

投资评级：增持（首次）
报告日期：2023年01月12日
市场数据

目前股价	21.68
总市值（亿元）	148.11
流通市值（亿元）	148.11
总股本（万股）	68,315
流通股本（万股）	68,315
12个月最高/最低	22.14/9.51

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：付浩 S1070121030005

☎ 0755-23820694

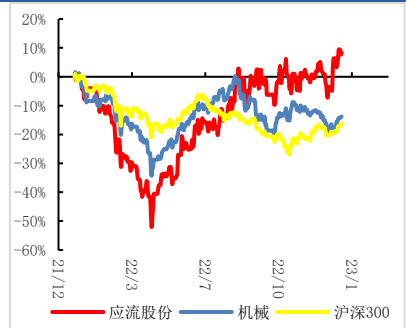
✉ fuhao@cgws.com

联系人（研究助理）：孙培德

S1070121050045

☎ 021-31829829

✉ sunpeide@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<应流股份（603308）首次纳入覆盖申请表>> 2023-01-11

净利润实现高增长，看好中长期成长性

——应流股份（603308）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1833	2040	2456	2942	3668
(+/-%)	-1.5%	11.3%	20.4%	19.8%	24.7%
归母净利润（百万元）	202	231	405	493	652
(+/-%)	54.3%	14.7%	75.2%	21.6%	32.4%
摊薄 EPS（元/股）	0.41	0.34	0.59	0.72	0.95
PE	51	62	36	29	22

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**公司于2022年1月10日发布2022年业绩预告，预计2022年度将实现归母净利润3.93至4.16亿元，比上年同期增加1.62至1.85亿元，同比增长70%至80%；预计实现扣非归母净利润2.17至2.32亿元，同比增长45%至55%。
- 费用率控制得当，研发投入长期处于较高水平：**2022年净利润增长的原因主要有两点，第一是报告期内公司主营业务持续增长，高毛利率产品占比增加，盈利能力有所提升；二是公司合肥土地收储、霍山“退城进园”项目，为公司增加非经常性损益约1.1亿元。2022年前三季度公司销售毛利率为37.99%，同比增长7.37pct，环比+0.33pct；销售净利率为13.00%，同比增长42.57pct，环比+0.34pct。费用方面，销售费用率1.96%，同比-0.03pct；管理费用率7.18%，同比-1.45pct；财务费率5.16%，同比下降0.11%；研发费用率12.01%，同比-0.14pct。回顾历年的研发费用率，2020年为12.23%；2021年为12.17%；2022年前三季度为12.01%，公司研发费用率始终保持在12%左右，研发投入长期处于较高水平。长期高水平的研发投入使得公司得以用技术和创新实力建立行业优势壁垒。2022年公司重点研发了“国产大推力航空发动机高温合金薄壁机匣的技术研发及应用”、“单晶及定向叶片的制壳系统技术研发及应用”、“SJA涡轴发动机国产化项目”、“大尺寸薄壁涡轮承力机匣合金及铸造技术基础”等项目，公司自主创新能力不断提高，关键核心技术也获得了持续性的突破。2022年公司净利润预计为3.93至4.16亿元，同比增长70%至80%，研发投入的回报正在通过利润端显现，公司未来盈利能力有望持续提高。
- 高温合金部件前景广阔，未来业绩有望保持高速增长态势：**高温合金材料属于航空航天材料中的重要组成部分，是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，主要用于发动机涡轮叶片、涡轮盘、燃烧室、导向器及部分机匣和封严件。高端和新型高温合金需求增加主要来自于几个方面，第一，我国发展自主航空航天产业研制先进发动机，将带来市场对高端和新型高温合金的需求增加。第二，正在进行国产化研制的新一代发电装备—燃气轮机取得了显著进展，实现量产后将带动对高温合金的需求。同时，核电

设备的国产化，也将拉动对国产高温合金的需求。得益于公司在航空发动机和燃气轮机领域的前瞻布局和技术突破，2021年公司实现的销售收入5.11亿元，同比增长59.16%。公司生产的航空发动机和燃气轮机叶片、机匣、喷嘴环、导向器等高温合金热端部件为重点型号发动机和燃气轮机批量交付、稳定供货提供了有力保障。引进的生产重型燃机大尺寸涡轮叶片300公斤单晶炉、大飞机发动机机匣用1吨真空炉陆续投入使用，进一步夯实了公司在行业内的地位。截至2021年底，公司“两机”业务累计取得500余品种的叶片、环形件和机匣开发订单，已开发完成的品种约230个，尚在开发阶段的品种约270个，充足的型号储备为未来业务高速增长打开空间。22年前三季度，公司主要型号涡扇发动机叶片供货稳定，航空发动机机匣继续放量，航天发动机高温合金热端部件增速明显，燃机客户群进一步扩大，高温合金母合金多个牌号取得认证并批量供货，全产业链优势愈发显著。公司接单形势较好，批产和研制型号充足，为未来持续增长奠定了基础。

- **“两机”业务进入放量期，军/民用市场需求庞大：**公司是专用设备零部件生产领域内的领先企业，主要产品为泵及阀门零件、机械装备构件，应用在航空航天、核电、油气、资源及国防军工等高端装备领域。航空发动机、燃气轮机业务是公司目前的核心业务，也是制造强国战略重点支持方向。“两机”业务的国内外市场空间广阔，为公司迈向产业价值链高端并实现长期稳定发展奠定了基础。军用市场方面，根据《WorldAirforce 2021》公布的我国各类军机机队数量，再结合行业平均单价初步估算我国军用飞机行业的市场规模约有1万亿元。未来智库数据显示，航空发动机价值在军用飞机中占比20%-30%，按此数据预估，当前军用航发市场的价值约为2500亿元。在“十四五”期间强军练兵的大背景下，市场规模或进一步扩大。截至2021年底，美国共有战斗机2717架，并已全部列装欧美标准的三代及以上机型，四代机和五代机占比达96%。相比之下，我国战斗机数量共1571架，且喷气式战斗机中较为落后的二代机和三代机如歼-7、歼-8、强-5等仍保有较大存量（占比55%），五代机占比仅为1%。我国军机从存量和结构与美国都存在较大的差距。近年来我国着眼于建设现代化军队，积极推动武器装备更新换代，制定了“到2027年实现建军一百年奋斗目标、到2035年基本实现国防和军队现代化、到本世纪中叶全面建成世界一流军队的国防和军队现代化”新“三步走”战略。去年11月的珠海航展中亮相了许多新式装备，如歼-20、运油-20等。其中，歼-20已换装国产发动机涡扇10，表明我国新型号国产发动机已经实现了批量生产，公司未来订单需求或将持续提高。民用市场方面，中国商飞公司披露，根据中国GDP年均增长速度预测，中国的旅客周转量年均增长率为5.6%，机队年均增长率为5.1%。未来二十年，中国航空运输市场将接收喷气客机9,284架。到2041年，中国将成为全球最大的单一航空市场。未来二十年预计将有约42,428架新机交付，价值约6.4万亿美元。中国的航空公司将接收其中的9,284架新机，市场价值约1.5万亿美元。民用客机中的航空发动机价值占比约为27%，据此估算出未来二十年国内民用航发市场价值约为4,050亿美元，折合人民币约为2.7万亿元，年均需求1350亿元。伴随未来换装国产航空发动机的军机放量、以C919为代表的民航新机交付需求提升，国产航发订单将迎来新一轮增长，公司的“两机”业

务订单有望进一步增加，进而成为公司业绩增长的主要驱动力之一。

- **创新驱动高质量发展，行业内优势稳固：**公司持续保持高端装备关键零部件制造领域领先地位，围绕国家重大装备和全球高端装备需求，积极贯彻落实公司发展战略，积累并形成公司核心竞争优势。面向新的市场环境和需求，确立了产业链延伸、价值链延伸发展战略，依托核心基础工艺技术，重点发展核能和航空装备领域高技术产品。产品出口以欧美为主的 30 多个国家、近百家客户，其中包括通用电气、西门子、卡特彼勒、斯伦贝谢等十余家世界 500 强企业和艾默生等众多全国行业龙头。多次获得通用电气、西门子、艾默生、赛莱默、卡特彼勒等众多国际客户优秀供应商和产品质量奖。积极参与我国核电、油气装备和航空发动机、燃气轮机国产化，是我国核电、油气和航空领域核心企业重要供应商。公司保持在我国阀门零件出口企业中出口额排名第一、核电装备零部件交货量位列前茅，连续位列中国机械工业百强企业。同时，公司研发、生产装备整体达到世界先进水平，形成完整的高端零部件制造产业链，掌握特殊材质、特殊性能和复杂结构零部件核心制造技术，铸造技术优势突出，在国内首次研制成功并生产出多种核电站核岛和核动力关键部件。公司参与主编国家标准和国家行业标准，拥有百余项专利和专有技术。公司拥有多个国家级和省级技术创新平台，参与国家两机重大专项，与中国工程物理研究院、中国科学院金属研究所、中国航发北京航空材料研究院等一批具有国际水平的研究机构开展产学研用合作。公司拥有目前国内最大规格、综合性能国际领先的大型热等静压设备。砂铸工艺全套引进意大利 IMF 包括制芯、混砂、造型、合箱、浇注等生产线，消失模技术生产的重达 3 吨的核级叶轮达到了世界领先水平。公司拥有的真空熔炼铸造设备，技术先进，能满足航空、燃气轮机和油气钻采等不同行业客户的严格要求。公司在专用设备零部件行业处于龙头地位，技术领先、产能高、产能增长确定性强，具有明显的规模和成本优势，未来有望持续受益于行业扩容。
- **投资建议：**我们预计公司 2022 年至 2024 年营业收入分别为 24.56/29.42/36.68 亿元，EPS 分别为 0.59/0.72/0.95 元，对应 PE 分别为 36/29/22 倍，首次给与“增持”评级。
- **风险提示：**
 - 1、主要原材料价格波动的风险。公司产品的原材料为废钢、废不锈钢、镍等合金材料。公司按照成本加成的定价原则来确定产品价格，主要原材料价格的波动会对公司主营产品销售定价产生一定影响。公司可以通过调整产品价格转移主要原材料价格波动的风险，但由于公司产品价格变动与主要原材料价格变动在时间上存在一定的滞后性，而且在变动幅度上也存在一定差异。因此，主要原材料价格的波动将会对经营业绩的稳定性产生一定影响，公司存在因主要原材料价格大幅波动所致经营风险。
 - 2、汇率变动风险。公司部分产品出口销售，在出口贸易中公司采取的主要结算货币为美元、英镑和欧元，对公司以外币结算的经营业务产生了一定的影响。如果人民币汇率变化幅度较大，将会对公司的经营产生一定的不利影响。
 - 3、行业及市场风险。公司属于专用设备零部件制造行业，产品应用在航空、核电、油气、资源及国防军工等高端装备领域，市场覆盖欧美为主的

30 多个国家。公司主要下游行业的发展与宏观经济整体发展趋势基本一致，经济环境变化对公司产品的市场需求影响较大。如果下游相关行业受宏观经济波动、国际贸易壁垒的影响致使经营状况受到冲击，公司的生产经营将面临一定的风险。

4、股市波动风险。公司股票价格可能受到国家政治、经济政策以及投资者心理因素及其他不可预见因素带来的系统风险的影响，股价的变动不完全取决于公司的经营业绩，投资者在选择投资公司股票时，应充分考虑到市场的各种风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,833.13	2,040.10	2,456.29	2,941.65	3,668.23	成长性					
营业成本	1,129.12	1,296.72	1,473.77	1,782.64	2,202.77	营业收入增长	-1.47%	11.29%	20.40%	19.76%	24.70%
销售费用	50.78	33.99	36.84	42.07	51.72	营业成本增长	-5.39%	14.84%	13.65%	20.96%	23.57%
管理费用	159.75	191.43	184.22	204.74	231.47	营业利润增长	50.38%	14.24%	79.72%	20.47%	32.32%
研发费用	224.19	248.33	295.00	352.12	444.59	利润总额增长	48.86%	16.95%	78.24%	20.53%	32.41%
财务费用	111.80	106.79	123.31	136.79	161.77	归母净利润增长	54.28%	14.67%	75.23%	21.60%	32.38%
其他收益	70.58	101.26	85.92	93.59	95.30	盈利能力					
投资净收益	1.89	-9.31	-3.71	-6.51	-5.11	毛利率	38.41%	36.44%	40.00%	39.40%	39.95%
营业利润	175.14	200.08	359.60	433.22	573.25	销售净利率	9.55%	9.81%	14.64%	14.73%	15.63%
营业外收支	-2.76	1.51	-0.27	-0.13	0.18	ROE	4.16%	4.75%	7.97%	10.03%	12.32%
利润总额	172.38	201.60	359.32	433.09	573.43	ROIC	5.45%	5.36%	7.84%	8.48%	10.26%
所得税	-6.77	-9.51	-10.61	-16.74	-22.05	营运效率					
少数股东损益	-22.47	-20.07	-35.18	-42.77	-56.62	销售费用/营业收入	2.77%	1.67%	1.50%	1.43%	1.41%
归母净利润	201.61	231.18	405.11	492.60	652.11	管理费用/营业收入	8.71%	9.38%	7.50%	6.96%	6.31%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	12.23%	12.17%	12.01%	11.97%	12.12%
流动资产	2,576.44	3,419.16	3,355.15	4,011.04	5,049.44	财务费用/营业收入	6.10%	5.23%	5.02%	4.65%	4.41%
货币资金	455.95	484.82	151.55	181.50	226.33	投资收益/营业利润	1.08%	-4.65%	-1.03%	-1.50%	-0.89%
应收票据及应收账款	735.02	968.48	935.03	1,432.94	1,464.85	所得税/利润总额	-3.93%	-4.72%	-2.95%	-3.87%	-3.85%
其他应收款	9.40	2.92	6.16	60.00	61.00	应收账款周转率	2.89	2.54	2.70	2.62	2.66
存货	1,262.09	1,269.72	1,837.46	1,782.01	2,776.32	存货周转率	1.43	1.61	1.58	1.63	1.61
非流动资产	5,626.94	6,214.18	6,389.78	6,599.76	6,733.05	流动资产周转率	0.71	0.68	0.73	0.80	0.81
固定资产	2,936.63	3,448.46	3,957.13	4,437.58	4,736.75	总资产周转率	0.23	0.23	0.25	0.29	0.33
资产总计	8,203.38	9,633.34	9,744.93	10,610.80	11,782.48	偿债能力					
流动负债	2,612.68	3,646.44	4,018.12	4,903.69	5,793.80	资产负债率	47.49%	53.86%	52.39%	57.74%	58.98%
短期借款	1,742.52	2,408.38	2,630.20	3,305.31	3,976.04	流动比率	0.99	0.94	0.84	0.82	0.87
应付款项	290.17	554.32	730.27	873.26	1,085.53	速动比率	0.50	0.59	0.38	0.45	0.39
非流动负债	1,283.45	1,541.78	1,087.54	1,222.50	1,155.02	每股指标 (元)					
长期借款	465.82	184.32	-	-	-	EPS	0.41	0.34	0.59	0.72	0.95
负债合计	3,896.13	5,188.22	5,105.66	6,126.19	6,948.82	每股净资产	5.53	5.76	6.10	5.93	6.53
股东权益	4,307.25	4,445.12	4,639.27	4,484.61	4,833.66	每股经营现金流	0.59	0.33	0.78	0.76	0.43
股本	487.96	683.15	683.15	683.15	683.15	每股经营现金/EPS	1.45	0.96	1.31	1.06	0.45
留存收益	3,220.44	3,198.87	3,481.91	3,370.03	3,775.70	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	526.68	509.38	474.21	431.43	374.81	PE	51.41	62.00	35.55	29.23	22.08
负债和权益总计	8,203.38	9,633.34	9,744.93	10,610.80	11,782.48	PEG	1.43	1.50	0.75	0.81	0.53
现金流量表	(百万)					PB	3.81	3.66	3.46	3.55	3.23
经营活动现金流	404.83	224.12	530.35	520.19	295.34	EV/EBITDA	33.11	33.15	23.24	20.41	17.11
其中营运资本减少	160.34	-597.58	-214.16	-364.56	-796.09	EV/SALES	9.12	8.65	7.01	6.05	5.01
投资活动现金流	-855.35	-409.24	-554.77	-447.70	-501.23	EV/IC	2.79	2.78	2.47	2.39	2.18
其中资本支出	731.51	12.59	823.20	307.35	565.27	ROIC/WACC	0.46	0.45	0.66	0.71	0.86
融资活动现金流	190.48	341.00	-308.85	-42.54	250.72	REP	6.07	6.17	3.73	3.35	2.52
净现金总变化	-260.04	155.88	-333.26	29.95	44.83						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

