

# 2026年钢铁行业年度策略： 反内卷趋势不改，铁矿成本下行盈利有望维稳

证券分析师：孟祥文

执业编号：S0600523120001

联系邮箱：mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师：米宇

执业编号：S0600524110004

联系邮箱：miy@dwzq.com.cn

2025年11月21日

- **观点一：2025年供给持续饱满，需求略有回暖。** 1) 上游铁水产量2025年处于2021-2025年较高水平，仅弱于2023年，与到港量同向增长。截至2025年11月，铁水日均产量平均238万吨/天，yoy+3.7%。2025年钢材产量五大钢材均有下滑，受制于地产行业趋势走弱，长材弱于板材。截至2025年10月中国粗钢产量累计8.2亿吨，yoy-4%。2) 2025年钢材表需同比小幅上升，板材贡献增量，长材有所拖累。截至2025年10月，中国钢材总表观消费量9.3亿吨，yoy+5%。分品类来看，仍为长弱板强，截至11月底，五大钢材中板材消费量同比增加，其中热轧、冷轧及中厚板消费量同比+1%/+2%/+5%，螺纹钢、线材有所下滑，yoy-5%/-8%，降幅收窄。分行业来看，需求主要受地产拖累，造船+汽车+制造业+出口起到弥补作用。
- **观点二：我们预计2026年钢铁行业供给过剩仍为主要矛盾，价格或维持震荡态势。**我们预计2026年基建、出口、造船、机械用钢正贡献，地产用钢略有拖累，供给略有过剩。
- **观点三：2025钢材价格震荡走弱，2026年我们预计钢价震荡运行。**第一条主线：2025年钢材价格总体呈现震荡下行趋势，价格处于3000-3500元/吨左右，Q3下游需求旺季不旺，市场情绪低迷，为年内价格最低点。第二条主线：2025年焦煤价格下跌带动钢价下跌，我们预计2026年铁矿价格仍有下降空间。
- **观点四：2025年受益于成本下行行业持续盈利，2026盈利有望持续向好。**钢材毛利在2025年7-9月盈利能力处于较高水平，其他时间仍处于盈亏平衡线附近，全年平均处于2021-2025年最好水平。
- **观点五：复盘历史，行业供过于求情况持续，“反内卷”趋势不改。**目前我们预计供给侧改革2.0或约束粗钢产量5%-10%左右，下放指标主要考虑环保及碳排达标程度。我们预计螺纹价格有望修复至3500元/吨左右，盈利或增加50-100元/吨左右。2025年年初市场预计2025年粗钢或减产5000万吨，但我们预计2025年仅减产3000万吨左右，2026年仍会进一步减产，“反内卷”趋势不改。
- **投资策略：产品结构转型、细分赛道高成长**
- **2026年投资主线：**展望2026年，我们预计“**头部利润稳定+产能出清格局向好+多元需求弥补地产缺口**”为行业主要发展方向。我们建议关注两条投资主线：
  - **一：头部钢企业绩稳健逻辑：**由于地产行业或有下行趋势，对应螺纹钢品种需求有所减少，而长材、板材或有更好机会，我们建议关注产品结构优质公司，如**宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、中信特钢**等。
  - **二：受益于下游细分赛道景气度上行逻辑：**伴随上游原料压力加大，我们建议关注在下游细分领域盈利能力更强的成长性标的，如**翔楼新材、甬金股份、久立特材**等。

**风险提示：**下游需求不及预期；供给持续增长导致钢材价格下跌风险；市场竞争格局加剧。



一、供给持续饱满，需求略有回暖

二、我们预计2026年钢铁行业供给过剩仍为主要矛盾，价格或维持震荡态势

三、2025钢材价格震荡走弱，2026年我们预计钢价震荡运行

四、2025年受益于成本下行行业持续盈利，2026盈利有望持续向好

五、复盘历史，行业供过于求情况持续，“反内卷”趋势不改

六、投资策略：产品结构转型、细分赛道高成长

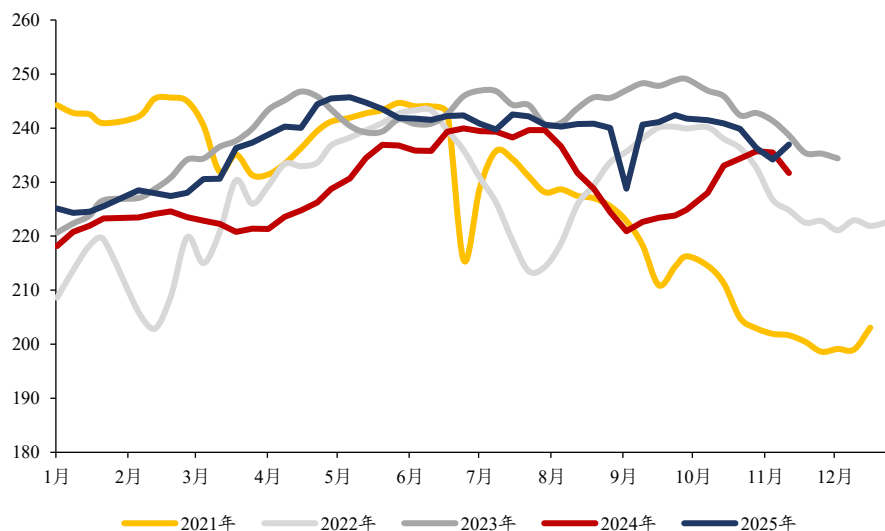
七、风险提示

## 一、供给持续饱满，需求略有回暖

# 1.1 供给端：铁矿供给充足，铁水产量维持较高水平

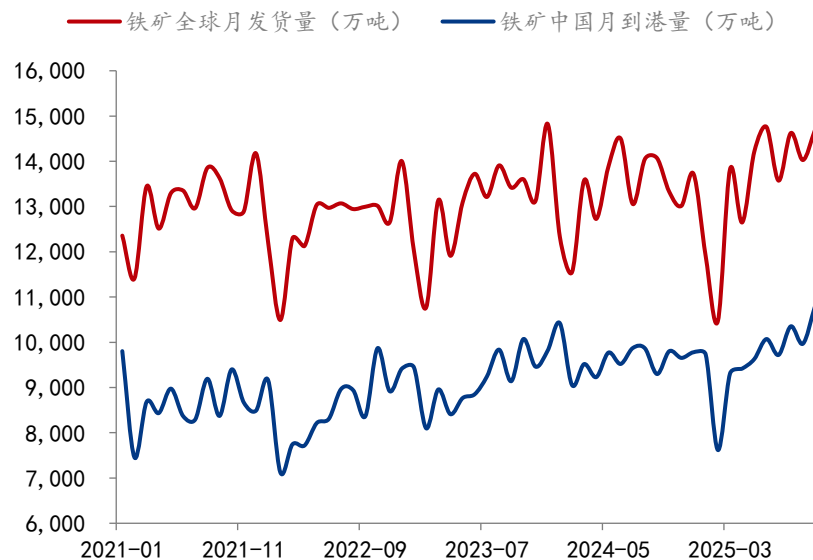
- **上游铁水产量2025年处于近5年较高水平，仅弱于2023年，与到港量同向增长。**截至2025年11月，铁水日均产量平均238万吨/天，yoy+3.7%，处于2021-2025年较高水平，2025年日均最高产量达246万吨，最低仅为225万吨。从全球发货量及中国铁矿到港量来看，2025年1-10月分别为13.5/9.7亿吨，yoy+1.2%/+0.3%，证明铁矿供给饱满，但中国下游需求较弱。
- **展望2026年：由于铁矿供给较为充足，247家高炉企业日均铁水产量或维持在230-240万吨左右。**

图表：2021-2025年中国铁水日均产量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2021-2025铁矿全球发货量（万吨）及中国到港量（万吨）

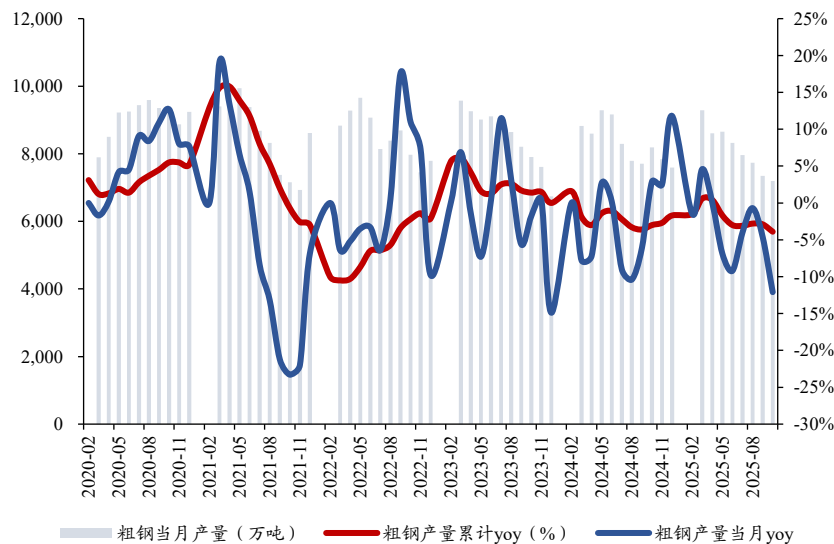


资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

# 1.1 供给端：钢铁产量总体小幅减少，供给相对紧缩

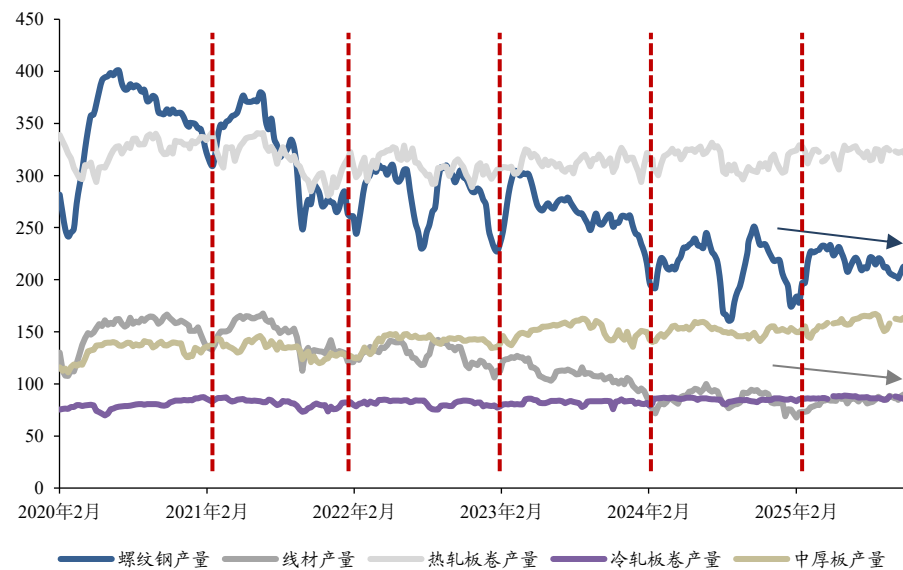
- **2025年钢材产量五大钢材均有下滑，受制于地产行业趋势走弱，长材弱于板材。**截至2025年10月中国粗钢产量累计8.2亿吨，yoy-4%，2025年钢材月度产量由于地产行业表现较弱呈现震荡下降趋势。分品类来看，截至11月，五大钢材中2025年产量均有不同程度下滑，其中长材下滑速度较板材更快，但长材下滑速率较2024年同期有所收敛，2025年1-11月中厚板、热轧、冷轧分别yoy-4%/-7%/-6%，螺纹钢、线材分别yoy-8%/-12%。
- **我们预计2026年供给仍以板强长弱趋势为主。**

