

鸿路钢构（002541.SZ）

优于大市

一季度产销回暖，期待智能化转型落地起效

核心观点

25Q1 量增价减，扣非利润大幅增长。公司一季度实现营业收入 48.2 亿元，同比+8.8%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比-32.8%。公司一季度新签订单 70.5 亿元，同比+1.3%，钢结构产量 104.9 万吨，同比+14.3%，展现良好的复苏态势；受钢价持续下探影响，公司一季度毛利率 10.0%，较上年同期下降 0.6pct，毛利润较上年同期增长 1.0%。一季度业绩下滑主要受政府补助确认同比减少影响，包含政府补助的“其他收入”确认 0.6 亿元，较上年同期减少 0.9 亿元，公司一季度扣非归母净利润 1.15 亿元，同比+31.3%。

2024 年全年业绩承压。2024 年全年公司实现营业收入 215.1 亿元，同比-8.6%，实现归母净利润 7.72 亿元，同比-34.5%。收入利润下降的主要原因有三：1）下游需求疲软，钢结构产品价格持续下行；2）产量增速放缓，员工规模增长导致人效下降；3）应收账款规模增加导致减值增加。

2024 年产销增速放缓，钢价持续下行挤压利润。2024 年公司新签订单 283 亿元，同比-4.8%，钢结构产品产量 451.1 万吨，同比+0.5%，销量 433.4 万吨，同比+1.8%，公司产能已提升至 520 万吨，但由于下游需求不足，产销量增速明显放缓。从单吨指标看，2024 年型钢均价 3814 元/吨，较上年下降 298 元/吨，公司钢结构单吨成本 4277 元/吨，较上年下降 384 元/吨，公司钢结构单吨收入 4964 元/吨，较上年下降 566 元/吨，单吨毛利下降 103 元/吨。由于年内钢价持续下行，公司在手存货平均价格持续高于市场价，导致盈利能力下降，2024 年毛利率 10.33%，较上年下降 0.8pct。

经营性现金流减少，资本开支下降。2024 年公司经营活动产生的现金流净额为 5.7 亿元，同比-47.8%，收现比/付现比分别为 97.1%/88.9%，同比-2.8%/+1.0%，受公司下游客户财务压力增大影响，公司回款速度有所放缓，经营性现金净流入减少。2024 年公司资本开支 13.3 亿元，同比-20.8%，连续两年下降，预计未来新增产能投资将持续减少。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司收入和利润受于下游制造业建设需求和钢价影响较大，尽管短期来看这两大因素仍面临较大的压力，但公司钢结构龙头优势稳固，规模优势明显，持续加大智能化投入，通过智能焊接成功实现降本，市场份额的提升空间仍然广阔。2025 年第一季度，公司生产经营显现回暖迹象，预期公司业绩将实现筑底回升，预测 2025-2027 年归母净利润 9.3/10.2/11.4 亿元，对应 PE 为 14.1/12.9/11.5X。

风险提示：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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,539	21,514	22,879	25,821	28,919
(+/-%)	18.6%	-8.6%	6.3%	12.9%	12.0%
归母净利润(百万元)	1179	772	934	1021	1142
(+/-%)	1.4%	-34.5%	21.0%	9.2%	11.9%
每股收益(元)	1.71	1.12	1.35	1.48	1.66
EBIT Margin	5.4%	3.7%	4.1%	4.0%	5.3%
净资产收益率(ROE)	12.8%	8.0%	9.1%	9.4%	9.8%
市盈率(PE)	11.2	17.0	14.07	12.89	11.5
EV/EBITDA	15.0	18.9	15.6	15.1	12.3
市净率(PB)	1.43	1.37	1.28	1.21	1.13

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

zhujiqi@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	18.74 元
总市值/流通市值	12931/9298 百万元
52 周最高价/最低价	21.89/10.68 元
近 3 个月日均成交额	160.44 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

