



股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	34.45
总股本/流通股本(亿股)	6.90 / 4.96
总市值/流通市值(亿元)	238 / 171
52周内最高/最低价	45.10 / 23.79
资产负债率(%)	59.9%
市盈率	20.38
第一大股东	商晓波
持股比例(%)	36.2%

研究所

分析师:丁士涛
SAC 登记编号:S1340522090005
Email:dingshitao@cnpsec.com
研究助理:刘依然
SAC 登记编号:S1340122090020
Email:liuyiran@cnpsec.com

鸿路钢构(002541)

吨扣非净利逆势增长，看好23年量利齐升

● 事件：

公司发布2022年度报告，2022年实现营业收入198.48亿元，同比增长1.71%；实现归母净利润11.63亿元，同比增长1.09%；扣非归母净利润9.17亿元，同比增长7.00%。

2022 Q4单季度实现营业收入54.23亿元，同比下降11.64%；归母净利润2.89亿元，同比下降11.44%；扣非归母净利润2.06亿元，同比下降16.58%。

● 全年业绩表现稳健，Q4盈利略有承压

2022年，公司销售毛利率/净利率分别为11.98%/5.86%，分别同比下降0.67/0.04 pct。分季度来看，2022 Q1-Q4单季度毛利率分别为11.46%/12.97%/13.27%/10.00%，分别同比-1.55/+0.34/+0.96/-2.74 pct，我们认为22 Q4盈利略承压主要原因在于：1) 疫情管控期工厂施工受限及感染高峰期工人短缺等因素导致公司生产基地产能爬坡进度放缓；2022年，公司钢结构产量为349.54万吨，以2022年末产能480万吨测算产能利用率约为73%，同比下降7.8 pct。2) 公司产品结构调整，毛利率相对较低的建筑轻钢结构产品收入占比增加。2022年，公司建筑轻钢结构/建筑重钢结构/桥梁钢结构/空间钢结构/装配式建筑收入分别为66.4/61.13/10.72/17.84/34.10/8.29亿元，分别同比+45.71%/-22.69%/-4.65%/+1.82%/+1.59%；毛利率分别为8.94%/9.00%/9.11%/9.12%/9.11%/79.81%；分别同比下降0.09/0.51/0.37/0.4/0.47/6.90 pct。3) 受下游客户工程进度影响，部分订单延后交付导致存货增加；截至2022年底，公司钢结构库存量为30.42万吨，同比增长61.71%。2023年来看，疫情制约因素消散，工程项目赶工提速、钢结构下游需求回暖；叠加新增产能爬坡、产能利用率回升，公司规模效应修复将提升盈利水平。

● 吨扣非净利逆势提升，现金流大幅好转

2022年，以销售量为口径测算，公司钢结构产品吨毛利/吨期间费用/吨扣非归母净利润分别为729/282/352元/吨，分别同比-47/-16/+12元/吨，吨扣非归母净利润逆势提升。2022年，公司新签大额订单（合同金额大于1亿元或钢结构加工量超过1万吨）合同额62.24亿元，同比增长31.11%，占新签销售合同额的24.77%，大额订单占比较2021年提高10.75 pct。大额订单占比提高，体现公司作为钢结构加工制造龙头，已在下游客户中建立起较高的知名度，也将给予公司较好的议价与收现能力。2022年，公司经营性现金流量净额为6.22亿元，较2021年增加8.24亿元；收现比为103.11%，同比增长5.32 pct，收现能力增强，经营性现金流显著改善。2022年，公司期间费用率为5.78%，同比下降0.21 pct；其中，销售/管

理/研发/财务费用率分别为 0.78%/1.53%/ 2.33%/1.14%，分别同比-0.02/+0.11/-0.66/+0.36 pct。

● 盈利预测与投资评级

公司作为专注钢结构制造的龙头企业，已经通过规模优势和管理能力打造了坚固的护城河。钢结构行业渗透率提升、新增产能释放以及智能制造提升效率将为公司成长赋能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.11/17.31/19.55 亿元，EPS 分别为 2.19/2.51/2.83 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

