

利润短期承压，高端产品有望中期带动盈利修复

——抚顺特钢 2025 三季报点评

核心观点

- 下游市场需求下行，盈利能力短期承压。**公司 25 年前三季度累计实现归母净利润约 -5.5 亿元，同比下降 274.01%；单季度来看，25Q3 实现归母净利润约-2.7 亿元，环比下降 78.2%。受到下游市场需求下行影响，公司产品订单及价格均有所下降，25 年前三季度产品平均售价同比下降超过 10%，此外尽管新建项目投产但由于产品尚未得到认证等原因使得产量不及预期，提高了生产成本，公司受到行业和内部原因影响了盈利能力，利润短期承压。但我们认为，公司产品下游景气度提升或将不远，凭借高端产品优势公司有望打开应用蓝海，盈利能力或将得到修复。
- 高端特钢及合金材料优势突出，国防军工及航空航天领域需求增长有望助力打开应用蓝海。**“十五五”规划建议中明确提出，实施国防发展重大工程，加紧国防科技创新和先进技术转化，加快先进武器装备发展，到 2035 年实现我国国防实力的大幅跃升。此外，民用航空航天领域，截止 2025 年 2 月，国产大飞机 C919 累计订单总数已超过 1500 架，其中确认订单近 1000 架，且供应链国产化率持续提升，国防军工及航空航天领域需求的增长有望持续带动高端特钢及合金材料产品的应用市场。公司作为老牌特殊钢生产企业，军用高温合金及超高强度钢具有较高的市场占有率，已入选中国商飞、商发供应商名录并建立稳定的合作关系。我们看好公司凭借高端、高档特殊钢和合金材料的生产优势，在下游军工及民用航空航天领域景气度有望持续的条件下进一步打开利润空间。
- 新建技改项目持续推进，高端产能继续增长。**公司近年来持续进行技术改造建设，24 年共投产新设备 35 台，涵盖电炉产线的非真空感应炉和 LF 精炼炉、2200t 精磨机、高合金小棒线以及若干后部热处理、削磨设备等，25 年技改项目也在持续推进。在下游国防军工、航空航天等领域景气度有望持续的情况下，高端产能的扩张有望助力公司提升生产效率，持续修复盈利能力。

盈利预测与投资建议

- 我们根据 25Q3 情况，做出下调相关产品销量、调整相关产品售价等调整，预测公司 25-27 年每股净资产为 2.92、3.02、3.23 元（原 25-26 年为 3.87、4.28 元），根据可比公司 26 年 2.3X PB，对应目标价为 6.98 元，维持买入评级。

风险提示

下游需求不及预期的风险、公司产品认证进度不及预期的风险、宏观经济波动风险、原材料价格波动风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,575	8,484	7,813	9,849	10,846
同比增长(%)	9.7%	-1.1%	-7.9%	26.1%	10.1%
营业利润(百万元)	399	126	(586)	34	441
同比增长(%)	-3.1%	-68.5%	-566.2%	105.8%	1191.0%
归属母公司净利润(百万元)	362	112	(609)	11	418
同比增长(%)	84.4%	-69.2%	-645.2%	101.9%	3557.3%
每股收益（元）	0.18	0.06	(0.31)	0.01	0.21
毛利率(%)	13.5%	12.7%	3.8%	11.0%	14.8%
净利率(%)	4.2%	1.3%	-7.8%	0.1%	3.9%
净资产收益率(%)	5.8%	1.7%	-10.1%	0.2%	6.8%
市盈率	29.0	93.9	(17.2)	918.3	25.1
市净率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.6

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 11 月 04 日）	5.42 元
目标价格	6.98 元
52 周最高价/最低价	7.65/4.91 元
总股本/流通 A 股（万股）	197,210/197,210
A 股市值（百万元）	10,689
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2025 年 11 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.04	3.04	-3.56	-22.71
相对表现%	4.6	3.51	-17.02	-39.79
沪深 300%	-1.56	-0.47	13.46	17.08



证券分析师

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

联系人

黄雨韵 执业证书编号：S0860125070019
huangyuyun@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

产能持续提升，或受益国产大飞机产业 2024-08-07
链：——抚顺特钢动态跟踪

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股净资产（元）					市净率			
		2025/11/4	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
钢研高纳	300034	16.88	4.39	4.84	5.19	5.59	3.85	3.49	3.25	3.02	
隆达股份	688231	22.81	10.95	11.48	12.06	12.91	2.08	1.99	1.89	1.77	
图南股份	300855	27.36	4.92	5.45	6.18	7.12	5.56	5.02	4.43	3.84	
广大特材	688186	24.50	12.93	13.93	15.60	17.58	1.89	1.76	1.57	1.39	
永兴材料	002756	46.13	22.93	24.12	25.78	28.05	2.01	1.91	1.79	1.64	
	调整后平均						2.6	2.5	2.3	2.1	

