


## 营收保持较快增长，多品类扩张有序推进

 证券研究报告

 **投资评级:增持(维持)**

<b>基本数据</b>	<b>2023-04-27</b>
收盘价(元)	34.09
流通股本(亿股)	0.70
每股净资产(元)	8.55
总股本(亿股)	1.64

最近 12 月市场表现


**分析师** 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

### 相关报告

- 《Q3 收入保持较快增长，拟发行转债布局未来》 2022-10-27
- 《上半年业绩略超预期，“1+N”一站式服务商雏形已现》 2022-08-16

### 核心观点

- ❖ **事件:** 公司 2022 年实现营收 19.30 亿元同增 30.27%; 归属母公司净利润 1.7 亿元同增 7.89%; 扣非归属母公司净利润 1.44 亿元同增 5.13%。2023Q1 实现营收 3.80 亿元同增 44.85%; 归属母公司净利润 0.02 亿元同降 64.51%; 扣非归属母公司净利润-0.08 亿元。
- ❖ **多品类扩张有序推进，收入持续较快增长。** 分业务看，2022 年公司铝模/防护平台/装配式预制件/废料/其他营收分别为 12.93/2.02/1.92/1.77/0.65 亿元，同比 13.30%/54.25%/381.55%/22.26%/171.94%，防护平台及预制件业务增长较快；分地区看，境内/外营收 16.39/2.91 亿元，同增 22.10%/109.09%，境外业务增长迅速；分季度看，公司 2022Q1-2023Q1 营收 2.62/5.19/5.20/6.28/3.80 亿元，增速 16.89%/36.41%/29.23%/32.57%/44.85%，其中，2022Q4/2023Q1 归母净利润 0.50/0.02 亿元，增速-16.75%/-64.51%。尽管一季度为传统淡季，受益于国内模架业务量增加、积极开拓国际市场业务以及装配式 PC 构件产销量增加，公司 23Q1 营收保持较快增长；但部分项目延期叠加公司防护平台业务规模扩张太快，导致折旧成本较高，使公司业绩短期承压。
- ❖ **毛利率有所下滑，规模扩张推动费用率改善。** 公司 2022 年毛利率 30.95% 同降 1.51pct，2023Q1 毛利率 24.09% 同降 5.84pct，主要系毛利率较低的防护平台及装配式预制件业务规模占比上升所致。2022 年期间费用率 17.95% 同降 1.16pct，其中，管理(含研发)/销售/财务费用率分别为 9.30%/6.65%/2.01%，同比-0.74pct/-0.32pct/-0.11pct；资产及信用减值损失率为 3.05% 同增 1.82pct；归母净利率为 9.19% 同降 1.91pct。公司 2022 年经营现金流净流出 2.25 亿元同比多流出 3.98 亿元，主要系应收账款及对外采购付款增加；收现比为 77.06% 同降 18.36pct，付现比为 92.47% 同增 13.22pct。截至 2023Q1，公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 1.033/3.74/7.59/1.96 亿元，较年初分别变动-1.56%/29.38%/20.59%/8.87%。
- ❖ **可转债发行落地，业务规模及品类或加快扩张。** 公司近期可转换债券发行落地，资金分别用于建设江门志特生产基地(二期)及重庆志特生产基地(一期)，预计分别于江门/重庆形成年产 30/60 万平方米铝模及 1 万/5 千个机位附着式升降作业安全防护平台产能。新建产能将更好覆盖华南、西南地区，在业务上更好补齐防护平台与铝模业务配套率，提升客单价。此外，公司积极布局“一带一路”市场，目前公司在马来西亚、新加坡和柬埔寨均有业务布局，部分项目已处施工阶段，例如新加坡 DTSS2-T11 公建排水隧道竖井项目，公司为该项目提供了定制化模架产品，并派遣人员在海外公司长期驻场，针对不同直径竖井制定个性化解决方案，彰显了公司的技术和服务实力。
- ❖ **投资建议:** 短期，我们关注开工复工数据回升以及地产温和复苏带来的下游需求释放，长期来看，“以铝代木”政策驱动及叠加铝模板经济效益显著将带来业绩及市占率双重提升。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为

