

河南省钢铁巨头，业务发展边际改善可期

——安阳钢铁（600569.SH）公司首次覆盖

2025 年 05 月 12 日

- **安阳钢铁：河南省钢铁巨头，板材与铸管特色独具。**公司是河南省最大的钢铁企业，也是中南地区重要的精品板材与优质建材生产基地，2024 年钢材产量规模近千万吨，产品以板带材为主导，营业收入占比约 62.5%，其次是铸管与建材，销售主力集中于中南地区，营业收入占比约 70.3%。公司成功实现冷轧特殊用钢的全流程贯通，以稳产促高产，突出算账经营，科学调整高炉、烧结机运行模式，突出效益导向，科学调整资源流向，加大向高效产线、高效品种倾斜力度，汽车大梁钢、无取向硅钢、高磁感取向硅钢等高速增长。
- **板材价格疲弱库存居中，中部地区高质量发展拉动投资。**国内板材的主要下游行业为机械与船舶，据兰格钢铁网数据，2025 年 5 月 9 日国内板材平均价格约 3,620 元/吨，处于 2020 年以来约 2.5% 分位的低位，2025 年 4 月国内板材主要钢厂库存约 208.54 万吨、社会库存约 410.33 万吨，处于 2020 年以来的中枢水平。2025 年 3 月河南固定资产投资完成额累计同比+5.4%，高于全国+4.2% 的平均水平，制造业正向贡献颇多，2024 年河南钢材产量约 3,105.76 万吨/-8.7%，约占全国的 2.2%，公司产量约占河南整体的 30%。
- **公司特钢转型加速，重组将迎多重利好。**2024 年公司围绕水电用钢、风塔用钢、高强车轮钢、高强帘线钢等项目，研发特钢新品 70 个。据公司公告，2024 年 12 月公司筹划重大资产重组事项，拟置入安阳集团所持有的部分舞阳矿业股权，舞阳矿业下辖铁山、赵案庄等矿区，保有矿石储量约 3.2 亿吨，2024Q1-Q3 实现营业收入 9.96 亿、归母净利润 1.15 亿，2024Q3 资产负债率 16.7%，该交易有利于公司整合上下游产业链，切实改善盈利能力与偿债能力。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 262.11/274.28/291.28 亿、归母净利润分别为 0.39/0.74/2.06 亿，对应 EPS 分别为 0.01/0.03/0.07 元。首次覆盖，给予安阳钢铁“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**国内宏观经济波动的风险；上游铁矿石、废钢等原材料价格波动的风险；下游机械、船舶等领域需求修复缓慢的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,639.84	26,210.51	27,428.07	29,128.25
收入增速（%）	-29.68	-11.57	4.65	6.20
归母净利润（百万元）	-3271.07	38.53	74.45	206.15
利润增速（%）	-110.46	101.18	93.23	176.90
毛利率（%）	-5.34	6.45	7.06	7.59
摊薄 EPS（元）	-1.14	0.01	0.03	0.07
PE	-	139.41	72.15	26.06
PB	2.03	0.42	0.42	0.41
PS	0.18	0.20	0.20	0.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

安阳钢铁（600569.SH）

谨慎推荐 首次评级

分析师

赵良毕

☎：010-8092-7619

✉：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

洪烨

☎：0755-8347-9312

✉：hongye_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060002

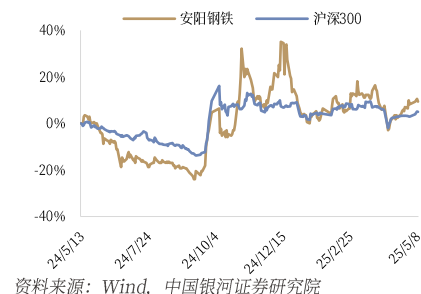
市场数据

2025-05-09

股票代码	600569.SH
A 股收盘价（元）	1.87
上证指数	3,342.00
总股本（万股）	287,242
实际流通 A 股（万股）	287,242
流通 A 股市值（亿元）	54

相对沪深 300 表现图

2025-05-09



目录

Catalog

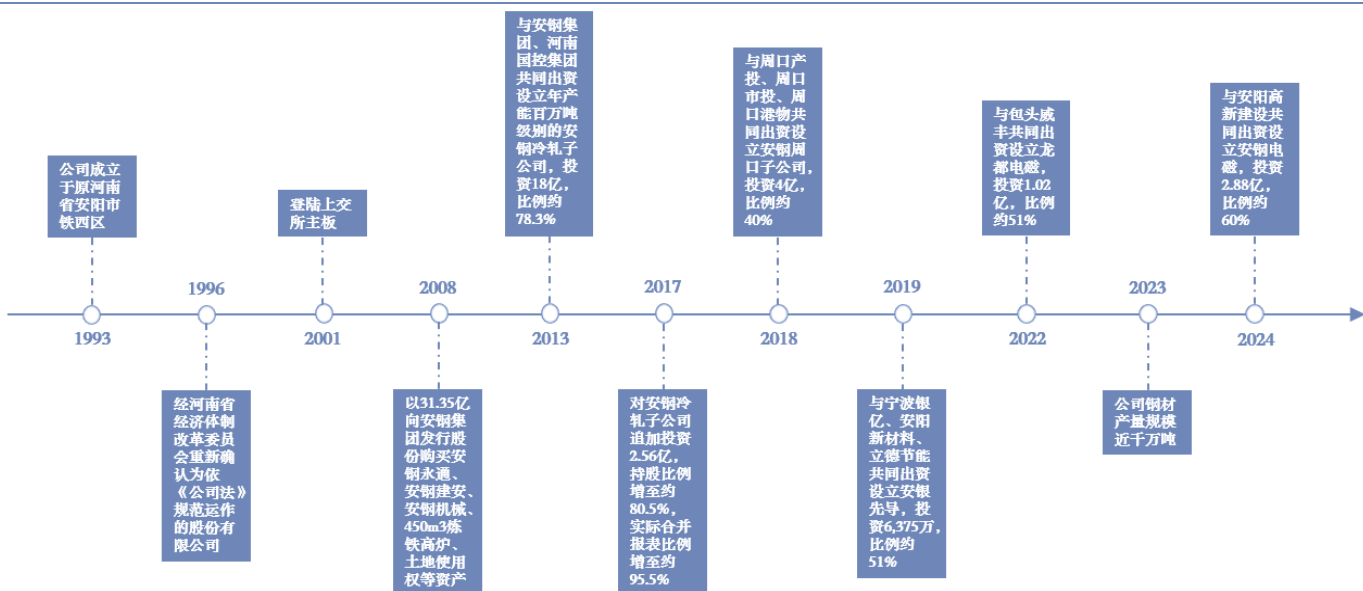
一、 安阳钢铁：河南省钢铁巨头，板材与铸管特色独具.....	3
（一）河南省钢铁巨头，钢材产量近千万吨.....	3
（二）专项降本纵深推进，铸管盈利能力相对坚挺.....	4
（三）第一大股东实力雄厚，参控股子公司众多.....	5
二、 板材价格疲弱库存居中，中部地区高质量发展拉动投资.....	6
（一）板材下游以机械与船舶为主，价格疲弱库存居中.....	6
（二）中部地区高质量发展拉动投资，制造业正向贡献颇多.....	7
三、 公司特钢转型加速，重组将迎多重利好.....	8
（一）新品研发顺利，特钢转型加速.....	8
（二）舞阳矿业置入在即，重组将迎多重利好.....	8
四、 盈利预测、估值分析与投资建议.....	9
（一）盈利预测.....	9
（二）估值分析与投资建议.....	9
五、 风险提示.....	10

一、安阳钢铁：河南省钢铁巨头，板材与铸管特色独具

（一）河南省钢铁巨头，钢材产量近千万吨

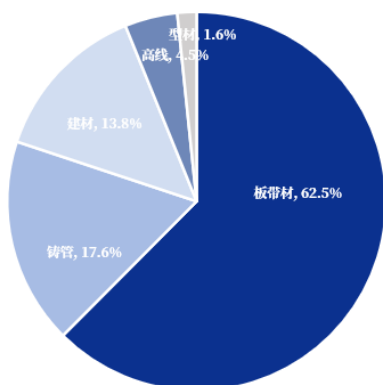
河南省钢铁巨头，钢材产量近千万吨。安阳钢铁股份有限公司1993年11月成立于原河南省安阳市铁西区，1996年12月经河南省经济体制改革委员会重新确认为依《公司法》规范运作的股份有限公司，2001年8月登陆上交所主板，2008年1月公司向安钢集团发行股份购买资产，安钢集团实现钢铁类资产的整体上市，2013年6月公司与安钢集团、河南国控集团共同出资设立年产能百万吨级别的安钢冷轧子公司，认缴资本比例约78.3%，2017年12月公司对安钢冷轧子公司追加投资，持股比例增至约80.5%，实际合并报表比例增至约95.5%，2018年6月公司与周口产投、周口市投、周口港物共同出资设立安钢周口子公司，进一步发挥周口地区内河水运等地理优势，随后2019年8月、2022年9月、2024年1月公司相继投资安银先导、龙都电磁、安钢电磁，完善新材料领域布局，提升高端产品市场竞争力，2024年公司拥有近千万吨的钢材产量规模，是河南省最大的钢铁企业，也是中南地区重要的精品板材与优质建材生产基地。

图1：安阳钢铁发展历程



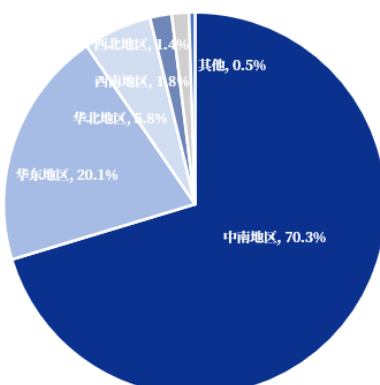
资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

图2：2024年公司营业收入产品分布



资料来源：公司2024年年报，中国银河证券研究院

图3：2024年公司营业收入区域分布



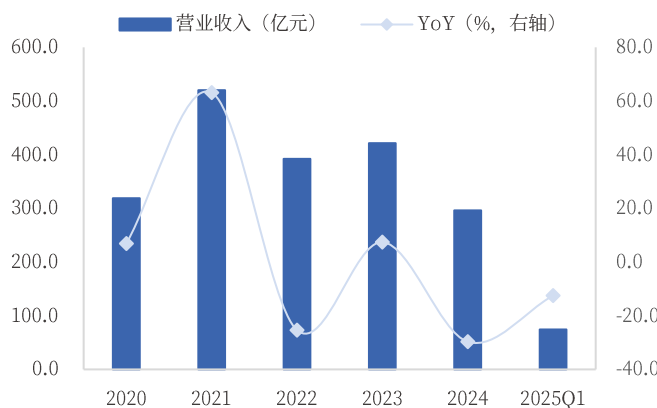
资料来源：公司2024年年报，中国银河证券研究院

公司拥有中厚板、棒材、高速线材、冷轧、热连轧等国内先进、国际一流的现代化生产线，培育开发锅炉容器板、桥梁板、球墨铸管、高强钢、管线钢、耐酸钢、耐候钢、硅钢等高端产品系列，广泛应用于国防军工、航空航天、交通运输、装备制造、船舶平台、石油管线、高层建筑等行业。分板块看，2024 年公司产品以板带材为主导，营业收入占比约 62.5%，其次是铸管与建材，占比分别约 17.6%与 13.8%，分区域看，2024 年公司销售主力集中于中南地区，营业收入占比约 70.3%，华东地区布局也渐趋完善，占比约 20.1%。

