

公司研究

盈利进一步减亏，现金流及收现比同比改善

——中铁装配（300374.SZ）跟踪点评报告

要点

事件：中铁装配发布 2025 年中报。25H1，公司实现总营收/归母净利润/扣非净利润分别为 8.7/-0.4/-0.4 亿元，上年同期为 8.2/-0.5/-0.5 亿元；25Q2，公司实现总营收/归母净利润/扣非净利润分别为 6.1/-0.1/-0.1 亿元，上年同期为 5.1/-0.2/-0.2 亿元。

点评：

主业经营稳健增长，积极拓展海外业务。

25H1，公司在云南、山东等重点区域市场成功中标国际产业示范园、仓储物流产业园、经济开发区产业园等多个项目，其中日照市东港区城乡供水一体化项目的顺利落地，进一步拓展了公司在民生工程领域的业务版图，同时有助于积累水务项目的技术经验与业绩资质。钢结构业务作为另一增长引擎实现快速突破，依托技术创新与履约能力提升，在铁路站房、机场等细分市场领域项目占比实现增长。公司目前已掌握大跨度钢框架安装、超高层钢结构安装、滑移施工、复杂结构动态模拟、大吨位构件整体提升等核心技术，成功打造多项大体量、急难险重、技术复杂的标志性工程，极限履约能力获得行业高度认可。25H1，公司积极亮相 2025（中国）亚欧商品贸易博览会、第 20 届哈萨克斯坦-中国商品展览会两大国际展会，通过展示核心技术产品与精品工程案例，为海外市场布局奠定基础，推动业务结构向“国内强劲、海外拓展”的双循环格局优化升级。

毛利率费用率同比均下降，现金流收现比同比改善。

25H1，公司综合毛利率 8.5%，同比+3.2pcts；期间费用率合计 13.0%，同比+2.2pcts；销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.3%/5.8%/2.0%/3.9%，同比分别+0.1/-0.8/-0.3/+3.3pcts；归母净利率-4.2%，同比+1.7pcts。25H1，公司经营性现金流净额为 0.4 亿元，同比+0.1 亿元；收现比 111%，同比+46pcts。25H1，公司资产负债率 81%，同比+5pcts。

投资建议：25H1，中铁装配收入实现稳定增长，归母净利润进一步减亏，现金流及收现比同比改善。结合公司 25H1 财务数据，我们维持对公司 2025-2026 年归母净利润预测 0.02 亿元、0.44 亿元，新增对公司 2027 年归母净利润预测 0.68 亿元。维持“增持”评级。

风险提示：钢价大幅波动影响公司盈利能力、下游需求不及预期、保障房及装配式建筑政策推进不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,496	1,901	1,996	2,093	2,191
营业收入增长率	135.66%	27.07%	5.00%	4.85%	4.71%
净利润（百万元）	-163	-64	2	44	68
净利润增长率	Na	Na	Na	1987.29%	53.74%
EPS（元）	-0.66	-0.26	0.01	0.18	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	-18.86%	-7.57%	0.25%	4.96%	7.09%
P/E	Na	Na	1,883	90	59
P/B	4.6	4.7	4.7	4.5	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-22

增持（维持）

当前价：16.16 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

021-52523819

chenqf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.46
总市值(亿元):	39.74
一年最低/最高(元):	12.80/26.11
近 3 月换手率:	283.24%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.57	-9.93	-15.60
绝对	-9.26	7.30	25.17

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,496	1,901	1,996	2,093	2,191
营业成本	1,405	1,702	1,753	1,799	1,866
折旧和摊销	77	77	85	85	85
税金及附加	18	17	17	18	19
销售费用	21	21	21	21	21
管理费用	126	105	104	104	103
研发费用	46	64	63	63	63
财务费用	43	42	40	46	55
投资收益	-1	-3	-3	-3	-3
营业利润	-180	-66	2	46	71
利润总额	-179	-67	2	46	71
所得税	-16	-3	0	2	3
净利润	-163	-64	2	44	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-163	-64	2	44	68
EPS(元)	-0.66	-0.26	0.01	0.18	0.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94	92	187	224	283
净利润	-163	-64	2	44	68
折旧摊销	77	77	85	85	85
净营运资金增加	104	-2	-70	-58	-85
其他	76	81	171	152	215
投资活动产生现金流	-9	-5	-18	-18	-18
净资本支出	-9	-5	-15	-15	-15
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-3	-3	-3
融资活动现金流	16	25	-150	-174	445
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-35	78	-110	-127	500
无息负债变化	420	699	65	62	83
净现金流	101	112	19	32	710

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	6.1%	10.5%	12.2%	14.0%	14.8%
EBITDA 率	-2.8%	4.1%	6.4%	8.6%	9.7%
EBIT 率	-7.9%	0.1%	2.2%	4.5%	5.8%
税前净利润率	-12.0%	-3.5%	0.1%	2.2%	3.2%
归母净利润率	-10.9%	-3.4%	0.1%	2.1%	3.1%
ROA	-5.0%	-1.6%	0.1%	1.1%	1.5%
ROE (摊薄)	-18.9%	-7.6%	0.3%	5.0%	7.1%
经营性 ROIC	-6.0%	0.1%	2.8%	6.6%	9.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	74%	79%	79%	78%	79%
流动比率	0.72	0.78	0.95	1.23	1.52
速动比率	0.69	0.76	0.92	1.19	1.47
归母权益/有息债务	0.73	0.67	0.74	0.87	0.63
有形资产/有息债务	2.54	2.98	3.22	3.59	2.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,274	4,030	3,986	3,964	4,615
货币资金	274	376	395	427	1,137
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,016	1,625	1,596	1,575	1,546
应收票据	13	21	22	23	24
其他应收款 (合计)	31	21	22	23	24
存货	72	83	85	88	92
其他流动资产	37	49	49	49	49
流动资产合计	1,701	2,448	2,455	2,484	3,186
其他权益工具	3	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,203	931	854	775	697
在建工程	12	13	12	12	11
无形资产	89	85	93	101	109
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9	32	32	32	32
非流动资产合计	1,574	1,582	1,531	1,480	1,429
总负债	2,412	3,189	3,143	3,077	3,659
短期借款	1,136	1,238	627	0	0
应付账款	1,045	1,629	1,678	1,722	1,786
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	1	1	1
其他流动负债	19	52	52	52	52
流动负债合计	2,357	3,132	2,586	2,020	2,103
长期借款	0	0	500	1,000	1,500
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	18	18	18	18
非流动负债合计	54	57	557	1,057	1,557
股东权益	863	841	843	888	955
股本	246	246	246	246	246
公积金	910	954	954	959	965
未分配利润	-286	-349	-347	-308	-247
归属母公司权益	863	841	843	888	955
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.41%	1.12%	1.07%	1.01%	0.96%
管理费用率	8.44%	5.51%	5.23%	4.97%	4.72%
财务费用率	2.90%	2.18%	2.00%	2.21%	2.50%
研发费用率	3.10%	3.34%	3.18%	3.02%	2.87%
所得税率	9%	4%	4%	4%	4%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.38	0.37	0.76	0.91	1.15
每股净资产	3.51	3.42	3.43	3.61	3.88
每股销售收入	6.08	7.73	8.12	8.51	8.91

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	Na	Na	1883	90	59
PB	4.6	4.7	4.7	4.5	4.2
EV/EBITDA	Na	63.1	38.0	26.3	21.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP