

评级：买入(维持)

市场价格：15.32元

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

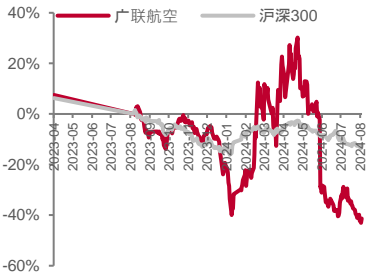
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	297
流通股本(百万股)	218
市价(元)	15.32
市值(百万元)	4,544
流通市值(百万元)	3,336

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	664	740	1,060	1,370	1,665
增长率 yoy%	180%	12%	43%	29%	22%
净利润(百万元)	150	105	163	220	292
增长率 yoy%	291%	-30%	55%	35%	33%
每股收益(元)	0.51	0.35	0.55	0.74	0.98
每股现金流量	0.37	0.60	-0.06	-0.73	0.23
净资产收益率	8%	6%	9%	11%	13%
P/E	30.3	43.4	28.0	20.7	15.6
P/B	2.9	3.0	2.8	2.5	2.2

备注：股价为8月30日收盘价

投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报，2024年上半年公司实现营收4.56亿元，同比增加40.61%；实现归母净利润0.41亿元，同比减少22.76%；实现扣非归母净利润0.36亿元，同比减少24.95%。
- 24H1收入高增41%，工装业务占比提升及回款周期原因业绩短期下降。**2024Q2公司实现收入2.32亿元(yoy+39.58%)，归母净利润0.10亿元(yoy-62.70%)。报告期内公司利润增速与收入增速差异较大的原因或为：**1) 低毛利率工装业务占比提升及定制化研发需求增多拉低盈利水平。**2024H1公司工装业务收入2.37亿元(yoy+156.56%)，收入占比由28.5%提升至52.1%，毛利率32.79%(yoy+3.13ppt)；航空航天零部件及无人机业务收入2.08亿元(yoy-7.29%)，收入占比由69.4%下降至45.7%，毛利率42.24%(yoy-6.91ppt)。其次，公司上半年面临较多定制化研发需求(C929复材部段/装配产线/复材工装、无人机平台、燃机机匣装配等)，阶段性拉低毛利率。**2) 报告期内，公司收入大幅增长亦带来应收账款规模的快速提升；因行业结算特点，相关业务回款周期主要集中在下半年度，致使公司上半年度计提的信用减值损失有所增加。**2024H1公司整体毛利率为37.25%(yoy-6.15ppt)，净利率7.00%(yoy-7.92ppt)。
- 紧跟国产大飞机复材工装及结构件研制任务，中标合同有望逐步兑现业绩。**公司是C919复材工装和金属结构件供应商，并深度参与C929装配产线/工装/大型复材结构件研发制造。2023年10月，公司中标1.24亿元的C929中机身壁板组件装配生产线的研制任务；2024年4月，公司中标1.05亿元上飞公司的C929复材工装项目，中标合同有望逐步兑现业绩。
- 立足自贡搭建大型无人机复材部段总装优势，已斩获多项相关合同。**2024年1月，公司与上海华有信签署8500万元无人机采购合同，标的为DL-U20无人机系统。2024年8月，自贡广联与中航工业某单位签署5578万元大型固定翼无人机复合材料机翼部段合同，截至2024年5月，自贡无人机总装及零配件制造项目已进入试生产阶段，二期工程积极推进，达产后可形成年产百余架无人机部段及整机的承制能力。公司在重点无人机型号方面已形成先发优势且具备可持续增长性，西南方向无人机业务或提供新增量。
- 前瞻布局商业航天及低空经济新兴产业，先行经验和先发优势明显。**1) **低空经济：**公司深耕通用航空领域多年，自2013年以来参与了国家批复的多个大型飞机研制项目。目前承接了部分**低空载人运输机、无人运输机、飞行汽车等整机平台、机体结构零部件及相关工艺装备的研制任务**，其中包括复合材料零部件、零件成型模具及部段装配工装等，公司将持续提升在低空经济领域市场竞争力。2) **商业航天：**公司发挥厂校联合机制，与哈工大、工大卫星等客户长期合作，参与研制微厘空间一号系统(ALNES)北斗低轨卫星导航增强系统组网卫星、天都二号通导技术试验星、探月卫星等航天产品的整体结构、主框架结构及内部复合材料结构等工作任务。
- 投资建议：**考虑公司产品交付结构等因素，我们调整盈利预测，预计公司2024-2025年收入分别为10.60亿元、13.70亿元(原值为10.86亿元、13.10亿元)，归母净利润为1.63亿元、2.20亿元(原值为2.24亿元、3.01亿元)，新增2026年收入16.65亿元，归母净利润为2.92亿元，对应EPS分别为0.55元、0.74元、0.98元，对应

