

钢研高纳

300034

审慎增持 (维持)

三季度业绩环比提升，回款加强科研来款增加

2022年10月26日

市场数据

市场数据日期	2022-10-25
收盘价(元)	54.55
总股本(百万股)	485.96
流通股本(百万股)	453.17
总市值(百万元)	26,508.96
流通市值(百万元)	24,720.38
净资产(百万元)	3,020.94
总资产(百万元)	6,027.83
每股净资产(元/股)	6.22

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《钢研高纳 2022 中报点评: 成果转化效益显著, 军品保供增加存货》2022-08-25

《钢研高纳 2021 年报及 2022 一季报点评: 原料涨价影响毛利率, 新产品成果持续转化》2022-05-04

《钢研高纳 2021 三季报点评: Q3 营收环比再上台阶, 合同负债昭示下游景气》2021-11-02

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2003	2745	3619	4653
同比增长	26.4%	37.1%	31.8%	28.6%
归母净利润(百万元)	305	401	573	751
同比增长	49.6%	31.7%	42.8%	31.1%
毛利率	28.2%	28.5%	30.4%	32.7%
净利率	16.5%	16.4%	17.8%	18.2%
净资产收益率	10.7%	12.7%	15.8%	17.7%
每股收益(元)	0.63	0.83	1.18	1.55
每股经营现金流(元)	0.10	0.46	0.41	0.60

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 公司发布 2022 年三季报: 前三季度公司实现营收 18.98 亿元, 同比增长 33.20%; 归母净利润 2.17 亿元, 同比减少 14.32%; 扣非后归母净利润 1.96 亿元, 同比减少 14.28%; 基本每股收益 0.45 元/股, 同比减少 16.00%。
- 第三季度营收和归母净利润环比增长。分季度看, 公司 2022Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 5.22、6.19、7.57 亿元, 分别同比变化+49.21%、+29.00%、+27.17%, Q3 营收环比增长 22.38%; Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 0.61、0.63、0.92 亿元, 分别同比变化+10.39%、-47.49%、+19.70%, Q3 归母净利润环比增长 45.82%。
- 前三季度期间费用率减少, 第三季度净利率提升。2022 年前三季度, 公司整体毛利率为 27.48%, 同比减少 2.90pct, 其中 Q3 毛利率 27.00%, 同比减少 0.66pct, 环比增加 0.23pct; 净利率为 12.45%, 同比减少 6.75pct, 其中 Q3 净利率 14.21%, 同比增加 0.27pct, 环比增加 3.94pct。2022 年前三季度, 公司期间费用合计 2.48 亿元, 同比增长 22.45%, 占公司营收的 13.08%, 营收占比同比减少 1.15pct。
- 回款力度加大, 营运能力提升。2022 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额-0.56 亿元, 去年同期为-1.77 亿元, 同比增加 1.21 亿元, 主要为销售回款力度加大及科研来款增加所致。截至 2022 年三季度末, 公司应收账款 12.31 亿元, 较年初大幅增长 157.83%, 应收账款周转率 2.22 次, 同比增加 0.21 次; 存货 11.41 亿元, 较年初增长 33.01%, 存货周转率 1.38 次, 同比增加 0.06 次。长期应付款 1.65 亿元, 同比增长 117.32%, 主要为本期收到的国拨科研项目资金增加所致。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 4.01/5.73/7.51 亿元, EPS 为 0.83/1.18/1.55 元/股, 对应 2022 年 10 月 25 日 PE 为 66.1/46.3/35.3 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 高端民品业务拓展低于预期; 原材料价格波动; 新产品生产交付低于预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

- 公司发布 2022 年三季报：营收 18.98 亿元，同比增长 33.20%；归母净利润 2.17 亿元，同比减少 14.32%；扣非后归母净利润 1.96 亿元，同比减少 14.28%；基本每股收益 0.45 元/股，同比减少 16.00%。

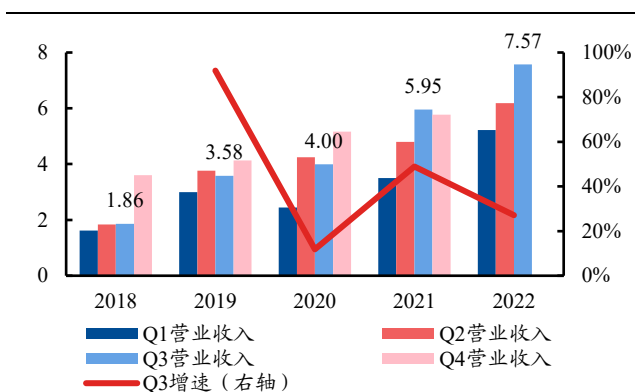
点评

● 第三季度营收和归母净利润环比增长

2022 年前三季度，公司实现营收 18.98 亿元，同比增长 33.20%，主要为销售规模扩大所致；归母净利润 2.17 亿元，同比减少 14.32%；扣非后归母净利润 1.96 亿元，同比减少 14.28%；基本每股收益 0.45 元/股，同比减少 16.00%。

