

公司研究

Q3 扣非后归母净利润略高于上半年季度平均水平

——华菱钢铁（000932.SZ）2025 年三季度报点评

要点

事件：2025 年前三季度公司实现营业收入 950.48 亿元，同比-14.88%，实现归母净利润 25.10 亿元，同比+41.72%，实现扣非后归母净利润 22.93 亿元，同比+53.64%。2025 年 Q3 实现营业收入 319.55 亿元，同比-10.53%，环比-2.76%；归母净利润 7.62 亿元，同比+73.22%，环比-35.80%，实现扣非后归母净利润 7.72 亿元，同比+134.06%，环比-27.95%。

2025Q3 扣非后归母净利润略高于上半年季度平均水平：2025Q3 实现扣非后归母净利润 7.72 亿元，略高于上半年单季度扣非后归母净利润平均值（7.61 亿元）。

VAMA 三期项目正在积极开展可行性研究论证等相关工作：根据公司公告，3 月公司已就先进钢种引入与安塞乐米塔尔签署协议，部分钢种已顺利进入试生产阶段，其余钢种也在积极对接和转让过程中。VAMA 三期项目正在积极开展可行性研究论证等相关工作，安塞乐米塔尔正研究在中国设立全球汽车用钢研发中心，更快速地响应中国本土市场的需求，缩短新车型新方案的开发和量产周期，已安排工作团队积极推进选址等相关工作。

20 万吨无取向硅钢产线 8 月投产，硅钢子公司全年有望实现大幅减亏或扭亏：根据公司公告，取向硅钢方面，首条年产 10 万吨产线已于 2025 年 4 月全线贯通并开始热负荷调试，目前品种开发和下游用户认证进展顺利，高牌号命中率超出预期；无取向硅钢方面，2024 年四季度第一条无取向硅钢 20 万吨产线完成家电、新能源汽车龙头企业等核心客户认证工作，2025 年 1 月起正式为新能源汽车客户批量供应高牌号无取向硅钢产品，上半年订单饱和，已出现部分工业电机客户排产缺口，第二条 20 万吨无取向硅钢产线已于 2025 年 8 月投产。2025 年上半年硅钢子公司同比大幅减亏，预计全年有望实现同比大幅减亏或扭亏。

重视股东回报，2026 年后有望进一步提高分红比例：根据公司公告，2021-2024 年度，公司现金分红比例分别为 21%、26%、31%、34%，其中 2024 年公司现金分红和回购注销合计比例达 44%-54%，股息率在 A 股及钢铁板块中均约处于前 10%分位，2026 年以后，随着超低排放改造完成，公司在环保领域的资本开支预计将有所下降，分红比例有望进一步提升。

盈利预测、估值与评级：华菱钢铁作为钢铁行业龙头企业，品种结构有望进一步高端化，我们维持公司 2025-2027 年公司归母净利润预测分别为 40.12、43.73、47.60 亿元，维持公司“增持”评级。

风险提示：“反内卷”效果不及预期行业利润大幅回落；钢材下游需求回落超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	163,897	144,112	137,320	138,690	141,567
营业收入增长率	-2.50%	-12.07%	-4.71%	1.00%	2.07%
净利润（百万元）	5,079	2,032	4,012	4,373	4,760
净利润增长率	-20.38%	-59.99%	97.44%	9.02%	8.85%
EPS（元）	0.83	0.29	0.58	0.63	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.54%	3.79%	7.04%	7.26%	7.46%
P/E	7	20	10	9	9
P/B	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-27

增持（维持）

当前价：5.91 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

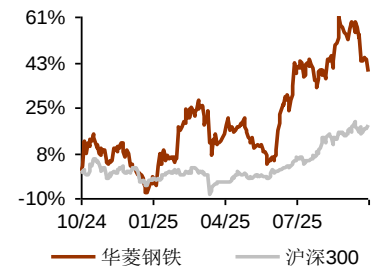
021-52523812

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.09
总市值(亿元):	408.30
一年最低/最高(元):	3.73/6.90
近 3 月换手率:	86.60%

