

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告
2024年04月27日

研发费用压制业绩增长，看好公司吨净利回升

营收利润有所承压，研发费用拖累业绩增长

公司24Q1实现收入44.3亿，同比-11.8%，归母、扣非净利润为2.03、0.87亿，同比+1.1%、-38.8%，其中非经常性损益为1.16亿，同比增加0.58亿，当期政府补助为1.5亿，Q1扣非业绩承压主要系研发费用拖累。我们看好基本面触达相对底部回升，略微上调盈利预测，预计公司24-26年归母净利润为13.1、15.1、17.4亿元（前值24-26年为13、15、17.3亿元），对应PE为9.7、8.4、7.3倍，若给予24年13倍PE，对应目标价为24.70元，维持“买入”评级。

产量较为稳定，吨净利有望回升

24Q1产量为91.8万吨，同比+0.09%。我们测算Q1单季扣非后吨净利为111元（23Q1为168元左右），同比下滑约57元。24Q1研发费用同比增加了0.81亿元，单吨的研发费用200元（去年Q1在89-90元），考虑所得税后预计对吨净利的负面影响也超过75元（按110*0.7），若还原研发费用我们预计公司Q1吨净利同比持平或略增，24Q1钢价下跌背景下毛利率同比提升1.34pct至10.6%，经营质量仍在改进（吨毛利从546元提升至601元）。

期间费用率小幅增长，项目回款优秀

24Q1期间费用率为7.18%，同比增加2.54pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比变动+0.04pct、+0.12pct、+2.02pct、+0.36pct，综合影响下净利率同比增加0.59pct至4.59%。24Q1公司CFO净额为0.84亿，同比少流入0.84亿，收付现比分别为106.8%、96.3%，同比变动+6.87pct、+10.25pct，项目回款优秀。

开启集成化探索之路，看好公司智能化转型及中长期成长潜力

2024年4月，公司陆续发布2000套机器人地轨、机器人水冷焊枪、空冷焊枪、机器人清枪器招标公告，正式开启自主集成焊接机器人生产之路。23年公司研发了“轻巧弧焊机器人智能焊接系统”，具备了地轨式免示教智能焊接工作站的集成能力。现公司十大生产基地已投入使用小部分鸿路轻巧智能焊接机器人与自行集成的地轨式免示教智能焊接工作站，我们看好公司智能化转型及中长期成长潜力。

风险提示：钢价持续上行对利润影响超预期；公司产能利用率提升速度不及预期；行业新增供给量超预期；智能化转型不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,847.68	23,539.12	26,511.67	30,643.01	35,568.81
增长率(%)	1.71	18.60	12.63	15.58	16.07
EBITDA(百万元)	2,152.44	2,463.60	2,221.39	2,585.59	2,928.85
归属母公司净利润(百万元)	1,162.68	1,179.31	1,309.01	1,506.48	1,742.31
增长率(%)	1.09	1.43	11.00	15.09	15.65
EPS(元/股)	1.69	1.71	1.90	2.18	2.53
市盈率(P/E)	10.94	10.78	9.71	8.44	7.30
市净率(P/B)	1.54	1.38	1.19	1.04	0.91
市销率(P/S)	0.64	0.54	0.48	0.42	0.36
EV/EBITDA	11.29	7.92	7.97	6.93	5.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.43元
目标价格	24.70元

基本数据

A股总股本(百万股)	690.01
流通A股股本(百万股)	496.17
A股总市值(百万元)	12,716.91
流通A股市值(百万元)	9,144.46
每股净资产(元)	13.20
资产负债率(%)	60.50
一年内最高/最低(元)	34.06/14.20

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《鸿路钢构-公司点评:Q1订单量&产量双正增长，看好全年产能利用率提升》2024-04-09
- 《鸿路钢构-年报点评报告:吨净利短暂无承压，智能化转型有望支撑中长期增长》2024-03-30
- 《鸿路钢构-公司点评:产量保持稳健增长，看好中长期智能化转型》2024-01-04

图 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE			
				2022A	2023A/E	2024E	2025E	2022A	2023A/E	2024E	2025E
300986.SZ	志特新材	18.40	7.47	0.72	0.11	0.52	0.84	10.37	70.14	14.42	8.92
002949.SZ	华阳国际	24.39	12.44	0.57	0.88	0.99	1.15	21.74	14.20	12.54	10.85
600496.SH	精工钢构	57.37	2.85	0.35	0.34	0.32	0.35	8.12	8.48	8.94	8.08
	平均							13.41	30.94	11.96	9.28
002541.SZ	鸿路钢构	127.17	18.43	1.69	1.71	1.90	2.18	10.94	10.78	9.71	8.44

