

深化降本增效+优化产品结构，助推老牌钢企业绩持续改善

——山东钢铁 2025 年半年报点评

核心观点

- **盈利环比持续改善，深化降本成效显著。**公司发布 2025 年半年度报告，实现归母净利润约 1253 万元，25H1 扭亏为盈，25Q2 单季度实现归母净利润 2694 万元，符合业绩预告。公司盈利能力持续改善，主要原因在于降本增效成果斐然。在 25H1 钢材价格持续低迷的条件下，公司持续精耕成本管控，削减各类固定成本及费用，可比成本较去年同期降低 65.90 元/吨，25Q2 毛利率在 Q1 基础上再创新高，环比提升 2.58PCT。我们持续看好公司在宝钢优势平台协同支撑下深化降本、提升盈利。
- **多点突破持续挖掘降本潜能。**25H1 公司持续多方面挖掘降本空间。生产管理方面，公司聚焦“铁前协同降本”，撤销焦化厂并入炼铁厂，降低生铁冶炼成本的同时削减管理费用；钢铁冶炼方面，高炉焦比、燃料比持续降低，提升产线效率。此外，公司在产品经营方面继续挖掘降本潜能，通过优化市场布局，较去年提升近地化销售比例 11%，在降低物流成本方面取得新进展。我们认为，在 2025 年底西芒杜项目投产有望使得铁矿石供给过剩、上游原材料价格下降的预期下，公司有望依托行业利好，继续深化自身降本管理模式，拓宽产品利润空间。
- **发力高端方向优化产品结构，助力企业拓展利润空间。**除深化降本增效外，公司持续优化产品结构，在建筑用钢材需求低迷的情况下，降低毛利率较低的钢筋品种的销量占比，提升型钢、优特钢棒材等优势产品的销量占比，增强盈利能力。此外，公司加大投入研发高端化产品，推动产品结构向高附加值产品方向优化，高端化比例较去年提升 3.8PCT，独有领先产品比例提升至 8.4%，实现超额毛利 126 元/吨。我们认为，公司有望在深化降本增效管理和提升产品附加值的双轮驱动下，穿越下行周期延续业绩增长。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2025 年半年报，我们小幅下调钢筋售价和销量、下调相关产品成本等，维持预测公司 2025-2027 年每股净资产为 1.77、1.85、1.94 元，根据可比公司 2025 年 1.02X 的 PB 估值，对应目标价 1.80 元，维持买入评级。

风险提示

宏观经济波动风险、铁矿石价格下降不及预期风险、下游需求不达预期风险、公司管理变革与协同发展不达预期风险、公司降本效果不及预期风险、公司高端化产品开发不及预期风险

公司主要财务信息

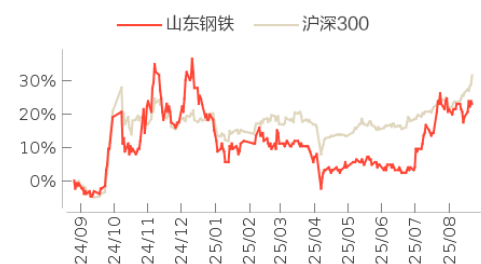
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	90,475	82,094	77,893	77,748	78,129
同比增长(%)	-11.5%	-9.3%	-5.1%	-0.2%	0.5%
营业利润(百万元)	(264)	(2,505)	472	2,003	2,778
同比增长(%)	-119.4%	-849.8%	118.8%	324.2%	38.7%
归属母公司净利润(百万元)	(400)	(2,258)	25	872	1,504
同比增长(%)	-172.2%	-465.0%	101.1%	3380.4%	72.5%
每股收益(元)	(0.04)	(0.21)	0.00	0.08	0.14
毛利率(%)	4.0%	1.7%	5.4%	7.4%	8.4%
净利率(%)	-0.4%	-2.8%	0.0%	1.1%	1.9%
净资产收益率(%)	-1.9%	-11.3%	0.1%	4.5%	7.4%
市盈率	(41.5)	(7.3)	661.7	19.0	11.0
市净率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8

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08月22日)	1.55 元
目标价格	1.80 元
52 周最高价/最低价	1.77/1.18 元
总股本/流通 A 股 (万股)	1,069,885/1,069,885
A 股市值 (百万元)	16,583
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2025 年 08 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.33	-0.64	15.67	22.05
相对表现%	-0.85	-6.93	3.81	-10.09
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

联系人

黄雨韵 huangyuyun@orientsec.com.cn

相关报告

持续看好老牌钢企深化降本增效延续利润增长：——山东钢铁 2025 半年度业绩预告点评 2025-07-18

优势平台协同支撑，助力老牌钢企涅槃重生 2025-02-23
生：——山东钢铁首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表（PB）

公司	代码	最新价格（元）	每股净资产（元）					市净率			
		2025/8/22	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
马钢股份	600808	3.72	3.01	3.02	3.17	3.36	1.24	1.23	1.17	1.11	
南钢股份	600282	4.77	4.22	4.52	4.81	5.11	1.13	1.05	0.99	0.93	
宝钢股份	600019	7.15	9.21	9.39	9.58	9.82	0.78	0.76	0.75	0.73	
华菱钢铁	000932	5.66	7.77	8.14	8.56	8.97	0.73	0.70	0.66	0.63	
包钢股份	600010	2.72	1.15	1.19	1.27		2.37	2.28	2.14		
	调整后平均						1.05	1.02	0.97	0.83	

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

宏观经济波动风险：宏观经济增速发生较大波动，则下游需求将受到较大影响，公司盈利存在波动风险。

铁矿石价格下降不及预期风险：若钢材生产原材料铁矿石价格下降不及预期，则公司盈利存在波动风险。

下游需求不达预期风险：若钢材主要需求领域房地产行业复苏不及预期，则会影响钢材价格从而挤压公司利润空间，公司盈利存在波动风险。

公司管理变革与协同发展不达预期风险：若公司与宝武、宝钢公司协同支撑变革实施不达预期，则会影响公司未来业绩表现。

公司降本效果不及预期风险：若公司钢材生产降本效果不及预期，则公司的盈利改善存在不及预期风险。

公司高端化产品开发不及预期风险：若公司实施产品高端化战略不及预期，则公司的盈利改善存在不及预期风险。

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	6,141	4,865	6,254	9,440	14,326	营业收入	90,475	82,094	77,893	77,748	78,129
应收票据、账款及款项融资	2,022	1,223	1,208	1,205	1,211	营业成本	86,852	80,669	73,689	72,032	71,560
预付账款	887	938	794	793	797	销售费用	291	288	273	273	274
存货	4,814	5,264	4,808	4,700	4,670	管理费用	1,201	1,170	1,065	1,068	1,085
其他	768	990	791	790	792	研发费用	2,086	1,841	1,713	1,749	1,743
流动资产合计	14,633	13,280	13,856	16,929	21,796	财务费用	395	282	504	465	427
长期股权投资	1,936	1,833	1,833	1,833	1,833	资产、信用减值损失	92	290	120	105	197
固定资产	39,101	40,180	39,130	37,519	35,600	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,110	2,016	1,211	817	659	投资净收益	31	(23)	0	0	0
无形资产	5,924	5,805	5,759	5,713	5,666	其他	147	(36)	(57)	(54)	(65)
其他	1,048	2,195	2,175	2,173	2,184	营业利润	(264)	(2,505)	472	2,003	2,778
非流动资产合计	52,119	52,028	50,108	48,055	45,943	营业外收入	193	20	20	20	20
资产总计	66,751	65,308	63,964	64,984	67,739	营业外支出	28	22	23	23	23
短期借款	3,651	6,967	6,059	5,559	6,195	利润总额	(98)	(2,507)	469	1,999	2,775
应付票据及应付账款	18,571	19,559	17,866	17,465	17,350	所得税	(28)	(50)	9	40	55
其他	6,365	6,628	7,237	7,233	7,243	净利润	(71)	(2,457)	459	1,960	2,719
流动负债合计	28,586	33,154	31,163	30,257	30,788	少数股东损益	329	(199)	434	1,087	1,215
长期借款	5,687	2,662	2,662	2,662	2,662	归属于母公司净利润	(400)	(2,258)	25	872	1,504
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.04	-0.21	0.00	0.08	0.14
其他	1,857	1,421	1,476	1,477	1,466						
非流动负债合计	7,544	4,083	4,138	4,139	4,128	主要财务比率					
负债合计	36,130	37,237	35,301	34,396	34,916		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	9,490	9,289	9,723	10,810	12,025	成长能力					
实收资本(或股本)	10,699	10,699	10,699	10,699	10,699	营业收入	-11.5%	-9.3%	-5.1%	-0.2%	0.5%
资本公积	8,123	8,003	8,123	8,123	8,123	营业利润	-119.4%	-849.8%	118.8%	324.2%	38.7%
留存收益	2,300	34	59	917	1,927	归属于母公司净利润	-172.2%	-465.0%	101.1%	3380.4%	72.5%
其他	10	47	59	39	48	获利能力					
股东权益合计	30,621	28,071	28,663	30,588	32,823	毛利率	4.0%	1.7%	5.4%	7.4%	8.4%
负债和股东权益总计	66,751	65,308	63,964	64,984	67,739	净利率	-0.4%	-2.8%	0.0%	1.1%	1.9%
						ROE	-1.9%	-11.3%	0.1%	4.5%	7.4%
						ROIC	0.2%	-5.2%	2.3%	5.7%	7.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	54.1%	57.0%	55.2%	52.9%	51.5%
净利润	(71)	(2,457)	459	1,960	2,719	净负债率	19.5%	29.7%	22.8%	9.3%	0.0%
折旧摊销	1,672	2,298	2,799	2,901	2,975	流动比率	0.51	0.40	0.44	0.56	0.71
财务费用	395	282	504	465	427	速动比率	0.34	0.24	0.29	0.40	0.56
投资损失	(31)	23	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(310)	587	(765)	(293)	(86)	应收账款周转率	277.7	191.5	165.4	169.7	170.2
其它	(2,866)	(531)	205	(31)	(28)	存货周转率	17.5	15.9	14.6	15.2	15.3
经营活动现金流	(1,211)	202	3,202	5,002	6,008	总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	(2,467)	(1,042)	(1,018)	(837)	(837)	每股指标(元)					
长期投资	71	103	(0)	0	0	每股收益	-0.04	-0.21	0.00	0.08	0.14
其他	2,324	(475)	0	0	0	每股经营现金流	-0.11	0.02	0.30	0.47	0.56
投资活动现金流	(72)	(1,414)	(1,018)	(837)	(837)	每股净资产	1.98	1.76	1.77	1.85	1.94
债权融资	(640)	(2,489)	496	0	0	估值比率					
股权融资	0	(120)	120	0	0	市盈率	-41.5	-7.3	661.7	19.0	11.0
其他	(256)	2,329	(1,412)	(979)	(285)	市净率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
筹资活动现金流	(895)	(281)	(796)	(979)	(285)	EV/EBITDA	12.9	312.5	6.2	4.3	3.8
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	178.2	-10.5	23.9	9.5	7.3
现金净增加额	(2,177)	(1,491)	1,389	3,186	4,886						

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。