图表：2020-2025年粗钢月度产量（万吨）及同比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2020-2025年主流钢企五大钢材产量（万吨）

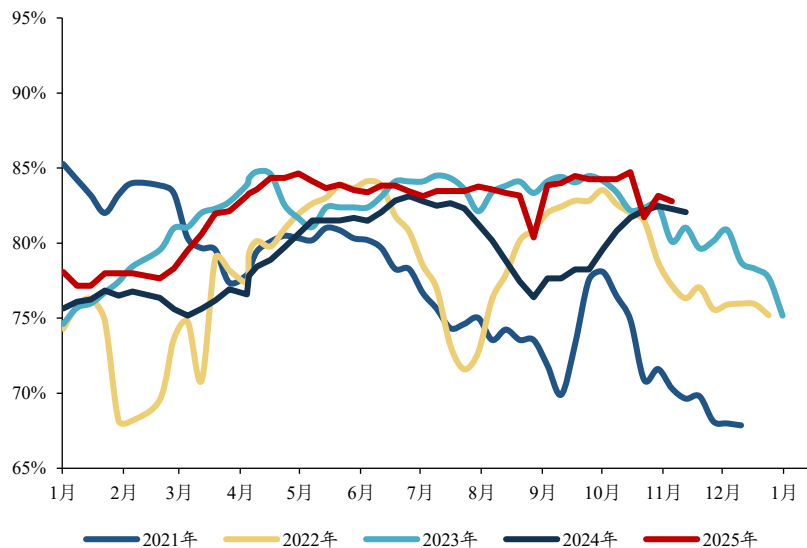


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 1.1 供给端：钢铁产量总体小幅减少，供给相对紧缩

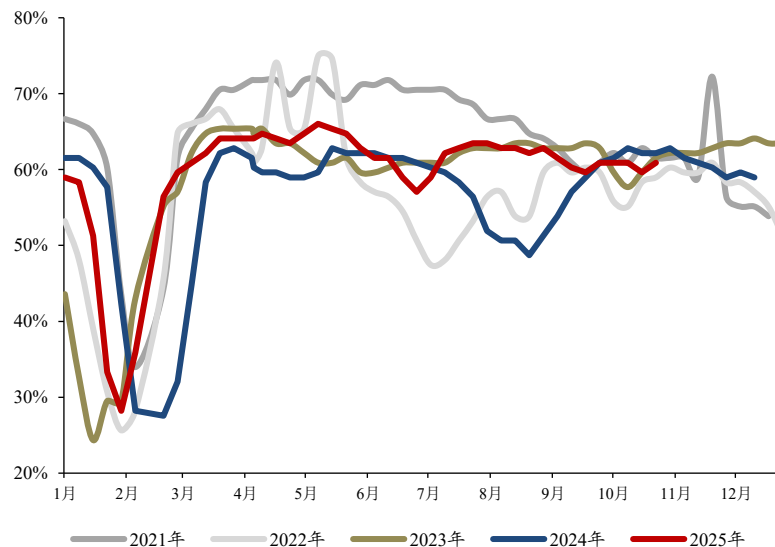
- **开工率角度，全国钢企高炉开工率2025年持续处于近5年高位水平。**全国钢企高炉开工率在2025年除了Q1生产淡季外，Q2-11月基本在80%-85%区间震荡，历史5年对比来看，开工率处于较高位水平，主要受到钢铁企业利润较好影响。
- **全国钢企短流程电炉开工率2025年处于近5年中位数水平。**全国钢企电炉开工率与高炉开工率相比较为灵活，基本处于近5年中位数水平，3-11月基本保持在60%左右。
- **我们预计2026年钢企高炉开工率维持在80%左右，电炉开工率维持在60%左右。**

图表：2021-2025年全国主要钢企高炉开工率（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2021-2025年全国钢企电炉开工率（%）

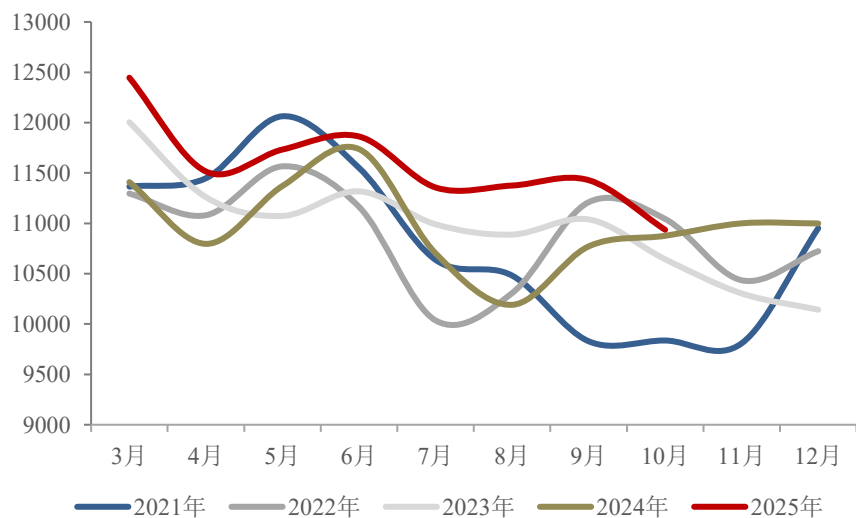


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2需求端：钢材表需同比小幅上升，板材贡献增量，长材有所拖累

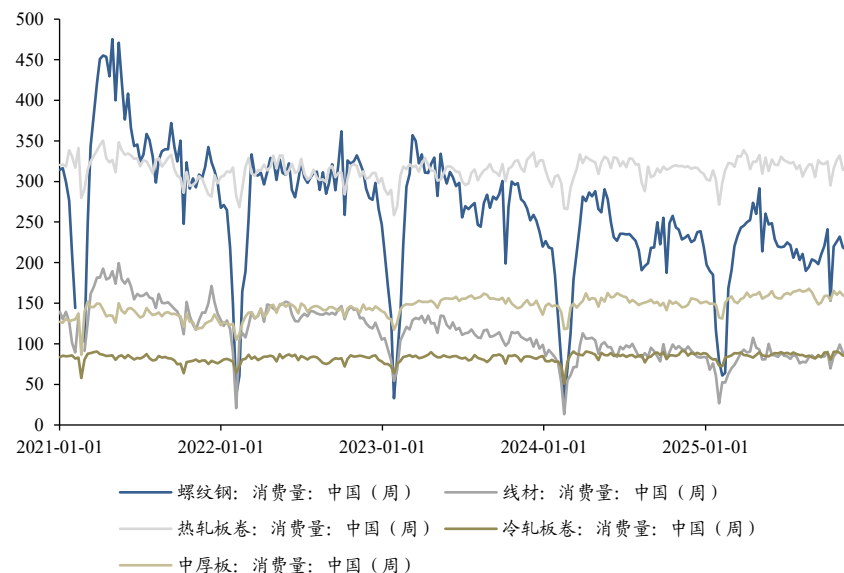
- **2025年钢材表需同比小幅上升，板材贡献增量，长材有所拖累。**截至2025年10月，中国钢材总表观消费量9.3亿吨，yoy+5%，小幅抬升，处于2021-2025年较高水平。分品类来看，仍为长弱板强，截至11月底，五大钢材中板材消费量同比增加，其中热轧、冷轧及中厚板消费量同比+1%/+2%/+5%，螺纹钢、线材有所下滑，yoy-5%/-8%，降幅收窄。
- **我们预计2026年五大钢材总需求仍可能延续长弱板强走势。**

图表：2021-2025年钢材月度表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2021-2025年五大钢材表观消费量（万吨）



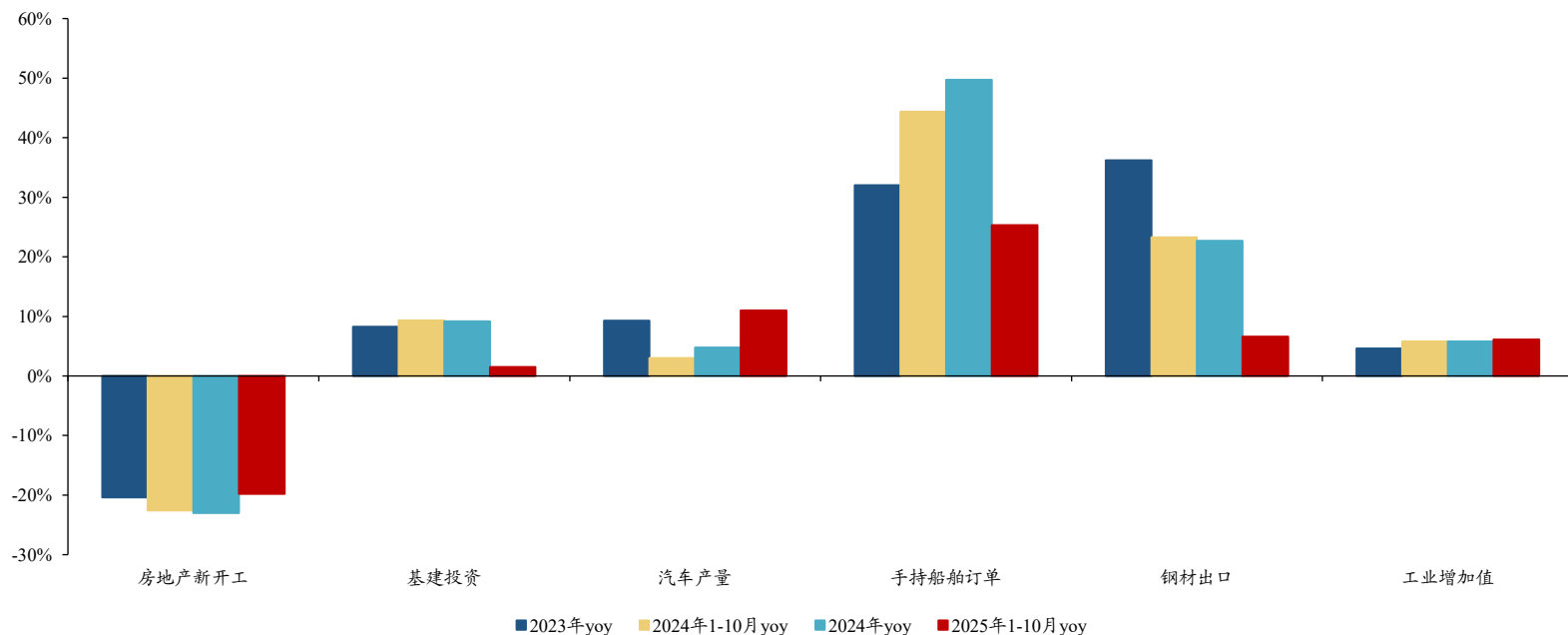
资料来源：Mysteel，东吴证券研究所



## 1.2需求端：需求主要受地产拖累，造船+汽车+制造业+出口起到弥补作用

- **2025年1-10月下游需求整体主要受地产拖累，其他行业均拉动一定钢材需求，其中造船、汽车及制造业表现较好，2026年核心仍看地产：**2025年1-10月地产开工投资yoy-20%外，其余行业同比需求均为正增长，其中汽车以及制造业增速稳中有升，2025年1-10月yoy+11%/+6%，船舶、基建、出口虽增速有所下降，但需求仍有正向增长，分别yoy+25%/+2%/+7%，对钢材需求具有拉动作用。

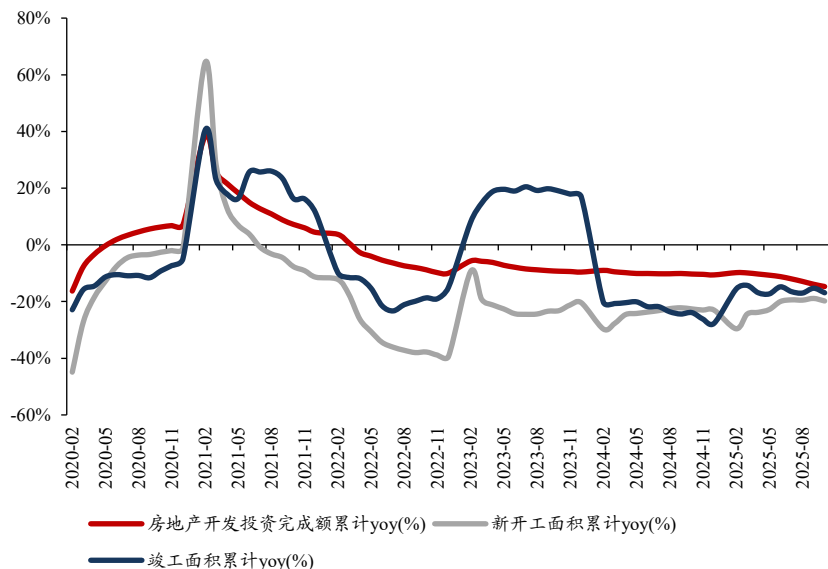
图表：2023-2025年钢材下游需求情况比较（%）



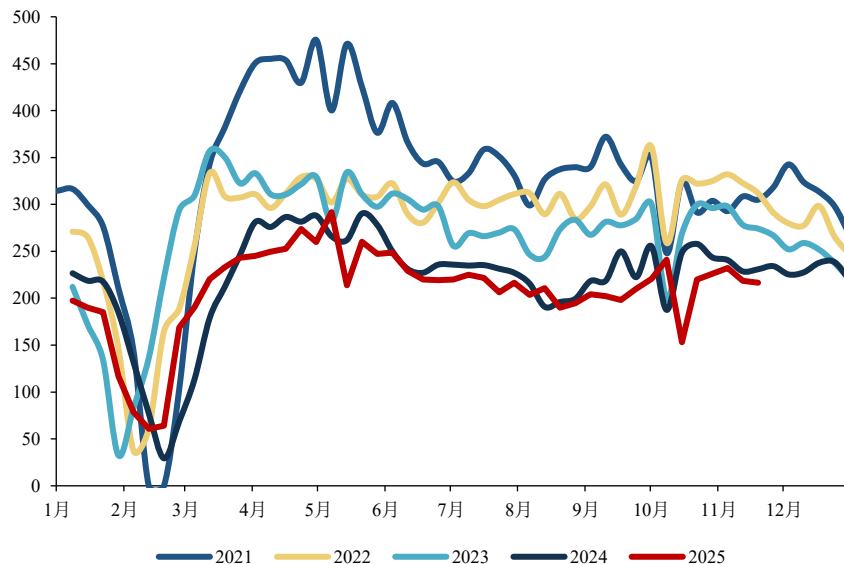
## 1.2需求端：房地产消费需求仍处于下滑趋势，尚未见底，螺纹钢消费恢复有待时日

- **用钢需求较大的地产行业承压运行。** 2025年1-10月房地产开发投资累计yoy-15%，新开工面积累计yoy-20%，竣工面积累计yoy-17%。
- **房地产消费需求仍有下降，螺纹钢消费恢复有待时日。** 地产2025年需求整体表现略显疲弱，对应下游螺纹钢消费弱势运行，截至11月，螺纹钢表观消费9590万吨，yoy-5%，位于2021-2025年来最低位，我们预计2026年地产行业仍有一定压力，螺纹钢需求或仍呈现下滑趋势。

图表：2020-2025年地产开发投资、新开工面积、竣工面积累计同比（%）



图表：2021-2025年中国螺纹钢表观消费量（万吨）



## 1.2需求端：我们预计2026年基建投资仍对钢铁线材消费量起到一定支撑性作用

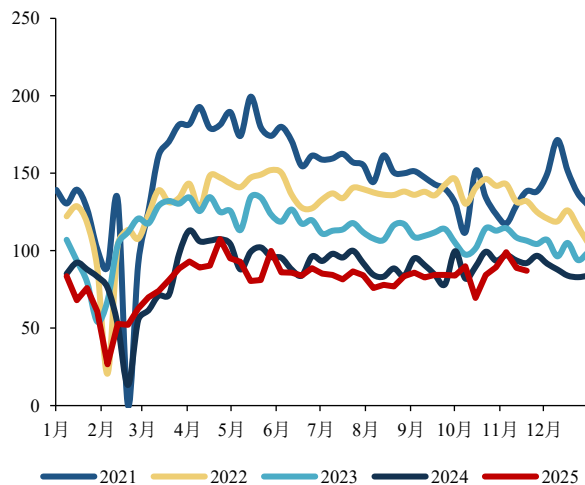
- **基建投资增速下滑，线材消费量表现不佳，处于近5年历史低位。**自2022年起基建投资增速持续维持稳定，同比增速接近10%，但截至2025年10月基建投资同比增速下滑至2%，从而带动线材需求表现持续下滑，截至2025年11月线材消费3736万吨，yoy-8%，处于2021-2025年最低水平。
- **我们预计2026年基建投资仍对钢铁线材消费量起到一定支撑性作用。**从线螺差角度，2023年至今线螺差基本稳定在300-400元/吨左右，整体房地产需求不足，基建支撑一定螺纹线材需求，我们预计2026年钢铁需求在基建方面仍会有一定支撑作用。

图表：2016-2025年基础设施建设投资累计同比(%)



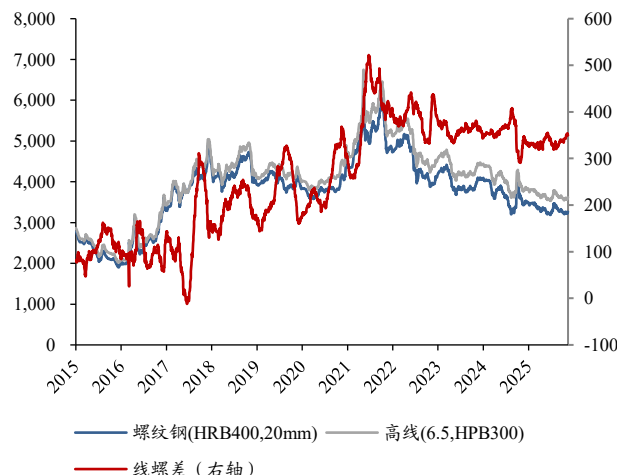
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2021-2025年线材表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2015-2025年线材和螺纹钢价格差（元/吨）

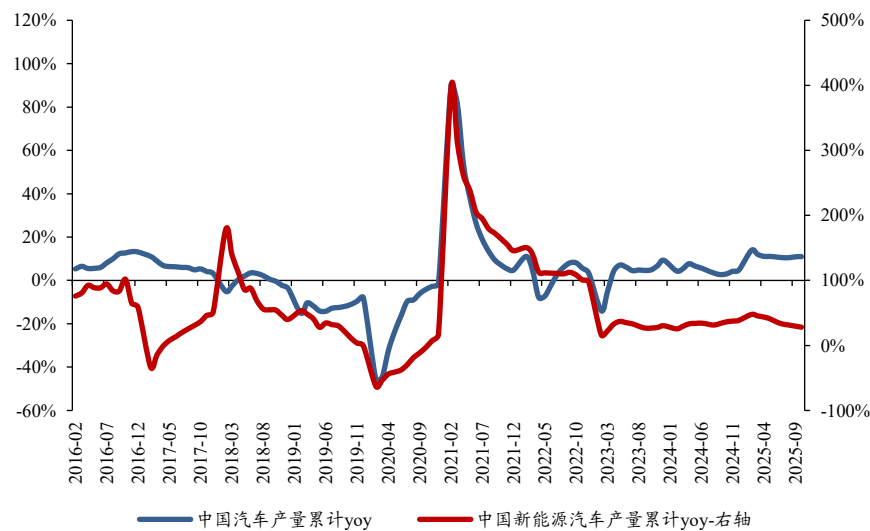


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2需求端：汽车产量维持较高增速，带动钢铁消费增长，我们预计2026年维持增长态势

