

优质资产注入+深化降本增效，盈利能力有望继续提升

——山东钢铁 2025 三季报点评

核心观点

- **经营指标持续向好，盈利能力环比提升，协同支撑成效显著。**公司 25 年前三季度合计实现归母净利润约 1.4 亿，同比实现扭亏，单季度来看，25Q3 实现归母净利润约 1.27 亿元，环比大幅增长 372.45%，盈利能力显著提升。25Q3 公司在钢价实现止跌回稳的同时，持续深化与宝武、宝钢协同支撑，依靠宝武采购和销售平台形成的规模效应优势持续改善购销差价，25 年前三季度两大基地较去年购销差价均提升超过 200 元/吨，25Q3 单季度公司综合毛利率达到 7.81%，创下 22Q1 后的新高。我们看好公司持续发挥协同支撑效益，稳步提升盈利能力，实现业绩与利润的增长。
- **优质资产完成注入，产品结构有望优化，持续增强盈利能力。**公司公告以自有现金约 7.14 亿元购买托管公司银山型钢的 100% 股权，银山型钢注入上市公司内部后，将为公司提升 560 万吨的粗钢生产能力，公司整体产能将达到 2000 万吨级，规模效应发挥与运营效率提升有望更上一台阶。此外，银山型钢主体生产设备包括 1 条 4300mm 宽厚板生产线、1 条 1500mm 热轧宽带生产线、1 条 1500mm 冷轧宽带生产线，产品结构 with 盈利能力较强的日照基地相似。我们认为，公司完成银山型钢优质资产的注入，有望在降低关联交易成本、提升生产规模的同时，继续优化产品结构，提升高毛利率产品的产量占比，进一步增强盈利能力。
- **多点发力推进降本增效，利润空间有望继续释放。**公司持续推进“算账经营”，提升运营质量：冶炼生产方面，公司深入推进济南钢城基地集约化生产，优势产线满负荷生产，各产线日产、月产均创新高；费用管控方面，公司抓实三级成本管控，前三季度可比成本降低 64.39 元/吨钢，并大力削减固定成本及期间费用；人事效率提升方面，济南钢城基地在岗员工优化率达 16.1%，全口径人均产钢量较年初提高 19.7%。我们继续看好公司依托宝武优势平台协同支撑，锚定“万饷更薪，扭亏为盈”的根本目标，多点发力推进降本增效各项措施，继续释放利润空间。

盈利预测与投资建议

- 根据 25Q3 季报，我们小幅下调相关产品成本等，预测公司 2025-2027 年每股净资产为 1.79、1.91、2.02 元（2025-2027 年原预测值为 1.77、1.85、1.94 元），根据可比公司 2025 年 1.08X 的 PB 估值，对应目标价 1.94 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	77,780	77,660	78,081
同比增长(%)	-11.5%	-9.3%	-5.3%	-0.2%	0.5%
营业利润(百万元)	(264)	(2,505)	608	2,661	3,679
同比增长(%)	-119.4%	-849.8%	124.3%	337.4%	38.2%
归属母公司净利润(百万元)	(400)	(2,258)	250	1,457	2,014
同比增长(%)	-172.2%	-465.0%	111.1%	483.5%	38.3%
每股收益（元）	(0.04)	(0.21)	0.02	0.14	0.19
毛利率(%)	4.0%	1.7%	5.6%	8.3%	9.5%
净利率(%)	-0.4%	-2.8%	0.3%	1.9%	2.6%
净资产收益率(%)	-1.9%	-11.3%	1.3%	7.4%	9.6%
市盈率	(43.4)	(7.7)	69.4	11.9	8.6
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

股价（2025年10月30日）	1.62 元
目标价格	1.94 元
52 周最高价/最低价	1.77/1.22 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,069,885/1,069,885
A 股市值（百万元）	17,332
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2025 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.99	8.72	3.18	9.46
相对表现%	-5.24	7.23	-10.28	-11.63
沪深 300%	2.25	1.49	13.46	21.09



证券分析师

刘洋
执业证书编号: S0860520010002
香港证监会牌照: BTB487
liuyang3@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

黄雨韵 执业证书编号: S0860125070019
huangyuyun@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

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	2025-08-24
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：——山东钢铁首次覆盖报告	2025-02-23

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			
		2025/10/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
马钢股份	600808	4.02	3.02	3.03	3.17	3.38	1.33	1.33	1.27	1.19	
南钢股份	600282	5.30	4.22	4.56	4.88	5.24	1.26	1.16	1.09	1.01	
宝钢股份	600019	7.24	9.21	9.53	9.79	10.11	0.79	0.76	0.74	0.72	
华菱钢铁	000932	5.81	7.77	8.17	8.61	9.05	0.75	0.71	0.68	0.64	
中信特钢	000708	14.61	8.11	8.79	9.58	10.36	1.80	1.66	1.53	1.41	
	调整后平均						1.12	1.08	1.03	0.97	

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	6,067	9,693	15,127	营业收入	90,475	82,094	77,780	77,660	78,081
应收票据、账款及款项融资	2,022	1,223	1,159	1,157	1,164	营业成本	86,852	80,669	73,394	71,225	70,646
预付账款	887	938	793	792	796	销售费用	291	288	273	272	274
存货	4,814	5,264	4,789	4,648	4,610	管理费用	1,201	1,170	1,064	1,066	1,084
其他	768	990	791	790	792	研发费用	2,086	1,841	1,711	1,747	1,742
流动资产合计	14,633	13,280	13,599	17,080	22,489	财务费用	395	282	504	465	422
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	169	169	169
固定资产	39,101	40,180	39,446	37,822	35,888	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)	608	2,661	3,679
非流动资产合计	52,119	52,028	50,424	48,357	46,230	营业外收入	193	20	20	20	20
资产总计	66,751	65,308	64,023	65,438	68,719	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)	605	2,658	3,675
应付票据及应付账款	18,571	19,559	17,795	17,269	17,129	所得税	(28)	(50)	12	53	73
其他	6,365	6,628	7,234	7,231	7,242	净利润	(71)	(2,457)	593	2,605	3,602
流动负债合计	28,586	33,154	31,088	30,059	30,566	少数股东损益	329	(199)	343	1,148	1,588
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)	250	1,457	2,014
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	-0.04	-0.21	0.02	0.14	0.19
其他	1,857	1,421	1,476	1,477	1,466	主要财务比率					
非流动负债合计	7,544	4,083	4,138	4,139	4,128		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	36,130	37,237	35,227	34,198	34,693	成长能力					
少数股东权益	9,490	9,289	9,632	10,780	12,367	营业收入	-11.5%	-9.3%	-5.3%	-0.2%	0.5%
实收资本（或股本）	10,699	10,699	10,699	10,699	10,699	营业利润	-119.4%	-849.8%	124.3%	337.4%	38.2%
资本公积	8,123	8,003	8,123	8,123	8,123	归属于母公司净利润	-172.2%	-465.0%	111.1%	483.5%	38.3%
留存收益	2,300	34	283	1,599	2,788	获利能力					
其他	10	47	59	39	48	毛利率	4.0%	1.7%	5.6%	8.3%	9.5%
股东权益合计	30,621	28,071	28,796	31,239	34,025	净利率	-0.4%	-2.8%	0.3%	1.9%	2.6%
负债和股东权益总计	66,751	65,308	64,023	65,438	68,719	ROE	-1.9%	-11.3%	1.3%	7.4%	9.6%
现金流量表						ROIC	0.2%	-5.2%	2.6%	7.2%	8.9%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	(71)	(2,457)	593	2,605	3,602	资产负债率	54.1%	57.0%	55.0%	52.3%	50.5%
折旧摊销	1,672	2,298	2,799	2,901	2,975	净负债率	19.5%	29.7%	23.3%	8.3%	0.0%
财务费用	395	282	504	465	422	流动比率	0.51	0.40	0.44	0.57	0.74
投资损失	(31)	23	0	0	0	速动比率	0.34	0.24	0.28	0.41	0.58
营运资金变动	(310)	587	(770)	(384)	(105)	营运能力					
其它	(2,866)	(531)	(110)	(18)	(13)	应收账款周转率	277.7	191.5	165.2	169.7	170.3
经营活动现金流	(1,211)	202	3,017	5,569	6,882	存货周转率	17.5	15.9	14.6	15.1	15.3
资本支出	(2,467)	(1,042)	(1,018)	(837)	(837)	总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
长期投资	71	103	(0)	0	0	每股指标（元）					
其他	2,324	(475)	0	0	0	每股收益	-0.04	-0.21	0.02	0.14	0.19
投资活动现金流	(72)	(1,414)	(1,018)	(837)	(837)	每股经营现金流	-0.11	0.02	0.28	0.52	0.64
债权融资	(640)	(2,489)	496	0	0	每股净资产	1.98	1.76	1.79	1.91	2.02
股权融资	0	(120)	120	0	0	估值比率					
其他	(256)	2,329	(1,413)	(1,106)	(611)	市盈率	-43.4	-7.7	69.4	11.9	8.6
筹资活动现金流	(895)	(281)	(796)	(1,106)	(611)	市净率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	13.2	318.1	6.1	3.9	3.4
现金净增加额	(2,177)	(1,491)	1,202	3,626	5,434	EV/EBIT	181.3	-10.7	21.3	7.6	5.8

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。