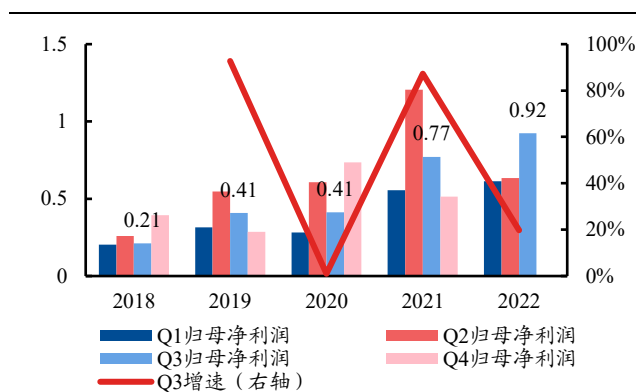
分季度看，公司 2022Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 5.22、6.19、7.57 亿元，分别同比变化+49.21%、+29.00%、+27.17%，Q3 营收环比增长 22.38%；Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 0.61、0.63、0.92 亿元，分别同比变化+10.39%、-47.49%、+19.70%，Q3 归母净利润环比增长 45.82%。

图 1、2018-2022Q3 分季度营收（亿元）及 Q3 增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018-2022Q3 分季度归母净利润（亿元）及 Q3 增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	37.81	2.44	15.42%	0.28	13.87%
	Q2	33.99	4.24	26.76%	0.61	29.77%
	Q3	34.90	4.00	25.23%	0.41	20.21%
	Q4	33.36	5.17	32.60%	0.74	36.15%
2021	Q1	32.43	3.50	17.48%	0.56	18.25%
	Q2	32.28	4.80	23.95%	1.21	39.58%
	Q3	27.66	5.95	29.73%	0.77	25.32%
	Q4	22.76	5.78	28.84%	0.51	16.85%
2022	Q1	29.04	5.22	-	0.61	-
	Q2	26.77	6.19	-	0.63	-
	Q3	27.00	7.57	-	0.92	-

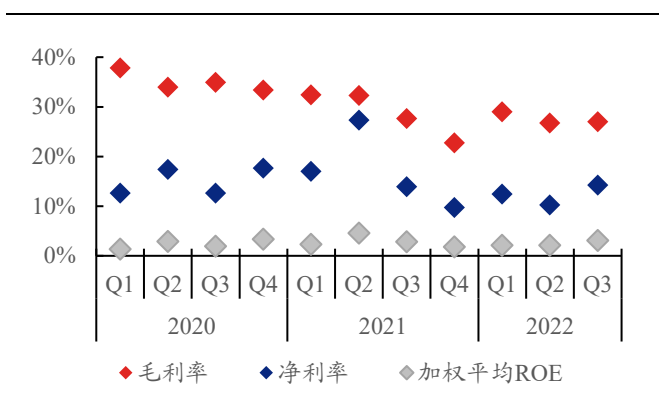
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 前三季度期间费用率减少，第三季度净利率提升

2022 年前三季度，公司整体毛利率为 27.48%，同比减少 2.90pct，其中 Q3 毛利率 27.00%，同比减少 0.66pct，环比增加 0.23pct；净利率为 12.45%，同比减少 6.75pct，其中 Q3 净利率 14.21%，同比增加 0.27pct，环比增加 3.94pct。

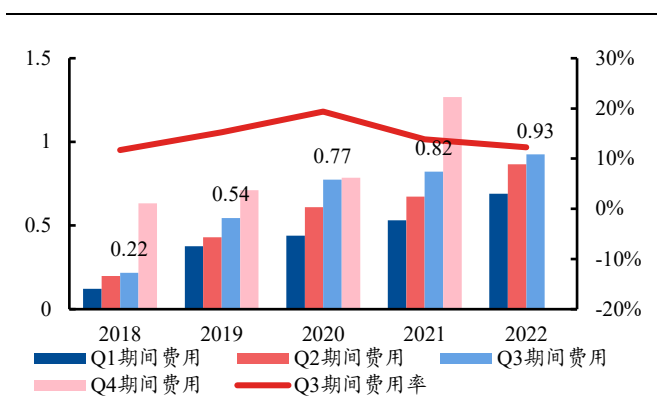
2022 年前三季度，公司期间费用合计 2.48 亿元，同比增长 22.45%，占公司营收的 13.08%，营收占比同比减少 1.15pct。其中销售费用 0.21 亿元，同比增长 5.76%，占公司营收的 1.12%，营收占比同比减少 0.29pct；管理费用 1.26 亿元，同比增长 16.22%，占公司营收的 6.65%，营收占比同比减少 0.97pct；财务费用 0.18 亿元，同比增长 96.02%，占公司营收的 0.97%，营收占比同比增加 0.31 pct，主要为有息负债的增加所致；研发费用 0.82 亿元，同比增长 27.41%，占公司营收的 4.33%，营收占比同比减少 0.20pct。

图 3、2020-2022Q3 分季度毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2018-2022Q3 分季度期间费用（亿元）及 Q3 期间费用占比

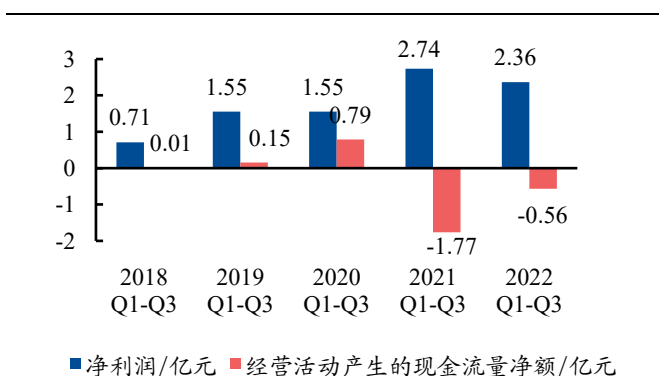


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流量净额同比增加

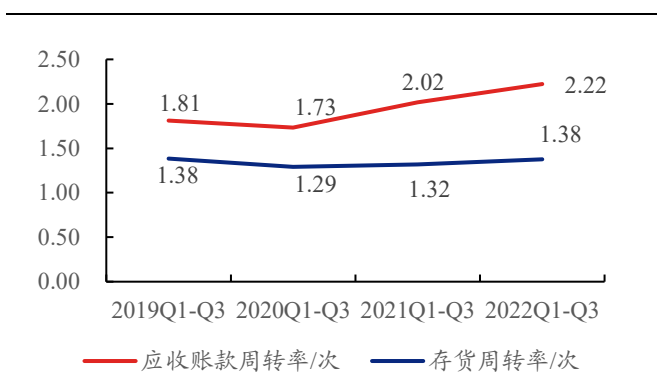
2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额-0.56 亿元，去年同期为-1.77 亿元，同比增加 1.21 亿元，主要为销售回款力度加大及科研来款增加所致；投资活动产生的现金流量净额-1.69 亿元，去年同期为-2.13 亿元，同比增加 0.44 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 2.73 亿元，同比减少 31.04%，主要为上期定向增发募集资金规模较大所致。

图 5、2018-2022 年前三季度净利润及经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019-2022 年前三季度应收账款周转率及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款周转率和存货周转率提升

截至 2022 年三季度末，公司应收账款、应收票据和应收款项融资合计 21.99 亿元，

较 2022 年初增长 36.78%；其中应收账款 12.31 亿元，较年初大幅增长 157.83%，主要为销售规模扩大所致；应收票据 8.48 亿元，较年初减少 21.03%；应收款项融资 1.20 亿元，较年初增长 113.89%，主要为本期流动性较好的承兑汇票余额增加所致。

截至 2022 年三季度末，公司应收账款周转率 2.22 次，同比增加 0.21 次；公司存货 11.41 亿元，较年初增长 33.01%，主要为在执行订单增加及原材料价格上涨所致，存货周转率 1.38 次，同比增加 0.06 次。公司合同负债 1.74 亿元，较 2022 年初增长 115.29%，主要为销售规模扩大所致。长期应付款 1.65 亿元，同比增长 117.32%，主要为本期收到的国拨科研项目资金增加所致。

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 4.01/5.73/7.51 亿元，EPS 为 0.83/1.18/1.55 元/股，对应 2022 年 10 月 25 日 PE 为 66.1/46.3/35.3 倍，维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

