

鸿路钢构（002541.SZ）

“反内卷”下若钢价上涨，鸿路钢构业绩弹性有多大？

“反内卷”下钢价有望企稳回升，鸿路钢构作为钢结构加工龙头有望核心受益。今年政府工作报告指出要“持续深化供给侧结构性改革”；2月国常会指出“要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题”。近期供给侧改革推动有所提速，6月29日人民日报刊文《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，指出应破除“内卷式”竞争；7月1日中央财经委员会第六次会议表示要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。2021年以来我国粗钢产量维持10亿吨左右，但表观消费量持续下降，供需失衡比例持续上升，叠加钢价连续下行，我国钢铁企业盈利能力持续下滑，新一轮钢铁供需改革已较为紧迫。其中发改委今年已将“持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组”列为传统产业改造提升的任务之一。“反内卷”政策导向下，钢铁有望迎新一轮供给侧改革，以缓和行业供需矛盾，促进钢价企稳回升。鸿路钢构作为钢结构加工龙头，有望核心受益钢价企稳回升：1）钢价上涨带动公司庞大库存钢材价值重估（截至2024年底库存钢材47亿元）；2）减少业主观望情绪，加快项目签署和提货施工；3）钢结构售价上涨有望促进钢结构制造业务毛利率提升；4）废钢处置收益有望增加。

历史复盘看，钢价与鸿路钢构的盈利能力、股价均有较强正相关关系。由于钢结构的市场价格往往与钢价同时波动，而鸿路钢构的成本端采用移动加权平均方式进行计算，因此一般情况下，在钢价下行期间，公司钢结构售价下行幅度快于采购成本，导致毛利率下降；在钢价上行期间，公司钢结构售价提升幅度快于采购成本，毛利率将获提升。截至2024年底，鸿路钢构库存钢材47亿元，预计此前钢价下行周期中，高价库存钢已大量消化，当前库存钢整体成本不高，若钢价进入上涨周期，则公司库存钢价值有望快速重估，驱动公司毛利率显著回升。从历史数据看，公司2020年以来的毛利率与钢价大体呈同向变动趋势，公司的股价也与钢价有较为明显的正相关关系。因此如后续政策落地推动钢价上涨，有望带动公司估值迎扩张动力。

钢价变动的业绩弹性：测算年钢材均价每波动1pct，则鸿路钢构吨净利同向波动约5元。若今年钢均价上涨10%，则较2024年扣非业绩增长46%。我们尝试测算2021年以来公司吨净利对钢价波动的弹性（2020年前公司产能快速扩张，存降本规模效益）：1）为剔除研发费用对扣非吨净利的影响，我们在扣非归母净利润的基础上加回研发费用（不考虑税率影响）来计算扣非吨净利；2）钢价选用鸿路钢构使用较多的热轧卷板年度中位数。由此可测算2021-2024年钢价每波动1pct，对应鸿路钢构的扣非吨净利分别同向变动0.7/1.4/6.5/11.2元，平均为5元。以平均值为基础，我们测算若钢价上涨3%/5%/10%，则鸿路钢构吨净利有望分别提升15/25/50元；若按照2024年451万吨产量计算，则分别对应增加利润0.7/1.1/2.2亿元，分别占公司2024年扣非后归母净利润的14%/23%/46%。

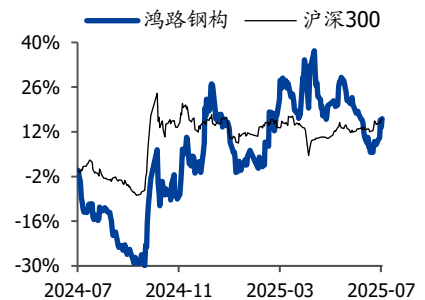
着眼中长期，焊接机器人降本增产潜在效益巨大。我们6月2日撰写报告《鸿路钢构焊接机器人效益几何？》对公司焊接机器人效益进行详细拆解，公司24年底已投入使用近2000台焊接机器人，今年在国家设备更新改造补贴政策下，预计公司将继续大规模铺设。假设公司最终完成铺设6000台焊接机器人，则公司每年可降本4亿元（每吨降本88元）；若进一步考虑机器人多班倒提升产能至180%，则公司理论扣非归母净利润可

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
07月04日收盘价（元）	17.71
总市值（百万元）	12,220.14
总股本（百万股）	690.01
其中自由流通股（%）	71.91
30日日均成交量（百万股）	5.70

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

- 1、《鸿路钢构（002541.SZ）：鸿路钢构焊接机器人效益几何？》 2025-06-02
- 2、《鸿路钢构（002541.SZ）：25Q1扣非业绩超预期，盈利拐点已现》 2025-04-30
- 3、《鸿路钢构（002541.SZ）：24年盈利阶段性承压，静待后续盈利恢复》 2025-04-18

提升至 21.3 亿元，是 24 年的 4.4 倍；再假设加上非经后，公司归母净利润 24 亿元，当前市值对应 PE 仅 5.1 倍。

投资建议：我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.7/10.4/12.5 亿元，分别同增 13%/20%/20%，当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍。公司系钢结构制造龙头，有望核心受益“反内卷”政策导向下钢价企稳回升；同时公司后续机器人降本、增产有望为公司贡献较业绩弹性；当前公司估值仍处底部区域，继续重点看好。

风险提示：政策落地不及预期风险，钢材价格波动风险，产能利用率不及预期风险，智能产线效益不及预期风险，竞争加剧风险，应收款坏账风险，假设及测算误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23,539	21,514	24,343	28,112	32,640
增长率 yoy（%）	18.6	-8.6	13.1	15.5	16.1
归母净利润（百万元）	1,179	772	869	1,044	1,252
增长率 yoy（%）	1.4	-34.5	12.6	20.0	20.0
EPS 最新摊薄（元/股）	1.71	1.12	1.26	1.51	1.81
净资产收益率（%）	12.8	8.0	8.5	9.6	10.6
P/E（倍）	10.4	15.8	14.1	11.7	9.8
P/B（倍）	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 07 月 04 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13881	15262	17262	19696	22569
现金	1411	1474	1709	1924	2136
应收票据及应收账款	2730	3540	3975	4565	5280
其他应收款	92	86	87	92	100
预付账款	716	688	778	898	1044
存货	8419	8956	10116	11533	13231
其他流动资产	513	520	597	683	777
非流动资产	9404	9979	10123	10094	9984
长期投资	10	9	9	9	9
固定资产	7318	7633	7723	7639	7482
无形资产	1039	1040	1035	1029	1021
其他非流动资产	1036	1297	1356	1417	1472
资产总计	23284	25241	27386	29790	32553
流动负债	8345	9384	10615	11960	13522
短期借款	1271	2025	2325	2625	2925
应付票据及应付账款	4397	4430	5013	5788	6726
其他流动负债	2677	2929	3277	3546	3871
非流动负债	5745	6243	6566	6916	7266
长期借款	3397	3811	4211	4611	5011
其他非流动负债	2348	2431	2355	2305	2255
负债合计	14090	15627	17181	18876	20788
少数股东权益	0	2	2	2	2
股本	690	690	690	690	690
资本公积	2281	2284	2284	2284	2284
留存收益	6001	6416	7007	7716	8567
归属母公司股东权益	9194	9611	10202	10911	11763
负债和股东权益	23284	25241	27386	29790	32553

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1098	573	1082	1160	1253
净利润	1179	772	869	1044	1252
折旧摊销	553	716	859	939	1020
财务费用	293	351	290	316	341
投资损失	2	1	23	26	31
营运资金变动	-767	-1246	-1030	-1223	-1449
其他经营现金流	-162	-22	70	59	58
投资活动现金流	-1655	-1318	-1046	-945	-949
资本支出	-1655	-1318	-1019	-919	-918
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-27	-26	-31
筹资活动现金流	604	997	200	0	-92
短期借款	-599	754	300	300	300
长期借款	1172	415	400	400	400
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	3	0	0	0
其他筹资现金流	28	-174	-500	-700	-792
现金净增加额	47	252	235	215	212

