

2023年09月07日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 图南股份（300855）

### 2023年中报点评：业绩保持高速增长，全产业链优势日益凸显

#### 报告摘要

##### ◆ 事件：

公司8月16日公告，2023H1营收（6.90亿元，+49.49%），归母净利润（1.79亿元，+52.40%），扣非归母净利润（1.73亿元，+49.69%）；毛利率（37.21%，+0.86pcts），净利率（25.90%，+0.50pcts）。同时，2023Q2营收3.59亿元，同比+43.86%，环比+8.34%；归母净利润0.95亿元，同比+23.85%，环比+13.90%。

##### 投资要点：

##### ◆ 营收增速新高，存货高位蓄能

2023H1，公司营收（6.90亿元，+49.49%），营收增速为近5年新高，主要系下游客户需求增长影响，业务订单量增加所致。毛利率（37.21%，+0.86pcts），净利率（25.90%，+0.50pcts），持续提升。公司归母净利润（1.79亿元，+52.40%），扣非归母净利润（1.73亿元，+49.69%），盈利水平保持快速增长态势。2023Q2，公司营收3.59亿元，同比+43.86%，环比+8.34%，归母净利润0.95亿元，同比+23.85%，环比+13.90%，营收和利润均创季度新高。

2023H1，铸造高温合金营收（3.47亿元，+64.79%），营收占比（50.28%，+4.67pcts），毛利率（45.62%，-1.59pcts）；变形高温合金营收（2.12亿元，+56.53%），营收占比（30.76%，+1.38pcts），毛利率（29.07%，-1.85pcts），两类高温合金均延续了去年的高速增长态势，营收占比持续提升。其他合金制品和特种不锈钢营收占比分别为（10.48%，-2.75pcts）和（5.95%，-3.60pcts）。国内业务营收同比增速为47.26%，占比为（87.91%，-1.33pcts），国外业务营收同比增速为67.59%，占比为（9.56%，+1.03pcts），其他业务占比为（2.53%，+0.30pcts），国内外业务均实现快速增长。

报告期内，公司期间费用率为（6.81%，-3.33pcts），其中销售费用率（0.55%，-0.19pcts），管理费用率（3.34%，-1.90pcts），规模效应持续

投资评级

买入

维持评级

2023年09月07日

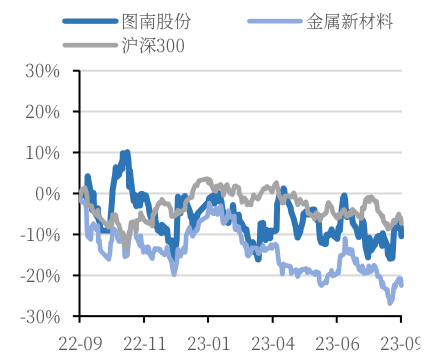
收盘价(元): 33.82

目标价(元): 42.00

#### 公司基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股)     | 395.08      |
| 总市值(百万)      | 13,361.60   |
| 流通股本(百万股)    | 283.73      |
| 流通市值(百万)     | 9,595.73    |
| 12月最高/最低价(元) | 55.38/31.48 |
| 资产负债率(%)     | 18.93       |
| 每股净资产(元)     | 4.23        |
| 市盈率(TTM)     | 42.25       |
| 市净率(PB)      | 7.99        |
| 净资产收益率(%)    | 10.68       |

#### 股价走势图



#### 作者

方晓明 分析师  
SAC执业证书: S0640522120001  
联系电话: 010-59562523  
邮箱: fangxm@avicsec.com

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

增强；财务费用率为(+0.04%，+0.24pcts)，基本保持稳定；研发费用率为(2.88%，-1.48pcts)，比重有所下降。

2022 年中报点评：扣非净利增长 49%，Q2 毛利率回升 —2022-08-19

报告期内，经营活动现金流量净额为-0.66 亿元，去年同期为 0.59 亿元，由正变负主要为业务订单量增加，为保证及时交付，存货备货增加，使得购买商品支付的现金增加所致。报告期末，存货(4.78 亿元，+17.10%)，存货量为近 5 年来新高，这表明公司为了应付订单量的快速放量而积极备货。

#### ◆ 高温合金材料下游需求旺盛，新产线投产支撑业绩高增长

一方面，随着高温合金材料的性能水平、品种多样性等方面有了长足的进步，其应用领域也从单一走向多元化，当前已经广泛应用在航天航空发动机、燃气轮机、核电、汽车增压涡轮、石油化工、玻璃制造、原子能工业等产业领域，应用市场得到充分扩张。另一方面，航发和燃机应用高温合金材料的比例较高，随着国产大型客机发动机、军用新型发动机和国产燃气轮机的加速批产放量，下游需求有望持续扩容。

公司 2019 年的高温合金年产能 1445 吨，为了应对下游日益增长的产品需求，通过募投扩充高温合金产能 1000 吨，该项目已于 2022 年的年底到达预定可使用状态，公司的高温合金产能天花板得到大幅抬升，项目达产后预计贡献年收入 1.91 亿元。随着未来供需两端持续发力，公司业绩有望继续保持高增长态势。

#### ◆ 高温合金业务纵向延伸，打造全产业链优势

公司建立了完善的大型复杂薄壁件的精密铸造体系，形成了先进的近净型熔模精密铸造技术，在国内率先实现直径大于 1,000mm、壁厚小于 2mm 的大型高温合金精铸件批量生产，铸件尺寸精度高、加工余量小、壁厚薄，形成了为航空发动机制造企业稳定供货的能力。公司的“年产 3,300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”预计于今年 7 月 31 日达到预定可使用状态，相关铸件的量产能力将得到明显增强，项目达产后预计贡献年收入 1.30 亿元。

公司是国内少数既生产铸造高温合金母合金又生产大型高温合金复杂薄壁精密铸件的企业之一，建立了特种熔炼、锻造、热轧、轧拔、铸造的全产业链生产流程，形成了大型高温合金复杂薄壁精密铸件全产业链系统，这有效地保证了产品的高质量和生产效率，内部各工序的高效协同有效地降低了产品制造成本，既可以实现客户高质量产品标准的要求，也满足了用户配套工程的需求，增强了客户对公司产品的需求粘性。

#### ◆ 贴近客户建设零部件配套产能，横向拓展产品类型，打造第二增长曲线

为了开辟新的市场空间，公司贴近下游主机厂在沈阳成立了图南精密和图南智能两个全资子公司。图南精密承担“航空用中小零部件自动化加工产线项目”建设，达产后将形成年产 50 万件精密零部件的加工生产能力，目前该项目设备采购及安装调试已基本完成，正在积极推进相关业务资质的申请认证工作。图南智能承担“年产 1,000 万件航空用中小零部件自动化产线项目”，该项目于 2022 年底启动，预计建设期为 3 年，总投资 8.55 亿元。以上项目的建设不仅能够拓宽公司产品链，构建新的增长点，还有望实现公司与主机厂的协同效应，增强公司市场竞争力。此外，图南股份与华秦科技等公司于 2022 年合资设立了沈阳华秦，图南持股比例为 19%，拟战略持有沈阳华秦股权，该公司将承担建设航空发动机用陶瓷基复合材料及其结构件研发与产业化项目。

#### ◆ 股权激励绑定核心人员，激发公司成长潜力

2022 年 7 月，公司以 20.93 元/股价格向 19 名激励对象授予 35.00 万股，占总股本的 0.12%，分别设置以 2021 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 20%或净利润增长率不低于 21%，2023 年营收增长率不低于 44%或净利润增长率不低于 53%的经营目标。2023 年，由于公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股，根据《激励计划》的有关规定，公司对股票的授予价格及数量进行相应调整，授予价格由 20.93 元/股调整为 16.02 元/股，已授予尚未归属的限制性股票数量由 35.00 万股调整为 45.50 万股。股权激励的实施将充分调动核心团队的积极性和创造性，激发公司的成长潜力，助力长远发展。

#### 投资建议：

2023H1，公司营收和净利高速增长，毛利率和净利率均有所提升，保持着强劲的发展势头。针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、需求端，高温合金业务的应用领域不断拓宽，同时随着国产新型航空发动机和燃气轮机的批产放量，未来市场空间有望持续扩容。

2、供给端，公司的高温合金产能得到大幅提升，在旺盛的下游需求中有望得到充分消化；公司将业务纵向延伸，布局的大型复杂薄壁精密结构件业务即将投产；公司还规划了中小型零部件加工业务，发挥与主机厂的协同效应，推动业务横向拓展，打造第二增长曲线。

3、经营方面，股权激励的实施将有效提升核心团队的凝聚力，更加注重公司的长远发展。此外，随着产量的持续提升，规模效应越发凸显，公司的盈利能力和经济效益有望持续增强。

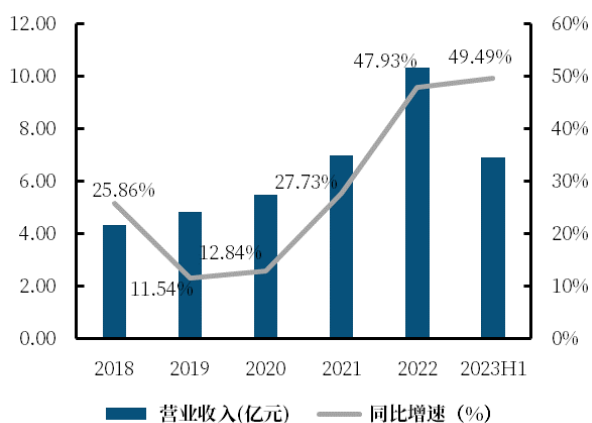
基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 13.75 亿元、17.38 亿元和 21.23 亿元，归母净利润分别为 3.31 亿元、4.27 亿元

及 5.24 亿元，EPS 分别为 0.84 元、1.08 元、1.33 元，维持“买入”评级，给予目标价格 42.00 元，分别对应 50 倍、39 倍及 32 倍 PE（注：暂未考虑 2022 年股权激励计划对股本的影响）。

风险提示：军品审价风险；军品市场开发风险；下游需求不及预期；项目建设不及预期等。

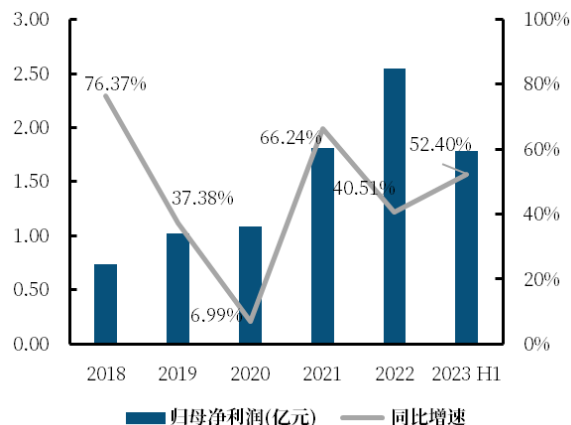
| 财务数据与估值            | 2021A  | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）          | 697.87 | 1032.38 | 1374.87 | 1737.62 | 2123.42 |
| 增长率（%）             | 27.73  | 47.93   | 33.18   | 26.38   | 22.20   |
| 归母净利润（百万元）         | 181.34 | 254.80  | 331.31  | 427.32  | 524.33  |
| 增长率（%）             | 66.24  | 40.51   | 30.03   | 28.98   | 22.70   |
| 毛利率（%）             | 37.31  | 35.00   | 34.95   | 34.75   | 34.54   |
| 每股收益（元）            | 0.46   | 0.64    | 0.84    | 1.08    | 1.33    |
| 市盈率 PE             | 75.21  | 53.53   | 41.16   | 31.92   | 26.01   |
| 市净率 PB             | 11.12  | 9.16    | 7.68    | 6.49    | 5.45    |
| 净资产收益率 ROE（%）      | 14.79  | 17.12   | 18.65   | 20.32   | 20.95   |
| 资料来源：IFIND，中航证券研究所 |        |         |         |         |         |

图1 公司营业收入及增速情况



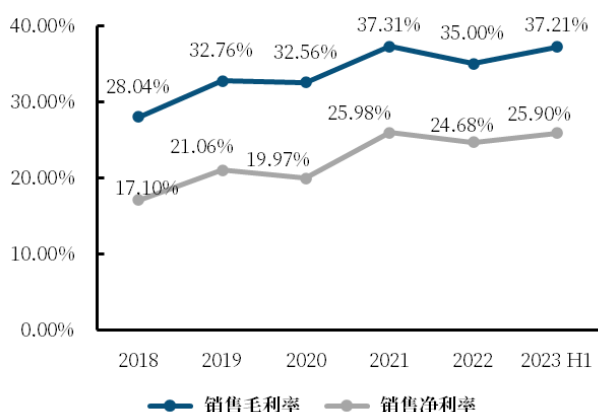
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



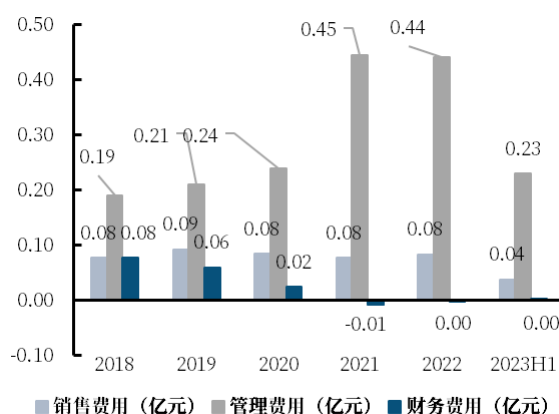
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



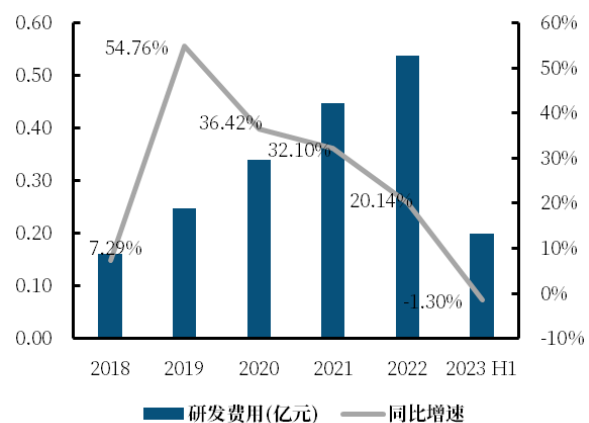
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况 (单位:亿元)



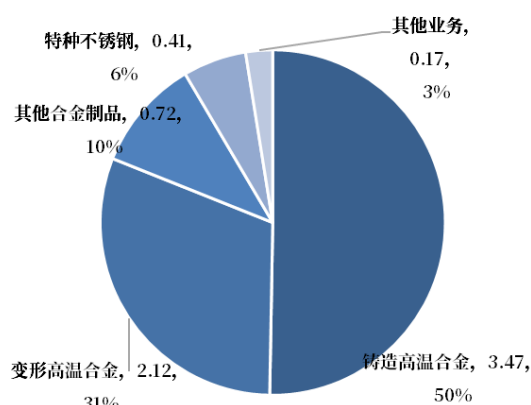
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况



资料来源：IFIND，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成 (单位:亿元)



资料来源：IFIND，中航证券研究所

| 报表预测              |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 会计年度              | 2020            | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| 单位:百万元            |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>利润表</b>        |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 营业收入              | 546.34          | 697.87          | 1,032.38        | 1,374.87        | 1,737.62        | 2,123.42        |
| 减: 营业成本           | 368.45          | 437.52          | 671.06          | 894.40          | 1,133.88        | 1,389.90        |
| 税金及附加             | 4.27            | 4.14            | 5.99            | 8.96            | 11.32           | 13.84           |
| <b>主营业务利润</b>     | <b>173.62</b>   | <b>256.20</b>   | <b>355.33</b>   | <b>471.51</b>   | <b>592.41</b>   | <b>719.68</b>   |
| 减: 销售费用           | 8.46            | 7.79            | 8.38            | 9.62            | 11.29           | 12.74           |
| 管理费用              | 23.88           | 44.57           | 44.19           | 54.99           | 67.77           | 80.69           |
| 研发费用              | 33.89           | 44.76           | 53.78           | 61.87           | 60.82           | 63.70           |
| 财务费用              | 2.48            | -0.84           | -0.05           | 1.37            | -0.28           | -0.63           |
| <b>经营性利润</b>      | <b>104.91</b>   | <b>159.93</b>   | <b>249.02</b>   | <b>343.65</b>   | <b>452.82</b>   | <b>563.17</b>   |
| 加: 资产减值损失         | -2.63           | -1.03           | -2.79           | -1.37           | -1.74           | -2.12           |
| 信用减值损失            | -0.60           | -0.59           | 2.04            | -1.37           | -1.74           | -2.12           |
| 其他经营损益            | 0.00            | -0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资收益              | 0.00            | 7.37            | 10.22           | 5.86            | 5.86            | 5.86            |
| 公允价值变动损益          | 3.48            | 1.47            | 0.38            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 资产处置收益            | 0.10            | 0.03            | 0.00            | 0.04            | 0.04            | 0.04            |
| 其他收益              | 19.15           | 40.70           | 22.59           | 27.48           | 27.48           | 27.48           |
| <b>营业利润</b>       | <b>124.42</b>   | <b>207.87</b>   | <b>281.47</b>   | <b>374.29</b>   | <b>482.73</b>   | <b>592.31</b>   |
| 加: 其他非经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营业外收入             | 0.16            | 0.04            | 0.89            | 0.36            | 0.36            | 0.36            |
| 减: 营业外支出          | 0.30            | 0.59            | 0.37            | 0.42            | 0.42            | 0.42            |
| <b>利润总额</b>       | <b>124.28</b>   | <b>207.32</b>   | <b>281.99</b>   | <b>374.24</b>   | <b>482.68</b>   | <b>592.26</b>   |
| 减: 所得税            | 15.20           | 25.99           | 27.19           | 42.92           | 55.36           | 67.93           |
| <b>净利润</b>        | <b>109.08</b>   | <b>181.34</b>   | <b>254.80</b>   | <b>331.31</b>   | <b>427.32</b>   | <b>524.33</b>   |
| 减: 少数股东损益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>109.08</b>   | <b>181.34</b>   | <b>254.80</b>   | <b>331.31</b>   | <b>427.32</b>   | <b>524.33</b>   |
| <b>资产负债表</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 货币资金              | 260.68          | 208.10          | 412.28          | 129.04          | 139.01          | 319.22          |
| 交易性金融资产           | 278.48          | 281.47          | 120.38          | 120.38          | 120.38          | 120.38          |
| 应收票据              | 24.88           | 40.10           | 26.62           | 59.02           | 74.60           | 91.16           |
| 应收账款              | 87.17           | 64.52           | 206.31          | 207.08          | 261.71          | 319.82          |
| 预付账款              | 0.47            | 4.03            | 1.63            | 3.77            | 4.77            | 5.82            |
| 其他应收款             | 0.32            | 0.44            | 0.55            | 0.80            | 1.01            | 1.24            |
| 存货                | 192.95          | 319.79          | 394.95          | 549.50          | 696.63          | 853.92          |
| 其他流动资产            | 1.35            | 2.11            | 18.78           | 10.86           | 13.73           | 16.78           |
| 长期股权投资            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 金融资产投资            | 6.00            | 40.00           | 85.60           | 85.60           | 85.60           | 85.60           |
| 投资性房地产            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产和在建工程         | 198.16          | 249.25          | 468.90          | 714.03          | 879.35          | 924.38          |
| 无形资产和开发支出         | 41.50           | 54.22           | 52.87           | 41.41           | 29.95           | 18.48           |
| 其他非流动资产           | 16.40           | 103.31          | 97.51           | 97.51           | 97.51           | 97.51           |
| <b>资产总计</b>       | <b>1,108.37</b> | <b>1,367.34</b> | <b>1,886.38</b> | <b>2,018.99</b> | <b>2,404.25</b> | <b>2,854.32</b> |
| 短期借款              | 0.00            | 25.02           | 104.11          | 0.00            | 6.40            | 0.00            |
| 交易性金融负债           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付票据              | 9.00            | 19.20           | 103.01          | 66.13           | 83.83           | 102.76          |
| 应付账款              | 13.63           | 19.84           | 49.66           | 46.61           | 59.09           | 72.43           |
| 预收账款              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 合同负债              | 8.87            | 9.56            | 71.58           | 45.49           | 57.50           | 70.26           |
| 其他应付款             | 10.20           | 27.50           | 13.98           | 33.21           | 42.10           | 51.61           |
| 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 1.18            | 1.06            | 0.88            | 0.61            |
| 其他负债              | 5.61            | 40.31           | 54.74           | 50.44           | 51.93           | 53.54           |
| <b>负债合计</b>       | <b>47.31</b>    | <b>141.43</b>   | <b>398.25</b>   | <b>242.94</b>   | <b>301.73</b>   | <b>351.21</b>   |
| 股本                | 200.00          | 200.00          | 302.01          | 395.08          | 395.08          | 395.08          |
| 资本公积              | 570.81          | 594.32          | 539.07          | 480.80          | 480.80          | 480.80          |
| 留存收益              | 290.25          | 431.58          | 647.05          | 900.17          | 1,226.64        | 1,627.22        |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>1,061.06</b> | <b>1,225.90</b> | <b>1,488.13</b> | <b>1,776.05</b> | <b>2,102.52</b> | <b>2,503.10</b> |
| 少数股东权益            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>1,061.06</b> | <b>1,225.90</b> | <b>1,488.13</b> | <b>1,776.05</b> | <b>2,102.52</b> | <b>2,503.10</b> |
| 负债和股东权益合计         | 1,108.37        | 1,367.34        | 1,886.38        | 2,018.99        | 2,404.25        | 2,854.32        |
| <b>投入资本(IC)</b>   | <b>559.60</b>   | <b>777.18</b>   | <b>1,057.76</b> | <b>1,552.09</b> | <b>1,903.81</b> | <b>2,148.38</b> |
| <b>现金流量表</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| 资本支出              | 29.04           | 148.23          | 245.28          | 350.00          | 300.00          | 200.00          |
| 自由现金流             | 52.41           | -48.39          | -36.71          | -161.79         | 75.35           | 279.22          |
| 短期借款增加            | -86.00          | 25.02           | 79.09           | -104.11         | 6.40            | -6.40           |
| 长期带息债务增加          | 0.00            | 0.00            | 1.18            | -0.12           | -0.19           | -0.27           |
| 股权筹资额             |                 |                 |                 | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 支付普通股股利           | 40.00           | 40.27           | 30.39           | 78.19           | 100.85          | 123.75          |
| 长期投资              | -275.00         | -28.15          | 126.09          | 36.84           | 2.04            | 2.04            |
| 经营性现金净流量          | 90.21           | 178.84          | 243.42          | 213.67          | 402.24          | 507.92          |
| 投资性现金净流量          | -305.61         | -210.80         | -124.49         | -313.12         | -297.92         | -197.92         |
| 筹资性现金净流量          | 384.73          | -20.36          | 60.40           | -183.79         | -94.36          | -129.79         |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>167.87</b>   | <b>-52.58</b>   | <b>179.90</b>   | <b>-283.24</b>  | <b>9.97</b>     | <b>180.21</b>   |

资料来源: IFIND, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

**买入:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

**持有:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

**卖出:** 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

**增持:** 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

**中性:** 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

**减持:** 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

**联系地址:** 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

**公司网址:** www.avicsec.com

**联系电话:** 010-59219558

**传 真:** 010-59562637