

精工钢构（600496.SH）

钢构出海龙头——精修内功，扬帆全球

钢结构工程龙头，引领行业出海浪潮。公司是钢结构工程龙头企业，在国内外工业建筑/公共建筑领域技术、品牌实力突出，标杆项目遍布全球。对比当前上市钢结构行业头部公司，2024 年精工钢构/鸿路钢构/东南网架/杭萧钢构/富煌钢构分别实现营收 185/215/112/79/39 亿元，归母净利润 5.1/7.7/1.9/1.7/0.5 亿元，精工钢构营收/利润规模领衔行业发展。公司于 2008 年成立国际业务部，前瞻布局国际化业务，经过十余年发展，公司海外业务已较为成熟。当前公司已布局海外六大中心市场，产品涉足 50 多个国家和地区，拥有美标 AISC、欧标 1090-1/-2EXC4、俄标 GOST-R 等多项境外资质认证，境外业务相关员工超 1000 人。2025H1 公司海外营收 15.6 亿元，同比+54.5%，占比升至 15.7%（2024 年为 13.9%）；海外新签订单 36.6 亿元，同比高增 94.1%，占比进一步提升至 29.3%（2024 年为 13.7%），海外战略效益显著。

海外钢结构需求强劲，公司未来成长动能持续清晰。中东方面，沙特“2030 愿景”稳步推进，未来近 10 年还将举办多个全球性赛事或活动（2027 年亚洲杯、2029 年亚洲冬季运动会、2030 年世博会、2034 年世界杯+亚运会等），同时放松居留权获取条件，系列政策驱动沙特成为全球投资沃土，有望显著带动钢结构需求提升。东南亚方面，近年来随着工业化、城镇化加速，经济展现出较强的韧性和活力，系列工业和基建投资计划有望持续带动配套钢结构项目增多。此外，国内企业正加速出海，公司长期为国内科技、制造、消费等行业龙头建设钢结构项目，后续公司有望持续获客户海外钢结构项目建设订单。公司海外业务毛利率更高（2025H1 为 13.6%，高于境内 3.6pct），彰显公司海外竞争优势，后续随着公司海外业务占比提升，公司盈利能力有望持续强化。

订单结构持续优化，工业连锁及战略加盟助力提升市占率。工业建筑业务具备工期短、回款快的特点，同时利润率在当前环境下高于公共建筑（2024 年公司工业建筑/公共建筑毛利率分别为 12.2%/11.2%）。近年来公司重点跟随国家发展战略和产业升级趋势，卡位新兴战略行业高端客户，持续提升工业建筑业务占比。2025H1 公司工业建筑订单占比 55.4%，较上年底提升 7.2pct；2024 年工业建筑收入占比 60.9%（连续 3 年维持 60%以上）。此外，公司工业连锁及战略加盟业务显著增长（2025H1 为 9.2 亿元，同增 162%）。公司已在全国布局 8 家合营企业，覆盖重庆、福建、海南、河南等区域市场，并进一步加强对重点区域的下沉管理，后续有望持续助力公司提升市占率。

现金流表现优异，财报质量已显著改善。随着公司业务结构持续优化，同时公司“青蛙”专项清欠行动持续推进，合同资产管理和应收账款回收取得显著成效，2023 年以来公司经营性现金流量净额持续为正，2023/2024/2025H1 分别为净流入 4.7/7.7/4.2 亿元。2025H1 公司 1 年以内应收账款 29.97 亿元，占比 62%；1-2 年的占比 15%；2-3 年的占比 8%；3 年以上的占比 15%，账龄结构整体较为健康。其中公司已计提坏账准备 10.91 亿元，覆盖 2 年以上应收账款的 98%，覆盖全部应收账款的 23%，减值计提已较为充分。2025H1 末公司货币现金+交易性金融资产高达 54 亿元，账上资金充裕。

投资建议：预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.9/7.1/8.7 亿元，同增 15%/21%/22%，EPS 分别为 0.30/0.36/0.44 元/股，当前股价对应 PE 分别为 13/11/9 倍，PB-LF 仅 0.85 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求下滑风险，竞争加剧风险，海外经营风险，减值计提风险，假设和测算结果误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,506	18,492	20,403	23,069	26,484
增长率 yoy（%）	5.0	12.0	10.3	13.1	14.8
归母净利润（百万元）	548	512	589	714	870
增长率 yoy（%）	-21.6	-6.7	15.2	21.1	21.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.28	0.26	0.30	0.36	0.44
净资产收益率（%）	6.4	5.7	6.3	7.2	8.2
P/E（倍）	13.9	14.9	13.0	10.7	8.8
P/B（倍）	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

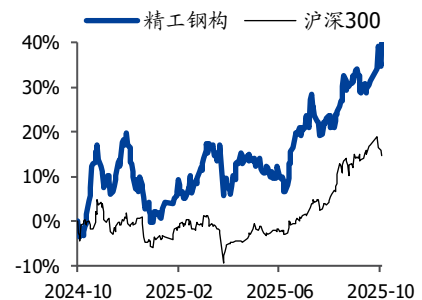
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 14 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
10 月 14 日收盘价（元）	3.84
总市值（百万元）	7,642.08
总股本（百万股）	1,990.12
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	30.60

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

相关研究

- 《精工钢构（600496.SH）：业绩快增现金流优异，海外有望持续贡献增量》 2025-08-27
- 《精工钢构（600496.SH）：报表质量明显提升，海外业务快速开拓》 2025-04-28
- 《精工钢构（600496.SH）：23H1 盈利稳健增长，订单明显提速》 2023-08-26

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	18677	21327	22832	25282	28410
现金	4578	5201	5653	6070	6521
应收票据及应收账款	3449	4158	4264	4798	5512
其他应收款	288	298	296	300	308
预付账款	423	512	518	544	601
存货	1431	1588	1733	1952	2234
其他流动资产	8507	9569	10368	11617	13235
非流动资产	4650	4287	4299	4237	4112
长期投资	971	931	911	891	871
固定资产	1560	1532	1485	1428	1361
无形资产	363	337	319	300	280
其他非流动资产	1755	1487	1585	1618	1599
资产总计	23327	25614	27131	29519	32522
流动负债	12472	14321	15287	16970	19137
短期借款	1226	947	897	847	797
应付票据及应付账款	8857	10226	11017	12433	14245
其他流动负债	2389	3149	3372	3690	4096
非流动负债	2310	2318	2380	2510	2660
长期借款	254	197	197	247	297
其他非流动负债	2056	2121	2183	2263	2363
负债合计	14782	16640	17667	19480	21798
少数股东权益	33	33	51	73	100
股本	2013	2013	2013	2013	2013
资本公积	1717	1717	1717	1717	1717
留存收益	4706	5098	5565	6117	6776
归属母公司股东权益	8512	8941	9414	9966	10625
负债和股东权益	23327	25614	27131	29519	32522

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	471	771	920	906	931
净利润	571	527	608	736	897
折旧摊销	156	184	202	215	227
财务费用	191	180	198	205	215
投资损失	-13	38	10	0	3
营运资金变动	-556	-393	-343	-484	-644
其他经营现金流	122	234	245	234	234
投资活动现金流	-201	-339	-223	-142	-95
资本支出	-251	-114	-116	-115	-115
长期投资	16	-258	-67	-17	33
其他投资现金流	35	33	-40	-10	-13
筹资活动现金流	-610	-258	-245	-347	-385
短期借款	-57	-279	-50	-50	-50
长期借款	-395	-57	0	50	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	51	0	0	0	0
其他筹资现金流	-209	78	-195	-347	-385
现金净增加额	-332	174	452	417	451

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16506	18492	20403	23069	26484
营业成本	14361	16151	17866	20162	23099
营业税金及附加	58	73	82	92	106
营业费用	179	186	204	254	318
管理费用	524	520	575	657	763
研发费用	661	682	755	854	980
财务费用	66	81	78	74	73
资产减值损失	-6	-120	-94	-94	-94
其他收益	67	72	61	58	66
公允价值变动收益	-1	2	0	0	0
投资净收益	13	-38	-10	0	-3
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	592	568	650	790	965
营业外收入	14	15	15	15	15
营业外支出	11	6	5	5	5
利润总额	595	577	660	800	975
所得税	24				
净利润	571	527	608	736	897
少数股东损益	23	15	18	22	27
归属母公司净利润	548	512	589	714	870
EBITDA	808	987	941	1089	1275
EPS (元/股)	0.28	0.26	0.30	0.36	0.44

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.0	12.0	10.3	13.1	14.8
营业利润(%)	-18.3	-4.1	14.5	21.5	22.1
归属母公司净利润(%)	-21.6	-6.7	15.2	21.1	21.8
获利能力					
毛利率(%)	13.0	12.7	12.4	12.6	12.8
净利率(%)	3.3	2.8	2.9	3.1	3.3
ROE(%)	6.4	5.7	6.3	7.2	8.2
ROIC(%)	5.1	5.8	5.1	5.8	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	63.4	65.0	65.1	66.0	67.0
净负债比率(%)	-9.5	-16.7	-19.2	-21.4	-23.3
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	5.5	5.1	5.0	5.3	5.4
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.26	0.30	0.36	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.39	0.46	0.46	0.47
每股净资产(最新摊薄)	4.28	4.49	4.73	5.01	5.34
估值比率					
P/E	13.9	14.9	13.0	10.7	8.8
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.6	4.6	6.2	5.0	4.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 14 日收盘价

内容目录

1. 钢结构工程龙头，引领行业出海浪潮.....	4
2. 海外钢结构需求强劲，公司未来成长动能持续清晰.....	8
3. 订单结构持续优化，工业连锁及战略加盟助力提升市占率	11
4. 现金流表现优异，财报质量已显著改善	13
5. 盈利预测、估值与投资建议.....	14
6. 风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 精工钢构工业建筑板块代表性服务对象.....	4
图表 2: 精工钢构公共建筑板块代表性项目	4
图表 3: 上市钢结构公司营收对比（亿元）	4
图表 4: 上市钢结构公司归母净利润对比（亿元）	4
图表 5: 钢结构代表性上市公司研发投入情况（亿元）	5
图表 6: 精工钢构十二大核心技术体系	5
图表 7: 精工钢构出海历程	6
图表 8: 公司海外布局概览	6
图表 9: 精工钢构海外收入及增速	7
图表 10: 精工钢构海外订单及增速	7
图表 11: 沙特“2030 年愿景”主要目标	8
图表 12: 东南亚重点国家工业化推进政策	9
图表 13: 南亚重点国家基建投资计划	9
图表 14: “十四五”期间 A 股公司境外收入变动趋势.....	10
图表 15: 精工钢构境内/海外毛利率对比.....	10
图表 16: 精工钢构工业建筑订单占比	11
图表 17: 精工钢构工业建筑收入占比	11
图表 18: 精工钢构工业连锁及战略加盟业务规模及增速	12
图表 19: 钢结构上市公司历年经营性现金流量净额对比（亿元）	13
图表 20: 精工钢构 2025H1 末账龄结构	13
图表 21: 精工钢构收入拆分预测	14
图表 22: 精工钢构毛利率拆分预测.....	14
图表 23: 精工钢构期间费用率拆分预测	15
图表 24: 钢结构可比公司估值表	15

1. 钢结构工程龙头，引领行业出海浪潮

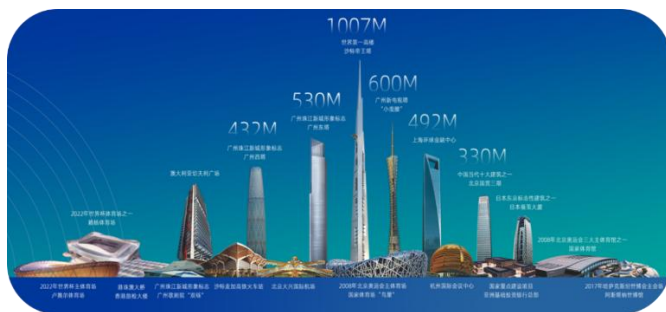
钢结构工程龙头，收入规模稳步扩张。公司主营钢结构建筑及围护系统的设计、制作、施工和工程服务，在全国钢结构行业排名中连续六年排名第一，是我国钢结构工程龙头企业。在工业建筑领域，公司凭借“精工+美建”双品牌运作，拥有超过 10000 个工业建筑项目的实施经验，为全球多家知名企业提供轻型钢结构建筑一体化解决方案。在公共建筑领域，公司通过推动建设精工”品牌，积极拓展市场，截至目前已打造全球 800+ 地标建筑，涵盖大型场馆、高层超高层、航站楼火车站等海外地标，分别实现承建 220+/450+/130+ 座，如“全球第一高楼”沙特吉达塔、北京奥运会“鸟巢”等，品牌知名度与国际影响力持续提升。

图表1：精工钢构工业建筑板块代表性服务对象



资料来源：绍兴建设微信公众号，国盛证券研究所

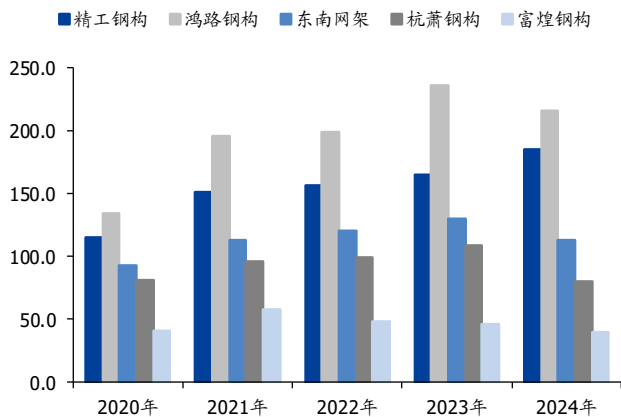
精工钢构公共建筑板块代表性项目



资料来源：绍兴建设微信公众号，国盛证券研究所

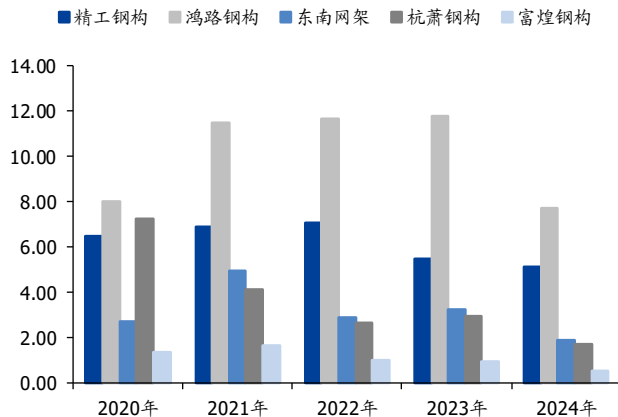
对比当前上市钢结构行业头部公司，2024 年精工钢构/鸿路钢构/东南网架/杭萧钢构/富煌钢构分别实现营收 185/215/112/79/39 亿元，归母净利润 5.1/7.7/1.9/1.7/0.5 亿元，其中精工钢构营收、利润规模近年来均领衔行业发展。

