

## 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	37.16
总股本/流通股本(亿股)	4.86 / 4.53
总市值/流通市值(亿元)	180 / 168
52周内最高/最低价	56.70 / 26.60
资产负债率(%)	39.6%
市盈率	57.58
第一大股东	中国钢研科技集团有限公司
持股比例(%)	44.3%

## 研究所

分析师: 鲍学博  
SAC 登记编号: S1340523020002  
Email: baoxuebo@cnpsec.com  
研究助理: 马强  
SAC 登记编号: S1340123030011  
Email: maqiang@cnpsec.com

## 钢研高纳(300034)

需求旺盛收入保持较快增长，业务持续拓展成长空间广阔

### ● 事件

4月27日，钢研高纳发布2022年年报和2023年一季报。2022年，公司实现营收28.79亿元，同比增长44%，实现归母净利润3.37亿元，同比增长10%；2023Q1，公司实现营收6.21亿元，同比增长19%，实现归母净利润0.60亿元，同比下滑2%。

### ● 点评

**1、需求旺盛，收入保持较快增长。**航发新机列装、国产化率提升、实战化训练以及高温合金自给率提升驱动高温合金需求增长。2022年，公司铸造合金、变形合金和新型合金业务分别实现销售收入17.32亿元、6.94亿元和3.99亿元，分别同比增长44%、38%和40%。子公司德凯和新力通分别实现收入9.57亿元和8.62亿元，分别同比增长66%和52%。2023Q1，公司营收6.21亿元，同比增长19%，保持较快增速。

**2、毛利率基本稳定，费用控制良好。**2022年，公司销售毛利率27.68%，同比降低0.50pcts，其中，铸造合金、变形合金、新型合金业务毛利率分别为26.28%、19.51%和46.04%，分别同比+1.83pcts/-1.83pcts/-8.90pcts。公司费用控制良好，2022年期间费用率13.55%，同比降低2.90pcts，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.29pcts/-1.92pcts/-0.99pcts/+0.30pcts。2023Q1，公司销售毛利率28.55%，同比微降0.48pcts，期间费用率14.21%，同比小幅提高0.99pcts。

**3、2022年投资收益大幅减少拖累短期业绩。**2022年，公司对联营企业的投资等投资收益-1593万元，较2021年5998万元投资收益减少7591万元，拖累公司2022年业绩。此外，公司2022年获得政府补助等其他收益6878万元，较2021年7302万元减少424万元。剔除非经常性损益的影响，公司2022年扣非归母净利润2.81亿元，同比增长57%。

**4、业务持续拓展，成长空间广阔。**公司业务多方向拓展，2022年成立全资子公司四川高纳，与航发动力成立控股子公司西安钢研。截至2022年末，德阳锻造一期项目进度40%，沈抚新区盘轴加工车间一期项目进度95%。业务持续拓展打开公司成长天花板，长期较快发展可期。

5、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 4.45、6.29、8.63 亿元，对应当前股价 PE 分别为 43、30、22 倍，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

国内高温合金自给率提升不及预期；公司业务拓展不及预期；原材料价格上涨及高温合金产品降价超出预期等。

#### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2879	3727	4874	6176
增长率（%）	43.77	29.44	30.78	26.71
EBITDA（百万元）	596.62	746.53	985.45	1266.89
归属母公司净利润（百万元）	336.51	445.26	629.23	862.82
增长率（%）	10.48	32.32	41.32	37.12
EPS(元/股)	0.69	0.92	1.30	1.78
市盈率（P/E）	56.23	42.50	30.07	21.93
市净率（P/B）	6.06	5.30	4.51	3.74
EV/EBITDA	36.74	24.95	18.72	14.39

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>									
营业收入	2879	3727	4874	6176	营业收入	43.8%	29.4%	30.8%	26.7%
营业成本	2082	2736	3575	4513	营业利润	18.5%	32.3%	38.8%	33.3%
税金及附加	22	29	37	47	归属于母公司净利润	10.5%	32.3%	41.3%	37.1%
销售费用	33	42	55	70	盈利能力				
管理费用	186	204	225	247	毛利率	27.7%	26.6%	26.7%	26.9%
研发费用	146	176	211	253	净利率	11.7%	11.9%	12.9%	14.0%
财务费用	26	27	35	43	ROE	10.8%	12.5%	15.0%	17.1%
资产减值损失	-15	-19	-25	-32	ROIC	10.3%	11.4%	13.2%	14.6%
<b>营业利润</b>	<b>425</b>	<b>562</b>	<b>780</b>	<b>1040</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	46.3%	48.2%	50.0%	49.6%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	1.93	1.88	1.85	1.90
<b>利润总额</b>	<b>425</b>	<b>562</b>	<b>780</b>	<b>1040</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	43	57	78	105	应收账款周转率	4.93	4.93	4.93	4.93
<b>净利润</b>	<b>382</b>	<b>506</b>	<b>702</b>	<b>935</b>	存货周转率	3.02	2.99	3.01	3.03
<b>归母净利润</b>	<b>337</b>	<b>445</b>	<b>629</b>	<b>863</b>	总资产周转率	0.51	0.54	0.59	0.61
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.69</b>	<b>0.92</b>	<b>1.30</b>	<b>1.78</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>									
货币资金	1043	1208	1604	2044	每股收益	0.69	0.92	1.30	1.78
交易性金融资产	0	0	0	0	每股净资产	6.43	7.35	8.64	10.42
应收票据及应收账款	2014	2601	3435	4213	<b>估值比率</b>				
预付款项	34	45	58	74	PE	56.23	42.50	30.07	21.93
存货	1052	1439	1795	2287	PB	6.06	5.30	4.51	3.74
<b>流动资产合计</b>	<b>4376</b>	<b>5587</b>	<b>7280</b>	<b>9101</b>	<b>现金流量表</b>				
固定资产	872	863	847	824	净利润	382	506	702	935
在建工程	107	111	116	120	折旧和摊销	130	138	145	152
无形资产	169	159	150	140	营运资本变动	-2	-590	-569	-773
<b>非流动资产合计</b>	<b>1916</b>	<b>1906</b>	<b>1889</b>	<b>1864</b>	其他	51	47	60	75
<b>资产总计</b>	<b>6292</b>	<b>7493</b>	<b>9169</b>	<b>10965</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>561</b>	<b>100</b>	<b>338</b>	<b>389</b>
短期借款	230	451	672	893	资本开支	-209	-128	-128	-128
应付票据及应付账款	1455	1835	2463	2964	其他	-2	0	0	0
其他流动负债	583	680	804	944	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-211</b>	<b>-128</b>	<b>-128</b>	<b>-128</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2269</b>	<b>2966</b>	<b>3940</b>	<b>4801</b>	股权融资	0	-2	0	0
其他	643	643	643	643	债务融资	253	221	221	221
<b>非流动负债合计</b>	<b>643</b>	<b>643</b>	<b>643</b>	<b>643</b>	其他	-185	-27	-35	-43
<b>负债合计</b>	<b>2911</b>	<b>3609</b>	<b>4582</b>	<b>5444</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>69</b>	<b>192</b>	<b>186</b>	<b>178</b>
股本	486	486	486	486	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>419</b>	<b>164</b>	<b>397</b>	<b>439</b>
资本公积金	1253	1252	1252	1252					
未分配利润	1251	1630	2165	2898					
少数股东权益	256	316	389	461					
其他	134	201	295	425					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3381</b>	<b>3884</b>	<b>4586</b>	<b>5521</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>6292</b>	<b>7493</b>	<b>9169</b>	<b>10965</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

电话：18717767929  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048