

志特新材（300986）深度研究

## 需求复苏毛利率扩张，兼具弹性及确定性

2024 年 11 月 21 日

## 【投资要点】

- ◆ **铝模板标杆企业。**公司成立于 2011 年，目前公司主营业务包括铝模板、爬架租赁，PC 预制件等，基本覆盖了支护体系。公司技术竞争力突出体现在紧跟客户及市场需求，能够快速响应客户并提供优质的设计方案，产品设计标准化、精准化程度较高；公司已具备自主研发的全流程信息化软件体系，公司核心技术中运用于模板构件设计阶段的自主铝模板配模软件，能够对铝模板生命周期进行良好的跟踪。
- ◆ **需求端受益于地产需求恢复，供给端集中度继续提升。**需求方面，铝模板是偏地产开工端建材产品，我们判断行业整体需求将受益于近期一揽子宽松政策逐渐恢复，并且租赁价格、周转率预计也将好转。供给方面，我国铝模板行业格局仍然较为分散，2023 年公司作为头部企业市占率仅 4-5%。我们认为铝模板单栋楼租赁产值 80-100 万元左右，占房地产整体比重较小，而铝模板租赁行业服务属性较强，设计、生产、现场服务响应和生命周期周转翻新等多个环节均可能影响整体施工进度及效果，并且可能影响铝模板租赁服务商整体成本和盈利，小贷值重服务的属性天然利于铝模板行业集中度提升。未来随着地产逐渐回归居住属性，质量需求上升，我们认为行业集中度也将提升。
- ◆ **海外业务带动收入增长，毛利率修复空间充足，兼具弹性和确定性。**公司前瞻性布局信息系统，打通租赁服务中设计、生产、施工、翻新等各个环节，提升整体效率和公司竞争优势，是行业供需优化的重点受益者。同时公司近年来在国内地产需求有所承压的背景下，大力发展海外业务，9 月激励计划提出了 2024-2026 年海外收入 5/10/15 亿元的考核目标，我们认为公司收入端将伴随国内需求恢复和海外业务发展而稳定增长。除收入增长外，我们认为公司毛利率恢复空间充足：1) 地产需求如果恢复，判断由于施工进度加速，行业整体周转速度提升，从而单位折旧成本（占租赁成本 98%）有望被摊薄，2) 随着公司进一步提升管理效率，未来公司非标品报废率仍有进一步下降空间，非标品周转次数有望上升，从而摊薄非标品单位折旧成本，提升毛利率；3) 对于目前毛利率相对较低的防护平台爬架及 PC 预制件业务，公司可以通过控制规模和配套率的方式控制其对整体毛利率的影响。在收入和毛利率有望双击的背景下，我们认为公司业绩弹性充分，而此外铝模板主要用于一二线城市的施工，而我们认为一二线城市地产复苏确定性总体高于低线城市，因此公司是兼具弹性和确定性的标的。



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

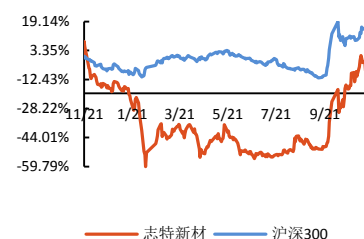
证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

证券分析师：郁暄

证书编号：S1160524100004

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	3137.57
流通市值（百万元）	3134.39
52 周最高/最低（元）	16.70/5.62
52 周最高/最低（PE）	262.24/-41.24
52 周最高/最低（PB）	2.80/1.09
52 周涨幅（%）	-13.01
52 周换手率（%）	482.83

相关研究

《海外加速 Q3 改善显著，兼具弹性及确定性》

2024.10.25

## 【投资建议】

- ◆ 我们维持盈利预测。预计 2024-2026 年，公司归母净利润 0.90/2.07/3.12 亿元，同比+299.6%/128.5%/51.0%，对应目前市值 35.99/15.75/10.43x PE。维持“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2238.05	2369.34	2777.69	3260.90
增长率(%)	15.99%	5.87%	17.23%	17.40%
EBITDA（百万元）	1005.08	419.71	596.99	753.99
归属母公司净利润（百万元）	-45.30	90.39	206.57	311.81
增长率(%)	-125.50%	299.56%	128.53%	50.95%
EPS(元/股)	-0.18	0.37	0.84	1.27
市盈率(P/E)	—	35.99	15.75	10.43
市净率(P/B)	2.09	2.07	1.86	1.62
EV/EBITDA	4.58	11.20	7.71	5.76

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 地产需求不及预期；
- ◆ 海外拓展不及预期；
- ◆ 回款不及预期；

## 【关键假设】

我们的盈利预测基于如下假设：

**铝模板业务：**考虑到铝模板主要用于一二线城市，且行业集中度预计保持提升趋势，我们认为公司铝模板业务整体增速高于我们预计的地产开工增速，其中由于我们预计地产新政后地产需求恢复，我们认为公司 2025-2026 年铝模板业务收入增速高于 2024 年。预计 2024-2026 年，公司铝模板业务收入增速为 12%/20%/20%。毛利率方面，由于 1) 毛利较高的海外项目占比提升，2) 如前文所述，公司周转率、非标品报废率仍有进步空间，预计 2024-2027 年铝模板业务毛利率逐渐上升修复，但出于保守角度，预计 2026 年公司毛利率仍然低于 2021 年前地产高速发展时期的毛利率。

**防护平台（爬架）业务：**由于防护平台通常与铝模板搭配使用，我们预计公司防护平台业务增速趋势总体与铝模板增速保持相同趋势，但由于 2023 年受新规影响，毛利率较低，我们认为未来公司可能一定程度上控

制该业务规模，因此预计整体增速低于铝模板。预计 2024-2026 年，公司防护平台业务收入增速-20%/12%/12%。毛利率方面，预计总体保持与铝模板一致的回升趋势，同样出于保守角度，预计毛利率恢复后仍然低于 2021 年前地产高速发展时期的毛利率。

**PC 预制件业务：**同样，由于 PC 预制件与铝模板往往搭配使用，预计 PC 预制件收入和毛利率趋势与铝模板业务总体保持一致。预计 2024-2026 年，PC 预制件业务收入同比-5%/+12%/+12%。

**废料业务：**由于废料主要由报废铝模板产生，因此预计废料业务整体与铝模板业务趋势总体相同，但考虑到公司未来非标品报废率有望降低，预计增速略低于铝模板业务。毛利率方面，预计行业需求恢复后毛利率小幅回升，但回升幅度小于铝模板业务。

### 【创新之处】

- 详细分析了公司毛利率提升的动力；
- 量化测算了非标品周转对于公司毛利率的影响；

### 【潜在催化】

- 地产政策继续放松，或者地产基本面边际明显改善；
- 公司回款明显改善；
- 成本端明显改善；

## 正文目录

1. 国内领先的铝模板租赁企业 .....	6
1.1. 历史沿革及公司概况 .....	6
1.2. 经营及财务情况概述 .....	8
2. 行业分析：需求端受益地产恢复，供给端出清加速 .....	10
2.1. 地产开工需求有望恢复 .....	10
2.2. 铝模板渗透率有望保持提升 .....	11
2.3. 行业市占率有望保持提升趋势 .....	13
3. 志特新材：需求及毛利率修复，海外成长打开空间 .....	17
3.1. 铝模板租赁行业标杆，一体化信息系统铸造优势 .....	17
3.2. 毛利率预计呈现恢复趋势 .....	18
3.3. 发力拓展海外业务，提供成长新动能 .....	21
4. 盈利预测及估值 .....	23
4.1. 盈利预测 .....	23
4.2. 估值分析 .....	24
4.3. 评级 .....	25
5. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1：公司发展历程大事纪 .....	6
图表 2：公司主要产品 .....	6
图表 3：公司主要产品示意图 .....	7
图表 4：公司分板块收入（单位：亿元） .....	7
图表 5：公司股权结构 .....	7
图表 6：公司收入及增速 .....	8
图表 7：公司归母净利润及增速 .....	8
图表 8：公司净利率 .....	8
图表 9：公司 2023 年毛利率下降 .....	9
图表 10：公司 2023 年分产品毛利率 .....	9
图表 11：公司第一期股权激励考核目标（单位：亿元） .....	9
图表 12：公司期权激励考核目标 .....	9
图表 13：重点城市近期放松地产限购政策 .....	10
图表 14：新开工及竣工增速 .....	11
图表 15：地产待售面积 .....	11
图表 16：百城住宅价格指数同比 .....	11
图表 17：铝模板系统示意图 .....	12
图表 18：主要模板性能对比 .....	12
图表 19：铝模板扩容空间测算 .....	13
图表 20：建筑业农民工人数 .....	13
图表 21：农民工月工资 .....	13
图表 22：行业主要企业 .....	13
图表 23：行业格局估算（2020） .....	14
图表 24：行业以小企业为主 .....	14
图表 25：单栋住宅铝模板租赁产值测算 .....	14
图表 26：公司设计服务体系 .....	15

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/845032112142012001>