

非金融公司|公司深度|鸿路钢构（002541）

钢结构制造龙头，专注提升成本优势



| 报告要点

公司是钢结构行业的龙头，成本优势凸显；同时深度绑定核心客户，新签订单维持较好增长。近年工业生产和地方财政均面临一定压力，钢结构行业需求增长阶段性承压。2022 年起公司加速智能化升级，在切割和焊接环节实现智能化，各生产基地对设备进行升级改造。虽然智能化改造导致公司产量阶段性下降、折旧/研发费用阶段性上升，但随着改造成效逐步显现，看好公司竞争优势持续强化，成长动能不宜低估。

| 分析师及联系人



武慧东



朱思敏

SAC: S0590523080005 SAC: S0590524050002

鸿路钢构(002541)

钢结构制造龙头，专注提升成本优势

行业：建筑装饰/专业工程
投资评级：买入（首次）
当前价格：14.13 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 690/496
流通 A 股市值(百万元) 7,010.92
每股净资产(元) 13.01
资产负债率(%) 62.24
一年内最高/最低(元) 27.87/10.68

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

公司概况：专注钢结构制造，核心竞争力持续强化

鸿路钢构是国内钢结构制造龙头，钢结构加工产能规模国内领先。公司发展可划分为三阶段：第一阶段（2002-2014 年）持续加大工程业务拓展力度，收入/利润快速增长，同时经营质量和盈利能力有压力；第二阶段（2015-2021 年）：回归制造业务/减少工程业务，坚定构件加工新产能投产，业绩延续快速增长，经营质量持续改善；第三阶段（2022-至今）研发投入加强重点推进智能化改造，竞争力不断提升，偏弱的需求致行业竞争加强及公司业绩阶段承压。

行业动态：钢结构需求成长前景好，集中度持续提升

国内装配式建筑近年蓬勃发展，渗透率由 2016 年的 4.9% 增长至 2022 年的 26.5%，2014-2023 年钢结构产量 CAGR 为 12%。国内建筑工人成本持续增加及绿色低碳转型需要，同时对标海外发达国家，装配式建筑渗透率持续提升趋势有望延续。近年工业生产和地方财政均面临压力，阶段拖累 2022/2023 年钢结构需求增长强度。国内钢结构行业呈典型“大行业小公司”特征，2023 年行业 TOP5 市占率较 2015 年提升 3.3pct 至 8.2%（其中鸿路由 3% 提升至 4%），行业集中度呈持续提升态势。

竞争力：专注提升成本优势，智能化改造引领行业

公司扩产保持强度，2023 年公司钢结构产量为 449 万吨，位居行业第一，规模优势显著，一方面，对上游议价能力较强，公司钢材采购均价明显低于同行公司；另一方面，规模优势提升大客户粘性，下游优质客户在手订单充足，进一步强化竞争优势。同时，公司以信息化和数字化为抓手，实施扁平化、精细化管理模式，吨期间费用、折旧摊销金额呈下降态势。近年公司持续加大研发投入，在切割和焊接环节实现智能化，目前各生产基地对设备进行升级改造，成本优势有望持续强化。

看好公司竞争优势持续扩大及成长前景，给予“买入”评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 228/252/279 亿元，分别 yoy-3%/+10%/+11%；归母净利润分别为 10/11/13 亿元，分别 yoy-14%/+12%/+11%，对应 EPS 分别为 1.48/1.65/1.82 元，3 年 CAGR 为 +2%。公司是钢结构行业的龙头，规模优势、成本优势、客户优势形正反馈，新阶段的智能化改造效果值得期待，看好公司竞争优势持续强化，成长动能不宜低估。同时我们预计钢材价格持续下行的负面影响或逐步告一段落，看好盈利增长动能持续修复。公司现价对应 25 年 PE 仅为 8.6 倍，估值有优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：钢材价格波动的风险、行业竞争加剧的风险、智能化改造进展不及预期的风险、客户集中度较高的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	19848	23539	22804	25192	27869
增长率（%）	1.71%	18.60%	-3.12%	10.47%	10.63%
EBITDA（百万元）	2057	2219	2129	2304	2499
归母净利润（百万元）	1163	1179	1018	1137	1257
增长率（%）	1.09%	1.43%	-13.68%	11.71%	10.56%
EPS（元/股）	1.69	1.71	1.48	1.65	1.82
市盈率（P/E）	8.4	8.3	9.6	8.6	7.8
市净率（P/B）	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.5	9.5	7.2	6.9	6.6

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

1) 行业层面，钢结构主要应用于非住宅领域。短期来看，近年非住宅领域竣工面积保持稳健增长，厂房/文体娱表现较好，2021 年国家发改委提出推广“工业上楼”，2023 年起深圳/上海等地加速推进相关项目落地，短期有望对钢结构需求形成一定支撑。中长期来看，装配式建筑潜在增长空间充足，将成为钢结构需求增长核心驱动力。

2) 个股层面，公司是钢结构行业的龙头，成本优势凸显；同时深度绑定核心客户，新签订单维持较好增长。2022 年起公司加速智能化升级，在切割和焊接环节实现智能化，各生产基地对设备进行升级改造。虽然智能化改造导致公司产量阶段性下降、折旧/研发费用阶段性上升，但随着改造成效逐步显现，看好公司竞争优势持续强化，成长动能不宜低估。

核心假设

- 1) 销量方面，我们假设 2024-2026 年产能利用率分别为 90%、95%、98%，产销率均为 95%。我们预计 2024-2026 年公司钢结构销量分别为 436、483、535 万吨，分别 yoy+2%、+11%、+11%。
- 2) 吨成本方面，我们假设 2024-2026 年公司吨钢材采购均价均为 3,569 元，分别 yoy-6%、持平、持平。假设 2024-2026 年公司钢结构单吨折旧摊销分别为 129、127、125 元，吨其他成本分别为 939、929、919 元。
- 3) 价格方面，假设 2024-2026 年公司钢结构吨售价为 5,058 元。
- 4) 费用方面，我们假设 2024-2026 年吨销售费用分别为 30、29、28 元，吨管理费用分别为 68、67、66 元，吨研发费用分别为 159、159、159 元。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 228/252/279 亿元，分别 yoy-3%/+10%/+11%；归母净利润分别为 10/11/13 亿元，分别 yoy-14%/+12%/+11%，对应 EPS 分别为 1.48/1.65/1.82 元，3 年 CAGR 为+2%。公司是钢结构行业的龙头，成本优势凸显；同时深度绑定核心客户，新签订单维持较好增长。目前钢材价格趋于平稳，且随着智能化改造成效逐步显现，公司盈利有望持续改善。我们给予公司对应 2025 年 10 倍 PE，对应目标价为 16.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，多方面因素交织，非住宅建筑需求及相关的钢结构构件需求阶段承压。近期钢材价格趋于平稳，对钢结构吨毛利的扰动逐步减弱，且随着智能化改造成效显现，公司盈利有望边际改善。
- 长期来看，装配式建筑潜在增长空间充足，将成为钢结构需求增长核心驱动力。目前公司在切割和焊接环节实现智能化，各生产基地对设备进行升级改造。虽然智能化改造导致公司折旧/研发费用阶段性上升，但随着改造成效逐步显现，我们认为公司盈利中枢提升可期。

正文目录

1. 概况：专注钢结构制造，核心竞争力持续强化.....	6
1.1 聚焦钢结构构件制造，近年经营质量持续改善.....	6
1.2 股价复盘：与发展思路/经营质量等相关，上市以来累计+59%.....	9
2. 行业：钢结构需求成长前景好，集中度提升.....	11
2.1 需求：装配式建筑渗透率持续提升为中长期产业趋势.....	12
2.2 格局：行业集中度持续提升，头部企业仅鸿路专注制造.....	18
3. 竞争力：专注提升成本优势，盈利稳定性更优.....	19
3.1 规模效应及管理精细化调整，专注持续优化生产成本.....	20
3.2 规模优势提升大客户粘性，进一步强化优势.....	23
4. 新阶段：智能化改造引领行业，或继续强化优势.....	25
4.1 焊接机器人：已具备自主集成能力，经济性有望逐步显现.....	27
4.2 激光切割机：产线已大规模应用，切割效率有望提升.....	30
5. 盈利预测、估值与投资建议	31
5.1 盈利预测	31
5.2 估值与投资建议	34
6. 风险提示	34

图表目录

图表 1：公司发展历程简述.....	7
图表 2：公司营业收入及同比增速.....	7
图表 3：公司归母净利润及同比增速.....	7
图表 4：公司总资产周转天数变化情况.....	8
图表 5：公司经营活动现金流量净额变化情况.....	8
图表 6：公司归母净利率变化情况.....	8
图表 7：公司新签制造订单金额占比变化情况.....	8
图表 8：公司股权结构图（截至 2023 年末）.....	9
图表 9：公司 2022 年员工持股计划持股情况.....	9
图表 10：公司股价（前复权）复盘图.....	10
图表 11：公司基金重仓持股数量占总股本比例.....	11
图表 12：公司各阶段股价变动情况及驱动因素.....	11
图表 13：钢结构产品分类.....	11
图表 14：钢结构产业链.....	11
图表 15：国内钢结构产量及同比增速.....	12
图表 16：2023 年国内建筑钢结构下游应用领域占比情况	12
图表 17：国内装配式建筑新开工面积及同比增速.....	13
图表 18：国内装配式建筑渗透率（新开工面积口径）.....	13
图表 19：国内农民工年龄结构图.....	14
图表 20：中国农民工月收入及同比增速.....	14
图表 21：装配式钢结构建筑与传统现浇建筑经济指标对比分析.....	14
图表 22：国内装配式建筑政策梳理.....	14

图表 23:	各地区装配式建筑补贴政策梳理.....	15
图表 24:	装配式混凝土和装配式钢结构高层住宅工程投资以及原材料、人工单耗量对比	17
图表 25:	建筑业房屋建筑竣工面积及同比增速.....	18
图表 26:	建筑业非住宅房屋建筑竣工面积同比增速.....	18
图表 27:	2023 年国内钢结构竞争格局（产量口径）	19
图表 28:	钢结构企业经营数据一览表.....	19
图表 29:	主要钢结构企业产量及市占率（产量口径）变化情况.....	19
图表 30:	钢结构企业归母净利率变化情况.....	20
图表 31:	鸿路钢构钢结构年产能及同比增速情况.....	21
图表 32:	钢结构企业采购钢材年度均价比较.....	21
图表 33:	钢结构企业前五大供应商采购额占比比较.....	21
图表 34:	鸿路钢构钢结构产能利用率.....	22
图表 35:	鸿路钢构单位生产人员钢结构产量.....	22
图表 36:	鸿路钢构人均产值.....	23
图表 37:	鸿路钢构人均归母净利润.....	23
图表 38:	鸿路钢构钢结构吨期间费用变化情况（元）	23
图表 39:	鸿路钢构钢结构吨折旧摊销金额变化情况.....	23
图表 40:	公司新签合同金额及大额订单占比情况.....	24
图表 41:	公司前五大客户销售额及占比情况.....	24
图表 42:	九家建筑央企的新签合同的市场份额变化.....	25
图表 43:	九家建筑央企收入的市场份额变化.....	25
图表 44:	公司研发费用以及同比增速情况.....	26
图表 45:	公司研发费用率变化情况.....	26
图表 46:	鸿路钢构可转债基本信息.....	27
图表 47:	钢结构产品工艺流程图.....	27
图表 48:	地轨式免示教智能焊接工作站解决方案示意图.....	28
图表 49:	中集飞秒焊接机器人.....	29
图表 50:	钱江焊接机器人（QJR6-2000H）	29
图表 51:	智能焊接机器人对公司钢结构单吨毛利率影响测算.....	30
图表 52:	激光智能切割机.....	31
图表 53:	激光切割设备切割效率更高.....	31
图表 54:	公司光纤激光切割机公开招标信息统计表.....	31
图表 55:	公司收入及营业成本预测（单位：百万元）	32
图表 56:	公司收入利润预测.....	33
图表 57:	钢结构企业和铝加工企业盈利预测和估值表.....	34

1. 概况：专注钢结构制造，核心竞争力持续强化

1.1 聚焦钢结构构件制造，近年经营质量持续改善

鸿路钢构成立于 2002 年 9 月，2011 年在深交所上市（股票代码：002541.SZ），聚焦钢结构产品的设计和加工，是国内钢结构制造领域的龙头企业。结合公司发展脉络，公司成立至今我们认为可大致划分为三个阶段：

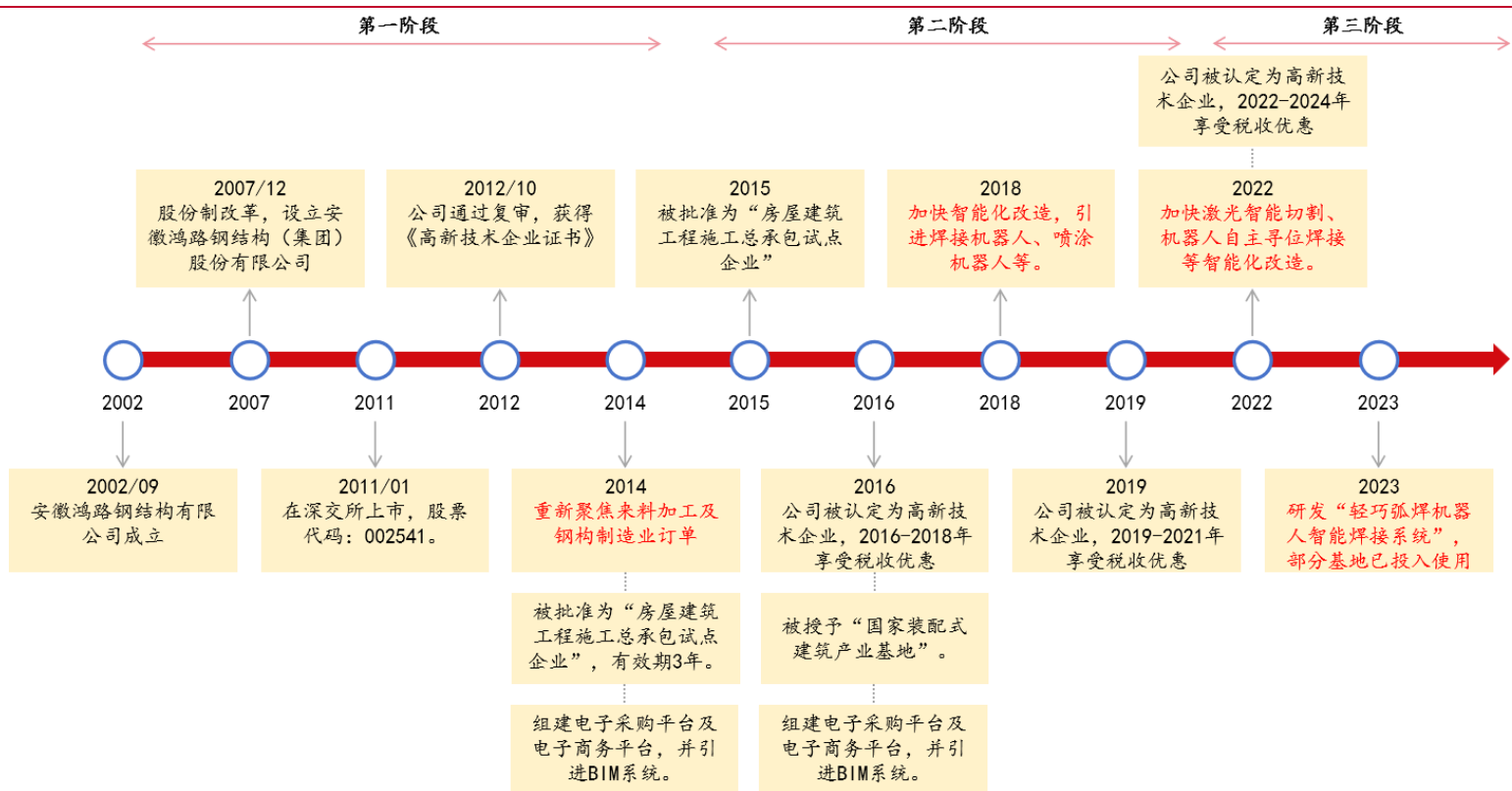
第一阶段（2002-2014 年）持续加大工程业务拓展力度，经营质量和盈利有所承压。依托公司三个生产基地（安徽合肥、湖北团凤、江西南昌三个生产地，其中南昌基地于 2015 年出售），在 IPO 后逐步加大钢结构工程拓展力度，收入、归母净利延续较快增长态势，2007-2014 年 CAGR 分别+25%、+21%，2014 年公司收入、归母净利分别为 42.3、1.4 亿元。另一方面，业务模式的转变亦带来了公司的盈利能力及资产周转压力，2014 年公司归母净利率、资产周转天数分别为 3.3%、732 天，较 2008 年分别-0.9pct、+366 天。该段公司现金流总体承压，2007-2014 年公司经营活动现金流净额合计-2 亿（vs 期间公司累计净利润为 10 亿元）。

第二阶段（2015-2021 年）：回归制造业务/减少工程业务，坚定构件加工新产能投产，经营质量持续改善。2015 年起公司调整发展战略，重新聚焦钢结构构件制造，并持续减少工程订单承接，2021 年新签合同中制造订单金额占比达 100%（vs 2015 年为 62%）。该阶段同时伴随经营质量持续改善，2021 年公司资产周转天数 383 天，较 2015 年-628 天；2016 年公司经营活动现金流净额转正，2015-2020 年公司经营活动现金流净额累计 29 亿元（vs 期间公司累计净利润为 23 亿元）。产能规模持续扩张（2021 年末公司钢结构构件产能为 390 万吨，较 2015 年末提升 329%，产能规模年均增长 27%）支撑钢结构构件产销延续快速增长，驱动业绩快速增长，2015-2021 年公司收入、归母净利润 CAGR 分别为+35%、+37%，2021 年公司收入、归母净利分别为 195、12 亿元。

第三阶段（2022 年至今）重点推进智能化改造，盈利阶段性承压：近年国内钢结构产能快速增长，行业竞争有所加剧。2022 年起公司在切割、焊接、喷涂等关键生产环节开始重点推进智能化改造，引进激光智能切割、自动化喷涂、智能四卡盘激光切管机、楼梯焊接机器人、便携焊接机器人等智能化设备，部分智能化设备已投入生产使用。公司近年研发投入强度持续提升（2022/2023/2024H1 公司研发费用率分别为 2.3%/3.0%/3.2%），同时叠加阶段偏低迷的下游需求及行业竞争有所加剧，公司

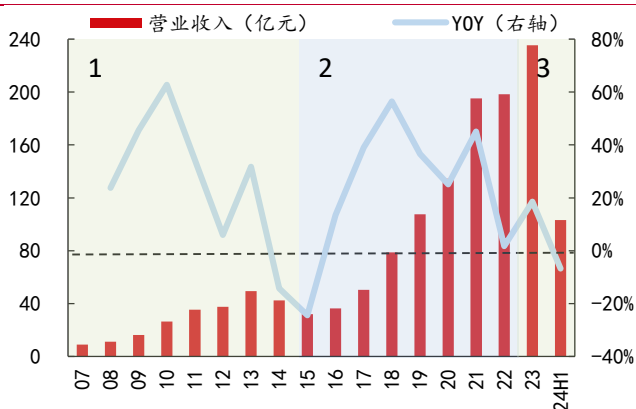
业绩阶段承压，2023 年、2024H1 公司收入/归母净利分别为 235/12 亿元、103/4 亿元，yoy 分别+19%/+1%、-7%/-23%。

图表1：公司发展历程简述



资料来源：公司公告、公司官网，国联证券研究所

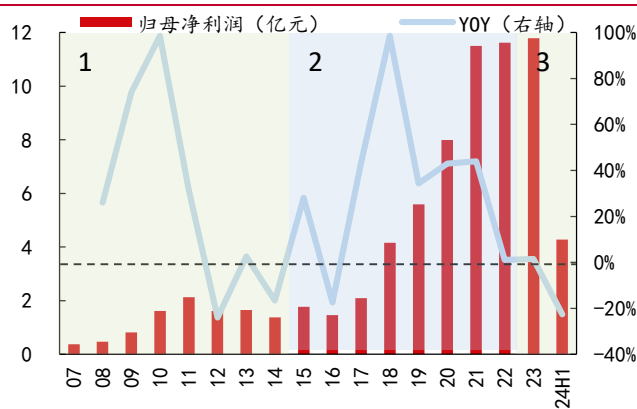
图表2：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：图中1/2/3对应报告正文对公司发展历程的第一-/二-/三阶段划分；后文同

图表3：公司归母净利润及同比增速



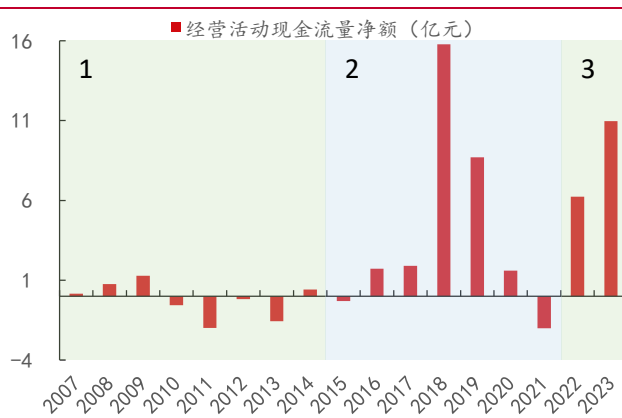
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表4：公司总资产周转天数变化情况



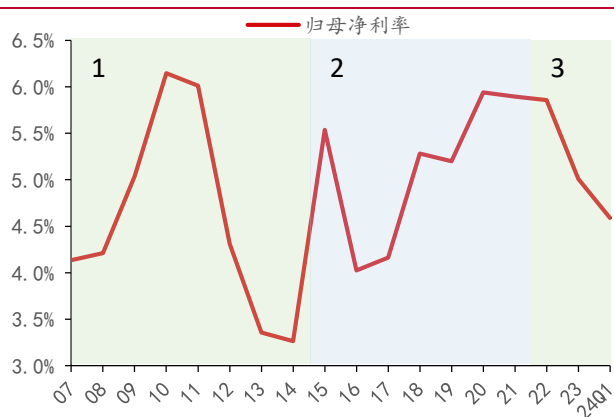
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表5：公司经营活动现金流量净额变化情况



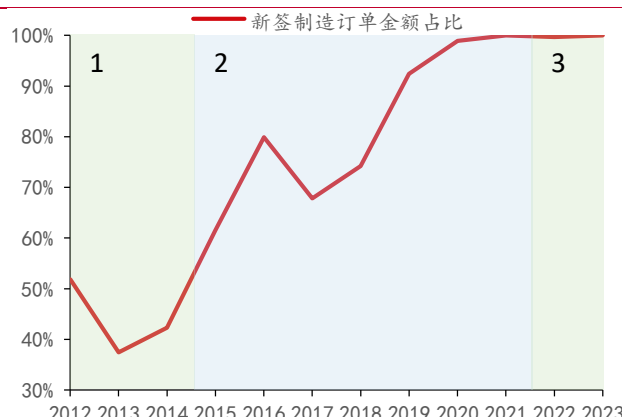
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表6：公司归母净利率变化情况



资料来源：Wind、国联证券研究所

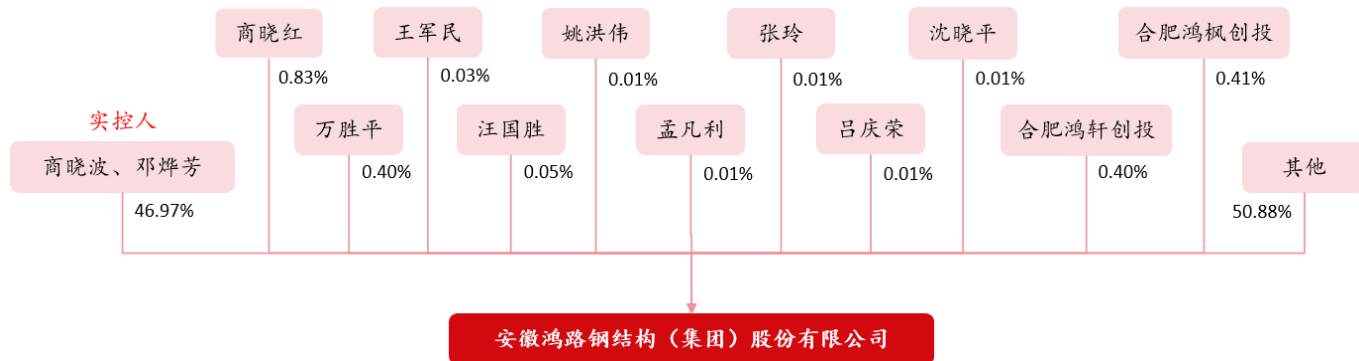
图表7：公司新签制造订单金额占比变化情况



资料来源：公司公告、国联证券研究所

公司实控人为商晓波和邓烨芳夫妇，2023 年末持股占比 47.0%；实控人外核心高管持股 1.3%，实控人对 2022 年员工持股计划提供托底保证。公司控股股东及实控人为商晓波和邓烨芳夫妇，截至 2023 年末，商晓波和邓烨芳持股比例合计为 47.0%，控股股东地位稳固。除商晓波之外，共 8 名现任董监高直接持有公司股权占比 1.3%（2023 年末数据）。2022 年 2 月公司发布员工持股计划，计划存续期为 7 年，公司设立合肥鸿轩创业投资合伙企业（有限合伙）和合肥鸿枫创业投资合伙企业（有限合伙）作为持股平台，截至 2022M6 末，两个持股平台分别累计买入公司股票 275、280 万股（来源为商晓波通过大宗交易方式转让），分别占当期总股本的 0.4%、0.4%。截至 2023 年末，共 86 名员工参与计划，通过两个持股平台合计持有公司股权占比为 0.8%。实控人商晓波对持股计划提供托底保证：自愿对合伙企业未来减持股票所累计产生的亏损进行兜底补偿、增值收益归合伙人所有。

图表8：公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司公告、国联证券研究所

注：截至 2023 年末，除商晓波之外，共有 8 位现任董监高持有公司股权，持股比例合计为 1.3%，分别为万胜平（董事长）、商晓红（董事）、王军民（总经理）、姚洪伟（副总经理）、孟凡利（副总经理）、张玲（财务总监）、吕庆荣（董秘）、沈晓平（监事会主席）8 位现任董监高持有公司股权；汪国胜为公司前任董秘，目前不在公司任职，持股比例为 0.05%。

图表9：公司 2022 年员工持股计划持股情况

姓名	公司职务	合肥鸿轩创业投资合伙企业 (有限合伙)	合肥鸿枫创业投资合伙企业 (有限合伙)
持股平台占公司总股本比例		0.4%	0.4%
万胜平	董事长	9.3%	-
商晓红	董事	9.3%	-
王军民	总经理	-	9.1%
姚洪伟	副总经理	4.6%	-
祝霄	副总经理	-	3.0%
刘斌	副总经理	1.7%	-
孟凡利	副总经理	-	4.6%
张玲	财务总监	2.3%	-
胡耿武	职工监事	-	5.7%
仰春景	监事	-	2.3%
吕庆荣	董事会秘书	1.0%	-
其他核心员工	-	71.7%	75.3%

资料来源：公司公告、国联证券研究所

1.2 股价复盘：与发展思路/经营质量等相关，上市以来累计+59%

2011 年公司上市以来，截至 2024/10/24，公司前复权股价累计涨幅为 59%，较沪深 300 指数超额涨跌幅为+27%，大致可划分为 3 个阶段，与公司发展思路变化、公司经营质量/表现有较强关系：

第一阶段（2011/02-2019/08）：该阶段对应公司上市后及重新聚焦制造业务前期，该阶段公司工程业务占比持续提高、经营质量持续承压，且发展思路调整对报表影响暂不明显。此外，公司盈利波动与钢材价格波动有较大关系，部分投资者尚未充分认识公司在构件加工中持续加强的竞争优势及成本优势等。期间公司前复权股价累计

涨跌幅为-41%，较沪深 300 超额涨跌幅为-68%，该阶段公司估值持续压缩，PE_TTM 逐步收敛至 15 倍以下，机构持仓维持在较低水平。

第二阶段（2019/09-2021/06）：该阶段公司战略调整效果持续显现，公司收入、归母净利润、新签订单持续高速增长，工程业务占比逐步减小，经营质量持续改善。同时机构持仓占比亦持续提升，股价总体呈戴维斯双击态势，PE_TTM 由 15 倍以下提升至 30 倍以上。此阶段公司前复权股价累计涨跌幅为+717%，较沪深 300 超额涨跌幅为+679%。

第三阶段（2021/07-至今）：该阶段公司战略升级以提升自动化水平及竞争力，但报表方面反映暂不明显，同时因需求承压/钢材价格持续下行等，公司业绩增长有一定压力。该阶段公司估值持续压缩、机构持仓占比持续下降，截至 2024/10/24，公司前复权股价累计涨跌幅为-67%，较沪深 300 超额涨跌幅为-42%。

图表10：公司股价（前复权）复盘图

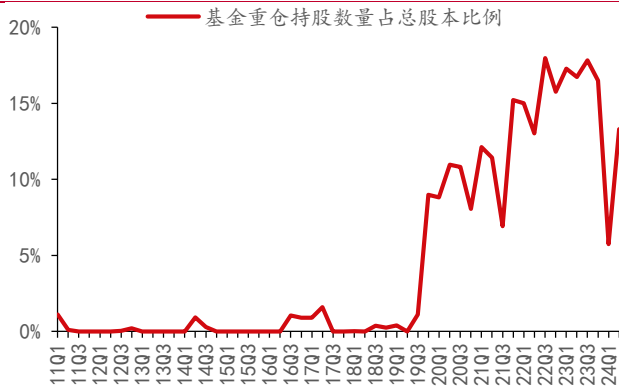


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：1. PE 数据单位为倍；

2. 截至时间：2024/10/24。

图表11：公司基金重仓持股数量占总股本比例



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：重仓持股数量占总股本比例为期末值。

图表12：公司各阶段股价变动情况及驱动因素

序号	时间段	累计涨跌幅	较沪深300超额涨跌幅	驱动因素
1	2011/02-2019/08	-41%	-68%	前期公司业绩波动较大，市场对公司的认知为工程公司+钢材加工企业
2	2019/09-2021/06	+717%	+679%	公司收缩工程业务/聚焦钢构加工及扩产，报表质量持续改善；估值扩张
3	2021/07-至今	-67%	-42%	受经济环境影响等，业绩增长边际承压，估值适当收缩

资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024/10/24。

2. 行业：钢结构需求成长前景好，集中度提升

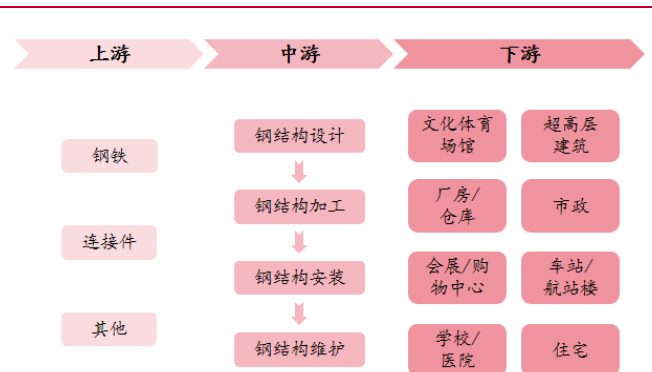
钢结构是指由钢板、型钢、钢管、钢索等钢材，用焊、铆、螺栓等连接而成的结构形式。相较于传统钢筋混凝土结构，钢结构具有强度高、自重轻、抗震性能好、工业化程度高、施工周期短、环境污染少及可塑性强等优势，广泛应用于多高层建筑、展览中心、厂房等领域。按照产品属性划分，钢结构可分为轻型钢结构和重型钢结构；按照下游应用领域划分，钢结构可分为设备钢结构、建筑钢结构、空间钢结构、桥梁钢结构、电力钢结构、海洋石油钢结构等。从产业链来看，钢结构产业链上游主要为钢铁行业；中游为钢结构制造行业，包含钢结构设计、加工、安装、维护；下游应用领域主要为各类建筑。

图表13：钢结构产品分类

产品	定义	应用
设备钢结构	工业厂房及大型机械设备中的钢结构	适用于起重机车身、大型设备支架等
空间钢结构	网架、网壳等空间跨度较大的钢结构	适用于大跨度建筑，如展馆、机场航站楼等
桥梁钢结构	桥梁中作为承重构件的钢材	适用于大型交通工程的桥梁建设，如过水桥、高速公路、跨海大桥等
建筑钢结构	钢材作为建筑的主体承重构件	适用于高层建筑、办公楼等
电力钢结构	用于电力工程中的钢结构	适用于火电厂、电网铁塔建设等
海洋石油平台钢结构	用于海洋开采、生产石油和天然气的设施	适用于海洋石油钻井平台等

资料来源：华经产业研究院、富煌钢构招股说明书，国联证券研究所

图表14：钢结构产业链

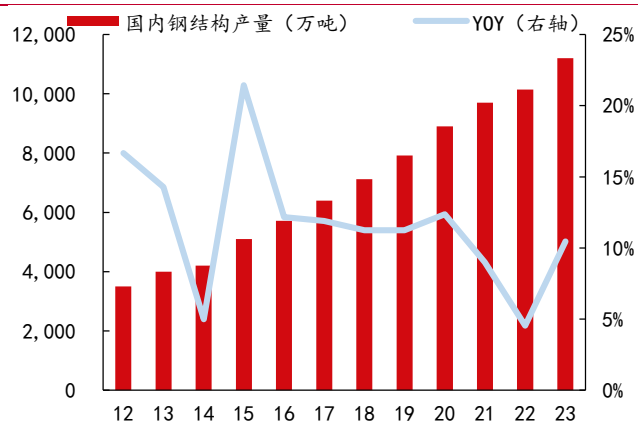


资料来源：中国建筑金属结构协会，国联证券研究所
注：下游仅罗列建筑钢结构下游。

2.1 需求：装配式建筑渗透率持续提升为中长期产业趋势

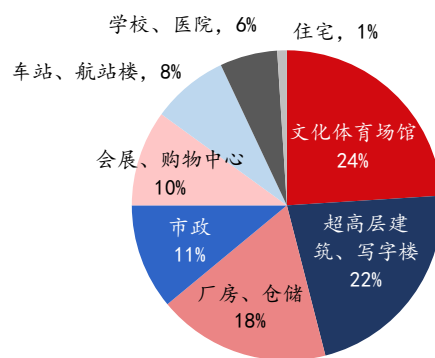
国内装配式建筑近年蓬勃发展,渗透率由2016年的4.9%增长至2022年的26.5%,2014-2023年钢结构产量CAGR为12%。钢结构构件属于非标产品,生产企业通常“以销定产”,产量较好代表行业需求。建筑钢结构主要应用于文化体育场馆、超高层建筑/写字楼、厂房/仓储、桥梁、会展/购物中心等非住宅领域,2023年需求占比分别为24%、22%、18%、11%、10%。2014年住建部批准15家钢结构企业开展房屋建筑工程施工总承包试点,2016年以来政策支持力度持续加强,国内装配式建筑蓬勃发展,2023年新建装配式建筑面积为7.6亿平方米,2016-2023年CAGR为31%,渗透率由2016年的4.9%增长至2022年的26.5%。钢结构产量相应快速增长,2023年钢结构产量为1.1亿吨(据中国建筑金属结构协会数据,2023年建筑和桥梁钢结构产量为0.96亿吨,占比85%),yoy+10%,2014-2023年CAGR为12%。

图表15：国内钢结构产量及同比增速



资料来源：中国钢铁工业协会、中国钢结构协会，国联证券研究所

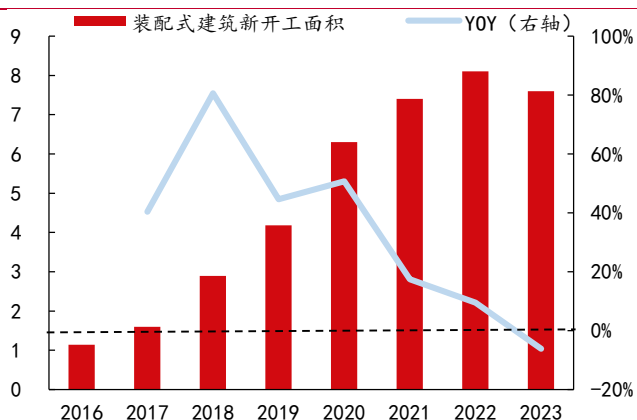
图表16：2023年国内建筑钢结构下游应用领域占比情况



资料来源：中国建筑金属结构协会，国联证券研究所

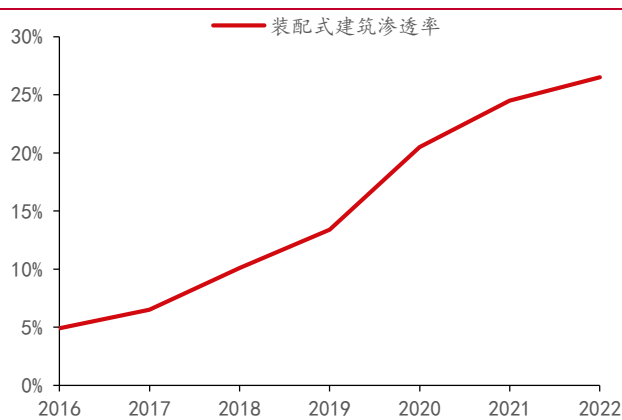
注：占比数据为协会采集的2023年竣工的钢结构重点工程数据进行统计。

图表17：国内装配式建筑新开工面积及同比增速



资料来源：住建部、智研咨询，国联证券研究所
注：装配式建筑新开工面积单位为亿平方米

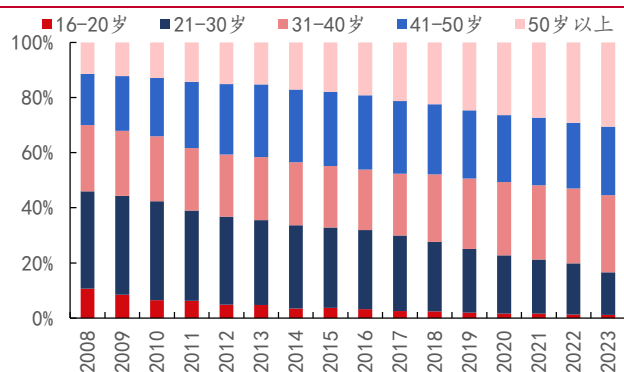
图表18：国内装配式建筑渗透率（新开工面积口径）



资料来源：住建部、智研咨询，国联证券研究所

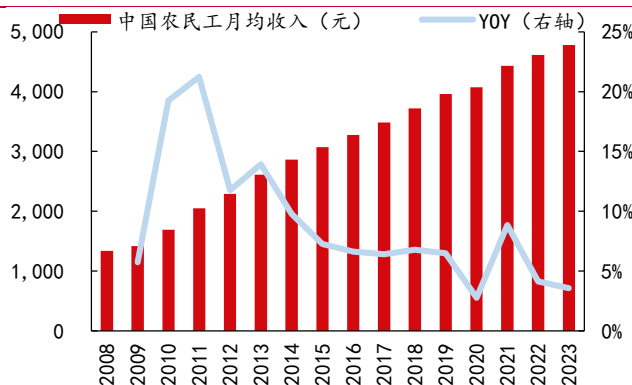
国内建筑工人成本持续增加及绿色低碳转型需要，同时对标海外发达国家，装配式建筑渗透率持续提升是较为确定的产业趋势。传统建筑施工具有典型的劳动密集型特征。2023年多地出台建筑业清退令，即禁止60岁以上男性和50岁以上女性从事建筑施工，在农民工总量增速趋缓（2013-2023年CAGR为1.0%）、农民工老龄化现象持续加剧（2023年农民工50岁以上占比30.6% vs 2008年为11.4%）的背景下，建筑行业招工难、用工成本持续增加（如2023年农民工月均收入4,780元，2013-2023年CAGR为+6%），制约建筑业发展。装配式建筑可有效降低建筑工人需求（如据住建部，50%装配率的钢结构建筑较传统现浇施工模式用工量降低约20%-25%），大力发展装配式建筑是破解当前建筑业发展困境的重要选择。此外，装配式建筑符合建筑绿色化发展要求及趋势（如50%装配率的钢结构建筑施工过程产生的建筑垃圾、污水较传统现浇施工模式分别减少50%、8%）。相较美国、法国、丹麦等代表发达国家，国内装配式建筑渗透率偏低（2019年发达国家渗透率均值约59% vs 2022年国内26.5%）。从中期来看，装配式建筑渗透率持续提升是较为确定的产业趋势。

图表19：国内农民工年龄结构图



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表20：中国农民工月收入及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表21：装配式钢结构建筑与传统现浇建筑经济指标对比分析

装配率	人工用量降幅	工期提前	建筑垃圾减少	建筑污水减少	材料回收利用率	装配式增量成本
30%	20%-25%	20%	40%	5%	25%	10%-12%
40%	20%-25%	25%	45%	7%	28%	12%-15%
50%	20%-25%	30%	50%	8%	30%	15%-20%
60%	25%-30%	35%	55%	10%	3%	15%-20%
70%	25%-30%	40%	60%	13%	35%	15%-20%
80%	30%-40%	45%	65%	16%	38%	15%-20%
90%	30%-40%	50%	70%	20%	40%	20%-25%

资料来源：住建部，国联证券研究所

注：数据来源于 2023/07 住建部颁布的《装配式建筑工程投资估算指标》。

近年装配式建筑推广的政策支持保持强度。2023 年 1 月住建部、发改委出台《绿色建筑行动方案的通知》，提出“推广适合工业化生产的预制装配式混凝土、钢结构等建筑体系，加快发展建设工程的预制和装配技术”，装配式建筑政策体系开始建立。近年支持装配式建筑重要政策不断加码，2022 年 1 月住建部出台《“十四五”建筑业发展规划》，提出“到 2025 年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%以上”；2022 年 6 月住建部、发改委出台《关于印发城乡建设领域碳达峰实施方案的通知》，提出“2030 年，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 40%”。此外，各级地方政府陆续出台装配式建筑相关的支持性政策，具体措施包含：财政补贴、专项资金、减免建设规费等。

图表22：国内装配式建筑政策梳理

序号	时间	部门	政策文件/会议名称	内容
1	2023/01	住建部、发改委	《绿色建筑行动方案的通知》	推广适合工业化生产的预制装配式混凝土、钢结构等建筑体系，加快发展建设工程的预制和装配技术。
2	2016/02	中共中央、国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。

3	2016/09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式建筑。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
4	2017/01	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
5	2017/03	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	到 2020 年，城镇装配式建筑占新建建筑比例超过 15%。
6	2017/03	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上。
7	2022/01	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	到 2025 年，装配建筑占新建建筑的比例达到 30%以上。
8	2022/06	住建部、发改委	《关于印发城乡建设领域碳达峰实施方案的通知》	到 2030 年，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 40%

资料来源：住建部、中央人民政府官网、财政部，国联证券研究所

图表23：各地区装配式建筑补贴政策梳理

地区	政策	时间	措施	具体内容
上海	《上海市建筑节能和绿色建筑示范项目专项扶持办法》	20/05	财政支持	符合装配整体式建筑示范的项目，AA 等级每平方米补贴 60 元，AAA 等级每平方米补贴 100 元。
山东	《关于推进装配式建筑发展若干政策措施的通知》	21/01	规费减免 财政支持	规定对符合条件的装配式建筑，可以免缴建筑废弃物处置费，可减半征收农民工工资保证金。采用装配式外墙技术产品的建筑，其预制外墙建筑面积不超过规划总建筑面积 3% 的部分，不计入建筑容积率。 对于单体建筑预制装配率较高，具有示范意义的产业化工程项目，按规定给予财政政策支持。
山西	《关于印发山西综改示范区装配式建筑专项扶持暂行办法的通知》	20/11	财政支持	单体建筑装配率综合评分值分别达到 30 分及以上、50 分及以上的工业厂房与民用建筑，按其地上建筑面积分别给予每平方米 10、30 元的奖励，单个项目最高分别不超过 10、30 万元； 认定为省级装配式建筑示范项目的，按其地上建筑面积给予每平方米 30 元的奖励，单个项目最高不超过 50 万元。
天津	《关于印发天津经济技术开发区促进绿色发展暂行办法的通知》	21/06	财政支持	A 级装配式建筑 50 元/平方米，单个项目补贴总额不超过 100 万元；AA 级装配式建筑项目 100 元/平方米，单个项目补贴总额不超过 200 万元；AAA 级装配式建筑项目 200 元/平方米，单个项目补贴总额不超过 300 万元。
北京	《北京市建筑绿色发展奖励资金示范项目管理实施细则（试行）（征求意见稿）》	23/02	财政支持	满足北京市《装配式建筑评价标准》（DB11/T1831）且装配率达到 AA(BJ)级、AAA(BJ)级的装配式建筑项目，按照实施建筑面积给予每平方米不超过 120 元的市级奖励资金，单个示范项目最高奖励不超过 1000 万元。
江西	《关于推进南昌市建筑业高质量发展的若干措施的通知》	23/02	财政支持	市财政对获得国家级、省级住建部门认可的装配式建筑产业基地一次性分别给予 150 万元和 80 万元的资金补贴（有效期至 2025 年）。
青海	《青海规范装配式建筑示范管理》	23/11	财政支持	对评定为装配式建筑示范基地的一次性奖励 20 万元。装配式建筑示范项目按照楼栋给予奖补，装配式建筑示范项目装配率不低于 50% 时，建筑面积 1 万平方米以上单栋补助 20 万元，不足 1 万平方米的单栋补助 10 万元，示范项目最高奖励金额 40 万元。
湖南	《湖南省人民政府办公厅关于推进新型建筑工业化发展的若干意见》	24/01	财政支持 融资	开展装配式建筑产业发展试点市县建设，对试点地区给予适当财政奖补，支持装配式绿色农房等装配式建筑按规定享受税收优惠 积极申请科技创新再贷款，建立“先贷后借”的直达机制，对装配式绿色农房、结构功能一体化等优势技术科技创新企业给予金融贷款支持。
河南	《关于公开征求〈加快推进装配式建筑发展的意见（代拟稿）〉意见的通知》	24/01	财政支持	2050 年底前，在郑州市全市范围内，对建筑面积 15 万平方米及以上的装配式建筑标准化示范工程实施奖补。 2025 年底前，经市城乡建设部门评审通过的装配式建筑基地，被评为国家、省、市装配式建筑产业基地的，分别给予 500、300、200 万市级财政补贴，单个基地奖补累计不超过 500 万元。

重庆	《关于开展装配式建筑农房建设试点工作的通知》	24/03	财政支持	对农民建设自住自用的装配式农房，市级财政按照建筑面积平均补助 500 元/平方米；对企业（个人）建设用作民宿等经营性装配式农房，市级财政按照建筑面积平均补助 200 元/平方米。 对当年获评国家级、省级装配式建筑产业基地（建筑工业化示范企业）的建筑业企业，分别按 50 万元、20 万元奖励 对当年新开工实施装配化装修的项目，按 50 元/平方米补助给建设单位（单个项目补助额不超过 100 万元）。对当年新开工整体实施装配化装修的钢结构装配式住宅项目，按 100 元/平方米补助给建设单位（单个项目补助额不超过 200 万元）。 对新建的农村钢结构装配式农房或整村连片建设的其他结构的农村装配式农房项目，按 200 元/平方米补助给建房户。
浙江	《关于<促进建筑业高质量发展的若干意见>的实施细则》	24/03	财政支持	达到国家或广东省《装配式建筑评价标准》AA 级及以上，或《深圳市装配式建筑评分规则》70 分及以上的，按建筑面积每平方米补贴 80 元，单个项目资助上限为 200 万元，且不超过申请项目建安工程费用的 3%。政府回购或定价销售的项目、获得面积奖励的装配式建筑项目，发展资金不予资助。符合装配式建筑标准的新技术、新材料、新产品、新工艺的研发和生产单位可申报高新技术企业 符合新型墙体材料目录的部品部件生产企业，可按规定享受增值税即征即退优惠政策。
深圳	《盐田区绿色建筑与装配式建筑发展专项扶持办法》征求意见	24/04	财政支持	
广东	《佛山市推广装配式建筑实施办法》(第一次修订稿)征求意见	24/08	税收	
湖南	《关于 2024 年装配式绿色农房建设省级试点评审结果的公示》	24/08	财政支持	2024 年湖南省级财政支持的 4 个试点县/市（澧县、洪江市、浏阳市、桃江县），实行以奖代补，对每个试点县（市、区）给予 500 万元定额奖励，2024 年先行预拨。

资料来源：上海市住建委、青岛新闻网、山西转型综合改革示范区、天津经济技术开发区政务网、北京市住建委、南昌市人民政府、青海省住建厅、湖南省住建厅、郑州市城乡局、重庆市住建委、绿色装配式建筑产业分会、广东省住建厅，国联证券研究所

装配式钢结构建筑主要应用于商业建筑、厂房、展览中心等领域，装配式住宅主要为预制混凝土结构，二者交叉较少。根据建筑结构划分，装配式建筑主要分为混凝土结构和钢结构，2021 年新建装配式混凝土、钢结构、其他建筑占比分别为 67.7%、28.8%、3.5%。装配式混凝土、钢结构建筑的交叉应用领域相对较少：1）混凝土结构成本较低，且标准规范、技术体系等更为成熟，广泛应用于住宅、学校、医院、办公楼等民用建筑领域；2）钢结构建设周期更短且具有抗震性能较强、可满足更大跨度建筑需求等优势，目前成本相对更高（如据 2016 年数据，装配式钢结构高层住宅单平造价较 PC 率 50%的装配式混凝土建筑高 12%）且耐久性较差，主要应用于商业建筑、厂房、展览中心等领域，不是装配式住宅的主流选择。

图表24：装配式混凝土和装配式钢结构高层住宅工程投资以及原材料、人工单耗量对比

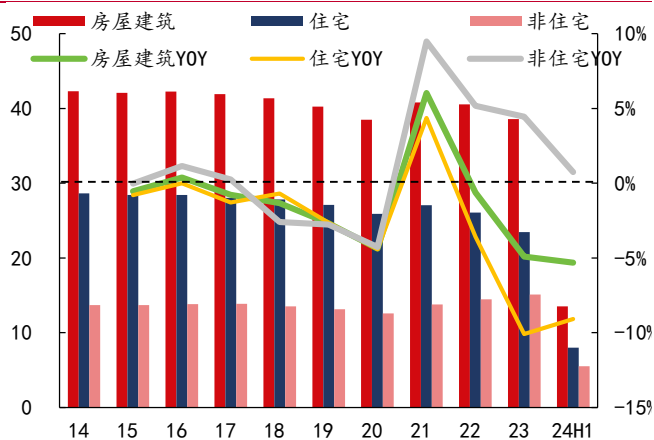
装配式类型		装配式混凝土高层住宅				装配式钢结构高层住宅	相较于装配式混凝土PC率50%
PC率		20%	40%	50%	60%		
工程总投资	元/m²	2,231	2,396	2,478	2,559	2,776	12%
建安费用	元/m²	1,896	2,037	2,106	2,175	2,360	12%
其他费用	元/m²	223	240	248	256	278	12%
预备费	元/m²	112	120	124	128	139	12%
建筑安装工程单方造价							
人工费	元/m²	346	307	288	269	193	-33%
材料费	元/m²	1,262	1,457	1,554	1,651	1,699	9%
机械费	元/m²	58.4	54.5	52.6	50.6	153.4	192%
组织措施费	元/m²	45.1	40.4	38.0	35.7	66.1	74%
企业管理费	元/m²	48.3	43.3	40.8	38.2	70.8	74%
规费	元/m²	40.3	36.1	34.0	31.9	59.0	74%
利润	元/m²	30.2	28.1	25.8	23.3	37.5	45%
税金	元/m²	65.5	70.3	72.7	75.1	81.4	12%
建安费用	元/m²	1,896	2,037	2,106	2,175	2,360	12%
人工、主要材料消耗量							
人工	工日	2.9	2.6	2.4	2.2	1.6	-33%
钢材	kg	49.0	39.1	33.8	28.3	95.0	181%
商品砼	m³	0.31	0.23	0.20	0.16	-	-
预制构件	m³	0.078	0.156	0.195	0.234	-	-

资料来源：住建部，国联证券研究所

注：数据来源于2016/10住建部颁布的《装配式建筑工程消耗量定额》（征求意见稿）。

多方面因素交织，非住宅建筑需求及相关的钢结构构件需求阶段承压。2022年起国内房屋建设竣工面积（建筑业口径，下文相同）有一定压力，2022/2023/2024H1分别为41、39、14亿平方米，分别yoy-1%、-5%、-5%。分领域来看，2023年住宅、非住宅竣工面积分别为23、15亿平方米，占比分别为61%、39%，2021-2023年CAGR分别为-7%、+5%。住宅是建筑业房屋建设的重要组成部分，2022年起对其拖累较为明显。非住宅领域保持增长态势，其中厂房表现相对较好，2023年竣工面积为7亿平方米，2021-2023年CAGR为11%。但近年工业生产和地方财政均面临一定压力，非住宅竣工面积增速有所放缓，2024H1非住宅竣工面积5.5亿平方米，yoy+1%（vs 2022/2023年yoy分别为+5%、+4%），钢结构行业需求增长阶段性承压（2023年钢结构产量增速为10%，vs 2014-2023年复合增速12%）。

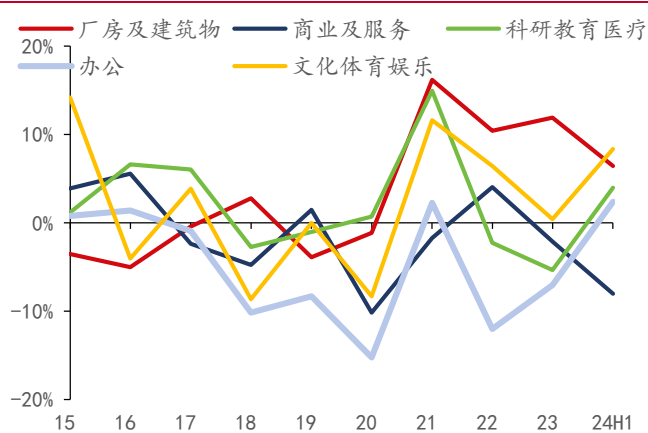
图表25：建筑业房屋建筑竣工面积及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

注：房屋建筑 YOY、住宅 YOY、非住宅 YOY 数据与右侧数轴对应

图表26：建筑业非住宅房屋建筑竣工面积同比增速

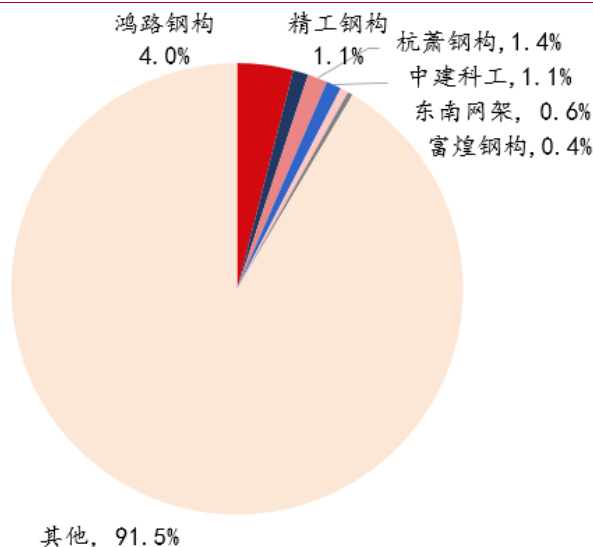


资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 格局：行业集中度持续提升，头部企业仅鸿路专注制造

“大行业小公司”，行业集中度持续提升，TOP5 中仅鸿路专注构件制造。国内钢结构行业竞争格局较分散，呈典型的“大行业小公司”特征，钢结构构件产量角度，钢结构上市公司 TOP5 分别为鸿路钢构、杭萧钢构、精工钢构、中建科工、东南网架，2023 年钢结构产量分别为 449、159、122、120、66 万吨，市占率分别为 4.0%、1.4%、1.1%、1.1%、0.6%。近年行业集中度呈持续提升态势，其中鸿路钢构市占率提升较快。2023 年行业 TOP5 市占率较 2015 年提升 3.3pct 至 8.2%，鸿路钢构 2015 年即已成为我国最大钢结构构件生产企业，其 2023 年市占率 2015 年提升 2.9pct 至 4.0%，近年坚定扩产，2023 年末公司钢结构年产能 449 万吨，较 2015 年+391 万吨/+670%。此外，大型钢结构企业以获取完成工程项目为主要商业模式，TOP5 中仅鸿路钢构聚焦钢结构构件制造。

图表27：2023 年国内钢结构竞争格局（产量口径）



资料来源：Wind、中国钢结构协会、卓创资讯，国联证券研究所

图表28：钢结构企业经营数据一览表

公司	业务情况	营业收入			钢结构收入			归母净利润		
		23FY	YOY	16-23FY CAGR	23FY	YOY	16-23FY CAGR	23FY	YOY	16-23FY CAGR
鸿路钢构	构件制造为主	235	19%	31%	228	20%	33%	11.8	1%	35%
精工钢构	工程承包为主	165	6%	15%	161	5%	15%	5.5	22%	26%
杭萧钢构	工程承包为主	108	9%	14%	103	16%	22%	2.9	10%	-6%
中建科工	工程承包为主	436	5%	25%	-	-	-	9.5	13%	9%
东南网架	工程承包为主	130	8%	12%	94	3%	16%	3.3	12%	31%
富煌钢构	工程承包为主	46	-3%	10%	41	0%	10%	1.0	-3%	10%
日上集团	工程承包为主	40	17%	16%	21	11%	17%	0.6	107%	-2%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：主要钢结构企业产量及市占率（产量口径）变化情况

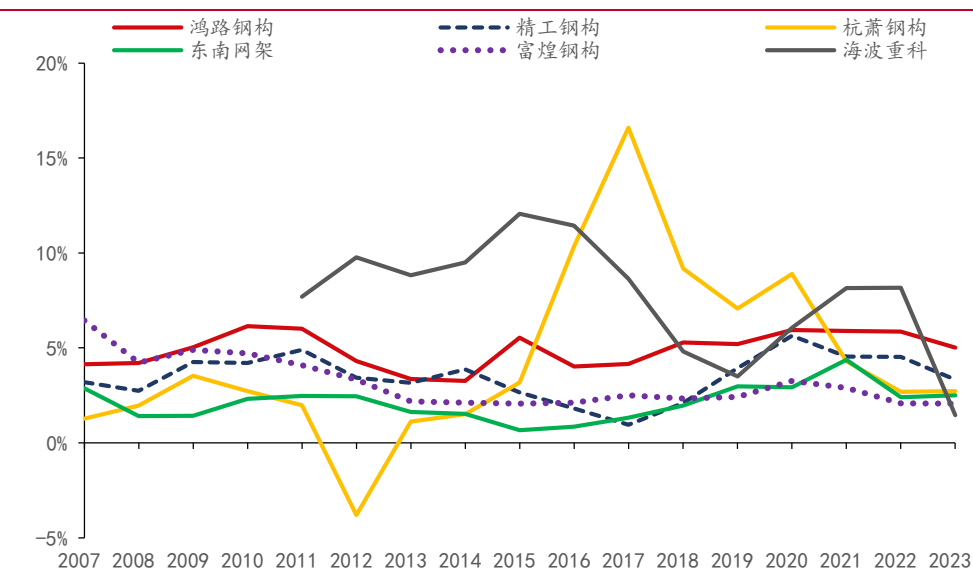
公司名称	钢结构年产量（万吨）									钢结构产量占比								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
鸿路钢构	58	70	95	144	187	251	339	350	449	1.1%	1.2%	1.5%	2.0%	2.4%	2.8%	3.5%	3.4%	4.0%
杭萧钢构	37	39	39	48	56	69	87	116	159	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%
精工钢构	57	52	61	72	77	77	101	112	122	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
中建科工	54	66	66	73	73	76	94	120	120	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.1%
东南网架	44	44	44	50	50	48	61	60	66	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
富煌钢构	17	20	27	30	29	26	31	26	40	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
日上集团	9	13	17	21	18	19	23	22	23	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：Wind、中国钢铁工业协会、中国钢结构协会、卓创资讯，国联证券研究所

3. 竞争力：专注提升成本优势，盈利稳定性更优

相较工程业务为主的同行企业，鸿路钢构归母净利处于行业前列水平且稳定性有明显优势，2018 年以来公司归母净利率基本在 5-6% 小幅波动。我们认为公司盈利水平及稳定性更优的主要原因有两个：1) 公司聚焦钢结构制造，区别于其他公司的工程为主的商业模式；2) 公司的钢结构规模优势及精细管理支撑公司持续强化成本优势，形成公司 2016 年以来的扩产、规模增长、降低成本、大客户吸引力持续提升的正向循环。

图表30：钢结构企业归母净利率变化情况

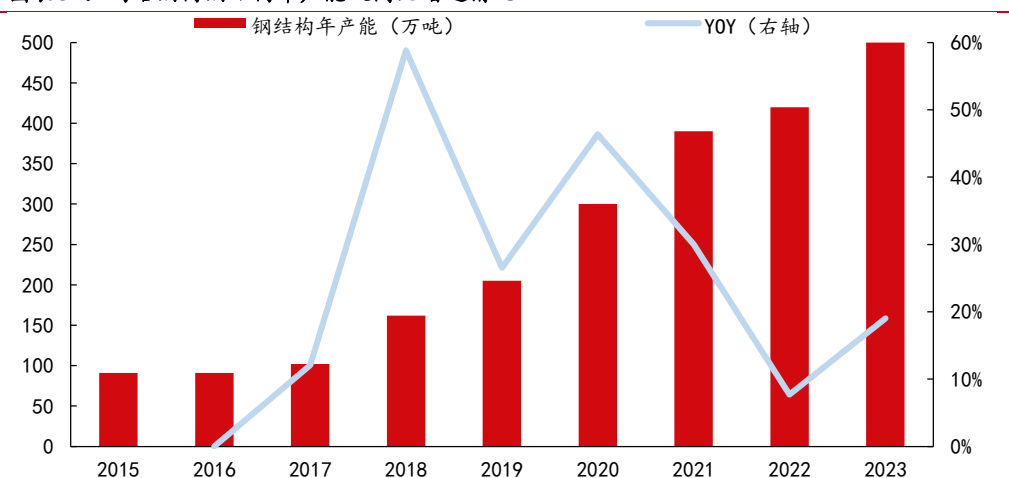


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.1 规模效应及管理精细化调整，专注持续优化生产成本

2016 年以来公司产能规模领先优势持续扩大。2016 年起公司钢结构新产能投产保持强度，领先优势持续扩大（参考图表 29），截至 2023 年末，公司拥有安徽合肥、下塘、涡阳、金寨、宣城、颍上、蚌埠、河南汝阳、重庆南川及湖北团风等十大生产基地，钢结构年产能达 500 万吨。2017 年起公司钢结构产能利用率基本维持在 85% 以上，产量增速高于行业平均水平，产量规模位居行业第一，2023 年公司产量为 449 万吨，市占率（产量口径）为 4.0%。

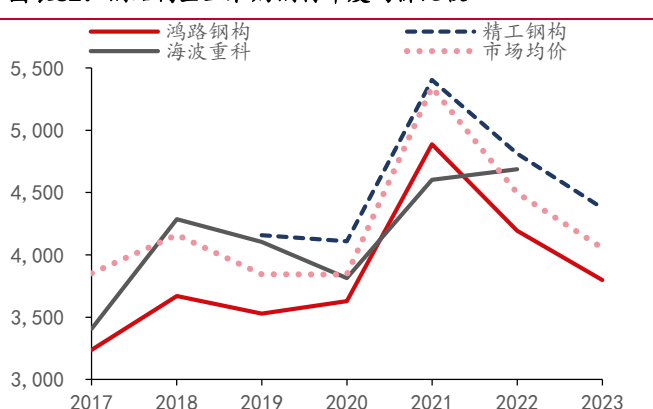
图表31：鸿路钢构钢结构年产能及同比增速情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所
注：均为期末数据

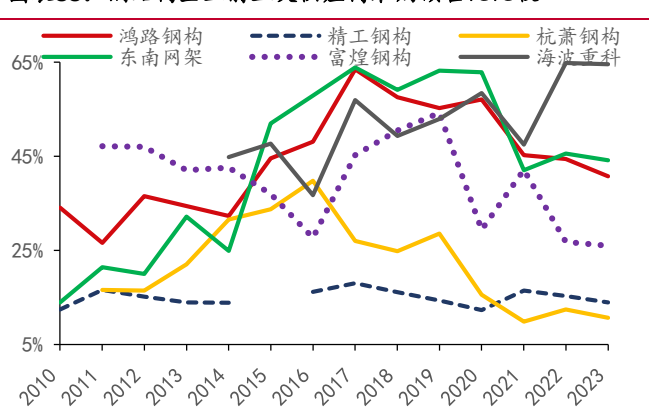
公司钢材采购规模较大，蕴含一定议价能力，公司钢材采购均价明显低于同行可比公司。公司对钢材需求稳定且采购规模较大，具有一定的溢价能力，与宝钢、马钢、沙钢、宝武钢铁、安阳钢铁等头部企业建立长期稳定的战略关系，钢厂直接采购为主。一方面，直采有利于降低采购成本，相较于从主流钢结构企业从贸易商进行采购的模式，公司从钢铁厂直采价格可减少中间环节加价。公司供应商集中度高于同行主要企业，前五大供应商采购额占比维持较高水平（2023年为41%），钢材采购均价场均价分别-579、-259元/吨。

图表32：钢结构企业采购钢材年度均价比较



资料来源：Wind、各公司公告，国联证券研究所
注：市场均价使用国内热轧板卷(Q235B, 4.75mm)全年平均价格；价格单位为元/吨。

图表33：钢结构企业前五大供应商采购额占比比较



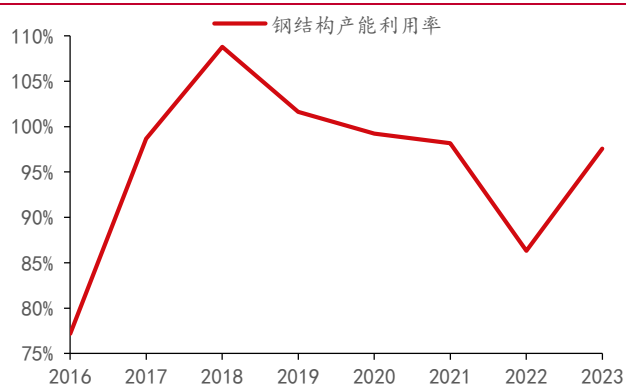
资料来源：各公司公告，国联证券研究所
注：精工钢构未披露2015年前五大供应商采购额占比数据。

焊料等辅材自供、构件生产减少外协，持续强化公司构件制造成本优势。中小规模的钢结构企业一般对构件制造的辅材通过外部采购完成、钢板变形/裁切等部分加

工环节外包。公司全面进行布局焊丝/涂料等部分辅材供应、镀锌/JCOE 制管等钢结构生产全流程环节,一方面可以更好优化生产工艺等以提高生产效率,另一方面辅材等自产可以更好发挥公司规模优势,对公司加强成本优势有积极意义。

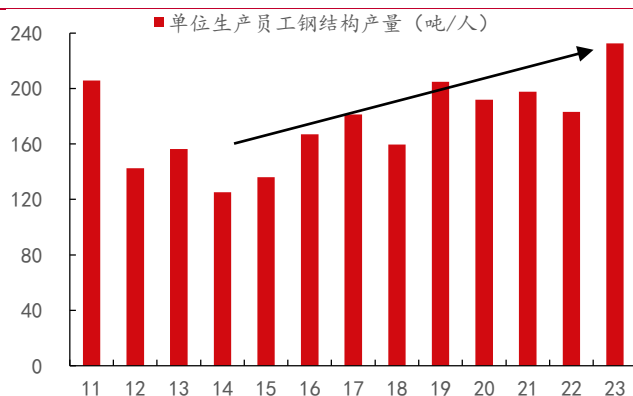
公司以信息化和数字化为抓手,实施扁平化、精细化管理模式,专注生产效率,2017 年以来公司产能利用率维持在 85%以上。公司重点推进内部管理扁平化调整,总部负责制定生产计划、财务管理、客户拓展订单承接等,各生产基地严格执行总部的排产指令进行生产,产量是核心考核指标、更专注生产效率提升。生产基地职能聚焦及总部承担职能/协调等扁平化安排有助于加强各生产基地的协同,有助于更好提升整体生产效率,有助于资源的优化配置与利用。公司以信息化和数字化为抓手,提升精细化管理水平。公司信息化系统以“鸿路项目信息管理平台”为核心,反映合同、收付款、采购计划及到料状况、成品收发存、发货计划、生产计划及生产进度等信息,实现资源信息共享;同时开发报工质检、鸿路智造小程序,自动记录班组每天计件工资以及每个构件工序的完成情况,减少人为失误,进一步提高公司对各生产基地一线工人及项目进度的把控能力,进一步提高生产效率。2014-2023 年公司生产人员人均钢结构产量 CAGR 为 7%,2023 年为 233 吨;同期公司人均产值 CAGR 为 6%,2023 年为 107 万元;同期公司人均归母净利润 CAGR 为 11%,2023 年为 5.4 万元。2017 年以来在保持扩产强度的背景下公司产能利用率维持在 85%以上。

图表 34: 鸿路钢构钢结构产能利用率



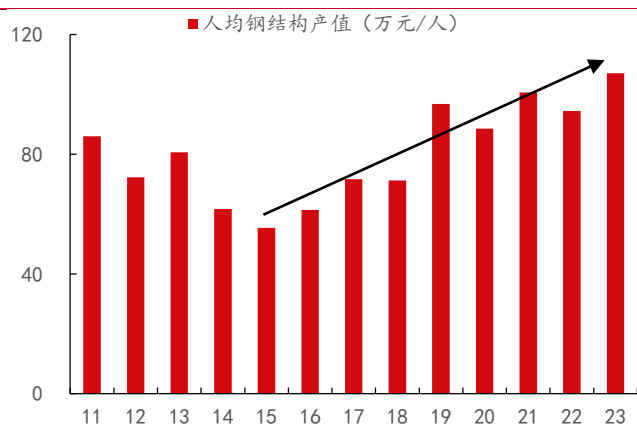
资料来源:公司公告,国联证券研究所

图表 35: 鸿路钢构单位生产人员钢结构产量



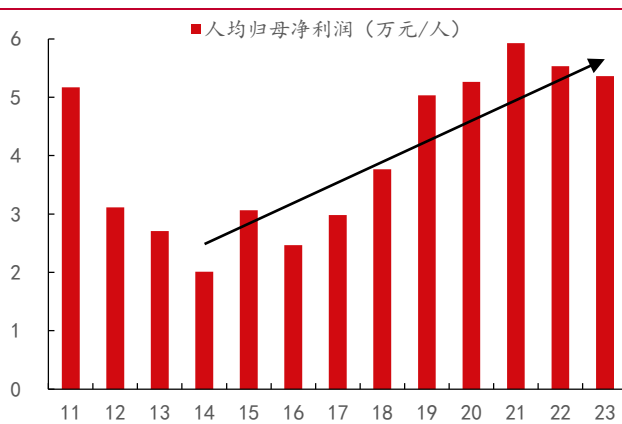
资料来源:公司公告,国联证券研究所

图表36：鸿路钢构人均产值



资料来源：Wind、公司公告，国联证券研究所

图表37：鸿路钢构人均归母净利润

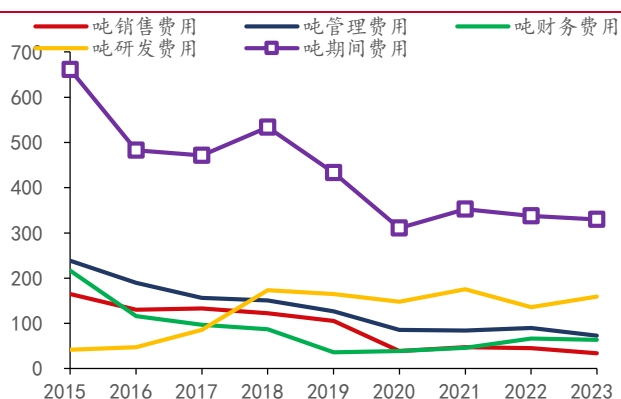


资料来源：公司公告，国联证券研究所

规模/精细管理等效果持续显现，吨期间费用、折旧摊销金额呈持续降低态势。

随着公司 2016 年加快钢结构产能投产力度，近年随着公司规模效应、精细化管理效果持续显现，我们预计吨期间费用持续下降（因前期工程收入贡献不可忽视，我们以近 3 年为例，2023 年公司吨销售/管理/财务/研发费用分别为 34/73/63/159 元，较 2021 年-13/-11/+17/-16 元；2023 年吨期间费用 329 元，较 2021 年-23 元）。预计公司吨折旧摊销金额亦持续下降，2023 年公司吨折旧摊销金额 130 元，2015-2023 年 CAGR 为-6%/年均下降 10 元。

图表38：鸿路钢构钢结构吨期间费用变化情况（元）

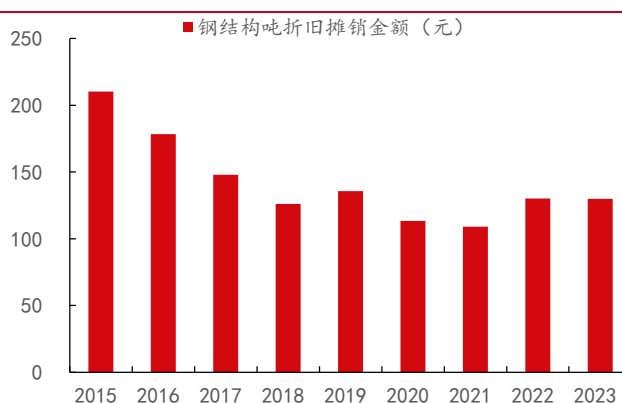


资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：1. 期间费用=销售费用+管理费用+研发费用+财务费用；

2. 管理费用不包含研发费用。

图表39：鸿路钢构钢结构吨折旧摊销金额变化情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

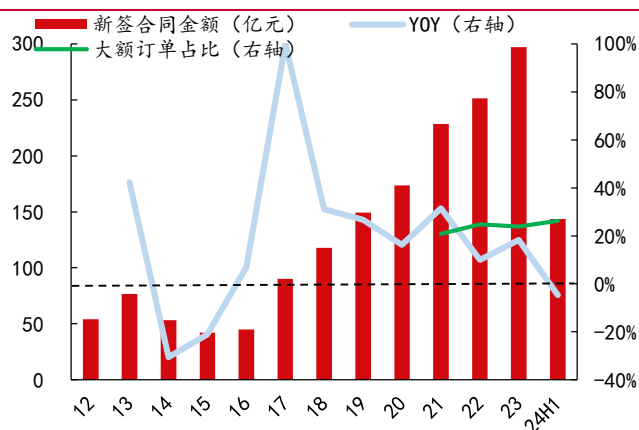
注：预计工程业务产生的折旧及摊销影响有限

3.2 规模优势提升大客户粘性，进一步强化优势

下游优质客户在手订单充足，公司深度绑定核心客户，大客户销售额占比及大

额订单占比持续提升。公司产品种类较齐全，具备一站式各类钢结构及其配套产品供应能力；同时构建集中调度管理体系，多生产基地协同较好，能够满足重要客户（如建筑央企）的差异化需求（比如项目质量要求高、工期要求紧、构件需求规模大等），与中建、中冶等大型央企建立长期战略合作关系，近年建筑央企市场份额持续提升，行业影响力持续加大，大客户粘性对公司提升竞争优势扮演越来越重要角色。公司深度绑定核心客户，前五客户销售额占比以及大额订单¹占比持续提升，2023 年前五大客户销售额为 54 亿元，yoy+39%，占比为 23%；2023/2024H1 大额订单占比分别为 24%、26%，是公司钢构产品的中坚需求，为公司提升产能利用率、提升市场份额等扮演重要角色。

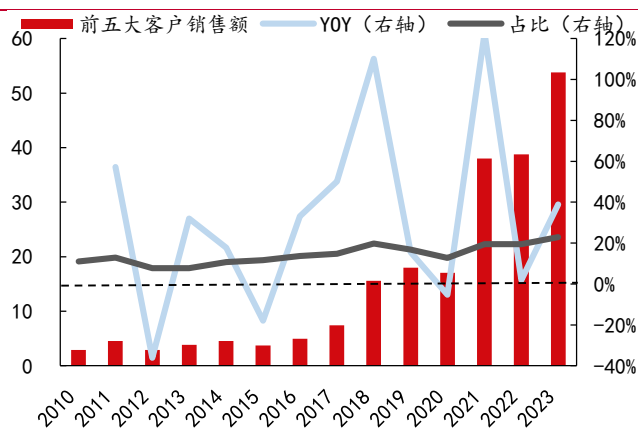
图表40：公司新签合同金额及大额订单占比情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：大额订单是指合同金额达到 1 亿元人民币以上或钢结构加工量 10,000 吨以上的订单。

图表41：公司前五大客户销售额及占比情况

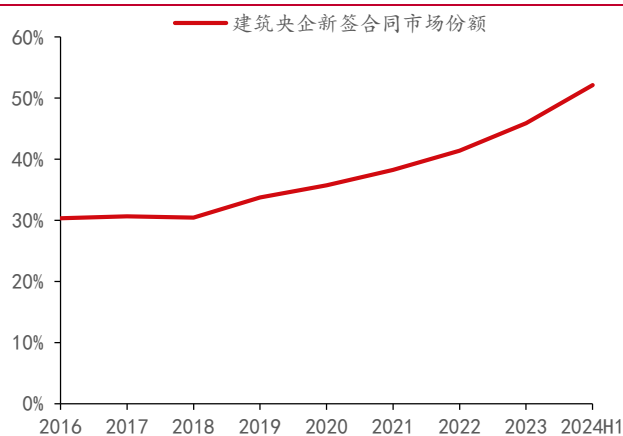


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：前五大客户销售额单位为亿元。

¹ 大额订单是指合同金额达到 1 亿元人民币以上或钢结构加工量 10,000 吨以上的订单。

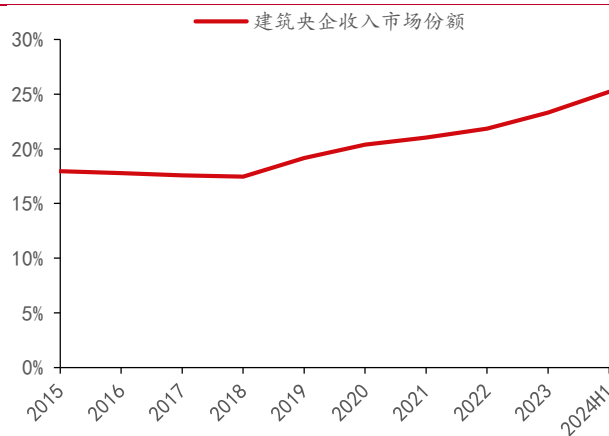
图表42：九家建筑央企的新签合同的市场份额变化



资料来源：各公司公告、Wind，国联证券研究所

注：建筑央企包含中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建；后文同。

图表43：九家建筑央企收入的市场份额变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 新阶段：智能化改造引领行业，或继续强化优势

目前钢结构制造对劳动力依赖度较高，随着劳动力成本上升以及对钢结构精度要求越来越高，智能化改造的必要性日益凸显。钢结构制作工序主要包括预处理、切割下料、钻孔成型、组装焊接、质量检测、防腐处理、成品检验包装等。由于钢结构产品具有非标属性，目前国内钢结构制造自动化水平偏低，大部分生产工序对劳动力的依赖度较高，钢结构构件整体精度偏低。随着焊接工等劳动力成本上升以及下游应用场景对钢结构精度要求越来越高，钢结构构件加工产线推进智能化改造有迫切需求。

公司持续加大研发投入，引领钢结构行业智能化升级。公司基于“提高自动化生产能力、提高产品质量，降低生产成本”三大目标，持续加大研发投入，成为钢结构行业智能化升级的引领者。公司智能化改造主要分为三个阶段：

1) 初步探索（2013-2017年），2013年公司首次提出“智能制造”经营理念，尝试摸索出一条相对统一和标准化的钢结构设计和制造的思路；2015年加强对钢结构生产线部分关键设备进行智能化技术改造的研发，2016年开始批量化智能改造。

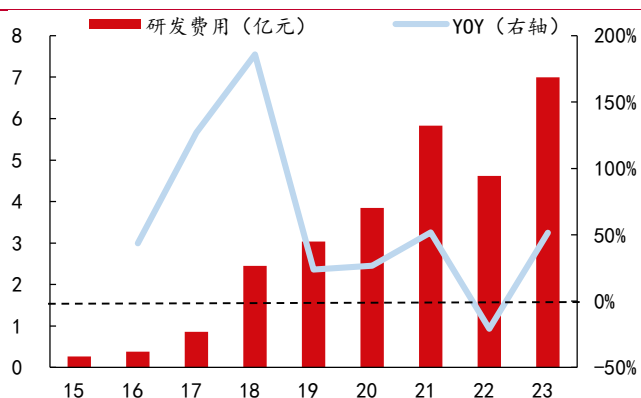
2) 引进机器人（2018-2021年），2018年研发或引进焊接机器人、喷涂机器人、自动翻转机、全自动双弧双丝埋弧焊生产线、全自动剪切配送生产线、镀锌生产线等设备及工艺技术。2020年公司公开发行可转债，部分募集资金用于购买焊接机器人

设备。

3) 加快智能化改造 (2022 年至今), 2022 年公司加快激光智能切割、小型连接件的专业化智能化生产、机器人自主寻位焊接、机器人喷涂等智能化改造。2023 年公司研发“轻巧弧焊机器人智能焊接系统”, 具备地轨式免示教智能焊接工作站的集成能力。根据鸿路采购物流中心公众号, 截至 2024M6 末, 公司公开招标 50 套整体移动式智能机器人喷涂房、200 套智慧喷涂线集成方案、340 台光纤激光切割机、1000 台弧焊机器人、3000 套机器人地轨、500 套角焊缝免示教机器人焊接工作站、2000 套机器人水冷焊枪、2000 套弧焊机器人清枪器、2000 套机器人空冷焊枪。目前公司十大生产基地已投入使用小部分轻巧智能焊接机器人以及自主集成的地轨式免示教智能焊接工作站。

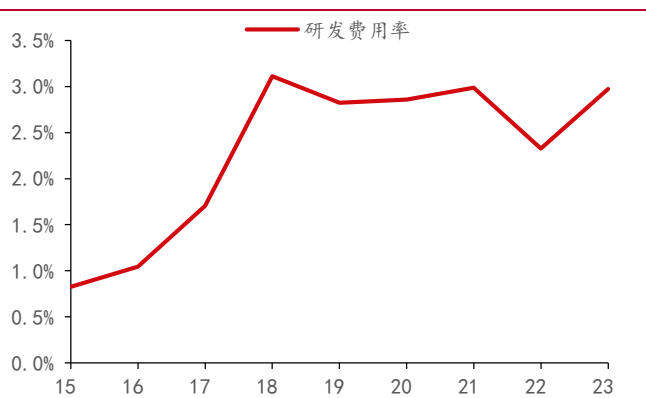
随着公司智能化改造加快推进, 研发费用增长保持强度, 2023 年公司研发费用为 7.0 亿元, yoy+52%, 研发费用率 3.0%, yoy+0.6pct, 阶段拖累盈利能力。我们认为智能化改造是公司进一步提升竞争力、行业发展的必然需求, 投资未来, 其对进一步提升公司生产效率、稳定产品质量及有效应对劳动力成本持续上涨有重要意义, 对公司的积极影响预计会逐步显现。

图表44: 公司研发费用以及同比增速情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表45: 公司研发费用率变化情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表46：鸿路钢构可转债基本信息

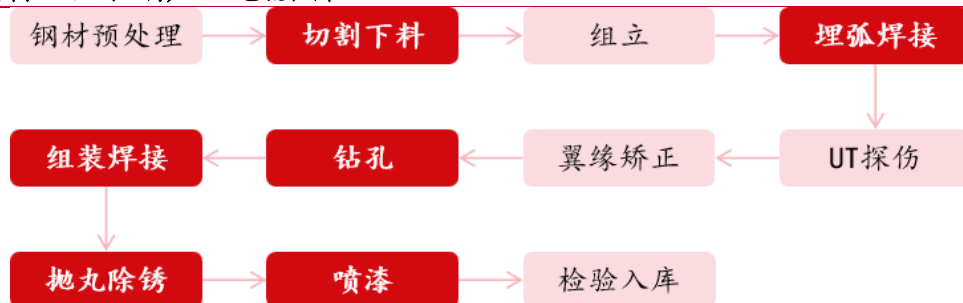
证券简称	起息日期	到期日期	发行规模	募投项目名称	募投项目总投资额	募投金额	募投项目产能
鸿路转债	2020/10/9	2026/10/9	18.8	涡阳绿色装配式建筑产业基地建设项目	13.3	8.8	年产 50 万吨装配式钢结构、重型钢结构等产品。
				合肥鸿路建材绿色装配式建筑总部产业基地智能制造工厂设备购置项目	1.7	1.7	购置数控等离子火焰切割机、单双梁起重行车、摇臂钻床等自动化生产线设备
				湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目	2.2	2.0	年产能将提高 6 万吨钢结构生产能力。
				鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目	0.8	0.8	引进先进的企业资源管理信息系统，实现财务与业务一体化的管控模式；同时，公司购置软硬件设备，打造智能一体化管理平台，提升生产运营效率。
				偿还银行贷款	5.6	5.6	-

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：募投项目总投资额和募投金额的数据单位为亿元。

根据公司招股说明书，钢结构生产主要包含 11 个环节，其中切割下料、埋弧焊接、钻孔、组装焊接、抛丸除锈、喷漆 6 个环节可以进行自动化改造。公司主要针对切割、焊接、喷涂等环节进行智能化改造，关键装备主要为焊接机器人和激光切割机。

图表47：钢结构产品工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

注：深红色表述生产工序可实现自动化。

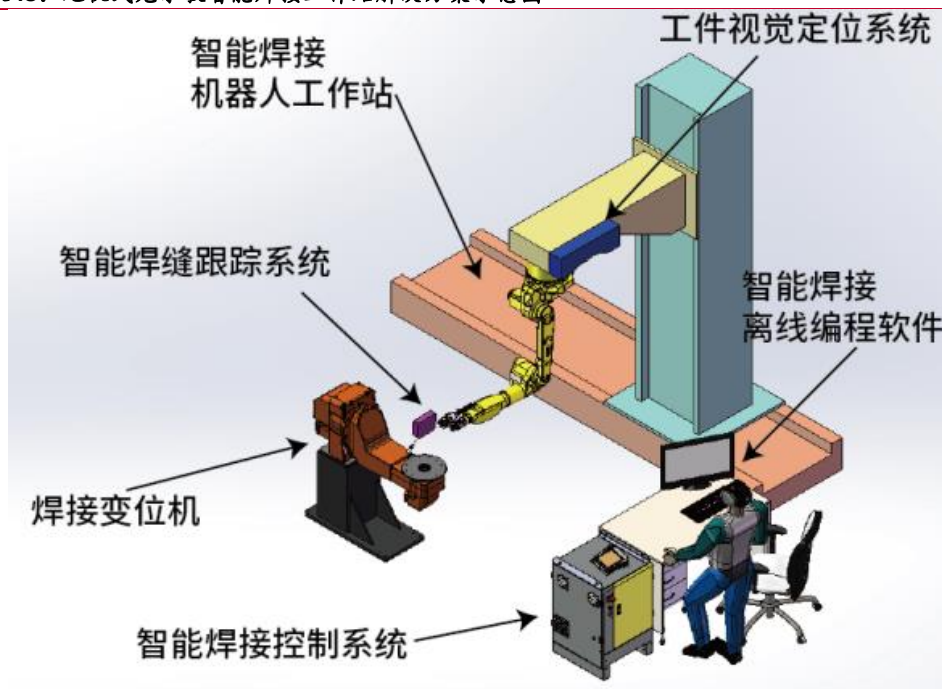
4.1 焊接机器人：已具备自主集成能力，经济性有望逐步显现

焊工缺口持续扩大+进口设备成本高/适配性差，联合研发专用自动化焊接装备势在必行。焊接是钢结构制造最关键的工序，目前国内焊接行业自动化水平较低，高度依赖焊接工人。焊工技能是影响钢结构焊接质量的关键因素之一，受劳动强度较大（根据中国工程建设焊接协会，1 名焊工每年生产 350 吨钢结构）、作业环境艰苦等因素的影响，焊工缺口持续扩大，用工成本增长较快。同时，进口全自动焊接设备成本较高，且对操作调试人员的技术能力具备较高的要求，且对于钢结构生产的适配性偏弱。国内钢结构生产企业联合相关设备企业开发更匹配生产更有性价比的装备势

在必行。

按照加工路径生成方式不同，焊接机器人可分为示教焊接机器人和智能焊接机器人。目前国内钢结构企业主要使用示教焊接机器人，需要经过繁琐的人工示教和编程完成焊接任务，主要用于制造规则型钢构件。智能焊接机器人采用 BIM 进行焊接路径规划，通过离线编程来生成焊缝加工路径，减少人工作业，提升焊接精度以及生产效率，主要应用于非标小批量、柔性加工。智能焊接机器人解决方案主要由智能焊接离线编程软件、智能焊缝跟踪系统、智能焊接控制系统、工件视觉定位系统、焊接变位机以及智能焊接机器人工作站等部分组成，其中焊接离线编程软件、智能焊缝跟踪系统、智能焊接控制系统是必备部件。

图表48：地轨式免示教智能焊接工作站解决方案示意图

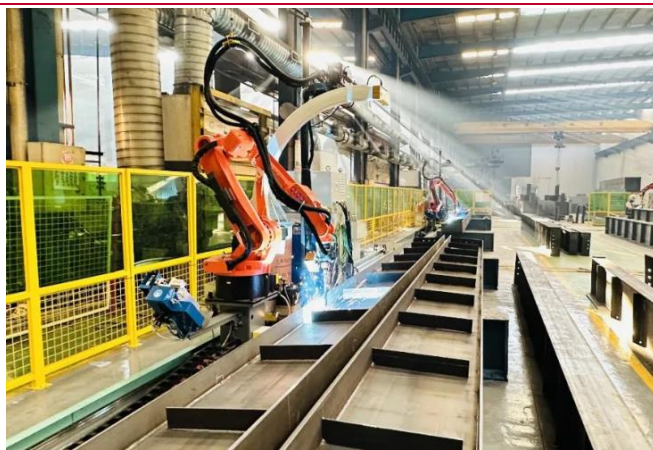


资料来源：柏楚电子公司公告，国联证券研究所

自主集成焊接工作站应用场景更加广泛，且对操作工的依赖减弱，效率提升较为明显，目前公司已具备自主集成的能力，并将其投入到各生产基地使用。鸿路钢结构焊接机器人主要分为两种：1) 轻巧智能焊接机器人，2023 年公司自主研发“轻巧弧焊机器人智能焊接系统”，属于示教焊接机器人，8 月公开招标 1000 台弧焊机器人，目前已购买小部分轻巧智能焊接机器人，并投入到生产基地使用。2) 公司开始尝试自主集成地轨式免示教智能焊接工作站，2023M8 公司公开招标 3000 套机器人地轨、500 套角焊缝免示教机器人焊接工作站，同时与中集飞秒签订战略合作协议，中集飞

秒智能焊接系统解决方案配备“飞秒灵眸”3D 视觉传感器和“飞秒云控”智能型焊接系统；2024M4 公司公开招标 2000 套机器人水冷焊枪、2000 套弧焊机器人清枪器、2000 套机器人空冷焊枪，4/17 与钱江机器人签订 800 台焊接机器人（QJR6-2000H）采购合同。相较轻巧智能焊接机器人，自主集成焊接工作站应用场景更加广泛，且对操作工的依赖减弱，效率提升较为明显。目前公司自主研发“弧焊机器人控制系统”取得了阶段性的成功，公司大规模对生产设备装置智能化改造。我们认为随着焊接机器人应用场景拓展以及生产效率提升，积极影响有望逐步显现。

图表49：中集飞秒焊接机器人



资料来源：财联社，国联证券研究所

图表50：钱江焊接机器人（QJR6-2000H）



资料来源：钱江机器人官网，国联证券研究所

智能焊接机器人经济性逐渐显现，经我们测算，当每条生产线配备 1、2、3、4 台焊接机器人时，钢结构单吨成本分别-31、-62、-92、-123 元。智能焊接机器人可提高焊接精度（产品质量）和生产效率，同时降低生产成本。核心假设：1）假设 1 条钢结构生产线年产能 1 万吨，产能利用率 98%，根据中国工程建设焊接协会，1 名焊工每年生产 350 吨钢结构，则 1 条生产线需配备 26 名焊工；2）根据高工机器人产业研究所，1 台智能焊接机器人可替代 3 名熟练焊工，1 台机器需要配备 1 名操作员。我们对智能焊接机器人对钢结构毛利的影响进行测算，当每条生产线配备 1、2、3、4 台焊接机器人时，相较于传统产线，折旧和人工总成本分别-30、-60、-90、-121 万元，钢结构单吨成本分别-31、-62、-92、-123 元，智能焊接机器人的经济性有望逐渐显现。

图表51：智能焊接机器人对公司钢结构单吨毛利率影响测算

项目	单位	传统	智能化			
焊工人数	人	26	23	20	17	14
焊工年薪	万元/人	15	15	15	15	15
机器人操作维护人数	人		1	2	3	4
机器人操作维护人员年薪	万元/人		12	12	12	12
人工总成本	万元/人	390	357	324	291	258
焊接机器人数量	台		1	2	3	4
焊接机器人成本	万元/台		30	30	30	30
折旧年限	年		10	10	10	10
残值率	-		5%	5%	5%	5%
年折旧费用	万元		2.9	5.7	8.6	11.4
折旧+人工成本总计	万元	390	360	330	300	269
单线产能	万吨	1	1	1	1	1
产能利用率	-	98%	98%	98%	98%	98%
单吨收入	元	5,604	5,604	5,604	5,604	5,604
单吨成本	元	5,098	5,067	5,037	5,006	4,975
单吨毛利	元	505	536	567	598	628
成本降幅	元		-31	-62	-92	-123

资料来源：国联证券研究所测算

注：1. 假设 1 条钢结构生产线年产能 1 万吨，产能利用率 98%。

2. 根据中国工程建设焊接协会，假设 1 名焊工每年生产 350 吨钢结构，则 1 条生产线需配备 26 名焊工；

3. 根据高工机器人产业研究所，假设 1 台智能焊接机器人可替代 3 名熟练焊工，1 台机器需要配备 1 名操作员。

4.2 激光切割机：产线已大规模应用，切割效率有望提升

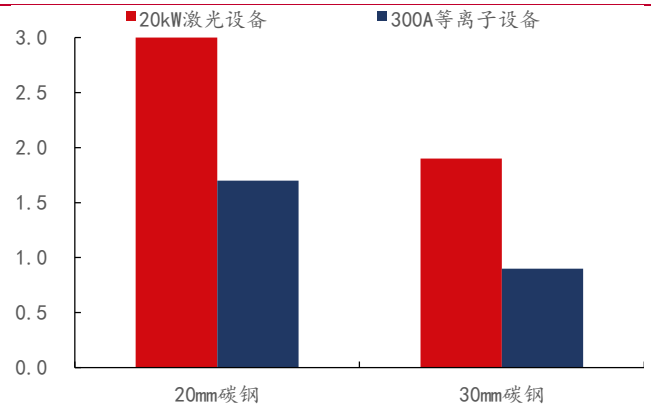
激光切割机已基本覆盖公司所有产线，切割效率有望提升。钢结构常用的切割方式有三种：火焰切割、机械切割、等离子切割，公司主要采用数控火焰切割机和等离子切割机。2022 年公司引入激光切割机，激光切割主要应用于薄板切割（如碳钢、不锈钢的最大厚度分别为 16、8mm），具有高精度（0.1mm vs 数控火焰/等离子切割机 0.5/0.3-1.0mm）、高效率、高灵活性等特征，针对不同材质的钢板进行快速、精准的切割，可明显提升钢板切割效率（如据柏楚电子，相较于 300A 等离子设备，20Kw 激光设备切割 20mm 钢板的效率提升 77%）。同时激光切割钢板的切口较平整，无需二次加工，可减少废料率并提升产品质量。截至 2024/8/31，公司已公开招标光纤激光切割机 340 台。

图表52：激光智能切割机



资料来源：鸿路钢构官网，国联证券研究所

图表53：激光切割设备切割效率更高



资料来源：激光制造网，国联证券研究所

注：图中数据表示1分钟设备切割碳钢长度，单位为米

图表54：公司光纤激光切割机公开招标信息统计表

时间	设备	输出功率 (kW)	数量 (台)	设备功能	切割精度
22/5/11	光纤激光切割机	12	30	-	切割面平面度≤0.05 倍板厚，且 不大于 2mm； 割纹深度≤0.3mm； 局部切割缺口深度≤1mm。
22/7/17	光纤激光切割机	12	50	-	
		20	30	-	
22/7/23	光纤激光切管机	12	10	热轧 H 型钢切断、穿孔、打标、划线等	
22/9/14	光纤激光切割机	20	30	-	
22/11/11	光纤激光切管机	12	10	切割 H 型钢	
23/2/1	光纤激光切割机	20	30	-	
23/3/10	光纤坡口激光切割机	20	30	切割常见的 V 形、K 形、Y 形等坡口	
24/7/12	光纤坡口激光切割机	30	110	-	
		40	10	-	
合计			340	-	-

资料来源：鸿路采购物流中心公众号，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

假设：

1) 销量方面，公司自主研发“弧焊机器人控制系统”取得阶段性成功，目前对生产设备装置进行大规模智能化改造，阶段性影响产能利用率；随着智能化改造成效

逐步显现，2025-2026 年产能利用率有望逐步恢复至 2023 年水平，我们假设 2024-2026 年产能利用率分别为 90%、95%、98%。公司与核心客户深度绑定，新签订单维持较好增长，我们认为产销率有望维持 2023 年水平，假设 2024-2026 年产销率均为 95%。我们预计 2024-2026 年公司钢结构销量分别为 436、483、535 万吨，分别 yoy+2%、+11%、+11%。

2) 吨成本方面，2024M1-9 国内钢材价格同比持续下降，我们假设 2024 年钢价均价较 2023 年有一定下降，假设 2024-2026 年公司吨钢材采购均价均为 3,569 元，分别 yoy-6%、持平、持平。随着产能利用率提升，吨折旧摊销和吨其他成本有望继续下降，假设 2024-2026 年公司钢结构单吨折旧摊销分别为 129、127、125 元，吨其他成本分别为 939、929、919 元。

3) 价格方面，2024 年吨售价根据吨毛利和吨成本进行计算，为 5,058 元：a) 假设 2024 年公司吨毛利水平与 2024H1 基本持平，假设 2024 年吨毛利为 420 元，同比减少 62 元；b) 吨成本=钢材成本+吨折旧摊销+吨其他成本，根据成本假设计算得 4,638 元。我们假设 2025-2026 年公司产品售价保持稳定，均为 5,058 元。

4) 费用方面，随着智能化改造推进，产能利用率有望逐步提升，吨期间费用或将持续下降，我们假设 2024-2026 年吨销售费用分别为 30、29、28 元，销售费用率分别为 0.59%、0.57%、0.55%；吨管理费用分别为 68、67、66 元，管理费用率分别为 1.34%、1.32%、1.30%。我们认为未来三年公司将深入推进智能化改造，研发费用率将维持在较高水平，预计 2024-2026 年吨研发费用分别为 159、159、159 元，研发费用率分别为 3.14%、3.14%、3.14%。

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 228、252、279 亿元，分别 yoy-3%、+10%、+11%；其中钢结构收入分别为 221、244、271 亿元，分别 yoy-3%、+11%、+11%。归母净利润分别为 10、11、13 亿元，分别 yoy-14%、+12%、+11%，对应 EPS 分别为 1.48、1.65、1.82 元，3 年 CAGR 为+2%。

图表55：公司收入及营业成本预测（单位：百万元）

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,848	23,539	22,804	25,192	27,869
YOY	2%	19%	-3%	10%	11%
毛利率	12.0%	11.1%	10.6%	10.6%	10.7%
YOY (pct)	-0.7	-0.8	-0.6	0.1	0.1
钢结构					

营业收入	19,019	22,810	22,054	24,420	27,075
YOY	2%	20%	-3%	11%	11%
毛利率	9.0%	9.0%	8.3%	8.5%	8.8%
YOY (pct)	-0.4	0.0	-0.7	0.2	0.2
产能 (万吨)	420	500	520	550	600
产能利用率	86%	98%	90%	95%	98%
产销率	93%	95%	95%	95%	95%
销量 (万吨)	326	426	436	483	535
YOY	2.5%	30.6%	2.4%	10.7%	10.9%
单位售价 (元/吨)	5,837	5,359	5,058	5,058	5,058
单位成本 (元/吨)	5,311	4,876	4,638	4,626	4,614
钢材采购单价 (元/吨)	4,193	3,797	3,569	3,569	3,569
单吨折旧摊销 (元/吨)	130	130	129	127	125
其他成本 (元/吨)	987	949	939	929	919
单位毛利 (元/吨)	526	482	420	432	444
其他业务					
营业收入	829	730	751	772	795
YOY	1.4%	-12.0%	2.9%	2.9%	2.9%
毛利率	80%	78%	77%	77%	77%

资料来源：ifind，国联证券研究所
注：橙色数据为假设值。

图表56：公司收入利润预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,848	23,539	22,804	25,192	27,869
营业成本	17,471	20,919	20,395	22,512	24,880
税金及附加	155	185	179	198	219
销售费用	155	149	135	144	154
单吨销售费用	45	34	30	29	28
销售费用率	0.78%	0.63%	0.59%	0.57%	0.55%
管理费用	304	321	307	334	364
单吨管理费用	89	73	68	67	66
管理费用率	1.53%	1.36%	1.34%	1.32%	1.30%
研发费用	462	700	717	792	876
单吨研发费用	136	159	159	159	159
研发费用率	2.33%	2.97%	3.14%	3.14%	3.14%
财务费用	227	278	268	269	291
其他收益	254	383	383	383	383
营业利润	1,409	1,402	1,204	1,344	1,485
利润总额	1,406	1,388	1,198	1,338	1,480
净利润	1,163	1,179	1,018	1,137	1,257
单吨净利润	357	277	233	236	235
归母净利润	1,163	1,179	1,018	1,137	1,257
yoy	1.1%	1.4%	-13.7%	11.7%	10.6%

资料来源：ifind，国联证券研究所
注：表格中金额单位均为百万元。

5.2 估值与投资建议

鸿路钢构是钢结构制造龙头，产能产量位居国内行业第一，规模/成本优势或持续加强。我们选取钢结构行业的 3 家企业（分别为精工钢构、杭萧钢构、富煌钢构）、铝加工行业的 6 家企业（分别为云铝股份、南山铝业、明泰铝业、天山铝业、华峰铝业、豪美新材）作为可比公司。钢结构行业的 3 家可比公司经营模式与鸿路钢构有所差异：鸿路钢构以钢结构制造为主；可比公司以工程业务为主，钢结构构件生产主要满足内部需求，商业模式差异较大，但下游需求有较大共性，因此选择这 3 家企业作为可比公司。铝加工行业的 6 家可比公司虽然与鸿路钢构的主营产品以及下游需求有所不同，但商业模式与鸿路钢结构相似：均为材料加工企业，因此选择这 6 家企业作为可比公司。2025 年钢结构行业可比公司 PE 均值为 15.35 倍，铝加工行业可比公司 PE 均值为 10.82 倍。我们给予公司 2025 年 10 倍 PE，对应目标价为 16.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表57：钢结构企业和铝加工企业盈利预测和估值表

— 代码	公司名称	收盘价 元/股	归母净利润（亿元）				归母净利润 YOY				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
钢结构行业													
600496.SH	精工钢构	2.80	5.48	5.28	5.40	5.56	-22.3%	-3.7%	2.1%	3.1%	10.67	10.45	10.13
600477.SH	杭萧钢构	2.64	2.94	2.60	2.89	3.24	9.6%	-11.4%	11.2%	12.0%	24.04	21.61	19.30
002743.SZ	富煌钢构	4.82	0.96	1.26	1.50	1.78	-3.2%	31.2%	19.0%	18.7%	16.65	13.99	11.79
钢结构行业均值		-	-	-	-	-	-	-	-	-	17.12	15.35	13.74
铝加工行业													
000807.SZ	云铝股份	15.26	39.56	48.19	55.02	59.57	-13.4%	21.8%	14.2%	8.3%	10.98	9.62	8.88
600219.SH	南山铝业	4.23	34.74	44.98	46.48	50.88	-1.2%	29.5%	3.3%	9.5%	11.01	10.66	9.73
601677.SH	明泰铝业	13.82	13.47	18.20	20.78	23.31	-15.7%	35.0%	14.2%	12.2%	9.45	8.27	7.37
002532.SZ	天山铝业	8.72	22.05	40.30	44.63	48.89	-16.8%	82.7%	10.8%	9.5%	10.07	9.09	8.30
601702.SH	华峰铝业	16.56	8.99	11.80	14.52	16.95	35.1%	31.3%	23.0%	16.7%	14.01	11.39	9.76
002988.SZ	豪美新材	19.11	1.81	2.42	2.98	3.86	转盈	33.4%	23.1%	29.6%	19.60	15.92	12.28
铝加工行业均值		-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.52	10.82	9.39
002541.SZ	鸿路钢构	14.13	11.79	10.18	11.37	12.57	1.4%	-13.7%	11.7%	10.6%	9.58	8.57	7.75

资料来源：ifind，国联证券研究所

注：1. 除鸿路钢构，其他公司预测数据均来源于 Wind 一致性预期。

2. 数据更新时间：2024/10/24。

6. 风险提示

1) 钢材价格波动的风险：公司主营业务为钢结构，产品采用成本加成方式进行定价，公司存货采用加权平均法计价；如果未来钢材价格大幅波动，将会对公司吨毛利产生一定影响。

2) 行业竞争加剧的风险：如果行业竞争加剧，将对公司盈利产生较大影响。

3) 智能化改造进展不及预期的风险：近年公司加速进行智能化改造，导致公司折旧费用和研发费用增长较多，对公司盈利产生一定影响。如果公司智能化改造进展低于预期，生产效率未能如期提高，将对公司盈利造成一定影响。

4) 客户集中度较高的风险：公司客户集中度较高，如果主要客户的订单量和需求发生较大变化，将会对公司的业绩产生明显影响。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	913	1411	1140	1260	1393	营业收入	19848	23539	22804	25192	27869
应收账款+票据	2532	3027	3758	4840	6177	营业成本	17471	20919	20395	22512	24880
预付账款	633	716	718	821	939	税金及附加	155	185	179	198	219
存货	8284	8419	7711	8141	8521	销售费用	155	149	135	144	154
其他	277	307	303	336	374	管理费用	766	1020	1024	1126	1240
流动资产合计	12639	13881	13631	15398	17404	财务费用	227	278	268	269	291
长期股权投资	12	10	8	7	5	资产减值损失	-8	29	4	4	4
固定资产	5873	7318	6971	6840	6643	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	239	70	285	250	250	投资净收益	-43	-25	-25	-25	-25
无形资产	1048	1039	1010	980	950	其他	385	411	422	422	422
其他非流动资产	779	967	1045	1143	1242	营业利润	1409	1402	1204	1344	1485
非流动资产合计	7951	9404	9319	9220	9089	营业外净收益	-3	-14	-5	-5	-5
资产总计	20589	23284	22950	24618	26493	利润总额	1406	1388	1198	1338	1480
短期借款	1870	1271	681	1209	1849	所得税	243	209	180	201	222
应付账款+票据	3766	4397	3967	4040	4090	净利润	1163	1179	1018	1137	1257
其他	2370	2677	2652	2928	3237	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	8006	8345	7301	8177	9176	归属于母公司净利润	1163	1179	1018	1137	1257
长期带息负债	3625	4850	4850	4850	4850	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	699	895	895	895	895	成长能力					
非流动负债合计	4324	5745	5745	5745	5745	营业收入	1.71%	18.60%	-3.12%	10.47%	10.63%
负债合计	12330	14090	13046	13922	14921	EBIT	-1.93%	2.03%	-11.98%	9.62%	10.16%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	2.26%	7.87%	-4.03%	8.21%	8.46%
股本	690	690	690	690	690	归属于母公司净利润	1.09%	1.43%	-13.68%	11.71%	10.56%
资本公积	2279	2281	2281	2281	2281	获利能力					
留存收益	5291	6223	6932	7725	8601	毛利率	11.98%	11.13%	10.57%	10.64%	10.72%
股东权益合计	8260	9194	9903	10696	11572	净利率	5.86%	5.01%	4.46%	4.51%	4.51%
负债和股东权益总计	20589	23284	22950	24618	26493	ROE	14.08%	12.83%	10.28%	10.63%	10.86%
现金流量表						ROIC	11.47%	10.31%	8.18%	8.89%	9.02%
单位:百万元						偿债能力					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	59.88%	60.51%	56.85%	56.55%	56.32%
净利润	1163	1179	1018	1137	1257	流动比率	1.6	1.7	1.9	1.9	1.9
折旧摊销	424	553	663	697	729	速动比率	0.4	0.5	0.7	0.8	0.8
财务费用	227	278	268	269	291	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-783	-136	708	-430	-379	应收账款周转率	7.9	7.8	6.1	5.2	4.6
营运资金变动	-953	-770	-475	-1299	-1513	存货周转率	2.1	2.5	2.6	2.8	2.9
其它	546	-7	-630	508	457	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
经营活动现金流	622	1098	1552	881	842	每股指标(元)					
资本支出	-1948	-1479	-500	-500	-500	每股收益	1.7	1.7	1.5	1.6	1.8
长期投资	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.9	1.6	2.2	1.3	1.2
其他	133	-176	-156	-176	-176	每股净资产	11.6	12.9	13.9	15.1	16.4
投资活动现金流	-1815	-1655	-656	-676	-676	估值比率					
债权融资	812	627	-590	527	640	市盈率	8.4	8.3	9.6	8.6	7.8
股权融资	159	0	0	0	0	市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
其他	-336	-23	-577	-613	-672	EV/EBITDA	12.5	9.5	7.2	6.9	6.6
筹资活动现金流	636	604	-1166	-86	-32	EV/EBIT	15.7	12.7	10.4	9.8	9.3
现金净增加额	-554	47	-271	119	134						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