

# 应流股份 (603308.SH)

## 燃机核心铸件订单饱满，受益燃机行业景气上行周期

优于大市

### 核心观点

公司系国内航空发动机和燃气轮机精密铸造领先企业，全面覆盖供应海内外龙头客户。公司自上市时起即已布局深耕两机叶片铸造，是国家航空发动机和燃气轮机耐高温叶片“一条龙”应用计划示范企业。凭借燃气轮机高温合金透平叶片等关键核心技术，公司为海内外龙头客户实现高难度产品开发和稳定批产交付。通过承担燃机叶片国产化任务，公司供应国内行业龙头客户包括中国重燃、上海电气、东方电气、航发燃机、龙江广瀚、哈尔滨汽轮机等企业，和境外龙头多年合作，也已实现对西门子、贝克休斯、安萨尔多等燃机巨头的稳定批产交付。2017-2023年营收CAGR达9.82%，净利润CAGR达30.94%，多年来业绩实现稳健增长。

燃机行业迎来景气上行周期，数据中心需求是重要增量。燃机发电可替代煤炭发电是实现降碳目标的重要设备，我国对燃机需求也不断提升，全球范围内看，发展中国家为满足电力需求和各国政府实施严格排放标准也带动燃气需求持续增长。据《Gas Turbine World》对工业燃气轮机市场预测，未来10年新燃气轮机订单超过1370亿美元；未来5年维修市场每年达到235.52亿美元。燃机作为高效发电设备也将受益于数据中心需求增长，IEA预测全球数据中心电力需求基准需求将从2022年的460TWh增长至2028年的800TWh，CAGR达14.8%。

Q3起在手订单饱满，公司深度受益燃机产业趋势。2024年第三季度，公司合同负债达1.71亿元，同比增长203.59%，合同负债同比高增表明公司在手订单饱满。截至2024年9月30日，公司在手的燃气轮机订单约8亿元，其中仅8-9月新签订单就达到4亿元，公司作为燃机核心热端叶片供应商，受益下游高景气需求。

公司拟发可转债募投叶片机匣加工涂层和核能材料及零部件项目，产业链延伸打开更大市场空间。公司拟发行可转债募资15亿元，其中5.5亿元用于叶片机匣加工涂层项目，项目达产后可以使公司形成完整的叶片、机匣生产、加工涂层产业链，提高产品质量和附加值。

风险提示：原材料价格波动风险；汇率变动风险；下游行业需求不及预期。

投资建议：公司作为国内航空发动机及燃气轮机精密铸件领先企业，全面覆盖海内外龙头客户并实现稳定批产供应，拥有燃机热端核心部件稀缺产能和卡位优势，将受益于下游燃机行业景气上行和数据中心带来的增量，同时除叶片和机匣外还往加工涂层环节延伸，提升产品附加值带来增长新动能。我们预计2024-2026年归母净利润分别为3.05/4.23/5.68亿元；对应PE分别为46/33/25x，一年期合理估值为18.6-21.70元（对应2025年PE 30-35x）。首次覆盖给予“优于大市”评级。

| 盈利预测和财务指标   | 2022  | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2,198 | 2,412  | 2,622 | 3,164 | 3,822 |
| (+/-%)      | 7.7%  | 9.7%   | 8.7%  | 20.7% | 20.8% |
| 归母净利润(百万元)  | 402   | 303    | 305   | 423   | 568   |
| (+/-%)      | 73.8% | -24.5% | 0.7%  | 38.4% | 34.4% |
| 每股收益(元)     | 0.59  | 0.44   | 0.45  | 0.62  | 0.84  |
| EBIT Margin | 11.3% | 12.9%  | 12.9% | 14.7% | 16.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 9.4%  | 6.8%   | 6.8%  | 9.3%  | 12.3% |
| 市盈率(PE)     | 35.0  | 46.3   | 45.7  | 33.0  | 24.6  |

### 公司研究·深度报告

#### 机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

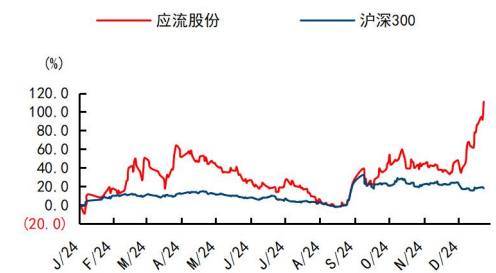
wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 优于大市（首次评级）     |
| 合理估值       | 18.60 - 21.70元 |
| 收盘价        | 20.57元         |
| 总市值/流通市值   | 13968/13968百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 20.57/8.55元    |
| 近3个月日均成交额  | 257.47百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

|           |      |      |      |      |      |
|-----------|------|------|------|------|------|
| EV/EBITDA | 37.8 | 63.1 | 26.4 | 21.3 | 18.1 |
| 市净率 (PB)  | 3.29 | 3.15 | 3.10 | 3.07 | 3.02 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| <b>公司概况</b> .....               | <b>5</b>  |
| 公司沿革及经营概况 .....                 | 5         |
| 股权结构：股权结构稳定 .....               | 6         |
| <b>公司业务分析</b> .....             | <b>6</b>  |
| 以铸造为核心的专用设备零部件领先企业，业绩稳健增长 ..... | 6         |
| 航空航天新材料及零部件业务是重要增长驱动 .....      | 7         |
| <b>财务分析</b> .....               | <b>8</b>  |
| 盈利能力分析 .....                    | 8         |
| <b>盈利预测</b> .....               | <b>8</b>  |
| 假设前提 .....                      | 8         |
| 未来 3 年业绩预测 .....                | 10        |
| <b>估值与投资建议</b> .....            | <b>11</b> |
| 绝对估值 .....                      | 11        |
| 相对估值 .....                      | 13        |
| 投资建议 .....                      | 13        |
| <b>风险提示</b> .....               | <b>14</b> |
| <b>附表：财务预测与估值</b> .....         | <b>15</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司控股股东及实际控制人情况 .....                | 6  |
| 图 2: 应流股份历年营业收入及增速 .....                 | 7  |
| 图 3: 应流股份历年业绩及增速 .....                   | 7  |
| 图 4: 应流股份 2023 年产品结构 .....               | 7  |
| 图 5: 应流股份航空航天新材料及零部件业务维持高速增长 .....       | 7  |
| 图 6: 应流股份盈利能力保持稳定 .....                  | 8  |
| 图 7: 应流股份期间费用率整体稳中有降 .....               | 8  |
| <br>                                     |    |
| 表 1: 应流股份主要业务情况 .....                    | 5  |
| 表 2: 应流股份业绩拆分 .....                      | 9  |
| 表 3: 未来三年盈利预测 .....                      | 10 |
| 表 4: 绝对估值法资本成本假设 (截至日期: 2025/1/19) ..... | 11 |
| 表 5: FCFF 估值表 .....                      | 12 |
| 表 6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....     | 12 |
| 表 7: 可比公司估值表值 (截止 2025 年 1 月 21 日) ..... | 13 |



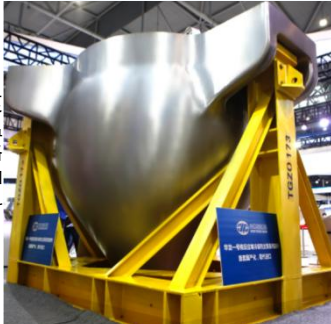
## 公司概况

### 公司沿革及经营概况

应流股份自 1990 年进入铸造行业，以铸造为核心建立了涵盖焊接热处理、热等静压、机械加工和表面处理等完整的高端零部件生产体系，主要产品包括泵及阀门零件、机械装备构件，广泛应用于航空航天、燃气轮机、核能核电、海洋工程、油气化工、工矿设备和流体机械等高端装备领域。

公司以技术创新为核心驱动力，制造技术和生产装备达到国内领先水平，产品远销欧美等 40 多个国家和地区，服务 100 多家全球行业龙头客户，包括通用电气、西门子、卡特彼勒、斯伦贝谢等十余家世界 500 强企业以及艾默生等众多行业龙头。公司于 2014 年在上交所成功上市。

表1: 应流股份主要业务情况

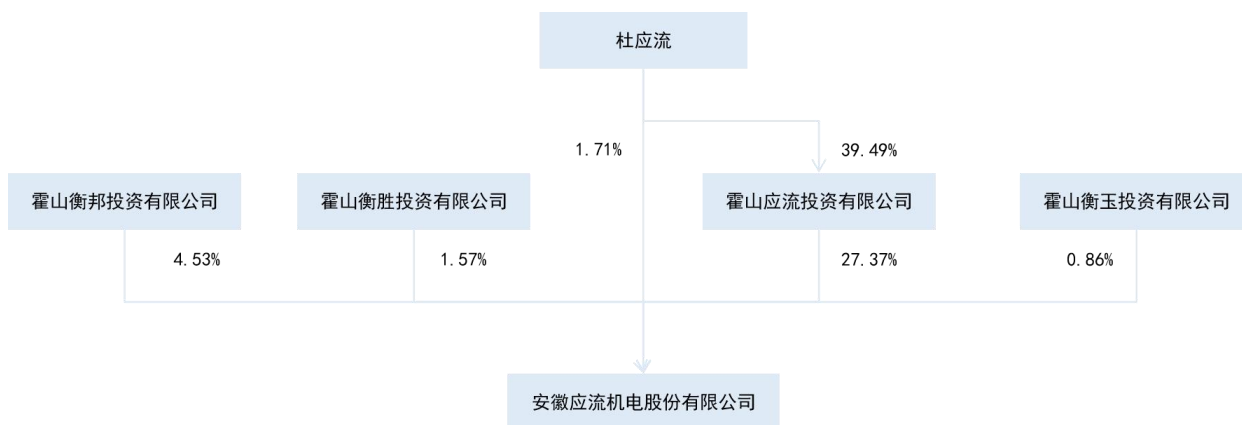
| 应用领域      | 产品用途                | 主要产品                             | 图片展示   | 主要客户                               |
|-----------|---------------------|----------------------------------|--|------------------------------------|
| 高端装备      | 主要下游应用领域为工矿机械、石油石化等 | 流体控制零件、工程机械零部件等                  |   | 卡特彼勒、斯伦贝谢、艾默生等                     |
| 航空航天及燃气轮机 | 主要下游应用领域为航空航天及燃气轮机  | 叶片、机匣等                           |  | 通用电气、西门子、赛峰集团、中国航发、航天科工、上海电气、东方电气等 |
| 核能核电      | 主要下游应用领域为核能核电       | 核电站主泵泵壳、金属保温层、乏燃料格架、中子吸收和辐射屏蔽材料等 |  | 中国核电、中广核、国电投等                      |

资料来源：公司官网、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

## 股权结构：股权结构稳定

公司股权结构稳定。截至 2024 年 9 月 30 日，公司控股股东为霍山应流投资有限公司，持股数量占比 27.37%，本企业最终控制人杜应流，为公司董事长兼总经理，总持股比例达 12.52%，直接持股 1.71%并通过霍山应流投资有限公司间接持股 10.81%。

图1：公司控股股东及实际控制人情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 9 月 30 日）

## 公司业务分析

### 以铸造为核心的专用设备零部件领先企业，业绩稳健增长

公司营收利润均保持稳健增长态势。公司营收利润自 2017 年以来稳健增长，2017-2023 年营收 CAGR 达 9.82%，净利润 CAGR 达 30.94%。2023 年业绩下滑主要系 2022 年高基数增长，2022 年因土地收储、霍山“退城进园”等项目为公司带来资产处置的非经常损益约 1.1 亿元。

从扣非净利润看公司盈利能力稳定，主营业务营收与盈利增长趋势保持一致。2023 年公司实现扣非归母净利润达 2.80 亿元，较 2022 年增长 22.89%。2024 年前三季度公司实现营收 19.10 亿元，同比增长 5.72%，归母净利润 2.27 亿元，同比下滑 6.90%，归母扣非净利润 2.20 亿元，同比增长 11.59%。其中第三季度公司实现收入 6.42 亿元，同比增长 3.06%，归母净利润 0.75 亿元，同比下滑 8.75%，扣非归母净利润 0.72 亿元，同比增长 7.60%。

图2：应流股份历年营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：应流股份历年业绩及增速

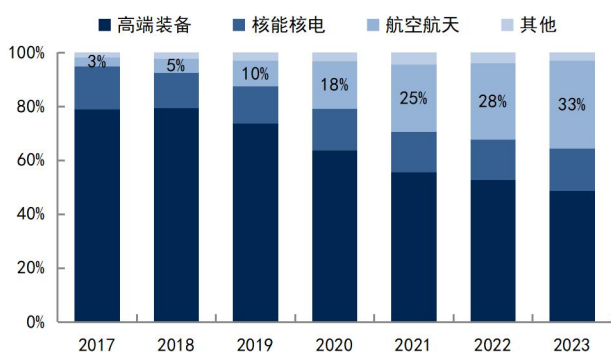


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 航空航天新材料及零部件业务是重要增长驱动

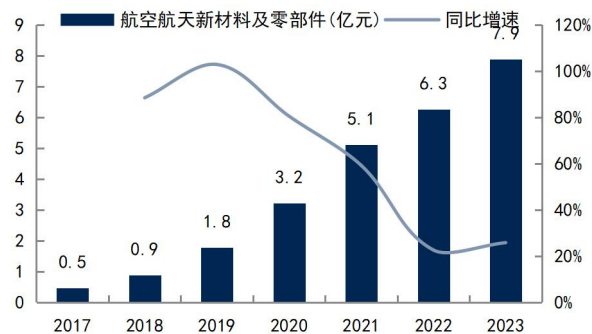
产品结构持续优化，航空航天新材料及零部件业务收入及占比快速增长。产品结构来看，公司2023年高端装备业务、核能新材料及零部件业务、航空航天新材料及零部件业务收入占比分别为48.57%/15.74%/32.67%/3.02%。高毛利率的航空航天新材料及零部件业务占比从2017年的3.38%提升到2023年的32.67%带来产品结构优化，该业务2017-2023年收入CAGR达60.25%，2017年来毛利率均维持在41%以上（对比整体毛利率水平维持在32%-38%之间）。

图4：应流股份2023年产品结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：应流股份航空航天新材料及零部件业务维持高速增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

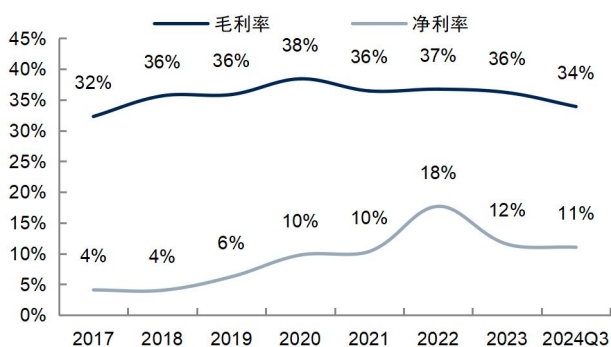


## 财务分析

### 盈利能力分析

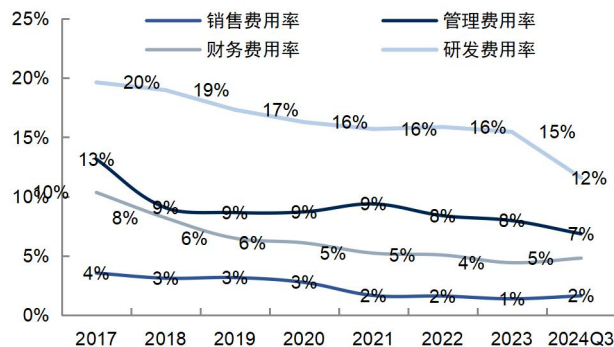
公司净利率呈持续提升趋势，期间费用率整体稳中有降。2018-2023 年来公司毛利率维持在 36%-38% 区间，净利率则从 2017 年的 4.11% 提升至 2023 年的 11.54%。期间费用率的整体下降对净利率提升起到重要作用，期间费用率从 2017 年的 46.68% 下降至 2023 年的 29.25%。

图6: 应流股份盈利能力保持稳定



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 应流股份期间费用率整体稳中有降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

**高端装备零部件：**高端装备零部件下游主要行业为石油天然气设备和工程矿山机械，下游需求较为稳定，整体跟随宏观经济保持稳定增长趋势。我们假设 2024-2026 年该业务增速分别为-2%/5%/5%，毛利率分别为 30%/30%/30%。

**核能新材料及零部件：**2022-2023 年，国常会分别批准 10 台核电机组，受益于下游核电需求增长，公司在手订单充足实现较快增长。公司还完成中子吸收材料、复合屏蔽材料等新技术突破带来新增量。2024 年 8 月，国常会又核准 11 台核电机组，相关核电设备和材料需求将在若干年内逐步释放，我们预计公司该板块继续保持较高速增长，我们假设 2024-2026 年核能新材料及零部件收入增速分别为 18%/20%/20%。过去两年公司该业务毛利率保持 40% 附近，随着公司收入规模增长有望带来规模效应，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 40.00%/40.50%/41.00%。

**航空航天新材料及零部件：**公司该业务下游主要为航空发动机和燃气轮机，下游持续高景气带动过去两年高速增长。燃机领域，公司多款重点燃机型号取得突破，国内受益国产替代，海外则与国际燃机龙头签署战协保证长期批量供应。航空发动机领域，持续供货国产航发叶片和 leap 系列发动机机匣。公司该业务未来几年预计将持续受益于燃机行业高景气，目前在手订单饱满将继续保持高速增长，我们假设 2024-2026 年航空航天新材料及零部件收入增速分别为 20%/35%/35%。过去两年公司该业务毛利率受产品结构和部分产品降价影响有所下滑，但随着收入规模上升带来规模效应，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 40.00%/41.00%/42.00%。



**其他业务：**该业务目前收入规模小，随着公司在低空经济领域的发动机、无人机等产品布局推广，有望迎来快速发展，我们假设 2024-2026 年该业务增速分别为 10%/80%/30%，毛利率分别为 40%/40%/40%。

表2: 应流股份业绩拆分

| 报告期（亿元，%）          | 2022    | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>高端装备零部件</b>     |         |        |        |        |        |
| 收入                 | 11.59   | 11.71  | 11.48  | 12.05  | 12.66  |
| 增速                 | 2.31%   | 1.10%  | -2.00% | 5.00%  | 5.00%  |
| 毛利率(%)             | 30.66%  | 30.76% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| <b>核能新材料及零部件</b>   |         |        |        |        |        |
| 收入                 | 3.25    | 3.80   | 4.48   | 5.38   | 6.45   |
| 增速                 | 7.10%   | 16.66% | 18.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率(%)             | 40.18%  | 40.10% | 40.00% | 40.50% | 41.00% |
| <b>航空航天新材料及零部件</b> |         |        |        |        |        |
| 收入                 | 6.26    | 7.88   | 9.46   | 12.77  | 17.23  |
| 增速                 | 22.62%  | 25.82% | 20.00% | 35.00% | 35.00% |
| 毛利率(%)             | 45.261% | 41.91% | 40.00% | 41.00% | 42.00% |
| <b>其他业务</b>        |         |        |        |        |        |
| 营业收入               | 0.87    | 0.73   | 0.80   | 1.44   | 1.88   |
| 增速                 | -6.07%  | 16.56% | 10.00% | 80.00% | 30.00% |
| 毛利率(%)             | 40.46%  | 40.55% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| <b>营业总收入</b>       |         |        |        |        |        |
| 营业收入               | 21.98   | 24.12  | 26.22  | 31.64  | 38.22  |
| 增速                 | 7.73%   | 9.75%  | 8.70%  | 20.68% | 20.79% |
| 毛利率(%)             | 36.72%  | 36.17% | 35.62% | 36.68% | 37.76% |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收为 26.22/31.64/38.22 亿元，同比增长 8.70%/20.68%/20.79%，毛利率分别为 35.62%/36.68%/37.76%。

## 未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年归属母公司净利润分别为 3.05/4.23/5.68 亿元，同比增加 0.7%/38.4%/34.4%。

表3: 未来三年盈利预测

| 利润表 (百万元)   | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 2198 | 2412 | 2622  | 3164  | 3822  |
| 营业成本        | 1391 | 1540 | 1688  | 2003  | 2379  |
| 营业税金及附加     | 43   | 43   | 39    | 47    | 56    |
| 销售费用        | 36   | 34   | 42    | 47    | 53    |
| 管理费用        | 225  | 192  | 211   | 243   | 279   |
| 研发费用        | 255  | 293  | 303   | 359   | 426   |
| 财务费用        | 112  | 107  | 106   | 121   | 133   |
| 投资收益        | (2)  | 2    | 12    | 14    | 10    |
| 资产减值及公允价值变动 | 0    | 0    | 20    | 17    | 10    |
| 其他收入        | 258  | 80   | 15    | 13    | 13    |
| 营业利润        | 393  | 285  | 280   | 388   | 527   |
| 营业外净收支      | 1    | (0)  | 6     | 8     | 5     |
| 利润总额        | 394  | 285  | 286   | 396   | 532   |
| 所得税费用       | 5    | 6    | 6     | 8     | 11    |
| 少数股东损益      | (13) | (25) | (25)  | (35)  | (46)  |
| 归属于母公司净利润   | 402  | 303  | 305   | 423   | 568   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

首先对资本成本进行假设。

**Beta 值：**通过 Wind 选取 2019–2024 年可比公司杰瑞股份、豪迈科技、联德股份的无杠杆 Beta 数据，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 0.65；

**无风险利率：**选取最近发行的 10 年期国债利率 1.65%；

**股票风险溢价：**以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，假设股票风险溢价 4.75%；

**K<sub>d</sub>：**为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，假设债务成本 4.00%；

**T：**为税率，公司享受研发费用加计扣除政策，2021 年财政部和国家税务总局明确将制造业研发费用加计扣除比例从 75% 提高到 100%，且设定为长期性制度，假设税率为 2.00%；

**永续增长率：**公司产品的下游应用广泛，与宏观经济环境相关性较高，假设公司永续增长率为 2.00%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 8.38%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 18.53 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2025/1/19）

|                | 合理值    |
|----------------|--------|
| 无杠杆 Beta       | 0.65   |
| 无风险利率          | 1.65%  |
| 股票风险溢价         | 4.75%  |
| 公司股价（元）        | 17.4   |
| 发行在外股数（百万股）    | 679    |
| 股票市值（百万元）      | 11815  |
| 债务总额（百万元）      | 4340   |
| K <sub>d</sub> | 4.00%  |
| T              | 2.00%  |
| K <sub>a</sub> | 4.74%  |
| 有杠杆 Beta       | 0.88   |
| K <sub>e</sub> | 5.85%  |
| E/(D+E)        | 73.14% |
| D/(D+E)        | 26.86% |
| WACC           | 5.33%  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表5: FCFF 估值表

| 单位: 百万元        | 2024E    | 2025E   | 2026E   | 2027E     | 2028E   | 2029E   | 2030E     | 2031E     | 2032E   | 2033E     | TV       |
|----------------|----------|---------|---------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|----------|
| EBIT           | 339.5    | 464.8   | 627.7   | 691.4     | 850.0   | 991.6   | 1,145.1   | 1,333.1   | 1,478.6 | 1,637.9   |          |
| 所得税税率          | 2.00%    | 2.00%   | 2.00%   | 2.00%     | 2.00%   | 2.00%   | 2.00%     | 2.00%     | 2.00%   | 2.00%     |          |
| EBIT*(1-所得税税率) | 332.7    | 455.5   | 615.2   | 677.6     | 833.0   | 971.8   | 1,122.2   | 1,306.4   | 1,449.1 | 1,605.1   |          |
| 折旧与摊销          | 417.3    | 496.6   | 533.6   | 566.5     | 598.2   | 629.4   | 660.4     | 691.4     | 722.3   | 753.1     |          |
| 营运资金的净变动       | (469.8)  | (652.5) | (543.0) | (1,023.7) | (986.2) | (876.0) | (1,090.6) | (1,164.8) | (923.4) | (1,025.0) |          |
| 资本性投资          | (500.0)  | (480.0) | (460.0) | (470.0)   | (465.0) | (467.5) | (466.3)   | (466.9)   | (466.6) | (466.7)   |          |
| FCFF           | (219.8)  | (180.4) | 145.8   | (249.6)   | (20.0)  | 257.6   | 225.8     | 366.2     | 781.3   | 866.5     | 26,536.1 |
| PV(FCFF)       | (208.7)  | (162.6) | 124.7   | (202.8)   | (15.4)  | 188.7   | 156.9     | 241.7     | 489.6   | 515.5     | 15,786.6 |
| 核心企业价值         | 16,914.2 |         |         |           |         |         |           |           |         |           |          |
| 减: 净债务         | 4,331.2  |         |         |           |         |         |           |           |         |           |          |
| 股票价值           | 12,583.0 |         |         |           |         |         |           |           |         |           |          |
| 每股价值(元)        | 18.53    |         |         |           |         |         |           |           |         |           |          |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档分别为 0.2% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 4.93%-5.73%, 永续增长率的变化范围为 1.6%-2.4%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 15.20-22.80 元。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

|         |       | WACC 变化 |       |       |       |       |
|---------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
|         |       | 4.93%   | 5.13% | 5.33% | 5.53% | 5.73% |
| 永续增长率变化 | 2.40% | 27.26   | 24.33 | 21.81 | 19.61 | 17.68 |
|         | 2.20% | 24.87   | 22.30 | 20.06 | 18.10 | 16.37 |
|         | 2.00% | 22.80   | 20.53 | 18.53 | 16.77 | 15.20 |
|         | 1.80% | 21.00   | 18.97 | 17.17 | 15.57 | 14.14 |
|         | 1.60% | 19.41   | 17.58 | 15.96 | 14.50 | 13.19 |
|         |       |         |       |       |       |       |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

## 相对估值

铸造件产品广泛应用于下游各类行业及其细分领域，我国大部分铸造企业专注于单一市场或细分领域，能够生产航空发动机和燃气轮机热端核心部件并稳定批产供货海内外龙头的企业具有稀缺性，同时能够受益于燃气轮机景气向上的国内企业业务也存在一定差异性。基于此，我们选择杰瑞股份、豪迈科技、联德股份作为可比公司。杰瑞股份是全球领先的高端装备提供商、油气工程及油气田技术服务提供商，还可提供燃气内燃发电机组、航改型燃气轮机发电机组及相关供电服务等，目前已在国内外实现应用。豪迈科技主要产品包括子午线轮胎活络模具、大型零部件机械产品、机床装备相关产品，其中大型零部件机械产品以风电、燃气轮机等能源类产品零部件的铸造及精加工为主。联德股份主要从事高精度机械零部件以及精密型腔模产品的研发、设计、生产和销售，提供从铸造到精加工的一站式服务，产品包括用于压缩机、工程机械、注塑机以及食品机械整机制造的精密零部件等；在燃气轮机领域，联德股份有和全球巨头核心客户如卡特合作，提供精密机械零部件。

我们预计应流股份 2024 年-2026 年归母净利润分别为 3.05/4.23/5.68 亿元，对应 PE 46/33/25 倍。综合考虑可比公司的估值及公司在燃机核心热端部件的产能卡位优势和成长性，考虑到应流股份：1) 公司作为国内航空发动机及燃气轮机精密铸件领先企业，全面覆盖海内外龙头客户并实现稳定批产供应；2) 拥有燃机热端核心部件稀缺产能和卡位优势，将受益于下游燃机行业景气上行和数据中心带来的增量；3) 除叶片和机匣外还往加工涂层环节延伸，提升产品附加值带来增长新动能，具有估值溢价，我们给予应流股份 2025 年 30-35xPE，对应 2025 年目标估值 18.6-21.70 元。

