

鸿路钢构 (002541.SZ)

优于大市

盈利能力承压，持续加大智能化改造投入

核心观点

上下游需求偏弱，订单与收入小幅下滑。2024年前三季度，公司实现营业收入158.9亿元，同比-6.4%，实现归母净利润6.55亿元，同比-26.3%。单三季度公司实现营业收入55.6亿元，同比-5.7%，实现归母净利润2.28亿元，同比-32.4%。2024年前三季度，公司新签订单金额为219亿元，同比-4.3%，单三季度新签订单74.4亿元，同比-4.2%。年内下游需求相对低迷，公司新签订单有所下滑，导致收入和业绩下滑。

钢价下行，单吨毛利下滑。7-9月钢材价格指数分别为97.0/92.7/92.9，环比-6.0/-4.3/+0.2，呈现持续下行磨底趋势。公司钢结构产品三季度单吨收入为4856元，环比-2.2%，单吨成本4411元，环比-0.4%，单吨毛利445元，环比-17.3%。三季度钢价下行，单吨成本小幅下降，但受行业竞争加剧影响，钢结构销售价格下滑更多，导致盈利空间收窄。单三季度毛利率为9.21%，环比二季度下降1.59个百分点，同比上年同期下降3.10个百分点。

加大研发投入推动费用率上升。2024年前三季度，公司期间费用率为6.68%，同比上升1.04个百分点。其中，研发费用率为3.19%，同比增加0.68个百分点。公司持续加大智能化改造的投入，前三季度累计研发费用5.1亿元，同比+18.9%。在长期维度看，智能制造能够提高产品质量，降低生产成本，强化公司规模效应。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。受下游需求疲软影响，公司年内业绩阶段性承压，但公司订单韧性相对较强，智能化改造稳步推进。随着新一轮逆周期调节政策出台，下游市场需求回暖，公司产能利用率和销售价格有望进一步提升。长期角度看，公司持续加大智能化改造的研发投入，智能化改造有望为公司抵御劳动力成本长期上升的压力，在中长期为公司创造成本优势，进而推动公司市占率进一步提升。由于下游需求弱于预期，行业竞争加剧导致公司盈利能力下滑，下调公司盈利预测，预测公司2024-2026年营业收入218.8/234.7/255.0亿元（前值为249.1/264.3/276.9亿元），归母净利润为8.80/9.34/10.21亿元（前值为12.03/13.58/15.10亿元），对应PE为11.3/10.7/9.7X，维持“优于大市”评级。

风险提示：钢结构渗透率不及预期风险、原材料钢材价格波动风险、用工风险、技术开发不及预期风险、融资成本上行风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,848	23,539	21,880	23,465	25,504
(+/-%)	1.7%	18.6%	-7.0%	7.2%	8.7%
归母净利润(百万元)	1163	1179	880	934	1021
(+/-%)	1.1%	1.4%	-25.4%	6.2%	9.3%
每股收益(元)	1.69	1.71	1.27	1.35	1.48
EBIT Margin	6.6%	5.4%	3.8%	3.8%	3.9%
净资产收益率(ROE)	14.1%	12.8%	9.0%	9.1%	9.4%
市盈率(PE)	8.6	8.4	11.30	10.65	9.7
EV/EBITDA	12.9	13.2	16.9	16.2	15.3
市净率(PB)	1.20	1.08	1.02	0.97	0.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·专业工程

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

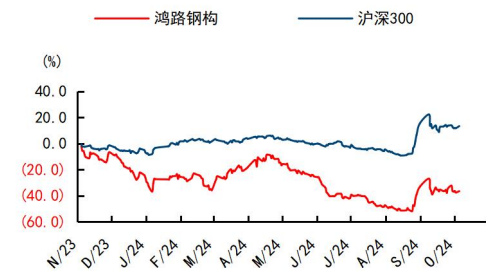
zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.41元
总市值/流通市值	9943/7150百万元
52周最高价/最低价	26.36/10.68元
近3个月日均成交额	121.35百万元

