

量利回落业绩承压，高端产品稳步增长

2025 年 04 月 13 日

➤ **事件：公司发布 2024 年年报。**2024 年，公司实现营收 84.84 亿元，同比减少 1.06%，归母净利润 1.12 亿元，同比减少 69.18%；扣非归母净利 0.98 亿元，同比减少 72.38%。2024Q4，公司实现营收 20.5 亿元，环比减少 4.97%，同比减少 10.87%，归母净利润-2.04 亿元，同环比转亏；扣非归母净利-1.97 亿元，同环比转亏。

➤ **点评：量利回落承压，减值拖累业绩**

① **量：**2024 年，公司特钢销量 45.32 万吨，同比-8.96%，其中合结钢、工具钢、不锈钢、高温合金、其他钢材销量分别为 20.54、9.06、9.54、0.84、5.33 万吨，同比-20.28%、+32.06%、+1.52%、+4.08%、-23.19%。24Q4，特钢销量 10.50 万吨，环比-4.55%，同比-24.73%。2025 年，钢材产量指引 51-53 万吨，同比增长 15.61-20.14%。

② **利：**2024 年，公司整体毛利率 12.71%，同比-0.80pct，其中合结钢、工具钢、不锈钢、高温合金、其他钢材毛利率分别为 18.18%、-3.51%、10.70%、23.56%、-4.94%，同比+1.30、-1.88、-0.61、-0.53、-4.52pct。2024Q4，毛利率 10.73%，环比减少 2.38pct，同比减少 4.39pct。

③ **业绩拆分：**环比来看，24Q4 主要减利项为减值损失等（-3.02 亿元，其中存货跌价计提-0.89 亿元，固定资产减值计提-0.75 亿元），毛利（-0.63 亿元）；主要增利项为费用及税金（+0.80 亿元）。

➤ **未来核心看点：高温合金未来可期，高端产品稳步增长**

① **推进新建技改设备快速达产。**2024 年公司共投产新设备 35 台，涵盖电炉产线的非真空感应炉和 LF 精炼炉、2200t 精锻机、高合金小棒线以及若干后部热处理、削磨设备等。公司经过近年来的技术改造升级，高尖端特殊钢新材料的生产能力已经大幅增长。

② **高温合金领域未来贡献可期。**“十四五”期间，我国聚力国防科技自主创新，加快武器装备自主化和现代化，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。同时，C919 国产大飞机的量产及国产化率的不断提升，促使我国民用航空市场未来增长空间巨大。军用及航空航天等领域需求增长有望带动高温合金销量持续提升，公司高温合金业务贡献可期。

③ **积极应对市场变化，推进品种结构持续优化。**2024 年，高端品种接单量稳中有升，“三高一特”产品入库 8.68 万吨，同比提升 14.25%。2025 年，“三高一特”产品产量指引为 10 万吨，同比提升 15.21%。

➤ **投资建议：**公司高端产品销量增长，高温合金贡献可期，公司盈利能力有望修复，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润依次为 3.69/4.61/5.61 亿元，对应现价，PE 为 29x、23x 和 19x，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，产能释放不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,484	9,455	10,115	10,791
增长率（%）	-1.1	11.4	7.0	6.7
归属母公司股东净利润（百万元）	112	369	461	561
增长率（%）	-69.2	230.3	25.0	21.6
每股收益（元）	0.06	0.19	0.23	0.28
PE	95	29	23	19
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

5.37 元

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 范钧

执业证书：S0100124080024

邮箱：fanjun@mszq.com

相关研究

1. 抚顺特钢 (600399.SH) 2024 年一季报点评：核心产品销量持续增长，高温合金未来可期-2024/05/01

2. 抚顺特钢 (600399.SH) 2023 年半年报点评：原料成本压力有所缓解，高温合金持续放量-2023/08/20

3. 抚顺特钢 (600399.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：原料上涨拖累业绩，技改项目稳步推进-2023/05/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,484	9,455	10,115	10,791
营业成本	7,406	8,140	8,647	9,164
营业税金及附加	62	62	67	71
销售费用	63	64	68	72
管理费用	229	265	283	302
研发费用	361	407	435	464
EBIT	252	610	713	822
财务费用	34	37	33	26
资产减值损失	-284	-161	-171	-181
投资收益	5	6	6	7
营业利润	126	417	516	621
营业外收支	-23	-25	-25	-25
利润总额	103	392	491	596
所得税	-9	24	29	36
净利润	112	369	461	561
归属于母公司净利润	112	369	461	561
EBITDA	711	1,075	1,193	1,315

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,439	1,376	1,393	1,497
应收账款及票据	1,402	1,588	1,699	1,812
预付款项	61	55	59	62
存货	3,049	3,056	3,246	3,440
其他流动资产	480	604	625	648
流动资产合计	6,432	6,678	7,022	7,459
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,501	5,521	5,527	5,519
无形资产	690	690	690	690
非流动资产合计	6,700	6,717	6,721	6,711
资产合计	13,132	13,396	13,743	14,170
短期借款	873	873	873	873
应付账款及票据	2,669	2,745	2,917	3,091
其他流动负债	878	934	969	1,004
流动负债合计	4,419	4,552	4,758	4,967
长期借款	2,009	1,809	1,609	1,409
其他长期负债	354	354	354	354
非流动负债合计	2,363	2,163	1,963	1,763
负债合计	6,782	6,715	6,721	6,730
股本	1,972	1,972	1,972	1,972
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,350	6,680	7,022	7,440
负债和股东权益合计	13,132	13,396	13,743	14,170

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.06	11.44	6.99	6.68
EBIT 增长率	-38.39	142.17	17.00	15.29
净利润增长率	-69.18	230.33	25.00	21.56
盈利能力 (%)				
毛利率	12.71	13.91	14.51	15.08
净利率	1.32	3.90	4.56	5.20
总资产收益率 ROA	0.85	2.75	3.36	3.96
净资产收益率 ROE	1.76	5.52	6.57	7.54
偿债能力				
流动比率	1.46	1.47	1.48	1.50
速动比率	0.70	0.71	0.70	0.72
现金比率	0.33	0.30	0.29	0.30
资产负债率 (%)	51.65	50.13	48.90	47.50
经营效率				
应收账款周转天数	25.16	24.61	24.58	24.61
存货周转天数	139.36	135.00	131.17	131.33
总资产周转率	0.66	0.71	0.75	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.19	0.23	0.28
每股净资产	3.22	3.39	3.56	3.77
每股经营现金流	-0.19	0.38	0.46	0.52
每股股利	0.02	0.06	0.07	0.09
估值分析				
PE	95	29	23	19
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.33	11.45	10.33	9.37
股息收益率 (%)	0.34	1.10	1.38	1.67

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	112	369	461	561
折旧和摊销	459	466	479	493
营运资金变动	-1,331	-340	-295	-308
经营活动现金流	-377	758	912	1,016
资本开支	-445	-506	-506	-506
投资	381	0	0	0
投资活动现金流	-47	-500	-499	-499
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,084	-200	-200	-200
筹资活动现金流	814	-318	-393	-416
现金净流量	391	-63	17	104

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048