

应流股份 (603308.SH)

公司快报

核电+两机铸就高护城河，低空全链条布局迎曙光

机械 | 基础件III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2024-04-25)

15.73 元

交易数据

总市值(百万元)	10,745.90
流通市值(百万元)	10,745.90
总股本(百万股)	683.15
流通股本(百万股)	683.15
12个月价格区间	18.88/9.51

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.35	33.85	-0.65
绝对收益	17.48	39.45	-11.56

分析师

张文臣

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师

周涛

 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhoutao@huajinsec.cn

分析师

申文雯

 SAC 执业证书编号: S0910523110001
 shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报, 2023 全年实现营收 24.12 亿元, 同比+9.75%, 归母净利润 3.03 亿元, 同比-24.50%; 扣非后归母净利润 2.80 亿元, 同比+22.89%; 24Q1 单季度实现收入 6.62 亿元, 同比+9.07%, 归母净利润 0.91 亿元, 同比+11.12%, 扣非后归母净利润 0.90 亿元, 同比+29.05%。23 年经营活动现金流净额 2.34 亿元。

◆ **高端精密铸造龙头志在“工业之花”，推动价值链+产业链延伸。**公司前身为安徽霍山应流铸造有限公司，成立于 2000 年 8 月。公司产品定位于专用设备的高端零部件，拥有铸造、加工、组焊为一体的完整产业链，工艺技术水平高，装备水平国内领先，海外收入占比高，是多个国际和国内大型企业的重要供应商。成立之初陆续与艾默生、卡特彼勒、泰科等全球领先的客户建立合作关系，供应油气阀门零件、机械装备构件等产品；2009 年进入核电领域，成为同行业首批获得国家核安全局颁发的《民用核安全设备制造许可证》的企业之一；2014 年上交所主板上市，首发募投高温合金和高性能零部件热处理工艺（热等静压）技术改造项目，不断推进铸件高端化。公司持续推动产业链和价值链的延伸发展，已在两机（燃气轮机、航空发动机零部件制造）以及核能新材料两大工业尖端领域取得显著成绩，近几年来，机械油气领域的传统业务保持稳定，“两机+核能”两大业务板块收入占比持续提升（2018-23 年从 18% 提升至 48%），逐渐进入收获期，产品综合毛利率维持在 35%-40% 的可观水平，随着高附加值产品的放量，盈利能力有望进一步提升。产业链延伸方面，2016 年收购德国 SBM 公司，完成两款涡轴发动机技术引进，并成立应流航空，由“两机”热端零部件领域延伸到航空发动机整机及配套直升机、无人机领域；2018 年收购天津航宇 60% 股权，新增高端铝合金铸件生产能力，满足航空航天高端轻量化零件的需求。此外，金安 A1 类通用机场是应流航空产业园的重要配套设施，预计 24 年上半年完成验收取证工作并启动运营，公司已构建低空领域从发电机、整机到机场运营的完整链条，在当前我国低空经济腾飞趋势下，该业务有望开花结果。

◆ **两机业务持续放量，军民客户稳步拓展。**根据 Flight global 发布的《World air forces 2022》，截至 2021 年底美国军机数量为 13,246 架，排名全球第一位，我国军机数量相比美国差距较大。在建设战略空军的背景下，军用飞机升级换代，带动军机配套航空材料市场的快速发展，国家启动“两机专项”，将航空发动机和燃气轮机列为战略新兴产业重点发展方向之一，航空发动机相关产业进入快速发展期。民用方面，根据波音 23 年 9 月发布的《当前民用航空市场展望》，在远高于全球平均水平的经济发展和国内航空旅行增长的推动下，2042 年前中国的民航机队规模将增长一倍以上，在未来 20 年接收的飞机将占到全球交付量的五分之一，同时，持续发展的电商业和快递业也将推动货机需求。C919、ARJ21 等国产民用飞机相继



量产，出于自主创新和降低制造维修成本的需求迫切，未来几年内民用航空材料将逐步开展国产化替代工作。2023年，公司航空航天新材料及零部件业务实现营业收入7.88亿元，同比+25.82%。燃气轮机业务多款型号取得重点突破，新接订单金额超6亿元，其中率先通过国家“两机专项”大F级重型燃机一二三级定向空心透平叶片新产品验收并批量交付，为300MW级重型燃气轮机顺利下线提供有力保障；与国际燃机龙头签署战略合作协议，订单金额突破新高。为G公司供应的某型航空发动机机匣全球市场份额占比超50%，订单滚动至2026年；为某集团继续批量交付国产航空发动机叶片，同时开发其他型号的叶片并实现首套交付；还为国产商用大飞机发动机交付机匣、叶片等。多年来逐步构筑全产业链优势，高温合金品类覆盖等轴晶、定向晶和单晶，基本满足目前母合金牌号需求；“两机”热端部件加工生产线、热障涂层生产线建设顺利推进，预计24年度实现一期工程投产。

- ◆ **核电国产化开路先锋，完成多产品布局。**在能源保供+绿色转型背景下，核电作为基荷电源优势彰显，22年与23年连续两年核准10台机组，景气度提升。当前我国发电量中核电占比仅4.86%（截止2023年底），较之全球核电平均10.1%的比重有较大提升空间（21年WNA数据）。根据核能行业协会预计，到2035、2060年，我国核电发电占比有望先后提升至10%、18%。此外，我国核电“热堆-快堆-聚变堆”三步走路线明确，23年12月，全球首座第四代核电站——华能石岛湾高温气冷堆核电站商业示范工程投产，“华龙一号”已成功落地巴基斯坦，并与沙特、阿根廷、巴西等20多个国家和地区形成核电项目合作意向。应流是国内第一家成功研制CAP1000、CAP1400、华龙一号主泵泵壳的企业，市占率高。2023年，受益于核电下游需求扩张，公司在手订单充足，核能新材料及零部件业务实现营业收入3.80亿元，同比+16.66%。成功完成中子吸收材料、复合屏蔽材料的技术突破，通过由院士领衔的国家级行业鉴定，部分关键指标超过欧美。刚性和柔性屏蔽材料开始陆续发力，贡献新增量。此外，积极拓展核能材料应用领域，为核聚变堆配套，成功开发三种关键核心部件和极端环境功能材料高硼钢、钨硼钢，并在24年一季度成立合资公司，开始逐步实现产业化。
- ◆ **低空经济布局早投入大，产业链条全，区位优势显著。**公司是目前低空经济中稀缺的从飞机发动机到整机制造再到机场运营的标的，根据《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》，“混动、涡轴&涡桨产品”是通航装备产品谱系重要构成。报告期末，应流航空已建成8栋高标准厂房、研发中心和配套设施建设；建成发动机试车中心，4个试车台已投入使用；建成发动机装配线、无人机装配线。应流航空深入研发100KW-300KW级涡轴发动机和400KW以下混合动力包，同时兼顾大马力涡轴发动机预研。目前YLWZ-130/190已经完成国产化开发并进行了小批量生产；YLWZ-300首台已于24年一季度进行了交付；120KW和275KW混合动力包瞄准无人机货运、增程式电动载重汽车、应急救援市场，得到了目标客户认可。公司已完成起飞重量270公斤、1000公斤无人直升机的开发，2024年度重点完成起飞重量600公斤无人机的研发和产品鉴定。值得强调的是，公司地缘优势显著，安徽是我国第三个全域低空空域管理改革试点省份，23年低空经济规模突破400亿元，已集聚亿航智能、时的科技、应流航空、零重力等企业300余家，近日印发的《安徽省加快培育发展低空经济实施方案（2024—2027年）及若干措施》指出到2027年低空经济规模力争达800亿元。应流航空产业链条完整，布局多年，有望成长为安徽低空经济生态主导型企业。
- ◆ **投资建议：**上市十年来，公司苦练内功，经营性杠杆高，同时构筑了较高护城河，近年来两机、核电等下游迎来景气，新产品进入放量周期，随着产能利用率的提升，看好公司盈利弹性的逐步显现；低空领域公司布局多年，在政策密集推动下，公司

全产业链条及区域优势彰显,该业务有望复制两机业务成长路径,成为新的增长极。我们看好公司未来的发展前景,预测公司 2024-26 年归母净利润分别为 4.22、5.41 和 6.72 亿元,对应 EPS 为 0.62、0.79 和 0.98 元,PE 为 26、20、16 倍,首次覆盖,给予“买入-A”评级。

◆ **风险提示:** 1、新品研发不及预期; 2、原材料价格大幅波动; 3、汇率变动风险。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,198	2,412	2,833	3,330	3,912
YoY(%)	7.7	9.7	17.5	17.5	17.5
归母净利润(百万元)	402	303	422	541	672
YoY(%)	73.8	-24.5	39.1	28.2	24.2
毛利率(%)	36.7	36.2	37.9	39.3	40.4
EPS(摊薄/元)	0.59	0.44	0.62	0.79	0.98
ROE(%)	8.1	5.6	7.5	8.7	9.9
P/E(倍)	26.8	35.4	25.5	19.9	16.0
P/B(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
净利率(%)	18.3	12.6	14.9	16.2	17.2

数据来源:聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 28.33/33.3/39.12 亿元，毛利率 37.9%/39.3%/40.4%。其中：

航空航天新材料及零部件：公司在“两机”领域多年来进行了大额的资本投入，目前叶片、机匣、喷嘴环、导向器等产品已进入 GE、罗罗、中国航发、中国重燃等客户供应体系。受益于国外民用航空，国内军民用航空、燃气轮机业务的高景气，“两机”业务有望持续保持高增长。“两机”业务产品科技附加值高，随着“两机”业务产能利用率的提升以及单晶产品占比与良率的提高，毛利率仍有提升空间，此外公司已打通母合金产业链，盈利能力也有望提升。预计 2024-26 年实现收入 10.56/13.73/17.71 亿元，毛利率为 44.5%/46.0%/47.0%。

核能新材料及零部件：公司是国内第一家成功研制 CAP1000、CAP1400、华龙一号主泵泵壳的企业，主泵泵壳市占率高。22 年与 23 年我国连续两年核准 10 台机组，审批提速下，根据核电项目推进节奏，公司核能务订单迎来加快交付周期，核级泵阀、乏燃料搁架、金属保温层等产品有望持续放量。此外公司刚性和柔性屏蔽材料开始陆续发力，可应用在除核电外的其他核能应用领域，贡献新增量。预计 2024-26 年实现收入 4.75/5.94/7.13 亿元，毛利率为 41.0%/42.0%/42.0%。

其他高端装备零部件：此业务为公司起家老业务，主要为下游工程矿山、石油天然气设备等配套，未来公司工作重点放在两机、两业高端领域，考虑到疫情后的全球经济复苏以及油价高位态势，传统业务有望保持低速稳定发展态势。预计 2024-26 年实现收入 12.30/12.91/13.56 亿元，毛利率维持 31.0%。

表 1：收入成本拆分表

		2023A	2024E	2025E	2026E
航空航天新材料及零部件	收入 (亿元)	7.88	10.56	13.73	17.71
	YoY	25.82%	34.00%	30.00%	29.00%
	毛利率 (%)	41.9%	44.5%	46.0%	47.0%
核能新材料及零部件	收入 (亿元)	3.80	4.75	5.94	7.13
	YoY	16.66%	25.00%	25.00%	20.00%
	毛利率 (%)	40.1%	41.00%	42.00%	42.00%
其他高端装备零部件	收入 (亿元)	11.71	12.30	12.91	13.56
	YoY	1.10%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	30.8%	31.0%	31.0%	31.0%
其他业务	收入 (亿元)	0.73	0.73	0.73	0.73
	YoY	-16.56%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入 (亿元)	24.12	28.33	33.30	39.12
	YoY	9.75%	17.47%	17.54%	17.46%
	毛利率 (%)	36.2%	37.9%	39.3%	40.4%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