股价相对走势



收益表现

	%	1M	3M	1Y
相对	-10.87	-11.60	8.89	
绝对	-8.80	2.43	27.86	

资料来源：Wind

相关研报

二季度归母净利润创近 7 个季度新高水平——
华菱钢铁（000932.SZ）2025 年中报点评
（2025-08-19）

品种钢占比持续提升，自由现金流由负转正——
华菱钢铁（000932.SZ）2024 年年报点评
（2025-03-23）

Q3 业绩显著优于行业平均水平——华菱钢铁
（000932.SZ）2024 年三季度报点评
（2024-10-31）

表 1：华菱钢铁主要季度财务指标（亿元，%）

单位：亿元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
主营业务收入	409.63	433.59	400.69	437.08	397.62	395.10	405.70	440.55	369.12	387.58	355.71	328.70	300.75	327.19	318.04
同比增长率	6%	-6%	-20%	22%	-3%	-9%	1%	1%	-7%	-2%	-12%	-25%	-19%	-16%	-11%
毛利	48.34	46.95	38.87	39.37	29.50	44.23	44.40	35.98	21.64	31.54	24.38	20.95	27.31	34.57	31.19
毛利率	11.80%	10.83%	9.70%	9.01%	7.42%	11.19%	10.94%	8.17%	5.86%	8.14%	6.85%	6.37%	9.08%	10.57%	9.81%
销售费用	0.96	1.03	1.13	1.48	1.03	1.13	0.94	1.35	1.06	1.06	1.24	1.52	1.08	1.25	1.33
财务费用	0.66	-0.32	-0.61	0.09	0.31	-0.28	0.18	0.51	0.60	0.41	0.80	-0.93	0.28	-0.44	0.35
管理费用	6.29	6.62	5.79	-1.05	4.07	4.28	4.91	3.84	4.19	3.99	3.68	4.78	4.10	4.03	4.78
研发费用	14.34	16.89	15.60	17.58	13.51	15.62	17.48	21.67	12.88	18.54	13.37	12.43	12.96	15.46	13.46
期间费用率	5.43%	5.59%	5.47%	4.14%	4.76%	5.25%	5.80%	6.22%	5.07%	6.19%	5.37%	5.42%	6.12%	6.20%	6.26%
税前利润	26.43	21.63	18.79	19.88	11.55	24.81	22.29	16.22	9.06	15.14	9.13	8.08	12.02	17.81	12.46
归属母公司净利润	21.11	17.10	13.10	12.48	6.89	18.80	15.37	9.74	3.92	9.40	4.40	2.61	5.62	11.86	7.62
净利率	5.15%	3.94%	3.27%	2.85%	1.73%	4.76%	3.79%	2.21%	1.06%	2.42%	1.24%	0.79%	1.87%	3.63%	2.39%
同比增长率	3%	-51%	-40%	-35%	-67%	10%	17%	-22%	-43%	-50%	-71%	-73%	44%	26%	73%
扣非净利润	20.49	16.79	12.32	12.51	6.44	18.44	15.08	6.83	3.23	8.40	3.30	-1.87	4.51	10.71	7.72
期末净资产	530	538	557	576	602	610	629	643	650	647	655	651	661	681	685
年化 ROE	15.92%	12.71%	9.41%	8.66%	4.57%	12.34%	9.77%	6.05%	2.41%	5.81%	2.69%	1.60%	3.40%	6.96%	4.45%
带息负债	211.5	228.6	186.7	214.0	257.9	267.2	261.9	276.1	310.3	328.2	362.7	327.0	344.2	308.6	265.9
资产负债率	51.74%	52.51%	50.65%	51.88%	53.31%	53.20%	51.79%	51.67%	53.29%	57.20%	58.81%	56.02%	57.24%	55.62%	55.53%
自由现金流	(11.8)	21.1	28.3	(4.0)	(45.7)	19.5	69.1	(52.2)	(8.4)	41.0	19.6	(41.6)	(10.1)	19.0	10.6
最新总股本 (亿股)	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09	69.09
摊薄 EPS (元/股)	0.31	0.25	0.19	0.18	0.10	0.27	0.22	0.14	0.06	0.14	0.06	0.04	0.08	0.17	0.11

资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	163,897	144,112	137,320	138,690	141,567
营业成本	148,486	134,260	124,702	125,594	127,430
折旧和摊销	3,842	4,006	3,441	3,567	3,697
税金及附加	653	709	676	682	696
销售费用	446	489	357	347	340
管理费用	1,711	1,663	1,428	1,429	1,444
研发费用	6,828	5,722	5,452	5,507	5,621
财务费用	72	88	547	595	607
投资收益	470	478	478	478	478
营业利润	7,491	4,220	6,674	7,085	8,023
利润总额	7,487	4,141	6,599	7,032	7,954
所得税	847	942	1,501	1,599	1,809
净利润	6,640	3,200	5,098	5,433	6,145
少数股东损益	1,561	1,168	1,087	1,060	1,385
归属母公司净利润	5,079	2,032	4,012	4,373	4,760
EPS(元)	0.83	0.29	0.58	0.63	0.69

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,273	5,778	3,654	6,913	7,774
净利润	5,079	2,032	4,012	4,373	4,760
折旧摊销	3,842	4,006	3,441	3,567	3,697
净营运资金增加	11,771	-18,956	4,436	2,310	2,408
其他	-15,419	18,696	-8,235	-3,337	-3,091
投资活动产生现金流	-15,997	-14,259	-5,204	-5,447	-5,296
净资本支出	-6,204	-4,720	-5,103	-5,098	-5,101
长期投资变化	1,000	1,214	-700	-700	-700
其他资产变化	-10,793	-10,753	600	351	505
融资活动现金流	5,989	12,535	106	-1,370	-2,277
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5,095	3,684	1,195	356	-433
无息负债变化	1,598	10,487	-1,606	298	374
净现金流	-4,544	4,203	-1,444	96	201

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.4%	6.8%	9.2%	9.4%	10.0%
EBITDA 率	6.5%	5.2%	7.4%	7.8%	8.4%
EBIT 率	4.2%	2.5%	4.9%	5.2%	5.8%
税前净利润率	4.6%	2.9%	4.8%	5.1%	5.6%
归母净利润率	3.1%	1.4%	2.9%	3.2%	3.4%
ROA	5.0%	2.2%	3.4%	3.5%	3.8%
ROE (摊薄)	9.5%	3.8%	7.0%	7.3%	7.5%
经营性 ROIC	6.9%	3.2%	5.7%	5.9%	6.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	52%	56%	54%	53%	51%
流动比率	1.28	0.93	1.00	1.08	1.18
速动比率	1.00	0.76	0.78	0.81	0.85
归母权益/有息债务	2.50	2.15	2.18	2.27	2.45
有形资产/有息债务	5.98	5.71	5.60	5.71	6.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	133,133	148,106	152,102	157,088	162,001
货币资金	5,616	11,056	9,612	9,708	9,910
交易性金融资产	1,804	2,392	2,392	2,386	2,377
应收账款	5,252	3,963	3,776	3,813	3,893
应收票据	723	593	565	570	582
其他应收款 (合计)	99	38	36	36	37
存货	14,554	12,020	14,964	17,583	20,389
其他流动资产	16,414	19,028	19,707	19,570	19,282
流动资产合计	66,648	65,181	66,958	69,590	72,427
其他权益工具	530	467	346	448	420
长期股权投资	1,000	1,214	1,914	2,614	3,314
固定资产	53,536	54,668	55,263	55,875	56,466
在建工程	5,391	8,188	8,766	9,199	9,525
无形资产	5,729	5,573	5,561	5,543	5,532
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	20	12,514	12,494	12,494	12,494
非流动资产合计	66,484	82,925	85,144	87,497	89,574
总负债	68,791	82,962	82,551	83,205	83,146
短期借款	3,051	8,757	6,952	4,308	875
应付账款	10,176	10,050	9,335	9,402	9,539
应付票据	16,131	26,341	24,466	24,641	25,001
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,979	8,337	8,677	8,745	8,889
流动负债合计	51,872	70,353	66,864	64,548	61,553
长期借款	15,574	10,851	13,851	16,851	19,851
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,245	1,681	1,831	1,801	1,737
非流动负债合计	16,919	12,609	15,688	18,657	21,594
股东权益	64,341	65,143	69,551	73,883	78,855
股本	6,909	6,909	6,909	6,909	6,909
公积金	15,451	15,602	16,003	16,441	16,917
未分配利润	30,894	31,186	34,105	36,940	40,051
归属母公司权益	53,260	53,656	56,976	60,249	63,836
少数股东权益	11,082	11,488	12,574	13,634	15,019

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.27%	0.34%	0.26%	0.25%	0.24%
管理费用率	1.04%	1.15%	1.04%	1.03%	1.02%
财务费用率	0.04%	0.06%	0.40%	0.43%	0.43%
研发费用率	4.17%	3.97%	3.97%	3.97%	3.97%
所得税率	11%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.23	0.10	0.16	0.17	0.19
每股经营现金流	0.86	0.84	0.53	1.00	1.13
每股净资产	8.69	7.77	8.25	8.72	9.24
每股销售收入	26.74	20.86	19.88	20.07	20.49

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	7	20	10	9	9
PB	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.1	11.1	8.6	8.3	7.7
股息率	3.9%	1.7%	2.7%	2.9%	3.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP