

➤ **事件：**公司 8 月 24 日发布 2023 年中报，1H23 实现营收 12.7 亿元，YoY+39.7%；归母净利润 4.2 亿元，YoY+39.8%；扣非归母净利润 4.1 亿元，YoY+39.1%。**业绩符合市场预期。**我们综合点评如下：

➤ **2Q23 营收&利润同比增长 27%；主营业务盈利能力保持高位。**1) 单季度看，2Q23 营收 6.2 亿元，YoY+27.1%；归母净利润 2.03 亿元，YoY+27.0%；扣非归母净利润 1.96 亿元，YoY+23.8%。2) **盈利能力方面**，1H23 毛利率同比下降 0.3ppt 至 46.2%；净利率与去年同期基本持平 (33%)。2Q23 毛利率同比下降 1.5ppt 至 44.9%；净利率与去年同期基本持平 (32.9%)。1H23 公司主营业务模锻件营收 11.6 亿元 (营收占比 90.7%)，YoY+45.2%，毛利率同比提升 0.6ppt 至 49.3%，主营业务盈利能力保持较高水平。

➤ **子公司快速成长；多区域完善产业布局。**1H23 子公司实现快速增长，其中：**1) 三角机械** (从事零部件机械加工等业务) 实现营收 4737 万元，YoY+40.8%，净利润 1649 万元，YoY+46.6%，**2) 三航材料** (从事锻件及粉末冶金制品等业务) 实现营收 7364 万元，YoY+36.4%，净利润 818 万元，YoY+16.5%。**此外**，公司在 2023 年 2 月 (设立沈阳三角) 和 5 月 (设立成都三航) 新设立两家子公司，在西安地区以外逐步完善多区域布局，有利于进一步整合优化资源。

➤ **募投项目持续推进，精密模锻项目快速建设有望补齐中小模锻版图。**期内公司可转债和定增项目有序推进，1H23 投入募集资金 2.6 亿元，其中航空精密模锻项目建设进度较快 (2023 年 1 月发行定增，1H23 投入 1.4 亿元，投资进度达 47.6%)，精密模锻项目重点引进中小锻造及其配套设备，有望尽快补齐公司中小模锻版图，形成全品类模锻件配套能力。

➤ **持续加大研发投入；合同负债或反应下游高景气。**1H23 期间费用率同比减少 1.8ppt 至 1.8%，其中：管理费用率同比增加 0.4ppt 至 2.2%；研发费用同比增加 37.0%至 0.31 亿元，研发费用率为 2.4%，与去年同期基本持平；利息收入大幅增加导致财务费用为-3898 万元，去年同期-828 万元。**截至 1H23 末，公司：**1) 应收账款及票据 18.5 亿元，较 1Q23 末增加 14.2%；**2) 合同负债** 1253 万元，较 1Q23 末增加 395.3%；**3) 1H23 经营活动净现金流** 为 0.68 亿元，去年同期为-0.62 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。

➤ **投资建议：**公司是我国航空大型模锻件核心供应商，精密模锻项目有望快速补齐中小模锻版图，产业链纵向积极拓展有望打开成长新空间。考虑到行业下游成本管控逐步推进，公司产品未来或存在降价可能性，我们小幅调低 2023~2025 年归母净利润至 7.8 亿、9.2 亿和 11.0 亿元，对应 PE 为 22x/18x/16x。我们考虑到公司业务延伸和航空较高景气，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；业务拓展不及预期；产品价格下降等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,876	2,394	2,989	3,793
增长率 (%)	60.1	27.6	24.8	26.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	625	779	922	1,096
增长率 (%)	51.5	24.7	18.3	18.9
每股收益 (元)	1.14	1.42	1.67	1.99
PE	27	22	18	16
PB	3.6	3.1	2.7	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 08 月 24 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格：
30.89 元


