

图南股份 (300855)

证券研究报告

2024年06月19日

聚焦高温合金主业夯实基础，业绩稳定持续高速增长

事件：2023年，公司实现营业收入13.85亿元，同比+34.12%；归母净利润3.30亿元，同比+29.64%；扣非归母净利润3.17亿元，同比+26.91%。2024年Q1，公司实现营业收入3.50亿元，同比+5.70%；归母净利润0.91亿元，同比+8.75%；扣非归母净利润0.90亿元，同比+14.59%。我们认为：公司首次公开发行股票募集资金投资项目均已建设完成，主导产品生产规模进一步扩大，且产销量实现稳步增长，随着下游航空发动机和燃气轮机等应用领域快速发展，公司经营业绩和盈利能力的有望持续稳步提升。

● 盈利能力基本保持稳定，费用端基本稳定

2023年，公司毛利率34.33%，同比-0.67pct；净利率23.86%，同比-0.82pct，盈利能力基本保持稳定。其中，铸造高温合金毛利率为45.57%，同比-0.78pct；变形高温合金毛利率为24.53%，同比-0.65pct；特种不锈钢毛利率为41.05%，同比-0.13pct；其他合金制品毛利率为11.40%，同比+2.50pct。公司期间费用率为8.04%，同比-2.26pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为0.73%/3.27%/0.00%/4.04%，同比分别-0.08/-1.01/0.00/-1.17pct，均基本保持稳定。

● 铸造、变形高温合金驱动增长，在手订单充足保证收入

2023年，公司铸造高温合金实现营业收入6.24亿元，同比+31.39%；变形高温合金实现营业收入4.41亿元，同比+38.10%；其他合金制品实现营业收入1.83亿元，同比+44.96%，均保持了较高速增长。同时，截至2023年年末，公司已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为6.03亿元，其中，5.51亿元预计将于2024年度确认收入，0.46亿元预计将于2025年度确认收入，510.75万元预计将于2026年度确认收入。我们认为，先进金属材料行业下游客户主要分布在飞机、航空发动机、燃气轮机、核电装备等军品及高端民用产品制造领域，所属行业均为国家政策重点支持行业，先进金属材料行业在未来很长一段时间内还将继续受到资金和政策等方面的大力支持；同时，随着两机专项的实施，我国将逐步建立航空发动机和燃气轮机自主创新的基础研究、技术与产品研发和产业体系，公司产品市场具有较大的需求增长空间和进口替代空间，有望推动公司主营业务收入稳步增长。

● 募投项目结项扩大产能，航空用中小零部件项目稳步推进

截至2023年年末，公司首次公开发行股票募集资金投资项目“年产1000吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”、“年产3300件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”、“企业研发中心建设项目”均已建设完成，募投项目已全部结项。上述募投项目的建成为公司新增了年产1000吨超纯净高性能高温合金、年产3300件复杂薄壁高温合金结构件的生产能力，提升了公司的技术研发优势，公司主导产品生产规模进一步扩大。2023年，公司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，总投资8.55亿元，项目建成达产后将形成年产各类航空用中小零部件1000万件的生产能力。

我们认为，在紧跟装备发展需求，持续加大军、民领域市场开发力度，努力提升质量管理和精益管理水平的基础上，公司募投项目建设实施初显成效，公司主导产品产销量均稳步增长；航空用中小零部件项目建设将有助于公司完善航空产业链布局，实现产品范围的延伸扩展，进一步夯实公司核心竞争力、拓展行业市场。综上所述，行业高景气度得到确认，考虑上游原材料价格波动持续及下游交付节奏影响，我们将公司2024-2025年的归母净利润从4.71/6.41亿元调整至4.04/5.13亿元，2026年的归母净利润为6.29亿元，对应PE分别为25.56/20.15/16.43X，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高的风险，军品市场开发风险，技术不能保持先进性的风险，原材料价格上涨的风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,032.38	1,384.57	1,679.48	2,079.36	2,529.22
增长率(%)	47.93	34.12	21.30	23.81	21.63
EBITDA(百万元)	347.74	477.22	513.72	623.34	745.17
归属母公司净利润(百万元)	254.80	330.33	404.09	512.62	628.74
增长率(%)	40.51	29.64	22.33	26.86	22.65
EPS(元/股)	0.64	0.84	1.02	1.30	1.59
市盈率(P/E)	40.54	31.27	25.56	20.15	16.43
市净率(P/B)	6.94	5.65	4.73	3.92	3.24
市销率(P/S)	10.01	7.46	6.15	4.97	4.08
EV/EBITDA	38.87	24.35	18.77	15.09	11.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/金属与材料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.13元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	395.31
流通A股股本(百万股)	283.96
A股总市值(百万元)	10,329.38
流通A股市值(百万元)	7,419.79
每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	15.45
一年内最高/最低(元)	37.99/17.19

作者

王泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

杨英杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001
yangyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《图南股份-季报点评:前三季度营收利润持续高增长，募投项目投产进入快速放量期》2023-10-24
- 《图南股份-季报点评:23Q1归母+106.69%实现超预期增长，战略供应商多业务布局业绩有望持续超预期》2023-04-19
- 《图南股份-公司点评:22年归母净利润预计同比+36.76%-42.28%实现超预期增长，持续兑现产业景气度》2023-01-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	412.28	218.22	518.43	806.97	1,482.18	营业收入	1,032.38	1,384.57	1,679.48	2,079.36	2,529.22
应收票据及应收账款	152.36	291.99	105.35	323.80	320.22	营业成本	671.06	909.18	1,100.06	1,355.74	1,646.52
预付账款	1.63	1.28	6.77	6.98	4.36	营业税金及附加	5.99	8.39	9.75	12.07	14.68
存货	394.95	462.37	703.68	773.74	923.66	销售费用	8.38	10.13	11.76	14.56	17.70
其他	220.29	139.44	93.89	66.30	66.66	管理费用	44.19	45.21	50.38	62.38	75.88
流动资产合计	1,181.50	1,113.30	1,428.13	1,977.80	2,797.07	研发费用	53.78	55.95	67.18	83.17	101.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.05)	0.00	(2.43)	(7.94)	(13.71)
固定资产	384.13	657.10	595.14	533.19	471.24	资产/信用减值损失	(0.75)	(13.03)	(5.13)	(1.87)	(1.87)
在建工程	82.01	168.23	168.23	168.23	168.23	公允价值变动收益	0.38	7.79	0.00	0.00	0.00
无形资产	52.87	72.30	70.36	68.42	66.48	投资净收益	10.22	1.40	6.33	5.86	5.86
其他	185.87	178.03	169.40	117.24	117.18	其他	(42.30)	(15.29)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	704.88	1,075.66	1,003.14	887.08	823.13	营业利润	281.47	374.83	443.98	563.37	690.97
资产总计	1,886.38	2,188.96	2,431.27	2,864.88	3,620.20	营业外收入	0.89	0.62	0.51	0.36	0.36
短期借款	104.11	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.37	0.34	0.43	0.42	0.42
应付票据及应付账款	152.66	204.75	95.83	163.86	307.00	利润总额	281.99	375.10	444.06	563.32	690.92
其他	24.30	23.91	109.60	36.37	94.77	所得税	27.19	44.78	39.97	50.70	62.18
流动负债合计	281.08	228.66	205.44	200.23	401.77	净利润	254.80	330.33	404.09	512.62	628.74
长期借款	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	254.80	330.33	404.09	512.62	628.74
其他	45.59	43.43	42.72	29.79	29.79	每股收益(元)	0.64	0.84	1.02	1.30	1.59
非流动负债合计	45.59	123.43	42.72	29.79	29.79						
负债合计	398.25	360.63	248.15	230.02	431.56	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	302.01	395.31	395.31	395.31	395.31	营业收入	47.93%	34.12%	21.30%	23.81%	21.63%
资本公积	539.07	485.50	485.06	485.06	485.06	营业利润	35.40%	33.17%	18.45%	26.89%	22.65%
留存收益	646.12	946.05	1,301.95	1,753.42	2,307.17	归属于母公司净利润	40.51%	29.64%	22.33%	26.86%	22.65%
其他	0.93	1.47	0.80	1.07	1.11	获利能力					
股东权益合计	1,488.13	1,828.33	2,183.11	2,634.86	3,188.65	毛利率	35.00%	34.33%	34.50%	34.80%	34.90%
负债和股东权益总计	1,886.38	2,188.96	2,431.27	2,864.88	3,620.20	净利率	24.68%	23.86%	24.06%	24.65%	24.86%
						ROE	17.12%	18.07%	18.51%	19.46%	19.72%
						ROIC	41.14%	37.72%	26.57%	33.79%	36.02%
						偿债能力					
						资产负债率	21.11%	16.47%	10.21%	8.03%	11.92%
						净负债率	-20.62%	-7.56%	-23.73%	-30.61%	-46.47%
						流动比率	3.35	4.69	6.95	9.88	6.96
						速动比率	2.23	2.74	3.53	6.01	4.66
						营运能力					
						应收账款周转率	9.44	6.23	8.45	9.69	7.85
						存货周转率	2.89	3.23	2.88	2.81	2.98
						总资产周转率	0.63	0.68	0.73	0.79	0.78
						每股指标(元)					
						每股收益	0.64	0.84	1.02	1.30	1.59
						每股经营现金流	0.62	0.25	1.06	0.85	1.85
						每股净资产	3.76	4.63	5.52	6.67	8.07
						估值比率					
						市盈率	40.54	31.27	25.56	20.15	16.43
						市净率	6.94	5.65	4.73	3.92	3.24
						EV/EBITDA	38.87	24.35	18.77	15.09	11.72
						EV/EBIT	42.76	27.25	21.43	16.81	12.81

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	254.80	330.33	404.09	512.62	628.74
折旧摊销	31.59	51.20	63.89	63.89	63.89
财务费用	1.27	3.54	(2.43)	(7.94)	(13.71)
投资损失	(10.22)	(1.40)	(6.33)	(5.86)	(5.86)
营运资金变动	(139.12)	(354.03)	(38.85)	(227.07)	57.52
其它	105.09	70.43	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	243.42	100.07	420.38	335.64	730.58
资本支出	240.66	431.54	0.72	12.93	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(365.15)	(670.26)	5.61	(7.06)	5.86
投资活动现金流	(124.49)	(238.72)	6.33	5.86	5.86
债权融资	80.46	(25.36)	(77.18)	7.91	13.71
股权融资	17.31	(78.33)	(49.31)	(60.87)	(74.95)
其他	(37.37)	71.53	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	60.40	(32.16)	(126.49)	(52.97)	(61.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	179.33	(170.81)	300.22	288.54	675.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com