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23539	21514	24343	28112	32640
营业成本	20919	19291	21829	25206	29289
营业税金及附加	185	200	226	262	304
营业费用	149	142	161	186	216
管理费用	321	338	377	430	493
研发费用	700	740	828	922	947
财务费用	278	325	283	307	331
资产减值损失	29	-4	-10	-10	-10
其他收益	383	433	377	408	375
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-25	-20	-23	-26	-31
资产处置收益	-3	1	1	1	2
营业利润	1402	830	935	1122	1347
营业外收入	6	7	0	0	0
营业外支出	20	8	0	0	0
利润总额	1388	829	935	1122	1347
所得税	209	57	65	79	94
净利润	1179	772	869	1044	1252
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1179	772	869	1044	1252
EBITDA	2232	1895	2077	2368	2698
EPS (元/股)	1.71	1.12	1.26	1.51	1.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.6	-8.6	13.1	15.5	16.1
营业利润(%)	-0.5	-40.8	12.6	20.0	20.0
归属母公司净利润(%)	1.4	-34.5	12.6	20.0	20.0
获利能力					
毛利率(%)	11.1	10.3	10.3	10.3	10.3
净利率(%)	5.0	3.6	3.6	3.7	3.8
ROE(%)	12.8	8.0	8.5	9.6	10.6
ROIC(%)	8.9	6.0	5.8	6.3	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.5	61.9	62.7	63.4	63.9
净负债比率(%)	59.6	74.1	75.3	74.4	72.8
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	9.7	6.9	6.6	6.6	6.7
应付账款周转率	37.9	48.3	47.8	48.2	48.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.71	1.12	1.26	1.51	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	0.83	1.57	1.68	1.82
每股净资产(最新摊薄)	13.32	13.93	14.79	15.81	17.05
估值比率					
P/E	10.4	15.8	14.1	11.7	9.8
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.2	10.3	9.6	8.6	7.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 04 日收盘价

内容目录

“反内卷”下若钢价上涨，鸿路钢构业绩弹性有多大？	5
投资建议	8
风险提示	8

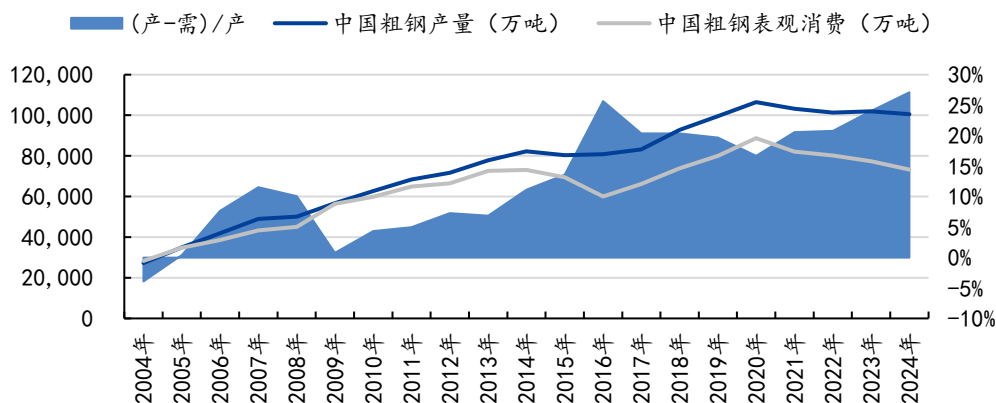
图表目录

图表 1: 我国历年钢铁行业供需变化.....	5
图表 2: 我国历年钢铁行业盈利能力变化	5
图表 3: 鸿路钢构单季毛利率与钢价走势拟合.....	6
图表 4: 鸿路钢构股价与钢价走势拟合	6
图表 5: 鸿路钢构吨净利对钢价波动弹性测算.....	7
图表 6: 焊接机器人对鸿路钢构钢结构生产的降本效益测算	7
图表 7: 焊接机器人对鸿路钢构产能利用率提升效益测算	8

