

钢研高纳（300034）

2025 年三季报点评：高景气赛道优势未改，蓄势以待下一轮业绩弹性

买入（维持）

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书：S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,408	3,524	4,191	4,794	5,294
同比	18.37	3.40	18.93	14.39	10.44
归母净利润（百万元）	319.13	248.66	264.86	328.55	375.87
同比	(5.17)	(22.08)	6.52	24.05	14.40
EPS-最新摊薄（元/股）	0.40	0.31	0.33	0.41	0.47
P/E（现价&最新摊薄）	41.83	53.69	50.40	40.63	35.52

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 28.04 亿元，同比去年+10.69%；归母净利润 1.25 亿元，同比去年-46.97%。

投资要点

■ **增收不增利，短期扰动不改高温合金赛道高景气。**2025 年前三季度，公司营业总收入 28.04 亿元，同比+10.69%，而归母净利润 1.25 亿元，同比-46.97%，出现“增收不增利”反差。主因系高温合金军民订单结构变化：军品价格年降条款集中兑现，民品营收占比提升但毛利率低，拖累整体销售毛利率由 31.43%降至 24.19%。叠加镍、钴等贵金属价格高位，营业成本同比+22.38%，销售净利率亦从 12.98%压缩至 7.81%。费用端保持战略定力，销售费用 0.45 亿元，公司精简客户维护模式；管理费用 2.02 亿元，随规模扩张同步抬升；研发费用 1.38 亿元，与去年基本持平，占营收 4.92%，持续加码新一代单晶、粉末合金等卡脖子环节。

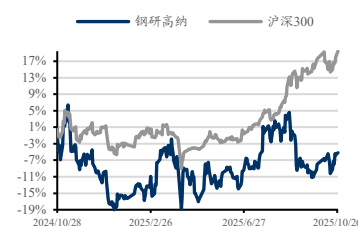
■ **杠杆稳、订单足，资产质量为下一轮扩张蓄力。**截至 2025 年第三季度，公司资产负债率 44.46%，同比降 2.72 个百分点，连续第三年低于 50%，杠杆保持温和。有息负债合计 7.40 亿元，仅占总资产 9.50%，且长短结构均衡，偿债安全边际充足。应收账款 19.63 亿元，同比增 8.03%，但增速低于营收增速，回款节奏总体匹配。存货 18.36 亿元，同比-10.86%，结合营收增长，判断前期战略库存已逐步转化为交付，周转有望提速。合同负债 2.85 亿元，虽有阶段性回落，但绝对额仍处近三年高位，预示四季度及明年上半年排产饱满。整体来看，公司资产端“重研发、轻库存、稳应收”，负债端“低杠杆、长周期”，结构健康，为新一轮景气周期储备了充裕的资产负债表空间。

■ **现金流匹配性：盈利短期承压，但经营现金流已现边际修复。**2025 年前三季度经营现金流净额-2.83 亿元，虽为负值，同比已收窄 24.65%，边际改善显著。净利润 2.19 亿元，利润现金含量-1.29，主要受存货去库及应收增加影响，但两项同比增幅均低于营收，显示“剪刀差”正在收敛。投资现金流净额-0.68 亿元，资本开支仅 0.76 亿元，同比-65.74%，上一轮扩产高峰已过，后续进入产能爬坡与良率提升阶段，资本支出压力大幅缓解。综合判断，公司盈利与现金流阶段性背离，但库存去化、资本支出收敛、融资渠道畅通三大信号叠加，四季度经营现金流有望继续回正。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.65/3.29/3.76 亿元，对应 PE 分别为 50/41/36 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 商誉减值风险；2) 原材料价格上涨风险；3) 业绩承诺无法完成风险；4) 行业政策调整风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.75
一年最低/最高价	13.83/19.27
市净率(倍)	3.50
流通 A 股市值(百万元)	12,841.32
总市值(百万元)	13,349.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.79
资产负债率(%,LF)	44.46
总股本(百万股)	796.96
流通 A 股(百万股)	766.65

相关研究

《钢研高纳(300034)：2025 年中报点评：新增产能释放加剧市场竞争，加速新型合金商业化进程》

2025-08-27

《钢研高纳(300034)：2024 年报点评：受益于我国航空领域扩张，下游需求有望恢复》

2025-04-24

钢研高纳三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,272	6,230	7,243	7,580	营业总收入	3,524	4,191	4,794	5,294
货币资金及交易性金融资产	676	997	943	1,374	营业成本(含金融类)	2,408	2,940	3,354	3,666
经营性应收款项	2,328	3,037	3,102	3,686	税金及附加	24	25	31	33
存货	1,960	1,871	2,818	2,134	销售费用	92	210	192	238
合同资产	180	208	241	264	管理费用	267	344	384	429
其他流动资产	127	118	139	122	研发费用	223	264	303	334
非流动资产	2,322	2,506	2,691	2,849	财务费用	21	11	10	14
长期股权投资	175	179	174	173	加:其他收益	33	34	42	45
固定资产及使用权资产	1,136	1,333	1,496	1,653	投资净收益	(17)	(21)	(23)	(26)
在建工程	328	306	331	329	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	178	182	185	189	减值损失	(68)	0	0	0
商誉	320	320	320	320	资产处置收益	2	1	2	2
长期待摊费用	58	58	58	58	营业利润	437	412	541	601
其他非流动资产	128	128	128	128	营业外净收支	(1)	1	1	2
资产总计	7,594	8,736	9,934	10,429	利润总额	436	413	543	603
流动负债	3,029	3,522	4,231	4,181	减:所得税	49	37	55	58
短期借款及一年内到期的非流动负债	433	499	585	661	净利润	387	376	488	545
经营性应付款项	2,121	2,427	2,995	2,804	减:少数股东损益	139	111	159	170
合同负债	294	362	411	450	归属母公司净利润	249	265	329	376
其他流动负债	180	234	241	266	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.33	0.41	0.47
非流动负债	588	588	588	588	EBIT	480	442	572	639
长期借款	297	297	297	297	EBITDA	651	600	755	835
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.66	29.84	30.03	30.75
租赁负债	48	48	48	48	归母净利率(%)	7.06	6.32	6.85	7.10
其他非流动负债	243	243	243	243	收入增长率(%)	3.40	18.93	14.39	10.44
负债合计	3,616	4,109	4,819	4,769	归母净利润增长率(%)	(22.08)	6.52	24.05	14.40
归属母公司股东权益	3,495	4,034	4,362	4,738					
少数股东权益	482	593	753	922					
所有者权益合计	3,978	4,627	5,115	5,660					
负债和股东权益	7,594	8,736	9,934	10,429					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16	361	270	759	每股净资产(元)	4.51	5.06	5.47	5.95
投资活动现金流	(262)	(330)	(347)	(327)	最新发行在外股份(百万股)	797	797	797	797
筹资活动现金流	(55)	320	63	49	ROIC(%)	9.30	7.87	8.93	9.09
现金净增加额	(300)	351	(14)	481	ROE-摊薄(%)	7.11	6.57	7.53	7.93
折旧和摊销	171	157	183	197	资产负债率(%)	47.62	47.04	48.51	45.73
资本开支	(263)	(335)	(369)	(351)	P/E(现价&最新股本摊薄)	53.69	50.40	40.63	35.52
营运资本变动	(643)	(210)	(443)	(32)	P/B(现价)	3.71	3.31	3.06	2.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>