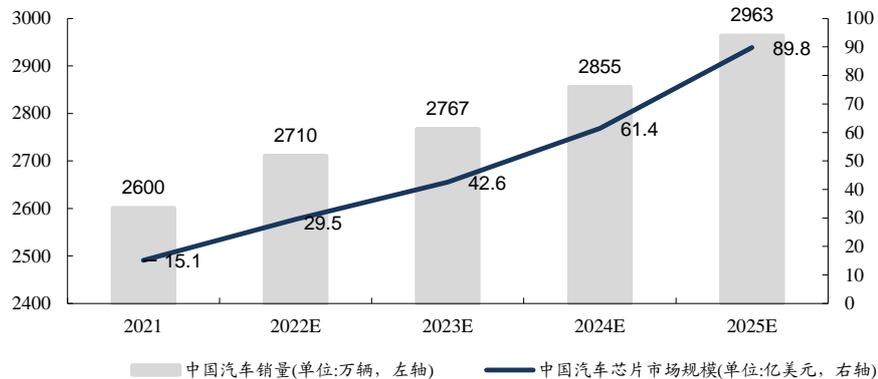
图9：中国服务器市场规模及构成（右图数据时间为 2025 年）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

**车载算力芯片市场：市场潜力最大。**汽车智能化升级带动车载计算芯片成为智能汽车产业价值核心：2020 年汽车领域芯片需求量已占全球芯片市场 11.4%，持续上涨的算力需求将驱动车载计算芯片市场规模增长，车载计算芯片市场将迎来高速发展期。亿欧智库测算，2021 年中国车载计算芯片市场规模将达 15.1 亿美元，2025 年市场规模将迅速增长至 89.8 亿美元，年均复合增速超过 56%。

图10: 中国汽车销量及汽车算力芯片市场规模



数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所

## 2.2. 光子算数技术、生态、产品迭代多点领先

**技术上:** 1) 公司芯片架构采用超高算力密度的光计算芯片架构。相较 MZI 方案算力密度提高 2-5 个数量级。2) 采用多层结构: 光计算芯片(芯粒)采用层间特殊垂直定向耦合结构(如图), 具有耦合效率高、容差大的优势, 能够高效连接多层光计算网络, 拓展算力规模。3) 采用芯片微装: 光计算芯片(芯粒)采用 2.5D 光芯片微组装技术(如图), 实现紧凑型小尺寸、低功耗集成, 可满足高算力、高效计算场景需求。

**生态兼容上:** 1) 在软件开发方面, 构建“光-GPU 融合算子库”, 通过与 GPU 公司成熟工具链的深度透明融合, 可实现对于主流软件生态和 DL 框架的兼容支持, 提高应用开发灵活性和易用性, 降低迁移成本。

**采用合封技术:** 在 2.5D 微组装封装方案, 以及打通软件生态的基础上, 进一步采用 TSV 和 interposer 技术, 实现光计算芯粒、GPU、HBM 的 3D 封装集成(下图), 可提高数据搬运效率, 实现相较于纯 GPU 芯片在算力规模、能效比方面的翻倍提升, 这将是下一代与未来 2 年的产品形态。

**产品应用广:** 公司产品面向 AI 训练、AI 推理、HPC、图形渲染、视频编解码等领域开展了全方位的产品管线布局, 覆盖各类传统 GPU 云、边、端等应用场景, 已完成超过 200 个算法模型的适配, 可满足 CV/NLP/推荐等多种 AI 任务的训练/推理需求, 也可用于 HPC、图形渲染、超分等任务。

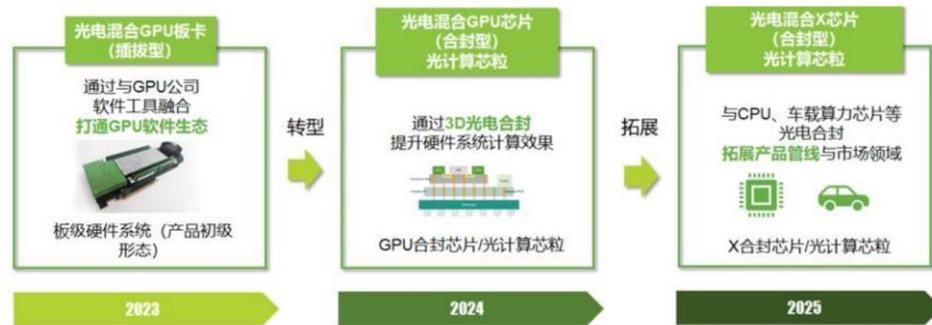
可插拔型光电混合精度计算架构产品光计算部分基于光计算芯片采用可插拔形式, 能够提供额外的光学算力, 并支持低成本迭代升级; 并与 GPU 结合对算法关键部分进行光学加速, 支持 FP32、FP/BF16、INT32/16/8 等多精度数据混合训练、推理模式。

### 产品快速迭代快:

基于光计算芯片(芯粒)开发光电混合计算加速卡, 当前产品为光电混合 GPU 板

卡（插拔型），产品管线包括推理加速卡、训练加速卡（可同时支持训练和推理功能）以及渲染加速卡。

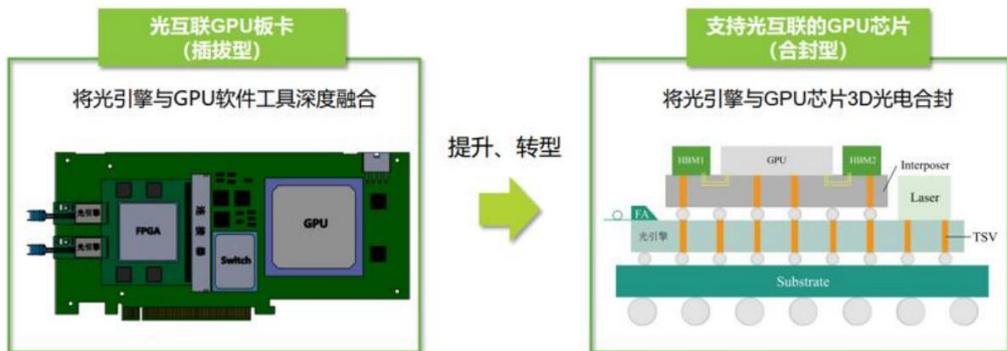
图11: 光电混合计算加速卡迭代进程



数据来源: 公司官方资料, 东吴证券研究所

光连接产品: 目前在研与交换机直连的光互联 GPU 板卡（插拔型），未来将推出支持光互连的合封型产品，其功能主要实现 GPU 卡之间的互连，将 GPU 连接成集群，提供更强大的算力。光互联输可以大大降低延时和能耗，并且提高带宽。

图12: 光连接产品迭代进程



数据来源: 公司官方资料, 东吴证券研究所

### 3. 和苏州国资合作，布局算力租赁+调度

#### 3.1. 成立合资公司，进入算力租赁+调度

迈信林于 2024 年 1 月 26 日成立控股子公司苏州瑞盈智算科技有限公司（以下简称“瑞盈科技”或“子公司”）。

合作方是苏州算力科技。苏州算力科技有限公司（以下简称“苏州算力科技”）是苏州市大数据集团有限公司全资组建的市属二级国有企业，以统筹全市算力资源，打造算网一体化为目标，抢先布局区域算力资源，把握国家“东数西算”布局机遇，全力打造区域算力枢纽中心。

合作建设智算中心。苏州市人工智能（太湖）算力中心（暨吴中区人工智能算力中

心)是公司联合苏州市大数据集团有限公司,在吴中区政府大力支持下建设的高水平、大规模、全球领先的人工智能算力中心。算力中心由公司子公司投资建设,苏州算力科技有限公司协助运营管理。

**合作规划 8000P 算力,已有签约客户。**苏州市人工智能(太湖)算力中心建设地点位于吴中区太湖街道龙翔路 68 号太湖新城能源中心大厦,共规划上架 500 台全球先进的高端智能算力设备,算力规模 8000P 左右。本次签约还同时与东吴证券股份有限公司、哈工大苏州研究院、企查查科技股份有限公司、中国移动通信集团、中国电信、浪潮电子信息产业股份有限公司、新国脉数字文化股份有限公司成为生态合作伙伴,算力中心将发挥苏州市人工智能的研发优势、人才优势、产品优势,撬动人工智能产业发展,形成人工智能产业技术研发与商业应用双闭环,推动苏州市人工智能产业的集聚发展。

**合作内容:**公司及子公司将自有算力资源上架苏州市公共算力服务平台。苏州算力科技协助子公司进行算力资源池的建设、运维、运营等方面工作,共同打造算力资源核心竞争力。

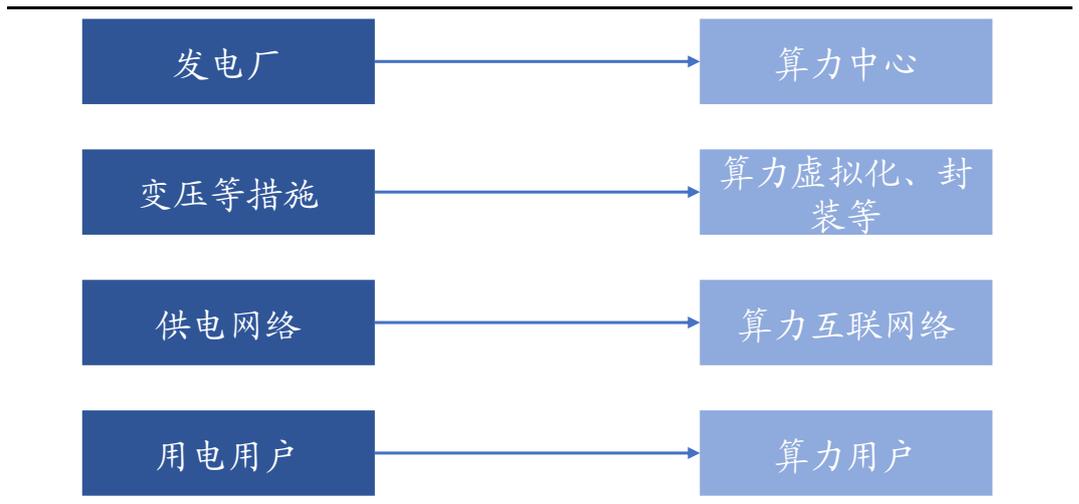
**合作进展:**截至 2024 年 6 月 30 日,公司合计持有服务器 256 台,采购进度符合预期。2024 年 7 月,瑞盈智算调整股权结构,引进战略股东思必驰及盖睿医疗。盖睿医疗自成立以来始终专注基础医疗领域,自主研发业务终端及系统平台,力争打造没有围墙的基层网格化医院和全国最大的基础医疗科技服务支撑网络。思必驰主要面向智能汽车、IoT 等行业提供大模型人机对话软件产品以及 AI 芯片、模组、整机等硬件产品。

### 3.2. 算力调度:算力时代的国家电网

**算力调度类似于电力调度。**算力中心可以类比发电厂,算力的用户是大模型、应用等厂商,算力调度就是通过对算力的调度,使得一定范围内算力的需求和供给达到平衡。算力调度网络建成后能够用集群力量弥补国产单芯片能力较弱的短板;提升不同地区的算力利用率;满足客户对异构算力的多样化需求。

**算力调度运营是算力调度商业模式较好的环节:**算力调度分为基础设施建设、算力调度平台建设、服务运营和算力应用层。算力调度运营是商业模式较好、空间较大的环节。算力调度运营能够坐拥平台流量,帮助客户解决闲置算力,有望实现“抽成”商业模式。从算力调度的范围来看,可以分为全国算力调度、区域算力调度、企业级算力调度。

图13: 算力调度涉及的关键环节



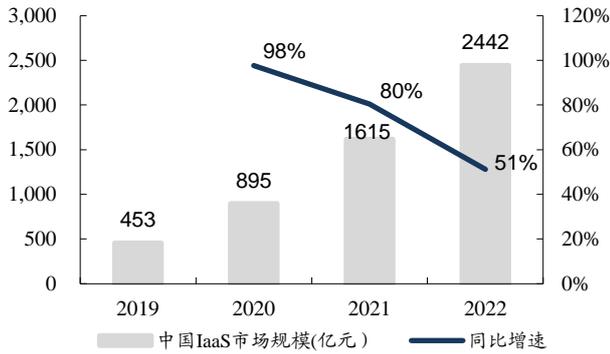
数据来源：中国信通院，东吴证券研究所

当前中国算力调度市场处于早期阶段，市场格局较为分散，参与者众多。根据主导方不同，目前主要有四种类型的算力调度平台：运营商主导、政府主导、企业主导、行业机构主导。

**算力调度商业模式展望：**1) 基础设施与算力平台等一次性项目建设和后续运维。当前我国算力网络建设还处于早期阶段，需要算力网络和算力调度平台等基础软硬件建设。2) 算力调度平台运营抽成费用。算力调度运营方对接供需双方，将算力利用起来，有望从中抽成。3) 算力调度的其他生态费用。算力调度平台不仅仅是提供算力的运营，未来有望进一步发展成为应用商店，客户不但能够购买算力，还能购买相关工具和应用，衍生类似“App Store”的生态费用。

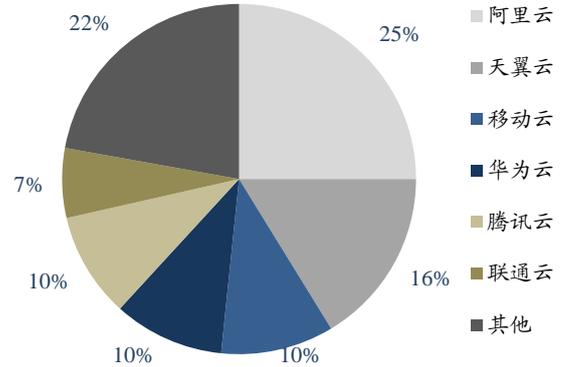
**2022 年中国 IaaS 市场规模为 3413 亿元。**我们认为 IaaS 市场包括了通用计算、AI 计算和超算。根据中国信通院数据，2022 年中国公有云 IaaS 市场规模为 2442 亿元，我们测算 2022 年中国私有云 IaaS 市场规模为 971 亿元，则 2022 年中国 IaaS 市场规模为 3413 亿元。

图14: 2019-2022 年中国 IaaS 市场规模 (公有云)



数据来源: 中国信通院, 东吴证券研究所

图15: 2022 年中国公有云 IaaS 市场格局



数据来源: 中国信通院, 东吴证券研究所

根据《算力基础设施高质量发展行动计划》，中国 2025 年算力规模为 300EFLOPS，是 2023 年的 1.4 倍。根据中国工程院院士郑纬民、福卡智库等提供数据，2022 年，中国算力利用率仅为 30%，私有云更低。我们按 2025 年 35% 利用率计算，2025 年只需要盘活的 IaaS 市场空间就有 8874 亿元。

图16: 中国算力基础设施高质量发展指标

	序号	指标	2023 年	2024 年	2025 年
计 算 力	1	算力规模 (EFLOPS)	220	260	300
	2	智能计算中心 (个)	30	40	50
	3	智能算力占比 (%)	25	30	35

数据来源: 工信部等六部门, 东吴证券研究所

算力调度运营商能够实现“抽成”收入。算力调度运营商能够连接算力供需，同时提供算力封装和算力计量等服务，我们预计可以从算力租赁费用中收取调度费，实现“抽成”收入。淘宝、京东等电商平台佣金抽成比例一般约为 2% 以上，国家电网的输配电价占销售电价约 30%。算力调度比电商平台难度更高，需要提供算力封装等增值服务，抽成比例有望更高，但由于不承担硬件建设成本，应低于输配电价占比。

我们假设悲观、中性和乐观情况下抽成比例分别为 5%、8%、10%。我们测算对应 2025 年中国算力调度潜在市场规模为 444、710、887 亿元。

表2: 2025年中国算力调度潜在市场规模测算

2022年中国 IaaS 市场规模(亿元)	3413		
2025年中国 IaaS 市场规模(亿元)	4778		
2025年中国算力利用率	35%		
2025年中国需盘活算力规模(亿元)	8874		
调度费率	5%	8%	10%
2025年潜在调度费用市场规模(亿元)	444	710	887

数据来源: 中国信通院, 国家电网, 中国工程院, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

**航空航天零部件及工装业务:** 受益于十四五期间我国先进军机加速放量, 以及公司布局的特种工艺处理业务逐步提升。公司现阶段正处于重要的客户业务布局阶段, 前几大客户业务占比有望提升。我们预计 2024-2026 年公司该业务同比增速分别为 45%/30%/22%。

**民用多行业精密零部件:** 民品和其他业务预计在保持现有规模和利润率水平下, 与航空航天零部件板块相辅相成, 公司期望不断丰富产品线来提高市场渗透率与占有率, 多方位增强公司的业绩增长能力。我们预计未来受到军品业务协同拉动获得一定提升, 2024-2026 年公司该业务同比增速分别为 300%/80%/60%。

**其他业务:** 该业务非公司主营业务, 预计 2024-2026 年公司该业务同比增速分别为 -18%/-40%/-3%。

表3: 营收预测(百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
航空航天零部件及工装	204.93	220.63	319.92	415.89	507.39
同比增长率	31%	8%	45%	30%	22%
占比	63%	75%	53%	46%	39%
毛利率	44%	35%	45%	46%	47%
民用多行业精密零部件	110.71	68.74	274.98	494.96	791.94
同比增长率	-24%	-38%	300%	80%	60%
占比	34%	23%	46%	54%	61%
毛利率	11%	5%	20%	25%	30%
其他业务收入	8.37	4.29	3.50	2.11	2.06
同比增长率	-54%	-49%	-18%	-40%	-3%
占比	3%	1%	1%	0%	0%
毛利率	23%	78%	20%	20%	20%
收入总计	324.01	293.67	598.39	912.96	1301.38

同比增长率	1%	-9%	104%	53%	43%
成本总计	219.91	209.84	398.74	597.49	824.92
同比增长率	1%	-5%	90%	50%	38%
毛利率	32%	29%	33%	35%	37%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

根据业务相似性原则，我们选取爱乐达和广联航空作为可比公司。截至 2024 年 10 月 24 日，可比公司 2024 年平均 PE 为 102 倍，而迈信林 2024 年 PE 为 80 倍，低于可比公司。另外，迈信林新布局算力业务，打开广阔市场空间，有望给公司营收带来较大增量，应当给予一定估值溢价。

表4：可比公司估值（截至 2024/10/24）

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300696	爱乐达	51.65	0.69	0.33	0.44	0.61	75	157	117	85
300900	广联航空	76.53	1.05	1.62	2.21	2.83	73	47	35	27
	平均值						74	102	76	56
688685	迈信林	54.51	0.15	0.68	1.31	2.11	358	80	41	26

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：迈信林盈利预测数据为东吴证券研究所预测，可比公司爱乐达和广联航空盈利预测数据为 Wind 一致预期数据

基于公司在航天及民用零部件精密加工领域的领先地位，将受益于十四五期间我国先进军机加速放量，以及公司布局的特种工艺处理业务逐步兑现业绩。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 0.68/1.31/2.11 亿元，对应 PE 为 80/41/26 倍，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**受航空航天装备领域发展影响较大的风险：**公司来自航空航天领域的营业收入及毛利的金额、占比均最高。若未来航空航天装备领域发展出现不利因素，将影响下游客户对公司产品及服务的需求，对公司经营状况造成不利影响。

**设备进口比例较高的风险：**公司主要研发和生产设备，期末在建工程及募投项目中的机器设备均存在进口的情形，机器设备主要进口国家为奥地利、德国、韩国、日本。若未来主要设备进口国的进出口政策及上述企业的自身经营战略发生变化，公司无法进口上述企业的设备，则会对公司后续生产经营的扩大产生不利影响。

**暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险：**公司为军工客户主要提供航空航天零部件加工服务，部分客户会与公司签订暂定价合同。针对签订暂定价合同的产品或服务，公司按照暂定价格入账确认收入，暂定价格与审定价格的差额计入审定价格当期的收入。如果暂定价格与审定价格差异较大，可能导致公司存在收入及业绩波动的风险。

与主要客户合作关系变化的风险：航空航天零部件及工装业务的主要客户均为国有大型军工集团。若未来公司与客户的合作关系发生重大不利变化，或客户的经营状况或需求发生重大不利变化，将对公司经营状况产生不利影响。

迈信林三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>416</b>	<b>716</b>	<b>1,053</b>	<b>1,458</b>	<b>营业总收入</b>	<b>294</b>	<b>598</b>	<b>913</b>	<b>1,301</b>
货币资金及交易性金融资产	94	80	90	100	营业成本(含金融类)	210	399	597	825
经营性应收款项	217	444	677	965	税金及附加	2	4	5	8
存货	94	175	262	362	销售费用	8	17	21	30
合同资产	0	0	0	0	管理费用	34	69	91	130
其他流动资产	11	18	24	31	研发费用	25	51	68	98
<b>非流动资产</b>	<b>451</b>	<b>491</b>	<b>530</b>	<b>568</b>	财务费用	(2)	1	4	7
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	7	13	17	25
固定资产及使用权资产	246	266	285	304	投资净收益	0	1	0	0
在建工程	35	35	35	35	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	35	54	73	92	减值损失	(5)	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	1	1	2	2
长期待摊费用	6	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>16</b>	<b>74</b>	<b>144</b>	<b>231</b>
其他非流动资产	126	126	126	126	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>868</b>	<b>1,207</b>	<b>1,582</b>	<b>2,026</b>	<b>利润总额</b>	<b>17</b>	<b>75</b>	<b>144</b>	<b>231</b>
<b>流动负债</b>	<b>152</b>	<b>386</b>	<b>621</b>	<b>841</b>	减:所得税	1	2	4	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	146	264	349	<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>72</b>	<b>140</b>	<b>224</b>
经营性应付款项	124	229	344	475	减:少数股东损益	1	4	8	13
合同负债	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>15</b>	<b>68</b>	<b>131</b>	<b>211</b>
其他流动负债	18	10	13	17	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.10	0.47	0.90	1.45
非流动负债	13	13	13	13	EBIT	16	71	140	225
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	49	81	151	236
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.55	33.37	34.55	36.61
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	5.19	11.36	14.40	16.18
其他非流动负债	13	13	13	13	收入增长率(%)	(9.37)	103.77	52.57	42.54
<b>负债合计</b>	<b>165</b>	<b>399</b>	<b>634</b>	<b>854</b>	归母净利润增长率(%)	(64.11)	345.72	93.42	60.24
归属母公司股东权益	692	794	925	1,136					
少数股东权益	11	15	23	37					
<b>所有者权益合计</b>	<b>703</b>	<b>809</b>	<b>948</b>	<b>1,172</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>868</b>	<b>1,207</b>	<b>1,582</b>	<b>2,026</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	27	(134)	(54)	(18)	每股净资产(元)	6.19	5.46	6.36	7.81
投资活动现金流	(163)	(48)	(48)	(47)	最新发行在外股份(百万股)	145	145	145	145
筹资活动现金流	(46)	168	112	75	ROIC(%)	2.16	8.24	12.55	15.95
现金净增加额	(183)	(14)	10	10	ROE-摊薄(%)	2.20	8.56	14.21	18.55
折旧和摊销	33	10	11	12	资产负债率(%)	19.02	33.02	40.07	42.13
资本开支	(169)	(49)	(48)	(47)	P/E(现价&最新股本摊薄)	357.52	80.21	41.47	25.88
营运资本变动	(28)	(217)	(209)	(260)	P/B(现价)	6.06	6.87	5.89	4.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>