

2025 年 05 月 12 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

应流股份（603308）

2024 年报及 2025 年一季报点评：两机业务在手订

单充足，持续布局核电及低空新业务增长点

报告摘要

◆ 事件

3 月 31 日公司公告，2024 年实现营收（25.13 亿元，+4.21%），归母净利润（2.86 亿元，-5.57%），扣非归母净利润（2.77 亿元，-1.09%）；毛利率（34.24%，-1.93pcts），净利率（10.09%，-1.46pcts）。4 月 30 日，公司公告，2025Q1 实现营收（6.63 亿元，+0.03%），归母净利润（0.92 亿元，+1.65%）。

◆ 公司营收创历史新高，在手订单充足并积极备货备产，建设固定资产提升产能

2024 年，公司营收（25.13 亿元，+4.21%），营业成本（16.53 亿元，+7.35%），营业收入创历史新高；归母净利润（2.86 亿元，-5.57%），扣非归母净利润（2.77 亿元，-1.09%），毛利率（34.24%，-1.93pcts），净利率（10.09%，-1.46pcts），报告期内，公司利润规模小幅下降。

费用方面，2024 年，公司期间费用率（26.45%，+0.50pcts）。其中，销售费用率（1.44%，+0.05pcts），管理费用率（7.87%，-0.10pcts），财务费用率（5.01%，+0.58pcts），财务费用率偏高，随着公司为优化债务结构和降低财务成本，在本期申请注册发行中期票据和超短期融资券，并启动向不特定对象发行可转债，财务费用率偏高的情况或在未来得到改善；研发费用率（12.13%，-0.03pcts），公司本期研发费用有所增长，主要系本期材料试制费增长所致。

资产负债表方面，2024 年，公司存货（20.88 亿元，+12.43%）创历史新高，其中，原材料及周转材料（4.62 亿元，+15.37%）和在产品（14.45 亿元，+20.93%）增长幅度较高。合同负债（1.82 亿元，+117.81%），主要系本期预收国外客户货款增加所致。此外，截至 2024 年底，公司固定资产及在建工程（54.75 亿元，+13.05%），其中在建工程（13.89 亿元，-10.89%）小幅下降，固定资产（40.86 亿元，+24.42%）增长幅度较高，主要系公司

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 12 日

收盘价(元): 20.55

目标价(元): 25

公司基本数据

总股本(百万股)	679.04
总市值(百万)	13,954.20
流通股本(百万股)	679.04
流通市值(百万)	13,954.20
12 月最高/最低价(元)	22.44/9.37
资产负债率(%)	57.09
每股净资产(元)	6.97
市盈率(TTM)	48.47
市净率(PB)	2.95
净资产收益率(%)	1.95

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

宋翰生 研究助理
SAC 执业证书: S0640124040001
联系电话: 18301145367

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

本期在建工程转入固定资产金额较高所致；报告期内，公司四大在建工程项目，如退城进园新厂区，航空产业园项目，空港产业园项目和碳纤维复合材料制品产业化项目进展顺利，四大项目在本期转入固定资产金额合计 9.78 亿元。

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额 (0.99 亿元, -57.55%) 大幅下降，主要系公司本期销售商品、提供劳务收到的现金和收到的税费返还下降，以及支付其他与经营活动有关的现金上升所致；投资活动现金流净额为-8.10 亿元，上年同期为-6.18 亿元，公司本期投资支出扩大；筹资活动现金流净额 (6.84 亿元, +198.15%) 大幅增长，主要系公司本期支付其他与筹资活动有关的现金大幅上升所致。

2025Q1，公司营业收入 (6.63 亿元, +0.03%)，与去年同期基本持平，实现归母净利 (0.92 亿元, +1.65%)，同比小幅增长，环比增速为 54.49%，环比提升较为明显。

◆ 公司产品结构调整取得成效，三大业务领域持续增长

公司立足铸造行业，以两机零部件及高温合金材料产品业务为基础，逐渐向核能核电零部件及新材料领域，以及低空经济领域发展。近年来，公司主营业务收入中高温合金产品、高端精密铸件、新型材料和成品装备等占比不断提升，产品结构调整取得显著成效。分产品看：

- ① 高温合金产品及精密铸钢件产品 (14.69 亿元, +6.69%)：主要包括航空发动机高温合金涡轮叶片、导向叶片、机匣，燃气轮机高温合金透平叶片，其他耐高压、耐腐蚀泵阀铸件等。
- ② 核电及其他中大型铸钢件产品 (6.42 亿元, -5.32%)：主要包括核电铸件（如主泵泵壳、阀门和支撑件铸件），燃气轮机铸件，船舶及海洋工程用耐蚀不锈钢铸件等。
- ③ 新型材料与装备 (2.33 亿元, +4.00%)：主要包括核能新材料（如中子屏蔽材料，高阻燃辐射屏蔽材料，乏燃料后处理材料），核电站装备（如金属保温层，乏燃料贮存格架），小型发动机和地面电源等。
- ④ 其他 (0.85 亿元, +41.29%)：主要为客户提供热等静压和来料加工服务等。

公司两机业务维持高速增长，航发业务海内外双向发展，燃机产品订单同比增长 103%。2024 年至 2025 年一季度，公司陆续与 GE 航空航天、安萨尔多等国际行业巨头签订战略合作协议或长协供货备忘录；与赛峰集团、西门子能源签署战略供货协议。截至 2024 年末，公司累计已开发完成“两机”品种 736 个，正在开发品种 166 个，在手“两机”订单超过 12 亿元。

邮箱: songhs@avicsec.com

相关研究报告

2022 年中报点评：航空航天业务放量，核能新材料取得突破性进展 —2022-09-01

航发方面，报告期内，公司航空发动机业务快速发展，储备型号进一步扩大。公司作为中国商发优秀供应商，累计为长江 1000 和长江 2000 发动机开发 80 余个品种，产品涵盖叶片、机匣和结构件等多种热端部件，其中长江 1000 四号轴承座，被列入适航证项目并完成适航取证，为国产大飞机项目提供了有力保障。公司深度参与 Leap 各系列发动机供货，直接与国际行业龙头同台竞争，多款型号机匣市场占有率全球领先。

燃机方面，受益于全球能源转型以及 AI 数据中心建设爆发，公司燃气轮机热端部件订单强劲增长。公司产品已经覆盖 E、F、G/H 等级多款型号燃气轮机，不仅可以满足国内外客户不同需求，也对燃气轮机国家重大专项和重型燃机国产化提供坚强支撑。2024 年，公司燃气轮机产品接单同比增长 102.8%。公司“两机”，尤其是燃机热端部件覆盖了国内外最主要燃机厂商和主流燃机型号，全球合作进入长期供货协议阶段，在手订单和销售收入实现双双增长。

核能核电及新材料业务实现技术创新，打破国外垄断。报告期内，公司继续巩固核电铸件领域领先优势，全年交付了 10 台份“华龙一号”核一级主泵泵壳；组织精英团队，加大多用途模块式小型堆科技示范工程项目攻关。公司研制出全球首台反应堆压力容器模块化金属保温层，缩短了核电主线安装周期；研制核辐射防护服装及医用电离辐射防护产品，通过行业协会产品鉴定，打破国外垄断；承接合肥能源研究院 TF 磁体测试杜瓦项目，通过了整体真空度测试；交付国家重点项目订单要求的全部产品，并将积极参与新一轮招标。

低空经济业务方面，公司发动机整机产品实现交付，无人机整机产品实现首飞。截至 2025 年第一季度，公司的无人机制造已实现从涡轴发动机制造，到无人直升机整机制造的纵向跨越。2024 年及 2025 年 Q1，涡轴发动机方面，公司积极开展 YLWZ-190 发动机各项性能优化改进工作，研究提高发动机功率和燃油效率；完成 YLWZ-300 发动机整机装配与试车验证，中标某专项课题并实现了产品交付。无人直升机整机方面，起飞重量 600 公斤无人直升机完成海洋和高原环境任务演练并获专业用户认可；起飞重量 1100 公斤无人直升机完成工程样机并进行了首飞实验。此外，公司与北京理工大学合肥无人智能装备研究院开展战略合作，为陆空多域平台、长航时重载 eVTOL、STOL 和 UAM 等平台提供高效率、高功重比混合动力系统；与翊飞航空签署战略合作协议，为 ES1000 大型无人机提供涡轮混合动力系统解决方案。

◆ 公司通过发行可转债实施募投项目，成立新公司的方式，实现内伸外延双向增长

报告期内，公司通过发行可转债实施募投项目，以及设立新公司的方式，在三大业务领域实现内伸外延式增长。

两机零部件及高温合金业务方面，报告期内，公司全资子公司应流航源为子公司应流航空开发 34 个高温合金产品，大大缩短了核心零部件采购时间，有效助力自有涡轴发动机型号的开发。此外，公司在 2025 年 4 月公告发行可转债预案（修订稿），拟投入两大募投项目，即“叶片机匣加工涂层项目”和“先进核能材料及关键零部件智能化升级项目”。其中，叶片机匣加工涂层项目总投资金额为 11.5 亿元，拟使用募集资金 5.5 亿元，由应流航源负责实施，正在按规划建设。项目完工后，公司将成为业内极少数具备母合金冶炼、陶瓷型芯制备、高温合金铸造、热等静压、加工涂层全产业链的企业，满足客户一站式部件采购需求，为开拓更为广阔的维修市场奠定基础。

核能核电及新材料业务方面，公司募投项目“先进核能材料及关键零部件智能化升级项目”总投资金额为 6.4 亿元，拟使用募集资 5 亿元，由公司、公司全资子公司应流铸造和公司控股子公司应流久源共同实施。项目将引进自动化生产线和智能制造系统，保障公司在先进核能材料及关键零部件领域的核心竞争力。此外，报告期内，公司与合肥综合性科学中心能源研究院有限公司签订协议，计划共同出资成立合资公司，即安徽聚能新材料科技有限公司，从事聚变堆材料及部件、核探测仪器的开发、生产与销售。合资公司的注册资本为人民币 5000 万元，其中公司拟以货币和实物出资 3000 万元，为该合资公司的第一大股东。

低空经济业务方面，报告期内，公司成立子公司六安金安通用机场管理有限公司，2025 年 3 月，六安金安通用机场管理有限公司负责运营的六安金安机场取得了通用机场使用许可证，成为安徽省第三家取证的 A1 类通航机场，为公司实施整机制造、维护保养和试飞验证需求奠定了基础，打造低空经济先进制造、基础设施和运营服务一体化平台。六安金安通用机场管理有限公司的成立和旗下机场的取证，标志着公司从低空飞行器系统，涉足低空经济的基础设施和运营服务业务，并逐步实现低空经济纵向一体化延伸。

◆ 投资建议

- ① 公司是两机零部件及高温合金材料领域的核心供应商，产品全球化进程进入新阶段，陆续签订战略合作协议或长协供货备忘录，与国内外

两机厂商合作关系稳定，截至 2024 年底，公司在手“两机”订单超过 12 亿元。

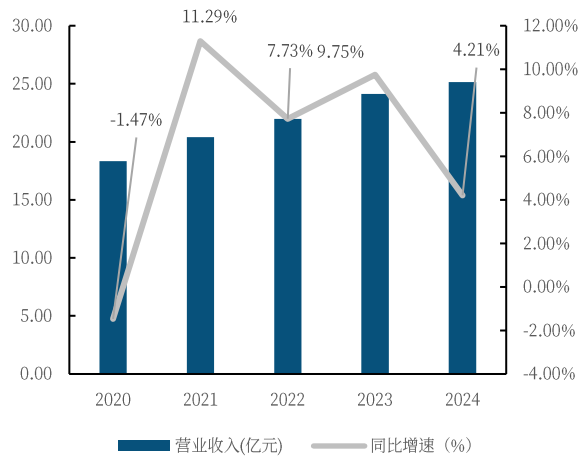
- ② 公司核能核电及新材料业务实现交付和科研创新，国家重点项目订单完成全部产品交付，将积极参与新一轮招标。与合肥能源研究院成立合资公司聚焦核聚变项目，通过研发创新布局新的潜在增长点。
- ③ 低空经济领域，公司无人机整机产品实现交付，实现了从发动机制造到无人机整机制造的跨越式发展；通过设立通用机场并取证从而切入低空基础设施和运营业务，公司将实现低空经济纵向一体化延伸。

公司通过技术创新、产能建设和业务拓展实现内伸外延双向发展，在市场需求不断提升带来的助力驱动下，公司业绩或已进入上升通道，有望实现稳健增长。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 27.33 亿元、30.23 亿元和 34.31 亿元，归母净利润分别为 3.07 亿元、3.61 亿元及 4.49 亿元，EPS 分别为 0.45 元、0.53 元、0.66 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景，我们给予“买入”评级，目标价 25 元，目标价格对应 2025-2027 年 PE 分别为 56 倍、47 倍、38 倍。

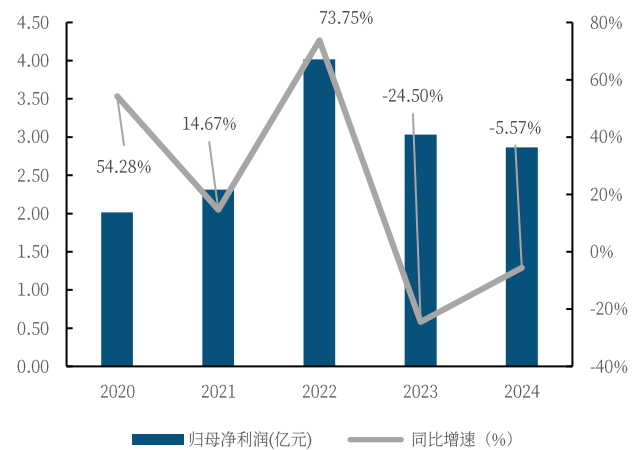
风险提示：原材料价格波动影响公司利润、汇率变动风险、关税等政策变化影响公司业务开展、产品出口管制风险、研发项目进度不及预期风险等。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2411.93	2513.46	2732.79	3022.92	3430.77
增长率（%）	9.75	4.21	8.73	10.62	13.49
归母净利润（百万元）	303.26	286.38	307.44	361.13	449.25
增长率（%）	-24.50	-5.57	7.35	17.46	24.40
毛利率（%）	36.17	34.24	34.74	35.34	36.18
每股收益(元)	0.45	0.42	0.45	0.53	0.66
市盈率 PE	43.64	46.21	43.05	36.65	29.46
市净率 PB	2.97	2.86	2.71	2.56	2.39
净资产收益率 ROE（%）	6.80	6.19	6.31	6.99	8.12

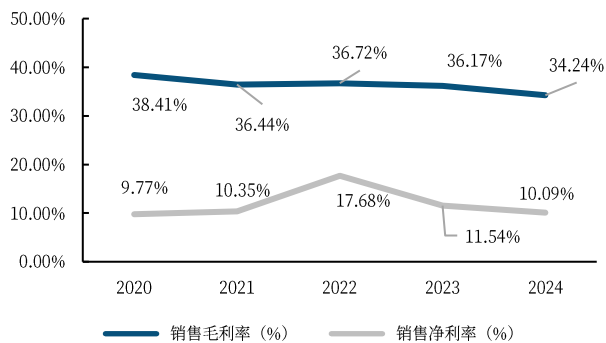
资料来源：中航证券研究所

图1 公司营业收入及增速情况


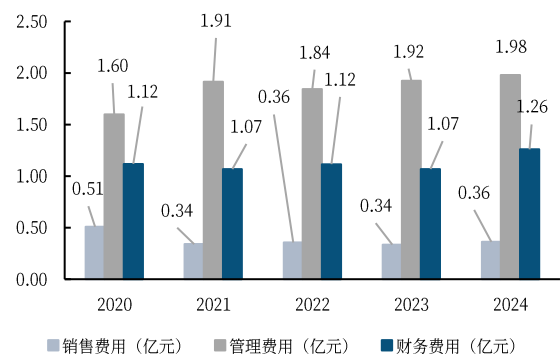
资料来源：IFIND，中航证券研究所

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

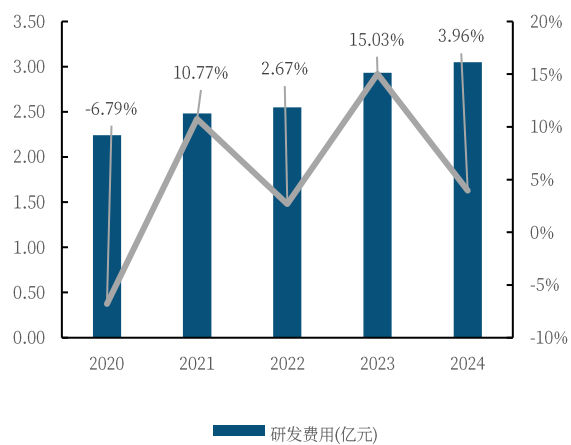
图3 公司毛利率及净利率情况


资料来源：IFIND，中航证券研究所

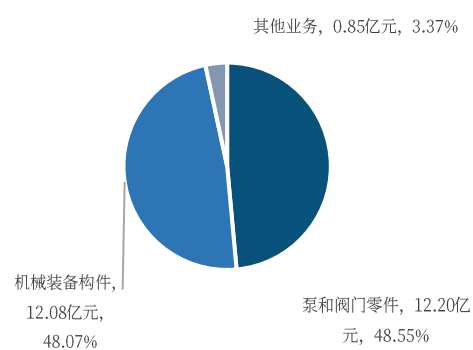
图4 公司三费情况（单位:亿元）


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
图6 公司业务结构构成（单位:亿元，报告期为2024年）



资料来源：IFIND，中航证券研究所



资料来源：IFIND，中航证券研究所

单位:百万元						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
报表预测						
利润表						
营业收入	2,197.70	2,411.93	2,513.46	2,732.79	3,022.92	3,430.77
减: 营业成本	1,390.68	1,539.61	1,652.80	1,783.54	1,954.73	2,189.36
税金及附加	42.90	42.73	42.48	40.99	42.32	44.60
主营业务利润	764.13	829.60	818.17	908.26	1,025.86	1,196.81
减: 销售费用	35.61	33.53	36.18	40.99	45.34	48.03
管理费用	184.46	192.31	197.93	237.75	241.83	274.46
研发费用	254.95	293.26	304.88	355.26	408.09	480.31
财务费用	111.56	106.84	125.90	119.03	124.40	104.45
经营性利润	177.55	203.65	153.27	155.23	206.19	289.56
加: 资产减值损失	0.00	0.00	-1.11	-0.40	-0.44	-0.50
信用减值损失	0.10	-14.31	-15.41	-10.95	-12.11	-13.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1.89	1.55	2.40	0.69	0.69	0.69
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	113.06	-0.44	-0.01	37.54	37.54	37.54
其他收益	104.20	94.84	112.38	103.81	103.81	103.81
营业利润	393.03	285.29	251.53	285.91	335.67	417.34
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	1.14	0.13	0.14	0.47	0.47	0.47
减: 营业外支出	0.16	0.56	3.55	1.42	1.42	1.42
利润总额	394.01	284.86	248.12	284.95	334.72	416.39
减: 所得税	5.45	6.43	-5.43	1.38	1.62	2.02
净利润	388.55	278.42	253.55	283.57	333.09	414.37
减: 少数股东损益	-13.14	-24.84	-32.83	-23.87	-28.04	-34.88
归属母公司股东净利润	401.69	303.26	286.38	307.44	361.13	449.25
资产负债表						
货币资金	463.41	254.63	299.13	819.84	906.87	1,029.23
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	59.83	67.67	19.69	57.49	63.60	72.18
应收账款	945.86	1,007.27	1,102.80	1,172.15	1,296.59	1,471.53
预付账款	59.18	30.82	28.77	46.60	51.54	58.50
其他应收款	13.35	12.92	46.35	27.21	30.10	34.16
存货	1,430.55	1,857.23	2,088.15	2,079.82	2,279.46	2,553.06
其他流动资产	909.19	89.21	157.36	467.58	517.22	587.00
长期股权投资	6.28	6.22	6.22	5.79	5.36	4.93
金融资产投资	36.48	35.37	37.66	37.66	37.66	37.66
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	4,583.54	4,864.46	5,491.44	4,981.08	4,403.12	3,757.56
无形资产和开发支出	1,033.41	1,075.33	1,081.61	953.28	814.57	665.47
其他非流动资产	358.36	1,173.68	1,193.02	1,178.52	1,163.80	1,163.80
资产总计	9,899.45	10,474.82	11,552.20	11,827.03	11,569.89	11,435.09
短期借款	1,754.04	1,306.16	1,149.85	2,234.65	2,149.56	2,021.55
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	132.71	120.85	220.89	182.85	200.40	224.46
应付账款	629.55	668.42	799.78	814.92	893.14	1,000.35
预收账款	3.12	0.24	3.27	2.57	2.84	3.23
合同负债	56.92	83.56	182.01	121.11	133.97	152.05
其他应付款	165.83	122.31	124.10	162.76	178.39	199.80
长期借款	1,360.93	2,024.47	2,246.99	1,620.14	997.41	399.70
其他负债	1,027.47	1,213.21	1,757.79	1,395.31	1,456.95	1,547.69
负债合计	5,130.57	5,539.22	6,484.68	6,534.32	6,012.66	5,548.81
股本	683.15	683.15	679.04	679.04	679.04	679.04
资本公积	1,936.24	1,936.24	1,888.35	1,888.35	1,888.35	1,888.35
留存收益	1,652.74	1,843.55	2,059.57	2,308.62	2,601.18	2,965.11
归属母公司股东权益	4,272.12	4,462.94	4,626.95	4,876.01	5,168.56	5,532.50
少数股东权益	496.76	472.65	440.57	416.70	388.66	353.78
股东权益合计	4,768.88	4,935.59	5,067.52	5,292.71	5,557.22	5,886.28
负债和股东权益合计	9,899.45	10,474.82	11,552.20	11,827.03	11,569.89	11,435.09
投入资本(IC)	7,847.37	8,230.86	8,426.69	9,109.84	8,666.53	8,269.86
现金流量表						
资本支出	1,282.15	615.80	579.64	200.00	200.00	200.00
自由现金流	-1,256.01	599.05	560.69	137.18	863.37	878.15
短期借款增加	-654.34	-447.88	-156.31	1,084.80	-85.08	-128.02
长期带息债务增加	1,167.86	663.54	222.52	-626.84	-622.74	-597.71
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	120.92	81.48	0.00	58.38	68.58	85.31
长期投资	935.20	-85.83	-221.09	0.43	0.43	0.43
经营性现金净流量	-27.05	229.22	99.27	402.20	1,149.87	1,199.87
投资性现金净流量	184.64	-617.83	-809.93	-162.03	-162.03	-162.03
筹资性现金净流量	-158.36	229.39	683.93	280.54	-900.80	-915.49
现金流量净额	8.62	-137.05	-30.68	520.71	87.04	122.36
货币资金的期初余额	301.58	314.21	181.81	299.13	819.84	906.87
货币资金的期末余额	463.41	254.63	299.13	819.84	906.87	1,029.23
企业自由现金流	-1,256.01	599.05	560.69	137.18	863.37	878.15
权益自由现金流	-852.51	710.29	498.24	476.69	31.75	48.48

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。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

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

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

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发送、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