

2025年11月22日

买入（首次覆盖）

盛德鑫泰（300881）：高端管材与汽车零部件双轮驱动，前景可期

——公司深度报告

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

数据日期	2025/11/21
收盘价	32.00
总股本(万股)	11,000
流通A股/B股(万股)	5,741/0
资产负债率(%)	63.91%
市净率(倍)	2.94
净资产收益率(加权)	13.44
12个月内最高/最低价	45.84/24.63



投资要点：

- **传统能源与新能源双轮驱动：**公司已构建“高端管材+汽车零部件”的双业务体系。在传统能源领域，作为超超临界电站锅炉用管的国内龙头，产品国产化率不断提高，火电业务营收占比高。在新能源领域，通过收购切入汽车轻量化赛道，产能逐步释放。
- **财务表现亮眼，成长性突出：**2023年和2024年营业收入增幅分别为64.1%和34.4%，2025年前三季度营收达23.25亿元。公司2025年第三季度ROE为13.44%，经营活动现金流改善明显，因公司规模扩张，筹资现金流金额始终维持高位。
- **技术研发领先，市场份额稳固：**研发投入保持强度，前沿技术布局成果显著，部分产品技术对标国际先进。电站锅炉用小口径不锈钢管市场，公司份额居前，长期绑定优质客户，客户粘性强；汽车零部件业务切入新能源车企供应链，多业务领域巩固行业竞争优势。
- **产品结构高端化，附加值提升：**聚焦T91/T92合金钢管、TP347H不锈钢管等高技术壁垒产品，毛利率显著高于普通钢管。开发ASME SA-213T系列、内螺纹管等，换热效率提升40%，切入超超临界锅炉等高端市场，产品结构优化，带动毛利率高于行业平均水平。
- **行业景气支撑，成本优势凸显：**受益于2024年我国新增火电装机达4744万千瓦，火发电量占比仍高达67%，带动高端锅炉管需求旺盛。公司具备从钢坯到成品的全产业链布局，原材料成本占比超75%，在镍、铬等金属价格下行周期中盈利空间进一步打开。T91/T92等高端钢管国产化加速，原材料成本下降，生产成本压力减轻。
- **投资建议：**我们认为公司竞争优势为专精于小口径无缝钢管，对应国内超超临界机组更新需求旺盛。T91、T92这类高温高压钢管需求在未来几年仍维持较高增速。公司2025-2027营业收入预计分别为30.43、32.20、34.11亿元；归母净利润分别为2.40、2.76、3.09亿元；EPS分别为2.18、2.51、2.81元；P/E分别为14.67、12.76、11.41倍，看好公司持续受益于国内火电机组扩容/升级，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**传统钢管盈利不达预期；下游终端需求萎靡等风险；主营业务原材料价格波动风险。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1206.9	1980.9	2662.8	3043.44	3220.04	3410.54
同比增速(%)	7.5%	64.1%	34.4%	14.3%	5.8%	5.9%
归母净利润(百万元)	73.45	120.50	225.80	239.94	275.85	308.61
同比增速(%)	40.3%	64.1%	87.4%	6.3%	15.0%	11.9%
毛利率(%)	12.9%	14.1%	17.9%	18.9%	19.4%	19.4%
每股盈利(元)	0.67	1.10	2.05	2.18	2.51	2.81
ROE(%)	8.8%	13.0%	21.4%	20.4%	20.3%	19.8%
PE(倍)	47.92	29.21	15.59	14.67	12.76	11.41

资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所，截至2025年11月21日

正文目录

1. 公司概况	4
1.1. 背靠常州，制造业腹地资源共享	4
1.2. 公司营业收入快速增长，增速大幅提高	4
1.3. 资本结构优化，释放财务弹性的策略	6
1.4. 市场扩张与产能高效利用推动高 ROE	7
2. 公司产业链稳定，专精小口径钢管市场	9
2.1. 客户集中稳定，交易标的稳定	9
2.2. 产业链完备，注重专精小口径产品优势	9
2.3. 产业链延伸，商品技术革新，带动快速发展	10
2.4. 公司募资拓展高镍产线，兼具提升生产弹性	11
3. 无缝钢管景气延续，上下游共振推动需求旺盛	12
3.1. 我国无缝管自给率持续上升，基本完成钢管国产化	12
3.2. 公司产品价格与上下游相关性较高	13
3.3. 我国用电需求强劲，支撑发电持续增长	14
3.4. 技术专精，公司乘上装机容量增长东风	15
3.5. 算力用电，发电增长的新质驱动力	17
3.6. 政策支持，我国火电进入增长新通道	17
4. 盈利预期与投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1 公司股权结构明细	4
图 2 营业收入和增速（亿元，%）	5
图 3 归母净利润和同比增速（亿元，%）	5
图 4 主要产品营收增幅（%）	5
图 5 主要产品营收金额（亿元）	5
图 6 主要产品毛利率（%）	6
图 7 主要产品毛利构成（亿元）	6
图 8 公司营业四大费用（万元）	6
图 9 公司工资及福利费用占比（亿元，%）	6
图 10 公司资产负债率（亿元，%）	7
图 11 公司 ROE 与股价均价（元/股）	8
图 12 公司现金流情况（亿元）	8
图 13 公司主要供应商金额（万元）	9
图 14 公司主要客户金额（万元）	9
图 15 无缝钢管主要加工流程	10
图 16 我国和全球无缝钢管产量（万吨，%）	12
图 17 我国无缝钢管生产自给率（万吨）	12
图 18 全球粗钢产量和我国占比（万吨，%）	13
图 19 全球生铁产量与我国占比（万吨，%）	13
图 20 主要产品和钢坯价格指数价差（元/吨）	13
图 21 无缝钢管其他原材料市场价格（元/吨）	14
图 22 火力发电设备新增装机容量和增速（万千瓦，%）	14
图 23 我国电力需求和增速（太瓦时，%）	14
图 24 2019 年以来我国全社会用电量和增速（亿千瓦时，%）	15
图 25 盛德鑫泰与主要国标品种无缝钢管耐热性汇总	15
图 26 我国发电量组成分布（亿千瓦时，%）	17
图 27 中国新增发电装机容量（GW）	17
图 28 火力发电设备新增装机容量及预测（GW，%）	18
图 29 公司无缝钢管市占水平（万吨）	18
表 1 公司主要产品变化	10
表 2 2024 年在建工程新增金额分类明细（万元）	11
表 3 盛德鑫泰上市以来产能变化	11
表 4 公司主营合金钢管的区别	12
表 5 公司研发新型重点产品特点	16
表 6 我国算力电力协同发展政策变化	17
表 7 盛德鑫泰盈利成本和预测	18
表 8 可比公司估值一览	19
附录：三大报表预测值	20

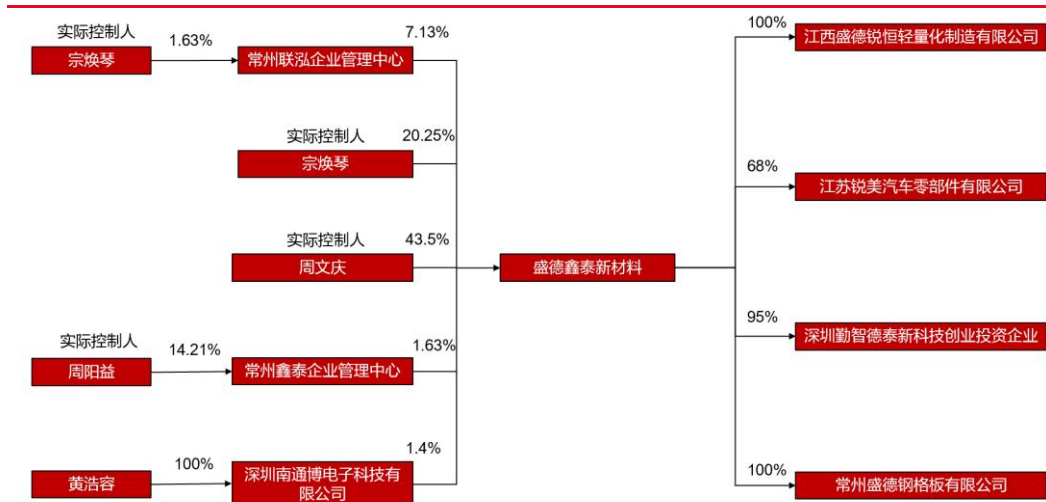
1.公司概况

1.1.背靠常州，制造业腹地资源共享

盛德鑫泰新材料股份有限公司（股票简称：盛德鑫泰，股票代码：300881.SZ）成立于2001年10月15日，总部位于江苏省常州市，于2020年9月1日在深圳证券交易所创业板上市。公司专注于高性能无缝钢管的研发、生产和销售，主要产品包括合金钢无缝管、不锈钢无缝管及少量镍基耐蚀合金管，广泛应用于超（超）临界电站锅炉、石油炼化等领域。

公司股权结构高度集中，实际控制人周文庆与宗焕琴为一致行动人。截至2025年中报，二人分别直接持股43.50%和20.25%，合计控制公司63.75%的表决权，控制权稳定。常州联泓企业管理中心（员工持股平台）持股7.13%，常州鑫泰企业管理中心持股1.63%。盛德鑫泰下游控股公司涵盖多领域，坚持一体化发展。

图1 公司股权结构明细



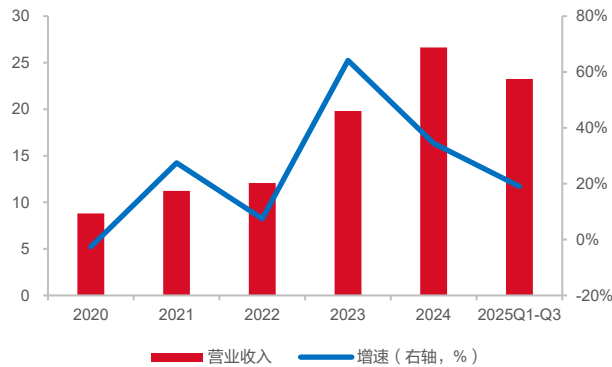
资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所，截至2025年11月20日

1.2.公司营业收入快速增长，增速大幅提高

公司主营产品是小口径无缝钢管，2023年开始，营业收入快速增长。2024年公司全年营业收入26.63亿元，较去年同比增长34.4%，其中合金钢无缝钢管和不锈钢无缝钢管营收增幅最大，不锈钢无缝钢管2023年营收同比增加111.5%。2025年前三季度，公司营收共23.25亿元，较去年同比增加19.01%，其中第三季度营收为8.35亿元，增速约为31.02%。公司在2023年拓展汽车电机转轴产品，进一步增厚营业收入。

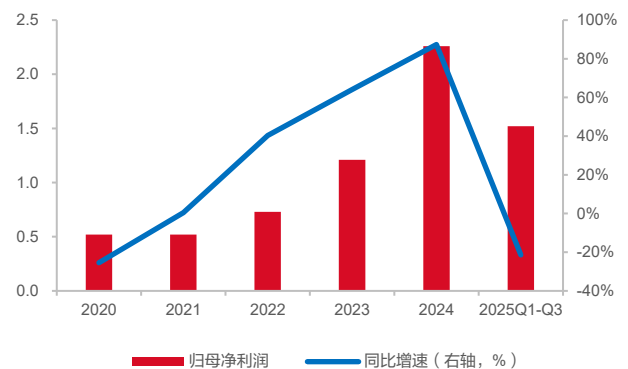
2024年公司归母净利润达2.26亿元，创下历史新高，同比增速高达87%，2025年前三季度公司归母净利润为1.52亿元，同比下滑21.4%，第三季度归母净利润为0.67亿元，同比下滑3.74%。主要原因是不锈钢管产品原材料价格上涨，导致此业务的毛利同比下滑，成本端压力大使得净利润空间被侵蚀，但是随着高端不锈钢产品继续出货，公司第四季度带来订单支撑有机会恢复毛利率及盈利能力。未来公司利润增幅主要受益于下游火力发电锅炉设备升级和新建设备扩容，公司订单增速较快，产能利用率显著提升，同时公司收购并表子公司江苏锐美汽车零部件公司，将带动公司营收快速增长。

图2 营业收入和增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

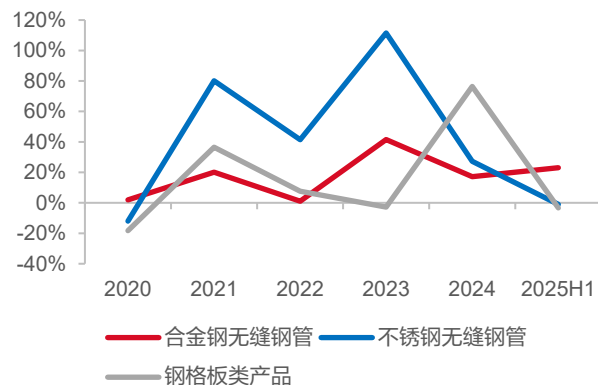
图3 归母净利润和同比增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

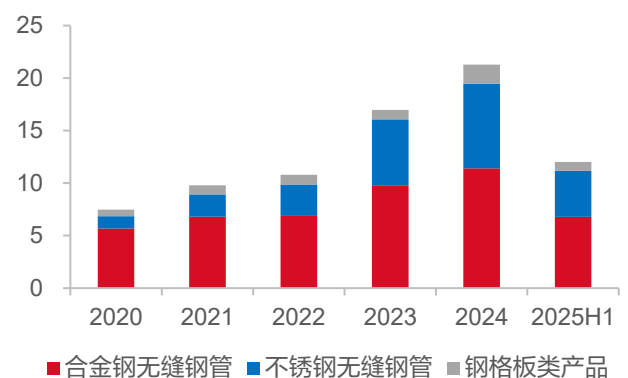
公司主营业务同步增长，目前转变为合金钢管和不锈钢钢管双管齐下的产品结构，合金钢管的营业收入稍大于不锈钢钢管。截至2025年上半年，合金钢无缝钢管增速依旧维持同比23.02%的较高增速，钢格板营收同比增速为-3.32%。2025年上半年，公司合金钢无缝钢管营收占比约为45.54%，不锈钢无缝钢管营收占比约为29.38%。根据2024年年度报告，公司汽车配件营收占比从2023年末的6.36%增长至16.53%，占营业总收入的份额快速增长。

图4 主要产品营收增幅（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图5 主要产品营收金额（亿元）

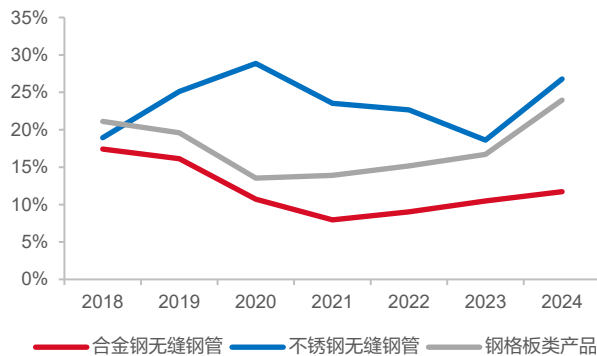


资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

公司无缝钢管和钢格板类产品毛利率稳定，2023年至2024年，不锈钢无缝钢管毛利率水平明显改善。2024年公司生产的不锈钢无缝钢管毛利率为26.78%，较2023年上升8.17个百分点。公司不锈钢钢管的生产成本控制进一步增强，公司的盈利空间扩大。

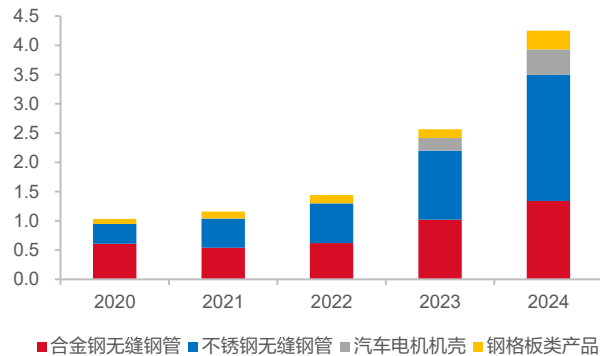
2018年，公司的毛利润贡献以合金钢管为主，占比达到了66%。随着业务扩展，公司合金钢管毛利比重下降，至2024年底合金钢管、不锈钢钢管的毛利占比分别为28%和45%，公司已经形成了多元化的毛利结构。虽然公司不锈钢钢管的毛利润总额低于合金钢管，但是毛利率较高，主要原因是不锈钢钢管通常对加工工艺要求更高，单位产品的工艺价值增加，因此价格中附加值占比更高。

图6 主要产品毛利率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图7 主要产品毛利构成 (亿元)

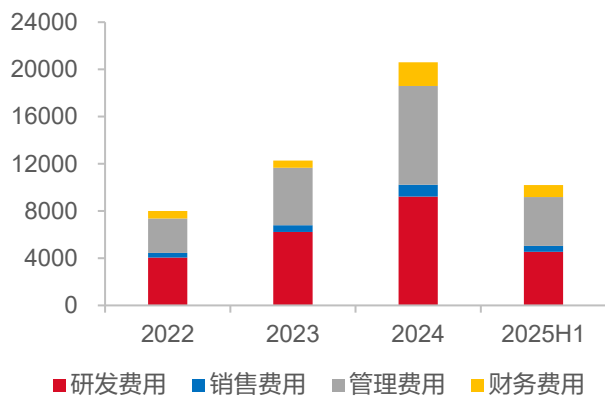


资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

截至 2024 年底，公司四项费用综合约为 2.06 亿元，占营业收入比重约为 7.7%，较 2023 年上升 1.5 个百分点。2024 年公司新产能释放并且不锈钢及高端合金钢销售增加，费用绝大部分是随收入增长而增加的弹性成本。公司在超级不锈钢、T91/T92 高端合金钢等新品上加大研发投入，导致研发人员薪酬、实验检测费增加。虽然费用金额增长明显，但由于同期营业收入实现较快增长，各项费用率保持相对稳定，显示出公司规模扩张过程中良好的成本控制能力与初步的规模经济效应。

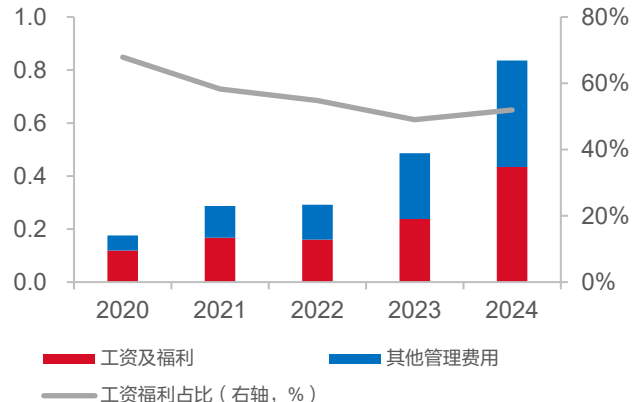
公司 2024 年公司研发费用约为 0.93 亿元，占公司四大费用的比重约为 44.9%，公司的研发费用在四大费用中基本维持 50%左右的较大比重，其中研发费用主要集中在工资薪酬和材料、燃料等成本，公司前期注重研发投入。

图8 公司营业四大费用 (万元)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图9 公司工资及福利费用占比 (亿元, %)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

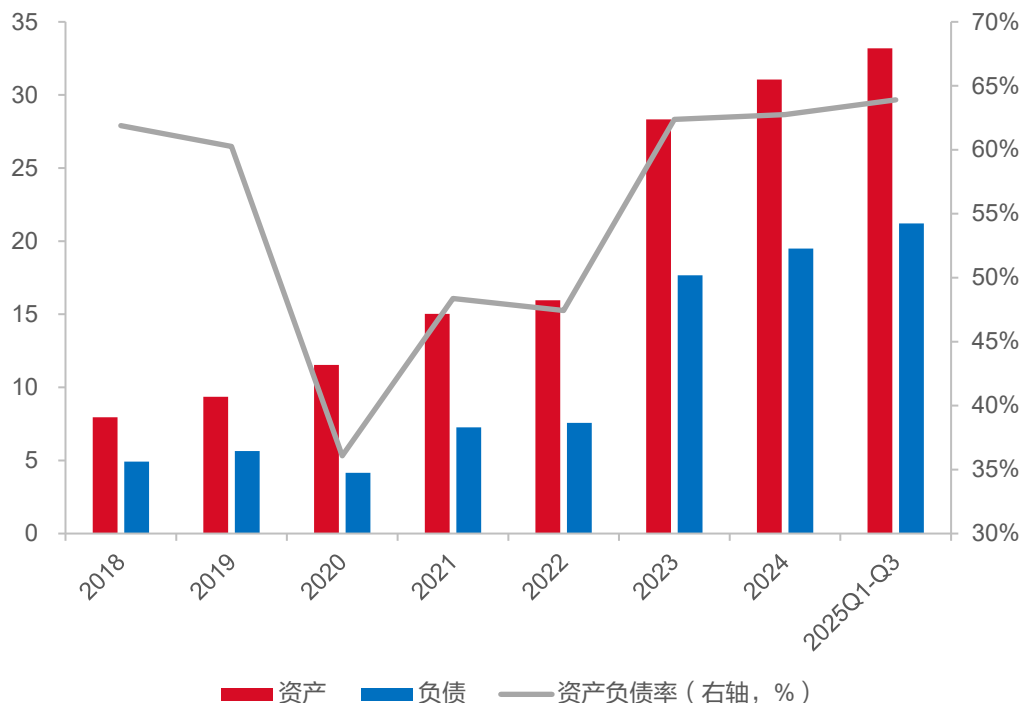
1.3.资本结构优化，释放财务弹性的策略

截至 2025 年第三季度末公司资产负债率为 64%，较 2024 年末上升 1 个百分点。公司第三季度应收账款约为 8.5 亿元，较 2024 年末增长 58.58%，是导致公司总资产当季增长的最大原因，主要系营业收入增加且季末回款力度放缓所致。负债方面，截至第三季度公司长期借款 2.55 亿元，较 2024 年末增长 74.66%，主要是部分子公司固定资产投资增加项目贷款所致。

自上市以来，盛德鑫泰资产负债率呈现稳步上升趋势，主要源于公司在无缝钢管、钢格板等核心产品产能扩张及技改项目上的持续投入，导致在建工程和有息负债同步增加。2020

年后，公司启动不锈钢、高端合金钢等新产线建设，设备投资额大，部分通过银行贷款或债券融资，带动负债总额增加。2023 年开始公司超级不锈钢产能逐步投产，现金流改善，公司在继续扩大业务。预计公司资产负债率短期内将维持在 60%以上。

图10 公司资产负债率（亿元，%）



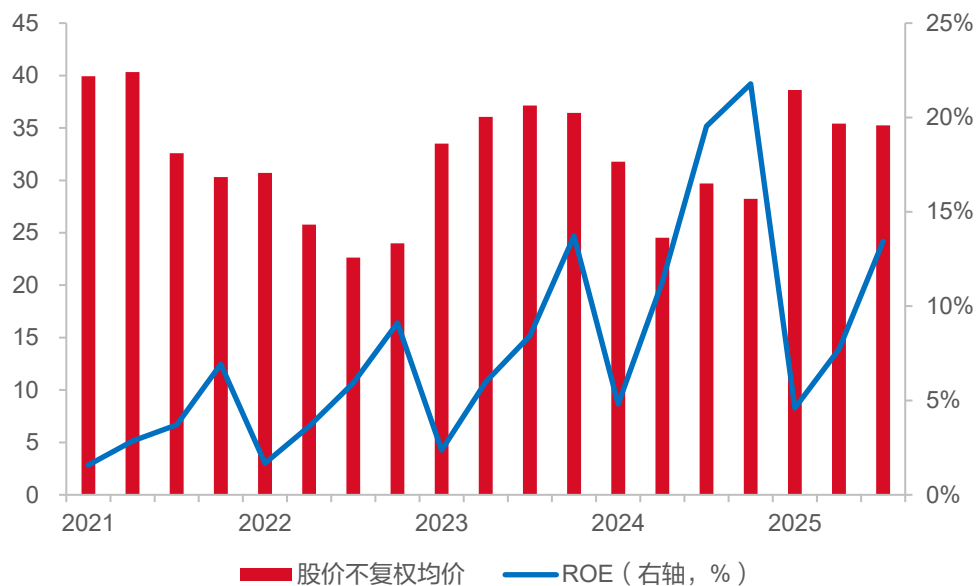
资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

1.4.市场扩张与产能高效利用推动高 ROE

截至 2025 年第三季度，公司加权 ROE 为 13.44%，净资产收益率较 2024 年同期下滑 6.1 个百分点。第三季度公司资产周转率为 0.72，高于前两年同期水平，资产周转率改善明显；公司权益乘数为 2.99，较 2024 年同期同比上升 3%。前三季度公司资产减值损失为 1900 万元，主要系计提的商誉减值所致，信用减值损失共 2000 万元，主要原因是应收账款列入坏账准备，再叠加 2025 年上半年公司净利润下滑，盈利能力受材料和产品价格影响冲击，公司上半年 ROE 走低。

目前公司在手订单十分充足，预计议价权有望改善，增厚销售利润；同时下游客户粘度高回款稳定，后续随项目回款信用减值有望冲回利润；叠加公司对子公司江苏锐美管理改革进一步深入，业绩或有望改善。我们认为随公司减值损失出清，ROE 即将迅速修复。

图11 公司 ROE 与股价均价（元/股）

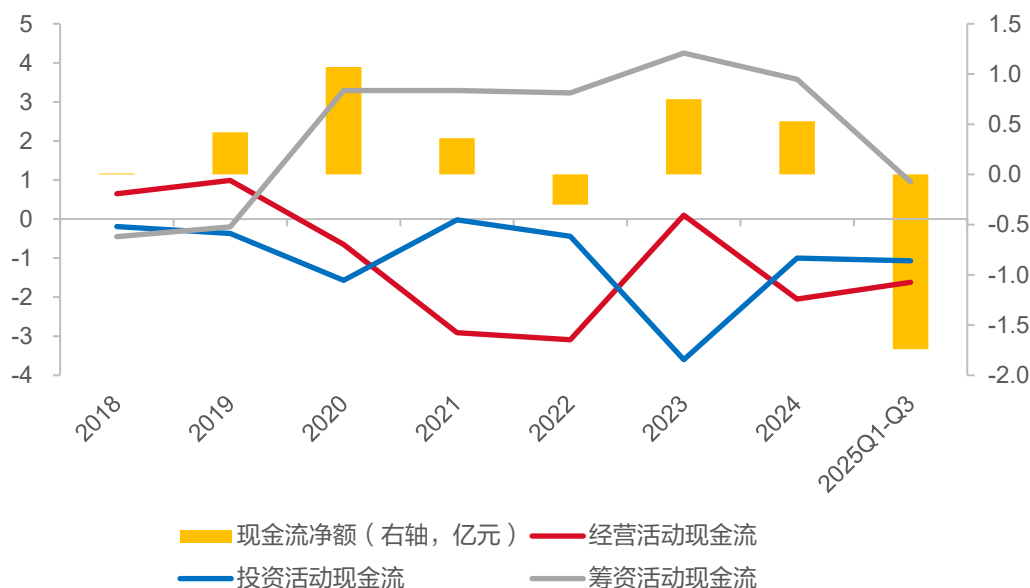


资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

2024 年公司经营活动现金流净额为-2.05 亿元，经营性活动现金流入与流出大多集中在销售商品、提供劳务的收入和购买商品、接受劳务的支出。由于公司 2024 年营业规模扩大，公司经营现金流波动性较大，2025 年公司经营性活动现金流缩减。公司 2025 年第三季度筹资性活动现金流净额为 0.95 亿元，较 2025 年中报明显改善，净流入金额维持稳定。

截至 2025 年第三季度，公司自由现金流在扩张期为负，但整体现金净额保持正值，随着扩产项目完成，投资性现金流流出会明显减少，经营性现金流有望因新产能释放、销售回款改善而回升。

图12 公司现金流情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

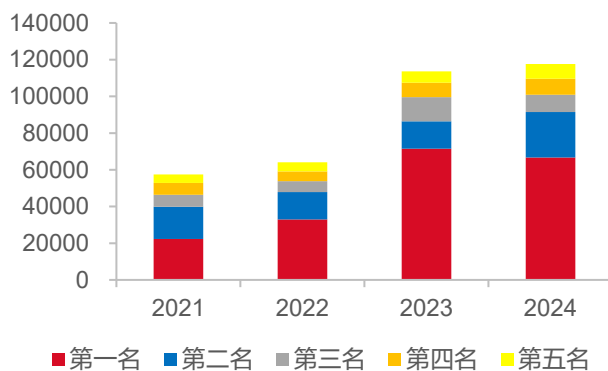
2. 公司产业链稳定，专精小口径钢管市场

2.1. 客户集中稳定，交易标的稳定

公司主要客户相对集中，2024 年公司前五大客户销售总金额约为 21.23 亿元，较 2023 年增长 26.36%，前五大客户占销售总额比重 79.75%，主要客户包括哈尔滨锅炉厂、东方锅炉、上海锅炉厂在内的大型国内电站锅炉生产商以及包括中国石化及其下属公司在内的石油炼化企业，该类客户粘性较强，同时对于供应商的资金链管理和账期要求较高，成为稳定供应商具备较高门槛，公司后续订单具备良好保障。从 2024 年起，公司开始产生部分境外销售收入，2025 年上半年，境外营业收入 0.28 亿元，公司计划逐步发展国际市场，减少对国内某一区域市场的依赖，参与国际项目招标，获取海外订单。

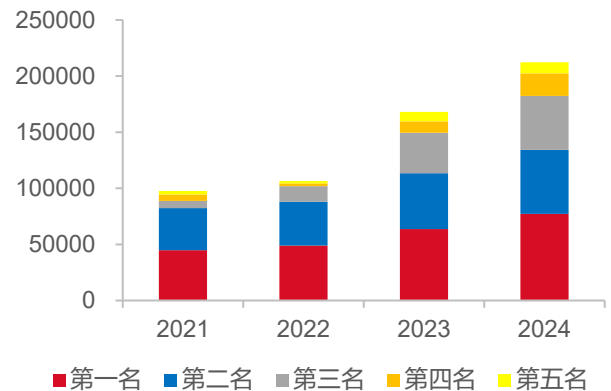
公司主要供应商集中度相对较高，从 2021 年至 2024 年，总金额持续增长，截至 2024 年公司前五大主要供应商采购金额达到 11.76 亿元，较 2023 年增长 3.6%，2024 年前五大供应商占总额的 56.56%，较 2023 年下降 8.16 个百分点，集中度有所降低，公司积极优化供应商结构，增强议价能力与供应链弹性。主要供应商基本为在国内具有规模与资源的钢厂。

图13 公司主要供应商金额（万元）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图14 公司主要客户金额（万元）

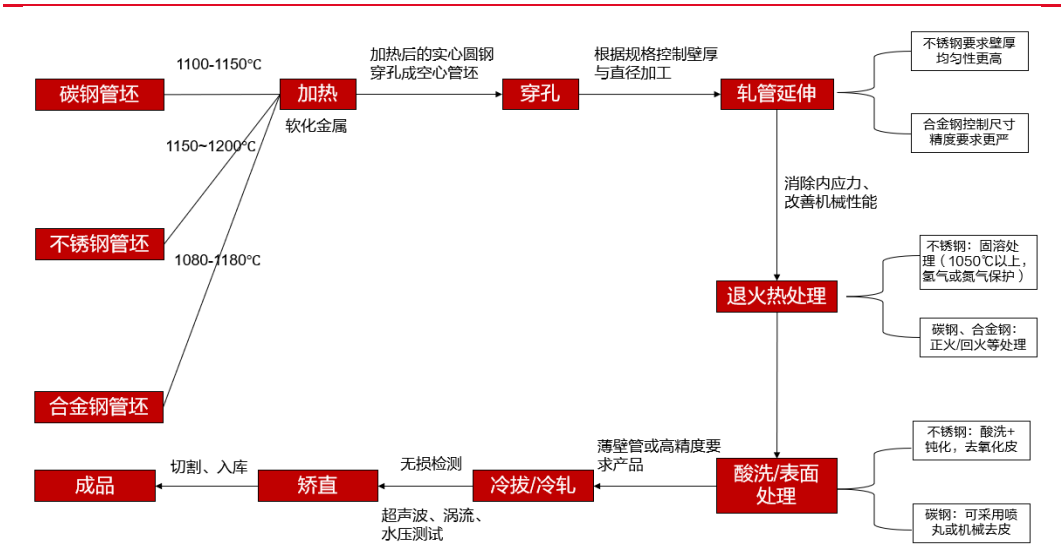


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

2.2. 产业链完备，注重专精小口径产品优势

公司自成立以来一直专注于各类高性能高附加值无缝钢管的研发和制造，打破了国际上日本住友、法国瓦卢瑞克等公司的垄断，产品型号覆盖 T91、T92、TP347H、TP347HFG、超级不锈钢 S30432 等高性能无缝钢管，在材料适用性和品类多样性方面具备明显优势，可覆盖石油、天然气、化工、电力、锅炉、机械等多个行业领域。公司的主要优势具备生产高温高压锅炉管、核电管、石化管等特殊工艺要求高的产品能力；可根据客户要求定制小批量、多规格、高精度的非标产品，灵活性高。公司不依赖大宗标准化产品，而是聚焦在定制化、高技术壁垒领域。

图15 无缝钢管主要加工流程



资料来源：公开数据，东海证券研究所

公司 2023 年前后，主营产品种类变化不大，主要是部分产品使用场景从超临界应用转变为适用条件更苛刻的超超临界环境，公司的三种主要钢管生产主体流程一致，主要差异在热处理、成分控制、酸洗、加热温度、酸洗方式、热处理要求、钢坯成分控制等。2023 年以来公司最主要的操作是收购控股江苏锐美汽车零部件有限公司，使得公司汽车零部件及配件制造占比显著提升，钢格板生产成本规模维持稳定。

表1 公司主要产品变化

分类	2023 年及以前	2024 年后	用途
合金无缝钢管	15CrMoG、12Cr1MoVG 内螺纹锅炉用管等	优化内螺纹锅炉用管	超超临界电站锅炉用换热器管道
合金无缝钢管	20GSA 210C 20# 电站锅炉、石化用管	少量	各类中低压、高压发电锅炉、石化行业换热器用管道
合金无缝钢管	15CrMoG、T11 等合金无缝钢管，T91、T92 高压锅炉无缝钢管	15CrMoG、T11、T191 等合金无缝钢管	超临界、超超临界电站锅炉用过热器等部件制造
不锈钢	TP304H、TP347H、Super304H 等不锈钢锅炉用管	TP304H、TP347H、Super305H 等不锈钢锅炉用管	从超临界适用更多超超临界电站锅炉
钢格板	热浸锌钢格板、热浸锌踏步板	热浸锌钢格板、热浸锌踏步板	电站锅炉、造船、石化，化工等设备平台
汽车零部件	无	电机机壳、电机转轴、底盘零部件等	新能源汽车

资料来源：盛德鑫泰 2023、2024 年度报告，东海证券研究所

2.3.产业链延伸，商品技术革新，带动快速发展

2025 年 4 月根据公司与江苏锐美原自然人股东签订的《现金购买资产协议》，盛德鑫泰将收购原自然人股东持有的江苏锐美 51.00%股权，江苏锐美是一家既生产新能源电动机壳又生产轴的企业，拥有高于同行业 75%的合格率，达 95%以上的铸造生产线。

公司在建项目规模持续扩大，2024 年新增金额约 7624.1 万元，较 2023 年新增减少了 26.97%，主要集中在了产线建设和设备新增上。公司自 2023 年收购锐美汽车零部件公司

后，新增在建项目主要以汽车零部件生产线为主。公司在建项目建设周期均较短，预计两年内将在产能上实现提升。

表2 2024 年在建工程新增金额分类明细（万元）

分类	名称	金额（万元）	预算投入比
产线建设	4000T 生产线	1490.89	99.39%
	压铸生产线	1165.43	100.02%
	转轴生产线	734.04	36.65%
	机加设备	1314.63	70.15%
设备新增	032 二辊周期式冷轧管机	985.30	98.53%
	酸洗槽，加热系统， 废弃处理工程	859.57	100.57%
	低压机	202.52	50.00%
厂区新增	新能源厂房	398.72	93.45%
	立式加工中心	263.72	100.00%
	卧式加工中心	209.29	50.00%

资料来源：公司年度报告、公开数据，东海证券研究所

2.4.公司募资拓展高镍产线，兼具提升生产弹性

2025 年 9 月 23 日，公司发布向不特定对象发行可转换公司债券募集资金预案。本次募集金额不超过 4.4 亿元，主要将用于先进高镍无缝管制造建设项目建设。项目实施完成后可形成新增各类高端产品 5000 吨产能，但公司本次项目及之前数次产能扩张属于柔性生产线，适用产品类型较多，各类产品之间具有一定的产能弹性，可根据市场情况自由调配。

表3 盛德鑫泰上市以来产能变化

时间	新建扩产计划	产品说明	产能
2020 年	老产线	原自有产量	合金：86000 吨/年 不锈钢：7000 吨/年
2022 年	40000 吨	新建特种设备用不锈钢、 合金钢无缝钢管	无缝钢管 10.7 万吨
2023 年	-	新产能逐步落地	无缝钢管 13.9 万吨
2024 年	新建特种设备 无缝钢管项目	调整超级不锈钢、 高合金钢管	无缝钢管 15.21 万吨
2025 年	5000 吨	高镍合金无缝钢管	-

资料来源：公司公告，东海证券研究所

高镍产品市场广阔，性能适用高强度极端环境。2024 年我国电站锅炉产量为 8748.5 万千瓦，同比增长 31.8%，其中超临界、超超临界锅炉产量 6614 万千瓦，占电站锅炉总产量的 75.6%。根据中国核能发展报告数据截至 2025 年 4 月我国在建核电机组共 28 台，在建机组装机容量达到 3365 万千瓦，核电总装机容量首次跃居世界第一。装机材料中，镍基合金钢管应用范围广泛，预计未来核电领域的高性能不锈钢、镍基合金无缝管材料具备良好的市场前景。

高镍无缝钢管是指 Ni 含量超过 10%的合金钢管。公司上期增产产品 T91，T92 属于高铬低镍合金钢管，镍含量低（<1%）。公司此次计划增设的高镍合金无缝钢管产品属于耐腐蚀、耐高温、耐高压的高端新材料、先进钢铁材料，顺应国家核电发展趋势和公司发展战略。

表4 公司主营合金钢管的区别

指标	T91 高合金钢管	T92 高合金钢管	高镍合金钢管
主要用途	高温锅炉管、火电管道	高温锅炉、超临界锅炉管道	核电、化工腐蚀介质、燃气轮机、海水管道
Cr (铬)	8%—9%	8%—9%	>10% 高耐腐蚀
Mo (钼)	0.85%—1.05%	0.85%—1.05%	高含量, 提高耐腐蚀及高温强度
Ni (镍)	0.4%—0.6%	0.4%—0.6%	≥ 10%—30%, 高温韧性与耐腐
Nb (铌)	0.05%—0.09%	0.06%—0.12%	低含量或不加, 视设计
N (氮)	—	0.03%—0.06%	小量, 改善高温强度
耐腐蚀性	一般, 高温下良好	较好, 高温下优于 T91	优异, 耐强酸、碱、海水
高温强度	良好	更高, 高温蠕变寿命更长	极高, 可在 500—1000℃ 使用
抗氧化性	一般	良好	高, 适合极端高温环境
使用寿命	中	长	很长, 维护成本低
市场价格	中等	略高	高, 原材料成本大幅上升

资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

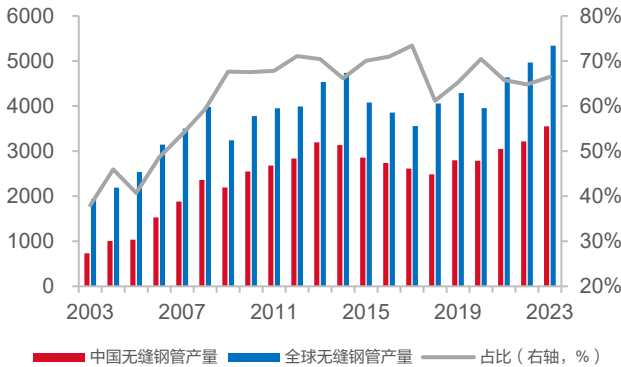
3.无缝钢管景气延续，上下游共振推动需求旺盛

3.1.我国无缝管自给率持续上升，基本完成钢管国产化

2023 年, 全球无缝钢管产量约为 5339.9 万吨, 同比上升 8%; 我国产量约为 3550.09 万吨, 同比上升 10%, 在 2018 年后我国和全球无缝管生产水平基本呈现上升趋势。目前我国是无缝钢管第一生产大国, 占全球生产比重持续上升, 截至 2023 年末, 占比达到了 66%。

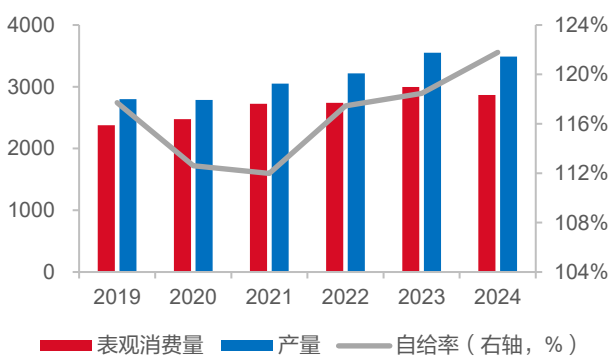
截至 2024 年末我国无缝钢管出口量远大于进口量, 每年的 1-2 月是我国无缝钢管的成交量低谷。2021 年以来, 我国无缝钢管的出口量大多维持在 40 万吨/月以上, 除每年年初外, 交易量基本在 20 万吨/月以上。2018 年以来我国无缝管产量已经超过表观消费量, 无缝钢管基本可以满足自给。

图16 我国和全球无缝钢管产量（万吨，%）



资料来源: 同花顺 iFinD, 东海证券研究所

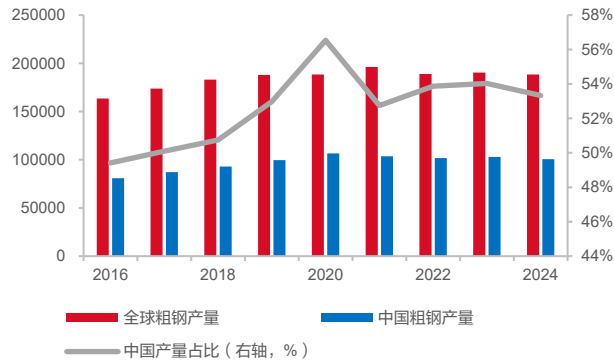
图17 我国无缝钢管生产自给率（万吨）



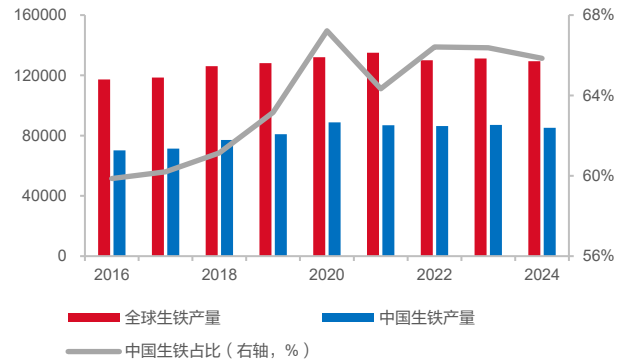
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

2024 年全球粗钢产量 18.84 亿吨, 我国产量占比约为 53%, 世界钢铁协会(WSA)数据显示, 从 2017 年开始, 我国粗钢产量占比一直维持在 50%以上, 中国已连续多年产量占全

球一半以上，是全球最大的粗钢生产国。同期全球生铁产量约为 12.9 亿吨，中国生铁产量占比也在 66% 左右，远高于其他国家。这种超大规模的冶炼能力，不仅保障了国内基础设施、制造业和出口的原料需求，也在全球钢铁产业链中形成了显著的规模与成本优势，对国际钢铁市场价格和供需格局具有重要影响力。

图18 全球粗钢产量和我国占比（万吨，%）


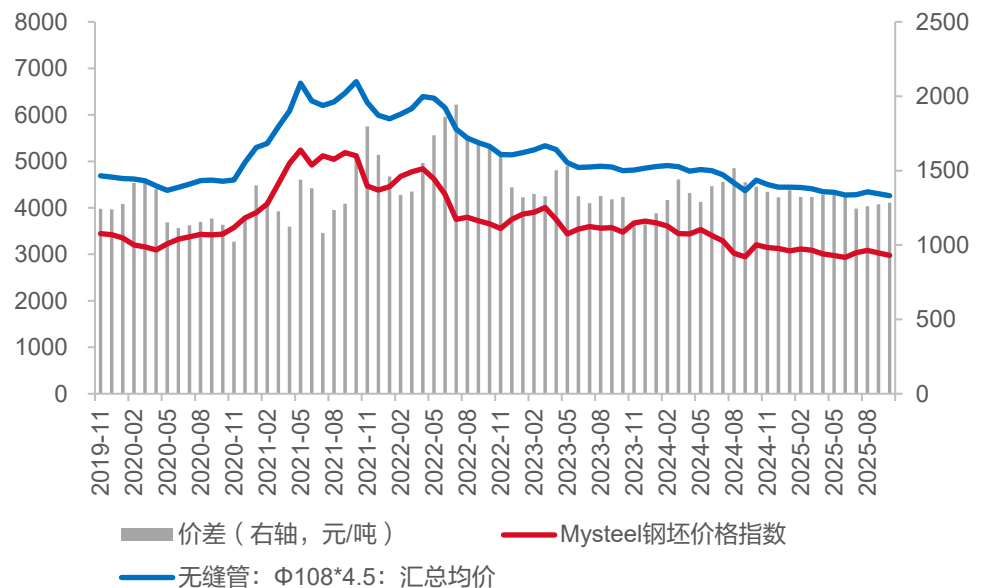
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图19 全球生铁产量与我国占比（万吨，%）


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

3.2. 公司产品价格与上下游相关性较高

公司主要产品是小口径无缝钢管，原材料主要是钢管管坯。截至 2025 年 10 月底，无缝钢管 $\Phi 108 \times 4.5$ 的月均价为 4261.35 元/吨，较 2024 年同期同比下降 7.3%。2021 年主营产品和原材料价格均达到峰值，钢坯价格指数最高价格达到 5788.7 元/吨，无缝管价格最高位 7012 元/吨。在 2024 年后，我国钢铁产能总体未能明显收缩，且部分地区仍有复产或新增产线，供给端压力依旧存在，抑制钢坯价格上涨空间，导致公司主要原料成本端维持低位，价差基本保持稳定，盈利空间良好。

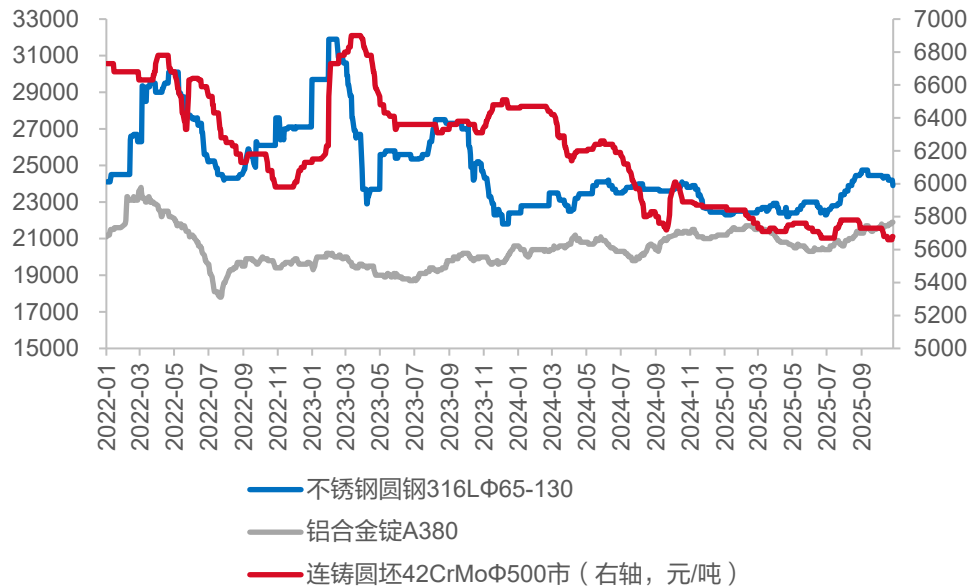
图20 主要产品和钢坯价格指数价差（元/吨）


资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

公司采购的其他主要原材料为钢管管坯及铝锭，包括碳钢管坯、合金钢管坯、不锈钢管坯及铝锭等。截至 2025 年 10 月底，合金连铸圆坯月度市场均价约为 5680 元/吨，不锈钢

圆钢价格为 23900 元/吨，上海铝锭合金价格为 21900 元/吨。在销售价格的刚性约束下，2025 年前三季度不锈钢圆钢价格持续走高，压缩了公司不锈钢业务的盈利空间。其余材料较 2024 年同期价格同比均出现小幅下滑，原材料成本相对缩减。2025 年原材料成本价格可能出现区间震荡，我们预测不锈钢圆钢 2025-2026 年均价在 25000-28000 元/吨区间。

图21 无缝钢管其他原材料市场价格（元/吨）

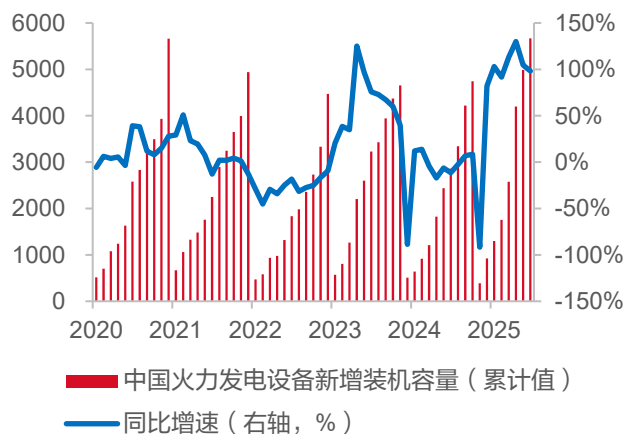


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

3.3.我国用电需求强劲，支撑发电持续增长

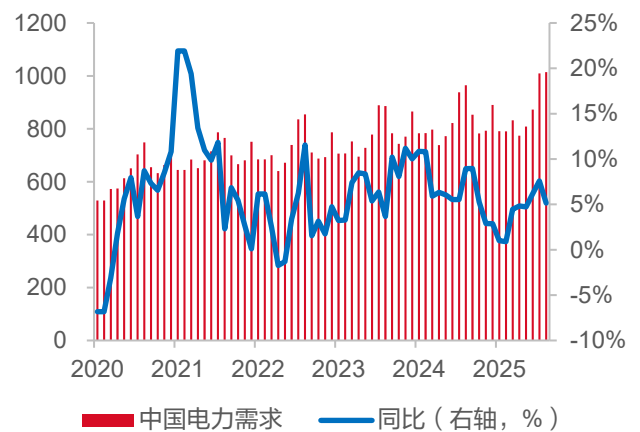
截至 2025 年 8 月，我国用电需求量约为 1014.49 太瓦时，同比上升 5%，2024 年初以来，我国用电量需求随增速减缓但始终持续保持上升，发电空间持续扩张。2024 年 1-11 月我国发电设备新增装机容量累计值为 31666 万千瓦，火电设备新增装机容量为 4744 万千瓦，相对于总发电设备新增装机容量增速较缓，需求缓慢释放。我国依旧是以火力发电方式为主，其他多种发电方式为辅的模式，下游需求持续扩张，对于小口径火力发电锅炉管需求持续增量，有望支撑火电锅炉管价格。

图22 火力发电设备新增装机容量和增速（万千瓦，%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

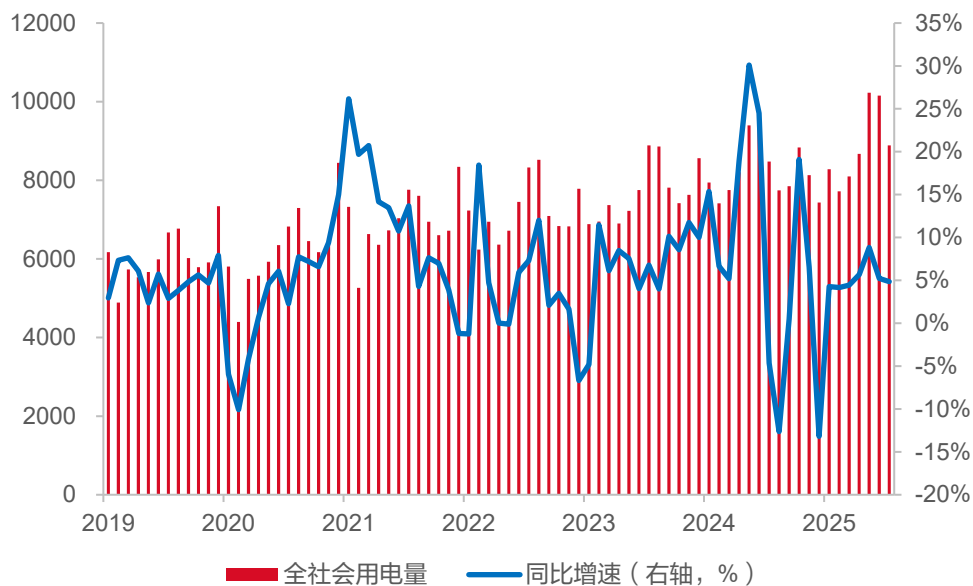
图23 我国电力需求和增速（太瓦时，%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

近年来我国全社会用电量稳步增长，截至 2025 年 9 月我国当月用电量为 8886 亿千瓦时，较 2024 年同比增长 5%。我国全社会用电量持续增长，2024 年，65%的用电量集中在第二产业。

图24 2019 年以来我国全社会用电量和增速（亿千瓦时，%）



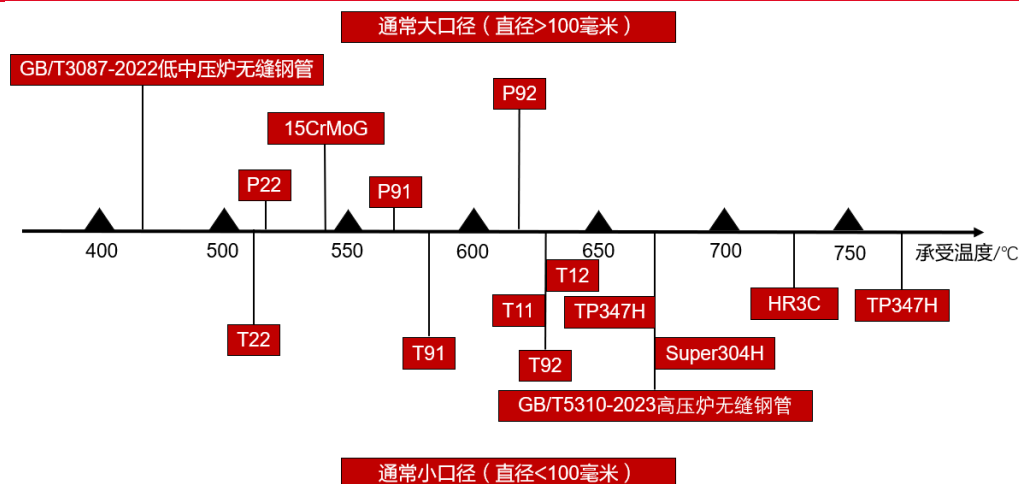
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

3.4.技术专精，公司乘上装机容量增长东风

随着发电技术的发展，机组关键部件的性能和质量要求也越来越高。作为火电站和核电站建设的关键部件之一，不锈钢无缝管的性能和质量直接影响着火电发电效率和核电安全。根据中国钢管行业的《十四五规划指导意见》产品的主要升级方向是开展 650-700℃高参数超超临界机组用的新型镍基耐热合金钢管自主研发，P92\30432 等 600℃的超超临界机组用管将全面实现国产化，由于我国火电厂锅炉、发电机等国产化进展相对迅速，超（超）临界火电技术国产化发展已经是必然要求。

盛德鑫泰主要生产 T/P 等不同口径的高压锅炉无缝钢管，在成分上没有很大的差别，在工艺和口径存在部分区别，分别适用于锅炉等超临界环境和蒸汽或液体运输管道等。

图25 盛德鑫泰与主要国标品种无缝钢管耐热性汇总



资料来源：盛德鑫泰公告、公开数据，东海证券研究所

公司注重新产品研发公司近几年，相继开发了 ASME SA-213T 系列小口径合金无缝钢管、全系列优化型内螺纹无缝钢管、T91 合金钢管、T92 合金钢管、超超临界锅炉机组用 TP347H、TP347HFG 高性能不锈钢无缝钢管等新产品，直击高端细分市场。

部分产品存在较高的技术壁垒，集中在材料和制造的双重难度。T91/T92、TP347HFG 等需要精确的合金元素控制，对冶炼纯净度、夹杂物控制要求高。小口径合金钢管和内螺纹管生产对轧制精度、管内表面光洁度有很高要求，行业内具备批量稳定供应能力的企业并不多。超超临界、核电、煤化工等装置建设对高温高压钢管需求持续存在，尤其“双碳”背景下提升热效率、延长运行寿命的需求推动了高端耐热钢管的市场。盛德鑫泰这批产品布局直接切入了行业技术门槛最高、毛利率最高、竞争对手最少的细分领域，形成了高端合金耐热钢管全系列覆盖的竞争优势，这让它不仅能在国内拿到更多高端订单，还有潜力切入国际市场。

表5 公司研发新型重点产品特点

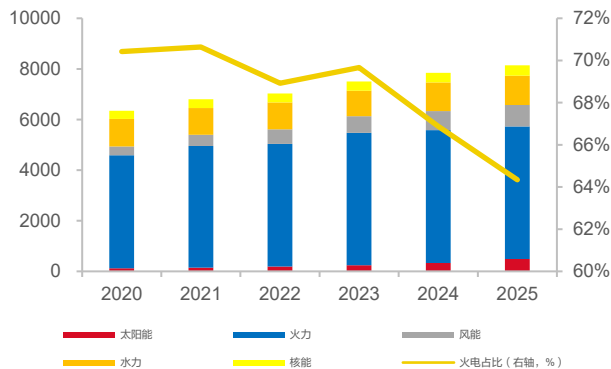
产品	特点	作用行业
ASME SA-213T 系列小口径合金无缝钢管	小口径、合金化、高精度壁厚控制，对耐压、耐热要求高。	锅炉、热交换器的高温高压受热面，尤其是电站和大型化工装置
全系列优化型内螺纹无缝钢管	换热效率比光管提高 40%左右，可帮助客户节能降耗。	电站锅炉省煤器、过热器
T91、T92 合金钢管	马氏体耐热钢，耐温可达 600℃以上。	超超临界锅炉主蒸汽管、再热蒸汽管
TP347H/TP347HFG 高性能不锈钢无缝钢管	高铬奥氏体钢，耐高温、抗蒸汽氧化、耐腐蚀性能突出	用于 600℃以上的过热器、再热器管

资料来源：公司年度报告、公开数据，东海证券研究所

截至 2024 年末，我国总发电设备装机容量为 33.48 亿千瓦，其中火电总装机数量占比约为 43%，较十年前下降 25 个百分点。随着国家鼓励节能减排、开发清洁能源，能源设备越来越向节能环保高效化方向发展，低效小型电站锅炉正逐步被淘汰，截至 2025 年年中，火力发电总量占我国总发电量的 64%，目前火电依旧是发电的主力方式。T91、T92 等高压炉无缝钢管等主要用于超超临界电站锅炉热管。因此在火电站发电中，公司金属制品与我国火力发电新增装机数量相关度持续增高。

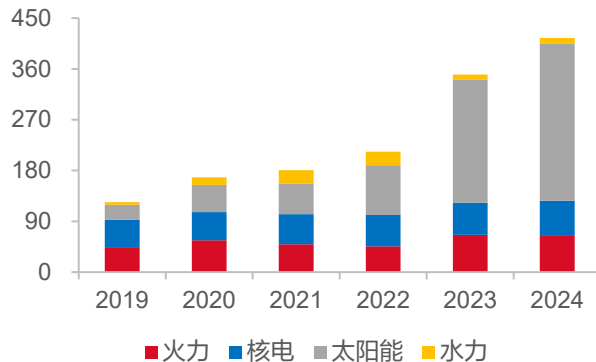
2024 年太阳能发电设备新增装机容量增幅为 27.8%，所有新增装机总容量增速约为 16%。伴随我国新能源汽车与工业用电量的持续增加，未来新能源发电方式将成为重点发展趋势，而火电在电网中具备配平调峰的基石作用，目前我国火电机组需要在 40%-60%额定负荷进行调峰，根据我国国家发改委 2024 年 7 月发布的《电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》到 2027 年存量煤电机组在新能源占比较高、调峰能力不足的地区，在确保安全的前提下探索煤电机组深度调峰，最小发电出力达到 30%额定负荷以下，未来我国火力发电将持续伴随新能源发电蓬勃发展。

图26 我国发电量组成分布（亿千瓦时，%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所，截至 2025 年 9 月

图27 中国新增发电装机容量（GW）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

3.5.算力用电，发电增长的新质驱动力

根据 2025 年我国《算力电力协同发展报告》，我国大模型使得算力需求激增，算力能耗不断攀升。2023 年全国数据中心用电量为 1500 亿千瓦时，同比增加 15.4%，占全社会用电量的 1.6%，同期全社会用电量增速约为 5.8%，算力中心用电增速远高于社会用电增速，尽管目前我国算力中心用电量短期内仍在电力系统可支持范围内，但算力需求用电比例不断增加，其快速增长的趋势不容忽视。根据中国信息通讯研究院对于我国算力用电需求的情景预测，2030 年我国算力用电中心用电量在 3000-7000 亿千瓦时之间，占我国社会总用电量的 2.5%-5.3% 左右。在我国大力发展算力基础设施建设背景下，预计算力用电需求将为我国发电装机量增长提供持续动力。

表6 我国算力电力协同发展政策变化

时间	政策	内容
2023 年 12 月	《关于深入实施“东数西送”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	1.国家枢纽节点式利用“源网荷储”等新型储电模式 2.开展算力电力协同试点，降低电损耗和算力成本 3.国家枢纽节点新建数据中心绿电比例超过 80%
2024 年 7 月	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	1.提升数据中心可再生能源利用率 2.引导新建数据中心和可再生能源发电协同布局 3.到 2025 年底，算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%
2024 年 7 月	《加快构建新型电力系统行动方案 2024-2027》	实施一批重点算力电力协同项目，探索新能源就近供电的模式

资料来源：盛德鑫泰年度报告，东海证券研究所

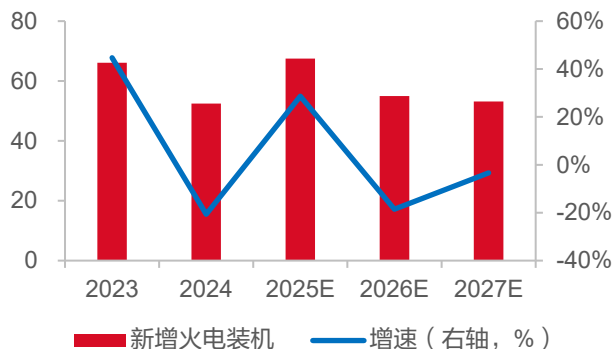
3.6.政策支持，我国火电进入增长新通道

我国《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》对于现役机组提出了新的发电负荷要求。基于目前碳中和的政策，根据我国“十五五计划”，我国发电政策预计将向低碳方向转型，因此未来新增火力发电装机量将朝高效、低排放，节能化方向转变。根据中国电业联合会数据，2025 年我国新增发电装机规模预计超过 450GW，其中，火力发电装机新增量占比在 10%-15%。2025-2027 年，我国火力发电新增装机容量预计分别为 67.5、55.0、53.2GW。

根据公司测算，1GW 发电机组所需要的小口径钢管在 8000-9000 吨左右，其中 T91、T92 使用占比约为 10%。截至 7 月底，2025 年每个月火电新增装机量大多都高于前三年

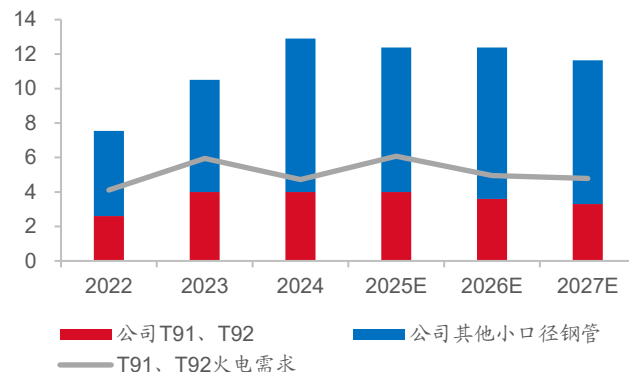
同期水平，因此预测 2025 年后火电新增装机数量预计将持续上升。根据我们测算，2022 年公司生产的 T91、T92 无缝钢管在火电装机需求方面市占率达到了 63%，至今最高可以超过 80%。截至 2024 年，公司 T91、T92 无缝钢管满产能约为 4.7 万吨左右，若我国火电装机数量持续增长，2025 年新增火电装机所需的 T91、T92 无缝钢管预计需求量将超过 6 万吨，公司盈利空间将进一步扩大。

图28 火力发电设备新增装机容量及预测（GW，%）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 公司无缝钢管市占水平（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

4.盈利预期与投资建议

我们认为公司各项竞争优势主要是专精集中在小口径无缝钢管，国内外超超临界机组更新需求旺盛，尤其是替代老旧燃煤机组等。T91、T92 这类高温高压钢管需求在未来几年仍维持较高增速。经过 2023 年新增产线，公司年产能已提升至约 16-17 万吨左右，其中超级不锈钢 T91/T92 占比大幅提高，叠加公司收购江苏锐美，新增汽车零部件生产，公司可形成钢管+汽车零部件双轮驱动。

公司在 T91/T92 等锅炉用高温合金管、不锈钢与超级不锈钢上有配方工艺、质量控制与检验体系，对电站/锅炉制造商的准入门槛高，形成技术/认证壁垒。T91 和 T92 都是高温高压锅炉管用的无缝钢管，属于 ASTM/ASME SA-213 系列，因此我们采用特种合金钢坯（合金钢圆坯）进行合金钢管成本参考。

表7 盛德鑫泰盈利成本和预测

	类别	2024	2025E	2026E	2027E
合金钢管	原材料价格（万元/吨）	0.61	0.64	0.67	0.70
	营业成本（亿元）	10.07	10.93	11.51	12.10
	销售额（亿元）	11.41	11.99	12.59	12.97
不锈钢钢管	原材料价格（万元/吨）	2.34	2.44	2.48	2.53
	营业成本（亿元）	5.89	7.31	7.41	8.12
	销售额（亿元）	8.05	9.73	10.12	11.20
钢格板	原材料价格（万元/吨）	0.41	0.43	0.48	0.51
	营业成本（亿元）	0.95	1.01	1.15	1.25
	销售额（亿元）	1.26	1.33	1.41	1.47
碳钢钢管	原材料价格（万元/吨）	0.15	0.25	0.30	0.30
	营业成本（亿元）	0.35	0.76	0.93	0.94
	销售额（亿元）	0.06	0.16	0.23	0.26
汽车配件	营业成本（亿元）	3.61	3.53	3.71	3.78
	销售额（亿元）	4.50	5.13	5.54	6.00

其他	营业收入（亿元）	1.35	2.10	2.30	2.20
	营业成本（亿元）	1.01	1.15	1.25	1.30

资料来源：盛德鑫泰年度报告，东海证券研究所预测

我们预计公司 2025-2027 营业收入预计分别为 30.43、32.20、34.11 亿元；归母净利润分别为 2.40、2.76、3.09 亿元；EPS 分别为 2.18、2.51、2.81 元；P/E 分别为 14.67、12.76、11.41 倍，看好公司持续受益于国内火电机组扩容/升级，首次覆盖给予买入评级。

表8 可比公司估值一览

简称	代码	2025/11/21		EPS（元/股）				PE				PB (MRQ)
		收盘价（元）	市值（亿元）	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
武进不锈	603878.SH	9.29	52.12	0.22	0.34	0.4	0.45	25.53	27.72	23.38	20.81	2.02
常宝股份	002478.SZ	7.06	63.60	0.70	0.65	0.76	0.84	7.52	10.81	9.24	8.37	1.13
久立特材	002318.SZ	24.82	242.5	1.53	1.74	1.92	2.14	15.35	14.28	12.91	11.61	3.08
	平均		119.41	0.82	0.91	1.03	1.14	16.13	17.60	15.18	13.60	2.08
盛德鑫泰	300881.SZ	32	35.20	2.05	2.18	2.51	2.81	15.59	14.67	12.76	11.41	3.34

资料来源：Wind 一致预期，东海证券研究所，截至 2025 年 11 月 21 日，除盛德鑫泰外，其他均选用 wind 一致预期。

5.风险提示

国内经济修复和火电锅炉改造滞后，导致公司合金和不锈钢管生产业务增速不及预期的风险。

国际地缘政治波动，影响国际铁矿石贸易，进而导致主营业务原材料价格大幅波动风险。

政策波动风险导致上游火电、核电等终端需求不景气，增长不及预期的风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	468.54	536.56	608.55	761.29
应收票据及账款	919.04	992.24	1067.46	1130.62
预付账款	68.17	75.04	105.86	121.47
其他应收款	6.42	11.74	12.42	13.16
存货	551.29	654.82	688.57	729.12
其他流动资产	29.58	21.95	23.23	24.60
流动资产总计	2043.03	2292.35	2506.10	2780.26
长期股权投资	74.11	75.06	76.01	76.96
固定资产	552.32	476.54	410.24	358.23
在建工程	68.44	84.46	90.72	97.97
无形资产	112.34	93.75	76.52	60.67
长期待摊费用	7.16	3.58	0.00	0.00
其他非流动资产	248.56	253.14	256.37	258.61
非流动资产合计	1062.93	986.51	909.85	852.43
资产总计	3105.96	3278.87	3415.95	3632.69
短期借款	515.67	50.00	0.00	0.00
应付票据及账款	1045.96	1217.39	1265.92	1332.94
其他流动负债	192.90	155.11	191.82	233.52
流动负债合计	1754.53	1422.51	1457.74	1566.47
长期借款	155.19	495.99	322.19	167.09
其他非流动负债	38.81	75.00	160.00	215.00
非流动负债合计	194.01	570.99	482.19	382.09
负债合计	1948.53	1993.50	1939.93	1948.56
股本	110.00	110.00	110.44	110.88
资本公积	402.79	402.79	445.91	489.03
留存收益	540.11	661.98	802.08	958.82
归属母公司权益	1052.90	1174.77	1358.43	1558.74
少数股东权益	104.52	110.60	117.58	125.39
股东权益合计	1157.43	1285.37	1476.02	1684.13
负债和股东权益合计	3105.96	3278.87	3415.95	3632.69

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	232.18	248.63	290.92	324.50
折旧与摊销	60.31	122.99	128.14	132.65
财务费用	20.11	26.34	18.92	9.47
其他经营资金	15.87	17.28	21.12	11.12
经营性现金净流量	-205.41	370.62	406.63	469.10
投资性现金净流量	-100.39	-33.01	-34.73	-63.48
筹资性现金净流量	357.59	-269.60	-299.91	-252.87
现金流量净额	51.98	68.01	71.99	152.75

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2662.83	3043.44	3220.04	3410.54
营业成本	2187.23	2468.60	2595.85	2748.72
营业税金及附加	12.19	9.66	10.23	10.83
销售费用	10.14	12.17	12.88	15.35
管理费用	83.60	97.39	109.48	119.37
研发费用	92.71	103.48	112.70	122.78
财务费用	20.11	26.34	18.92	9.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-12.35	-3.05	-4.05	-4.05
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	259.92	278.00	317.44	354.32
其他非经营损益	1.33	8.00	7.00	7.00
利润总额	258.81	270.17	310.61	347.49
所得税	26.63	24.16	27.78	31.07
净利润	232.18	246.01	282.83	316.42
少数股东损益	6.38	6.07	6.98	7.81
归属母公司股东净利润	225.80	239.94	275.85	308.61
EBITDA	339.23	419.49	457.67	489.61
NPOLAT	245.87	277.82	306.89	331.86
EPS(元)	2.05	2.18	2.51	2.81

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	34%	14%	6%	6%
EBIT增长率	94%	6%	11%	8%
EBITDA增长率	104%	24%	9%	7%
归母净利润增长率	87%	6%	15%	12%
盈利能力				
毛利率	18%	19%	19%	19%
净利率	9%	8%	9%	9%
ROE	21%	20%	20%	20%
ROA	7%	7%	8%	8%
ROIC	18%	17%	19%	22%
估值倍数				
P/E	15.59	14.67	12.76	11.41
P/S	1.32	1.16	1.09	1.03
P/B	3.34	3.00	2.59	2.26
股息率	3%	3%	4%	4%
EV/EBIT	14.18	13.30	11.15	9.50
EV/EBITDA	11.66	9.40	8.03	6.93

资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所，截至 2025 年 11 月 21 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089