表7: 可比公司估值表值（截止 2025 年 1 月 21 日）

| 日期 |     |           |      |      |       |             |       |      |      |      |       |     |     |     |  |
|----|-----|-----------|------|------|-------|-------------|-------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|--|
| 序号 | 分类  | 证券代码      | 证券简称 | 投资评级 | 收盘价   | 总市值<br>(亿元) | EPS   |      |      |      | PE    |     |     |     |  |
|    |     |           |      |      |       |             | 2023A | 24E  | 25E  | 26E  | 2023A | 24E | 25E | 26E |  |
| 1  | A 股 | 002353.SZ | 杰瑞股份 | 无评级  | 40.19 | 411         | 2.41  | 2.64 | 3.13 | 3.61 | 17    | 15  | 13  | 11  |  |
| 2  | A 股 | 002595.SZ | 豪迈科技 | 优大于市 | 53.34 | 427         | 2.03  | 2.41 | 2.77 | 3.17 | 26    | 22  | 19  | 17  |  |
| 3  | A 股 | 605060.SH | 联德股份 | 未评级  | 19.00 | 46          | 1.05  | 0.89 | 1.20 | 1.52 | 18    | 21  | 16  | 12  |  |
|    |     |           |      |      |       |             |       |      | 平均值  |      | 20    | 20  | 16  | 13  |  |
| 1  | A 股 | 603308.SH | 应流股份 | 优大于市 | 18.70 | 127         | 0.44  | 0.45 | 0.62 | 0.84 | 43    | 42  | 30  | 22  |  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

综合以上，我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 3.05/4.23/5.68 亿元，对应 PE 46/33/25 倍，一年期合理估值为 18.60-21.70 元（对应 2025 年 PE 30-35x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 18.60-21.70 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.65%、风险溢价 5.33%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2024 年 13-15 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

基于燃气轮机行业的较高景气度，同时高端装备零部件和核能新材料及零部件收入保持稳健增长趋势，我们假设公司 2024-2026 年收入增长 8.7%/20.7%/20.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果燃气轮机行业下游需求不达预期，公司未来营收增速可能不达预期。

### 主要原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料为废钢、废不锈钢、镍等合金材料，产品价格按照成本加成原则确定。因此，原材料价格的波动会影响公司主营产品销售定价。尽管公司可以通过调整产品价格来应对原材料价格的波动，但由于产品价格调整存在一定的时间滞后性和幅度差异，原材料价格波动仍会对公司经营业绩的稳定性产生影响，存在因原材料价格大幅波动导致的经营风险。

### 汇率变动的风险

公司部分产品通过出口销售，主要结算货币为美元、英镑和欧元，这对公司以外币结算的业务产生了一定影响。如果人民币汇率波动较大，将对公司的经营产生不利影响



## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |              |              |              |              | 利润表（百万元）         |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022        | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |                  | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 现金及现金等价物         | 463         | 255          | 269          | 205          | 178          | 营业收入             | 2198         | 2412         | 2622         | 3164         | 3822         |
| 应收款项             | 1001        | 1055         | 1196         | 1423         | 1712         | 营业成本             | 1391         | 1540         | 1688         | 2003         | 2379         |
| 存货净额             | 1431        | 1857         | 1536         | 1845         | 2244         | 营业税金及附加          | 43           | 43           | 39           | 47           | 56           |
| 其他流动资产           | 987         | 152          | 745          | 840          | 780          | 销售费用             | 36           | 34           | 42           | 47           | 53           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3881</b> | <b>3320</b>  | <b>3747</b>  | <b>4313</b>  | <b>4914</b>  | 管理费用             | 225          | 192          | 211          | 243          | 279          |
| 固定资产             | 4558        | 4842         | 4967         | 4995         | 4960         | 研发费用             | 255          | 293          | 303          | 359          | 426          |
| 无形资产及其他          | 662         | 707          | 679          | 651          | 622          | 财务费用             | 112          | 107          | 106          | 121          | 133          |
| 投资性房地产           | 792         | 1599         | 1599         | 1599         | 1599         | 投资收益             | (2)          | 2            | 12           | 14           | 10           |
| 长期股权投资           | 6           | 6            | 8            | 9            | 10           | 资产减值及公允价值变动      | 0            | 0            | 20           | 17           | 10           |
| <b>资产总计</b>      | <b>9899</b> | <b>10475</b> | <b>11000</b> | <b>11567</b> | <b>12106</b> | 其他收入             | 258          | 80           | 15           | 13           | 13           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1955        | 1773         | 2331         | 2877         | 3270         | 营业利润             | 393          | 285          | 280          | 388          | 527          |
| 应付款项             | 762         | 789          | 753          | 891          | 1045         | 营业外净收支           | 1            | (0)          | 6            | 8            | 5            |
| 其他流动负债           | 228         | 210          | 202          | 249          | 284          | <b>利润总额</b>      | <b>394</b>   | <b>285</b>   | <b>286</b>   | <b>396</b>   | <b>532</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2945</b> | <b>2773</b>  | <b>3287</b>  | <b>4017</b>  | <b>4599</b>  | 所得税费用            | 5            | 6            | 6            | 8            | 11           |
| 长期借款及应付债券        | 1341        | 2008         | 2008         | 2008         | 2008         | 少数股东损益           | (13)         | (25)         | (25)         | (35)         | (46)         |
| 其他长期负债           | 844         | 758          | 738          | 532          | 428          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>402</b>   | <b>303</b>   | <b>305</b>   | <b>423</b>   | <b>568</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2185</b> | <b>2766</b>  | <b>2747</b>  | <b>2540</b>  | <b>2436</b>  | 现金流量表（百万元）       |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>5131</b> | <b>5539</b>  | <b>6033</b>  | <b>6557</b>  | <b>7036</b>  | 净利润              | 402          | 303          | 305          | 423          | 568          |
| 少数股东权益           | 497         | 473          | 465          | 454          | 443          | 资产减值准备           | (10)         | 14           | 6            | 1            | 0            |
| 股东权益             | 4272        | 4463         | 4502         | 4556         | 4628         | 折旧摊销             | 260          | 0            | 417          | 497          | 534          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>9899</b> | <b>10475</b> | <b>11000</b> | <b>11567</b> | <b>12106</b> | 公允价值变动损失         | 0            | 0            | (20)         | (17)         | (10)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b>  | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 财务费用             | 112          | 107          | 106          | 121          | 133          |
| 每股收益             | 0.59        | 0.44         | 0.45         | 0.62         | 0.84         | 营运资本变动           | (975)        | (517)        | (470)        | (652)        | (543)        |
| 每股红利             | 0.29        | 0.39         | 0.39         | 0.54         | 0.73         | 其它               | 3            | (18)         | (14)         | (11)         | (12)         |
| 每股净资产            | 6.25        | 6.53         | 6.63         | 6.71         | 6.82         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>(320)</b> | <b>(217)</b> | <b>225</b>   | <b>239</b>   | <b>537</b>   |
| ROIC             | 2.29%       | 2.44%        | 3%           | 4%           | 5%           | 资本开支             | 0            | (299)        | (500)        | (480)        | (460)        |
| ROE              | 9.40%       | 6.80%        | 7%           | 9%           | 12%          | 其它投资现金流          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 37%         | 36%          | 36%          | 37%          | 38%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(1)</b>   | <b>(299)</b> | <b>(502)</b> | <b>(481)</b> | <b>(461)</b> |
| EBIT Margin      | 11%         | 13%          | 13%          | 15%          | 16%          | 权益性融资            | 22           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 23%         | 13%          | 29%          | 30%          | 30%          | 负债净变化            | 1157         | 667          | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 8%          | 10%          | 9%           | 21%          | 21%          | 支付股利、利息          | (201)        | (265)        | (267)        | (369)        | (496)        |
| 净利润增长率           | 74%         | -25%         | 1%           | 38%          | 34%          | 其它融资现金流          | (1633)       | (497)        | 558          | 546          | 393          |
| 资产负债率            | 57%         | 57%          | 59%          | 61%          | 62%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>300</b>   | <b>307</b>   | <b>292</b>   | <b>177</b>   | <b>(103)</b> |
| 股息率              | 1.4%        | 1.9%         | 1.9%         | 2.6%         | 3.5%         | <b>现金净变动</b>     | <b>(21)</b>  | <b>(209)</b> | <b>15</b>    | <b>(65)</b>  | <b>(27)</b>  |
| P/E              | 35.0        | 46.3         | 45.7         | 33.0         | 24.6         | 货币资金的期初余额        | 485          | 463          | 255          | 269          | 205          |
| P/B              | 3.3         | 3.1          | 3.1          | 3.1          | 3.0          | 货币资金的期末余额        | 463          | 255          | 269          | 205          | 178          |
| EV/EBITDA        | 37.8        | 63.1         | 26.4         | 21.3         | 18.1         | 企业自由现金流          | 0            | (513)        | (220)        | (180)        | 146          |
|                  |             |              |              |              |              | 权益自由现金流          | 0            | (343)        | 234          | 248          | 408          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                            |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032