

2023年04月27日
钢研高纳(300034.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

国防军工

2022 年营收增长 43.77%，后续业绩释放弹性强

■ **事件：**4月26日，公司发布2022年报及2023年一季报，2022全年实现营业收入(28.79亿元，+43.77%)，归母净利润(3.37亿元，+10.48%)，扣非归母净利润(2.81亿元，+57.24%)；2023一季度实现营业收入(6.21亿元，+18.88%)，归母净利润(6007.10万元，-2.13%)，扣非归母净利润(5529.96万元，-4.25%)。

■ **全年收入提升显著，业务结构基本保持稳定。**报告期内，航空发动机下游持续高景气，公司各类高温合金制品全年总生产量达(15,875.07吨，+18.07%)，销售量则为(15,965.03吨，+19.84%)，带动公司营业收入同比增加43.77%至28.79亿元，收入增速高于产销量增速，体现公司当前交付产品价值量正逐步提升，其中：

① **铸造合金：**2022全年共实现收入(17.32亿元，+44.27%)，占公司整体营收比例提升0.20pct至60.16%，毛利率小幅提升1.83pct至26.28%。子公司方面，钢研德凯主营铝镁钛轻质合金铸件，报告期内实现收入(9.57亿元，+66.29%)，净利润(1.62亿元，+80.56%)，净利率大幅提升+10.51pct至16.93%，或主要系公司产量增长显著，规模效应进一步凸显；青岛新力通主营民用高温合金，报告期内实现收入(8.61亿元，+51.87%)，净利润(5704.96万元，+74.46%)；

② **变形合金：**2022全年共实现收入(6.94亿元，+37.89%)，占公司整体营收比例下降1.02pct至24.12%，毛利率小幅降低1.83pct至19.51%；

③ **新型合金：**2022全年共实现收入(3.98亿元，+39.92%)，占公司整体营收比例下降0.39pct至13.85%，毛利率下降8.90pct至46.04%，或主要系下游需求结构变动导致部分高附加值产品占比降低所致。

我们预计，伴随未来新一代国产航空发动机逐步定型量产及前期列装型号逐步形成维修更替需求，公司高温合金制品的收入规模有望维持较高增速。

分季度看，公司22Q1-22Q4营业收入分别为5.22/6.19/7.57/9.81亿元，22Q4营收达到历史单季度最高水平，同比增长69.86%，环比增长29.59%，体现公司产销能力伴随产能扩充逐季提升显著。22Q1-22Q4毛利率分别为29.04%/26.77%/27.00%/28.06%，22Q4毛利率同比提升5.30pct，环比提升1.06pct，或为年末高附加值产品交付占比同比提升。22Q4共实现归母净利润1.20亿元，同比增长132.82%，环比增长29.47%，22Q1-22Q4净利率分别为

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **54.04元**
股价(2023-04-26) **37.16元**

交易数据

总市值(百万元)	18,047.46
流通市值(百万元)	16,837.32
总股本(百万股)	485.67
流通股本(百万股)	453.10
12个月价格区间	25.18/56.7元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.4	-7.0	42.9
绝对收益	-10.1	-12.3	47.6

张宝涵 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001

zhangbh@essence.com.cn

马卓群 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522120002

mazq@essence.com.cn

相关报告

高温合金零部件平台型配套 2023-02-01
企业，享航发赛道长坡厚雪

12.46%/10.28%/14.21%/14.87%，22Q4 净利率同比提升 5.12pct，环比提升 0.66pct，与毛利率波动水平基本保持一致。

■ **23Q1 收入增速略缓，后续释放弹性较大。**2023 年一季度共实现营业收入（6.21 亿元，+18.88%），结合应收账款增加 61.06%，库存水平较期初增长 24.33%至 13.08 亿元，同时合同负债较期初增长 18.94%至 1.57 亿元，收入增速较此前放缓或主要系 2022 年四季度产品集中交付确认收入因此上年延后确认部分较少，同时 23 年一季度交付确认放缓所致，预计本年内后续单季营收增速仍有望实现较高增长。一季度毛利率小幅下降 0.49pct 至 28.55%，基本保持平稳。23 一季度共实现净利润（6007.10 万元，-2.13%），净利率同比小幅下降 0.64pct 至 11.83%，或主要系单季度收入增速放缓，对费用端各项固定开支的摊薄效应减弱，最终期间费用率提升 0.99pct 至 14.21%对利润增速形成扰动。

■ **毛利率基本维稳，净利率受投资收益及减值计提扰动。**2022 年毛利率下降 0.50pct 至 27.68%，在上半年镍价高位波动的背景下基本保持稳定。报告期内，伴随收入体量增加，公司规模效应提升显著，期间费用率显著降低 2.90pct 至 13.55%，其中管理费用率降低 2.52pct 至 6.45%，经营提质增效显著。公司 2022 年实现归母净利润（3.37 亿元，+10.48%），净利润增速缓于收入增速，主要系报告期内公司对联营及合营企业的投资收益减少 7674.59 万元，同时资产减值损失计提增加 1353.90 万元所致，最终净利率下滑 3.20pct 至 13.27%，以上扰动因素不具备可持续性，后续有望伴随公司持续瘦身健体及经营效率提升而得到改善。

■ **资产负债表体现订单饱满，现金流改善显著。**报告期内，公司预收货款增加显著，合同负债较期初大幅提升 63.60%至 1.32 亿元，体现公司下游订单需求旺盛。报告期内，公司存货较期初增长 22.57%至 10.52 亿元，且其中在产品及库存商品分别较期初增长 20.02%和 160.03%，或表明公司当前生产任务饱满且待交付商品较多，结合公司应收票据及应收账款合计同比增长 29.82%至 20.14 亿元，未来业绩增长确定性高。报告期内，由于公司年销售规模扩大及应收款项回款较好，最终经营性活动现金流较去年同期显著提升 1043.35%为 5.61 亿元。

■ **投资建议：**公司依托钢研集团拥有完善高温合金领域技术储备，在铸造、变形以及粉末高温合金领域均有所布局，逐步打造高温合金零部件平台化配套能力，伴随我国航空航天新型号发动机的逐步批产以及原有发动机部件的国产替代以及更新维护，有望进一步拉动公司业绩进入快速增长通道，长期成长性充足。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.6、6.3、8.2 亿元，给予 23 年 57 倍 pe，对应 6 个月目标价 54.04 元，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**扩产速度不及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动；行业竞争加剧。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	20.0	28.8	37.5	48.8	60.9
净利润	3.0	3.4	4.6	6.3	8.2
每股收益(元)	0.63	0.69	0.94	1.30	1.69
每股净资产(元)	5.86	6.43	7.20	8.17	9.44

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	59.2	53.6	39.4	28.6	22.0
市净率(倍)	6.3	5.8	5.2	4.5	3.9
净利润率	15.2%	11.7%	12.2%	13.0%	13.4%
净资产收益率	10.7%	10.8%	13.1%	15.9%	17.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.6%	0.9%	1.1%
ROIC	16.4%	15.3%	19.1%	17.6%	22.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034