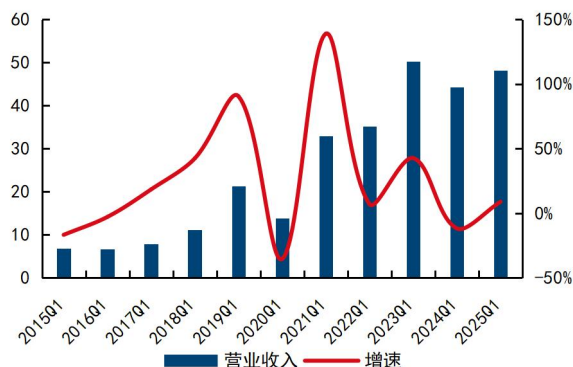
相关研究报告

《鸿路钢构（002541.SZ）-盈利能力承压，持续加大智能化改造投入》——2024-11-05

《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

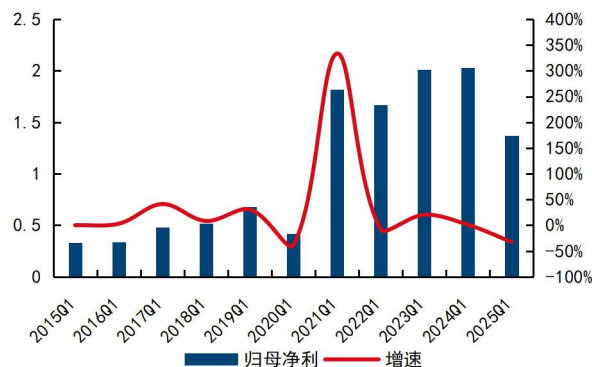
25Q1 量增价减，扣非利润大幅增长。公司一季度实现营业收入 48.2 亿元，同比+8.8%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比-32.8%。公司一季度新签订单 70.5 亿元，同比+1.3%，钢结构产量 104.9 万吨，同比+14.3%，展现良好的复苏态势；受钢价持续下探影响，公司一季度毛利率 10.0%，较上年同期下降 0.6pct，毛利润较上年同期增长 1.0%。一季度业绩下滑主要受政府补助确认同比减少影响，包含政府补助的“其他收入”确认 0.6 亿元，较上年同期减少 0.9 亿元，公司一季度扣非归母净利润 1.15 亿元，同比+31.3%。

图1：公司一季度收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

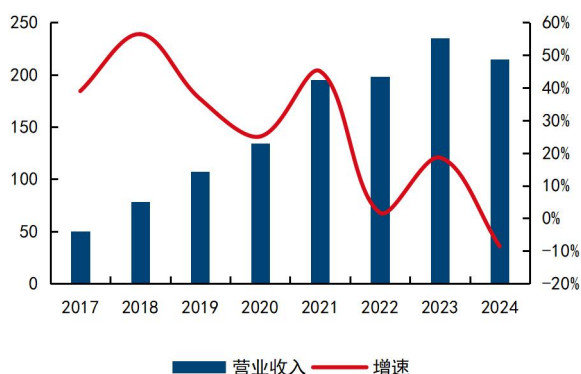
图2：公司一季度归母净利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

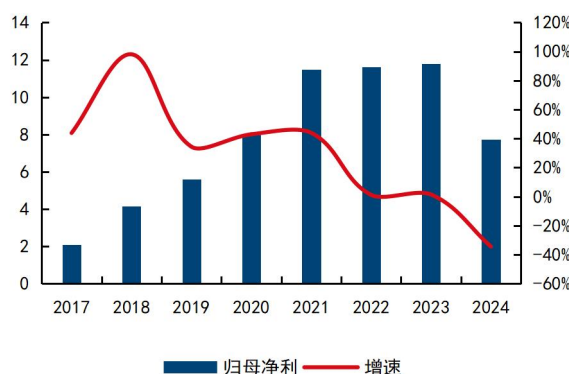
2024 年全年业绩承压。2024 年全年公司实现营业收入 215.1 亿元，同比-8.6%，实现归母净利润 7.72 亿元，同比-34.5%。收入利润下降的主要原因有三：1）下游需求疲软，钢结构产品价格持续下行；2）产量增速放缓，员工规模增长导致人效下降；3）应收账款规模增加导致减值增加。

图3：公司年度收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

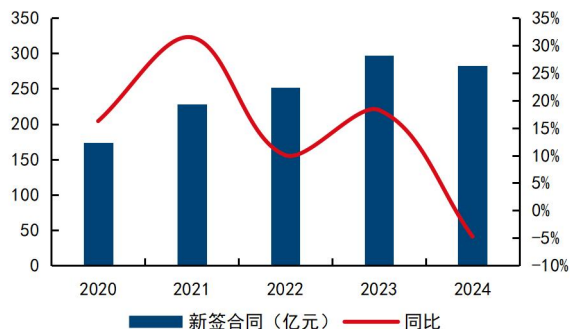
图4：公司年度归母净利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

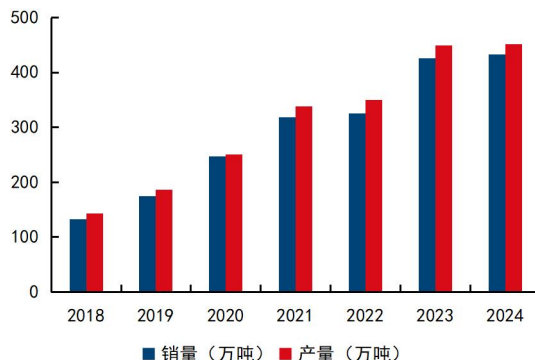
2024 年产销增速放缓，钢价持续下行挤压利润。2024 年公司新签订单 283 亿元，同比-4.8%，钢结构产品产量 451.1 万吨，同比+0.5%，销量 433.4 万吨，同比+1.8%，公司产能已提升至 520 万吨，但由于下游需求不足，产销量增速明显放缓。从单吨指标看，2024 年型钢均价 3814 元/吨，较上年下降 298 元/吨，公司钢结构单吨成本 4277 元/吨，较上年下降 384 元/吨，公司钢结构单吨收入 4964 元/吨，较上年下降 566 元/吨，单吨毛利下降 103 元/吨。由于年内钢价持续下行，公司在手存货平均价格持续高于市场价，导致盈利能力下降，2024 年毛利率 10.33%，较上年下降 0.8pct。

图5: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



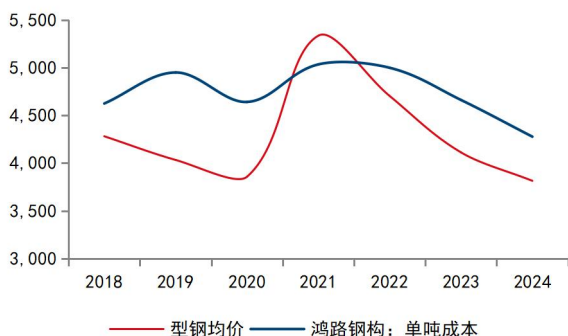
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司钢结构产品产销量 (单位: 万吨)



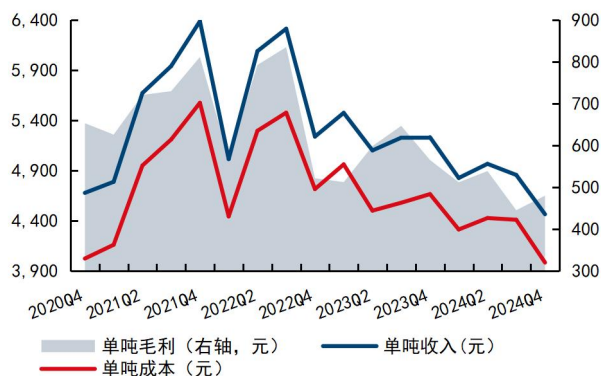
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 型钢价格与公司单吨成本对比 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

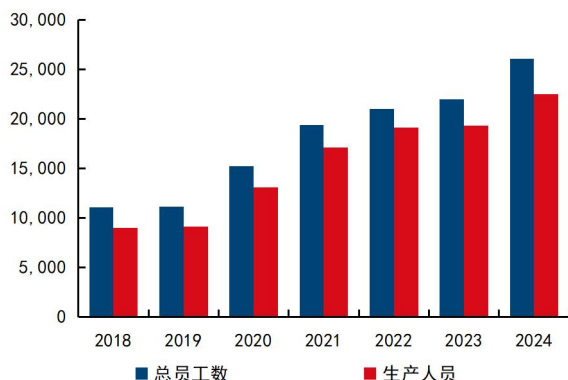
图8: 公司钢结构产品单吨指标 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

人员增加, 平均人工略有下降。截至 2024 年末, 公司总员工数 26033 人, 同比+18.4%, 其中生产人员 22509 人, 同比+16.6%, 公司人员增幅较大, 公司当前处于智能化转型初期, 研发人员需求增加, 同时产能扩张需要补充人力。根据估算, 2024 年公司人均产量 200 吨, 同比-13.8%, 单吨人力成本 324 元, 同比略有下降。

图9: 公司员工人数及生产人员人数 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

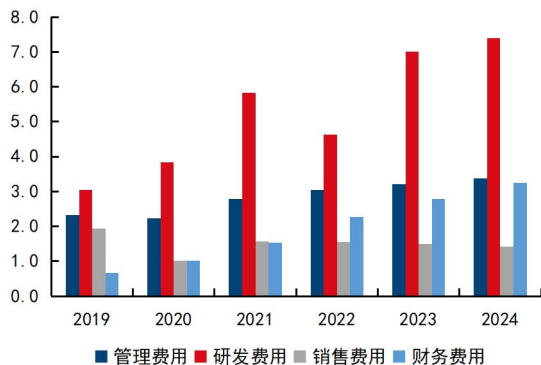
图10: 公司估算人效 (单位: 元/吨, 吨/人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

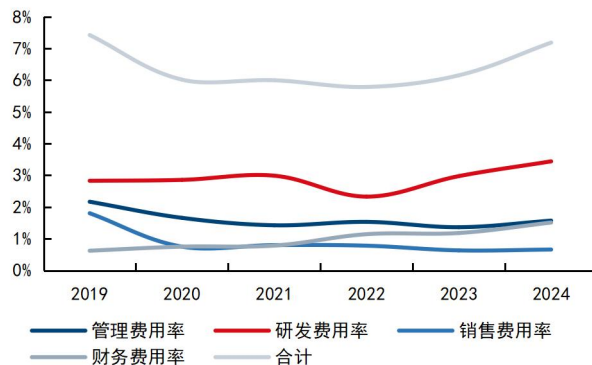
加大研发投入,减值损失增加。2024 年公司期间费用率 7.18%,较上年增加 1.0pct,其中管理/研发/销售/财务费用分别同比+5.3%/+5.7%/-4.7%/+16.9%,公司加大智能化转型投入,研发费用继续维持高位,导致费用率有所增长。2024 年公司减值损失 0.61 亿元,较上年多计提 1.21 亿元,主因下游客户财务状况压力增加,应收账款规模增大,账期有所拉长。

图11: 公司各项费用变化 (单位: 亿元)



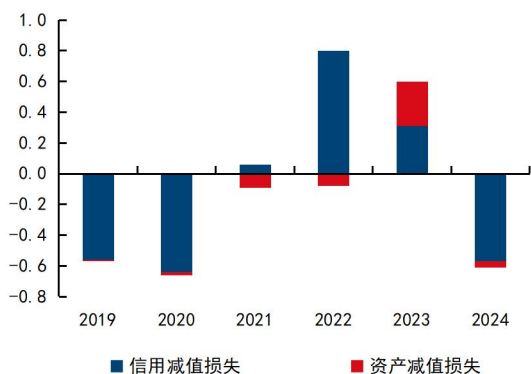
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司期间费用率变化 (单位: %)



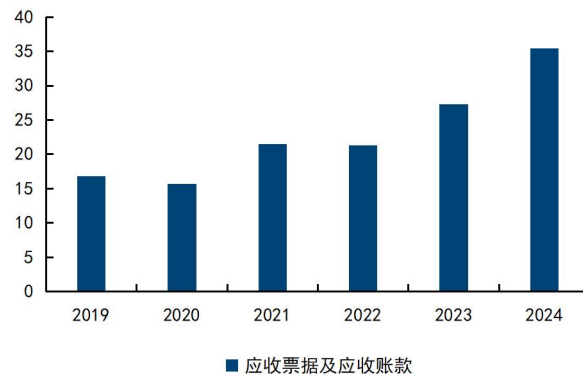
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司减值损失变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

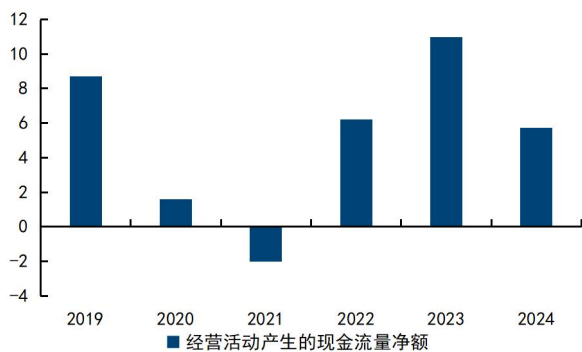
图14: 公司账面应收票据及应收账款余额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

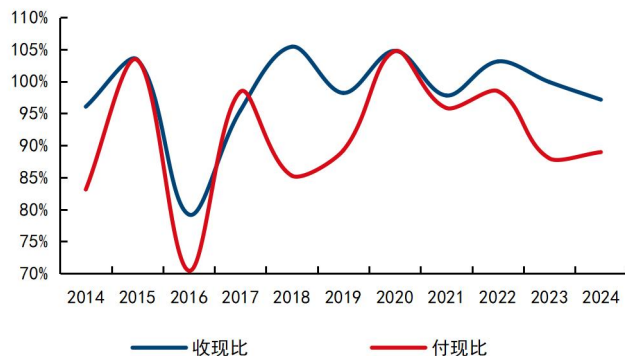
经营性现金流减少,资本开支下降。2024 年公司经营活动产生的现金流净额为 5.7 亿元, 同比-47.8%, 收现比/付现比分别为 97.1%/88.9%, 同比-2.8%/+1.0%, 受公司下游客户财务压力增大影响, 公司回款速度有所放缓, 经营性现金净流入减少。2024 年公司资本开支 13.3 亿元, 同比-20.8%, 连续两年下降, 预计未来新增产能投资将持续减少。

图15: 公司经营性现金流变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 公司收现比和付现比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司收入和利润受于下游制造业建设需求和钢价影响较大，尽管短期来看这两大因素仍面临较大的压力，但公司钢结构龙头优势稳固，规模优势明显，持续加大智能化投入，通过智能焊接成功实现降本，市场份额的提升空间仍然广阔。2025年第一季度，公司生产经营显现回暖迹象，预期公司业绩将实现筑底回升，预测2025-2027年归母净利润9.3/10.2/11.4亿元，对应PE为14.1/12.9/11.5X。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1411	1474	1567	1769	2559	营业收入	23539	21514	22879	25821	28919
应收款项	2832	3665	4580	5354	5933	营业成本	20919	19291	20378	23050	25533
存货净额	8419	8956	9046	9137	9230	营业税金及附加	185	200	200	200	200
其他流动资产	215	312	312	312	312	销售费用	149	142	156	177	191
流动资产合计	13881	15262	16316	17383	18844	管理费用	321	338	395	444	474
固定资产	7388	7879	7845	7583	7134	研发费用	700	740	814	918	1002
无形资产及其他	1039	1040	1960	2692	3276	财务费用	278	325	269	288	295
投资性房地产	859	997	997	997	997	投资收益	(25)	(20)	(21)	(24)	(27)
长期股权投资	10	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	29	(4)	(5)	(5)	(6)
资产总计	23284	25241	27179	28717	30313	其他收入	(289)	(363)	(452)	(536)	(966)
短期借款及交易性金融负债	2042	3289	3936	4139	4421	营业利润	1402	830	1004	1096	1226
应付款项	4397	4430	4452	4461	4470	营业外净收支	(14)	(1)	0	0	0
其他流动负债	706	618	647	733	813	利润总额	1388	829	1004	1096	1226
流动负债合计	8345	9384	10136	10553	11048	所得税费用	209	57	69	75	84
长期借款及应付债券	4850	5313	5593	5818	5997	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	895	930	1210	1434	1614	归属于母公司净利润	1179	772	934	1021	1142
长期负债合计	5745	6243	6803	7252	7611	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	14090	15627	16940	17805	18658	净利润	1179	772	934	1021	1142
少数股东权益	0	2	2	2	2	资产减值准备	12	64	(4)	0	0
股东权益	9194	9611	10237	10910	11652	折旧摊销	553	716	988	1024	1062
负债和股东权益总计	23284	25241	27179	28717	30313	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	278	325	269	288	295
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(265)	(1512)	(578)	(429)	(279)
每股收益	1.71	1.12	1.35	1.48	1.66	其它	(12)	(64)	4	(0)	(0)
每股红利	0.52	0.36	0.45	0.50	0.58	经营活动现金流	1467	(23)	1344	1617	1925
每股净资产	13.32	13.93	14.84	15.81	16.89	资本开支	0	(1404)	(1869)	(1495)	(1196)
ROIC	6%	3%	3%	3%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	13%	8%	9%	9%	10%	投资活动现金流	2	(1403)	(1869)	(1495)	(1196)
毛利率	11%	10%	11%	11%	12%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	4%	4%	5%	负债净变化	1172	415	280	224	179
EBITDA Margin	8%	7%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(357)	(247)	(309)	(347)	(400)
收入增长	19%	-9%	6%	13%	12%	其它融资现金流	(2600)	1152	647	203	282
净利润增长率	1%	-35%	21%	9%	12%	融资活动现金流	(971)	1489	618	80	61
资产负债率	61%	62%	62%	62%	62%	现金净变动	498	63	93	202	791
股息率	2.7%	1.9%	2.3%	2.6%	3.0%	货币资金的期初余额	913	1411	1474	1567	1769
P/E	11.2	17.0	14.07	12.89	11.52	货币资金的期末余额	1411	1474	1567	1769	2559
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	1363	(1452)	(587)	62	1001
EV/EBITDA	15.0	18.9	15.6	15.1	12.3	权益自由现金流	(65)	(182)	89	221	1188

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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