

## 图南股份 (300855)

### 2023 年报及 2024 一季报点评：2023 年业绩快速增长，持续加强产品品类及下游市场拓展

#### 报告摘要

##### ◆ 事件：

公司4月19日公告，2023年营收（13.85亿元，+34.12%），归母净利润（3.30亿元，+29.64%），扣非归母净利润（3.17亿元，+26.91%）；毛利率（34.33%，-0.67pcts），净利率（23.86%，-0.82pcts）。2024年一季度营收（3.50亿元，+5.70%），归母净利润（0.91亿元，+8.75%）。

##### 投资要点：

##### ◆ 公司高温合金保持快速增长，营收和利润规模再创新高

2023年，公司营收（13.85亿元，+34.12%），归母净利润（3.30亿元，+29.64%），扣非归母净利润（3.17亿元，+26.91%），营收和利润规模再创新高。毛利率（34.33%，-0.67pcts），净利率（23.86%，-0.82pcts），基本保持稳定。2024Q1，公司营业收入（3.50亿元，+5.70%），归母净利润（0.91亿元，+8.75%），营收和利润规模创同期新高。

公司产品可分为铸造高温合金、变形高温合金、其他合金制品和特种不锈钢四大类：

① 铸造高温合金：公司具备铸造高温合金母合金及铸件能力，该类产品主要用于航空领域。报告期内铸造高温合金营收（6.24亿元，+31.39%），营收占比（45.07%，-0.93pcts），毛利率（45.57%，-0.78pcts），铸造高温合金销售1306.08吨，同比增长30.03%。

② 变形高温合金：公司变形高温合金可根据客户需求，加工成棒、管、丝、带等型材，应用于航空、核电、燃气轮机及石油化工领域。变形高温合金营收（4.41亿元，+38.10%），营收占比（31.83%，+0.92pcts），毛利率（24.53%，-0.65pcts），变形高温合金销售2387.77吨，同比增长38.45%。

③ 其他合金制品：报告期内，公司其他合金制品收入（1.83亿元，+44.96%），营收占比为（13.22%，+0.99pcts），其他合金制品销售1006.35吨，同比增长12.42%。

投资评级

买入

维持评级

2024年04月25日

收盘价(元): 23.68

目标价(元): 35.00

#### 公司基本数据

总股本(百万股) 395.31

总市值(百万) 9,360.88

流通股本(百万股) 283.96

流通市值(百万) 6,724.10

12月最高/最低价(元) 51.19/17.19

资产负债率(%) 15.45

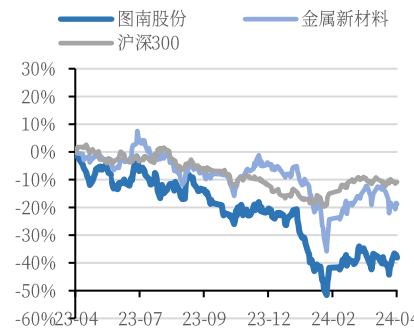
每股净资产(元) 4.86

市盈率(TTM) 27.73

市净率(PB) 4.87

净资产收益率(%) 4.73

#### 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

刘帅 研究助理

SAC 执业证书: S0640123070036

联系电话:

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

④ 特种不锈钢：报告期内，公司特种不锈钢实现收入（0.85 亿元，-6.91%），营收占比为（6.10%，-2.69pcts）。特种不锈钢销售 300.69 吨，同比降低 12.11%。

2023 年，公司期间费用率为（8.04%，-2.26pcts），其中销售费用率（0.73%，-0.08pcts），管理费用率（3.27%，-1.01pcts），规模效应持续增强；财务费用率为（+0.00%，+0.00pcts），保持稳定；研发费用率为（4.04%，-1.17pcts），占比有所下降。

报告期末，公司存货（4.62 亿元，+17.07%），其中在产品占比（33.04%，+9.72pcts），库存商品占比（15.95%，+8.25pcts），公司采取“按订单生产”为主、“按计划生产”相辅的生产模式，未来这部分尚未交付的订单有望在 2024 年得到验收。固定资产、在建工程合计金额 8.25 亿元，比期初增长 77.06%，主要是公司在航空用中小零部件自动化产线等建设项目上持续投入。截止报告期末，公司在手合同金额为 6.03 亿元，其中预计 5.51 亿元将于 2024 年度确认收入。

#### ◆ IPO 项目投产初显成效，航空用中小零部件项目建设完成，产能建设有序推进

截至 2023 年末，公司 IPO 项目均已建设完成，为公司新增了年产 1000 吨超纯净高性能高温合金以及年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件的生产能力，并已逐步产出效益。报告期内，公司募投项目建设实施初显成效，公司主导产品产销量均实现稳步增长，较好实现了年度经营绩效目标。

公司通过全资子公司图南部件开展航空用中小零部件自动化加工产线项目建设，计划形成年产各类航空用中小零部件 50 万件（套）加工生产能力，截止报告期末，该项目也已建设完成，预计年加工作动筒类零部件 2.5 万件，摇臂类零部件 47.5 万件，荧光检测外委零部件 141.1 万件，检测自产摇臂类零部件 47.5 万件，检测作动筒 1.32 万件。

此外，公司 2023 年通过全资子公司图南智造开展年产 1000 万件航空用中小零部件自动化产线项目建设，截止报告期末，正在按计划开展各项建设投入工作，项目建设周期为 3 年。预计密封件类产品年产量 1.98 万件，作动筒类产品年产量 8.03 万件，异型结构件类产品年产 151.52 万件，紧固件类产品 839.31 万件，项目建成后公司产品品类和收入规模将得到进一步扩展。

#### ◆ 从材料到零部件，公司加强产品品类拓展，布局全产业链

公司积极参与的航空领域“小核心、大协作”配套，拓展产品品类，加强与战略客户合作，致力于完善公司产业链布局，夯实核心竞争力。

邮箱：liusl@avicsec.com

#### 相关研究报告

2023 年中报点评：业绩保持高速增长，全产业链优势日益凸显 —2023-09-11

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

在零部件加工领域，2021 年公司通过全资子公司图南部件开展航空用中小零部件自动化加工产线项目建设，现产能建设也已完成。2022 年，公司在沈阳围绕主机厂投资图南制造，并通过图南智造开展年产 1000 万件航空用中小零部件自动化产线项目建设。

此外，公司通过参股合作，绑定战略客户，完成维修、特种工艺处理、陶瓷基复合材料等新业务布局。2022 年公司参股设立沈阳华秦，该公司主要开展航空发动机零部件加工、制造、维修、特种工艺处理及相关服务；2023 年公司参股设立上海瑞华晟新材料有限公司，该公司主要开展航空发动机用陶瓷基复合材料及其结构件的研发及产业化建设工作。

#### ◆ 高温合金需求持续提升，积极投入研发布局船舶、增材制造、核电等新应用领域市场

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，航空发动机和燃气轮机应用高温合金材料的比例较高，例如新型的先进航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的 40%-60%。随着国产民用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。

在具体项目上，公司完成了船舶气阀用某高硬度合金棒材制备技术开发和航空管路系统用高强度不锈钢管材研制项目各项目目标任务要求，目标产品已实现批量供货。

在增材制造开发及其工程化应用研究上，完成了部分航空用高温合金、钛合金结构件的制造并交付验证。

相较于 2022 年，公司新增超超临界火电站用高温合金棒材工程化研制项目，目前已制备出典型规格产品供设计单位进行性能验证。

经过多年发展，公司实现产品范围的延伸和扩展，进一步夯实公司核心竞争力、拓展行业市场。全产业链生产能力的建设，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。公司现已成为国内高温合金生产企业中少数同时具备生产铸造高温合金母合金、精密铸件、变形高温合金产品的全产业链工业化生产能力的企业。

#### 投资建议：

2023 年，公司营收和净利保持增长，毛利率和净利率基本保持稳定。针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、从需求端来看，一方面，高温合金材料的应用领域不断拓宽，需在持续增加；另一方面，随着国产民用发动机、国产燃气轮机、核电等加速放量，带动高温合金材料需求快速扩张。公司通过不断拓展高温合金下游应用市场，同时布局航空零部件产品品类、陶瓷基复合材料等新技术，为公司未来增长打下较好的基础。