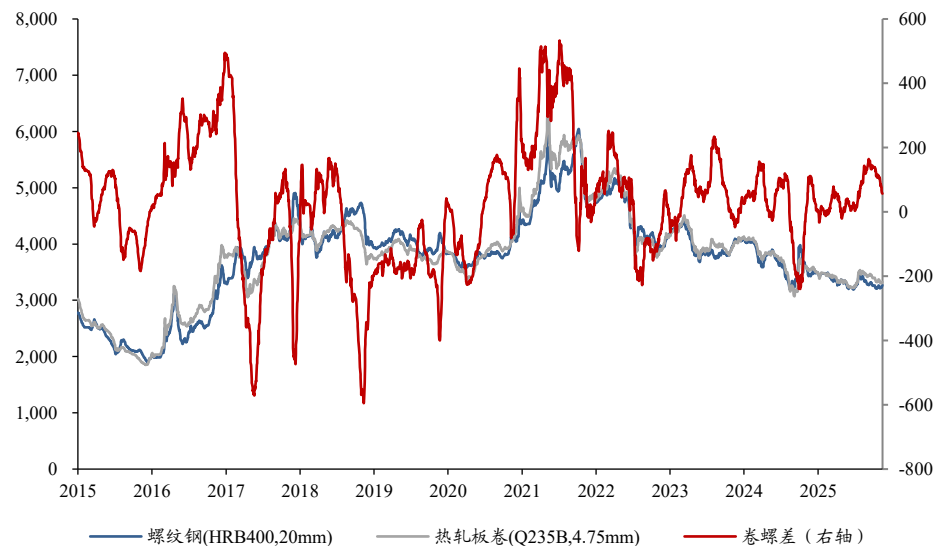
- **汽车产量维持较高增速，带动钢铁消费增长，我们预计2026年维持增长态势。**总体汽车产量2025年1-10月累计同比+11%，新能源汽车维持28%+增速，表现优异。我们预计2026年虽然汽车行业竞争或有所加剧，但仍会维持向好势头。
- **2025年热卷价格总体好于螺纹钢价格，侧面印证板材下游汽车消费强劲态势。**2023年以来，卷螺差基本稳定在0-200元/吨左右，主要由于热卷供给较为充足导致，无法与螺纹拉开明显价差，2025年下半年总体热卷持续高于螺纹钢价格侧面体现汽车带动2025年钢铁需求增长。

图表：2016-2025年中国新能源汽车、汽车产量累计同比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2015-2025年中国热轧板卷价格与螺纹钢价格差（元/吨）

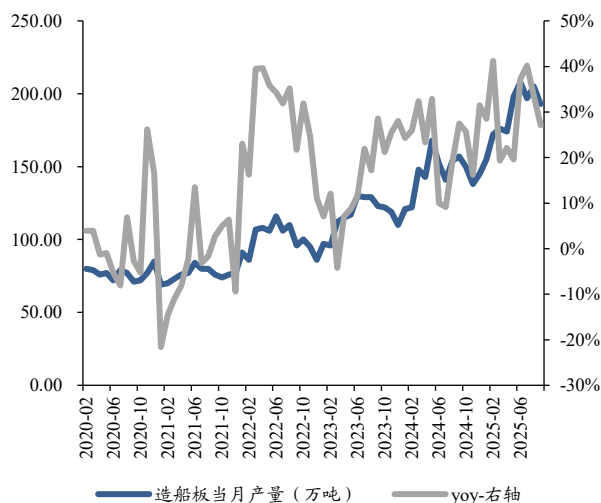


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2需求端：造船板块发展良好，月产量规模持续扩大，有效补充钢铁需求缺口

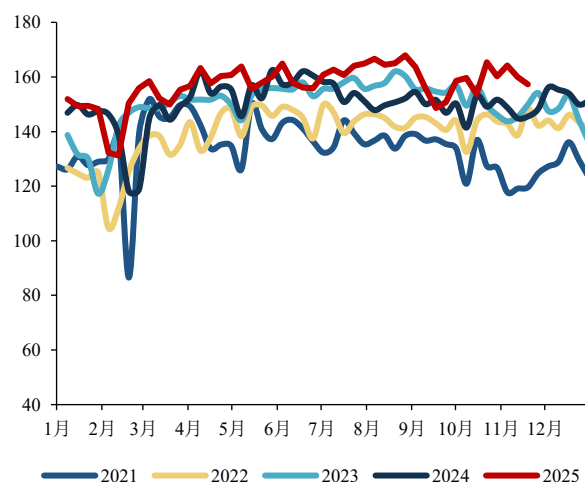
- **造船板块发展良好，月产量规模持续扩大，有效补充钢铁需求缺口。**造船板当月产量自2024Q1起呈现波动上涨趋势，2025年1-10月平均产量为186万吨，其中最高单月产量超200万吨，处于2020-2025年最高水平。截至2025年9月中国新承接船舶订单累计同比-24%，手持船舶订单累计同比+25%，手持订单仍保持高速增长势头。
- **侧面来看，中厚板表观消费较好，我们预计2026年造船业仍会保持良好势头。**截至2025年11月中厚板表观累计消费量7230万吨，yoy+5%，保持高景气度，我们预计2026年造船业仍会保持良好态势，进一步弥补钢铁需求缺口。

图表：2020-2025造船板产量（万吨）及同比(%)



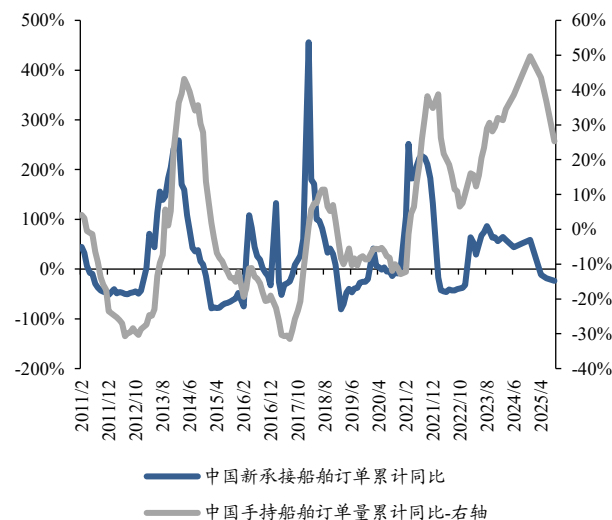
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2021-2025年中厚板表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2011-2025年中国手持、新承接船舶订单累计同比(%)

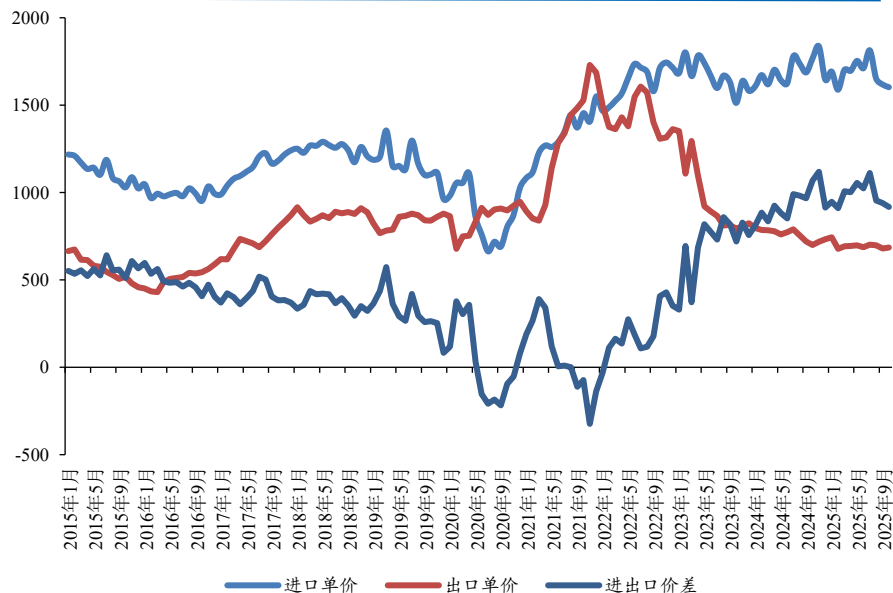


资料来源：iFind，东吴证券研究所

## 1.2需求端：2025年钢材出口仍保持以价换量趋势，单月出口接近20年最高位

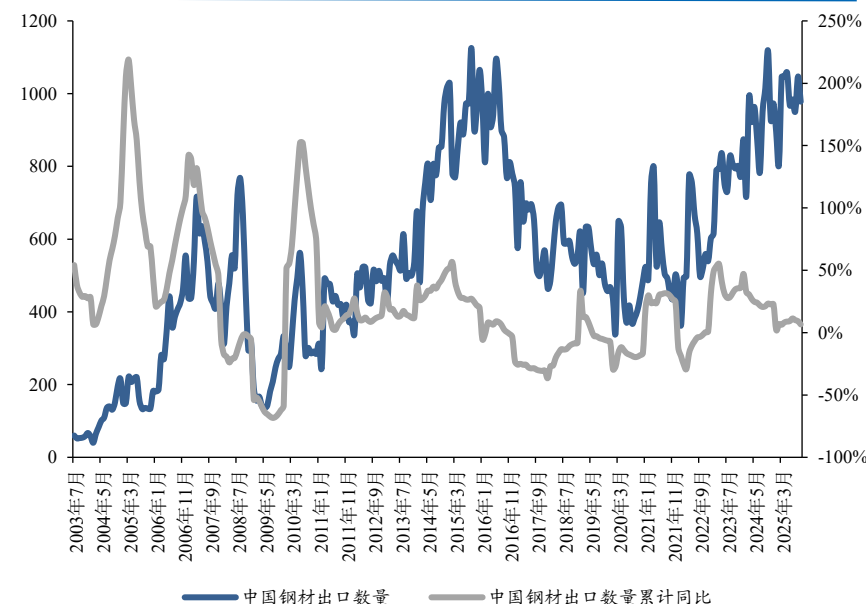
- **2025年钢材出口仍保持以价换量趋势，体现国内需求略显不足，单月出口数量超1000万吨，接近20年最高位水平。**2025年钢材出口单价在700美元/吨左右波动，处于2015年以来低位水平，较进口价格1700美元/吨左右差距显著，体现我国高端钢材仍然较国外有所差距，且出口仍是以价换量、低端需求为主。截至2025年10月钢材出口总量为9776万吨，yoy+6%，在去年高基数下仍贡献增量571万吨，弥补国内需求不足现象。

图表：2015-2025年钢材进出口平均价差（美元/吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所  
备注：进出口价差=进口单价-出口单价

图表：2003-2025年钢材当月出口数量（万吨）及累计同比（%）

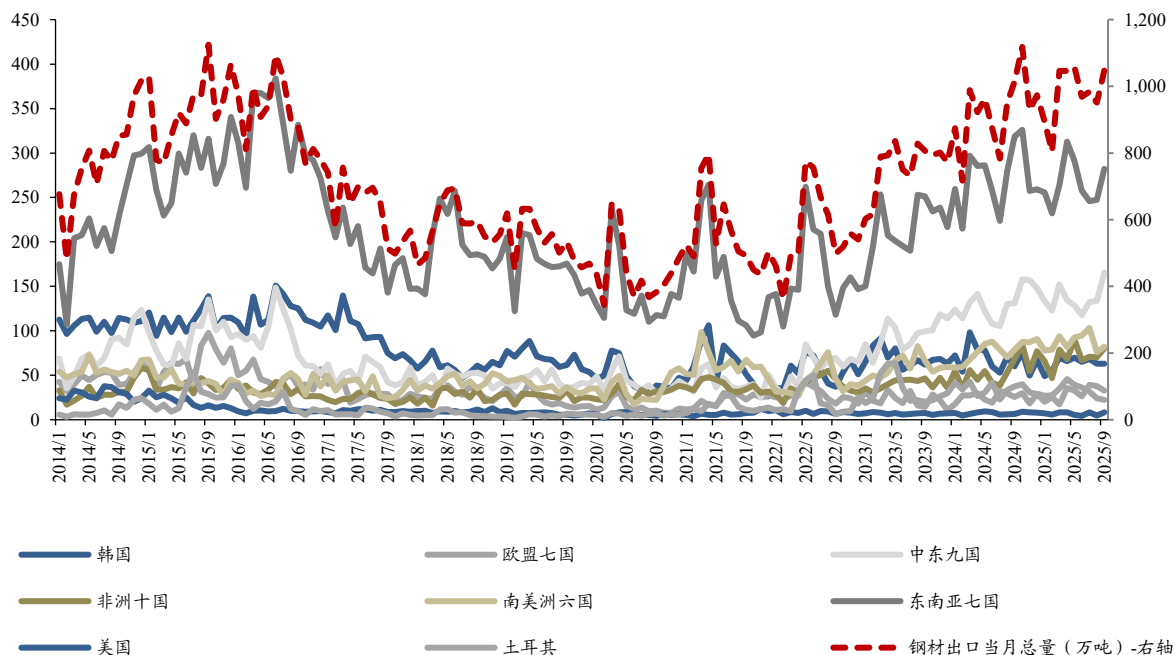


资料来源：Wind，东吴证券研究所

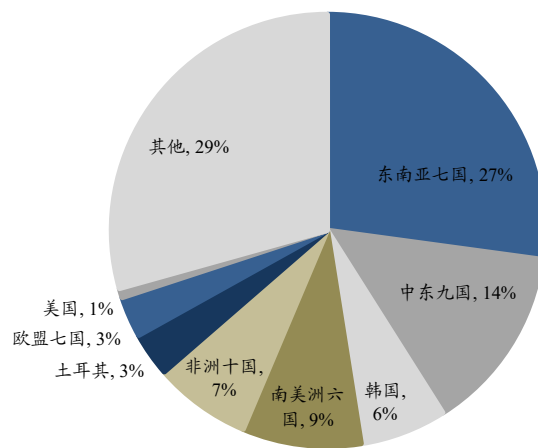
## 1.2需求端：钢材出口主要为东南亚七国及中东九国

- 复盘2025年，钢材出口地区主要为东南亚七国及中东九国，东南亚及韩国出口因关税略有下滑。展望2026年，我们预计一带一路国家经济形势向好，但部分国家提高关税比例或抑制出口增长，整体出口仍维持较高水平。2025年1-9月，我国钢材出口量主要集中在东南亚、中东、南美洲、非洲、韩国等地区，占比分别为27%/14%/9%/7%/6%，我们预计2025年东南亚及中东地区国家发展有望延续向好态势，但部分国家提高关税比例或抑制出口增长，整体出口仍维持较高水平。

图表：2014-2025年钢材出口主要地区（万吨）



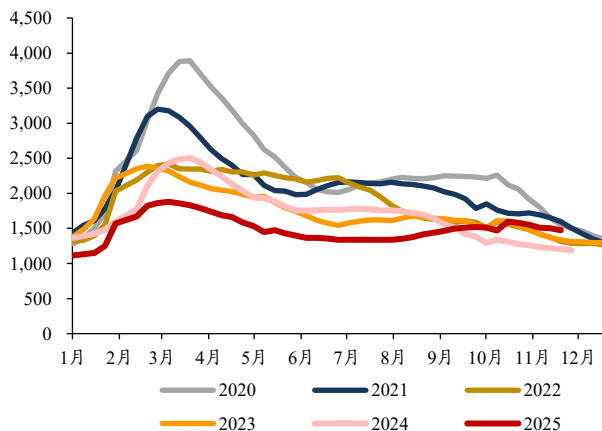
图表：2025年1-9月钢材出口地区占比（%）



## 1.3 库存持续保持低位

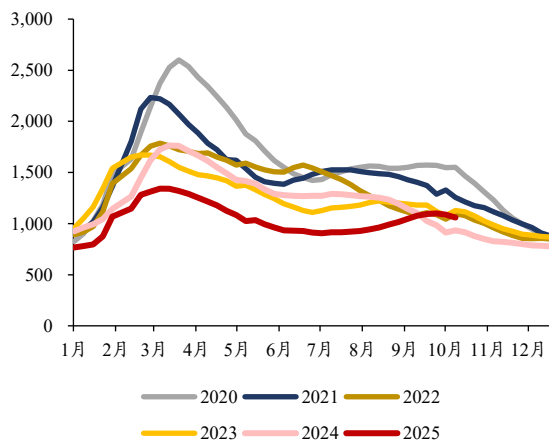
- **2025年1-9月库存处于历史低位水平，10-11月处于历史5年中位数水平，我们预计2026年及以后一段时间内将保持低库存状态，价格对供需更为敏感。**截至2025年11月，钢铁总库存1476万吨，yoy+23%，其中社库1060万吨，yoy+30.5%，钢厂库存降低至416万吨，yoy+7%。2025年库存1-9月整体保持低库存状态，但旺季不旺，导致10-11月库存去化较弱。

图表：2020-2025年总库存（万吨）



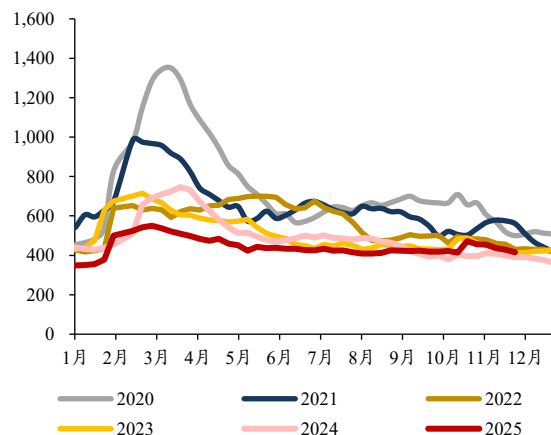
资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

图表：2020-2025年社会库存（万吨）



资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

图表：2020-2025年钢厂库存（万吨）



资料来源：Mysteel，东吴证券研究所



## 二、我们预计2026年钢铁行业供给过剩仍为主要矛盾，价格或维持震荡态势

## 2.1 供需平衡表：我们预计2026年基建、出口、造船、机械用钢正贡献，地产用钢略有拖累，供给略有过剩

- **基建用钢量占总用钢量比例逐步提升，我们预计2026年基建用钢需求yoy+4%，占比总需求19%。**由于基建包含公路、铁路、能源及水利行业，其中公路由于各地方政府压力较大，我们预计2026年表现偏弱，能源板块受益于绿色能源如水电、风电、核电大力发展，同比增长显著，水利受益于“特别万亿国债”维持一定增长态势，整体基建用钢我们预计2026年为1.8亿吨，yoy+4%，占比总需求19%。

图表：2022-2027E年基建用钢量预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
基建用钢量（万吨）	12882	14748	16590	17580	18360	18917
yoy	8%	14%	12%	6%	4%	3%
占比总需求	13%	15%	17%	18%	19%	20%
公路固定资产投资（亿元）	26,168	28240	25774	23712	22527	21401
yoy	1%	8%	-9%	-8%	-5%	-5%
铁路固定资产投资（亿元）	7,109	7645	8506	9016	9467	9941
yoy	-5%	8%	11%	6%	5%	5%
能源固定资产投资（亿元）	41,203	50680	62792	70955	76631	80463
yoy	19%	23%	24%	13%	8%	5%
水利固定资产投资（亿元）	11621	12225	17359	17533	18059	18962
yoy	14%	5%	42%	1%	3%	5%
公路用钢量（万吨）	4,187	4,518	4,124	3,794	3,604	3,424
铁路用钢量（万吨）	2,346	2,523	2,807	2,975	3,124	3,280
能源用钢量（万吨）	5,768	7,095	8,791	9,934	10,728	11,265
水利用钢量（万吨）	581	611	868	877	903	948

资料来源：Wind，Mysteel，东吴研究所预测

## 2.1 供需平衡表：我们预计2026年基建、出口、造船、机械用钢正贡献，地产用钢略有拖累，供给略有过剩

- **汽车占总用钢量比例较为稳定，我们预计2026年汽车用钢需求yoy+0%，占总需求6%。**用钢量2026年我们预计将伴随汽车行业总产量增加稳健增长，合计5718万吨（yoy+0%），占总需求6%。但由于新能源车及乘用车单车用钢较非新能源车、商用车略低，我们预计汽车行业用钢需求增量长期来看增长有限。

图表：2022-2027E年汽车用钢量预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
汽车用钢量（万吨）	4722	5432	5337	5694	5718	5788
yoy	-13%	15%	-2%	7%	0%	1%
占比总需求	5%	5%	5%	6%	6%	6%
乘用车产量（万辆）	2,384	2612	2748	2965	3052	3185
新能源乘用车产量（万辆）	672	912	1230	1599	1823	2078
yoy	100%	36%	35%	30%	14%	14%
非新能源乘用车产量（万辆）	1,712	1700	1517	1366	1229	1106
yoy	-5%	-1%	-11%	-10%	-10%	-10%
商用车产量（万辆）	318	404	380	417	417	417
货车商用车产量（万辆）	278	354	330	366	366	366
yoy	-33%	27%	-7%	11%	0%	0%
客车商用车产量（万辆）	41	50	51	51	51	51
yoy	-20%	22%	2%	0%	0%	0%
乘用车用钢量（万吨）	2,830	3,031	3,080	3,215	3,239	3,309
新能源乘用车用钢量（万吨）	604	821	1,107	1,439	1,641	1,871
非新能源乘用车用钢量（万吨）	2,226	2,210	1,973	1,775	1,598	1,438
商用车用钢量（万吨）	1,892	2,401	2,257	2,479	2,479	2,479
货车商用车用钢量（万吨）	1,703	2,169	2,021	2,243	2,243	2,243
客车商用车用钢量（万吨）	189	232	236	236	236	236

资料来源：Wind，Mysteel，中国汽车工程协会，东吴研究所预测

## 2.1 供需平衡表：我们预计2026年基建、出口、造船、机械用钢正贡献，地产用钢略有拖累，供给略有过剩

- **每载重造船用钢量持续提升，我们预计2026年造船用钢需求yoy+5%，占总需求2%。**我们根据造船完工量推算每载重用钢量2023年约为0.32吨/载重吨，预计2026、2027年造船用钢量分别为1700、1785万吨，占总需求分别2%、2%。

图表：2022-2027E年造船用钢量预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
造船用钢量（万吨）	1200	1341	1527	1619	1700	1785
yoy	22%	12%	14%	6%	5%	5%
占比总需求	1%	1%	2%	2%	2%	2%
造船完工量（万载重吨）	3,786	4232	4818	5107	5362	5631
yoy	-5%	12%	14%	6%	5%	5%
每载重用钢量	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32

资料来源：Wind，中国船舶工业协会，东吴研究所预测

## 2.1 供需平衡表：我们预计2026年基建、出口、造船、机械用钢正贡献，地产用钢略有拖累，供给略有过剩

- **综上所述，我们预计2026年钢铁行业供给稳中有降、需求结构改善，总体供给略过剩，钢价或呈震荡态势。**我们预计2026年在国家政策“碳达峰、碳中和”推进下钢铁总供给将呈现稳中略降态势，下游房地产行业受制于新开工和拿地投资走弱，对行业需求产生一定抑制影响，2026年总体用钢量我们预计同比下降3%左右，供给略过剩。

图表：2022-2027E年钢材供需平衡表

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总供给（万吨）</b>	<b>101300</b>	<b>101908</b>	<b>100509</b>	<b>97494</b>	<b>95056</b>	<b>93155</b>
yoy	-2%	1%	-1%	-3%	-3%	-2%
<b>总需求（万吨）</b>	<b>95954</b>	<b>99108</b>	<b>99083</b>	<b>97345</b>	<b>94838</b>	<b>92403</b>
yoy	-3%	3%	0.0%	-1.8%	-2.6%	-2.6%
<b>供需缺口（万吨）</b>	<b>5346</b>	<b>2800</b>	<b>1426</b>	<b>149</b>	<b>218</b>	<b>752</b>
<b>房地产用钢量（万吨）</b>	<b>31675</b>	<b>29343</b>	<b>25664</b>	<b>22327</b>	<b>20095</b>	<b>18487</b>
yoy	-7%	-7%	-13%	-13%	-10%	-8%
占比总需求	33%	30%	26%	23%	21%	20%
<b>基建用钢量（万吨）</b>	<b>12882</b>	<b>14748</b>	<b>16590</b>	<b>17580</b>	<b>18360</b>	<b>18917</b>
yoy	8%	14%	12%	6%	4%	3%
占比总需求	13%	15%	17%	18%	19%	20%
<b>汽车用钢量（万吨）</b>	<b>4722</b>	<b>5432</b>	<b>5337</b>	<b>5694</b>	<b>5718</b>	<b>5788</b>
yoy	-13%	15%	-2%	7%	0%	1%
占比总需求	5%	5%	5%	6%	6%	6%
<b>造船用钢量（万吨）</b>	<b>1200</b>	<b>1341</b>	<b>1527</b>	<b>1619</b>	<b>1700</b>	<b>1785</b>
yoy	22%	12%	14%	6%	5%	5%
占比总需求	1%	1%	2%	2%	2%	2%
<b>机械用钢量（万吨）</b>	<b>19600</b>	<b>19796</b>	<b>19994</b>	<b>20094</b>	<b>20194</b>	<b>20194</b>
yoy	2%	1%	1%	1%	1%	0%
占比总需求	20%	20%	20%	21%	21%	22%
<b>钢材净出口量（万吨）</b>	<b>5689</b>	<b>8262</b>	<b>10391</b>	<b>11430</b>	<b>11659</b>	<b>11659</b>
yoy	8%	45%	26%	10%	2%	0%
占比总需求	6%	8%	10%	12%	12%	13%
<b>其他行业钢材消费量（万吨）</b>	<b>20186</b>	<b>20186</b>	<b>19580</b>	<b>18601</b>	<b>17113</b>	<b>15573</b>
yoy	-9%	0%	-3%	-5%	-8%	-9%
占比总需求	21%	20%	20%	19%	18%	17%

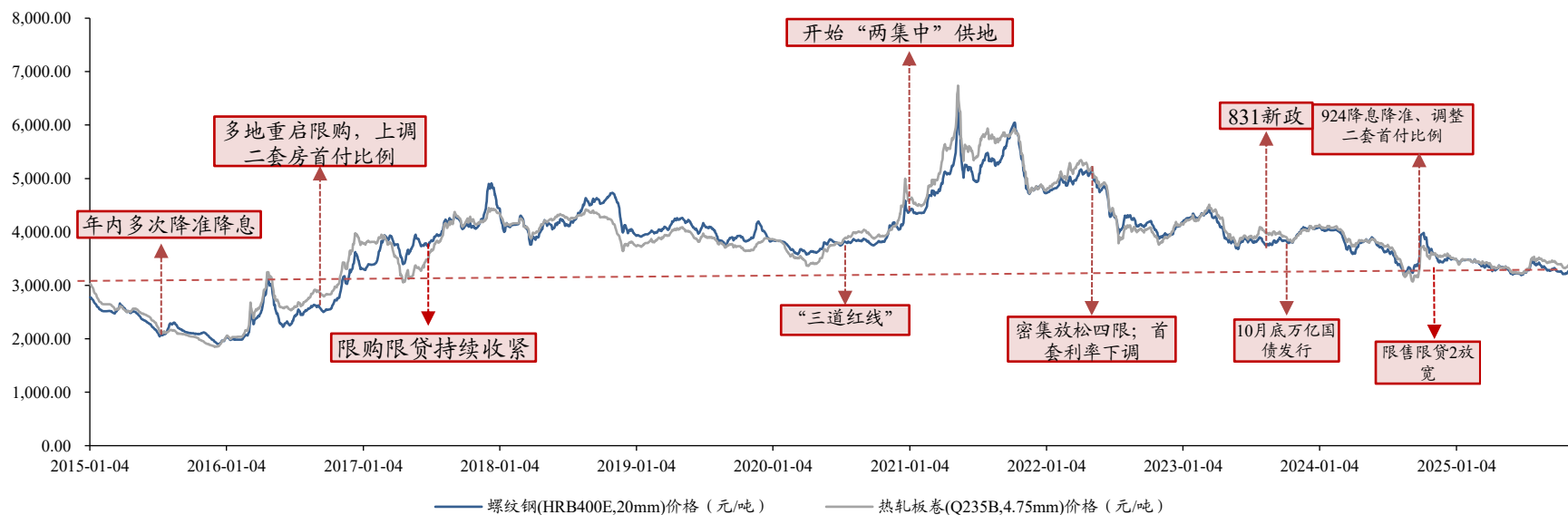
资料来源：Wind，Mysteel，中国船舶工业协会，世界金属导报，东吴研究所预测

### 三、2025钢材价格震荡走弱，2026年我们预计钢价震荡运行

### 3.1 第一条主线：2025年钢价震荡走弱，我们预计2026年震荡运行

- 2025年钢材价格总体呈现震荡下行趋势，价格处于3000-3500元/吨左右，Q3下游需求旺季不旺，市场情绪低迷，为年内价格最低点。2025年整体下游房地产市场低迷，多指标探底，钢材基本面供过于求，钢价同时受成本下降影响整体下行，上海螺纹钢价格在3000-3500元/吨左右震荡。复盘历史来看，钢价整体为2021-2025年最低点。
- 2026年我们预计钢铁行业仍处于产能过剩阶段，需求端受政策及贸易环境等诸多因素影响，我们判断钢价总体震荡运行。

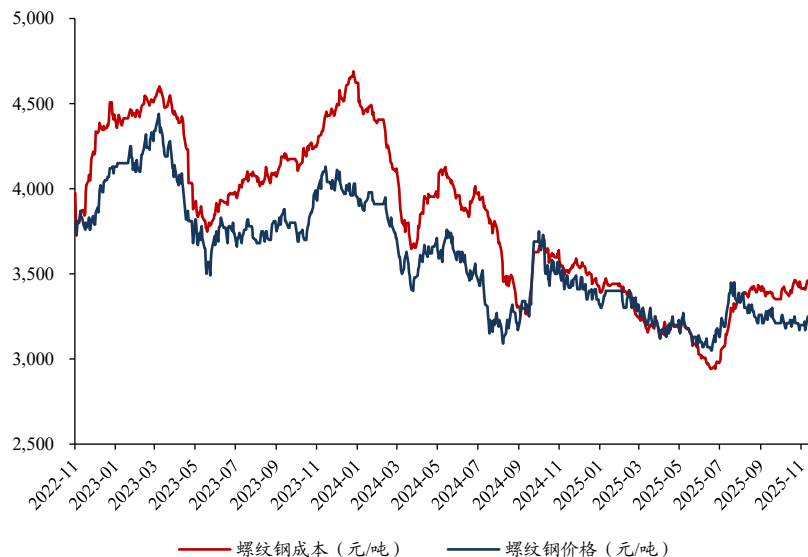
图表：2015-2025年钢材价格（元/吨）



## 3.2 第二条主线：2025年焦煤价格下跌带动钢价下跌，我们预计2026年铁矿价格仍有下降空间

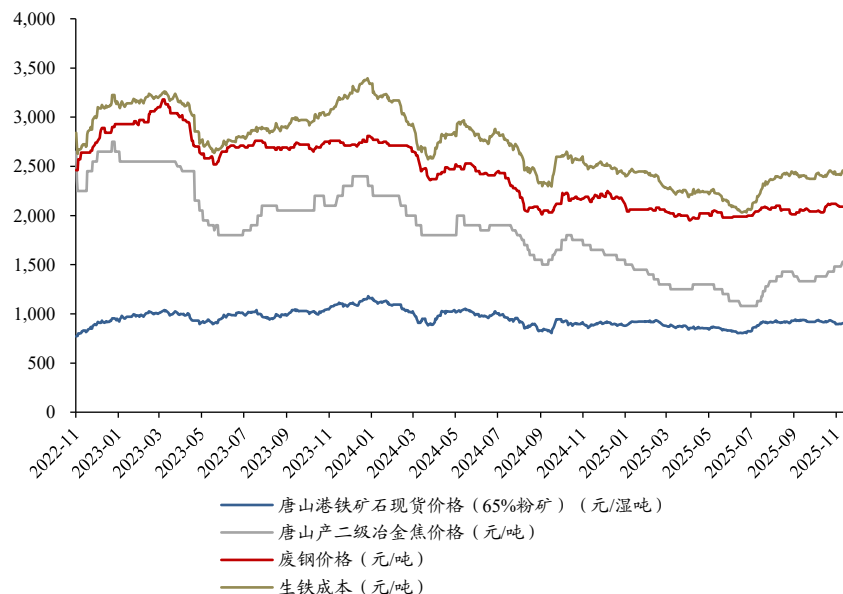
- **2025年原材料价格与钢材价格变动趋势较为一致，我们预计2026年铁矿价格下行0-5%，成本支撑较弱，需重点关注下游需求走势。** 2025年，上游原材料铁矿、废钢价格整体震荡运行，但上半年焦煤价格大幅下行30%，从1500元/吨下降至1000元/吨左右，带动炼钢成本整体下移，对钢价支撑减弱。截止2025年11月，唐山铁矿、焦煤及废钢价格分别为904元/湿吨、1530元/吨、2090元/吨，较年初相比分别+1%/-1%/-4%，2026年全球铁矿在西芒杜或有投产状态下预期整体偏宽松状态，我们预计铁矿价格有望下行0-5%，对应钢价仍有一定下行空间。

图表：2022-2025年螺纹钢成本及螺纹钢价格（元/吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所测算

图表：2022-2025年铁矿、冶金焦、废钢价格及生铁成本



资料来源：Wind，东吴证券研究所

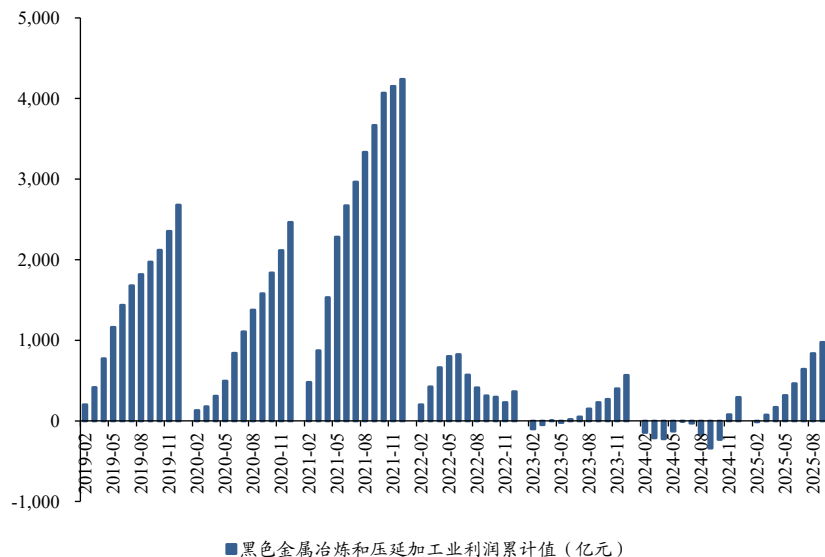


#### 四、2025年受益于成本下行行业持续盈利，2026盈利有望持续向好

## 4.1 2025年受益于成本下行行业持续盈利，2026盈利有望持续向好

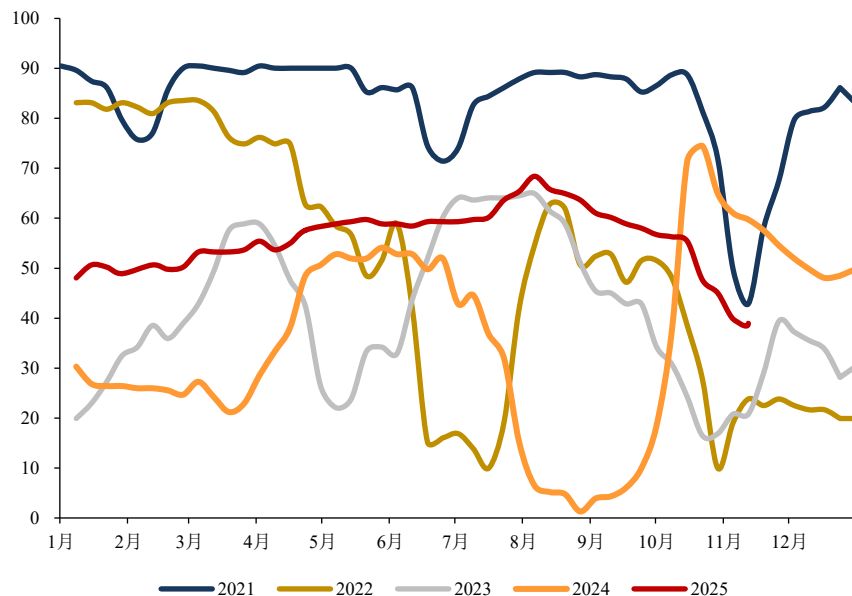
- **黑色冶炼及加工行业2025年盈利显著好转，我们预计2026年仍会保持微盈利状态。**黑色金属冶炼及加工行业整体利润总额2025年以来受益于焦煤成本下行表现较好。截至2025年11月钢厂盈利率为40%左右，我们预计2026年在铁矿供给依旧宽松下盈利率仍维持在50%左右。

图表：2019-2025年中国黑色金属冶炼和压延加工业利润总额累计（亿元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2021-2025年中国247家钢厂盈利率（%）

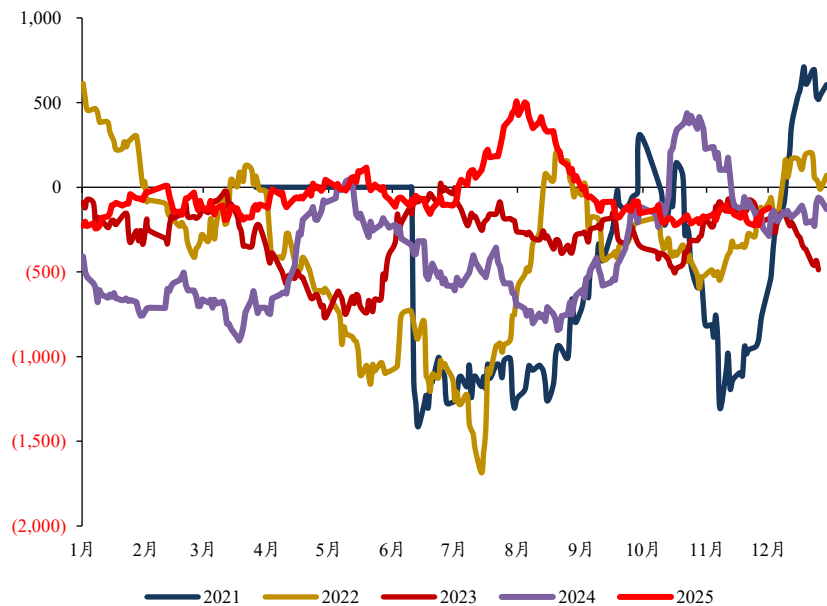


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 4.1 2025年受益于成本下行行业持续盈利，2026盈利有望持续向好

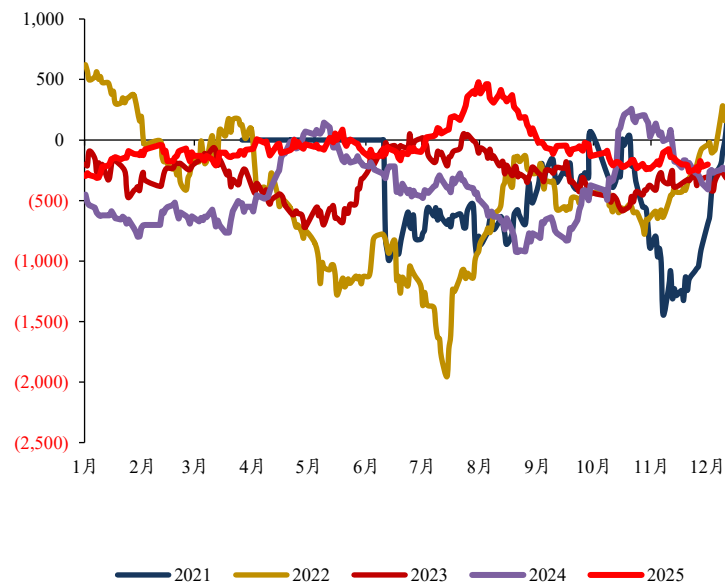
- **钢材测算角度，2025年基本处于盈亏平衡状态，7-8月盈利较好，我们预计2026年毛利将处于盈亏平衡线附近。**钢材毛利在7-9月盈利能力处于较高水平，其他时间仍处于盈亏平衡线附近，处于2021-2025年最好水平。

图表：2021-2025年螺纹钢滞后一月毛利（元/吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所测算

图表：2021-2025年热卷滞后一月毛利（元/吨）



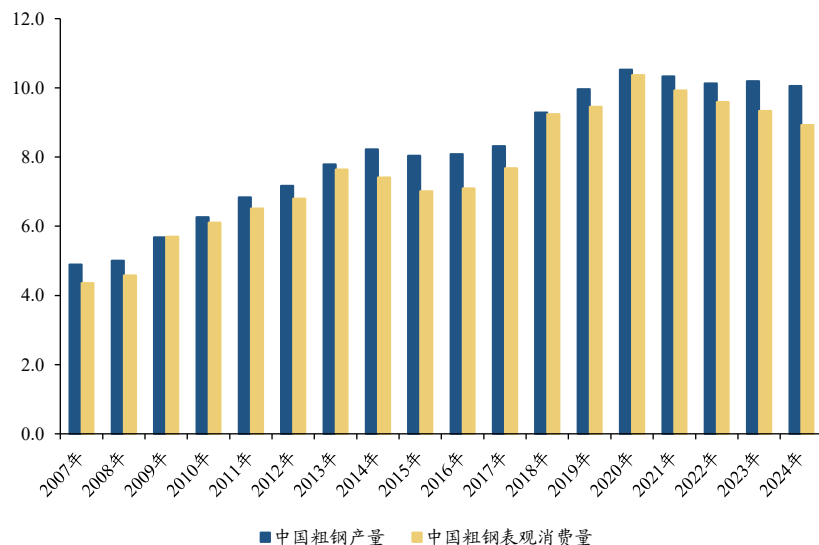
资料来源：Wind，东吴证券研究所测算

## 五、复盘历史，行业供过于求情况持续，“反内卷”趋势不改

## 5.1 行业供过于求情况持续，“反内卷”趋势不改

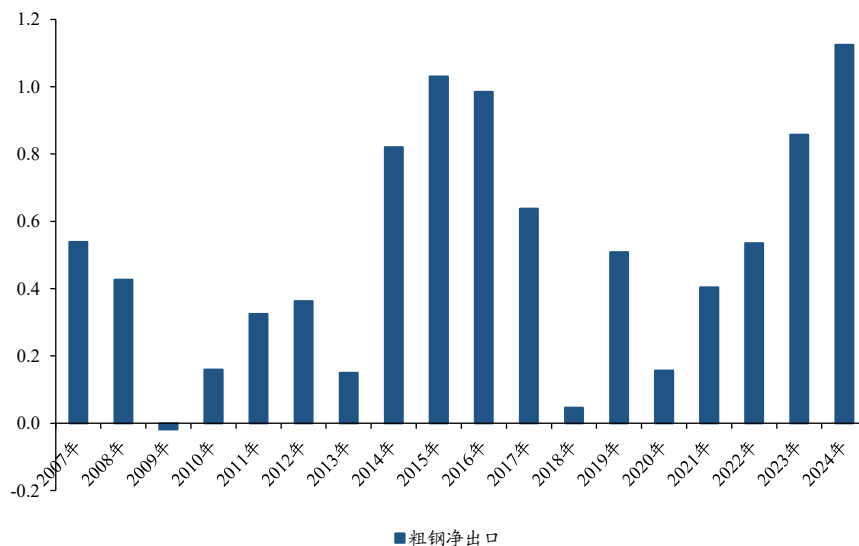
- 钢铁行业供过于求形式严峻，净出口量2025年位于近15年最高水平，2025年市场预期减产兑现较弱，我们预计2026年“反内卷”趋势不改。粗钢角度，中国粗钢产量2007-2024年从4.9亿吨增长至10.1亿吨，国内表观消费量从4.4亿吨增长至8.9亿吨，国内持续处于供过于求状态，且2021-2024年间粗钢产量保持平稳，国内表观消费量持续下滑，2024年净出口量位于2007年以来最高水平。2025年年初市场预期2025年粗钢或减产5000万吨，但我们预计2025年仅减产3000万吨左右，2026年仍会进一步减产，“反内卷”趋势不改。

图表：2007-2024年中国粗钢产量及表观消费量（亿吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2007-2024年中国粗钢净出口量（亿吨）

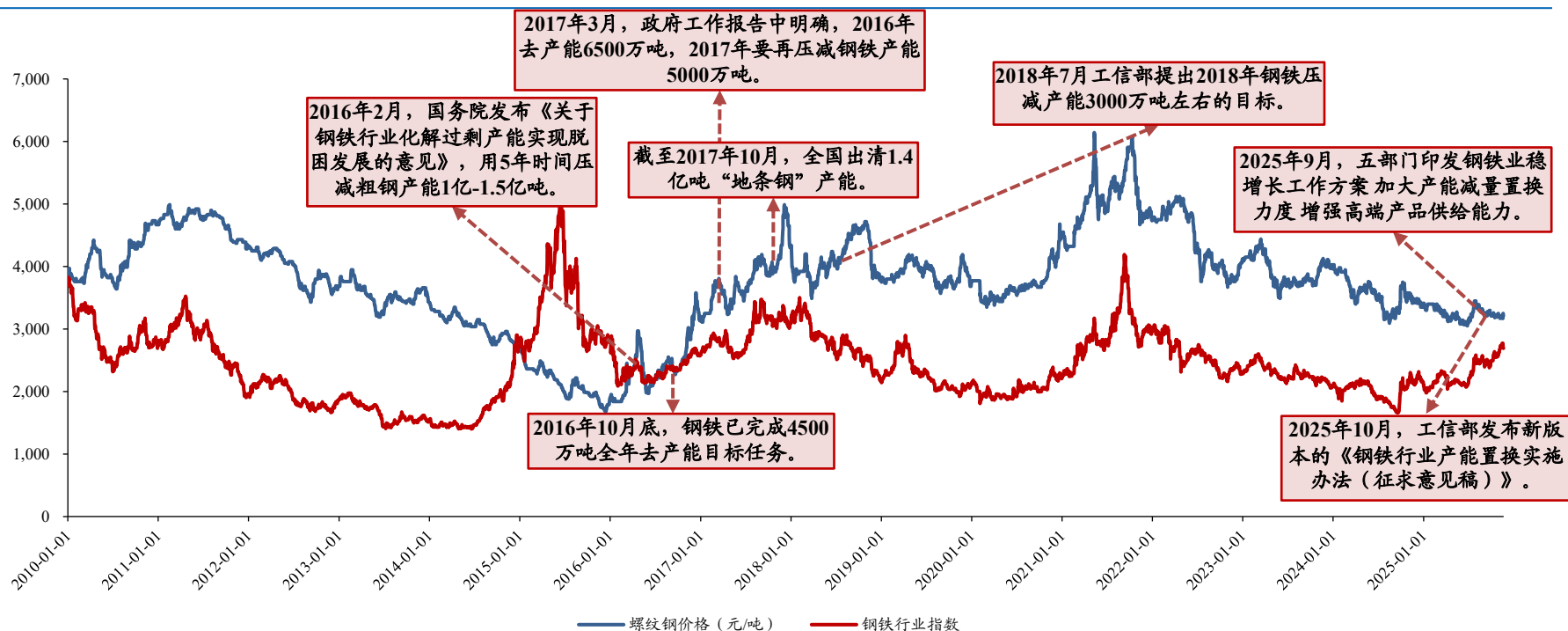


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 5.1 行业供过于求情况持续，“反内卷”趋势不改

- 目前我们预计供给侧改革2.0或约束粗钢产量5%-10%左右，下放指标主要考虑环保及碳排达标程度。我们预计螺纹价格有望修复至3500元/吨左右，盈利或增加50-100元/吨左右。2025年螺纹价格在3000-3500元/吨上下波动，处于2021-2025年最低水平，由于此次“反内卷”政策力度不同于2016年供给侧改革、2021年钢铁企业盈利很差的背景，也不同于2021年原料价格较高、成本支撑逻辑导致钢价价格处于高位逻辑，我们预计螺纹价格仍有一定修复空间，2026年钢价有望逐步修复至3500元/吨左右，盈利或增加50-100元/吨左右。

图表：2010-2025年钢铁行业反内卷政策复盘



## 六、投资策略：产品结构转型、细分赛道高成长

- **2026年投资条线：**展望2026年，我们预计“**头部利润稳定+产能出清格局向好+多元需求弥补地产缺口**”为行业主要发展方向。我们建议关注两条投资主线：
  - **一：头部钢企业绩稳健逻辑：**由于地产行业或有下行趋势，对应螺纹钢品种需求有所减少，而长材、板材或有更好机会，我们建议关注产品结构优质公司，如**宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、中信特钢**等。
  - **二：受益于下游细分赛道景气度上行逻辑：**伴随上游原料压力加大，我们建议关注在下游细分领域盈利能力更强的成长性标的，如**翔楼新材、甬金股份、久立特材**等。



## 七、风险提示

- **下游需求不及预期：**行业风险主要来自于下游地产、基建开工情况；制造业回暖不及预期将拉低钢铁全产业链需求。
- **供给持续增长导致钢材价格下跌风险：**行业上游铁水持续维持高位，如供给持续增长需求不及预期可能导致供需矛盾加剧，带来价格下跌风险。
- **市场竞争格局加剧：**行业需求不及预期，行业可能受到竞争加剧影响。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园