图表3：上市钢结构公司营收对比（亿元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

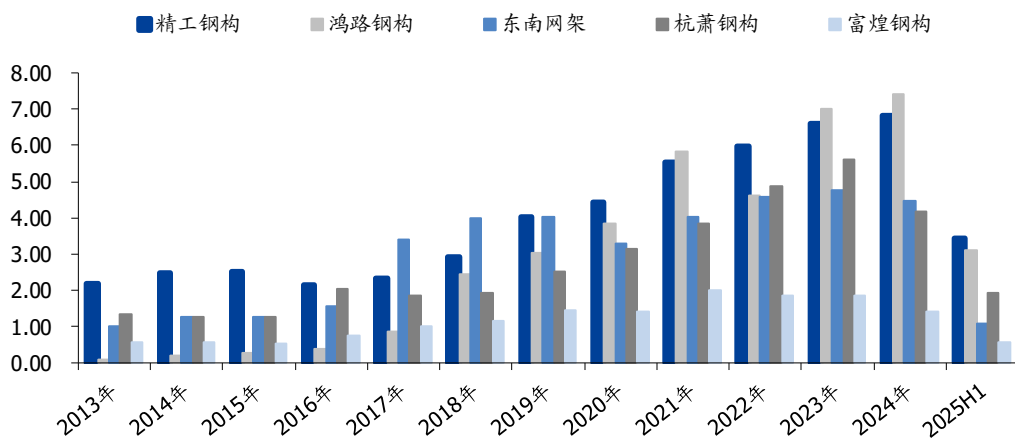
图表4：上市钢结构公司归母净利润对比（亿元）



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

研发投入持续加码,技术实力突出。公司围绕钢结构行业的关键技术领域持续投入研发,2013-2025H1 累计投入 51.46 亿元研发资金,形成了以“精工十二大技术体系”为核心的自主知识产权体系,并在系列“高大难特新”工程项目中实现广泛运用。公司拥有 1461 项技术专利,累计获得“鲁班奖”在内的权威奖项逾百项,其中作为主要完成单位研发的高层钢-混凝土混合结构的理论、技术与工程应用”项目荣获浙江省建筑行业首个国家科学技术进步一等奖,该项目主要包含支撑巨型框架-核心筒结构体系、交错桁架-钢管混凝土框架结构体系等结构体系,其提出的新型高层混合结构体系及其装配建造技术引领了高层建筑装配式建造技术的发展,并开辟了钢与混凝土混合应用的新方向。

图表5: 钢结构代表性上市公司研发投入情况(亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表6: 精工钢构十二大核心技术体系



资料来源: 上海市绍兴商会微信公众号, 国盛证券研究所

钢构出海乘风破浪,积极强化未来成长动能。公司 2005 年通过日本钢结构 H 级认证,进入日本钢结构市场;2008 年成立国际业务部,前瞻布局国际化业务;2010 年设立国际业务总部,进军中东、东南亚、中南美洲、非洲等区域,并成立精工国际,正式迈出海外步伐;2017 年,旗下子公司设立海外事业部,助力中企走向海外;当前公司已布局海外六大中心市场,产品涉足 50 多个国家和地区,拥有美标 AISC、欧标 1090-1/-2EXC4、俄标 GOST-R 等多项境外资质认证,境外业务相关员工超 1000 人。公司后续将持续深化出海战略,海外业务有望成为公司未来成长核心动能。

图表7: 精工钢构出海历程

时间	重点事件
2005 年	➤ 顺利通过日本钢结构 H 等级认证，成功进入日本市场
2008 年	➤ 广东三水生产基地——广东精工钢结构有限公司建成并试投产，辐射东南亚的战略进入新阶段 ➤ 成立国际业务部，开始布局国际化业务
2009 年	➤ 取得新加坡国家钢结构专业加工与安装 S1 资质，为开拓新加坡及东南亚市场奠定基础
2010 年	➤ 成立国际业务总部，业务范围覆盖中东、东南亚、中南美洲、非洲等区域 ➤ 成立精工国际，正式迈出出海步伐 ➤ 开建 10 万平方米的重钢出口基地，为实现国际化战略迈出坚实的一步
2017 年	➤ 旗下子公司精工工业设立海外事业部，助力更多中企走向海外
2021 年	➤ 印度尼西亚雅加达国际体育场开合屋盖首批机电设备启运发货，开合屋盖技术首次迈出国门，进入国际市场

资料来源: 公司官网, 公司年报, 公司微信公众号, 国盛证券研究所

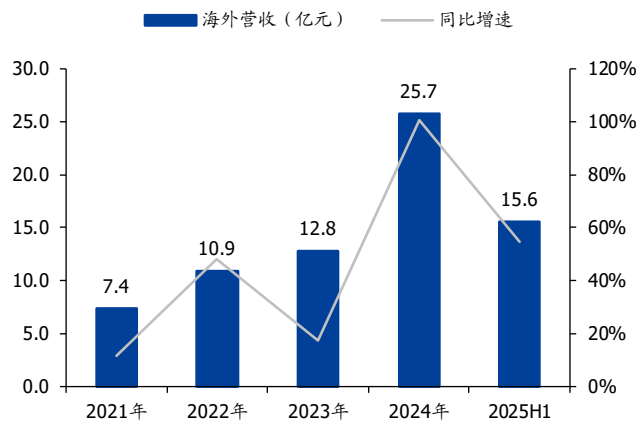
图表8: 公司海外布局概览



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

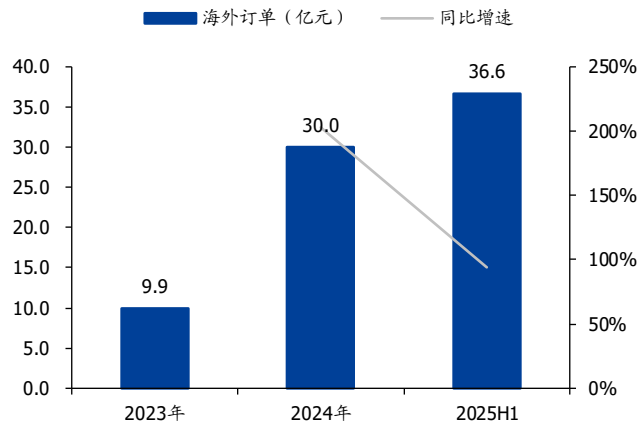
海外市场拓展势头强劲，持续释放成长新动能。从收入端看，2025H1 公司实现营收 99.1 亿元，同比+29.5%，其中境外实现营收 15.6 亿元，同比+54.5%，占比进一步提升至 15.7%（2023/2024 年占比分别为 7.8%/13.9%）。从订单端看，公司 25H1 新签订单 125.1 亿元，同比+2.2%，其中海外新签订单 36.6 亿元（地标建筑/工业建筑分别新签 18.4 亿/18.2 亿），同比高增 94.1%，超过 24 年全年海外订单总量（30 亿元），占比进一步提升至 29.3%（2023/2024 年占比分别为 4.9%/13.7%）。

图表9: 精工钢构海外收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 精工钢构海外订单及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 海外钢结构需求强劲，公司未来成长动能持续清晰

中东方面：沙特系当前全球投资沃土。沙特于 2016 年推出“2030 愿景”，目标成为阿拉伯与伊斯兰世界的核心国家、全球投资强国、以及连接亚欧非三大洲的世界枢纽，其中提出了包括将国家非石油收入提升六倍以上、实现外国投资翻倍等具体目标，以摆脱对石油收入的依赖和实现多元化增长。未来近 10 年，沙特还将举办多个全球性赛事或活动，将有较多场馆及配套基础设施建设，如 2027 年亚洲杯、2029 年亚洲冬季运动会、2030 年世博会、2034 年世界杯+亚运会等。此外，沙特 2019 年出台政策，交纳 80 万沙特里亚尔（约合 147 万人民币）获得永久居留权，或者交纳 10 万里亚尔（约合 19 万人民币）获得一年可续签居留权。系列长期发展目标+政府投资计划+永居政策驱动当前沙特成为全球投资沃土，有望显著带动钢结构需求提升。

图表11：沙特“2030 年愿景”主要目标

指标	2016 年数据	2030 年目标
失业率	11.6%	7.0%
中小企业对 GDP 的贡献率	20%	35%
女性劳动参与率	22%	30%
私营部门对 GDP 的贡献	40%	65%
外国直接投资占 GDP 百分比	3.8%	5.7%
非石油政府收入	1630 亿里亚尔	1 万亿里亚尔
全球竞争力指数排名	25	前 10

资料来源：沙特阿拉伯中资企业协会，国盛证券研究所

东南亚：经济持续展现韧性与活力。根据第 58 届东盟外长会议联合公报，当前东南亚国家经济展现出较强的韧性和活力，2024 年东盟经济增长率 4.8%，显著高于全球平均水平，并预计 2025 年经济增速将维持在 4.7% 的稳健区间。东南亚区域经济增长动力主要来源于制造业出口的复苏及基建等公共设施的资本投入增多。

其中在制造业方面，近年来东南亚持续重视工业化进程，相继推出“工业 4.0”战略，推动区域经济转型。如印尼 2018 年启动工业 4.0 计划，2023 年启动《2025—2045 年国家长期发展规划》，拟将制造业对 GDP 的贡献提升 10pct；新加坡 2021 年提出“制造业 2030 愿景”，计划到 2030 年实现制造业产值增长 50%；越南 2019 年发布《2030 年面向 2045 年越南制定工业发展政策方向的决议》，2030 年目标工业在 GDP 中占比超四成；马来西亚 2018 年出台“工业 4.0 国家政策”，并推出系列优惠政策和奖励政策。后续东南亚制造业投资有望带动钢结构建厂需求持续增多。

在基建方面，我们统计包括印尼、菲律宾、泰国、越南已纷纷提出明确的基建投资计划，其中印尼已宣布自 2024 年起将分阶段迁都，拟将首都从雅加达迁至东加里曼丹省将耗资 466 万亿印尼盾（约合 2339 亿元人民币），后续有望带动更多配套钢结构基建项目投资。

图表12: 东南亚重点国家工业化推进政策

国家	工业发展政策
印度尼西亚	印尼政府于 2018 年启动“工业 4.0”计划，通过大力发展制造技术来提振国家经济。2023 年宣布启动《2025—2045 年国家长期发展规划》，提出 8 项发展议程、17 个发展方向以及 45 项关键发展指标，其中重点之一是推动制造业进一步发展，将制造业对该国国内生产总值（GDP）的贡献率提升约 10 个百分点。
泰国	泰国在 2016 年制定了高附加值经济模式的 4.0 计划，努力将经济从依赖于制造他人设计的现有产品转变为由创新、研发主导的产品。
新加坡	2021 年提出“制造业 2030 愿景”，计划到 2030 年实现制造业产值增长 50%，将该国打造成全球先进制造业的业务、创新与人才中心。具体措施包括提高本土制造业企业竞争力、加速本土人才培养、吸引更多年轻人从事先进制造业、加大知识产权投入力度和推动制造业转型等。
菲律宾	政府计划于 2025 年前将该产业对经济总增值的贡献由 2012 年的 22% 提高至 30%。
越南	2019 年发布《2030 年面向 2045 年越南制定工业发展政策方向的决议》，2030 年目标工业在 GDP 中占比超四成，其中制造业和加工业在 GDP 中占比超三成，高科技产品产值在制造业和加工业中占比超过 45%，工业增加值年增长率超过 8.5%，劳动生产率年均增长 7.5%，行业竞争力指数（CIP）跻身东盟国家前三名，工业和服务业劳动占比超过 70%，建立一些具有国际竞争力的大型跨国工业企业和产业集群。
马来西亚	2018 年出台“国家政策”，聚焦电子电气、机械设备、化工、医疗器械、航空航天等五大高增长和有潜力行业，推出鼓励与扶持“工业 4.0”发展的优惠政策和奖励措施，促进中小企业的数字化转型，实施人才培养和职业培训计划。

资料来源：人民网，power arena，安永，新华丝路，一带一路数据库，国盛证券研究所

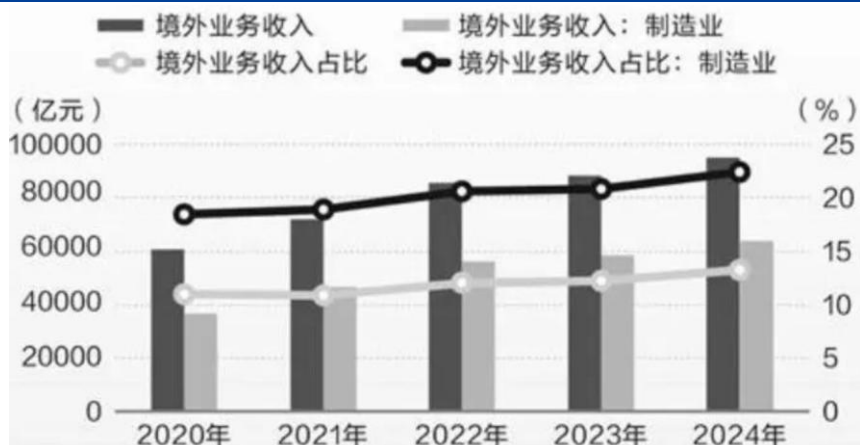
图表13: 南亚重点国家基建投资计划

国家	投资计划
印尼	2020-2024 年基建投资 4120 亿美元，约合 GDP 的 5.7%。此外，印尼拟把首都从雅加达迁至东加里曼丹省，预计耗资 466 万亿印尼盾（约合 2339 亿元人民币）
菲律宾	2023-2028 年将基建投资提高到 GDP 的 6.3%
泰国	计划在 2025 年年底前向约 150 个交通项目投资约 184 亿美元
越南	2021-2025 年基建投资约 1190 亿美元

资料来源：界面新闻、一带一路网、商务部、新华网，国盛证券研究所

国内企业加速出海，公司有望持续获协同出海订单。据 Wind 数据，2024 年共有 3667 家 A 股上市公司披露境外业务收入，占 A 股公司总数的 68%；合计实现境外总收入 9.52 万亿元，较“十三五”收官之年 2020 年增长 56.58%。其中制造业上市公司 2024 年合计实现境外总收入 6.39 万亿元，较 2020 年增长 75.42%；A 股千亿市值以上的上市公司中，有 29 家公司 2024 年境外业务收入较 2020 年实现翻倍以上增长。精工钢构长期为国内科技、制造、消费等行业龙头建设钢结构项目，随着客户们加速出海，精工钢构有望持续获客户海外钢结构项目建设订单（如 2025 中报中显示公司持续与比亚迪、星星冷链等老客户合作海外厂房项目）。

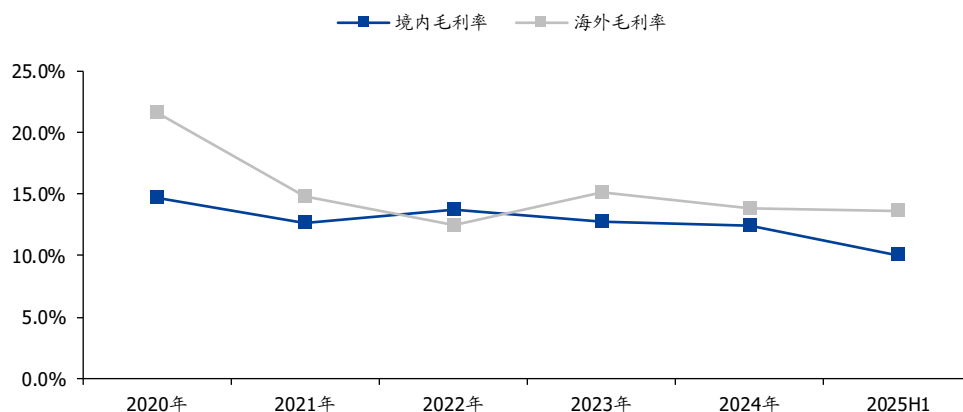
图表14: “十四五”期间 A 股公司境外收入变动趋势



资料来源: 证券时报, 国盛证券研究所

公司海外毛利率更高, 海外占比上升有望强化公司盈利能力。2020 年至今, 公司海外业务除 2022 年外毛利率均高于境内, 其中 2025H1 海外毛利率 13.6%, 高于境内 3.6pct。海外业务毛利率更高, 彰显公司海外竞争优势, 后续随着公司海外业务占比提升, 公司盈利能力有望持续强化。

图表15: 精工钢构境内/海外毛利率对比

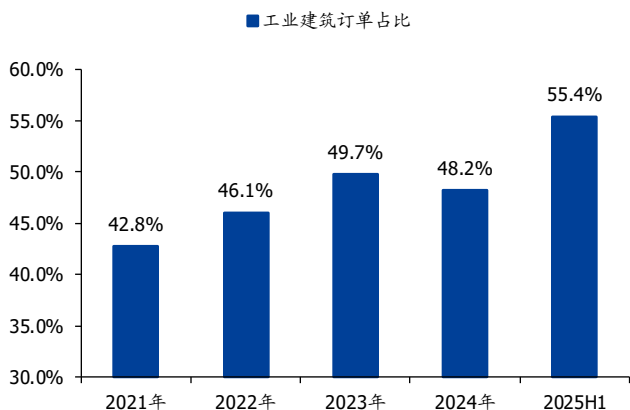


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 订单结构持续优化，工业连锁及战略加盟助力提升市占率

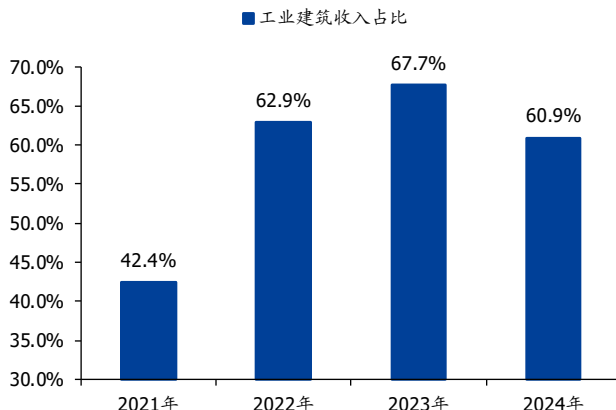
工业建筑业务占比稳步向上，助力公司改善现金流、提升盈利能力。工业建筑业务具备工期短、回款快的特点，同时利润率在当前环境下高于公共建筑（2024 年公司工业建筑/公共建筑毛利率分别为 12.2%/11.2%）。近年来公司重点跟随国家发展战略和产业升级趋势，卡位新兴战略行业（如新能源汽车、数据中心、高端物流等）高端客户，持续提升工业建筑业务占比。从订单角度看，2025H1 公司工业建筑订单占比 55.4%，其中国内/海外的工业订单占比分别为 69.7%/49.7%；从收入角度看，2024 年公司工业建筑收入占比 60.9%，近 3 年均维持在 60% 以上。

图表16: 精工钢构工业建筑订单占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

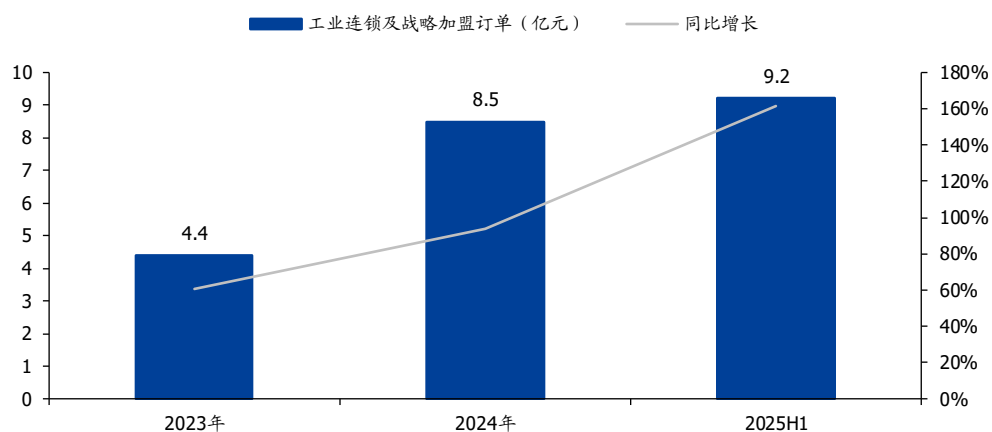
图表17: 精工钢构工业建筑收入占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

工业连锁及战略加盟业务显著增长，助力公司市占率持续提升。公司工业连锁及战略加盟业务，是指在公司“自营自建”之外，公司通过工业连锁和战略加盟方式将自身的品牌技术与当地合作伙伴的资源结合起来，加快推进公司工业建筑业务和装配式技术的推广，提高市场占有率。近年来公司工业连锁及战略加盟业务快速推广，订单持续激增，公司 25H1 新签新兴业务合同 24 亿元，YoY -10%，其中 EPC 及装配式/工业连锁及战略加盟分别新签 14/9.2 亿元，YoY -36%/+162%，工业连锁及加盟业务表现亮眼，已超过去年全年连锁加盟业务总订单量（8.5 亿元）。截至 2025 中报发布日，公司已在全国布局 8 家合营企业，覆盖重庆、福建、海南、河南等区域市场，并进一步加强对重点区域的下沉管理，后续有望持续助力公司提升市占率。

图表18: 精工钢构工业连锁及战略加盟业务规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 现金流表现优异，财报质量已显著改善

经营性现金流量净额 2023 年至今持续为正。随着公司业务结构持续优化，同时公司“青蛙”专项清欠行动持续推进，合同资产管理和应收账款回收取得显著成效，2023 年以来公司经营性现金流量净额持续为正，2023/2024/2025H1 分别为净流入 4.7/7.7/4.2 亿元。2025H1 末公司货币现金+交易性金融资产高达 54 亿元，账上资金充裕。

图表19: 钢结构上市公司历年经营性现金流量净额对比（亿元）

可比公司	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025H1
精工钢构	4.2	-2.4	-1.7	4.7	7.7	4.2
鸿路钢构	1.6	-2.0	6.2	11.0	5.7	-2.0
东南网架	4.4	-4.4	-11.7	-15.9	10.9	-10.9
杭萧钢构	-0.1	-9.0	-8.4	-5.6	-7.7	-6.6
富煌钢构	2.1	-6.3	-6.3	0.2	0.6	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从应收账款账龄结构上看，2025H1 公司 1 年以内应收账款 29.97 亿元，占比 62%；1-2 年的占比 15%；2-3 年的占比 8%；3 年以上的占比 15%，账龄结构整体较为健康。其中公司已计提坏账准备 10.91 亿元，覆盖 2 年以上应收账款的 98%，覆盖全部应收账款的 23%，减值计提已较为充分，显示财报已较为健康。

图表20: 精工钢构 2025H1 末账龄结构

账龄	25H1 期末账面余额（亿元）
1 年以内	29.97
1 至 2 年	7.34
2 至 3 年	3.67
3 年以上	7.48
3 至 4 年	1.33
4 至 5 年	1.31
5 年以上	4.84
小计	48.46
减：坏账准备	10.91
合计	37.55

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

收入方面：我们预测公司 2025-2027 年钢结构业务分别同增 11%/14%/15%，其中公司重点推动工业建筑开拓，预测 3 年收入分别增长 12%/16%/18%；公共建筑则分别增长 9%/8%/8%。预测集成及 EPC 业务 2025-2027 年分别增长 5%/10%/15%，其中 EPC 业务分别增长 5%/10%/15%；专利授权许可业务分别增长 10%/15%/15%。其他业务则假设保持 3% 的增长。综上我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 204/231/265 亿元，分别同增 10%/13%/15%。

图表21：精工钢构收入拆分预测

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	165.1	184.9	204.03	230.69	264.84
yoy	6%	12%	10%	13%	15%
钢结构业务（亿元）	143.1	163.1	181.2	205.8	236.6
yoy	14%	14%	11%	14%	15%
工业建筑（亿元）	111.7	112.7	126.2	146.4	172.7
yoy	12.67%	1%	12%	16%	18%
公共建筑（亿元）	31.3	50.5	55.0	59.4	63.9
yoy	15%	61%	9%	8%	8%
集成及 EPC（亿元）	17.9	18.7	19.7	21.6	24.9
yoy	-35%	5%	5%	10%	15%
EPC 业务（亿元）	17.6	18.5	19.4	21.3	24.5
yoy	-34%	5%	5%	10%	15%
专利授权许可（亿元）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
yoy	-72%	-6%	10%	15%	15%
其他（亿元）	4.1	3.1	3.2	3.3	3.4
yoy	145%	-25%	3%	3%	3%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

毛利率方面：我们预测公司 2025-2027 年钢结构业务分别为 11.9%/12.1%/12.4%，受益海外毛利率业务更高，海外业务占比提升有望驱动公司毛利率整体呈现稳步恢复趋势，其中工业建筑 3 年分别预测为 12.2%/12.5%/12.8%，公共建筑均预测为 11.2%。预测集成及 EPC 业务未来 3 年分别为 12.9%/13.0%/13.0%，其中 EPC 业务假设保持为 11.7%，专利授权许可业务则预测持续保持 100%。其他业务毛利率预测保持为 40%。基于上述假设，我们预测公司 2025-2027 年整体毛利率分别为 12.4%/12.6%/12.8%。

图表22：精工钢构毛利率拆分预测

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	13.0%	12.7%	12.4%	12.6%	12.8%
钢结构业务	12.2%	11.9%	11.9%	12.1%	12.4%
工业建筑	12.0%	12.2%	12.2%	12.5%	12.8%
公共建筑	12.9%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
集成及 EPC	13.4%	12.8%	12.9%	13.0%	13.0%
EPC 业务	12.1%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
专利授权许可	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他	39.9%	51.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

期间费用率方面：我们假设 2025-2027 年销售费用率分别为 1.0%/1.1%/1.2%，开拓海外市场可能带动公司销售毛利率小幅提升；预测管理费用率分别为 2.8%/2.9%/2.9%；预测研发费用率保持为 3.7%；预测财务费用率分别为 0.4%/0.3%/0.3%。基于上述假设，我们预测公司 2025-2027 年期间费用率分别为 7.9%/8.0%/8.1%。

图表23: 精工钢构期间费用率拆分预测

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
管理费用率	3.2%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
研发费用率	4.0%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
期间费用率	8.7%	7.9%	7.9%	8.0%	8.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基于上述假设，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.9/7.1/8.7 亿元，同比增长 15%/21%/22%，EPS 分别为 0.30/0.36/0.44 元/股，当前股价对应 PE 分别为 13/11/9 倍，PB-LF 仅 0.85 倍，公司资产质量持续改善，估值较低，具备较大向上修复弹性，维持“买入”评级。

图表24: 钢结构可比公司估值表

股票简称	股价（元）	EPS（元/股）				PE				PB
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
鸿路钢构	20.00	1.12	0.93	1.13	1.33	17.9	21.4	17.6	15.0	1.47
东南网架	4.62	0.17	0.19	0.21	0.24	27.1	24.7	21.7	19.3	0.82
杭萧钢构	2.74	0.07	0.37	0.44	0.53	38.4	7.5	6.2	5.2	1.29
富煌钢构	5.48	0.12	1.31	1.46	1.62	46.4	4.2	3.8	3.4	0.73
均值						32.4	14.4	12.3	10.7	1.08

资料来源: Wind, 国盛证券研究所，鸿路钢构盈利预测数据取自国盛建筑最新外发报告，其余公司取自 Wind 一致预期，股价截至 2025/10/14

6. 风险提示

需求下滑风险，竞争加剧风险，海外经营风险，减值计提风险，假设和测算结果误差风险等。

1) 需求下滑风险: 公司的业务发展与宏观经济景气程度、国家固定资产投资及货币政策的宽松程度相关，亦受工业化、城镇化等因素的长期影响，若宏观环境变化导致行业需求下滑，则将对公司盈利产生不利影响。

2) 竞争加剧风险: 当前国内钢结构头部企业格局基本稳定，若后续钢结构行业出现新的规模化竞争者，或原有头部公司为抢占份额而低价竞争，叠加行业需求回落，则将对公司项目盈利能力产生较大不利影响。

3) 海外经营风险: 若公司海外目标市场所在国家或地区的经济状况或是政治环境出现恶化，公司海外业务的经营及未来进一步的开拓将受到不利影响。

4) 减值计提风险: 若公司大量业主出现资金紧张情况，则公司应收款可能继续面临减值，并影响公司在手现金量、经营性现金流、以及净利润等核心财务指标。

5) 假设和测算结果误差风险: 报告内对未来预测的各个假设条件可能存在误差，对应市场空间、财务指标的未来测算结果也可能存在误差。

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
 jsresearch@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