

量价齐升，化工+出口超预期

➤ **事件概述：**2023 年前三季度，公司实现营收 27.20 亿元，同比增长 33.5%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 90.6%；扣非归母净利 2.59 亿元，同比增长 122.2%。2023Q3，公司实现营收 8.92 亿元，同比增长 15.8%、环比下降 7.1%；归母净利润 0.89 亿元，同比增长 46.3%、环比下降 20.2%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 40.5%，环比下降 20.8%。

➤ 点评：量价齐升，盈利能力持续改善

① **量：产销量同比上升。**23 年前三季度，公司不锈钢无缝管与不锈钢焊管共销售 64961 吨，同比+20.44%。不锈钢无缝管/焊管产品销量分别为 39651 吨/25310 吨，同比+16.00%/+28.13%。23Q3，不锈钢无缝管/焊管产品销量分别为 13351 吨/8659 吨，同比+9.21%/+38.81%，环比-6.38%/+21.49%。

➤ **价：毛利率水平持续改善。**23 年前三季度，不锈钢无缝管售价 45631 元/吨，同比+12.79%；不锈钢焊管售价 27631 元/吨，同比-0.24%。23Q3 单季，不锈钢无缝管售价 45521 元/吨，同比+1.75%；不锈钢焊管售价 26817 元/吨，同比-8.93%。23 年前三季度及 Q3 原料不锈钢价格同比回落。23 年前三季度，公司毛利率为 16.78%，同比增长 3.16pct；Q3 单季，公司毛利率为 18.60%，同比增长 3.67pct，环比增长 1.24pct。

➤ 未来核心看点：产品结构不断升级，火电锅炉管需求释放

① **火电锅炉管招标持续放量，超级不锈钢管供需偏紧。**2022 年 9 月国家发改委召开煤炭保供会议中提出，2022-2023 每年核准约 8000 万千瓦（折合 80GW），未来三年将带来 2 亿千瓦的新增装机量，对旧煤电机组的升级改造也将进一步提振超级不锈钢无缝管需求。而 S30432 与 HR3C 供应壁垒较高，新厂家难以快速切入锅炉厂供应体系，供给弹性受限，有望支撑火电锅炉管价格。

② **公司积极增产把握市场复苏机遇。**公司是国内不锈钢管行业龙头企业之一，原有火电锅炉管产能 1 万吨。公司 2 万吨高端不锈钢管项目现已投产，达产后火电锅炉管产能可达 3 万吨。

③ **拓展海外市场，产品结构不断升级。**公司与国内某石化巨头联合立项，预计 2023 年实现乙烯裂解炉对流段炉管的国产化。公司 3500 吨精密管材生产线投产将为公司高盈利能力构筑护城河。公司正式通过了阿美供应商资质认证，被批准的产品范围包括不锈钢无缝管、接管，有利于进一步拓展国际市场。

投资建议：受益于火电锅炉管行业需求放量，且新增产能持续释放，我们预计公司 2023-25 年将分别实现归母净利润 3.80/5.04/5.45 亿元，对应 10 月 27 日收盘价，PE 分别为 11、9 和 8 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期风险；原材料价格上涨风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2830	3617	4181	4412
增长率（%）	4.9	27.8	15.6	5.5
归属母公司股东净利润（百万元）	215	380	504	545
增长率（%）	22.0	76.7	32.6	8.2
每股收益（元）	0.38	0.68	0.90	0.97
PE	20	11	9	8
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
7.79 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