“反内卷”下若钢价上涨，鸿路钢构业绩弹性有多大？

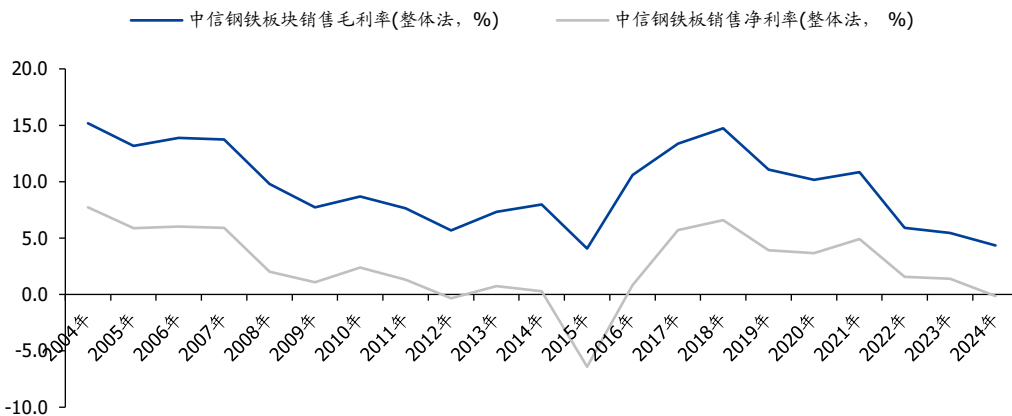
“反内卷”下钢价有望企稳回升，鸿路钢构作为钢结构加工龙头有望核心受益。今年政府工作报告指出要“持续深化供给侧结构性改革”；2月国常会指出“要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题”。近期供给侧改革推动有所提速，6月29日人民日报刊文《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，指出应破除“内卷式”竞争；7月1日中央财经委员会第六次会议表示要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。2021年以来我国粗钢产量维持10亿吨左右，但表观消费量持续下降，供需失衡比例持续上升，叠加钢价连续下行，我国钢铁企业盈利能力持续下滑，新一轮钢铁供需改革已较为紧迫。其中发改委今年已将“持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组”列为传统产业改造提升的任务之一。“反内卷”政策导向下，钢铁有望迎新一轮供给侧改革，以缓和行业供需矛盾，促进钢价企稳回升。鸿路钢构作为钢结构加工龙头，有望核心受益钢价企稳回升：1）钢价上涨带动公司庞大库存钢材价值重估（截至2024年底库存钢材47亿元）；2）减少业主观望情绪，加快项目签署和提货施工；3）钢结构售价上涨有望促进钢结构制造业务毛利率提升；4）废钢处置收益有望增加。

图表1：我国历年钢铁行业供需变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

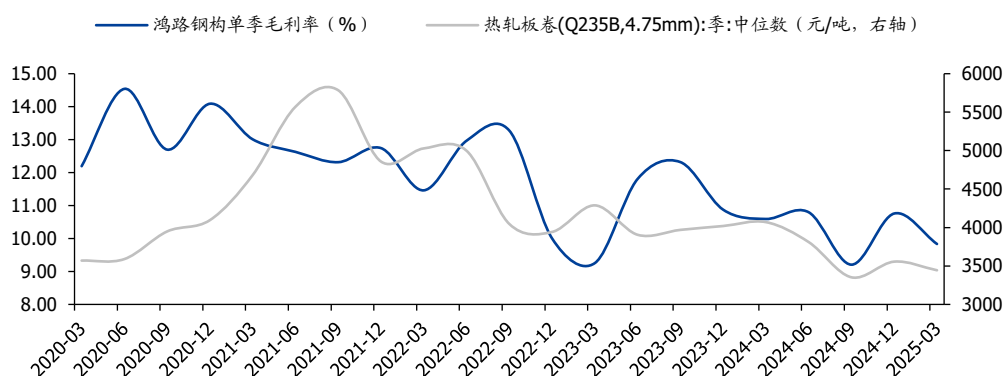
图表2：我国历年钢铁行业盈利能力变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

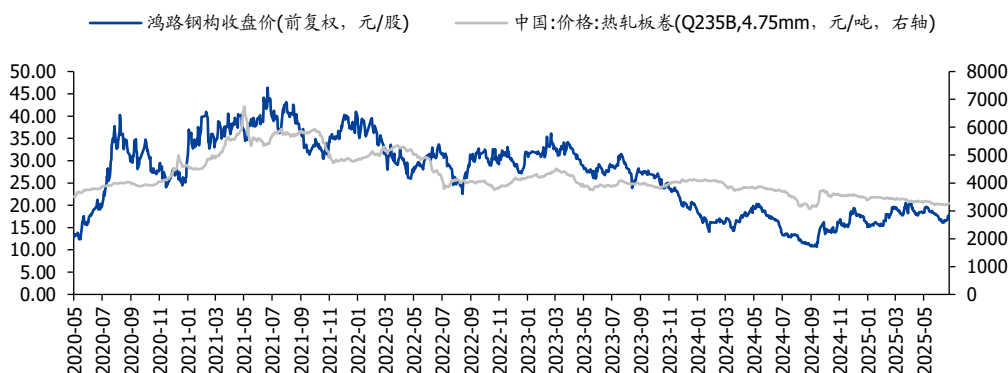
历史复盘看，钢价与鸿路钢构的盈利能力、股价均有较强正相关关系。由于钢结构的市场价格往往与钢价同时波动，而鸿路钢构的成本端采用移动加权平均方式进行计算，因此一般情况下，在钢价下行期间，公司钢结构售价下行幅度快于采购成本，导致毛利率下降；在钢价上行期间，公司钢结构售价提升幅度快于采购成本，毛利率将获提升。截至 2024 年底，鸿路钢构库存钢材 47 亿元，预计此前钢价下行周期中，高价库存钢已大量消化，当前库存钢整体成本不高，若钢价进入上涨周期，则公司库存钢价值有望快速重估，驱动公司毛利率显著回升。从历史数据看，公司 2020 年以来的毛利率与钢价大体呈同向变动趋势，公司的股价也与钢价有较为明显的正相关关系。因此如后续政策落地推动钢价上涨，有望带动公司估值迎扩张动力。

图表3: 鸿路钢构单季毛利率与钢价走势拟合



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 鸿路钢构股价与钢价走势拟合



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

钢价变动的业绩弹性: 测算年钢材均价每波动 1pct, 则鸿路钢构吨净利同向波动约 5 元。若今年钢均价上涨 10%, 则较 2024 年扣非业绩增长 46%。我们尝试测算 2021 年以来公司吨净利对钢价波动的弹性(2020 年前公司产能快速扩张, 存降本规模效益): 1) 为剔除研发费用对扣非吨净利的影响, 我们在扣非归母净利润的基础上加回研发费用(不考虑税率影响)来计算扣非吨净利; 2) 钢价选用鸿路钢构使用较多的热轧卷板年度中位数。由此可测算 2021-2024 年钢价每波动 1pct, 对应鸿路钢构的扣非吨净利分别同向变动 0.7/1.4/6.5/11.2 元, 平均为 5 元。以平均值为基础, 我们测算若钢价上涨 3%/5%/10%, 则鸿路钢构吨净利有望分别提升 15/25/50 元; 若按照 2024 年 451 万吨产量计算, 则分别对应增加利润 0.7/1.1/2.2 亿元, 分别占公司 2024 年扣非后归母净利润的 14%/23%/46%。

图表5: 鸿路钢构吨净利对钢价波动弹性测算

项目	单位	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
扣非归母净利润	亿元	8.57	9.17	8.74	4.81
研发费用	亿元	5.83	4.62	7.00	7.40
扣非归母净利润（加回研发费用）	亿元	14.40	13.79	15.74	12.21
钢结构产量	万吨	338.7	349.5	448.8	451.1
钢结构销量	万吨	318.0	325.8	425.7	433.4
扣非吨净利	元/吨	253	262	195	107
扣非吨净利（加回研发费用）	元/吨	425	394	351	271
年度钢价中位数 （热轧板卷(Q235B,4.75mm)）	元/吨	5497	4304	4013	3727
年度钢价波动	%	42.6%	-21.7%	-6.8%	-7.1%
年度扣非吨净利变动（加回研发费用）	元/吨	29	-31	-44	-80
每 1%钢价波动对应扣非吨净利波动	元/吨	0.7	1.4	6.5	11.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 未考虑研发费用的税率影响

着眼中长期，焊接机器人降本增产潜在效益巨大。我们 6 月 2 日撰写报告《鸿路钢构焊接机器人效益几何？》对公司焊接机器人效益进行详细拆解，公司 24 年底已投入使用近 2000 台焊接机器人，今年在国家设备更新改造补贴政策下，预计公司将继续大规模铺设。假设公司最终完成铺设 6000 台焊接机器人，则公司每年可降本 4 亿元（每吨降本 88 元）；若进一步考虑机器人多班倒提升产能至 180%，则公司理论扣非归母净利润可提升至 21.3 亿元，是 24 年的 4.4 倍；再假设加上非经后，公司归母净利润 24 亿元，当前市值对应 PE 仅 5.1 倍。

图表6: 焊接机器人对鸿路钢构钢结构生产的降本效益测算

项目	单位	数值
公司总焊工	人	8000
焊工替代率	--	80%
焊工工资	元/月	10000
焊工每年节省成本	万元	76800
焊接机器人数量	台	6000
机器人单价	万元	20
机器人折旧年限	年	5
机器人残值率	--	5%
机器人年折旧	万元	22800
操作人员人数	人	2000
操作员工资	元/月	6000
操作员工资合计	万元	14400
合计每年降本	亿元	4.0
2024 年产量	万吨	451.1
单吨降本	元/吨	88.0
2024 年扣非吨净利	元/吨	107
加上机器人效果后理论吨净利	元/吨	195

资料来源: 鸿路钢构公告, 柏楚电子公告, 涡阳就业公众号, 国盛证券研究所

图表7: 焊接机器人对鸿路钢构产能利用率提升效益测算

项目	单位	数值
2024 年房屋及建筑物折旧	万元	26218
2024 年土地使用权摊销	万元	2319
2024 年单吨房屋折旧+土地摊销	元/吨	63
增量产量理论扣非吨净利	元/吨	258
2024 年底产能	万吨	520
机器人铺设完毕后产能利用率	--	180%
机器人铺设完毕后实际产量	万吨	936
增量产量	万吨	485
产能利用率提升带来的利润增量	亿元	12.5
公司降本+增产合计利润增量	亿元	16.5
2024 年扣非后归母净利润	亿元	4.8
产能利用率 180%对应扣非后归母净利润	亿元	21.3

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

投资建议

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.7/10.4/12.5 亿元, 分别同增 13%/20%/20%, 当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍。公司系钢结构制造龙头, 有望核心受益“反内卷”政策导向下钢价企稳回升; 同时公司后续机器人降本、增产有望为公司贡献较业绩弹性; 当前公司估值仍处底部区域, 继续重点看好。

风险提示

政策落地不及预期风险, 钢材价格波动风险, 产能利用率不及预期风险, 智能产线效益不及预期风险, 竞争加剧风险, 应收款坏账风险, 假设及测算误差风险等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com