基于公司业务范围，我们选取中核科技（核级阀门供应商）、钢研高纳（国内航空航天用高温合金重要生产基地）、航材股份（国家“两机重大专项”关键材料及制件研制任务的主要承接单位）作为可比公司。可比公司 2024-25 年平均 PE 估值为 28.1、22.1 倍，应流股份 24-25 年 PE 估值分别为 25.4、19.9 倍，低于可比公司水

平。公司上市十年来，苦练内功，经营性杠杆高，近年来主要下游两机、核电等迎来较高景气，新产品进入放量周期，随着产能利用率的提升，看好公司盈利弹性的逐步显现。低空经济产业链条全，区位优势显著，有望打开中长期成长空间。

表 2: 估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
000777.SZ	中核科技	17.92	68.90	0.58	0.84	1.07	31.0	21.2	16.8
300034.SZ	钢研高纳	17.41	134.95	0.41	0.58	0.76	42.3	29.9	22.8
688563.SH	航材股份	55.15	248.18	1.28	1.63	2.02	43.1	33.8	27.3
平均							38.8	28.3	22.3
603308.SH	应流股份	15.73	107.46	0.44	0.62	0.79	35.4	25.5	19.9

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截至 2024 年 4 月 25 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3881	3320	3596	4233	4831	营业收入	2198	2412	2833	3330	3912
现金	463	255	142	167	196	营业成本	1391	1540	1758	2020	2331
应收票据及应收账款	987	1042	1342	1461	1831	营业税金及附加	43	43	49	57	66
预付账款	59	31	75	49	97	营业费用	36	34	37	43	50
存货	1431	1857	1898	2416	2561	管理费用	184	192	201	233	274
其他流动资产	941	135	140	140	146	研发费用	255	293	340	400	469
非流动资产	6018	7155	7133	7078	6974	财务费用	112	107	128	154	166
长期投资	6	6	6	5	5	资产减值损失	0	-14	-9	-10	-12
固定资产	3152	3284	3464	3576	3634	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1033	1075	1145	1210	1242	投资净收益	-2	2	-0	1	0
其他非流动资产	1826	2789	2519	2287	2094	营业利润	393	285	404	513	641
资产总计	9899	10475	10729	11311	11805	营业外收入	1	0	1	1	1
流动负债	2945	2773	3032	3525	3859	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	1754	1306	1410	1826	1884	利润总额	394	285	405	513	641
应付票据及应付账款	762	789	983	1053	1296	所得税	5	6	7	10	12
其他流动负债	429	677	640	646	679	税后利润	389	278	397	503	629
非流动负债	2185	2766	2364	2019	1615	少数股东损益	-13	-25	-24	-38	-43
长期借款	1341	2008	1606	1203	798	归属母公司净利润	402	303	422	541	672
其他非流动负债	844	758	758	817	817	EBITDA	761	722	752	872	1020
负债合计	5131	5539	5396	5544	5474	主要财务比率					
少数股东权益	497	473	448	410	367	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	683	683	683	683	683	成长能力					
资本公积	1936	1936	1936	1936	1936	营业收入(%)	7.7	9.7	17.5	17.5	17.5
留存收益	1595	1777	2084	2483	2997	营业利润(%)	96.4	-27.4	41.7	26.9	25.0
归属母公司股东权益	4272	4463	4885	5357	5964	归属于母公司净利润(%)	73.8	-24.5	39.1	28.2	24.2
负债和股东权益	9899	10475	10729	11311	11805	获利能力					
						毛利率(%)	36.7	36.2	37.9	39.3	40.4
						净利率(%)	18.3	12.6	14.9	16.2	17.2
						ROE(%)	8.1	5.6	7.5	8.7	9.9
						ROIC(%)	6.6	5.1	5.8	6.5	7.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.8	52.9	50.3	49.0	46.4
						流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
						速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
						应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
						估值比率					
						P/E	26.8	35.4	25.5	19.9	16.0
						P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
						EV/EBITDA	19.2	21.1	19.9	17.1	14.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn