


公司评级 **增持（首次）**

报告日期 2025 年 10 月 27 日

基础数据

10 月 24 日收盘价（元）	5.74
总市值（亿元）	396.56
总股本（亿股）	69.09

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：李怡然

S0190525040001

liyiran@xyzq.com.cn

华菱钢铁(000932.SZ)

Q2 盈利水平明显改善，产品高端化成效持续释放

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年度业绩公告，2025H1 公司实现总营业收入 630.92 亿元，同比下降 16.9%；实现归母净利润 17.48 亿元，同比增长 31.3%。2025Q2 单季度，公司总营收 328.63 亿元，同比下降 15.5%、环比增长 8.8%；归母净利润 11.86 亿元，同比增长 26.2%、环比增长 111.0%。
- **Q2 盈利能力超预期，产品结构优化推动盈利能力提升。**2025H1 公司钢材销量为 1110 万吨，虽然其同比下降 12.5%，但归母净利润逆势增长，同比增长 31.31%，得益于品种结构优化，整体盈利水平明显提升。**（1）量：**2025H1 长材/板材/管材销量同比下降 18.7%/9.8%/4.4%。**（2）利：**2025H1 公司毛利率 10.28%，同比增长 2.91pct，其中板材毛利率同比上升 2.66pct；长材毛利率同比提升 3.82pct；管材毛利率同比提升 2.13pct。吨盈利口径看，2025H1 钢材平均吨售价为 5684 元，同比下降 301 元，吨毛利为 584 元，同比增加 143 元，成本管控优化与高端产品发力齐头并进，吨盈利水平逆势增长。
- **汽车板差异化竞争优势凸显，硅钢领域进展丰硕，产品结构迭代升级有望深化推进。**2025H1 公司重点品种钢销量 760 万吨，占比 68.5%，同比增长 3.9pct，开发 75 个新产品，实现 6 个产品“国内首发”或“替代进口”。子公司华菱湘钢/华菱涟钢/华菱衡钢盈利均有所改善，分别实现营业收入 305.62/239.45/59.41 亿元，实现净利润 7.71/3.23/1.98 亿元，同比分别增长 72.49%/75.00%/32.16%。汽车板公司充分发挥专利产品差异化竞争优势，继续保持了较高的盈利能力，实现营业收入 56.05 亿元，实现净利润 9.25 亿元。**（1）汽车板公司：**VAMA 积极应对汽车行业供应链整合、车身模块化及可持续发展需求，新增 24 项新钢种技术许可，重磅发布应用第三代铝硅镀层热成形钢 Ductibor®1500 与第三代冷成形高强钢 Fortiform®的多零件集成解决方案“驭简”；**（2）华菱涟钢：**12 个高牌号无取向硅钢、5 个取向硅钢成品牌号，首批高磁感取向硅钢在 6 月 27 日实现首发交付，实现取向硅钢基料销量 47.5 万吨，同比增长 38%，市场占有率突破 60%。**（3）产品结构持续优化：**华菱湘钢高三线减定径及配套改造项目稳步推进，华菱涟钢冷轧硅钢二期一步第一条取向硅钢产线按期投运（年产 10 万吨），华菱衡钢特大口径无缝钢管 559 机组连轧生产线项目加快建设。
- **加大股东回报，积极推动市值维护管理。**2021-2024 年，公司年度分红比例持续提升，从 2021 年的 21%提升至 2023 年的 31%，2024 年分红+回购注销比例约 44%-54%；2025 年 7 月，信泰人寿通过二级市场增持购买公司股份至持股比例达到 5%，拟长期持有并有进一步增持意向。目前公司超低排放改造预计在 2025 年年底全面完成并通过行业公示。随着公司后续资本开支强度下降，分红比例有望提升，进一步加大股东回报力度。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为区域性板材龙头，行业逆周期下，其抗风险能力凸显，高端化产品转型路线持续推进。随着公司后续资本开支强度逐步下降，分红比例有望进一步提升，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 38.95/40.86/43.64 亿元，EPS 分别为 0.56/0.59/0.63 元，10 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 10.2/9.7/9.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**钢价大幅波动、下游需求放缓、原料价格大幅波动等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	144685	126304	130481	131124
同比增长	-12.0%	-12.7%	3.3%	0.5%
归母净利润（百万元）	2032	3895	4086	4364
同比增长	-60.0%	91.7%	4.9%	6.8%
毛利率	6.8%	10.5%	10.6%	10.9%
ROE	3.8%	6.9%	6.9%	7.1%
每股收益（元）	0.29	0.56	0.59	0.63
市盈率	19.5	10.2	9.7	9.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	65181	60201	68439	75594
货币资金	11056	3103	10783	18131
交易性金融资产	2392	2392	2392	2392
应收票据及应收账款	4555	4129	4234	4170
预付款项	2524	2588	2609	2563
存货	12020	10290	10699	10642
其他	32633	37700	37723	37696
非流动资产	82925	79888	78476	76866
长期股权投资	1214	1214	1214	1214
固定资产	54668	54947	54530	53528
在建工程	8188	7326	6517	6093
无形资产	5573	5388	5203	5018
商誉	0	0	0	0
其他	13282	11012	11012	11012
资产总计	148106	140089	146915	152460
流动负债	70353	57680	59789	60296
短期借款	8757	8757	8757	8757
应付票据及应付账款	36392	25308	27050	27532
其他	25204	23616	23982	24006
非流动负债	12609	12764	12764	12764
长期借款	10851	10851	10851	10851
其他	1758	1913	1913	1913
负债合计	82962	70444	72553	73059
股本	6909	6909	6909	6909
未分配利润	31186	33213	35305	37540
少数股东权益	11488	13406	15418	17568
股东权益合计	65143	69645	74362	79400
负债及权益合计	148106	140089	146915	152460

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2032	3895	4086	4364
折旧和摊销	4019	5281	5768	6245
营运资金的变动	-915	-10864	1506	652
经营活动产生现金流量	5778	572	13669	13718
资本支出	-4720	-4517	-4369	-4652
长期投资	-9735	0	0	0
投资活动产生现金流量	-14259	-6789	-3922	-4209
债权融资	4988	135	0	0
股权融资	195	0	0	0
融资活动产生现金流量	12535	-1769	-2067	-2161
现金净变动	4203	-7954	7680	7348

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	144685	126304	130481	131124
营业成本	134455	113087	116708	116831
税金及附加	709	800	834	832
销售费用	489	371	393	408
管理费用	1663	1363	1422	1450
研发费用	5722	5021	5255	5226
财务费用	88	39	56	55
投资收益	478	420	448	443
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-63	-44	-46	-48
资产减值损失	-14	43	37	35
营业利润	4220	7573	7944	8484
营业外收支	-79	-48	-51	-54
利润总额	4141	7525	7893	8430
所得税	942	1711	1795	1917
净利润	3200	5814	6098	6513
少数股东损益	1168	1918	2012	2149
归属母公司净利润	2032	3895	4086	4364
EPS(元)	0.29	0.56	0.59	0.63

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-12.0%	-12.7%	3.3%	0.5%
营业利润增长率	-43.7%	79.4%	4.9%	6.8%
归母净利润增长率	-60.0%	91.7%	4.9%	6.8%
盈利能力				
毛利率	6.8%	10.5%	10.6%	10.9%
归母净利率	1.4%	3.1%	3.1%	3.3%
ROE	3.8%	6.9%	6.9%	7.1%
偿债能力				
资产负债率	56.0%	50.3%	49.4%	47.9%
流动比率	0.93	1.04	1.14	1.25
速动比率	0.33	0.26	0.38	0.49
营运能力				
资产周转率	102.9%	87.7%	90.9%	87.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.56	0.59	0.63
每股经营现金	0.84	0.08	1.98	1.99
估值比率(倍)				
PE	19.5	10.2	9.7	9.1
PB	0.7	0.7	0.7	0.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	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 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn