

Q2 业绩环比修复，火电核电用管维持高景气

2025 年 08 月 28 日

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025H1，公司实现营收 11.21 亿元，同比减少 26.82%，归母净利润 0.75 亿元，同比减少 46.05%；扣非归母净利润 0.68 亿元，同比减少 48.15%。2025Q2，公司实现营收 6.38 亿元，同比减少 20.38%，环比增加 32.25%，归母净利润 0.45 元，同比减少 37.17%，环比增加 48.98%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比减少 40.25%，环比增加 41.29%。

➤ **点评：无缝管销量环比增长，焊管有所承压**

① **量：25Q2 无缝管销量环比增长，焊管销量下降。**2025Q2，公司无缝管、焊管销量分别为 1.14、0.61 万吨，同比分别-0.05%、-33.97%，环比分别+6.83%、-3.06%，受石化行业低迷影响，焊管销量有所下滑。

② **价利：25Q2 毛利率环比下降。**2025Q2 不锈钢无缝管、焊管销售均价环比分别+0.65%、-4.60%。2025H1，公司毛利率为 14.41%，同比减少 2.19pct。2025Q2，公司毛利率 13.00%，同比减少 2.01pct，环比减少 3.28pct。分品种看，25H1 无缝管、焊接管毛利率分别为 15.75%、10.14%，同比分别-1.41、-5.55pct，焊管表现相对偏弱。

➤ **未来核心看点：火电核电用管维持高景气，出口业务有望增长**

① **火电核电用管维持高景气。**截至 2025 年 6 月，火电投资完成额累计同比增加 51.96%，2025 年 1-7 月，火电新增装机容量累计 41.98GW，同比增加 72.19%，随着火电项目持续推进及部分机组的更换改造需求，火电锅炉管需求预计维持高景气。2025 年 4 月，国常会核准 10 台核电机组，这是国内连续 4 年核准 10 台及以上的核电机组，此次核准的 10 台机组中，共有 8 台机组采用“华龙一号”技术，核电用管国产化有望加速。

② **顺利通过海外认证，出口业务有望增长。**公司已成为中国石化、中国海油、中国石油、哈锅、上锅、东锅、Sabic、BHEL、EIL、Sasol、Petrobras、KOC、KNPC、PDO、JGC、SK、LINDE 等国内外知名企业的合格供方。2024 年，公司顺利通过了多个公司认证：沙特阿美 pipe 管、日本 TBG、俄罗斯 Velosstroy、韩国 SGC、新加坡 MODEC、韩国 Hanwha，出口业务有望成为新的增长点。

③ **“三个并举”开发新应用市场。**公司积极实施“三个并举”发展战略，开拓核电、煤液化等应用细分行业，向中东、南美等国际市场拓展，加强特种材料、大口径、厚壁等多规格高端不锈钢管的经营力度，提升进口替代水平。

➤ **盈利预测与投资建议：**火电锅炉维持高景气，石油化工有望企稳回升，公司盈利能力有望修复，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润依次为 1.71/1.98/2.30 亿元，对应现价，PE 为 18x、16x 和 14x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，产能释放不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,652	2,485	2,642	2,802
增长率 (%)	-24.6	-6.3	6.3	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	126	171	198	230
增长率 (%)	-64.2	36.2	15.9	15.7
每股收益 (元)	0.22	0.31	0.35	0.41
PE	25	18	16	14
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.59 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 范钧

执业证书：S0100124080024

邮箱：fanjun@mszq.com

相关研究

- 1.武进不锈钢 (603878.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩有所修复，火电锅炉维持高景气-2025/04/30
- 2.武进不锈钢 (603878.SH) 2024 年半年报点评：石油化工需求不及预期，H1 业绩同比下滑-2024/08/28
- 3.武进不锈钢 (603878.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：火电锅炉管需求释放，分红再度提升-2024/05/02
- 4.武进不锈钢 (603878.SH) 2023 年三季报点评：量价齐升，化工+出口超预期-2023/10/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,652	2,485	2,642	2,802
营业成本	2,250	2,091	2,203	2,316
营业税金及附加	16	15	16	17
销售费用	61	50	53	56
管理费用	105	75	79	84
研发费用	51	65	69	73
EBIT	129	194	226	260
财务费用	1	-6	-4	-4
资产减值损失	-21	-18	-19	-20
投资收益	9	7	8	8
营业利润	141	187	217	250
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	140	186	216	249
所得税	14	15	17	20
净利润	126	171	198	230
归属于母公司净利润	126	171	198	230
EBITDA	227	293	334	378

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	602	673	759	870
应收账款及票据	632	520	552	586
预付款项	39	26	28	29
存货	1,016	879	926	973
其他流动资产	498	492	501	510
流动资产合计	2,786	2,590	2,766	2,968
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	819	817	806	777
无形资产	139	139	139	138
非流动资产合计	1,260	1,398	1,378	1,348
资产合计	4,046	3,988	4,143	4,316
短期借款	0	76	76	76
应付账款及票据	753	626	660	694
其他流动负债	340	214	223	232
流动负债合计	1,093	916	959	1,002
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	351	349	349	349
非流动负债合计	351	349	349	349
负债合计	1,445	1,266	1,308	1,351
股本	561	561	561	561
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,601	2,722	2,835	2,965
负债和股东权益合计	4,046	3,988	4,143	4,316

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-24.57	-6.29	6.31	6.06
EBIT 增长率	-66.72	50.33	16.36	15.20
净利润增长率	-64.25	36.22	15.89	15.66
盈利能力 (%)				
毛利率	15.16	15.86	16.60	17.34
净利率	4.74	6.89	7.51	8.19
总资产收益率 ROA	3.11	4.29	4.79	5.32
净资产收益率 ROE	4.83	6.29	7.00	7.74
偿债能力				
流动比率	2.55	2.83	2.88	2.96
速动比率	1.55	1.79	1.84	1.91
现金比率	0.55	0.73	0.79	0.87
资产负债率 (%)	35.71	31.74	31.57	31.30
经营效率				
应收账款周转天数	70.77	68.37	68.37	68.37
存货周转天数	164.84	156.53	156.53	156.53
总资产周转率	0.64	0.62	0.65	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.31	0.35	0.41
每股净资产	4.64	4.85	5.05	5.29
每股经营现金流	1.04	0.61	0.46	0.54
每股股利	0.09	0.15	0.18	0.20
估值分析				
PE	25	18	16	14
PB	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	13.63	10.55	9.24	8.18
股息收益率 (%)	1.61	2.73	3.16	3.66

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	126	171	198	230
折旧和摊销	98	99	109	118
营运资金变动	289	40	-82	-84
经营活动现金流	583	341	261	301
资本开支	-85	-91	-91	-92
投资	-179	0	0	0
投资活动现金流	-146	-232	-84	-84
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-103	19	0	0
筹资活动现金流	-431	-37	-92	-106
现金净流量	6	71	85	111

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%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 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048