

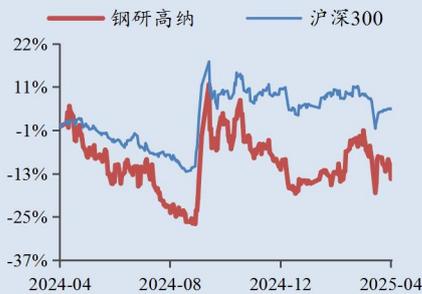
收入稳健增长，长期受益国产替代及国外市场拓展

——钢研高纳（300034.SZ）2024 年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025年04月25日

当前价格（元）	15.11
52周价格区间（元）	12.74-20.50
总市值（百万元）	12,042.09
流通市值（百万元）	11,581.46
总股本（万股）	79,696.16
流通股（万股）	76,647.67
近一月换手（%）	52.57

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

相关阅读

事件：

2025年4月24日，公司发布2024年年报。2024年，公司实现营业收入35.24亿元，同比增长3.4%；实现归母净利润2.49亿元，同比减少22.08%。

观点：

- **主要产品销量稳健增长推动收入增长，海外市场加速拓展。**公司作为国内高端和新型高温合金制品生产规模最完整的企业之一，2024年受益于我国航空航天、低空经济、新型电力系统建设等推动，收入稳健增长，实现增速3.4%。其中，一带一路等方向相关领域投资需求高涨，公司海外业务增长较快，收入增速达54.08%。从业务结构来看，毛利率较高的铸造合金业务收入增速较快，但变形合金业务在毛利率提升较多的背景下仍低于铸造合金且增速较低、新型合金业务出现收入下滑，拖累整体利润。同时受军工行业流动性趋紧等因素影响，公司销售费用、研发费用增长较多，导致费用率提升，影响利润水平。
- **行业景气度向上确定性强，公司积极拓展国内国际两个市场。**我国2025年一般公共预算安排国防支出同比增长7.2%，维持稳健增长。具体到航空发动机方面，未来十年我国军用有人机发动机市场规模达万亿级别，2025年中大型军用无人航发市场规模预计达30-45亿元；民航方面，中国商飞未来发动机需求将达近3000亿元。公司60%以上产品供向航空航天领域，军、民航发需求增长确定性强，公司有望受益。此外，低空经济、燃气轮机、以及海外一代一路等方向增长亮眼，公司发力国内国际两个市场，产品结构有望进一步优化，保障长期增长。
- **盈利预测及投资评级：**受公司产品结构影响及期间费用影响，公司2024年出现增收减利。展望2025年及未来，军费增速保持稳健，行业向上确定性较强，军、民航空发动机未来市场规模增速较快，尤其是中国商飞在国产替代趋势下对国产航空发动机需求较大。公司主要产品供向航空航天领域，主营产品在以上增量驱动下有望保持稳健增长。同时，低空经济方兴未艾，增长潜力较大，公司海外业务拓展持续推进，公司产品结构有望得到持续优化，整体毛利率水平或将优化，带动整体毛利率提升，归母净利润有望在2024年基础上改善。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润分别为2.88/3.15/3.51亿元，对应PE分别为41.8/38.2/34.3

倍。我们选取西部超导、图南股份、菲利华作为可比公司，公司当前存在一定高估，考虑到公司高温合金制品生产规模完整、产品研发水平及下游客户方面具备的优势，该估值水平具备合理性。首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ **风险提示：** 主业订单获取不及预期；上游原材料价格大幅波动；新技术研发存在不确定性；海外关税政策变动可能影响公司出口业务；数据引用风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,408	3,524	3,824	4,199	4,707
增长率（%）	18.37	3.40	8.51	9.80	12.11
归母净利润（百万元）	319	249	288	315	351
增长率（%）	-5.17	-22.08	15.93	9.37	11.45
ROE（%）	11.15	9.74	9.75	10.06	10.24
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.41	0.32	0.36	0.40	0.44
市盈率（P/E）	46.9	37.9	41.8	38.2	34.3
市净率（P/B）	4.8	3.5	3.2	3.1	2.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

➤ **可比公司估值表**

代码	简称	最新价 (元)	EPS（元）					PE（倍）				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
688122.SH	西部超导	48.93	1.16	1.23	1.59	1.95	2.31	46.0	34.7	30.7	25.1	21.2
300855.SZ	图南股份	21.7	0.84	0.68	0.92	1.24	1.19	36.1	32.5	23.7	17.5	18.2
300395.SZ	菲利华	47.97	1.03	0.60	1.29	1.80	1.80	35.4	62.5	37.3	26.7	26.7
平均值			1.01	0.84	1.27	1.66	1.77	39.2	43.2	30.6	23.1	22.0
300034.SZ	钢研高纳	15.11	0.41	0.32	0.36	0.40	0.44	46.9	37.9	41.8	38.2	34.3

数据来源：Wind，华龙证券研究所（最新价为 2025 年 4 月 24 日股价，其中钢研高纳盈利预测来自华龙证券研究所，其他盈利预测来自万得一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,033	5,272	6,326	7,030	7,971	营业收入	3,408	3,524	3,824	4,199	4,707
现金	969	676	960	995	1,102	营业成本	2,412	2,408	2,661	2,899	3,245
应收票据及应收账款	2,102	2,182	2,917	3,081	3,892	税金及附加	18	24	31	33	35
其他应收款	19	31	23	37	30	销售费用	58	92	101	109	122
预付账款	35	65	44	75	58	管理费用	251	267	291	317	353
存货	1,635	1,960	2,012	2,448	2,469	研发费用	173	223	242	266	298
其他流动资产	273	358	370	394	420	财务费用	23	21	39	62	80
非流动资产	2,188	2,322	2,308	2,288	2,321	资产和信用减值损失	-31	-68	-6	-5	-8
长期股权投资	189	175	159	143	127	其他收益	24	33	30	31	30
固定资产	1,024	1,062	1,131	1,200	1,282	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	187	181	181	168	157	投资净收益	-17	-17	-17	-17	-17
其他非流动资产	788	905	837	777	755	资产处置收益	-1	2	1	1	1
资产总计	7,220	7,594	8,634	9,318	10,292	营业利润	449	437	467	522	579
流动负债	2,871	3,029	3,784	4,170	4,787	营业外收入	0	0	0	1	0
短期借款	256	362	881	1,111	1,294	营业外支出	3	1	1	2	2
应付票据及应付账款	1,940	2,121	2,367	2,522	2,950	利润总额	446	436	466	521	578
其他流动负债	675	546	536	538	543	所得税	30	49	44	50	57
非流动负债	623	588	528	468	416	净利润	416	387	422	471	521
长期借款	319	297	238	177	125	少数股东损益	97	139	133	155	170
其他非流动负债	304	291	291	291	291	归属母公司净利润	319	249	288	315	351
负债合计	3,493	3,616	4,312	4,638	5,203	EBITDA	618	615	637	728	786
少数股东权益	371	482	616	771	941	EPS (元)	0.41	0.32	0.36	0.40	0.44
股本	775	775	775	775	775						
资本公积	944	930	930	930	930						
留存收益	1,635	1,787	2,087	2,416	2,781						
归属母公司股东权益	3,356	3,495	3,706	3,908	4,148						
负债和股东权益	7,220	7,594	8,634	9,318	10,292						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	526	16	97	200	371
净利润	416	387	422	471	521
折旧摊销	135	148	144	164	156
财务费用	23	21	39	62	80
投资损失	17	17	17	17	17
营运资金变动	-169	-643	-529	-518	-410
其他经营现金流	104	85	5	4	7
投资活动现金流	-356	-262	-145	-160	-205
资本支出	306	263	145	160	205
长期投资	-51	0	16	16	16
其他投资现金流	0	1	-16	-16	-16
筹资活动现金流	-194	-55	-188	-235	-242
短期借款	25	106	520	230	183
长期借款	-70	-22	-59	-60	-52
普通股增加	289	0	0	0	0
资本公积增加	-309	-14	0	0	0
其他筹资现金流	-130	-125	-648	-404	-373
现金净增加额	-25	-300	-236	-195	-76

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	18.37	3.40	8.51	9.80	12.11
营业利润同比增速(%)	5.62	-2.64	6.88	11.78	11.00
归属于母公司净利润同比增速(%)	-5.17	-22.08	15.93	9.37	11.45
获利能力					
毛利率(%)	29.22	31.66	30.40	30.95	31.05
净利率(%)	12.20	10.99	11.02	11.21	11.07
ROE(%)	11.15	9.74	9.75	10.06	10.24
ROIC(%)	11.14	9.72	9.07	9.63	10.02
偿债能力					
资产负债率(%)	48.38	47.62	49.95	49.78	50.56
净负债比率(%)	-7.60	2.19	5.81	8.25	8.09
流动比率	1.75	1.74	1.67	1.69	1.67
速动比率	1.15	1.04	1.10	1.06	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.48	0.47	0.47	0.48
应收账款周转率	3.75	2.88	2.90	2.95	2.98
应付账款周转率	3.69	2.63	2.65	2.70	2.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.32	0.36	0.40	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.02	0.12	0.25	0.47
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.51	4.65	4.90	5.20
估值比率					
P/E	46.9	37.9	41.8	38.2	34.3
P/B	4.8	3.5	3.2	3.1	2.9
EV/EBITDA	19.09	19.99	19.75	17.68	16.63

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

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6-12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股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046