

评级：未评级

## 1H25 业绩稳健， 粉末冶金技术铺就高端制造未来之路

分析师

余浩樑

CE No. B01816

852-3762 9662

Albert.hi.yu@pingan.com

### 基本资料

现价：2.61 港元

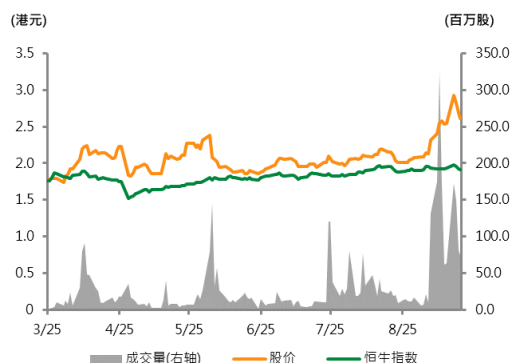
H 股市值：7,112 百万港元

52 周股价波幅：1.59-2.94 港元

近 3 个月日均成交额：94.8 百万港元

来源：彭博，数据更新至 2025 年 8 月 28 日

### 股价表现



来源：彭博，数据更新至 2025 年 8 月 28 日

▲ **1H25 业绩稳健。**1H25 公司收入同比下降 7.1%至人民币 23.4 亿元，主要由于海外出口业务去年客户抢报关及今年受到 4 月美国对等关税影响导致客户递延订单所致，若剔除上述阶段性的扰动因素影响，整体业务保持稳健，同时我们预计下半年出口将重回增长；毛利率同比下降 3.2 个百分点，主要由于钛合金业务中低毛利的管材、板材销量占比上升所致，同时我们观察今年四季度，部分行业重点下游客户的新代产品将恢复原先手机边框材料应用，预计公司高毛利的线材产品有望回归正常水平；盈利端表现亮眼，归母净利润同比增长 10.4%至 2.0 亿元，净利润率同比提升 1 个百分点。

▲ **工模具钢为核心，高端材料及压铸模具钢维持持续渗透。**细分业务来看，模具钢、高速钢、切削工具、钛合金业务分别实现收入 11.5 亿、3.9 亿、4.0 亿及 3.5 亿元。其中，工模具钢仍是公司主要的收入来源，合计占比总收入约 66.1%。毛利率方面，模具钢、高速钢、切削工具、钛合金业务毛利率分别为 13.8%、15.6%、28.5%及 24.2%。工模具钢国内市场企稳回升，公司模具钢国内收入同比增长 4.7%，环比增长 21%；公司高速钢国内收入同比增长 14.1%，环比增长 33.7%。公司高端材料持续渗透，上半年粉末冶金工模具钢实现销售 589 吨（内销 374 吨，外销 215 吨）。公司与恒而达（300946 CH）签订战略合作框架协议，自 2026 年起 5 年内，恒而达预计每年采购不少于 100 吨粉末高速钢。大型压铸用模具钢方面，上半年实现销售 13,468 吨（内销 8,904 吨，外销 4,564 吨），目前公司与多家新能源汽车企业合作，针对压铸用模具钢进行产品替代与升级。

▲ **创新量产高氮钢，人形机器人等多领域应用落地推进。**公司创新运用金属粉末比表面积大的优势，结合奥氏体相区金属粉末对于氮的吸收含量急剧上升的特点，经粉末渗氮工艺结合热等静压装置处理，实现 100%致密化，成功量产内部型号为 TPMDM02N 的高氮钢，其硬度达 58.5-60HRC，高于国内外同类高端不锈钢，耐蚀性优异，中性盐雾测试 720 小时无锈蚀。高氮钢应用场景广泛，涵盖了人形机器人的关键零部件滚珠丝杠。近期公司自主研发的高氮合金材料 TPMDC02A 成功通过技术验证并正式交付润孚动力，首批含 4 个规格，将用于行星滚柱丝杠生产。公司亦与恒而达订立战略合作框架，联合开发用于行星滚柱丝杠生产的高氮合金材料。此外，公司在航空轴承领域已通过合作机构向商飞送样测试，同时在电动垂直起降飞行器轴承、医疗器械、高端刀具等应用领域均有广阔前景。

▲ **延伸发力核聚变关键材料，市场空间广阔。**公司计划今年至明年上半年完成 BEST 紧凑型聚变能实验装置，2030 年完成 CFETR 实验堆，2050 年建成 PFPP 聚变原型电站，目标实现 1GW 级发电，度电成本降至 0.1 元以下。聚变堆包层环节需两款关键材料：硼钢（吸收中子）与低活化 RAFM 钢（支撑包层），二者在 BEST 堆需求量为 400-4000 吨，在 CFETR 堆为 4000-7000 吨；RAFM 钢预期售价 30-40 万元/吨，硼钢 10-20 万元/吨，市场空间广阔。公司采用粉末冶金方式生产硼钢、RAFM 钢，性能优于铸锻钢且成本不高，为我国核聚变能源产业化进程提供有力支撑。

▲ **布局钛合金粉末领域，覆盖多元化场景。**子公司天工股份（920068 CH）布局钛合金粉末等金属粉末材料的领域。钛合金粉末按粒径差异化应用：0-20 微米粒径粉末通过镀膜工艺，为消费电子关键零部件（如铰链等复杂结构）提供高比强度、轻量化优势；15-53 微米粒径粉末用于 3D 打印领域，已被多家企业布局用于人形机器人关键零部件生产，可优化结构、减少材料用量，兼顾强度与轻量化；大于 53 微米粒径粉末则采用热等静压成型，应用于航空航天、军事火箭等高端领域。

▲ **核心粉末冶金技术铺就高端制造未来之路。**公司以粉末冶金技术为核心，贯穿上下游原材料生产与中游设备及成型工艺应用，构建起粉末冶金材料及技术平台。我们认为，未来公司聚焦高氮合金材料、核聚变材料等卡脖子材料开发，在增材制造方面，通过提升金属粉末材料性能推动增材制造的产业化与规模化的应用，属于港股高端制造概念的稀缺标的，建议长期关注。

### 风险提示

▲ 地缘政治风险；原材料波动风险；新业务拓展不及预期；市场竞争风险。

图表 1. 损益表(人民币万元) 年结日 12 月 31 日

| 损益表           | 2022       | 2023       | 2024       | 1H24       | 1H25       |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入          | 506,680.7  | 516,330.6  | 483,203.6  | 252,164.8  | 234,249.5  |
| 营业成本          | -391,832.0 | -401,992.2 | -384,849.3 | -196,317.8 | -189,862.0 |
| 毛利            | 114,848.7  | 114,338.4  | 98,354.3   | 55,847.0   | 44,387.5   |
| 其他收入-经营       | 15,789.5   | 12,725.3   | 17,621.5   | 4,830.6    | 17,017.1   |
| 销售费用          | -21,977.6  | -11,805.3  | -14,407.2  | -6,368.6   | -5,578.3   |
| 管理费用          | -14,666.6  | -16,012.2  | -17,267.5  | -8,334.8   | -9,141.5   |
| 其他支出-经营       | -3,194.7   | -5,348.2   | 105.5      | -1,594.6   | -2,791.7   |
| 研发费用          | -28,845.6  | -31,236.1  | -30,154.8  | -14,699.4  | -13,704.5  |
| 营业利润          | 61,953.7   | 62,661.9   | 54,251.8   | 29,680.2   | 30,188.6   |
| 财务收入/(费用)净额   | -12,989.5  | -15,696.3  | -13,812.1  | -7,597.3   | -6,453.7   |
| 财务收入          | 4,629.4    | 4,162.4    | 3,353.0    | 1,508.2    | 1,341.8    |
| 财务费用          | -17,618.9  | -19,858.7  | -17,165.1  | -9,105.5   | -7,795.5   |
| 应占联营公司损益      | 1,647.0    | 870.2      | 485.7      | 175.8      | -176.7     |
| 应占共同控制实体损益    | 1,324.8    | -1,288.8   | -111.7     | -40.5      | 225.0      |
| 除税前溢利         | 51,936.0   | 46,547.0   | 40,813.7   | 22,218.2   | 23,783.2   |
| 所得税           | 475.0      | -4,554.2   | -797.4     | -1,194.3   | -1,921.3   |
| 净利润(含少数股东权益)  | 52,411.0   | 41,992.8   | 40,016.3   | 21,023.9   | 21,861.9   |
| 净利润(不含少数股东权益) | 50,353.5   | 37,020.9   | 35,875.7   | 18,437.1   | 20,358.3   |
| 少数股东损益        | 2,057.5    | 4,971.9    | 4,140.6    | 2,586.8    | 1,503.6    |