高端民品业务拓展低于预期；原材料价格波动；新产品生产交付低于预期。

表 2、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	595	578	522	619	757	27.2%	1425	1898	33.2%
营业成本	431	446	371	453	553	28.3%	992	1376	38.8%
毛利	165	131	152	166	204	24.1%	433	522	20.5%
销售费用	8	8	6	8	8	1.0%	20	21	5.8%
管理费用	41	59	41	40	45	10.9%	109	126	16.2%
财务费用	4	2	4	7	8	96.2%	9	18	96.0%
研发费用	30	57	18	32	32	6.9%	65	82	27.4%
资产减值	0	-2	1	-0	0	96.5%	1	1	-10.7%
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-1	13	-5	0	-7	-	47	-12	-125.4%
营业利润	85	65	79	77	123	44.7%	293	279	-4.9%
利润总额	89	53	79	78	123	37.9%	305	279	-8.5%
归母净利润	77	51	61	63	92	19.7%	253	217	-14.3%
EPS	0.159	0.106	0.126	0.130	0.190	19.7%	0.521	0.447	-14.3%
销售费用率	1.3%	1.5%	1.2%	1.2%	1.0%	-0.3%	1.4%	1.1%	-0.3%
管理费用率	6.8%	10.2%	7.8%	6.5%	5.9%	-0.9%	7.6%	6.7%	-1.0%
财务费用率	0.6%	0.4%	0.8%	1.1%	1.0%	0.3%	0.7%	1.0%	0.3%
研发费用率	5.1%	9.9%	3.4%	5.2%	4.3%	-0.8%	4.5%	4.3%	-0.2%
所得税率	6.8%	-5.8%	17.2%	18.3%	12.4%	5.6%	10.3%	15.4%	5.1%
毛利率	27.7%	22.8%	29.0%	26.8%	27.0%	-0.7%	30.4%	27.5%	-2.9%
净利率	13.9%	9.8%	12.5%	10.3%	14.2%	3.9%	19.2%	12.5%	-6.8%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3223	4232	5502	6940
货币资金	559	1012	1445	1964
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1551	2007	2661	3436
预付款项	42	57	71	97
存货	858	972	1124	1242
其他	213	184	200	201
非流动资产	1851	1740	1687	1612
长期股权投资	185	166	172	170
固定资产	799	782	736	675
在建工程	103	51	26	13
无形资产	178	189	194	200
商誉	320	320	320	320
长期待摊费用	16	14	11	8
其他	250	219	229	226
资产总计	5075	5972	7189	8553
流动负债	1426	1795	2200	2640
短期借款	9	46	34	38
应付票据及应付账款	1048	1,410	1,816	2,256
其他	369	339	350	347
非流动负债	581	740	1013	1236
长期借款	383	574	836	1062
其他	198	167	177	174
负债合计	2007	2536	3213	3876
股本	486	486	486	486
资本公积	1260	1260	1260	1260
未分配利润	1010	1307	1729	2275
少数股东权益	221	270	340	436
股东权益合计	3067	3436	3976	4677
负债及权益合计	5075	5972	7189	8553

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	305	401	573	751
折旧和摊销	79	84	88	89
资产减值准备	-1	17	6	12
资产处置损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	6	6	5
投资损失	-60	-86	-121	-167
少数股东损益	25	48	70	96
营运资金的变动	-317	-266	-413	-496
经营活动产生现金流量	49	224	199	290
投资活动产生现金流量	-269	82	96	149
融资活动产生现金流量	421	147	138	79
现金净变动	201	453	433	518
现金的期初余额	341	559	1012	1445
现金的期末余额	542	1012	1445	1964

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2003	2745	3619	4653
营业成本	1438	1964	2518	3132
税金及附加	14	21	27	35
销售费用	28	34	44	65
管理费用	168	195	258	377
研发费用	122	146	195	281
财务费用	12	6	6	5
其他收益	73	50	40	40
投资收益	60	86	121	167
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	2	-0	1	0
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
资产处置收益	4	3	3	3
营业利润	359	515	734	966
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	5	4	4
利润总额	358	511	731	963
所得税	28	61	88	116
净利润	330	450	643	847
少数股东损益	25	48	70	96
归属母公司净利润	305	401	573	751
BPS(元)	0.63	0.83	1.18	1.55

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	26.4%	37.1%	31.8%	28.6%
营业利润增长率	22.9%	43.7%	42.4%	31.7%
归母净利润增长率	49.6%	31.7%	42.8%	31.1%
盈利能力				
毛利率	28.2%	28.5%	30.4%	32.7%
净利率	16.5%	16.4%	17.8%	18.2%
ROE	10.7%	12.7%	15.8%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	39.6%	42.5%	44.7%	45.3%
流动比率	2.26	2.36	2.50	2.63
速动比率	1.66	1.81	1.99	2.15
营运能力				
资产周转率	45.7%	49.7%	55.0%	59.1%
应收账款周转率	415.6%	465.0%	454.9%	450.0%
存货周转率	196.1%	213.2%	238.1%	262.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.83	1.18	1.55
每股经营现金	0.10	0.46	0.41	0.60
每股净资产	5.86	6.52	7.48	8.73
估值比率(倍)				
PE	87.0	66.1	46.3	35.3
PB	9.3	8.4	7.3	6.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn