

产品价格波动影响中报利润表现，看好行业需求回暖后公司基本面反转

核心观点

事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 18.17 亿元（+5.07%），归母净利润 0.64 亿元（-64.52%）。

- 产品价格波动影响利润表现，新型号规模效应释放后盈利水平有望好转。**上半年公司利润端增速明显不及收入端，主要受毛利率下降的影响。报告期公司综合毛利率 24.05%，同比下降 7.85pct，其中新型高温合金制品和变形高温合金制品下降较多，分别同比下降 58.35pct 和 8.53pct。根据公司中报，公司应最终客户要求，随着部分产品转批产，需要进行阶梯降价；在此影响下，部分新签订单需要重新谈价，价格降低影响了利润率。我们认为行业目前处于新老型号交替过程中，新型号转批产价格调整导致的利润率下降会随着规模效应的释放而逐步回升。
- 上半年完成定增，大股东全额认购，有利于公司流动性水平的提升并为承接下游需求释放做好准备。**报告期公司完成向控股股东中国钢研定向增发股票 2182 万股，募集资金总额 2.80 亿元，新增股份于 3 月 20 日上市。2024 年公司全年现金净流入-3.00 亿元，同比减少 2.76 亿元；2024 年末短期借款 3.62 亿元，同比增长 1.06 亿元，说明定增前公司现金流较为紧张。我们认为本次定增募集资金有利于公司资本结构的改善和流动性水平的上升，将为上市公司在业务布局、财务状况、长期战略等多个方面夯实基础，为实现可持续高质量发展创造良好条件。
- 卡位航发新型高温合金及关键零件，有望伴随航发新型号放量启动新一轮高增长。**公司是粉末高温合金领域的重要研发和生产基地，在金属间化合物领域保持领先优势，ODS 合金解决了篦齿环供应瓶颈问题，建立了我国第一条完整产线并在民用领域开展推广应用。我们预计伴随新型航发的批产，新型高温合金零件的应用渗透率将大幅提升。公司作为该领域龙头，有望充分受益并启动新一轮高增长。

盈利预测与投资建议

- 考虑到产品价格波动，调整 25、26 年 EPS 为 0.25、0.44 元（前值为 0.70、0.90 元），新增 27 年 EPS 为 0.53 元，参考可比公司 26 年 44 倍 PE，给予目标价 19.36 元，维持买入评级。

风险提示

产品价格下降风险；下游需求不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,408	3,524	4,021	4,734	5,583
同比增长(%)	18.4%	3.4%	14.1%	17.7%	17.9%
营业利润(百万元)	449	437	386	586	699
同比增长(%)	5.6%	-2.6%	-11.6%	51.7%	19.3%
归属母公司净利润(百万元)	319	249	198	349	420
同比增长(%)	-5.2%	-22.1%	-20.2%	75.8%	20.4%
每股收益(元)	0.40	0.31	0.25	0.44	0.53
毛利率(%)	29.2%	31.7%	28.3%	30.7%	30.6%
净利率(%)	9.4%	7.1%	4.9%	7.4%	7.5%
净资产收益率(%)	9.8%	7.3%	5.4%	8.7%	9.7%
市盈率	46.2	59.3	74.2	42.2	35.1
市净率	4.4	4.2	3.8	3.5	3.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

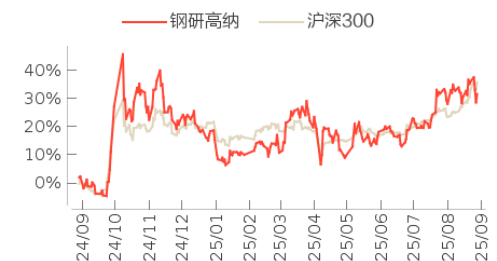
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年08月28日）	17.69 元
目标价格	19.36 元
52 周最高价/最低价	20.37/12.66 元
总股本/流通 A 股（万股）	79,696/76,665
A 股市值（百万元）	14,098
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 08 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.64	-1.06	15.58	31.56
相对表现%	-6.74	-8.99	-0.78	-4.26
沪深 300%	4.1	7.93	16.36	35.82



证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

联系人

鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

相关报告

铸造合金板块增长明显，毛利率稳步提升	2024-09-02
经营情况良好，非经营性因素影响短期利润表现	2023-10-30

附录

表 1：钢研高纳可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/8/28	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
航发动力	600893	40.23	0.32	0.29	0.39	0.51	124.67	140.57	102.55	78.67
航发科技	600391	31.03	0.21	0.31	0.47	0.68	148.90	101.34	66.32	45.48
华秦科技	688281	69.09	1.52	1.66	2.11	2.65	45.50	41.53	32.76	26.10
图南股份	300855	29.94	0.68	0.76	1.00	1.26	44.35	39.21	29.98	23.69
航发控制	000738	20.93	0.57	0.58	0.65	0.73	36.69	36.23	32.44	28.53
	调整后 平均						71.50	60.69	43.84	33.37

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	969	676	804	947	1,117	营业收入	3,408	3,524	4,021	4,734	5,583
应收票据、账款及款项融资	2,152	2,263	2,582	3,041	3,586	营业成本	2,412	2,408	2,881	3,279	3,875
预付账款	35	65	69	81	96	销售费用	58	92	105	122	142
存货	1,635	1,960	2,345	2,669	3,154	管理费用	251	267	298	351	415
其他	242	308	256	295	340	研发费用	173	223	246	283	325
流动资产合计	5,033	5,272	6,057	7,033	8,293	财务费用	23	21	22	25	34
长期股权投资	189	175	158	158	158	资产、信用减值损失	31	68	63	63	63
固定资产	1,024	1,062	1,445	1,656	1,809	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	105	328	144	102	93	投资净收益	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)
无形资产	176	178	170	162	154	其他	5	11	(3)	(8)	(14)
其他	694	580	563	543	526	营业利润	449	437	386	586	699
非流动资产合计	2,188	2,322	2,481	2,621	2,740	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	7,220	7,594	8,537	9,655	11,033	营业外支出	3	1	0	0	0
短期借款	256	362	344	608	896	利润总额	446	436	386	586	699
应付票据及应付账款	1,940	2,121	2,537	2,887	3,412	所得税	30	49	43	66	79
其他	675	546	539	581	631	净利润	416	387	343	520	621
流动负债合计	2,871	3,029	3,420	4,077	4,939	少数股东损益	97	139	144	171	201
长期借款	319	297	297	297	297	归属于母公司净利润	319	249	198	349	420
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.40	0.31	0.25	0.44	0.53
其他	304	291	306	306	306	主要财务比率					
非流动负债合计	623	588	603	603	603		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	3,493	3,616	4,023	4,679	5,542	成长能力					
少数股东权益	371	482	627	798	999	营业收入	18.4%	3.4%	14.1%	17.7%	17.9%
实收资本（或股本）	775	775	797	797	797	营业利润	5.6%	-2.6%	-11.6%	51.7%	19.3%
资本公积	943	930	1,182	1,182	1,182	归属于母公司净利润	-5.2%	-22.1%	-20.2%	75.8%	20.4%
留存收益	1,635	1,787	1,908	2,197	2,513	获利能力					
其他	3	2	0	0	0	毛利率	29.2%	31.7%	28.3%	30.7%	30.6%
股东权益合计	3,727	3,978	4,514	4,975	5,491	净利率	9.4%	7.1%	4.9%	7.4%	7.5%
负债和股东权益总计	7,220	7,594	8,537	9,655	11,033	ROE	9.8%	7.3%	5.4%	8.7%	9.7%
现金流量表						ROIC	10.5%	9.0%	7.3%	9.7%	10.2%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	416	387	343	520	621	资产负债率	48.4%	47.6%	47.1%	48.5%	50.2%
折旧摊销	86	141	129	160	181	净负债率	0.0%	1.4%	0.0%	0.6%	2.7%
财务费用	23	21	22	25	34	流动比率	1.75	1.74	1.77	1.73	1.68
投资损失	17	17	17	17	17	速动比率	1.18	1.09	1.09	1.07	1.04
营运资金变动	(191)	(463)	(247)	(442)	(515)	营运能力					
其它	175	(88)	13	0	0	应收账款周转率	3.8	2.9	2.8	2.9	2.9
经营活动现金流	526	16	276	281	338	存货周转率	1.8	1.3	1.3	1.3	1.3
资本支出	(228)	(408)	(301)	(301)	(301)	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
长期投资	(23)	14	17	0	0	每股指标（元）					
其他	(106)	132	(21)	(17)	(17)	每股收益	0.40	0.31	0.25	0.44	0.53
投资活动现金流	(356)	(262)	(305)	(318)	(318)	每股经营现金流	0.68	0.02	0.35	0.35	0.42
债权融资	(5)	(29)	0	0	0	每股净资产	4.21	4.39	4.88	5.24	5.64
股权融资	12	(12)	274	0	0	估值比率					
其他	(201)	(13)	(117)	179	150	市盈率	46.2	59.3	74.2	42.2	35.1
筹资活动现金流	(194)	(55)	157	179	150	市净率	4.4	4.2	3.8	3.5	3.3
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	26.7	24.8	27.7	19.3	16.2
现金净增加额	(25)	(300)	128	143	170	EV/EBIT	31.5	32.4	36.4	24.3	20.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。