

买入

2025 年 10 月 10 日

工模具钢国内市场企稳回升，高端材料将成为未来利润爆发点

- **收入端承压，盈利表现逆势增长：**公司 2025 年上半年实现总收入约人民币 23.4 亿元，同比下降 7.1%，主要是受到美国关税以及消费电子对钛合金的需求短暂的影响，这些导致综合毛利率下降 3.2 个百分点至 22.1%。尽管收入端面临压力，公司盈利表现仍实现逆势增长。归母净利润为 2.03 亿元，同比增加约 10.4%。
- **工模具钢国内市场企稳回升：**分板块来看，模具钢方面，销量同比下降 5.2%，整体营业收入提升了 2.3%至 11.6 亿元，毛利率上升 0.5 个百分点至 13.8%。从影响因素来看，海外市场承压（欧洲低迷、北美关税影响），但国内模具钢行业复苏叠加原材料涨价，最终对冲了海外市场的短期承压，实现营收与毛利的正向增长。高速钢业务销量下降 10.4%，营业额下降 9.6%至 3.9 亿元，受需求复苏以及高合金产品比重增加影响，高速钢业务毛利率提升 4.4 个百分点至 32.5%。切削工具业务收入下降 14.3%至 0.95 亿元，销量下跌 20.4%，毛利率下跌 4.6 个百分点至 28.5%。
- **粉末冶金材料将成为未来利润爆发点之一：**25 年上半年销售 589 吨，环比提升 66.4%，价格 14.9 万元/吨，价格显著高于普通高速钢和模具钢产品。在市场拓展与客户合作方面，公司上半年与恒而达签订长期供货协议，自 2026 年起 5 年内，恒而达每年从天工采购锯切工具专用粉末高速钢材料不少于 100 吨，五年合计采购不少于 600 吨。该协议的签订不仅为公司未来业绩提供稳定支撑，也进一步巩固了其在专用粉末高速钢细分领域的市场地位。
- **钛合金持续拓展新的应用场景：**25 年上半年营业额下降 9.4%至 3.5 亿元，毛利率下降 14.8 个百分点至 24.2%，主要由于高毛利消费电子行业的钛合金线销量减少，而低毛利的管材及板材销量增加。展望未来，我们对高端钛合金业务前景持乐观预期：明年下游客户新机需求将逐步释放；另一方面，公司在航空航天、医疗健康、核聚变等领域的高端钛合金产业建设已取得阶段性成果。
- **目标价 4.38 港元，买入评级：**我们预计 25/26/27 年收入预测为 52.4 亿/60.8 亿/69.3 亿元人民币；预测归母净利润分别为 4.3 亿/6.0 亿/8.1 亿元，给予未来 12 个月目标价 4.38 港元，对应 2026 年 18 倍 PE，较现价有 44.56%的上升空间，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

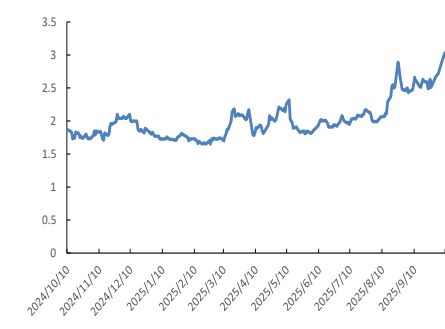
行业	新材料
股价	3.03 港元
目标价	4.38 港元 (+44.56%)
股票代码	826
已发行股本	27.25 亿股
市值	82.57 亿港元
52 周高/低	3.15/1.65 港元
每股净资产	2.93 港元
主要股东	TIANG HOLDINGS CO LTD (28.78%) 朱泽峰 (23.72%)

盈利摘要

截止12月31日	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
营业额（百万人民币）	5,163	4,832	5,241	6,084	6,932
变动（%）	1.9	(6.4)	8.5	16.1	13.9
净利润（百万人民币）	424	358	429	603	810
每股盈余（人民币）	0.14	0.13	0.16	0.22	0.30
变动（%）	(26.5)	(3.1)	19.4	40.8	34.2
市盈率@3.03港元（倍）	21.5	22.2	18.6	13.2	9.8
市净率@3.03港元（倍）	1.03	1.01	0.96	0.90	0.83
每股股息（人民币）	0.04	0.03	0.00	0.05	0.07
股息现价比率（%）	1.2	0.8	0.0	1.4	1.9