市场走势

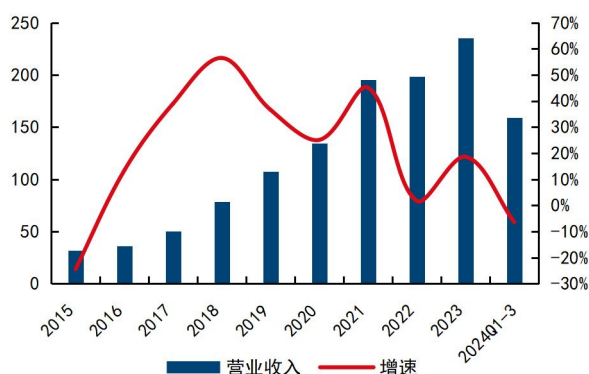


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

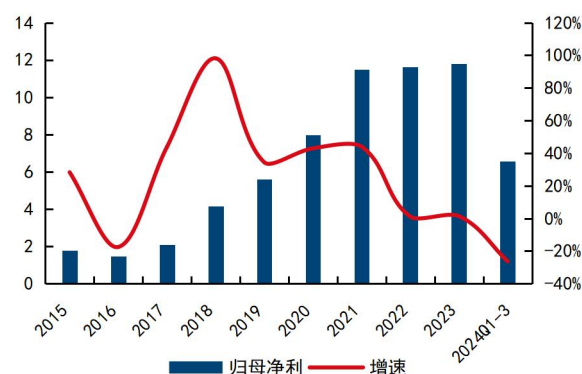
《鸿路钢构(002541.SZ)-钢结构制造商龙头，智能化升级引领者》——2024-05-15

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



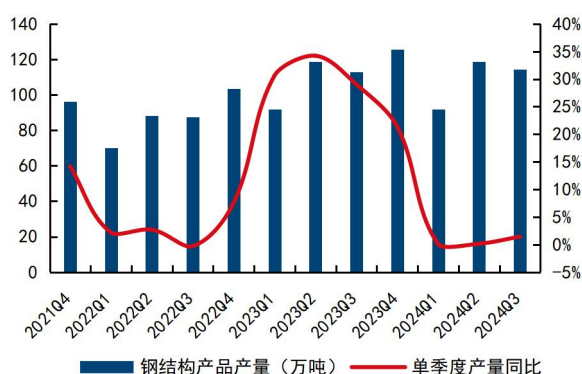
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



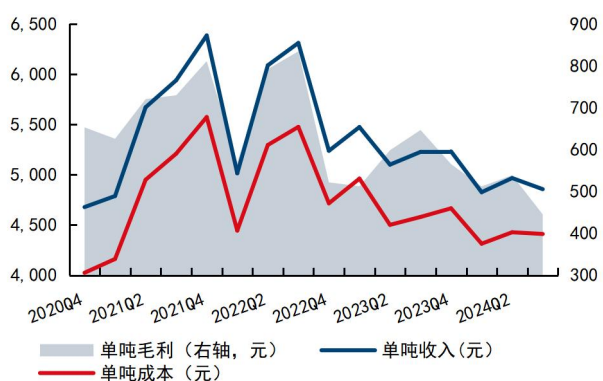
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度钢结构产量及增速 (单位: 万吨, %)



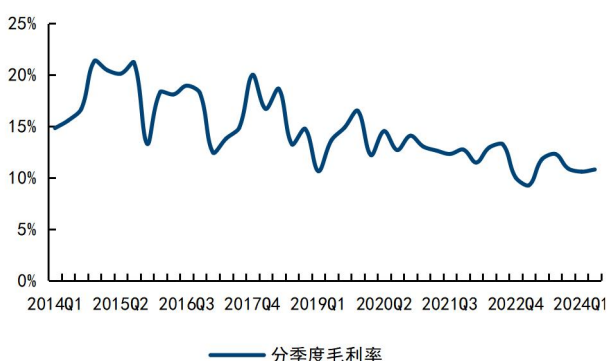
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司钢结构产品单位收入及成本变动 (单位: 元)



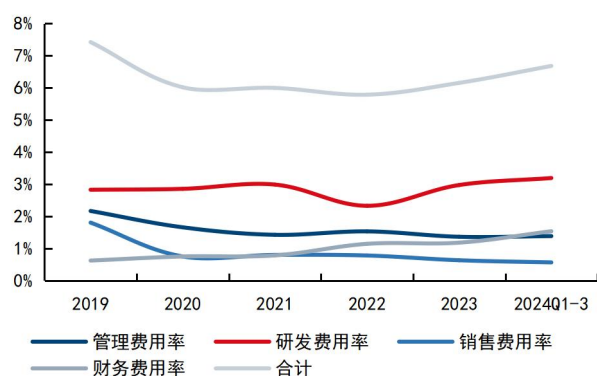
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表1: 关键指标预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
钢结构产能(万吨)	420	480	500	500	520	540
钢结构产量(万吨)	338.67	349.54	448.80	445.00	462.80	496.80
yoy	35.16%	3.21%	28.40%	-0.85%	4.00%	7.35%
产能利用率	80.64%	72.82%	89.76%	89.00%	89.00%	92.00%
钢结构自用量(万吨)	10.83	12.11	8.53	12.70	12.68	12.41
自用量占产量比	3.20%	3.46%	1.90%	2.85%	2.74%	2.50%
钢结构销量(万吨)	317.96	325.83	425.65	432.30	450.12	484.39
yoy	28.69%	2.47%	30.64%	1.56%	4.12%	7.61%
单吨营业收入(元)	6137.52	6091.55	5530.10	5061.20	5213.04	5265.17
营业收入(亿元)	195.15	198.48	235.39	218.80	234.65	255.04
yoy	45.1%	1.7%	18.6%	-7.05%	7.25%	8.69%
单吨营业成本	5361.73	5361.78	4914.60	4529.77	4665.67	4712.324
单吨毛利(元)	775.78	729.77	615.50	531.43	547.37	552.84
毛利率	12.64%	11.98%	11.13%	10.50%	10.50%	10.50%

资料来源: Wind, 鸿路钢构公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表2: 可比公司估值比较(2024年11月5日收盘价)

公司代码	公司名称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
600477.SH	杭萧钢构	2.99	70.83	0.14	0.16	27.23	24.48
600496.SH	精工钢构	3.26	65.62	0.30	0.33	12.28	12.29
002743.SZ	富煌钢构	5.70	24.81	0.29	0.34	19.69	16.54
	均值			0.24	0.28	19.73	17.77
002541.SZ	鸿路钢构	15.10	104.19	1.27	1.35	11.30	10.65

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理预测(注: 可比公司估值采用 iFinD 一致预测)

关键假设及关键指标预测调整：

下调营业收入增速预测。受终端消费弱于预期，地方政府投资受限、专项债发行节奏偏慢等因素影响，年内公司下游需求显著低于此前预期，导致公司新签合同额下滑，预计将对产能利用率、产量、销量、营业收入产生重要影响。预测2024-2026年公司产能利用率89.0%/89.0%/92.0%(前值为95.0%/98.0%/100.0%)，产量445.0/462.8/496.8万吨（前值为475.0/509.6/540.0万吨），销量为432.3/450.1/484.4万吨（前值为461.4/495.6/526.5万吨），营收增速为-7.1%/+7.3%/+8.7%（前值为+8.2%/+8.2%/+8.2%）。

下调毛利率预测。由于钢结构行业下游需求疲软，行业内竞争加剧，公司钢结构产品盈利空间受到挤压，而公司智能化改造在中短期对盈利能力的提升相对有限，下调毛利率预测，预测2024-2026年公司毛利率分别为10.5%/10.5%/10.5%（前值为12.8%/13.0%/13.1%）。

表3: 关键假设及关键指标预测调整

	2021	2022	2023	2024E	此前预测值	2025E	此前预测值	2026E	此前预测值
产能（万吨）	420	480	500	500	500	520	520	540	540
产量（万吨）	338.7	349.5	448.8	445.0	475.0	462.8	509.6	496.8	540.0
产能利用率	80.6%	72.8%	89.8%	89.0%	95.0%	89.0%	98.0%	92.0%	100.0%
销量（万吨）	318.0	325.8	425.7	432.3	461.4	450.1	495.6	484.4	526.5
单吨收入（元）	6,138	6,092	5,530	5,061	5,920	5,213	5,847	5,265	5,766
营业收入（亿元）	195.2	198.5	235.4	218.8	273.2	234.7	289.8	255.0	303.6
营业收入增速	9.3%	5.1%	5.3%	-7.1%	8.2%	7.3%	8.2%	8.7%	8.2%
毛利率	12.5%	11.6%	12.6%	10.5%	12.8%	10.5%	13.0%	10.5%	13.1%

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	913	1411	1527	2456	3276	营业收入	19848	23539	21880	23465	25504
应收款项	2196	2832	2638	2829	3074	营业成本	17471	20919	19582	21001	22826
存货净额	8284	8419	8791	8752	8908	营业税金及附加	155	185	172	185	201
其他流动资产	190	215	247	235	259	销售费用	155	149	149	149	149
流动资产合计	12639	13881	13715	14791	16085	管理费用	304	321	341	353	366
固定资产	6112	7388	7667	7590	7488	研发费用	462	700	805	885	974
无形资产及其他	1048	1039	1135	1177	1219	财务费用	227	278	269	265	257
投资性房地产	691	859	859	859	859	投资收益	(43)	(25)	(24)	(25)	(28)
长期股权投资	12	10	10	10	10	公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	20589	23284	23486	24534	25778	减值损失及其他收入	(84)	(260)	(308)	(388)	(477)
短期借款及交易性金融负债	2162	2042	2042	2042	2042	营业利润	1409	1402	1035	1099	1202
应付款项	3766	4397	4106	4404	4792	营业外净收支	(3)	(14)	0	0	0
其他流动负债	935	706	661	708	770	利润总额	1406	1388	1035	1099	1202
流动负债合计	8006	8345	7945	8359	8915	所得税费用	243	209	156	165	181
长期借款及应付债券	3625	4850	4850	4850	4850	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	699	895	969	1043	1117	归属于母公司净利润	1163	1179	880	934	1021
长期负债合计	4324	5745	5819	5894	5968	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12330	14090	13764	14252	14883	净利润	1163	1179	880	934	1021
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(75)	12	60	0	0
股东权益	8260	9194	9722	10282	10895	折旧摊销	424	553	570	606	632
负债和股东权益总计	20589	23284	23486	24534	25778	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	227	278	269	265	257
每股收益	1.69	1.71	1.27	1.35	1.48	营运资本变动	(1993)	(265)	23	334	146
每股红利	0.26	0.52	0.51	0.54	0.59	其它	75	(12)	(60)	0	0
每股净资产	11.97	13.32	14.09	14.90	15.79	经营活动现金流	(406)	1467	1473	1874	1799
ROIC	7%	6%	3%	3%	4%	资本开支	0	(2024)	(1006)	(571)	(571)
ROE	14%	13%	9%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	12%	11%	11%	11%	11%	投资活动现金流	2	(2022)	(1006)	(571)	(571)
EBIT Margin	7%	5%	4%	4%	4%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	6%	6%	6%	负债净变化	560	1172	0	0	0
收入增长	2%	19%	-7%	7%	9%	支付股利、利息	(179)	(357)	(352)	(374)	(408)
净利润增长率	1%	1%	-25%	6%	9%	其它融资现金流	(1561)	(577)	0	0	0
资产负债率	60%	61%	59%	58%	58%	融资活动现金流	(797)	1052	(352)	(374)	(408)
股息率	1.8%	3.6%	3.5%	3.8%	4.1%	现金净变动	(1201)	498	116	929	820
P/E	8.6	8.4	11.30	10.65	9.74	货币资金的期初余额	2114	913	1411	1527	2456
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	货币资金的期末余额	913	1411	1527	2456	3276
EV/EBITDA	12.9	13.2	16.9	16.2	15.3	企业自由现金流	(492)	(661)	294	1127	1047
						权益自由现金流	(1493)	(65)	65	902	829

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032