

毛利短期回落盈利承压，高端产品驱动成长可期

——盛德鑫泰 2025 年半年报点评

核心观点

- 原料成本上升导致盈利能力回落，依然看好公司业绩潜能。**公司发布 2025 年半年报，实现营业收入 14.9 亿元，同比增长 13.2%，实现归母净利润 8456 万元，同比下降 31.36%。25H1 公司主业不锈钢管由于原料价格涨幅较大，使得毛利率较上年同期下降 6.48PCT，此外公司计提了较大的应收账款坏账损失，影响了盈利能力。但我们依然看好公司的业绩潜能，根据公告，公司收到“东方电气 2025 年 6 月至 9 月小管框架采购”项目的成交以及“宝山、阳西、南阳等火电项目”需用钢管的中标通知书，两个项目金额占 2024 年营收约 17%，产品涉及 S30432、HR3C 高等级不锈钢。24 年公司超级不锈钢接单量及交付量创新高，不锈钢总交付量约为 2 万余吨。公司的高端不锈钢产品持续出货，有望修复公司的毛利率水平，我们看好公司持续的业绩潜能。
- 持续研发投入打造“护城河”，高性能产品有望迎接广阔空间。**2024 年我国电站锅炉产量同比增长 31.8%，其中超临界、超超临界锅炉占比达 75.6%。公司与西安热工院签署了共同研发 700℃先进超超临界(A-USC)机组末级过热器用新型镍铁基 HT700 高温合金，研发成功后将处于行业垄断地位。目前产品已进入小批量试制阶段，参数性能达标。截止 2025 年 7 月，国内火电投资建设完成额累计同比增速达到 52.42%，我们认为，在下游火电需求有望维持高增速的情况下，公司的高性能超超临界机组用产品有望迎接更广阔的应用蓝海。
- 布局汽车零部件行业，打造盈利增长第二曲线。**公司收购江苏锐美布局新能源汽车轻量化和电驱动的生产和研发，24 年汽车配件营收同比大幅增长近 250%。2024 年国内新能源汽车渗透率已达到 52.87%，截止 25 年 7 月新能源汽车产销量累计同比增长 38.48%和 37.99%。我们认为，在新能源汽车行业景气度有望持续的预期下，公司适时扩展生产能力外延布局汽车零部件行业，有望打造盈利第二曲线。

盈利预测与投资建议

- 我们调整相关产品的销量和毛利等，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.90、2.15、2.46 亿元，EPS 分别为 1.72、1.95、2.24 元（原 2025-2026 年预测值为 2.14、2.36 元）。按照 DCF 法估值，给予公司目标价 39.41 元，维持买入评级。

风险提示

合金钢和不锈钢业务增速不及预期、原材料价格大幅波动风险、销售客户集中的风险、宏观经济增速放缓、煤电市场景气度不及预期风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,981	2,663	3,044	3,284	3,517
同比增长(%)	64.1%	34.4%	14.3%	7.9%	7.1%
营业利润(百万元)	139	260	226	255	292
同比增长(%)	68.1%	87.6%	-13.1%	13.0%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	121	226	190	215	246
同比增长(%)	64.1%	87.4%	-16.0%	13.2%	14.6%
每股收益(元)	1.10	2.05	1.72	1.95	2.24
毛利率(%)	14.1%	17.9%	15.2%	15.4%	15.6%
净利率(%)	6.1%	8.5%	6.2%	6.5%	7.0%
净资产收益率(%)	13.7%	22.8%	17.3%	18.0%	18.6%
市盈率	31.1	16.6	19.8	17.5	15.2
市净率	4.1	3.6	3.3	3.0	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年09月18日）	34.1 元
目标价格	39.41 元
52 周最高价/最低价	45.84/21.4 元
总股本/流通 A 股（万股）	11,000/5,741
A 股市值（百万元）	3,751
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2025 年 09 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.01	-7.08	13.21	59.36
相对表现%	-1.91	-13.18	-2.87	17.51
沪深 300%	-1.1	6.1	16.08	41.85



证券分析师

刘洋 021-63326320
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

联系人

黄雨韵 021-63326320
huangyuyun@orientsec.com.cn

相关报告

煤电锅炉管景气延续，募投项目产能持续 2024-07-30
释放：——盛德鑫泰动态跟踪

表 1：DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	1.00%
无风险利率 Rf	1.85%
无杠杆影响的 β 系数	0.86
考虑杠杆因素的 β 系数	0.95
市场收益率 Rm	8.79%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	9.42%
债务比率 D/(D+E)	10.00%
债务利率 rd	3.50%
WACC	8.78%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	永续增长率 Gn(%)					
	39.41	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC (%)	6.78%	45.24	50.11	56.67	65.98	80.22
	7.28%	41.78	45.89	51.31	58.78	69.76
	7.78%	38.72	42.21	46.75	52.85	61.50
	8.28%	36.00	39.00	42.82	47.86	54.82
	8.78%	33.56	36.15	39.41	43.63	49.30
	9.28%	31.38	33.63	36.42	39.98	44.68
	9.78%	29.40	31.36	33.78	36.81	40.74
	10.28%	27.61	29.33	31.43	34.03	37.35
	10.78%	25.97	27.49	29.32	31.57	34.40

数据来源：东方证券研究所

风险提示

合金钢和不锈钢业务增速不及预期：合金钢业务目前是公司最大的收入来源，不锈钢业务未来将是公司增长最快的收入来源，如业务增速不及预期，则存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险，进而对公司估值造成不利的影响。

原材料价格大幅波动风险：若原材料价格出现大幅波动，且公司对下游议价能力较弱，则可能存在公司吨毛利下降的风险；若原材料价格继续大幅上涨，导致客户需求收缩，则可能存在公司销量下滑的风险，进而对公司估值造成不利的影响。

销售客户集中的风险：公司下游客户较为集中，尽管公司与上述客户均已合作多年，但不排除未来与客户间的合作关系可能会发生不利变化，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，则无缝管需求或将受到较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

煤电市场景气度不及预期风险：若煤电市场景气不及预期，则公司产品需求或将受到较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	461	469	536	578	626
应收票据、账款及款项融资	949	912	1,043	1,125	1,204
预付账款	59	68	96	104	111
存货	472	551	651	700	748
其他	30	43	46	48	49
流动资产合计	1,972	2,043	2,372	2,554	2,738
长期股权投资	82	74	74	74	74
固定资产	392	541	583	615	607
在建工程	65	68	46	16	12
无形资产	107	112	110	108	105
其他	216	267	264	262	260
非流动资产合计	861	1,063	1,077	1,075	1,058
资产总计	2,833	3,106	3,449	3,629	3,796
短期借款	388	516	644	596	516
应付票据及应付账款	1,007	1,046	1,185	1,275	1,361
其他	153	193	194	195	196
流动负债合计	1,548	1,755	2,023	2,065	2,073
长期借款	157	146	146	146	146
应付债券	0	0	0	0	0
其他	62	48	25	25	25
非流动负债合计	219	194	171	171	171
负债合计	1,767	1,949	2,194	2,236	2,243
少数股东权益	142	105	120	138	158
实收资本（或股本）	110	110	110	110	110
资本公积	432	392	403	403	403
留存收益	378	543	623	742	881
其他	4	8	0	0	0
股东权益合计	1,066	1,157	1,256	1,393	1,552
负债和股东权益总计	2,833	3,106	3,449	3,629	3,796

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	126	232	205	233	266
折旧摊销	80	46	121	137	152
财务费用	6	20	27	28	25
投资损失	0	12	0	0	0
营运资金变动	(85)	(22)	(122)	(50)	(49)
其它	(117)	(494)	(32)	0	0
经营活动现金流	10	(205)	200	348	395
资本支出	(438)	(200)	(135)	(135)	(135)
长期投资	(9)	8	0	0	0
其他	88	92	0	0	0
投资活动现金流	(360)	(100)	(135)	(135)	(135)
债权融资	254	9	0	0	0
股权融资	0	(40)	11	0	0
其他	171	389	(8)	(171)	(213)
筹资活动现金流	425	358	3	(171)	(213)
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	74	52	67	42	48

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,981	2,663	3,044	3,284	3,517
营业成本	1,702	2,187	2,582	2,778	2,966
销售费用	6	10	12	13	13
管理费用	49	84	81	88	94
研发费用	62	93	101	109	117
财务费用	6	20	27	28	25
资产、信用减值损失	18	15	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(0)	(12)	0	0	0
其他	1	18	6	7	13
营业利润	139	260	226	255	292
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	138	259	224	254	291
所得税	12	27	19	22	25
净利润	126	232	205	233	266
少数股东损益	6	6	16	18	20
归属于母公司净利润	121	226	190	215	246
每股收益（元）	1.10	2.05	1.72	1.95	2.24

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	64.1%	34.4%	14.3%	7.9%	7.1%
营业利润	68.1%	87.6%	-13.1%	13.0%	14.6%
归属于母公司净利润	64.1%	87.4%	-16.0%	13.2%	14.6%
获利能力					
毛利率	14.1%	17.9%	15.2%	15.4%	15.6%
净利率	6.1%	8.5%	6.2%	6.5%	7.0%
ROE	13.7%	22.8%	17.3%	18.0%	18.6%
ROIC	10.0%	14.0%	11.4%	11.8%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	62.7%	63.6%	61.6%	59.1%
净负债率	13.1%	25.4%	28.3%	19.0%	8.8%
流动比率	1.27	1.16	1.17	1.24	1.32
速动比率	0.96	0.85	0.85	0.90	0.96
营运能力					
应收账款周转率	4.8	4.6	5.3	5.2	5.1
存货周转率	4.5	4.2	4.3	4.1	4.1
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	1.10	2.05	1.72	1.95	2.24
每股经营现金流	0.09	-1.87	1.82	3.16	3.59
每股净资产	8.40	9.57	10.32	11.41	12.67
估值比率					
市盈率	31.1	16.6	19.8	17.5	15.2
市净率	4.1	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	19.2	13.2	11.5	10.2	9.2
EV/EBIT	29.8	15.4	17.0	15.2	13.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。