装配式钢结构建筑推进力度不及预期；钢材价格大幅波动风险；产能扩张及产能利用率提升不及预期；市场竞争加剧、行业集中度提升不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19848	23516	26412	29050
增长率 (%)	1.71	18.48	12.32	9.99
EBITDA (百万元)	2060.31	2466.56	2796.03	3127.61
归属母公司净利润 (百万元)	1162.68	1511.08	1730.56	1954.66
增长率 (%)	1.09	29.97	14.52	12.95
EPS (元)	1.69	2.19	2.51	2.83
市盈率 (P/E)	20.44	15.73	13.74	12.16
市净率 (P/B)	2.88	2.50	2.16	1.91
EV/EBITDA	12.17	11.39	9.84	8.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	19848	23516	26412	29050	营业收入	1.7%	18.5%	12.3%	10.0%
营业成本	17471	20600	23080	25365	营业利润	-6.7%	30.0%	14.5%	13.0%
税金及附加	155	176	198	218	归属于母公司净利润	1.1%	30.0%	14.5%	13.0%
销售费用	155	176	198	218	获利能力				
管理费用	304	339	386	421	毛利率	12.0%	12.4%	12.6%	12.7%
研发费用	462	470	502	537	净利率	5.9%	6.4%	6.6%	6.7%
财务费用	227	176	173	167	ROE	14.1%	15.9%	15.8%	15.7%
资产减值损失	-8	-5	-5	-5	ROIC	9.6%	11.1%	11.7%	12.2%
营业利润	1409	1832	2098	2369	偿债能力				
营业外收入	5	0	0	0	资产负债率	59.9%	55.8%	52.5%	49.7%
营业外支出	8	0	0	0	流动比率	1.58	1.64	1.68	1.72
利润总额	1406	1832	2098	2369	营运能力				
所得税	243	321	367	415	应收账款周转率	9.32	10.29	10.53	11.25
净利润	1163	1511	1731	1955	存货周转率	2.51	2.85	3.12	3.22
归母净利润	1163	1511	1731	1955	总资产周转率	0.99	1.12	1.18	1.21
每股收益(元)	1.69	2.19	2.51	2.83	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.69	2.19	2.51	2.83
货币资金	913	1071	1337	1470	每股净资产	11.97	13.78	15.92	18.03
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2130	2470	2579	2620	PE	20.44	15.73	13.74	12.16
预付款项	633	618	646	710	PB	2.88	2.50	2.16	1.91
存货	8284	8191	8724	9303	现金流量表				
流动资产合计	12639	13151	14161	15044	净利润	1163	1511	1731	1955
固定资产	5873	6259	6791	7460	折旧和摊销	424	454	510	575
在建工程	239	266	292	316	营运资本变动	-951	-260	-328	-316
无形资产	1048	1080	1112	1144	其他	-13	195	204	203
非流动资产合计	7951	8389	8972	9689	经营活动现金流净额	622	1900	2117	2417
资产总计	20589	21540	23133	24733	资本开支	-1815	-879	-1091	-1291
短期借款	1870	1770	1770	1670	其他	0	-13	-12	-13
应付票据及应付账款	3766	3787	4163	4433	投资活动现金流净额	-1815	-892	-1103	-1304
其他流动负债	2370	2448	2494	2663	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	8006	8005	8427	8766	债务融资	953	-400	-300	-300
其他	4324	4024	3724	3524	其他	-317	-416	-449	-480
非流动负债合计	4324	4024	3724	3524	筹资活动现金流净额	636	-816	-749	-780
负债合计	12330	12029	12151	12290	现金及现金等价物净增加额	-554	191	266	333
股本	690	690	690	690					
资本公积金	2279	2279	2279	2279					
未分配利润	4798	5823	7034	8202					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	493	719	979	1272					
所有者权益合计	8260	9511	10982	12443					
负债和所有者权益总计	20589	21540	23133	24733					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048