

2024年08月21日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

图南股份 (300855)

2024年中报点评：高端民品发力保障业绩增长，军品持续拓品类、拓市场

报告摘要

◆ 事件：

公司8月16日公告，2024H1 营收（7.31 亿元，+6.07%），归母净利润（1.91 亿元，+7.11%），扣非归母净利润（1.92 亿元，+11.38%）；毛利率（38.34%，+1.13pcts），净利率（26.16%，+0.26pcts）。同时，2024Q2 营收 3.82 亿元，同比+6.41%，环比+9.07%；归母净利润 1.01 亿元，同比+5.68%，环比+10.68%。

投资要点：

- ◆ 盈利能力小幅提升；变形高温合金受益于高端民品及海外需求拉动，营业收入增长 31%

2024H1，公司营收（7.31 亿元，+6.07%），业绩稳健增长，毛利率、净利率均有所提升，盈利能力增强。毛利率（38.34%，+1.13pcts），净利率（26.16%，+0.26pcts），盈利能力提升。公司归母净利润（1.91 亿元，+7.11%），扣非归母净利润（1.92 亿元，+11.38%），利润稳步抬升。国外业务营收增长势头不减，由 2021 年 4275 万元提高至 2023 年 12297 万元，2024H1 营收 7216 万元，同比增速为 9.46%，占比为（9.87%，+0.31pcts）。其中 2024Q2，公司营收（3.82 亿元，+6.41%），营业总收入为近 5 年单季新高。

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，2024H1 各业务板块业绩情况为：

- 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，该产品主要用于航空航发领域。报告期内铸造高温合金营收（2.79 亿元，-19.45%），营收占比（38.18%，-12.10pcts），毛利率（50.83%，+5.22pcts）。
- 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（2.77 亿元，+30.78%），营收占比（37.93%，+7.17pcts），毛利率（30.46%，+1.39pcts）。2024 年上半年，公司变形高温合金销售收入较上

投资评级

买入

维持评级

2024年08月20日

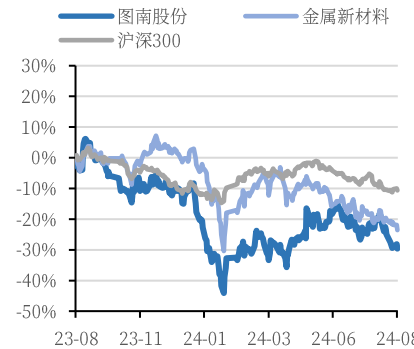
收盘价(元): 23.06

目标价(元): 27.7

公司基本数据

总股本(百万股)	395.31
总市值(百万)	9,115.79
流通股本(百万股)	281.58
流通市值(百万)	6,493.24
12月最高/最低价(元)	35.46/17.19
资产负债率(%)	19.61
每股净资产(元)	4.82
市盈率(TTM)	26.57
市净率(PB)	4.79
净资产收益率(%)	10.05

股价走势图



作者

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

方晓明 分析师

SAC 执业证书: S0640522120001

联系电话: 010-59562523

邮箱: fangxm@avicsec.com

王玉茜 分析师

SAC 执业证书: S0640524050001

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

年同期增长 30.79%，主要为石油化工、能源电力等行业领域产品销售收入增长所致；同时，海外需求的增长也带动了本期变形高温合金销售。

③ 其他合金制品：报告期内，公司其他合金制品收入（0.88 亿元，+21.13%），营收占比为（11.97%，+1.49pcts），毛利率（13.09%，-15.97pcts）。

④ 特种不锈钢：报告期内，公司特种不锈钢实现收入（0.39 亿元，122.96%），营收占比为（5.31%，2.78pcts），毛利率（41.86%，-22.29pcts）。

报告期内，公司期间费用率为（8.23%，+1.42pcts），其中销售费用率（0.65%，+0.10pcts），管理费用率（2.82%，-0.52pcts），规模效应持续增强；财务费用率为（-0.11%，-0.15pcts），基本保持稳定；研发费用率为（4.87%，+1.99pcts），研发投入同比增长 79.42%，研发费用的上浮主要为公司根据现有研发项目的任务要求和项目研发计划进度，研发投入增加所致，2024 年上半年，公司在所从事的特种合金熔炼、高温合金精密铸造、高精度无缝管材制造、增材制造、航空用中小零部件制造加工等领域开展了持续的研发投入。

截至 2024H1 末，合同负债较 2024 年初由 853.64 万元提升至 1407.18 万元，上涨 64.84%，增幅优于 2023 年同期；应收票据较 2024 年初显著减少，由 2.37 亿元降至 0.40 亿元，下降 83.12%，回款顺利公司现金流得到改善；报告期末，存货 4.97 亿元，较年初增长 7.58%，存货金额为近 5 年来新高，其中原材料、周转材料等较年初增长较多，这或表明公司对下游有信心并积极备货。本报告期末已签订合同、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 5.20 亿元，其中，4.39 亿元预计将于 2024 年度确认收入，0.58 亿元预计将于 2025 年度确认收入，0.23 亿元预计将于 2026 年度确认收入。

报告期内，经营活动现金流量净额为 2.31 亿元，去年同期为-0.66 亿元，现金流扭负为正缘于本期销售回款及时，上年度末的应收票据、应收银行承兑汇票在本期陆续到期承兑，经营活动现金流入较上期增长所致。

◆ 全产业链模式优势凸显，新产线投产支撑业绩高增长

公司是国内少数能同时批量化生产变形高温合金、铸造高温合金（母合金、精密铸件）产品的企业之一，目前所参与生产和研发的高温合金产品比较丰富，全产业链的模式具备成本、质量控制优势。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。沈阳图南精密部件制造有限公司“航空用中小零部件自动化加工产线

邮箱：wangyx@avicsec.com

相关研究报告

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 —2024-04-29

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

建设项目”也已建成投产，项目厂房、主体设备已完成验收转固，形成年产各类航空用中小零部件 50 万件（套）加工生产能力。

根据该项目可行性研究报告，项目达产后正常年销售收入为 23,100.00 万元；沈阳图南智能制造有限公司建设项目已有部分产线设备完成安装调试。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。往后看，随公司充分利用现有产能，有望迎来增产增收。

◆ 变形、其他合金制品民用领域销售稳健，布局新品公司有望迎来新增长曲线

公司变形高温合金、其他合金制品收入中均有较大比例民用产品销售收入，该产品主要应用于燃机、石油化工、火电等领域。往后看公司有望继续加强拓展高端民品优质客户资源，强化销售、技术、管理等各方面的支持力度，进一步扩大公司主营业务产品市场份额。

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。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 年公司参股沈阳华秦航发科技有限责任公司，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，参股沈阳华秦是公司参与产业协作、完善产业链布局的举措之一；2023 年公司参股设立上海瑞华晟新材料有限公司，该公司主要经营业务为航空发动机用陶瓷基复合材料及其结构件的研发、生产、销售。陶瓷基复合材料被视为下一代航空发动机战略性热结构材料，公司坚持主营业务发展，同时关注产业链技术发展的趋势及其应用需求，前瞻性布局新领域。

投资建议：

2024H1，公司营收和净利表现基本符合市场预期，毛利率和净利率均有所提升，研发费用投入加大。针对公司未来的发展，我们有如下观点：

- 1、公司高温合金系列产品全产业链优势不断增强，内部各工序的高效协同有效地降低了产品制造成本，新产线投产支撑业绩增长。
- 2、公司变形高温合金、其他合金制品收入中均有较大比例民用产品销售收入，往后看民品领域增长空间或仍较大。

3、公司所规划的中小型零部件加工业务，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。此外公司通过参股企业，在陶瓷基复合材料等新领域前瞻性布局，有望为公司长远发展积蓄动能。

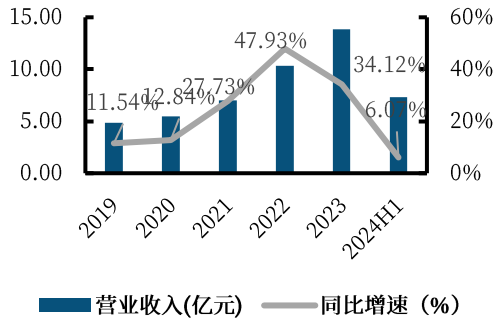
基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 16.81 亿元、21.12 亿元和 26.35 亿元，归母净利润分别为 3.86 亿元、4.61 亿元及 5.58 亿元，EPS 分别为 0.98 元、1.17 元、1.41 元，维持“买入”评级，给予目标价 27.7 元，当前价格分别对应 24 倍、20 倍及 16 倍 PE。

风险提示: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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1032.38	1384.57	1680.92	2112.32	2635.21
增长率（%）	47.93	34.12	21.40	25.66	24.75
归母净利润（百万元）	254.80	330.33	385.72	461.33	557.86
增长率（%）	40.51	29.64	16.77	19.60	20.92
毛利率（%）	35.00	34.33	33.75	33.57	33.12
每股收益（元）	0.64	0.84	0.98	1.17	1.41
市盈率 PE	35.78	27.60	23.63	19.76	16.34
市净率 PB	6.13	4.99	4.29	3.68	3.14
净资产收益率 ROE（%）	17.12	18.07	18.16	18.62	19.20

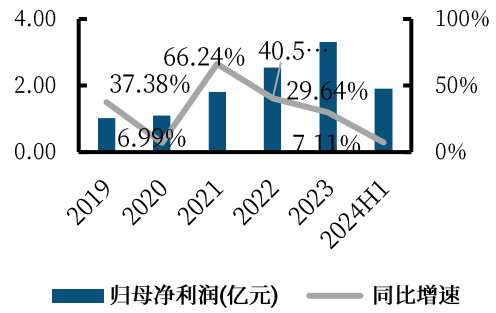
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图1 公司营业收入及增速情况



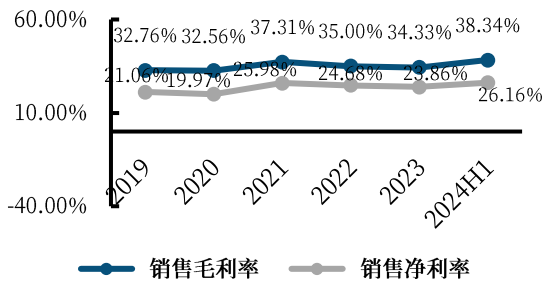
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



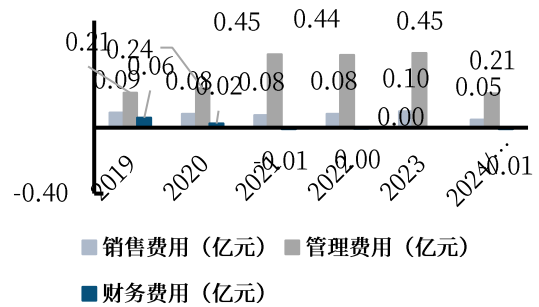
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



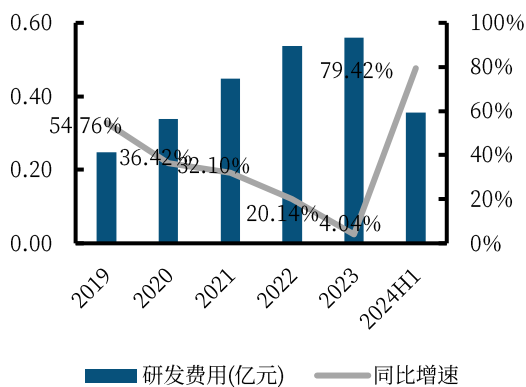
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位:亿元）



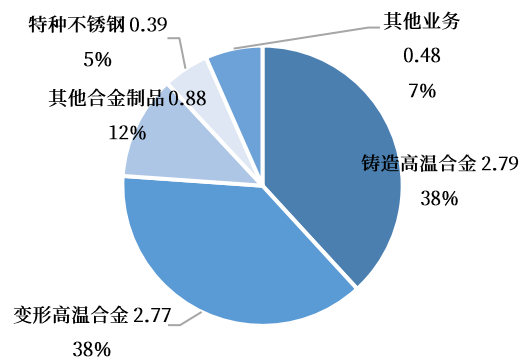
资料来源：IFIND，中航证券研究所

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		单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
利润表							
营业收入	697.87	1,032.38	1,384.57	1,680.92	2,112.32	2,635.21	
减: 营业成本	437.52	671.06	909.18	1,113.59	1,403.19	1,762.33	
税金及附加	4.14	5.99	8.39	9.98	12.54	15.64	
主营业务利润	256.20	355.33	467.00	557.36	696.59	857.24	
减: 销售费用	7.79	8.38	10.13	14.90	18.72	23.36	
管理费用	44.57	44.19	45.21	62.84	73.81	95.24	
研发费用	44.76	53.78	55.95	87.77	110.30	137.60	
财务费用	-0.84	-0.05	0.00	1.67	-0.04	-1.69	
经营性利润	159.93	249.02	355.70	390.17	493.80	602.72	
加: 资产减值损失	-1.03	-2.79	-5.61	-4.61	-5.80	-7.23	
信用减值损失	-0.59	2.04	-7.42	-2.37	-2.98	-3.71	
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	6.33	6.33	6.33	
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	42.38	28.67	28.67	
营业利润	207.87	281.47	374.83	431.99	520.13	626.87	
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	
利润总额	207.32	281.99	375.10	432.08	520.21	626.95	
减: 所得税	25.99	27.19	44.78	46.36	58.87	69.09	
净利润	181.34	254.80	330.33	385.72	461.33	557.86	
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	181.34	254.80	330.33	385.72	461.33	557.86	
资产负债表							
货币资金	208.10	412.28	218.22	455.58	750.40	969.66	
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	116.10	134.73	212.55	
应收账款	64.52	206.31	173.40	265.92	297.32	393.23	
预付账款	4.03	1.63	1.28	4.64	5.83	7.28	
其他应收款	0.44	0.55	0.57	0.88	1.11	1.38	
存货	319.79	394.95	462.37	678.55	855.02	1,073.86	
其他流动资产	2.11	18.78	20.35	20.12	25.29	31.55	
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	717.99	606.26	490.14	
无形资产和开发支出	54.22	52.87	72.30	60.25	48.20	36.15	
其他非流动资产	103.31	97.51	70.17	69.26	68.35	68.35	
资产总计	1,367.34	1,886.38	2,188.96	2,497.16	2,900.37	3,392.00	
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	106.83	134.61	169.06	
应付账款	19.84	49.66	122.55	94.33	118.86	149.29	
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	20.51	24.29	26.35	
其他应付款	27.50	13.98	22.95	40.44	50.96	64.00	
长期借款	0.00	1.18	80.00	60.61	41.77	23.54	
其他负债	40.31	54.74	44.39	50.44	52.24	54.50	
负债合计	141.43	398.25	360.63	373.16	422.73	486.74	
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	1,243.19	1,596.82	2,024.45	
归属母公司股东权益	1,225.90	1,488.13	1,828.33	2,124.00	2,477.63	2,905.26	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益合计	1,225.90	1,488.13	1,828.33	2,124.00	2,477.63	2,905.26	
负债和股东权益合计	1,367.34	1,886.38	2,188.96	2,497.16	2,900.37	3,392.00	
投入资本(IC)	791.14	1,078.40	1,720.71	1,789.25	1,872.37	2,114.80	
现金流量表							
资本支出	148.23	245.28	347.30	0.00	0.00	0.00	
自由现金流	-36.88	-39.80	-265.89	318.50	378.03	313.78	
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	-19.39	-18.84	-18.23	
股权筹资额				0.00	0.00	0.00	
支付普通股股利	40.27	30.39	118.59	90.05	107.70	130.23	
长期投资	-28.15	126.09	107.31	1.09	2.35	2.45	
经营性现金净流量	178.84	243.42	100.07	347.30	418.88	363.49	
投资性现金净流量	-210.80	-124.49	-238.72	1.18	2.44	2.55	
筹资性现金净流量	-20.36	60.40	-32.16	-111.11	-126.50	-146.78	
现金流量净额	-52.58	179.90	-169.79	237.37	294.82	219.26	

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