

买入

2026年4月23日

利润持续高增长，高端材料将迎增量

- 利润双位数增长，盈利能力显著提升：** 2025年受海外放缓及关税影响，集团总营收微降2.3%至47.19亿元；毛利率基本保持稳定，为20.2%。但依托降本增效，归母净利润逆势同比上升11.5%至4.0亿元，全年派息率维持35%，盈利能力实现显著提升。
- 工模具钢国内市场复苏，成本成功顺价：** 工模具钢出口虽受海外关税及市场疲软拖累，但国内需求复苏带动模具钢与高速钢ASP分别同比提升2.7%和11%。凭借突出的行业话语权，公司成功实现成本顺价，驱动模具钢与高速钢毛利率分别稳步修复至14.5%和16.7%。进入2026年，面对钨精矿等上游原料延续强势高涨的压力，公司价格传导机制依然顺畅，一季度工模具钢已顺利落实涨价，展现出强劲的经营与盈利韧性。
- 粉末冶金红利释放，高端材料加速落地：** 2025年，核心粉末冶金产品实现销量1428吨，同比大幅增长45.1%，单价同比上升6.5%至13.11万元/吨，毛利率持续稳定在40%以上的高盈利水平。应用层面，公司加快推进高端新材料商业化落地：1) 在机器人领域，自研高氮钢已成功突破人形机器人核心传动部件应用，正由试验性供货加速向常态化量产跃升，力争实现年度规模化交付；2) 在核聚变领域，公司持续推进304B7高硼不锈钢产能扩张与商业化量产。
- 钛合金迎大客户强劲增量：** 2025年钛合金收入同比下跌17.2%至人民币6.3亿元，毛利率同比下降6.7个百分点至26.8%，主要是因下游手机厂商多数机型边框改用铝合金，导致消费电子领域高价钛材订单减少。展望2026年，消费电子大客户应用机型及整体钛材用量预计将显著增加，为整体业绩贡献极大的确定性增量。
- 目标价4.64港元，买入评级：** 我们预计2026-28年收入预测为60.8亿/69.7亿/79.8亿元人民币；预测归母净利润分别为6.1亿/7.9亿/9.6亿元，给予目标价4.64港元，对应2026年18倍PE，较现价有30%的上升空间，维持买入评级。

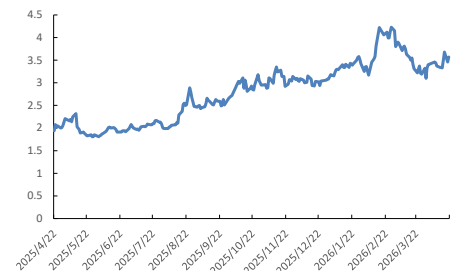
黄晨
+852 2532 1954
chen.huang@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	新材料
股价	3.57 港元
目标价	4.64 港元 (+30%)
股票代码	826
已发行股本	27.25 亿股
市值	97.83 亿港元
52周高/低	4.35/1.78 港元
每股净资产	3.02 港元
主要股东	TIANG HOLDINGS CO LTD (28.78%) 朱泽峰 (25.33%)

盈利摘要

截止12月31日	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测	2028年预测
营业额 (百万人民币)	4,832	4,719	6,082	6,970	7,976
变动	-6.4%	-2.3%	28.9%	14.6%	14.4%
净利润 (百万人民币)	358	433	611	787	959
每股盈余 (人民币)	0.07	0.15	0.22	0.29	0.36
变动	-43.3%	96.6%	52.6%	29.6%	22.5%
市盈率@3.57港元 (倍)	39.1	19.9	13.0	10.1	8.2
市净率@3.57港元 (倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
每股股息 (人民币)	0.05	0.03	0.05	0.08	0.10
股息现价比率 (%)	1.3	0.8	1.5	2.3	2.9

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

	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
收入	4,832.0	4,718.8	6,082.1	6,970.4	7,975.7
毛利	983.5	951.9	1,315.2	1,613.8	1,909.7
其他业务收入	176.2	230.3	241.8	253.9	266.6
销售及管理费用	(316.7)	(274.2)	(340.6)	(383.4)	(422.7)
其他收支净额	(301.5)	(287.6)	(358.8)	(404.3)	(454.6)
营业利润	541.5	620.3	857.5	1,080.1	1,298.9
财务开支	(138.1)	(136.6)	(133.2)	(137.5)	(141.3)
联营公司	3.7	17.9	19.6	21.6	23.8
税前盈利	407.1	501.6	744.0	964.2	1,181.4
所得税	(8.0)	(31.2)	(81.8)	(106.1)	(129.9)
少数股东应占利润	41.4	37.5	51.4	70.9	92.2
归母净利润	357.7	432.9	610.7	787.2	959.2
折旧及摊销	400.8	364.6	358.6	349.2	340.6
EBITDA	946.0	1,002.8	1,235.8	1,450.9	1,663.3
增速					
EBITDA增长 (%)	-10.9%	6.0%	23.2%	17.4%	14.6%
收入增长 (%)	-6.4%	-2.3%	28.9%	14.6%	14.4%
净利润增速 (%)	-15.6%	21.0%	41.1%	28.9%	21.8%

资产负债表

(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日

	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
现金	1,068.9	1,069.6	1,159.8	1,345.1	1,588.5
现金等价物	739.7	718.3	718.3	718.3	718.3
应收账款	3,543.0	4,037.7	4,730.5	5,421.4	6,203.3
存货	2,524.9	2,581.7	2,839.9	3,123.9	3,436.2
其他流动资产	61.0	9.0	9.0	9.0	9.0
总流动资产	7,937.6	8,416.2	9,457.4	10,617.6	11,955.4
固定资产	4,392.9	4,328.6	4,219.9	4,119.9	4,027.9
联营公司投资	103.8	197.7	217.5	239.2	263.1
其他固定资产	851.6	854.5	844.6	839.7	841.6
总资产	13,285.8	13,797.0	14,739.4	15,816.4	17,088.0
应付账款	1,452.8	1,402.5	1,721.4	1,934.3	2,190.5
短期银行贷款	1,827.5	2,490.5	2,615.0	2,745.8	2,883.1
其他短期负债	1,018.7	926.5	926.5	926.5	926.5
总短期负债	4,298.9	4,819.4	5,262.9	5,606.6	6,000.1
长期银行贷款	1,457.2	943.5	849.2	934.1	1,027.5
其他负债	77.0	67.2	67.2	67.2	67.2
总负债	5,833.1	5,830.2	6,179.3	6,607.9	7,094.8
少数股东权益	372.2	540.1	591.5	662.4	754.6
股东权益	7,080.6	7,426.8	7,968.7	8,546.2	9,238.6
每股净资产	2.73	2.92	3.14	3.38	3.67

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	20.4%	20.2%	21.6%	23.2%	23.9%
EBITDA 利率 (%)	19.6%	21.3%	20.3%	20.8%	20.9%
净利率 (%)	7.4%	9.2%	10.0%	11.3%	12.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	6.6%	5.8%	5.6%	5.5%	5.3%
实际税率 (%)	2.0%	6.2%	11.0%	11.0%	11.0%
股息支付率 (%)	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
库存周转	237.2	247.4	239.0	233.0	233.0
应付账款天数	144.0	138.3	130.0	130.0	130.0
应收账款天数	268.0	293.2	280.0	280.0	280.0
财务状况					
净负债/权益	0.31	0.32	0.29	0.27	0.25
收入/总资产	0.36	0.34	0.32	0.38	0.41
总资产/股本	1.88	1.86	1.85	1.85	1.85
盈利对利息倍数	2.95	3.67	3.67	5.59	7.01

现金流量表

(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日

	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
EBITDA	946.0	1,002.8	1,002.8	1,235.8	1,450.9
融资成本	(138.1)	(136.6)	(136.6)	(133.2)	(137.5)
营运资金变化	(372.9)	(609.7)	(632.1)	(762.0)	(838.1)
其他营运资金变化	66.7	50.8	268.1	220.6	196.2
营运活动现金流	501.8	307.3	502.2	561.3	671.5
资本开支	(287.7)	(321.8)	(237.6)	(237.6)	(237.6)
其他投资活动	738.1	(38.5)	26.4	32.2	39.1
投资活动现金流	450.4	(360.3)	(211.2)	(205.4)	(198.5)
负债变化	(3601.7)	149.4	30.2	215.7	230.7
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(164.2)	(71.8)	(68.8)	(214.0)	(277.3)
其他融资活动	3143.9	(160.7)	(162.1)	(172.2)	(183.0)
融资活动现金流	(622.0)	(83.1)	(200.8)	(170.5)	(229.6)
现金变化	330.2	0.7	90.2	185.3	243.4
期初持有现金	749.1	1068.9	1069.6	1159.8	1345.1
期末持有现金	1068.9	1069.6	1159.8	1345.1	1588.5

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。