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：时间截止于 2024/04/26，除鸿路钢构外其余均为 Wind 一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	913.19	1,410.93	1,910.86	1,960.79	2,275.98
应收票据及应收账款	2,129.99	2,729.51	2,867.39	4,282.64	3,720.34
预付账款	632.94	716.49	788.41	1,188.44	932.51
存货	8,283.67	8,419.19	11,393.03	8,375.39	13,187.56
其他	343.41	409.24	1,175.85	639.58	1,379.68
流动资产合计	12,303.21	13,685.36	18,135.55	16,446.84	21,496.08
长期股权投资	12.10	10.25	10.25	10.25	10.25
固定资产	5,872.84	7,317.97	7,451.73	7,527.36	7,449.02
在建工程	239.06	69.53	184.77	192.38	196.19
无形资产	1,047.94	1,039.20	1,384.63	2,087.09	2,038.44
其他	778.83	966.60	581.19	581.19	581.19
非流动资产合计	7,950.77	9,403.54	9,612.57	10,398.27	10,275.08
资产总计	20,589.46	23,284.29	27,748.11	26,845.11	31,771.17
短期借款	1,869.76	1,270.87	2,404.83	2,628.88	2,805.04
应付票据及应付账款	3,766.20	4,396.90	5,771.63	4,112.58	6,668.89
其他	1,398.75	1,681.55	3,019.53	2,010.66	3,199.67
流动负债合计	7,034.71	7,349.32	11,195.99	8,752.12	12,673.61
长期借款	2,224.81	3,396.83	3,504.28	3,512.57	2,708.77
应付债券	1,399.84	1,453.36	1,453.36	1,435.52	1,447.41
其他	699.31	895.11	895.11	895.11	895.11
非流动负债合计	4,323.96	5,745.29	5,852.74	5,843.19	5,051.28
负债合计	12,329.64	14,090.28	17,048.73	14,595.31	17,724.90
少数股东权益	0.00	0.00	13.22	18.26	26.04
股本	690.01	690.01	690.01	690.01	690.01
资本公积	2,278.87	2,281.43	2,436.58	2,436.58	2,436.58
留存收益	5,001.03	6,000.94	7,309.94	8,816.42	10,558.73
其他	289.91	221.64	249.63	288.53	334.91
股东权益合计	8,259.82	9,194.01	10,699.39	12,249.80	14,046.27
负债和股东权益总计	20,589.46	23,284.29	27,748.11	26,845.11	31,771.17

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,162.68	1,179.31	1,309.01	1,506.48	1,742.31
折旧摊销	424.15	552.91	683.77	765.41	823.18
财务费用	237.86	292.69	221.95	263.45	242.31
投资损失	1.83	1.85	5.80	10.00	9.50
营运资金变动	(1,344.35)	(1,054.02)	(985.39)	(981.89)	(996.41)
其它	140.29	125.06	13.22	5.04	7.78
经营活动现金流	622.46	1,097.79	1,248.37	1,568.48	1,828.68
资本支出	1,783.55	1,622.13	1,278.20	1,551.11	700.00
长期投资	(1.83)	(1.85)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,596.32)	(3,274.92)	(2,563.87)	(3,111.11)	(1,409.69)
投资活动现金流	(1,814.61)	(1,654.64)	(1,285.67)	(1,560.00)	(709.69)
债权融资	785.53	827.57	354.10	2.54	(850.18)
股权融资	(177.89)	(65.72)	183.14	38.90	46.38
其他	27.93	(157.72)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	635.57	604.14	537.24	41.44	(803.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(556.57)	47.29	499.94	49.93	315.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,847.68	23,539.12	26,511.67	30,643.01	35,568.81
营业成本	17,470.87	20,919.01	23,617.22	27,371.66	31,814.19
营业税金及附加	154.53	185.20	190.03	210.45	244.28
销售费用	154.58	149.02	159.07	183.86	213.41
管理费用	304.21	320.55	318.14	337.07	355.69
研发费用	461.61	699.88	662.79	704.79	818.08
财务费用	226.59	277.88	221.95	263.45	242.31
资产/信用减值损失	71.76	59.90	33.00	30.00	38.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(43.24)	(25.42)	(5.80)	(10.00)	(9.50)
其他	(362.64)	(448.96)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	1,409.41	1,402.05	1,529.66	1,751.73	2,069.35
营业外收入	4.89	5.74	22.00	20.00	10.00
营业外支出	8.18	19.87	7.00	8.00	8.24
利润总额	1,406.11	1,387.93	1,544.66	1,763.73	2,071.11
所得税	243.43	208.62	222.43	252.21	321.02
净利润	1,162.68	1,179.31	1,322.23	1,511.52	1,750.09
少数股东损益	0.00	0.00	13.22	5.04	7.78
归属于母公司净利润	1,162.68	1,179.31	1,309.01	1,506.48	1,742.31
每股收益(元)	1.69	1.71	1.90	2.18	2.53

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	1.71%	18.60%	12.63%	15.58%	16.07%
营业利润	-6.73%	-0.52%	9.10%	14.52%	18.13%
归属于母公司净利润	1.09%	1.43%	11.00%	15.09%	15.65%
获利能力					
毛利率	11.98%	11.13%	10.92%	10.68%	10.56%
净利率	5.86%	5.01%	4.94%	4.92%	4.90%
ROE	14.08%	12.83%	12.25%	12.32%	12.43%
ROIC	14.49%	11.55%	10.94%	11.02%	11.20%
偿债能力					
资产负债率	59.88%	60.51%	61.44%	54.37%	55.79%
净负债率	59.01%	59.62%	51.94%	47.13%	34.53%
流动比率	1.58	1.66	1.62	1.88	1.70
速动比率	0.54	0.65	0.60	0.92	0.66
营运能力					
应收账款周转率	9.27	9.69	9.47	8.57	8.89
存货周转率	2.51	2.82	2.68	3.10	3.30
总资产周转率	0.99	1.07	1.04	1.12	1.21
每股指标(元)					
每股收益	1.69	1.71	1.90	2.18	2.53
每股经营现金流	0.90	1.59	1.81	2.27	2.65
每股净资产	11.97	13.32	15.49	17.73	20.32
估值比率					
市盈率	10.94	10.78	9.71	8.44	7.30
市净率	1.54	1.38	1.19	1.04	0.91
EV/EBITDA	11.29	7.92	7.97	6.93	5.81
EV/EBIT	14.06	10.21	11.51	9.85	8.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com