PE 分别为 28X、21X、16X，维持“买入”评级。

- 风险提示：军品订单不及预期；产品交付不及预期；业绩预测和估值判断不达预期风险、研报使用信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	381	318	411	500	营业收入	740	1,060	1,370	1,665
应收票据	62	89	115	140	营业成本	426	607	797	974
应收账款	666	959	1,227	1,490	税金及附加	7	11	13	16
预付账款	12	24	26	26	销售费用	5	6	8	9
存货	453	594	862	1,009	管理费用	107	148	192	233
合同资产	13	4	7	11	研发费用	58	85	112	140
其他流动资产	80	103	135	163	财务费用	57	62	-55	-113
流动资产合计	1,655	2,086	2,776	3,328	信用减值损失	1	1	1	1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-5	0	0	0
长期股权投资	19	19	19	19	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,641	1,602	1,567	1,534	投资收益	3	3	3	3
在建工程	424	474	524	574	其他收益	17	6	-104	-142
无形资产	85	95	108	126	营业利润	97	150	203	270
其他非流动资产	533	535	538	542	营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	2,702	2,726	2,756	2,796	营业外支出	1	0	0	0
资产合计	4,357	4,812	5,532	6,124	利润总额	97	150	203	270
短期借款	85	161	481	473	所得税	-4	-7	-10	-12
应付票据	56	78	86	127	净利润	101	157	213	282
应付账款	264	309	359	518	少数股东损益	-3	-5	-7	-10
预收款项	0	3	3	2	归属母公司净利润	105	163	220	292
合同负债	9	31	30	35	NOPLAT	161	222	155	164
其他应付款	174	174	174	174	EPS (按最新股本摊薄)	0.35	0.55	0.74	0.98
一年内到期的非流动负债	294	294	294	294					
其他流动负债	50	65	80	94	主要财务比率				
流动负债合计	932	1,113	1,506	1,716	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	980	1,130	1,280	1,430	成长能力				
应付债券	612	612	612	612	营业收入增长率	11.5%	43.2%	29.2%	21.5%
其他非流动负债	126	131	139	132	EBIT增长率	-23.4%	38.0%	-30.3%	5.5%
非流动负债合计	1,718	1,874	2,032	2,175	归母公司净利润增长率	-30.2%	55.4%	35.3%	32.8%
负债合计	2,650	2,988	3,538	3,891	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,515	1,639	1,816	2,065	毛利率	42.5%	42.7%	41.8%	41.5%
少数股东权益	191	186	179	169	净利率	13.7%	14.8%	15.5%	17.0%
所有者权益合计	1,707	1,825	1,994	2,234	ROE	6.1%	8.9%	11.0%	13.1%
负债和股东权益	4,357	4,812	5,532	6,124	ROIC	4.7%	5.9%	3.5%	3.4%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	60.8%	62.1%	64.0%	63.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	122.9%	127.7%	140.7%	131.7%
经营活动现金流	178	-17	-216	68	流动比率	1.8	1.9	1.8	1.9
现金收益	285	372	308	318	速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
存货影响	-137	-141	-268	-147	营运能力				
经营性应收影响	-35	-332	-296	-288	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
经营性应付影响	251	70	59	199	应收账款周转天数	317	276	287	294
其他影响	-186	15	-19	-13	应付账款周转天数	184	170	151	162
投资活动现金流	-871	-176	-180	-184	存货周转天数	325	310	329	346
资本支出	-959	-173	-178	-185	每股指标 (元)				
股权投资	-10	0	0	0	每股收益	0.35	0.55	0.74	0.98
其他长期资产变化	98	-3	-2	1	每股经营现金流	0.60	-0.06	-0.73	0.23
融资活动现金流	917	130	489	205	每股净资产	5.11	5.52	6.12	6.96
借款增加	1,134	226	470	142	估值比率				
股利及利息支付	-98	-144	-183	-227	P/E	43	28	21	16
股东融资	10	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-129	48	202	290	EV/EBITDA	57	44	54	53

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。