分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

电话：021-80508460

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

- 三角防务 (300775.SZ) 2022 年年报&2023 年一季报点评：1Q23 业绩增长 54%；盈利能力保持较高水平-2023/04/23
- 三角防务 (300775.SZ) 事件点评：定增落地完善锻造能力；深化航空外协配套-2023/01/09
- 三角防务 (300775.SZ) 2022 年三季报点评：三季报业绩增长超 70%；减值计提影响公司净利率-2022/10/25
- 三角防务 (300775.SZ) 2022 年中报点评：1H22 收入及利润增速较高；产品结构逐渐变化-2022/08/10
- 三角防务 (300775.SZ) 点评报告：收缩定增规模至 20.5 亿元；股权激励继续推进-2022/07/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,876	2,394	2,989	3,793
营业成本	1,010	1,326	1,730	2,295
营业税金及附加	10	13	16	20
销售费用	6	8	9	10
管理费用	51	69	78	89
研发费用	58	65	77	97
EBIT	698	913	1,079	1,281
财务费用	-17	-18	-16	-14
资产减值损失	-17	-17	-17	-17
投资收益	0	1	1	1
营业利润	716	893	1,057	1,257
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	717	894	1,058	1,258
所得税	92	115	136	162
净利润	625	779	922	1,096
归属于母公司净利润	625	779	922	1,096
EBITDA	743	980	1,158	1,370

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,169	3,261	3,605	4,101
应收账款及票据	1,292	1,564	1,895	2,330
预付款项	2	3	4	5
存货	1,180	1,436	1,784	2,246
其他流动资产	69	71	74	79
流动资产合计	5,712	6,334	7,361	8,762
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	732	912	1,097	1,267
无形资产	61	76	91	106
非流动资产合计	1,258	1,608	1,845	2,022
资产合计	6,971	7,942	9,206	10,784
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,155	1,472	1,874	2,423
其他流动负债	213	154	169	189
流动负债合计	1,368	1,626	2,043	2,613
长期借款	5	0	0	0
其他长期负债	897	897	897	897
非流动负债合计	901	897	897	897
负债合计	2,269	2,523	2,940	3,509
股本	549	550	550	550
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,701	5,419	6,266	7,275
负债和股东权益合计	6,971	7,942	9,206	10,784

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	60.06	27.59	24.84	26.90
EBIT 增长率	50.41	30.78	18.13	18.69
净利润增长率	51.51	24.66	18.35	18.93
盈利能力 (%)				
毛利率	46.20	44.62	42.11	39.49
净利率	33.29	32.53	30.83	28.90
总资产收益率 ROA	8.96	9.81	10.01	10.16
净资产收益率 ROE	13.29	14.37	14.71	15.07
偿债能力				
流动比率	4.18	3.89	3.60	3.35
速动比率	3.31	3.01	2.73	2.49
现金比率	2.32	2.01	1.76	1.57
资产负债率 (%)	32.56	31.77	31.93	32.54
经营效率				
应收账款周转天数	156.24	151.24	146.24	141.24
存货周转天数	426.61	400.00	380.00	360.00
总资产周转率	0.27	0.30	0.32	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.42	1.67	1.99
每股净资产	8.54	9.85	11.39	13.22
每股经营现金流	0.77	1.04	1.33	1.54
每股股利	0.10	0.11	0.13	0.16
估值分析				
PE	27	22	18	16
PB	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	19.71	14.84	12.27	10.00
股息收益率 (%)	0.32	0.37	0.43	0.52

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	625	779	922	1,096
折旧和摊销	44	67	79	89
营运资金变动	-292	-321	-316	-385
经营活动现金流	425	572	732	848
资本开支	-383	-415	-315	-265
投资	60	0	0	0
投资活动现金流	-320	-415	-315	-264
股权募资	1,732	1	0	0
债务募资	5	-5	0	0
筹资活动现金流	1,691	-66	-74	-88
现金净流量	1,796	92	344	496

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026