2.47/3.32/4.49 亿元，同增 39.32%/34.50%/35.05%，EPS 分别为 1.51/2.03/2.74 元，当前股价对应 PE 为 22.61/16.81/12.44 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济波动的风险；上游原材料价格波动风险；流动性风险

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1481	1930	2768	3757	4934
收入增长率(%)	32.30	30.27	43.46	35.72	31.33
归母净利润(百万元)	164	177	247	332	449
净利润增长率(%)	-2.39	7.89	39.32	34.50	35.05
EPS(元/股)	1.09	1.08	1.51	2.03	2.74
PE	58.72	35.88	22.61	16.81	12.44
ROE(%)	13.35	12.68	15.03	17.02	18.92
PB	6.08	4.54	3.40	2.86	2.35

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1481.17</b>	<b>1929.57</b>	<b>2768.18</b>	<b>3757.03</b>	<b>4934.30</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1000.49	1332.46	1946.03	2621.55	3441.20	营业收入增长率	32.3%	30.3%	43.5%	35.7%	31.3%
营业税费	11.90	18.45	26.30	35.69	46.88	营业利润增长率	-5.2%	6.8%	40.7%	36.0%	36.6%
销售费用	103.15	128.23	174.40	232.94	300.99	净利润增长率	-2.4%	7.9%	39.3%	34.5%	35.1%
管理费用	73.91	86.07	132.87	178.46	231.91	EBITDA 增长率	43.3%	4.0%	-11.4%	30.0%	24.8%
研发费用	74.71	93.30	138.41	187.85	246.71	EBIT 增长率	-8.9%	8.7%	71.6%	38.5%	33.1%
财务费用	31.39	38.80	51.19	69.79	78.23	NOPLAT 增长率	-5.6%	6.9%	71.2%	38.5%	33.1%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	44.0%	45.0%	11.3%	15.6%	16.4%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	81.3%	17.8%	16.8%	18.4%	21.4%
投资和汇兑收益	0.94	2.07	1.66	2.25	2.96	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>201.04</b>	<b>214.62</b>	<b>301.88</b>	<b>410.67</b>	<b>560.89</b>	毛利率	32.5%	30.9%	29.7%	30.2%	30.3%
加:营业外净收支	1.07	0.02	1.00	1.00	1.00	营业利润率	13.6%	11.1%	10.9%	10.9%	11.4%
<b>利润总额</b>	<b>202.12</b>	<b>214.64</b>	<b>302.88</b>	<b>411.67</b>	<b>561.89</b>	净利润率	11.8%	9.5%	9.3%	9.3%	9.7%
减:所得税	27.02	31.79	45.43	61.75	84.28	EBITDA/营业收入	68.2%	54.4%	33.6%	32.2%	30.6%
<b>净利润</b>	<b>164.43</b>	<b>177.40</b>	<b>247.15</b>	<b>332.42</b>	<b>448.95</b>	EBIT/营业收入	15.6%	13.0%	15.6%	15.9%	16.1%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	190.90	216.79	-332.14	-426.74	-433.48	固定资产周转天数	343	310	256	198	147
交易性金融资产	25.91	19.00	19.00	19.00	19.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-19</b>	<b>41</b>	<b>104</b>	<b>115</b>	<b>129</b>
应收帐款	490.90	1010.84	1409.77	1871.56	2429.31	流动资产周转天数	263	320	234	226	232
应收票据	30.46	38.11	54.17	71.07	93.41	应收帐款周转天数	94	140	160	162	162
预付帐款	15.94	9.16	19.46	26.22	34.41	存货周转天数	72	70	70	72	70
存货	230.70	289.45	467.34	581.28	756.97	总资产周转天数	595	633	540	454	403
其他流动资产	67.28	86.17	108.17	143.17	193.17	投资资本周转天数	467	520	403	344	304
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	13.3%	12.7%	15.0%	17.0%	18.9%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.8%	4.5%	5.6%	6.5%	7.5%
投资性房地产	1.34	1.24	1.24	1.24	1.24	ROIC	10.6%	7.8%	12.0%	14.4%	16.4%
固定资产	1393.57	1637.54	1944.51	2040.97	1987.19	费用率					
在建工程	133.16	276.53	296.53	316.53	336.53	销售费用率	7.0%	6.6%	6.3%	6.2%	6.1%
无形资产	206.49	233.70	277.70	329.70	389.70	管理费用率	5.0%	4.5%	4.8%	4.8%	4.7%
其他非流动资产	13.25	8.08	8.08	8.08	8.08	财务费用率	2.1%	2.0%	1.8%	1.9%	1.6%
<b>资产总额</b>	<b>2851.48</b>	<b>3933.41</b>	<b>4377.09</b>	<b>5102.57</b>	<b>5948.61</b>	三费/营业收入	14.1%	13.1%	12.9%	12.8%	12.4%
短期债务	366.86	626.08	726.08	776.08	806.08	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	227.69	434.19	538.83	626.31	711.94	资产负债率	54.8%	61.4%	59.5%	58.8%	57.1%
应付票据	165.77	195.39	183.00	195.67	224.92	负权益占比	121.2%	159.0%	146.7%	142.9%	133.3%
其他流动负债	108.54	27.60	35.60	41.60	45.60	流动比率	0.81	0.90	0.87	0.99	1.19
长期借款	221.22	449.94	519.94	609.94	699.94	速动比率	0.57	0.69	0.58	0.67	0.82
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	10.57	5.34	7.78	9.47	11.42
<b>负债总额</b>	<b>1562.45</b>	<b>2414.53</b>	<b>2602.85</b>	<b>3002.22</b>	<b>3399.35</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	57.00	119.93	130.23	147.73	176.38	DPS(元)	0.15	0.20	0.00	0.13	0.16
股本	117.07	163.89	163.89	163.89	163.89	分红比率					
留存收益	600.08	759.92	1005.07	1313.49	1733.44	股息收益率	0.2%	0.5%	0.0%	0.4%	0.5%
<b>股东权益</b>	<b>1289.04</b>	<b>1518.88</b>	<b>1774.24</b>	<b>2100.36</b>	<b>2549.26</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	1.09	1.08	1.51	2.03	2.74
净利润	164.43	177.40	247.15	332.42	448.95	BVPS(元)	10.52	8.54	10.03	11.91	14.48
加:折旧和摊销	778.57	798.40	499.03	611.53	713.78	PE(X)	58.7	35.9	22.6	16.8	12.4
资产减值准备	18.25	58.93	40.02	60.02	80.03	PB(X)	6.1	4.5	3.4	2.9	2.4
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	28.98	38.29	55.52	63.15	69.70	P/S	5.1	3.3	2.0	1.5	1.1
投资收益	-0.94	-2.07	-1.66	-2.25	-2.96	EV/EBITDA	7.8	7.0	7.7	6.2	5.0
少数股东损益	10.67	5.44	10.30	17.50	28.66	CAGR(%)					
营运资金的变动	-814.14	-1287.94	-520.43	-484.27	-699.46	PEG	—	4.5	0.6	0.5	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>172.67</b>	<b>-225.39</b>	<b>337.36</b>	<b>591.99</b>	<b>632.45</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-289.51</b>	<b>-203.95</b>	<b>-867.62</b>	<b>-776.63</b>	<b>-735.79</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>133.19</b>	<b>456.99</b>	<b>-47.58</b>	<b>72.05</b>	<b>38.60</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。