（二）专项降本纵深推进，铸管盈利能力相对坚挺

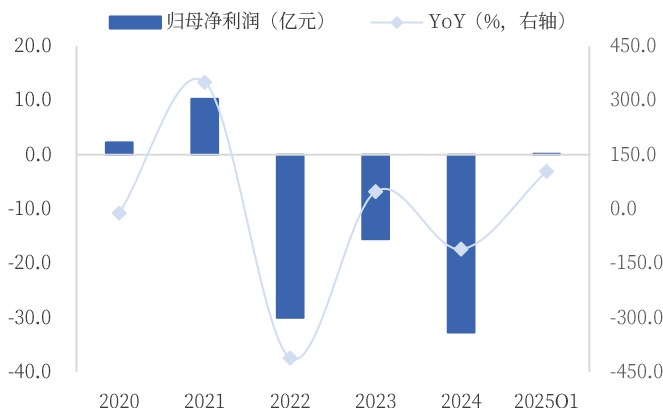
专项降本纵深推进，板带材与铸管盈利能力相对坚挺。2024 年公司实现营业收入 296.4 亿/-29.7%、归母净利润-32.71 亿，2025Q1 实现营业收入 74.44 亿/-12.5%、归母净利润 0.18 亿，同比扭亏为盈。2020-2022 年全球疫情反复、多点散发下经济总体放缓，且波动跟随美联储的快速扩表、加息等拉扯有所抬升，大宗原材料价格长期处于高位，国内对钢铁行业实行产能产量“双控”与能耗“双限”政策，“双碳”目标进一步明确，同时取消出口退税，“高本低利”局面在所难免。公司成功实现冷轧特殊用钢的全流程贯通，以稳产促高产，突出算账经营，科学调整高炉、烧结机运行模式，突出效益导向，科学调整资源流向，加大向高效产线、高效品种倾斜力度，汽车大梁钢、无取向硅钢、高磁感取向硅钢等高速增长，同时扩大集中采购，建立统购统销清单，发展战略采购，坚持以“大市场”吸引“大供户”，创新营销管理，形成科学、规范、高效的营销体系。2023 年以来国际经济形势复杂多变，地缘政治冲突升级，贸易保护主义抬头，国内钢铁行业供需矛盾依旧突出，呈现“高产量、高成本、高库存、低需求、低价格、低效益”的“三高三低”运行局面，提质增效难度加大。公司专项降本纵深推进，探索采购降本新渠道，科学研判市场变化，强化物流降本，制定实施物流降本工作方案，强化工艺降本，大力开展合金结构优化攻关，强化能源降本，深入开展直热装攻关，提高能源利用效率。2024 年公司实现销售毛利率-5.3%/-7.3pct、销售净利率-11.4%/-7.7pct，2025Q1 实现销售毛利率 6.4%/+9.6pct、销售净利率 0.2%/+6.6pct，需求偏弱影响规模效应发挥，其中铸管盈利能力相对坚挺，建材波动较大。公司费用管控状况良好，期间费用率稳定在 8%附近，偿债能力亟待提升，资产负债率常年在 70%以上，2025Q1 达 89.9%，现金流稳健，绝大多数时点销售收现比均超 100%。2025 年公司计划固定资产投资 50.4 亿，其中包含“周钢二期工程-电炉”在内的新开工项目 26 个、投资 6.15 亿，包含“周钢二期工程-宽厚板”在内的结转项目 18 个，投资 44.25 亿。

图4：2020-2025Q1 公司营业收入与增速



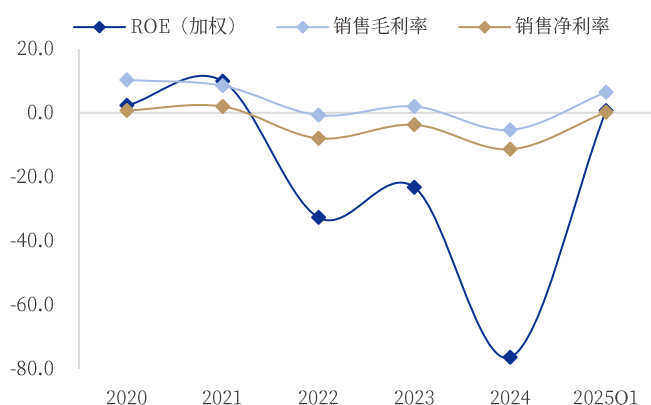
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：2020-2025Q1 公司归母净利润与增速



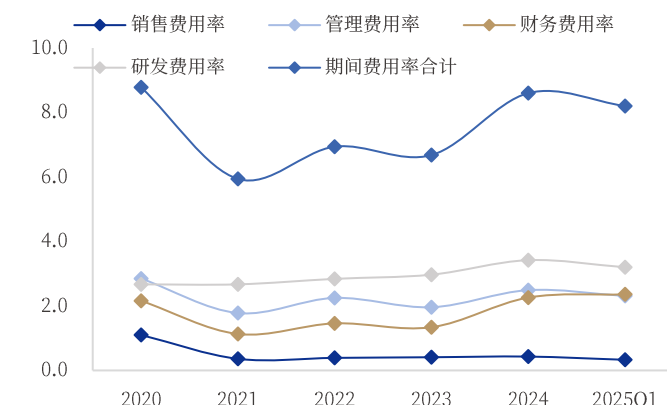
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6: 2020-2025Q1 公司盈利能力 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 2020-2025Q1 公司三大期间费用率 (单位: %)

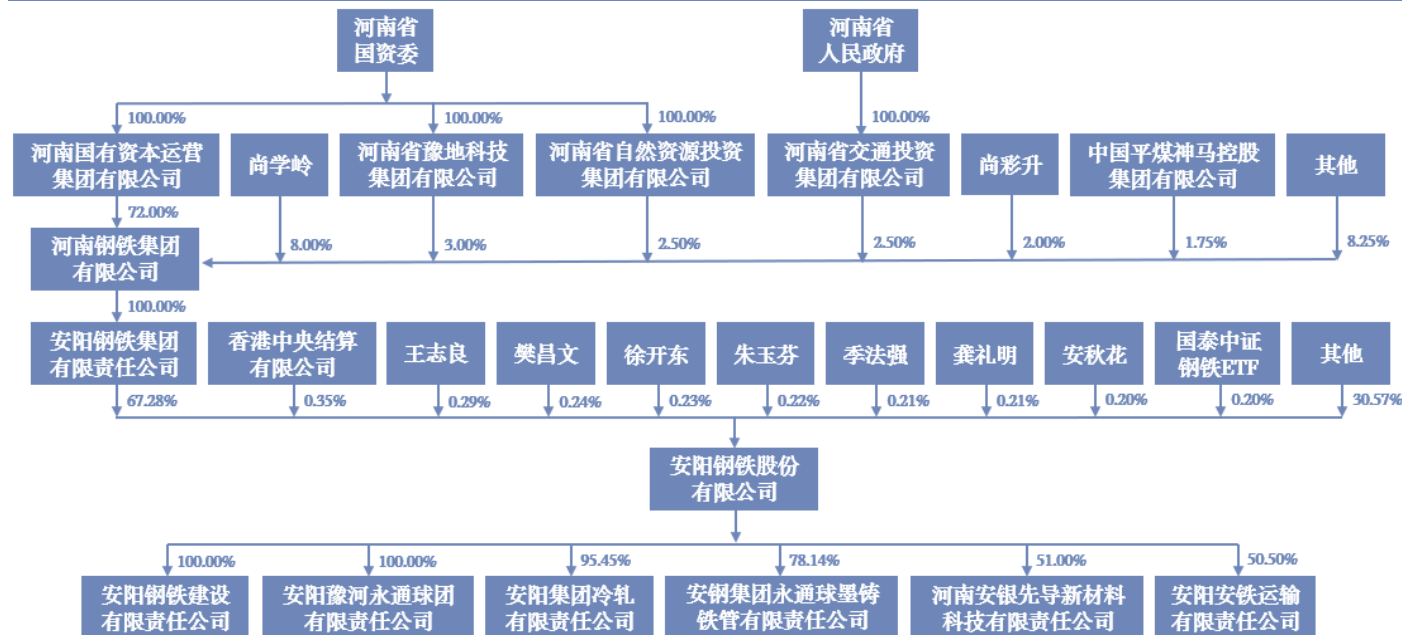


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 第一大股东实力雄厚，参控股子公司众多

第一大股东实力雄厚，参控股子公司众多。截至2025Q1公司前十大股东合计持股69.4%，第一大股东安钢集团持股67.3%，为公司控股股东、实际控制人，安钢集团隶属于河南省国资委，其余股东持股比例均不足1%，沪股通持股0.4%。安阳钢铁拥有各类参控股子公司与联营企业12家，其中全资子公司2家、控股子公司4家、间接控股子公司1家、参股子公司2家、联营企业3家，业务涵盖球墨铸铁管生产、电工钢板带销售、建筑业施工承包、货物运输与仓储服务等，其中永通球墨是河南省最大的球墨铸铁管生产基地，铸管产能近百万吨，安钢冷轧年产能约120万吨。

图8: 截至2025Q1 安阳钢铁股权结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、板材价格疲弱库存居中，中部地区高质量发展拉动投资

据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），公司隶属于“C31 黑色金属冶炼和压延加工业”中的“C3130 钢压延加工业”。