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

主要财务报表

损益表					
（人民币）〈百万元〉， 财务年度截至12月31日					
	23年 实际	24年 实际	25年 预测	26年 预测	27年 预测
收入	5,163.3	4,832.0	5,241.2	6,084.3	6,932.3
毛利	1,143.4	983.5	1,013.4	1,280.7	1,589.3
其他业务收入	127.3	176.2	221.2	232.3	243.9
销售及管理费用	(278.2)	(316.7)	(298.7)	(359.0)	(415.9)
其他收支净额	(312.4)	(301.5)	(288.3)	(288.3)	(288.3)
营业利润	680.1	541.5	647.6	865.8	1,128.9
财务开支	(157.0)	(138.1)	(145.9)	(142.2)	(146.0)
联营公司	(4.2)	3.7	4.1	4.5	5.0
税前盈利	519.0	407.1	505.8	728.1	987.9
所得税	(45.5)	(8.0)	(45.5)	(80.1)	(118.5)
少数股东应占利润	49.7	41.4	31.7	44.6	59.8
净利润	423.7	357.7	428.6	603.4	809.6
折旧及摊销	386.3	400.8	364.6	353.1	344.1
EBITDA	1,062.3	946.0	1,016.3	1,223.3	1,478.0
增长	4.7%	-10.9%	7.4%	20.4%	20.8%
总收入	5,290.6	5,008.3	5,462.4	6,316.6	7,176.2
增长 (%)	1.3%	-5.3%	9.1%	15.6%	13.6%
每股收益 (人民币元)	0.14	0.13	0.16	0.22	0.30

资产负债表					
（人民币）〈百万元〉， 财务年度截至12月31日					
	23年 实际	24年 实际	25年 预测	26年 预测	27年 预测
现金	749.1	1,068.9	1,536.7	1,913.0	2,445.9
现金等价物	1,437.3	739.7	739.7	739.7	739.7
应收账款	3,552.8	3,543.0	3,930.9	4,394.2	4,910.4
存货	2,477.5	2,524.9	2,818.6	3,138.4	3,421.0
其他流动资产	1.1	61.0	61.0	61.0	61.0
总流动资产	8,217.8	7,937.6	9,086.9	10,246.3	11,578.1
固定资产	4,506.9	4,392.9	4,259.2	4,156.1	4,061.2
联营公司投资	99.2	103.8	103.8	103.8	103.8
其他固定资产	737.2	851.6	840.7	830.8	821.5
总资产	13,561.1	13,285.8	14,290.6	15,336.9	16,564.6
应付账款	1,583.2	1,452.8	1,738.1	2,001.5	2,256.0
短期银行贷款	2,209.4	1,827.5	2,010.2	2,110.7	2,216.3
其他短期负债	1,608.0	1,018.7	1,018.7	1,018.7	1,018.7
总短期负债	5,400.6	4,298.9	4,767.0	5,131.0	5,491.0
长期银行贷款	685.6	1,457.2	1,602.9	1,763.2	1,939.5
其他负债	90.3	77.0	77.0	77.0	77.0
总负债	6,176.5	5,833.1	6,446.9	6,971.1	7,507.4
少数股东权益	330.8	372.2	403.8	448.4	508.2
股东权益	7,053.8	7,080.6	7,439.9	7,917.4	8,548.9
每股净资产	2.73	2.73	2.88	3.07	3.32

财务分析					
	23年 实际	24年 实际	25年 预测	26年 预测	27年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	22.1%	20.4%	19.3%	21.0%	22.9%
EBITDA 利率 (%)	20.6%	19.6%	19.4%	20.1%	21.3%
净利率 (%)	8.2%	7.4%	8.2%	9.9%	11.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5.4%	6.6%	5.7%	5.9%	6.0%
实际税率 (%)	8.8%	2.0%	9.0%	11.0%	12.0%
股息支付率 (%)	30.0%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	229.8	237.2	240.0	239.0	233.0
应付账款天数	147.2	144.0	148.0	150.0	152.0
应收账款天数	218.6	268.0	270.0	260.0	255.0
财务状况					
净负债/权益	0.30	0.31	0.28	0.25	0.20
收入/总资产	0.38	0.36	0.37	0.34	0.37
总资产/股本	1.92	1.88	1.92	1.94	1.94
盈利对利息倍数	3.31	2.95	3.47	3.47	5.12

现金流量表					
（人民币）〈百万元〉， 财务年度截至12月31日					
	23年 实际	24年 实际	25年 预测	26年 预测	27年 预测
EBITDA	1062.3	946.0	1016.3	1016.3	1223.3
融资成本	(157.0)	(138.1)	(145.9)	(145.9)	(142.2)
营运资金变化	(936.3)	(372.9)	(396.2)	(519.7)	(544.3)
其他营运资金变化	86.1	66.7	96.3	268.4	273.4
营运活动现金流	55.1	501.8	570.4	619.0	810.2
资本开支	(277.8)	(287.7)	(217.8)	(237.6)	(237.6)
其他投资活动	54.4	738.1	47.3	56.3	67.3
投资活动现金流	(223.4)	450.4	(170.5)	(181.3)	(170.3)
负债变化	(3598.2)	(3601.7)	328.5	260.8	281.9
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(100.5)	(164.2)	(71.8)	(128.6)	(181.0)
其他融资活动	3394.3	3143.9	(188.8)	(193.7)	(207.8)
融资活动现金流	(304.4)	(622.0)	67.9	(61.5)	(107.0)
现金变化	(470.8)	319.8	467.8	376.2	532.9
期初持有现金	1219.8	749.1	1068.9	1536.7	1913.0
期末持有现金	749.1	1068.9	1536.7	1913.0	2445.9

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。