分析师 任恒

执业证书：S0100523060002

邮箱：renheng@mszq.com

相关研究

1. 武进不锈 (603878.SH) 2023 半年报点评：化工+出口超预期，火电锅炉管蓄势待发-2023/08/23

2. 武进不锈 (603878.SH) 2023H1 业绩快报点评：需求维持高景气，H1 业绩同比大增-2023/07/12

3. 武进不锈 (603878.SH) 2022 年年报点评：火电锅炉管需求释放，高端管材龙头盈利增长-2023/04/07

4. 武进不锈 (603878.SH) 2022 年业绩快报点评：把握火电需求复苏机遇，高端管材龙头盈利提升-2023/02/02

5. 武进不锈 (603878.SH) 深度报告：把握火电需求复苏机遇，高端管材龙头蓄势待发-2022/11/12

目录

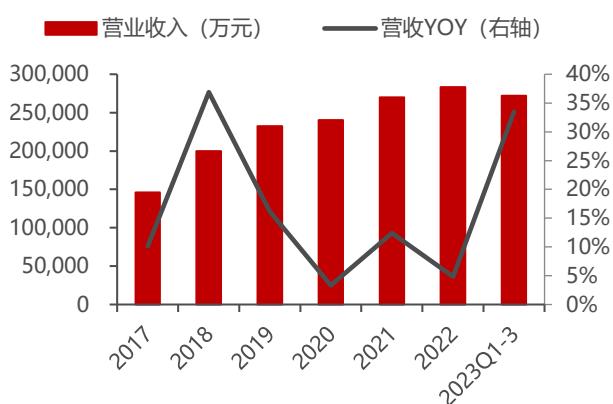
1 事件概述：公司公布 2023 年三季报	3
2 点评：量价齐升，盈利能力持续改善	4
2.1 公司产销量同比上升，毛利率水平改善	4
2.2 2023Q3 盈利水平同比改善明显	6
3 核心看点：产品结构不断升级，火电锅炉管需求释放	7
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件概述：公司公布 2023 年三季报

公司发布 2023Q3 季报：2023 年前三季度，公司实现营业总收入 27.20 亿元，同比增长 33.5%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 90.6%；扣非归母净利润 2.59 亿元，同比增长 122.2%。

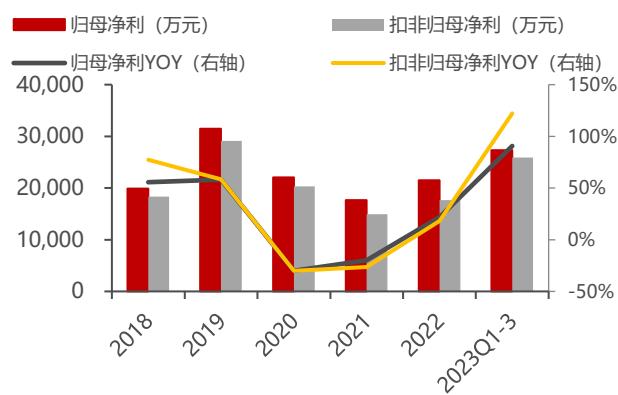
2023Q3，公司实现营业总收入 8.92 亿元，同比增长 15.8%、环比下降 7.1%；归母净利润 0.89 亿元，同比增长 46.3%、环比下降 20.2%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 40.5%，环比下降 20.8%。

图1：公司 2023 前三季度实现营收同比+33.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2023 前三季度归母净利润同比+90.6%



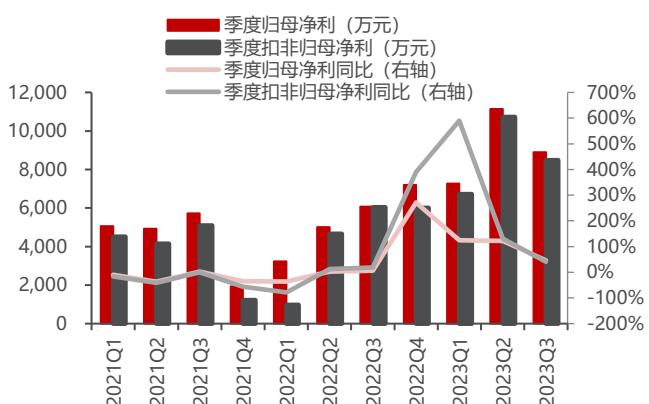
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2023Q3 营收同比+15.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2023Q3 归母净利润同比+46.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

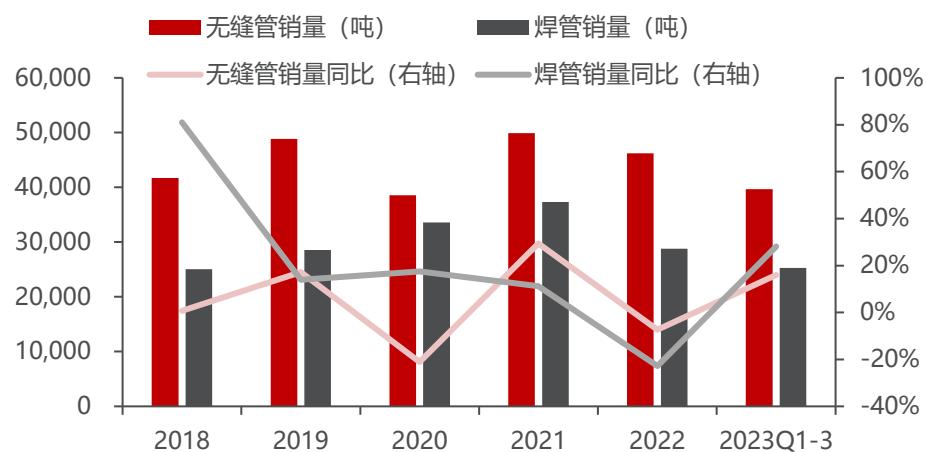
2 点评：量价齐升，盈利能力持续改善

2.1 公司产销量同比上升，毛利率水平改善

量：产销量同比上升。23 年前三季度，公司不锈钢无缝管与不锈钢焊管共销售 64961 吨，同比+20.44%。不锈钢无缝管/不锈钢焊管产品销量分别为 39651 吨/25310 吨，同比+16.00%/+28.13%。23Q3，不锈钢无缝管/不锈钢焊管产品销量分别为 13351 吨/8659 吨，同比+9.21% /+38.81%，环比-6.38%/+21.49%。

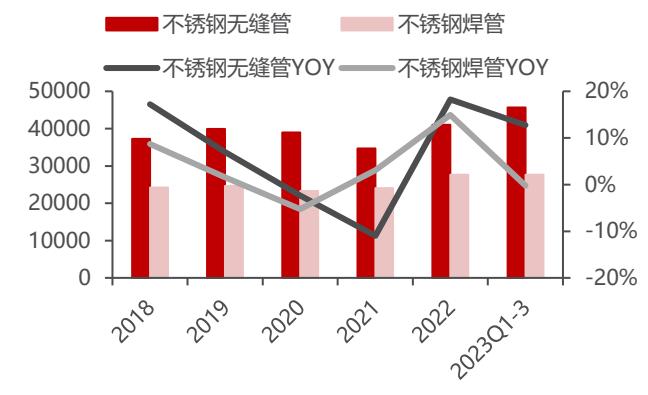
价：毛利率水平持续改善。23 年前三季度，不锈钢无缝管售价 45631 元/吨，同比+12.79%；不锈钢焊管售价 27631 元/吨，同比-0.24%。23Q3 单季，不锈钢无缝管售价 45521 元/吨，同比+1.75%；不锈钢焊管售价 26817 元/吨，同比-8.93%。23 年前三季度及 Q3 原料不锈钢价格同比回落。23 年前三季度，公司毛利率为 16.78%，同比增长 3.16pct；Q3 单季，公司毛利率为 18.60%，同比增长 3.67pct，环比增长 1.24pct。

图5：2023Q1-3 公司产销量上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司产品市场价格情况（单位：元/吨）