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

下游需求不及预期的风险。若航空航天、国防军工等领域对高温合金的需求不及预期，或导致公司产销量或盈利能力不及预期。

公司产品认证进度不及预期的风险。若公司新建项目投产后，产品的供应商资格认证不及预期，则存在公司产品放量不及预期，从而影响公司营业收入和盈利水平的风险。

宏观经济波动风险。若宏观经济恢复不及预期，则存在公司民品业务产销量或盈利能力不及预期的风险。

原材料价格波动风险。公司采取“金属价格+加工费”的产品定价模式，但存在调价周期，若短期内金属价格大幅上涨，成本上涨压力如果不能完全向下游传导，从而影响公司盈利水平。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	795	1,439	781	985	1,085	营业收入	8,575	8,484	7,813	9,849	10,846
应收票据、账款及款项融资	1,941	1,570	1,674	2,110	2,324	营业成本	7,416	7,406	7,513	8,771	9,243
预付账款	28	61	56	71	78	销售费用	58	63	54	69	77
存货	2,685	3,049	3,093	3,611	3,806	管理费用	250	229	216	275	299
其他	701	313	181	186	189	研发费用	357	361	347	422	469
流动资产合计	6,149	6,432	5,786	6,964	7,481	财务费用	33	34	77	90	89
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	116	286	161	186	211
固定资产	4,586	5,501	5,425	5,588	5,589	公允价值变动收益	14	11	5	5	5
在建工程	759	411	706	466	346	投资净收益	15	5	0	0	0
无形资产	716	690	667	644	621	其他	25	5	(37)	(7)	(22)
其他	181	99	98	98	98	营业利润	399	126	(586)	34	441
非流动资产合计	6,242	6,700	6,896	6,795	6,653	营业外收入	20	26	26	26	26
资产总计	12,391	13,132	12,682	13,759	14,135	营业外支出	63	49	49	49	49
短期借款	0	873	973	1,355	1,122	利润总额	357	103	(609)	11	418
应付票据及应付账款	2,159	2,669	2,707	3,160	3,331	所得税	(6)	(9)	0	0	0
其他	1,307	878	862	910	934	净利润	362	112	(609)	11	418
流动负债合计	3,466	4,419	4,543	5,426	5,387	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2,102	2,009	2,009	2,009	2,009	归属于母公司净利润	362	112	(609)	11	418
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.18	0.06	-0.31	0.01	0.21
其他	405	354	370	370	370	主要财务比率					
非流动负债合计	2,507	2,363	2,379	2,379	2,379		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	5,973	6,782	6,922	7,805	7,766	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	9.7%	-1.1%	-7.9%	26.1%	10.1%
实收资本（或股本）	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972	营业利润	-3.1%	-68.5%	-566.2%	105.8%	1191.0%
资本公积	2,178	2,108	2,178	2,178	2,178	归属于母公司净利润	84.4%	-69.2%	-645.2%	101.9%	3557.3%
留存收益	2,253	2,255	1,610	1,804	2,219	获利能力					
其他	14	15	0	0	0	毛利率	13.5%	12.7%	3.8%	11.0%	14.8%
股东权益合计	6,418	6,350	5,760	5,954	6,369	净利率	4.2%	1.3%	-7.8%	0.1%	3.9%
负债和股东权益总计	12,391	13,132	12,682	13,759	14,135	ROE	5.8%	1.7%	-10.1%	0.2%	6.8%
现金流量表						ROIC	4.9%	1.8%	-5.5%	1.3%	5.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	362	112	(609)	11	418	资产负债率	48.2%	51.6%	54.6%	56.7%	54.9%
折旧摊销	216	288	309	337	378	净负债率	31.4%	27.2%	43.1%	44.7%	36.5%
财务费用	33	34	77	90	89	流动比率	1.77	1.46	1.27	1.28	1.39
投资损失	(15)	(5)	0	0	0	速动比率	0.97	0.77	0.59	0.62	0.68
营运资金变动	(544)	580	(119)	(472)	(224)	营运能力					
其它	128	(1,385)	(141)	(5)	(5)	应收账款周转率	18.4	14.3	13.0	15.1	14.2
经营活动现金流	180	(377)	(484)	(39)	657	存货周转率	2.7	2.5	2.4	2.6	2.5
资本支出	(984)	(868)	(384)	(236)	(236)	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	248	821	135	5	5	每股收益	0.18	0.06	-0.31	0.01	0.21
投资活动现金流	(736)	(47)	(248)	(231)	(231)	每股经营现金流	0.09	-0.19	-0.25	-0.02	0.33
债权融资	281	(532)	16	0	0	每股净资产	3.25	3.22	2.92	3.02	3.23
股权融资	0	(70)	70	0	0	估值比率					
其他	(191)	1,416	(11)	474	(326)	市盈率	29.0	93.9	-17.2	918.3	25.1
筹资活动现金流	91	814	75	474	(326)	市净率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.6
汇率变动影响	(3)	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	20.0	29.0	-64.6	28.2	14.3
现金净增加额	(469)	391	(657)	204	100	EV/EBIT	30.1	81.3	-25.5	104.9	24.5

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。