

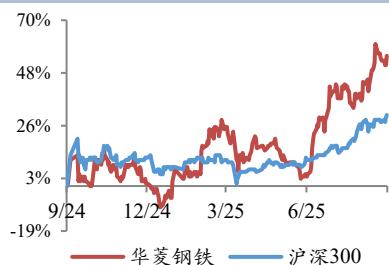
品类结构优化，盈利能力修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-26

收盘价（元）	6.40
近 12 个月最高/最低（元）	6.90/3.82
总股本（百万股）	6,909
流通股本（百万股）	6,909
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	442
流通市值（亿元）	442

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：许勇其

执业证书号: S0010522080002

邮箱: xuyq@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号: S0010524060001

邮箱: huangxi@hazq.com

主要观点：

● 华菱钢铁发布 2025 年半年报

华菱钢铁 2025 年上半年实现营收 630.92 亿元，同比-16.93%；实现归母净利润 17.48 亿元，同比+31.31%。单 Q2 实现营收 328.63 亿元，同比-15.52%，环比+8.71%；实现归母净利润 11.86 亿元，同比+26.22%，环比+111.05%。

● 整体销量有所承压

公司 2025 年上半年板材实现收入 290.8 亿元，同比-13.84%，其中宽厚板/热轧/冷轧/镀层钢板销量同比分别 -13.7%/-18.6%/-13.9%/+19.3%；长材实现收入 121.06 亿元，同比 -24.81%，其中棒材/线材销量同比分别 -21.0%/-15.6%；钢管收入 58.16 亿元，同比-4.87%，其中销量 87 万吨，同比-4.4%，单价 6685.5 元/吨，同比-0.5%。

● 产品结构优化，盈利能力提升

公司 2025 年上半年板材毛利率 13.65% (同比+2.67pcts)，长材毛利率 5.45% (同比+3.81pcts)，钢管毛利率 10.89% (同比+2.12pcts)。盈利能力提升得益于公司高端品种发力：公司 25H1 重点品种钢销量占比 68.5%，同比+3.9pcts；开发 75 个新产品，实现 6 个产品“国内首发”或“替代进口”。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 32.66/40.84/44.46 亿元 (前值为 2025-2026 年分别为 35.92/50.45 亿元，考虑销量下行下调)，对应 PE 分别为 13.54/10.83/9.94 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

钢铁价格大幅波动；铁矿石和两焦价格大幅波动；需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	144685	132956	141911	149515
收入同比 (%)	-12.0%	-8.1%	6.7%	5.4%
归属母公司净利润	2032	3266	4084	4446
净利润同比 (%)	-60.0%	60.8%	25.0%	8.9%
毛利率 (%)	6.8%	9.8%	10.3%	10.4%
ROE (%)	3.8%	5.9%	7.0%	7.2%
每股收益 (元)	0.29	0.47	0.59	0.64
P/E	14.21	13.54	10.83	9.94
P/B	0.54	0.79	0.76	0.72
EV/EBITDA	5.45	6.20	4.68	3.57

资料来源：wind, 华安证券研究所

相关报告

1.Q2 业绩环增，静待需求进一步催化

2024-09-03

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	65181	67068	79359	94092	营业收入	144685	132956	141911	149515
现金	11056	4231	14932	28332	营业成本	134455	119625	127019	133558
应收账款	3963	3826	4093	4273	营业税金及附加	709	589	640	680
其他应收款	38	59	58	59	销售费用	489	405	440	468
预付账款	2524	2733	2835	2926	管理费用	1663	1456	1567	1658
存货	12020	10868	11627	12148	财务费用	88	454	625	518
其他流动资产	35580	45351	45814	46354	资产减值损失	-14	-13	-13	-12
非流动资产	82925	78179	74335	70445	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1214	1297	1392	1470	投资净收益	478	365	419	440
固定资产	54668	52675	49283	45837	营业利润	4220	6050	7537	8327
无形资产	5573	5422	5271	5119	营业外收入	43	35	38	38
其他非流动资产	21470	18785	18389	18018	营业外支出	122	220	198	193
资产总计	148106	145247	153694	164537	利润总额	4141	5865	7377	8172
流动负债	70353	65082	66887	70608	所得税	942	1271	1498	1730
短期借款	8757	8941	9839	10318	净利润	3200	4594	5879	6443
应付账款	10050	8582	9170	9680	少数股东损益	1168	1328	1795	1996
其他流动负债	51546	47558	47878	50610	归属母公司净利润	2032	3266	4084	4446
非流动负债	12609	11527	13670	15852	EBITDA	7846	10324	12055	12786
长期借款	10851	9615	11757	13939	EPS (元)	0.29	0.47	0.59	0.64
其他非流动负债	1758	1913	1913	1913					
负债合计	82962	76610	80557	86460					
少数股东权益	11488	12815	14610	16607					
股本	6909	6909	6909	6909					
资本公积	13907	13907	13907	13907					
留存收益	32840	35007	37711	40654					
归属母公司股东权益	53656	55822	58526	61470					
负债和股东权益	148106	145247	153694	164537					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5778	-1004	9792	13123	成长能力				
净利润	3200	4594	5879	6443	营业收入	-12.0%	-8.1%	6.7%	5.4%
折旧摊销	4019	4005	4053	4096	营业利润	-43.7%	43.4%	24.6%	10.5%
财务费用	294	675	710	817	归属于母公司净利	-60.0%	60.8%	25.0%	8.9%
投资损失	-851	-365	-419	-440	盈利能力				
营运资金变动	-915	-10138	-602	2042	毛利率 (%)	6.8%	9.8%	10.3%	10.4%
其他经营现金流	4145	14957	6653	4566	净利率 (%)	1.4%	2.5%	2.9%	3.0%
投资活动现金流	-14259	-3257	-42	-64	ROE (%)	3.8%	5.9%	7.0%	7.2%
资本支出	-4720	-1630	-273	-281	ROIC (%)	3.3%	5.3%	6.4%	6.4%
长期投资	-9735	700	-188	-223	偿债能力				
其他投资现金流	196	-2327	419	440	资产负债率 (%)	56.0%	52.7%	52.4%	52.5%
筹资活动现金流	12535	-2598	951	342	净负债比率 (%)	127.4%	111.6%	110.1%	110.7%
短期借款	5707	184	898	479	流动比率	0.93	1.03	1.19	1.33
长期借款	-4723	-1236	2143	2182	速动比率	0.33	0.24	0.40	0.58
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.03	0.91	0.95	0.94
其他筹资现金流	11552	-1545	-2090	-2319	应收账款周转率	31.28	33.99	35.70	35.60
现金净增加额	4203	-6826	10701	13400	应付账款周转率	13.28	12.82	14.29	14.15
					每股指标(元)				
					每股收益	0.29	0.47	0.59	0.64
					每股经营现金流	0.84	-0.15	1.42	1.90
					每股净资产	7.77	8.08	8.47	8.90
					估值比率				
					P/E	14.21	13.54	10.83	9.94
					P/B	0.54	0.79	0.76	0.72
					EV/EBITDA	5.45	6.20	4.68	3.57

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。