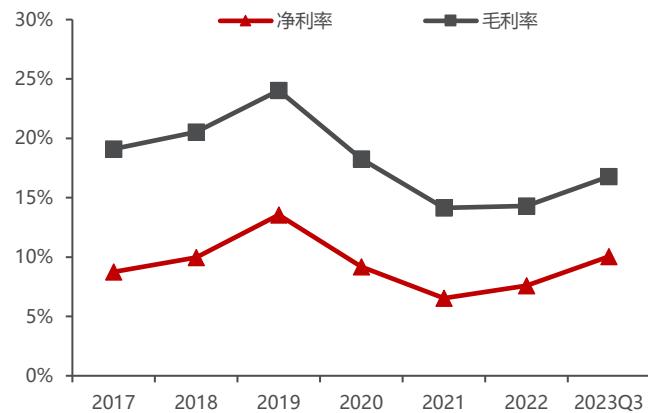


资料来源：wind，民生证券研究院

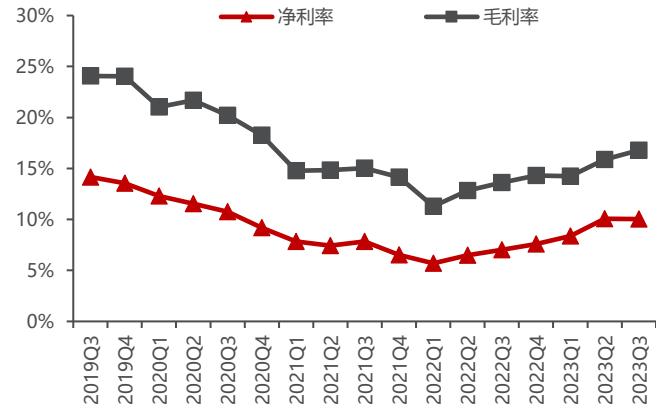
图7：不锈钢原材料价格情况（单位：元/吨）



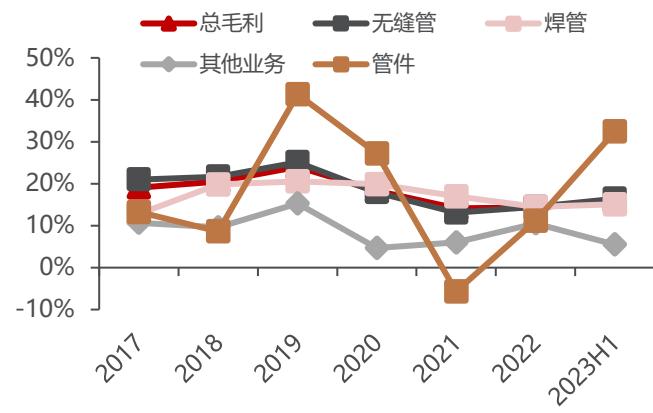
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图8：2023Q1-3 公司毛利率升至 16.78%


资料来源：wind, 民生证券研究院

图9：2023Q3 公司毛利率提升至 18.60%


资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：2023H1 分产品毛利率


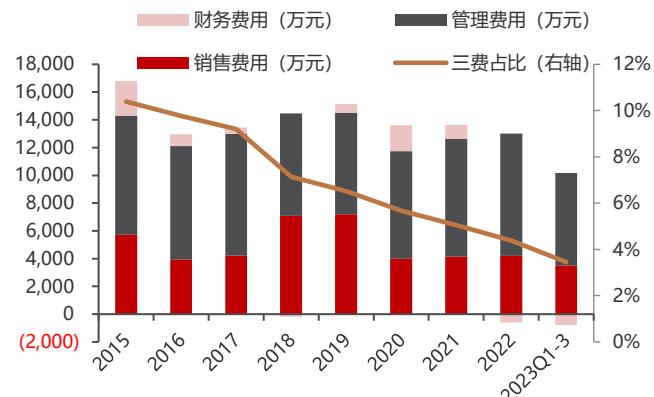
资料来源：wind, 民生证券研究院

图11：2023Q3 公司合同负债显著下滑

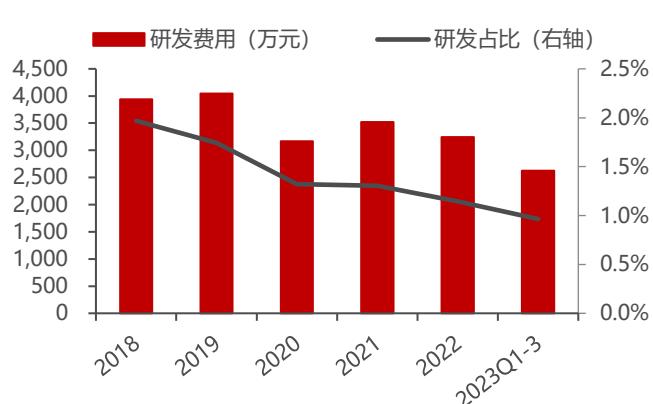

资料来源：wind, 民生证券研究院

注：根据新收入准则，2020 年起将合同预收款重分类至合同负债，2020 年之前合同负债以预收款项科目替代。

2023 年前三季度期间费用率下滑。公司 2023Q1-3 期间费用同比增加 8.37% 至 0.94 亿元，期间费用率同比减少 0.84pct 至 4.70%，其中销售费用同比增长 24.78% 至 0.35 亿元；管理费用同比增长 11.01% 至 0.67 亿元；财务费用同比减少 0.07 亿元至 -0.08 亿元，主要由于汇兑收益增加。**2023 年前三季度公司研发费用率下滑**，同比上升 6.26% 至 0.26 亿元，占营收比例为 0.96%，同比下滑 0.25pct。

图12：2023Q1-3 公司期间费用


资料来源：wind, 民生证券研究院

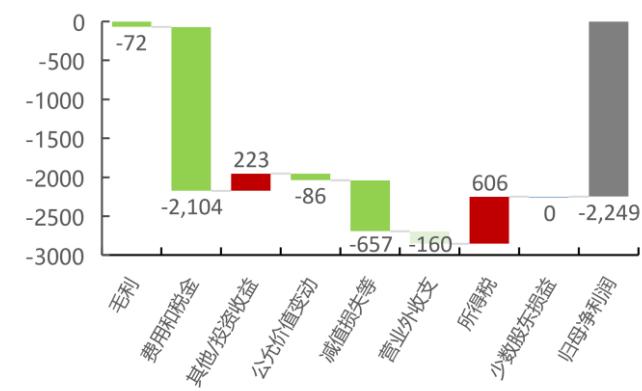
图13：2023Q1-3 研发费用同比微增


资料来源：wind, 民生证券研究院

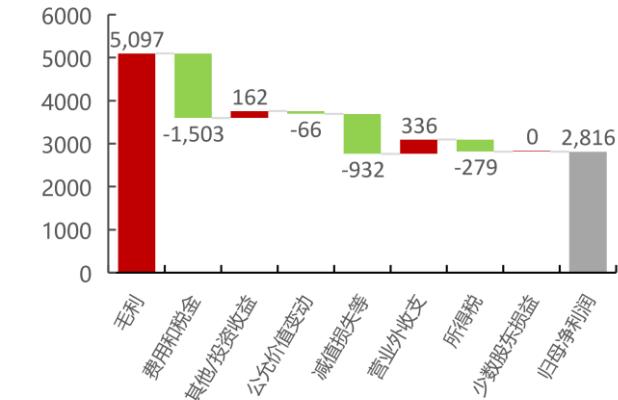
2.2 2023Q3 盈利水平同比改善明显

2023Q3vs 2023Q2：2023Q3 归母净利润环比减少 2249 万元，主要的增利点在于其他/投资收益 (+223 万元)、所得税 (+606 万元)；主要的减利点包括费用和税金 (-2104 万元)、毛利 (-72 万元)、公允价值变动 (-86 万元)、营业收支 (-160 万元)、减值损失等 (-657 万元)。

2023Q3 vs 2022Q3：2023Q3 归母净利润同比增加 2816 万元，主要的增利点在于毛利 (+5097 万元)、其他/投资收益 (+162 万元)、营业外收支 (+336 万元)。主要的减利点包括费用和税金 (-1503 万元)、减值损失等 (-932 万元)、公允价值变动 (-66 万元)、所得税 (-279 万元)，其中毛利大幅增长主要因公司产品均价增幅明显，并提升火电锅炉管等高端产品销量。

图14：2023Q3 业绩环比变化拆分 (单位：万元)


资料来源：wind, 民生证券研究院

图15：2023Q3 业绩同比变化拆分 (单位：万元)


资料来源：wind, 民生证券研究院

3 核心看点：产品结构不断升级，火电锅炉管需求释放

火电锅炉管需求释放，超级不锈钢管供需偏紧。从 2021 年 Q4 开始，火电投资规模出现较大幅度的增长。2022 年煤电核准量为 68.18GW，同比 2021 年大幅增加。2022 年 9 月国家发改委召开煤炭保供会议中提出，2022-2023 每年核准约 8000 万千瓦（折合 80GW），2024 年保证投产 8000 万千瓦的数量，未来三年将带来 2 亿千瓦的新增装机量。受益于行业需求反转，超超临界 1000MW 级二次再热机组中标价格已普遍回升。此外，对旧煤电机组的升级改造也将进一步保障我国的电力供应保障能力。而作为超超临界机组顶级管材，S30432 与 HR3C 供应壁垒较高，新厂家难以快速切入锅炉厂供应体系，供给弹性受限，有望支撑火电锅炉管价格。

公司积极增产把握市场复苏机遇。公司是国内不锈钢管行业龙头企业之一，第一家国产化 S30432 供应商。公司火电锅炉管原有产能 1 万吨，2020 年开始投资 4.7 亿元建设年产 2 万吨的高端不锈钢管项目。该项目经审批与进一步技术调研，现已投产，新增产能的投放将有助于公司把握火电需求复苏机遇，提升盈利能力。

表1：公司不锈钢管投产计划

序号	产品名称	年产量（吨）
1	锅炉用不锈钢管	12000
2	换热器不锈钢无缝管 304L	3000
3	换热器不锈钢无缝管 316L	3000
4	换热器不锈钢无缝管（双相钢 2205/2507）	2000
合计		20000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

拓展海外市场，产品结构不能升级。公司与国内某石化巨头联合立项，展开深度合作，致力于打破国外垄断，实现乙烯裂解炉对流段炉管的国产化；精密管方面，作为精密不锈钢管材的龙头企业，公司在 3500 吨精密管材生产线投产后继续砥砺前行，将为公司高盈利能力构筑护城河，打造行业龙头地位。报告期内公司正式通过了阿美供应商资质认证，获得“供应商批准证书”，被批准的产品范围包括不锈钢无缝管、焊接管，沙特阿美是世界最大的石油生产公司，有利于进一步拓展国际市场，提升公司产品出口竞争力，有望显著增厚公司业绩。

4 盈利预测与投资建议

受益于火电锅炉管行业需求放量，且新增产能持续释放，我们预计公司 2023-25 年将分别实现归母净利润 3.80/5.04/5.45 亿元，对应 10 月 27 日收盘价，PE 分别为 11、9 和 8 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) 项目进度不及预期风险。**在国家环保政策以及疫情反复的背景下，公司在建项目不能如期完成，或将影响产品产销情况，进而对业绩造成一定影响。
- 2) 原材料价格上涨风险。**公司的主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢板。原材料价格的波动可能影响公司的毛利和净利水平。
- 3) 下游需求不及预期风险。**国内外疫情等因素可能导致国内经济复苏节奏缓慢，导致下游需求领域放量不及预期，影响公司产品销量，从而影响业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2830	3617	4181	4412
营业成本	2425	3004	3405	3586
营业税金及附加	14	11	12	12
销售费用	42	45	50	53
管理费用	88	83	92	97
研发费用	32	34	38	40
EBIT	216	428	579	622
财务费用	-6	-7	2	0
资产减值损失	-16	-15	-15	-15
投资收益	18	13	13	13
营业利润	233	432	574	620
营业外收支	12	2	2	3
利润总额	246	434	576	623
所得税	31	54	72	78
净利润	215	380	504	545
归属于母公司净利润	215	380	504	545
EBITDA	289	505	666	719

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	506	885	966	1100
应收账款及票据	613	735	856	907
预付款项	22	25	28	30
存货	1053	1246	1415	1490
其他流动资产	610	640	682	699
流动资产合计	2804	3531	3947	4226
长期股权投资	0	13	26	39
固定资产	650	692	694	696
无形资产	135	135	134	134
非流动资产合计	1013	1032	1058	1124
资产合计	3817	4563	5005	5350
短期借款	170	110	90	80
应付账款及票据	736	945	1071	1128
其他流动负债	250	263	295	309
流动负债合计	1156	1318	1456	1517
长期借款	55	135	125	115
其他长期负债	25	304	304	304
非流动负债合计	80	439	429	419
负债合计	1236	1757	1885	1936
股本	401	561	561	561
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2581	2806	3120	3414
负债和股东权益合计	3817	4563	5005	5350

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.86	27.78	15.59	5.54
EBIT 增长率	13.92	98.72	35.11	7.55
净利润增长率	22.00	76.70	32.59	8.16
盈利能力 (%)				
毛利率	14.30	16.93	18.55	18.73
净利润率	7.60	10.51	12.06	12.36
总资产收益率 ROA	5.64	8.33	10.07	10.19
净资产收益率 ROE	8.34	13.55	16.15	15.97
偿债能力				
流动比率	2.43	2.68	2.71	2.79
速动比率	1.45	1.67	1.67	1.74
现金比率	0.44	0.67	0.66	0.72
资产负债率 (%)	32.39	38.50	37.66	36.19
经营效率				
应收账款周转天数	77.60	74.31	74.31	74.31
存货周转天数	158.48	153.23	153.23	153.23
总资产周转率	0.77	0.86	0.87	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.68	0.90	0.97
每股净资产	4.60	5.00	5.56	6.08
每股经营现金流	-0.04	0.57	0.73	1.00
每股股利	0.27	0.34	0.45	0.49
估值分析				
PE	20	11	9	8
PB	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.25	8.71	6.61	6.12
股息收益率 (%)	3.47	4.35	5.77	6.24
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	215	380	504	545
折旧和摊销	73	77	87	97
营运资金变动	-337	-159	-205	-100
经营活动现金流	-21	321	410	562
资本开支	-86	-111	-100	-147
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	87	-80	-100	-147
股权募资	0	0	0	0
债务募资	92	299	-30	-20
筹资活动现金流	-24	138	-229	-282
现金净流量	43	379	81	134

插图目录

图 1: 公司 2023 前三季度实现营收同比+33.5%.....	3
图 2: 公司 2023 前三季度归母净利润同比+90.6%.....	3
图 3: 公司 2023Q3 营收同比+15.8%	3
图 4: 公司 2023Q3 归母净利润同比+46.3%.....	3
图 5: 2023Q1-3 公司产销量上升	4
图 6: 公司产品市场价格情况 (单位: 元/吨)	4
图 7: 不锈钢原材料价格情况 (单位: 元/吨)	4
图 8: 2023Q1-3 公司毛利率升至 16.78%	5
图 9: 2023Q3 公司毛利率提升至 18.60%	5
图 10: 2023H1 分产品毛利率.....	5
图 11: 2023Q3 公司合同负债显著下滑	5
图 12: 2023Q1-3 公司期间费用.....	6
图 13: 2023Q1-3 研发费用同比微增.....	6
图 14: 2023Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	6
图 15: 2023Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司不锈钢管投产计划	7
公司财务报表数据预测汇总.....	10

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员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026