来源: Wind, 平安证券(香港)研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 2. 资产负债表(人民币万元) 年结日 12 月 31 日

| 资产负债表            | 2022        | 2023        | 2024        | 1H25        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 非流动资产合计          | 544, 421. 4 | 534, 332. 4 | 534, 825. 9 | 523, 496. 1 |
| 固定资产-物业, 厂房及设备   | 460, 759. 6 | 450, 691. 8 | 439, 286. 1 | 429, 742. 0 |
| 预付租金-非流动资产       | 23, 384. 2  | 24, 886. 9  | 24, 271. 1  | 23, 987. 2  |
| 商誉               | 14, 460. 0  | 14, 460. 0  | 14, 460. 0  | 14, 460. 0  |
| 于联营公司之权益         | 9, 547. 3   | 9, 918. 1   | 10, 378. 1  | 10, 274. 3  |
| 无形资产             | 6, 533. 3   | 5, 772. 1   | 5, 622. 4   | 5, 367. 0   |
| 于合营公司之权益         | 4, 766. 9   | 2, 982. 3   | 2, 514. 1   | 2, 780. 7   |
| 其他投资-非流动资产       | 18, 969. 4  | 19, 284. 0  | 26, 507. 0  | 26, 286. 9  |
| 其他金融资产-非流动资产     | 18, 969. 4  | 19, 284. 0  | 26, 507. 0  | 26, 286. 9  |
| 递延税项资产-非流动资产     | 6, 000. 7   | 6, 337. 2   | 11, 787. 1  | 10, 598. 0  |
| 流动资产合计           | 791, 893. 7 | 821, 775. 1 | 793, 759. 0 | 853, 818. 7 |
| 存货               | 258, 347. 0 | 247, 749. 2 | 252, 487. 0 | 258, 117. 2 |
| 应收账款及其他应收款项-流动资产 | 263, 270. 8 | 355, 278. 8 | 354, 304. 8 | 390, 086. 9 |
| 已抵押银行存款-流动资产     | 14, 004. 1  | 12, 928. 8  | 13, 449. 4  | 11, 598. 0  |
| 定期存款             | 134, 183. 4 | 130, 798. 5 | 60, 523. 1  | 59, 358. 4  |
| 货币资金             | 121, 984. 3 | 74, 908. 7  | 106, 892. 2 | 128, 202. 8 |
| 按公允值计入损益的金融资产    | 104. 1      | 111. 1      | 6, 102. 5   | 6, 455. 4   |
| 流动负债合计           | 507, 948. 2 | 540, 057. 8 | 429, 894. 6 | 429, 447. 4 |
| 短期借款             | 186, 681. 3 | 220, 942. 3 | 182, 747. 3 | 185, 596. 6 |
| 应付账款及其它应付款项      | 165, 977. 9 | 158, 317. 6 | 145, 275. 5 | 153, 316. 0 |
| 应交税费             | 2, 824. 0   | 2, 672. 9   | 3, 504. 2   | 2, 017. 9   |
| 其他金融负债-流动负债      | 152, 465. 0 | 158, 125. 0 | 98, 367. 6  | 88, 516. 9  |
| 流动资产/(负债)净值      | 283, 945. 5 | 281, 717. 3 | 363, 864. 4 | 424, 371. 3 |
| 资产总额减流动负债        | 828, 366. 9 | 816, 049. 7 | 898, 690. 3 | 947, 867. 4 |
| 非流动负债合计          | 114, 233. 6 | 77, 590. 9  | 153, 416. 5 | 167, 017. 9 |
| 长期借款             | 102, 850. 0 | 68, 559. 8  | 145, 719. 3 | 159, 907. 3 |
| 递延收入-非流动负债       | 4, 253. 0   | 3, 778. 8   | 3, 009. 8   | 2, 611. 7   |
| 递延税项负债-非流动       | 7, 130. 6   | 5, 252. 3   | 4, 687. 4   | 4, 498. 9   |
| 总资产减总负债          | 714, 133. 3 | 738, 458. 8 | 745, 273. 8 | 780, 849. 5 |
| 股东权益合计(含少数股东权益)  | 714, 133. 3 | 738, 458. 8 | 745, 273. 8 | 780, 849. 5 |
| 股东权益合计(不含少数股东权益) | 686, 028. 4 | 706, 455. 5 | 709, 307. 7 | 727, 024. 1 |
| 股本               | 4, 923. 1   | 4, 905. 5   | 4, 816. 4   | 4, 816. 4   |
| 储备               | 681, 105. 3 | 701, 550. 0 | 704, 491. 3 | 722, 207. 7 |
| 少数股东权益           | 28, 104. 9  | 32, 003. 3  | 35, 966. 1  | 53, 825. 4  |

来源: Wind, 平安证券(香港) 研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 3. 现金流量表(人民币万元) 年结日 12 月 31 日

| 现金流量表           | 2022       | 2023       | 2024       |
|-----------------|------------|------------|------------|
| 除税前(亏损)/溢利      | 51,936.0   | 46,547.0   | 40,813.7   |
| 物业, 厂房及设备折旧     | 32,443.6   | 37,197.4   | 38,699.4   |
| 预付租赁摊销          | 504.0      | 615.8      | 615.8      |
| 无形资产摊销          | 348.9      | 821.5      | 768.4      |
| 利息收入            | -4,629.4   | -3,327.6   | -3,353.0   |
| 利息支出            | 17,618.9   | 19,858.7   | 17,165.1   |
| 其他              | -67,866.7  | -96,199.9  | -44,533.2  |
| 经营活动产生的现金流量净额   | 30,355.3   | 5,512.9    | 50,176.2   |
| 购买物业, 厂房及设备     | -49,630.1  | -27,779.1  | -28,768.9  |
| 已收利息-投资活动       | 4,629.4    | 3,327.6    | 2,799.8    |
| 收购无形资产支付款项-投资活动 |            | -18.1      | -160.4     |
| 支付交易证券净额        |            |            | -6,529.4   |
| 购买其他投资          | -2,500.0   | -1,649.4   | -2,400.0   |
| 出售其他金融资产所得款     |            |            | 9,097.9    |
| 其他              | 20,371.8   | 3,778.4    | 71,002.4   |
| 投资活动产生的现金流量净额   | -27,128.9  | -22,340.6  | 45,041.4   |
| 借款所得款           | 335,279.7  | 359,108.8  | 399,191.4  |
| 偿还借贷            | -322,548.8 | -359,823.3 | -360,168.9 |
| 非控股股东注资-筹资活动    | 1,962.6    |            |            |
| 已付股东之股息         | -16,542.9  | -10,045.9  | -16,418.4  |
| 向非控股股东派发股息      | -1,523.4   |            |            |
| 回购股份            | -2,601.8   | -2,020.8   | -7,883.0   |
| 其他              | -12,666.2  | -17,661.0  | -76,922.5  |
| 筹资活动产生的现金流量净额   | -18,640.8  | -30,442.2  | -62,201.4  |
| 现金及现金等价物净增加额    | -15,414.4  | -47,269.9  | 33,016.2   |
| 期初现金及现金等价物余额    | 135,688.1  | 121,984.3  | 74,908.7   |
| 汇率变动对现金的影响      | 1,710.6    | 194.3      | -1,032.7   |
| 期末现金及现金等价物余额    | 121,984.3  | 74,908.7   | 106,892.2  |

来源: Wind, 平安证券(香港) 研究部

## 免责声明

### 分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：1) 所有在本报告所表达的意见真实地反映其对本报告内所评论的发行人(“该公司”)及其证券当时的市场分析的个人意见。2) 其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有(1)在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任本研究报告所评论的发行人的高级人员；(4)持有本研究报告所评论的发行人任何财务权益。

### 免责声明

本报告由平安证券(香港)有限公司(下称“平安证券(香港)”)提供。平安证券(香港)已获取香港证券及期货事务监察委员会(“SFC”)第 1 类(证券交易)和第 4 类(就证券提供意见)受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平安证券(香港)认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平安证券(香港)并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承担任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证，此外任何价格并不一定能够反映平安证券(香港)以理论模型为基础的估值，并且可能是基于若干假设。由平安证券(香港)研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易(包括涉及金融衍生工具的交易)会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，敬请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问(如需)，以评估投资建议是否合适。

平安证券(香港)有限公司及/或其在香港从事金融业务的关联公司(下统称“中国平安证券(香港)集团”)可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等于或高于该公司的市场资本值的 1%或该公司就新上市已发行股本的 1%。一位或多位中国平安证券(香港)集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。中国平安证券(香港)集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等(不包括分析员)，将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具(包括期权和认股权证)；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。中国平安证券(香港)集团成员公司曾任本报告提及的任何机构所公开发售证券的联席保荐人、联席环球协调人和联席账簿管理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。中国平安证券(香港)集团成员公司在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平安证券(香港)可保留一切相关权利。

投资评级系统公司 (由平安证券(香港)建构。其“投资评级指数”及“行业投资评级指数”之百份比数据只反映平安证券(香港)对该评级及指数之自家建议，只作参考用途。)

| 股票投资评级 | 备注                             |
|--------|--------------------------------|
| 强烈推荐   | 预计 6 个月内，股价表现强于恒生指数 20%以上      |
| 推 荐    | 预计 6 个月内，股价表现强于恒生指数 10%至 20%之间 |
| 中 性    | 预计 6 个月内，股价表现相对恒生指数在±10%之间     |
| 回 避    | 预计 6 个月内，股价表现弱于恒生指数 10%以上      |
| 行业投资评级 | 备注                             |
| 强于大市   | 预计 6 个月内，行业指数表现强于恒生指数 5%以上     |
| 中 性    | 预计 6 个月内，行业指数表现相对恒生指数在±5%之间    |
| 弱于大市   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上     |

地址：香港中环皇后大道中 99 号中环中心 36 楼 3601 室  
电话：(852) 37629688  
电邮：research.pacshk@pingan.com  
平安证券（香港）2025 版权所有。保留一切权利。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。