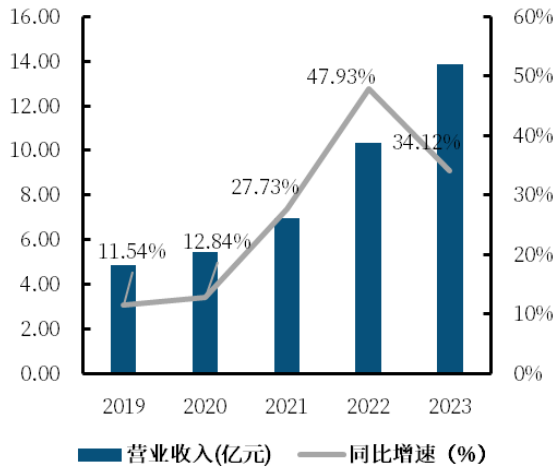
2、从供给端来看，截止报告期末2023年末，公司高温合金和复杂薄壁高温合金结构件的生产能力大幅提升；公司还规划了中小型零部件加工作业，子公司图南部件的航空用中小零部件建设项目已经完成，有望发挥与主机厂的协同效应，推动业务横向拓展，打造第二增长曲线。

3、从盈利能力来看，公司高温合金系列产品全产业链优势不断增强，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。

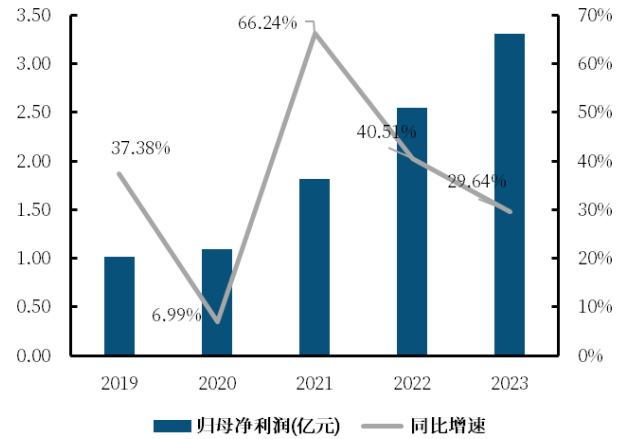
基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 17.47 亿元、21.25 亿元和 24.84 亿元，归母净利润分别为 4.22 亿元、5.12 亿元及 5.90 亿元，EPS 分别为 1.07 元、1.30 元、1.49 元，给以“买入”评级，给予目标价格 35.00 元，分别对应 2024—2026 年 33 倍、27 倍及 23 倍 PE。

风险提示：产品价格和利润率波动风险；军品研发风险；下游需求不及预期；项目建设不及预期；市场拓展不及预期风险等。

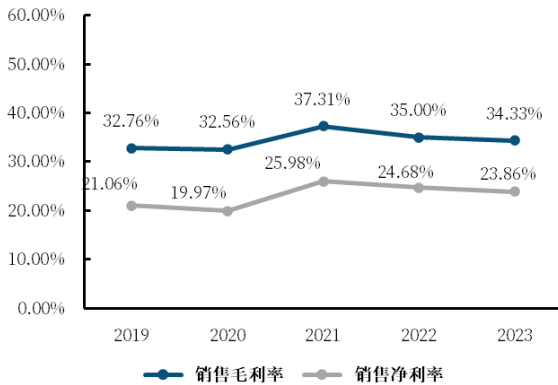
财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1032.38	1384.57	1747.24	2125.36	2484.02
增长率（%）	47.93	34.12	26.19	21.64	16.88
归母净利润（百万元）	254.80	330.33	422.65	512.28	590.39
增长率（%）	40.51	29.64	27.95	21.21	15.25
毛利率（%）	35.00	34.33	34.14	33.81	33.25
每股收益（元）	0.64	0.84	1.07	1.30	1.49
市盈率 PE	36.09	27.84	21.76	17.95	15.57
市净率 PB	6.18	5.03	4.20	3.51	2.94
净资产收益率 ROE（%）	17.12	18.07	19.32	19.53	18.89
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**


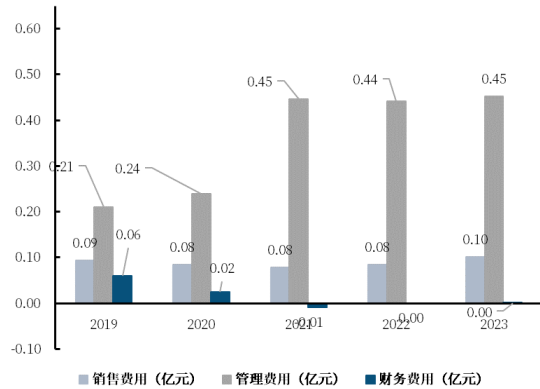
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速情况**


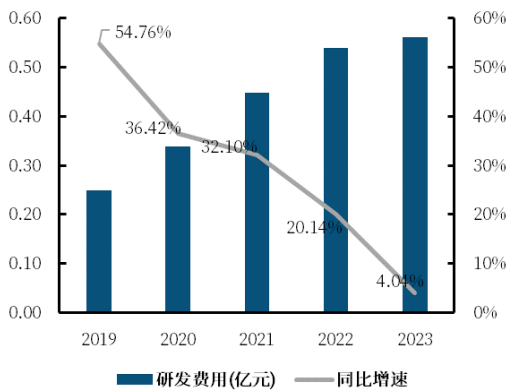
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图3 公司毛利率及净利率情况**


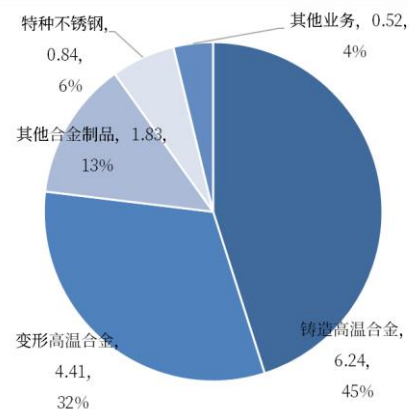
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图4 公司三费情况**


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	单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>						
营业收入	697.87	1,032.38	1,384.57	1,747.24	2,125.36	2,484.02
减: 营业成本	437.52	671.06	909.18	1,150.74	1,406.68	1,658.09
税金及附加	4.14	5.99	8.39	10.37	12.61	14.74
<b>主营业务利润</b>	<b>256.20</b>	<b>355.33</b>	<b>467.00</b>	<b>586.13</b>	<b>706.07</b>	<b>811.18</b>
减: 销售费用	7.79	8.38	10.13	12.23	14.45	16.39
管理费用	44.57	44.19	45.21	52.42	61.64	69.55
研发费用	44.76	53.78	55.95	61.15	63.76	69.55
财务费用	-0.84	-0.05	0.00	2.74	2.16	1.13
<b>经营性利润</b>	<b>159.93</b>	<b>249.02</b>	<b>355.70</b>	<b>457.60</b>	<b>564.06</b>	<b>654.55</b>
加: 资产减值损失	-1.03	-2.79	-5.61	-3.49	-4.25	-4.97
信用减值损失	-0.59	2.04	-7.42	-2.46	-2.99	-3.50
其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	7.37	10.22	1.40	5.81	5.81	5.81
公允价值变动损益	1.47	0.38	7.79	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.03	0.00	0.25	0.09	0.09	0.09
其他收益	40.70	22.59	22.72	22.66	22.66	22.66
<b>营业利润</b>	<b>207.87</b>	<b>281.47</b>	<b>374.83</b>	<b>480.20</b>	<b>585.38</b>	<b>674.65</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	0.04	0.89	0.62	0.51	0.51	0.51
减: 营业外支出	0.59	0.37	0.34	0.43	0.43	0.43
<b>利润总额</b>	<b>207.32</b>	<b>281.99</b>	<b>375.10</b>	<b>480.28</b>	<b>585.46</b>	<b>674.73</b>
减: 所得税	25.99	27.19	44.78	57.63	73.18	84.34
<b>净利润</b>	<b>181.34</b>	<b>254.80</b>	<b>330.33</b>	<b>422.65</b>	<b>512.28</b>	<b>590.39</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>181.34</b>	<b>254.80</b>	<b>330.33</b>	<b>422.65</b>	<b>512.28</b>	<b>590.39</b>
<b>资产负债表</b>						
货币资金	208.10	412.28	218.22	291.84	339.70	573.97
交易性金融资产	281.47	120.38	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	40.10	26.62	237.12	311.15	378.49	442.36
应收账款	64.52	206.31	173.40	215.41	262.03	306.25
预付账款	4.03	1.63	1.28	2.19	2.66	3.11
其他应收款	0.44	0.55	0.57	0.91	1.04	1.18
存货	319.79	394.95	462.37	586.40	720.68	854.03
其他流动资产	2.11	18.78	20.35	28.73	34.95	40.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	40.00	85.60	107.86	107.86	107.86	107.86
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	249.25	468.90	825.33	941.61	1,142.05	1,226.67
无形资产和开发支出	54.22	52.87	72.30	57.32	42.34	27.36
其他非流动资产	103.31	97.51	70.17	69.99	69.81	69.62
<b>资产总计</b>	<b>1,367.34</b>	<b>1,886.38</b>	<b>2,188.96</b>	<b>2,613.42</b>	<b>3,101.62</b>	<b>3,653.26</b>
短期借款	25.02	104.11	0.00	0.00	0.00	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	19.20	103.01	82.21	94.58	115.62	136.28
应付账款	19.84	49.66	122.55	157.63	192.70	227.14
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	9.56	71.58	8.54	26.21	21.25	24.84
其他应付款	27.50	13.98	22.95	26.52	32.41	38.21
长期借款	0.00	1.18	80.00	70.47	64.71	48.57
其他负债	40.31	54.74	44.39	50.43	51.91	53.38
<b>负债合计</b>	<b>141.43</b>	<b>398.25</b>	<b>360.63</b>	<b>425.84</b>	<b>478.60</b>	<b>528.41</b>
股本	200.00	302.01	395.31	395.31	395.31	395.31
资本公积	594.32	539.07	485.50	485.50	485.50	485.50
留存收益	431.58	647.05	947.52	1,306.77	1,742.20	2,244.03
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,225.90</b>	<b>1,488.13</b>	<b>1,828.33</b>	<b>2,187.58</b>	<b>2,623.02</b>	<b>3,124.84</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>1,225.90</b>	<b>1,488.13</b>	<b>1,828.33</b>	<b>2,187.58</b>	<b>2,623.02</b>	<b>3,124.84</b>
负债和股东权益合计	1,367.34	1,886.38	2,188.96	2,613.42	3,101.62	3,653.26
<b>投入资本(IC)</b>	<b>826.04</b>	<b>1,130.02</b>	<b>1,789.94</b>	<b>2,120.43</b>	<b>2,558.97</b>	<b>2,864.19</b>
<b>现金流量表</b>						
资本支出	148.23	245.28	347.30	200.00	300.00	200.00
自由现金流	-58.99	-60.13	-287.78	94.41	75.48	286.00
短期借款增加	25.02	79.09	-104.11	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	0.00	1.18	78.82	-9.53	-5.76	-16.14
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	40.27	30.39	0.00	63.40	76.84	88.56
长期投资	-28.15	126.09	107.31	2.37	2.23	2.23
经营性现金净流量	178.84	243.42	100.07	346.83	430.30	537.77
投资性现金净流量	-210.80	-124.49	-238.72	-197.53	-297.68	-197.68
筹资性现金净流量	-20.36	60.40	-32.16	-75.66	-84.76	-105.83
<b>现金流量净额</b>	<b>-52.58</b>	<b>179.90</b>	<b>-169.79</b>	<b>73.63</b>	<b>47.86</b>	<b>234.26</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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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, liyuq@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送发或为任何就送发、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