

应流股份 (603308.SH)  
通用设备

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 31 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 陈鼎如

执业证书编号:  
S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

分析师: 马梦泽

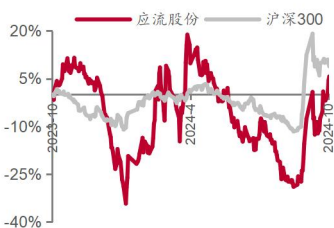
执业证书编号: S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	679.04
流通股本(百万股)	679.04
市价(元)	14.24
市值(百万元)	9,669.48
流通市值(百万元)	9,669.48

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,198	2,412	2,737	3,145	3,546
增长率 yoy%	8%	10%	13%	15%	13%
归母净利润(百万元)	402	303	369	458	593
增长率 yoy%	74%	-25%	22%	24%	29%
每股收益(元)	0.59	0.45	0.54	0.67	0.87
每股现金流量	-0.03	0.34	0.89	0.53	0.65
净资产收益率	8%	6%	7%	8%	10%
P/E	24.1	31.9	26.2	21.1	16.3
P/B	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 30 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

■ **事件:** 公司发布 2024 年三季度报, 2024 年前三季度公司实现营业收入 19.10 亿元, 同比增长 5.72%; 实现归母净利润 2.27 亿元, 同比减少 6.90%; 实现扣非归母净利润 2.20 亿元, 同比增长 11.59%。

■ **扣非净利润稳步增长, 两机及核能核电业务拓展顺利。收入及利润端,** 24Q3 公司实现营业收入 6.42 亿元, 同比增长 3.06%; 实现归母净利润 0.75 亿元, 同比减少 8.75%; 实现扣非归母净利润 0.72 亿元, 同比增加 7.60%。**分业务来看,** 报告期内, **燃气轮机方面,** 公司已经为 E/F/H/J 级等多种型号燃气轮机开发热端产品, 功率范围覆盖 12MW-400MW 主要型号, 客户群覆盖全球主要燃机巨头, 产品范围覆盖高温合金单晶、定向和等轴晶各类动叶、导叶、护环等; 在国产大 F 级重型燃机一二三级定向空心透平叶片批产交货基础上, 更高级别的 G/H 级透平叶片也在今年 5 月份实现了技术突破, 通过了行业内专家的验收; **航空发动机方面,** 公司继续为 C919、C929 稳定供应高温合金叶片、机匣、轴承座等核心零部件; 受益于海外航空市场需求增长, 公司继续满负荷生产 LAEP 系列发动机机匣, 与 G 公司、S 公司的合作关系更加密切, 订单规模进一步扩大。 **核电铸件方面,** 受益于核电下游需求扩张, 公司继续保持核一级主泵泵壳领先优势, 大力开发了核岛及常规岛其他类产品, 同时重点完成了某小型堆科技示范工程喷雾泵泵体、某项目核一级电机支承件以及爆破阀交付; **核能新材料领域,** 公司积极拓展核工业全产业链, 继续向核工业后处理、核技术应用领域继续稳步推进。公司承接的中科院杜瓦项目上下壳体在科学岛现场成功合体; 承担的国家重点项目完成生产供货检查, 所有产品发往客户; 柔性屏蔽材料核电用电离辐射防护样品和医疗用电离辐射防护样品研制完成, 计划在下半年完成产品鉴定。报告期内, 公司还积极参与先进堆、核聚变等新型领域, 并在 2024 年一季度成立了合资公司, 进行产业化研究。 **盈利能力方面,** 2024 前三季度公司销售毛利率为 33.89%, 同比减少 3.01pct; 销售净利率为 11.87%, 同比减少 1.41pct。

■ **研发投入加大, 合同负债创新高在手订单充裕。费用方面,** 公司 2024 前三季度期间费用率为 24.90%, 同比增加 0.15pct, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.64% (同比减少 0.08pct)、6.86% (同比减少 0.42pct)、4.82% (同比增加 0.53pct)。研发费用率为 11.59%, 同比增加 0.13pct。 **前瞻指标,** 截至 2024Q3, 公司合同负债 1.71 亿元, 较年初增长 103.57%, 创历史新高表明公司在手订单充裕; 预付款项 1.53 亿元, 较年初增长 393.55%; 应付票据 2.44 亿元, 较年初增长 101.56%; 在建工程 20.57 亿元, 较年初增长 32.03%, 公司备产备货积极。

■ **拟发行可转债募资不超过 15 亿元, 用于两机及核能业务能力提升。** 根据 10 月 30 日公司公告, 公司拟发行可转债募资不超过 15 亿元, 用于叶片机匣加工涂层项目、先进核能材料及关键零部件智能化升级项目和补流。 **1) 叶片机匣加工涂层项目:** 本项目所涉及的深加工及涂层工艺使公司形成完整的叶片、机匣生产、加工及涂层产业链。公司生产完工后的高温合金精铸件能够在较短时间内直接进入深加工及涂层工序, 由公司直接交付成品, 能够满足客户一站式采购需求。 **2) 先进核能材料及关键零部件智能化升级项目:** 本项目在现有厂房内引进自动化生产线和智能制造系统, 建成达产后将提升铝基碳化硼中子吸收板、各类含硼聚乙烯复合屏蔽材料、碳化硼烧结块、金

属（反射）保温层及燃料贮存格架等产品的综合生产能力。公司研制成功并生产出多种核电站核岛和核动力关键部件，项目有助于促进技术创新和科技成果产业化、优化产品结构，将引进自动化生产线和智能制造系统，大幅提升生产效率和效能，提高生产能力，保障公司在先进核能材料及关键零部件。

- **投资建议：**考虑公司部分产品交付节奏，我们略微调整盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入为 27.37 亿元、31.45 亿元、35.46 亿元（前值为 29.03/31.95/35.35 亿元），归母净利润分别为 3.69 亿元、4.58 亿元、5.93 亿元（前值为 4.09/5.07/6.42 亿元）。对应 EPS 分别为 0.54 元、0.67 元、0.87 元，对应 PE 分别为 26X、21X、16X，公司两机业务受益于国产化推进，核能新材料及零部件业务受益于核电建设提速，积极实施价值链延伸+产业链战略，业绩有望持续增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品订单不及预期；传统铸件和核电业务发展不及预期；燃气轮机国产化进度不及预期；新业务进展不及预期；业绩预测和估值判断不达预期。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	255	394	332	374	营业收入	2,412	2,737	3,145	3,546
应收票据	68	71	82	92	营业成本	1,540	1,721	1,962	2,191
应收账款	975	1,109	1,273	1,436	税金及附加	43	54	69	78
预付账款	31	34	39	44	销售费用	34	38	44	49
存货	1,857	1,864	2,108	2,406	管理费用	192	219	248	277
合同资产	0	0	0	0	研发费用	293	356	421	482
其他流动资产	135	153	175	198	财务费用	107	62	-55	-113
流动资产合计	3,320	3,626	4,009	4,551	信用减值损失	-14	-14	-14	-14
其他长期投资	147	166	191	215	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,284	3,686	4,492	4,678	投资收益	2	0	0	0
在建工程	1,558	1,158	358	158	其他收益	95	75	-10	-10
无形资产	707	686	683	681	<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>347</b>	<b>431</b>	<b>558</b>
其他非流动资产	1,453	1,458	1,462	1,468	营业外收入	1	1	0	0
非流动资产合计	7,155	7,160	7,192	7,207	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>10,475</b>	<b>10,786</b>	<b>11,201</b>	<b>11,758</b>	<b>利润总额</b>	<b>285</b>	<b>347</b>	<b>430</b>	<b>557</b>
短期借款	1,306	1,306	1,500	1,398	所得税	7	8	9	12
应付票据	121	158	173	194	<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>339</b>	<b>421</b>	<b>545</b>
应付账款	668	763	861	967	少数股东损益	-25	-30	-38	-49
预收款项	0	1	1	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>303</b>	<b>369</b>	<b>458</b>	<b>593</b>
合同负债	84	55	63	71	NOPLAT	383	400	367	434
其他应付款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.45	0.54	0.67	0.87
一年内到期的非流动负债	467	334	334	334					
其他流动负债	127	141	158	173	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	2,773	2,758	3,090	3,139	会计年度	2023/A	2024E	2025E	2026E
长期借款	2,008	2,158	1,958	2,058	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	9.7%	13.5%	14.9%	12.8%
其他非流动负债	758	758	758	758	EBIT 增长率	-22.5%	4.4%	-8.2%	18.2%
非流动负债合计	2,766	2,916	2,716	2,816	归母公司净利润增长率	-24.5%	21.7%	24.1%	29.5%
<b>负债合计</b>	<b>5,539</b>	<b>5,675</b>	<b>5,806</b>	<b>5,956</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	4,463	4,669	4,990	5,446	毛利率	36.2%	37.1%	37.6%	38.2%
少数股东权益	473	442	405	356	净利率	11.5%	12.4%	13.4%	15.4%
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,936</b>	<b>5,111</b>	<b>5,395</b>	<b>5,802</b>	ROE	6.1%	7.2%	8.5%	10.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,475</b>	<b>10,786</b>	<b>11,201</b>	<b>11,758</b>	ROIC	4.9%	5.0%	4.4%	5.0%
					<b>偿债能力</b>				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	52.9%	52.6%	51.8%	50.7%
会计年度	2023/A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	92.0%	89.1%	84.3%	78.4%
<b>经营活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>604</b>	<b>360</b>	<b>440</b>	流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
现金收益	652	702	692	813	速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
存货影响	-427	-7	-244	-299	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-27	-142	-179	-178	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
经营性应付影响	24	133	113	127	应收账款周转天数	142	137	136	138
其他影响	11	-82	-23	-23	应付账款周转天数	152	150	149	150
<b>投资活动现金流</b>	<b>-618</b>	<b>-285</b>	<b>-334</b>	<b>-372</b>	存货周转天数	384	389	364	371
资本支出	-597	-281	-330	-366	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.45	0.54	0.67	0.87
其他长期资产变化	-21	-4	-4	-6	每股经营现金流	0.34	0.89	0.53	0.65
<b>融资活动现金流</b>	<b>229</b>	<b>-179</b>	<b>-88</b>	<b>-26</b>	每股净资产	6.57	6.88	7.35	8.02
借款增加	486	17	-6	-2	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-265	-330	-369	-424	P/E	32	26	21	16
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	8	134	287	400	EV/EBITDA	59	54	55	47

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。