

2025 年 09 月 03 日

图南股份 (300855)

—— 2025 年半年报点评：在手订单充足，25H1 业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 09 月 02 日

收盘价 (元)	28.80
一年内最高/最低 (元)	32.85/19.20
市净率	5.8
股息率% (分红/股价)	0.87
流通 A 股市值 (百万元)	8,437
上证指数/深证成指	3,858.13/12,553.84

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	5.01
资产负债率%	23.00
总股本/流通 A 股 (百万)	396/293
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

田昕 A0230124060003
tianxin@swsresearch.com

联系人

田昕
(8621)23297818x
tianxin@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 2025 半年报。**根据公司公告，25H1 实现营收 5.99 亿元 (yoy-18.16%)，实现归母净利润 0.93 亿元 (yoy-51.41%)，实现扣非归母净利润 0.9 亿元 (yoy-52.97%)。公司 25H1 业绩符合预期。

点评：

- **高温合金需求短期承压，25H1 营收增速符合预期。**根据公司公告，公司 2025 上半年实现营收 5.99 亿元 (yoy-18.16%)。1) 分产品看，其中变形高温合金实现营收 2.77 亿元 (yoy-0.24%)，占总营收的 46.24%，铸造高温合金实现营收 1.69 亿元 (yoy-39.62%)，占总营收的 28.17%。2) 分地区看，其中国内市场实现营收 4.86 亿元 (yoy-20.47%)，占总营收的 81.16%，国外市场实现营收 0.63 亿元 (yoy-12.68%)，占总营收的 10.53%。2025Q2 公司实现营业收入 3.13 亿元，同比减少 18.01%，环比增长 9.5%。公司营收短期承压主要系铸造高温合金产品需求阶段性波动及部分下游订单节奏变化所致。随着公司募投项目产能释放及沈阳图南产业链延伸深化，业务结构优化有望驱动营收恢复增长。
- **成本压力叠加费用上升，盈利能力短期下滑。**根据公司公告，公司 2025 上半年实现归母净利润 0.93 亿元 (yoy-51.41%)，毛利率为 27.92%，较 2024H1 下降 10.42pcts，净利率为 15.53%，较 2024H1 下降 10.63pcts。其中 2025Q2，公司实现归母净利润 0.51 亿元，同比减少 49%。根据公司公告，2025 年上半年 1) 分产品看，变形高温合金毛利率下降 4.88pcts 至 25.58%，铸造高温合金毛利率降低 11.43pcts 至 39.40%。分地区看，其中国内市场毛利率降低 10.22pcts 至 27.76%，国外市场毛利率增加 6.99pcts 至 37.73%。2) 2025 上半年期间费用率 9.4%，较 2024 年同期增加 1.16pcts，盈利能力整体稳定。其中销售费用率/管理费用率分别较去年同期提高 0.39pcts/1.09pcts 至 1.04%/3.91%。预计随着原材料价格趋稳、沈阳工厂转产后成本优化效应显现及产品结构持续调整，公司盈利能力有望企稳回升。
- **加快生产备货节奏，在手订单充足未来业绩有保障。**截止 2025Q2 末，公司存货为 5.63 亿元，较 2024 年末 5.41 亿元增加 0.22 亿元，存货高位增加表明公司加快生产备货节奏。根据公司公告，截至 25H1 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 17.5 亿元，其中 5.5 亿元预计将于 2025 年度确认收入，5.3 亿元预计将于 2026 年度确认收入，6.7 亿元预计将于 2027 年度确认收入。随着产品有序交付，公司业绩有望持续高增。
- **军用高温合金核心供应商，核心受益发动机领域高景气。**1) 稀缺的军用高温合金材料+零部件标的，核心受益于航空发动机高景气需求，以及航空发动机行业“小核心、大协作”的发展模式；2) 公司募投项目持续加大投资，预计随着项目陆续投产，公司产能将有较大提升，业务线也将得到顺利延伸，助力公司未来实现持续高成长。3) 随着沈阳图南机械加工能力的建设和转产，公司产业链得到进一步延伸，已逐步建立形成全产业链生产流程，实现从原材料销售至中小零部件产品销售的延伸与覆盖。
- **新增 26-27 年盈利预测并维持“买入”评级。**考虑到下游需求节奏影响及价格承压，我们下调收入增速及毛利率，下调 25 年盈利预测为 3.08 亿元 (原值为 5.83 亿元)，新增 26-27 年盈利预测为 3.96/5.06 亿元，对应 25-27 年 PE 为 37/29/22 倍。选择钢研高纳 (主营高温合金)、隆达股份 (主营高温合金)，25 年平均 PE 为 51 倍，公司低于其平均水平。考虑到公司作为军工航发铸造高温合金母合金及精铸机匣核心供应商，中小零部件业务打开第二成长曲线，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：高温合金竞争加剧；成本波动风险；下游需求不及预期**

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,258	599	1,486	1,874	2,293
同比增长率 (%)	-9.2	-18.2	18.2	26.1	22.4
归母净利润 (百万元)	267	93	308	396	506
同比增长率 (%)	-19.2	-51.4	15.2	28.9	27.8
每股收益 (元/股)	0.68	0.24	0.78	1.00	1.28
毛利率 (%)	33.9	27.9	32.8	33.5	34.6
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率					

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,385	1,258	1,486	1,874	2,293
其中：营业收入	1,385	1,258	1,486	1,874	2,293
减：营业成本	909	831	998	1,247	1,500
减：税金及附加	8	8	10	12	15
主营业务利润	468	419	478	615	778
减：销售费用	10	10	11	14	17
减：管理费用	45	42	58	62	76
减：研发费用	56	63	77	94	115
减：财务费用	0	0	0	1	2
经营性利润	357	304	332	444	568
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-7	-4	9	-1	-1
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-6	-8	-2	-2	-2
加：投资收益及其他	24	16	9	9	9
营业利润	375	302	348	450	574
加：营业外净收入	0	0	-2	-2	-2
利润总额	375	302	346	448	572
减：所得税	45	35	38	52	66
净利润	330	267	308	396	506
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	330	267	308	396	506

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。