（一）板材下游以机械与船舶为主，价格疲弱库存居中

板材下游以机械与船舶为主，价格偏弱库存居中。板材是钢材“板、管、型、丝”四大品种之一，是以钢水浇注冷却后，利用机械压制或宽钢带剪切而成的平板状或矩形钢材。板材按厚度划分可分为薄板（0.2-4mm）、中板（4-20mm）、厚板（20-60mm）、特厚板（60-115mm）等，按轧制方法划分可分为热轧板与冷轧板，热轧板是以板坯（主要为连铸坯）为原料，经加热后由粗轧机组与精轧机组制成钢带，再通过层流冷却至设定温度，根据客户的不同需求投入相应的精整作业线（平整、矫直、横切或纵切、检验、称重、包装、标志等）加工成为钢板、平整卷、纵切钢带等产品，冷轧板是在常温状态下以热轧板为原料，经酸洗去除氧化皮后进行冷连轧而成，由于连续冷变形引起的冷作硬化使其强度与硬度上升、韧性与可塑性下降，机械加工性能较差，需通过退火才能恢复，按表面特征划分可分为镀锌板、镀锡板、镀铅板、复合板、彩涂板等，镀板工艺通常又分为热镀与电镀，镀锌板可增强钢板表面的耐蚀性，延长其使用寿命，镀锡板将钢的高强度、高硬度与锡的易焊接性、耐蚀性、轻质量、外表光亮集于一身，镀铅板除耐蚀性优良外，还有较好的导电性、延展性与抗辐射能力，复合板的复合类型又分金属复合与非金属复合，典型的金属复合钢板有不锈钢复合钢板、钛复合钢板、铜复合钢板、铝复合钢板等，非金属复合钢板由基层钢板与减振性能优异的粘弹树脂复合而成，彩涂板由基层钢板经表面脱脂、磷化、铬酸盐处理后，涂覆有机涂层烘烤制成，按用途划分可分为锅炉板、结构板、造船板、汽车板、屋面板、桥梁板、装甲板、电工板、弹簧板等。国内板材主要的下游行业为机械与船舶，据兰格钢铁网数据，2025年5月9日国内板材平均价格约3,620元/吨，处于2020年以来约2.5%分位的低位，2025年4月国内板材主要钢厂库存约208.54万吨、社会库存约410.33万吨，处于2020年以来的中枢水平。

图9：2020-2025M5 国内板材价格与相应价格指数



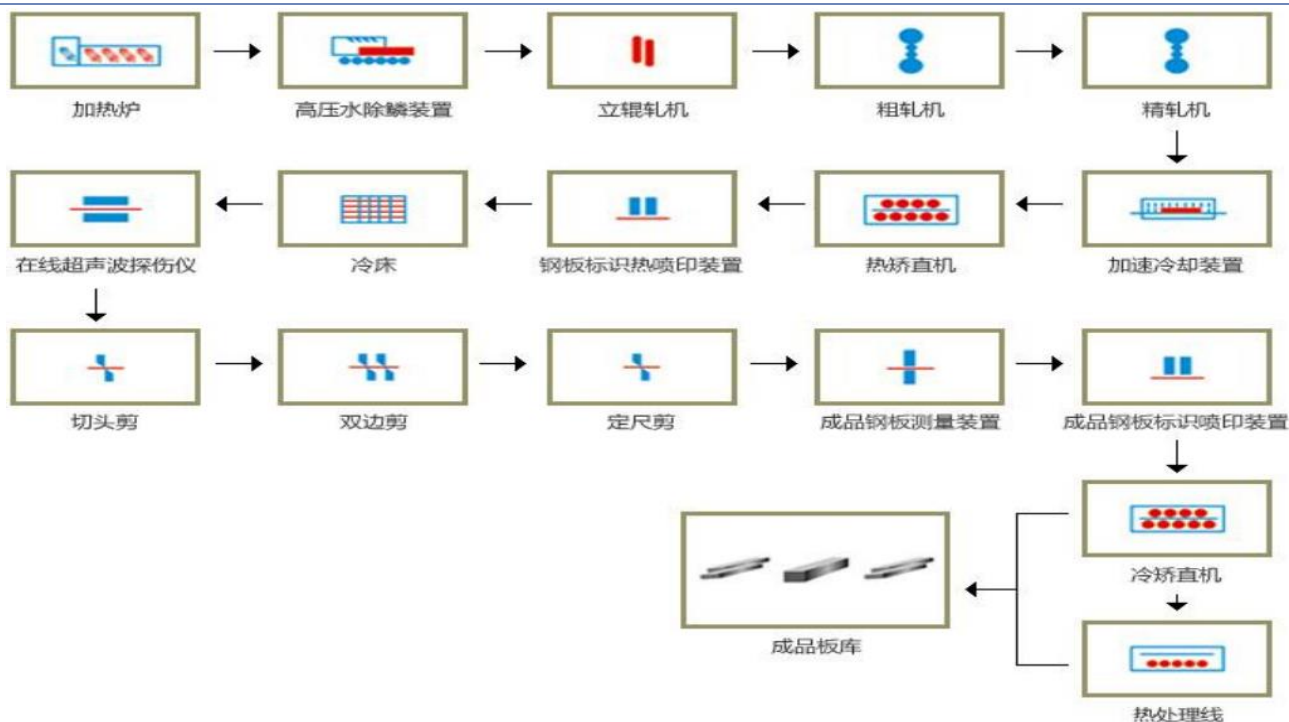
资料来源：Wind，兰格钢铁网，中国银河证券研究院

图10：2020-2025M4 国内板材库存与相应库存指数



资料来源：Wind，兰格钢铁网，中国银河证券研究院

图11: 钢铁中厚板材轧钢工艺流程图

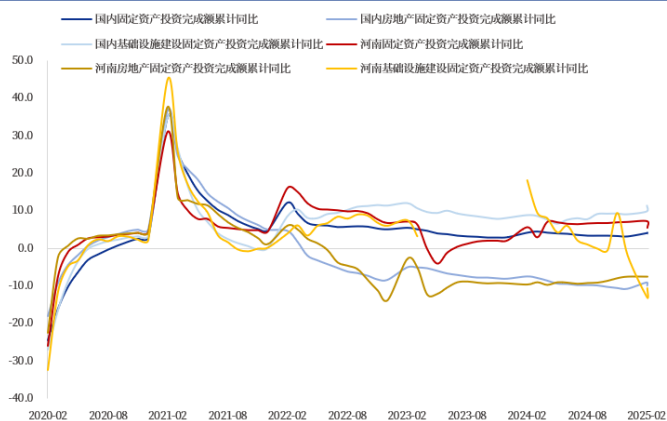


资料来源：中信特钢 2022 年可转债募集说明书，中国银河证券研究院

（二）中部地区高质量发展拉动投资，制造业正向贡献颇多

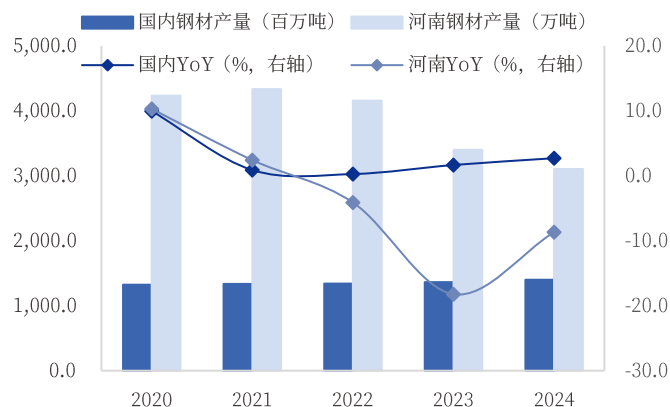
中部地区高质量发展拉动投资，制造业正向贡献颇多。2016-2018 年间国内共化解钢铁过剩产能 1.5 亿吨，同时淘汰“地条钢”1.4 亿吨，使得行业内短期供需格局转变，安阳市作为河南省唯一被纳入京津冀城市群的地级市，污染治理要求从严，受环保限产影响显著。2021 年 4 月国务院发布《关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》，指出统筹规划引导中部地区产业集群（基地）发展，做大做强先进制造业，积极承接制造业转移，同时加快内陆开放通道建设，打造内陆高水平开放平台。2025 年 3 月河南固定资产投资完成额累计同比+5.4%，高于全国+4.2%的平均水平，制造业正向贡献颇多，2024 年河南钢材产量约 3,105.76 万吨/-8.7%，约占全国的 2.2%，公司产量约占河南整体的 30%。

图12: 2020-2025M3 国内与河南固定资产投资累计同比（单位：%）



资料来源：国家统计局，河南省统计局，中国银河证券研究院

图13: 2020-2024 年国内与河南钢材产量与增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

三、公司特钢转型加速，重组将迎多重利好

（一）新品研发顺利，特钢转型加速

新品研发顺利，特钢转型加速。2024 年公司围绕水电用钢、风塔用钢、高强车轮钢、高强帘线钢等项目，研发特钢新品 70 个，持续加强安阳基地“五大特钢”、“五大特色钢”、“工业线材三个 1 万吨”产品布局，同时联合北京科技大学、东北大学、中船重工七二五所等科研单位，共同推进河南先进钢铁材料与高端制造产业高质量发展，拥有“金杯优质产品”30 多项。典型项目例如“冷轧电磁新材料”，建设规模约 50 万吨，其中无取向硅钢产品约 40 万吨、高磁感取向硅钢产品约 5 万吨、高磁感取向硅钢轧硬产品约 5 万吨，主要应用于高频电机、大型变压器、新能源汽车、光伏设备等，又例如“6-20mm Mn13 高锰耐磨钢热轧板”，高锰耐磨钢具备较高的韧性、可塑性、抗拉强度，同时无磁性干扰，主要应用于电子、医疗、石化、机械等设备中的耐磨件，针对该钢种生产周期长的问题，公司通过提升转炉终点温度、增加氩站合金添加量、调整冶炼工艺路线等举措加以解决；针对该钢种传热不好、收缩量大、影响连铸生产稳定性的问题，公司积极采用弱冷控制，合理控制铸机拉速，减少扇形段内坯壳收缩量，杜绝结晶器液面波动，实现铸机生产的稳定顺行；针对该钢种在轧制过程中易出现中间纵裂与轧制分层的问题，公司全方位挖潜轧制能力极限，提前确认设备工况，提升设备功能精度，优化层流冷却系统，精确控制板坯温度。公司产品远销 50 多个国家与地区，按产品品类与销售渠道设立热轧卷板销售部、中厚板销售部、冷轧产品销售部、长材销售部、重点用户产品部、现货销售部，同时在成都、西安、武汉三地设立销售分公司。

（二）舞阳矿业置入在即，重组将迎多重利好

舞阳矿业置入在即，重组将迎多重利好。2024 年 12 月公司筹划重大资产重组事项，拟与安阳集团进行资产置换，置出公司所持有的永通球墨、永通球团全部股权与部分环保资产，置入安阳集团所持有的部分舞阳矿业股权，交易完成后舞阳矿业将成为安阳钢铁的控股子公司。舞阳矿业是河南省认定的唯一铁矿资源开发利用优势企业，下辖铁山、赵案庄、王道行矿区，保有矿石储量约 3.2 亿吨，具备铁精矿约 120 万吨、优质脱氧合金约 3 万吨、钒氮合金约 1,000 吨的年产能，2024Q1-Q3 舞阳矿业实现营业收入 9.96 亿、归母净利润 1.15 亿，2024Q3 舞阳矿业资产负债率 16.7%，因此该交易不仅有利于公司整合上下游产业链，增强资产完整性与独立性，提升铁矿石自给率，降低原材料价格波动对业绩的影响，还能够切实改善公司盈利能力与偿债能力。

四、盈利预测、估值分析与投资建议

（一）盈利预测

公司是河南省钢铁巨头，也是中南地区重要的精品板材与优质建材生产基地，拥有中厚板、棒材、高速线材、冷轧、热连轧等国内先进、国际一流的现代化生产线，培育开发锅炉容器板、桥梁板、球墨铸管、高强钢、管线钢、耐酸钢、耐候钢、硅钢等高端产品系列，广泛应用于国防军工、航空航天、交通运输、装备制造、船舶平台、石油管线、高层建筑等行业。公司成功实现冷轧特殊用钢的全流程贯通，专项降本纵深推进，探索采购降本新渠道，科学研判市场变化，强化物流降本，制定实施物流降本工作方案，强化工艺降本，大力开展合金结构优化攻关，强化能源降本，深入开展直热装攻关，提高能源利用效率。

我们预计公司 2025-2027 年板带材产品营业收入增速-10%/3%/5%，毛利率 6%/6.5%/7%，铸管产品营业收入增速-8%/5%/6%，毛利率 8%/8.5%/9%，建材产品营业收入增速-15%/8%/10%，毛利率 5%/6%/7%。可得公司 2025-2027 年整体营业收入分别为 262.11/274.28/291.28 亿，同比增速-11.6%/4.6%/6.2%，归母净利润分别为 0.39/0.74/2.06 亿，同比增速 101.2%/93.2%/176.9%，对应 EPS 分别为 0.01/0.03/0.07 元。

（二）估值分析与投资建议

首次覆盖给予安阳钢铁“谨慎推荐”评级。从行业类别、业务相似度、下游应用、经营规模、财务数据可比性等角度综合考量，我们在 A 股市场中选取华菱钢铁、南钢股份、马钢股份、新钢股份作为安阳钢铁的可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 15.1x/16.3x/12.6x，中值为 11.7x/13.5x/11.1x，2025-2027 年公司预期实现扭亏为盈，但利润较薄，导致 Forward PE 较可比公司高企，往后看公司重组不仅有利于整合上下游产业链，增强资产完整性与独立性，提升铁矿石自给率，降低原材料价格波动对业绩的影响，还能够切实改善盈利能力与偿债能力，首次覆盖，给予安阳钢铁“谨慎推荐”评级。

表1：可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000932.SZ	华菱钢铁	0.29	0.42	0.49	0.52	16.59	11.74	9.96	9.31
600282.SH	南钢股份	0.37	0.40	0.44	0.48	11.84	10.87	9.81	9.12
600808.SH	马钢股份	-0.60	0.01	0.11	0.16	-	-	28.45	18.92
600782.SH	新钢股份	0.01	0.18	0.23	0.31	-	22.55	17.05	12.96
均值						14.21	15.05	16.32	12.58
中值						14.21	11.74	13.50	11.14
600569.SH	安阳钢铁	-1.14	0.01	0.03	0.07	-	139.41	72.15	26.06

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：表中除安阳钢铁盈利预测采用中国银河证券研究院预测外，其余公司均采用 Wind 一致预测，新钢股份 2024A 与马钢股份 2025E 的 PE 值过大故剔除，收盘价更新至 2025 年 5 月 9 日。

五、风险提示

1、国内宏观经济波动的风险

公司隶属于钢压延加工业，周期性较强，对宏观经济增长敏感度较高，若国内宏观经济波动较大，将对钢压延加工业，乃至板带材、建材、铸管等细分品类产生不利影响。

2、上游铁矿石、废钢等原材料价格波动的风险

公司产品的主要上游为铁矿石、废钢、焦炭、焦煤、石灰石等原材料，若相关原材料价格波动较大，公司未能有效对冲，将通过生产成本对经营成果产生不利影响。

3、下游机械、船舶等领域需求修复缓慢的风险

目前公司产品主要下游应用领域机械、船舶等景气度总体向好，但若下游需求修复缓慢，将拖累相关领域的投资扩产节奏，进而影响公司经营成果。

4、环保政策进一步趋严的风险

国内对钢铁行业实行产能产量“双控”与能耗“双限”政策，同时制定较全行业更为严格的“双碳”目标，力争 2025 年前实现碳达峰，80% 的钢铁产能达到超低排放水平，到 2030 年钢铁行业碳排放量较峰值降低 30%、碳减排量 4.2 亿吨。若环保政策进一步趋严，公司将进行大规模的环保改造，间接增加生产成本。

5、资产重组不及预期的风险

公司置入安阳集团所持有的部分舞阳矿业股权的交易事项尚存在不确定性，若资产重组不及预期，将对公司业绩规模、盈利能力、偿债能力、竞争优势产生不利影响。

图表目录

图 1： 安阳钢铁发展历程.....3

图 2： 2024 年公司营业收入产品分布.....3

图 3： 2024 年公司营业收入区域分布.....3

图 4： 2020-2025Q1 公司营业收入与增速.....4

图 5： 2020-2025Q1 公司归母净利润与增速.....4

图 6： 2020-2025Q1 公司盈利能力（单位：%）.....5

图 7： 2020-2025Q1 公司三大期间费用率（单位：%）.....5

图 8： 截至 2025Q1 安阳钢铁股权结构.....5

图 9： 2020-2025M5 国内板材价格与相应价格指数.....6

图 10： 2020-2025M4 国内板材库存与相应库存指数.....6

图 11： 钢铁中厚板材轧钢工艺流程图.....7

图 12： 2020-2025M3 国内与河南固定资产投资累计同比（单位：%）.....7

图 13： 2020-2024 年国内与河南钢材产量与增速.....7

表 1： 可比公司盈利预测与估值.....9

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,386.91	19,673.34	17,796.25	16,681.92
现金	5,115.40	11,786.63	9,797.81	8,461.33
应收账款	891.97	640.70	647.61	671.57
其它应收款	366.94	276.67	266.66	267.01
预付账款	569.97	392.34	382.40	349.93
存货	7,556.21	5,585.34	5,665.11	5,832.23
其他	886.42	991.67	1036.67	1,099.85
非流动资产	26,772.68	30,617.48	33,112.66	35,542.84
长期投资	343.14	358.14	373.14	388.14
固定资产	15,054.33	16,607.26	18,658.04	20,843.69
无形资产	2174.76	2,104.76	2034.76	1964.76
其他	9,200.44	11,547.31	12,046.72	12,346.25
资产总计	42,159.58	50,290.82	50,908.91	52,224.77
流动负债	32,084.62	27,729.44	28,771.57	30,177.07
短期借款	5,062.40	5,862.40	5,562.40	5,362.40
应付账款	15,644.32	12,601.07	13,454.64	14,580.58
其他	11,377.91	9,265.98	9,754.53	10,234.08
非流动负债	5,654.14	8,103.72	7,603.72	7,303.72
长期借款	1,116.40	2,316.40	1,816.40	1,516.40
其他	4,537.74	5,787.32	5,787.32	5,787.32
负债合计	37,738.76	35,833.16	36,375.29	37,480.78
少数股东权益	1,773.48	1,774.27	1,775.79	1,780.00
归属母公司股东权益	2,647.34	12,683.39	12,757.84	12,963.99
负债和股东权益	42,159.58	50,290.82	50,908.91	52,224.77

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,305.44	-192.36	3,572.71	3,993.06
净利润	-3,376.57	39.32	75.97	210.36
折旧摊销	1,588.91	1,742.80	1,919.81	2,084.82
财务费用	715.08	317.29	346.54	314.54
投资损失	3.17	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	598.04	-2,071.76	1,230.39	1,383.34
其它	-834.06	-220.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-1,131.75	-5,587.60	-4,415.00	-4,515.00
资本支出	-1,143.63	-5,600.00	-4,400.00	-4,500.00
长期投资	-22.52	-15.00	-15.00	-15.00
其他	34.40	27.40	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,318.67	2,243.49	-1,146.54	-814.54
短期借款	474.40	800.00	-300.00	-200.00
长期借款	-136.71	1,200.00	-500.00	-300.00
其他	980.97	243.49	-346.54	-314.54
现金净增加额	-1,117.37	-3,536.37	-1,988.83	-1,336.48

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,639.84	26,210.51	27,428.07	29,128.25
营业成本	31,223.25	24,521.00	25,493.00	26,918.00
营业税金及附加	190.56	152.02	153.60	160.21
营业费用	128.64	104.84	104.23	104.86
管理费用	738.17	576.63	575.99	582.57
财务费用	671.02	240.56	169.74	167.57
资产减值损失	-266.49	220.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-1.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.17	0.00	0.00	0.00
营业利润	-4,526.12	49.14	94.96	262.95
营业外收入	35.50	0.00	0.00	0.00
营业外支出	22.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	-4,513.11	49.14	94.96	262.95
所得税	-1,136.54	9.83	18.99	52.59
净利润	-3,376.57	39.32	75.97	210.36
少数股东损益	-105.50	0.79	1.52	4.21
归属母公司净利润	-3,271.07	38.53	74.45	206.15
EBITDA	-2,261.94	2,032.50	2,184.51	2,515.34
EPS (元)	-1.14	0.01	0.03	0.07

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-29.68%	-11.57%	4.65%	6.20%
营业利润增速	-108.95%	101.09%	93.23%	176.90%
归母净利润增速	-110.46%	101.18%	93.23%	176.90%
毛利率	-5.34%	6.45%	7.06%	7.59%
净利率	-11.04%	0.15%	0.27%	0.71%
ROE	-123.56%	0.30%	0.58%	1.59%
ROIC	-20.70%	0.92%	0.86%	1.42%
资产负债率	89.51%	71.25%	71.45%	71.77%
净负债比率	99.16%	-6.82%	1.40%	7.05%
流动比率	0.48	0.71	0.62	0.55
速动比率	0.21	0.48	0.39	0.33
总资产周转率	0.69	0.57	0.54	0.56
应收账款周转率	38.10	34.20	42.58	44.16
应付账款周转率	2.09	1.74	1.96	1.92
每股收益	-1.14	0.01	0.03	0.07
每股经营现金	-0.45	-0.07	1.24	1.39
每股净资产	0.92	4.42	4.44	4.51
P/E	-	139.41	72.15	26.06
P/B	2.03	0.42	0.42	0.41
EV/EBITDA	-	2.16	2.55	2.55
P/S	0.18	0.20	0.20	0.18

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良毕，通信&钢铁&中小盘首席分析师，科技组组长。北京邮电大学通信硕士，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，7年证券从业经验。曾获2020年Wind金牌通信分析师前五名，2022年Choice通信行业最佳分析师前三名等。

洪烨，通信&钢铁&中小盘分析师。中国人民大学财务硕士，曾供职于国泰君安证券，2023年加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn