



# 龙头优势显著，赋能行业产能聚合

## ——宝钢股份（600019.SH）首次覆盖报告

2026年02月09日

### 核心观点

- 宝钢股份：国内钢铁行业龙头企业，硅钢高端产品国际领先。**公司钢铁主业专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品。主要产品被广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通等行业。2025年前三季度宝钢股份实现营业收入2324.36亿元，同比下降4.29%；实现归母净利润79.59亿元，同比增长35.32%，营收和净利润规模均排名钢铁行业第一。2025年前三季度三大期间费用率合计2.03%，较2023年下降0.14pct，期间费用控制良好；研发费用25.34亿，同比增长3.30%。
- 政策指引产能调控，整体盈利修复。**2025年Q1-Q3，SW钢铁板块营业总收入14074.56亿元，同比下降6.13%，营业成本为13879.69亿元，同比下降8.29%，收入降幅小于成本降幅2.16个百分点。2025年前三季度板块实现归母净利润达201.47亿元，扣非归母净利润176.70亿元，相比去年同期均实现扭亏为盈。前三季度行业平均销售毛利率为12.35%，同比提升1.33个百分点；销售净利率为3.74%，同比提升1.11个百分点。年初以来，供给端反内卷政策加码，行业供需结构改善，推动板块盈利水平显著回升。
- 积极推进产能聚合，龙头整合价值凸显。**2023年12月，中国宝武战略投资山钢集团，宝钢股份持有山钢日照48.61%股权。公司完善沿江沿海“弯弓搭箭”战略布局，提升北部沿海区域产业引领能力，实现优质钢铁基地强强联合，释放区域协同效应，更好发挥科技创新、产业控制和安全支撑作用。2025年6月27日，宝钢股份获得马钢有限49%股权，强化高端板材龙头地位，旨在优化资源配置、提升华东区域市场协同效应，通过技术与管理输出帮助马钢有限改善经营状况，强化宝武集团在高端板材领域的龙头地位，推动区域钢铁产业布局优化与结构升级。
- 投资建议：**预计2025-2027年公司营业总收入分别为3,115.15/3,174.15/3,244.85亿元；归母净利润分别为110.25/120.77/133.33亿元。公司属国内钢铁行业龙头，积极联合重组赋能行业产能聚合，凸显龙头整合价值，未来业绩修复可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期的风险；铁矿石、煤炭等原料价格不确定性的风险；钢铁冶炼技术革新的风险；国内外政策不确定性的风险等。

### 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(亿元)	3221.16	3115.15	3174.15	3244.85
收入增长率	-6.6%	-3.3%	1.9%	2.2%
归母净利润(亿元)	73.62	110.25	120.77	133.33
利润增速	-38.4%	49.8%	9.5%	10.4%
毛利率	5.5%	6.9%	7.4%	7.8%
摊薄EPS(元)	0.34	0.51	0.55	0.61
PE	21.01	14.03	12.81	11.60

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 宝钢股份（股票代码：600019）

**推荐** 首次评级

### 分析师

赵良毕

☎：010-8092-7619

✉：zhaoliangbi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

### 市场数据

2026年02月06日

股票代码	600019
A股收盘价(元)	7.10
上证指数	4,065.58
总股本(万股)	2,178,208
实际流通A股(万股)	2,178,208
流通A股市值(亿元)	1,547

### 相对沪深300表现图

2026年02月06日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河钢铁】行业点评：行业盈利修复提速，龙头优势凸显

# 目录

## Catalog

- 一、 宝钢股份：宝武集团控股，行业龙头优势凸显 ..... 3**
  - (一) 股本结构：股东宝武集团实力雄厚，实际控制人为国资委 .....3
  - (二) 产品结构：以高端板材为核心，六大战略产品协同发展 .....4
  - (三) 财务数据：成本控制行业领先，经营业绩稳居龙头 .....6
- 二、 行业层面：政策指引产能调控，整体盈利修复 ..... 8**
  - (一) 行业盈利能力整体修复，龙头成本管控见成效 .....8
  - (二) 供给端反内卷政策加码，要素资源向优势企业集中 ..... 11
  - (三) 重构 AI+钢铁价值链，行业数字化转型加速 ..... 13
  - (四) 钢铁板块估值处于低位，政策加速龙头估值修复 ..... 14
- 三、 公司层面：赋能产能聚合，龙头整合价值凸显 ..... 15**
  - (一) 粗钢产能逐年提升，产品保持较高市占率 ..... 15
  - (二) 并购赋能产能聚合，凸显龙头整合价值 ..... 16
  - (三) 积极拓展海外市场，高附加值硅钢产品领先行业 ..... 16
  - (四) 维持较高分红水平，优质央企有望迎来价值重估 ..... 17
- 四、 盈利预测与投资建议 ..... 19**
  - (一) 盈利预测 ..... 19
  - (二) 估值模型 ..... 20
  - (三) 投资建议 ..... 21
- 五、 风险提示 ..... 22**

# 一、宝钢股份：宝武集团控股，行业龙头优势凸显

## (一) 股本结构：股东宝武集团实力雄厚，实际控制人为国资委

全球领先的现代化钢铁联合企业，稳居中国钢铁行业龙头。1977年12月，经国务院批准，宝钢工程指挥部和“上海宝山钢铁总厂”成立；1998年11月，宝山钢铁(集团)公司与上钢、梅钢合并，成立上海宝钢集团公司；2000年2月，宝山钢铁股份有限公司成立，同年12月，在上海证券交易所挂牌上市(代码：600019)。2016年，宝钢股份实现利润总额115.2亿元，同比增加553%；实现净利润89.66亿元，同比增长849%；在全球2000万吨以上钢企中利润排名第二，吨钢利润排名第一。2017年2月增发56.53亿股，换股吸收合并武钢股份，产能规模达到4600万吨，合并后宝钢股份在全球上市钢铁企业中粗钢产量排名第三、取向硅钢产量排名第一。2018年，宝钢股份硅钢产品销售规模位居全球第一，汽车板销售规模也进入了全球前三，冷轧汽车板持续保持50%以上的国内市场份额。2023年12月，宝钢股份召开第八届董事会第三十六次会议审议通过《关于宝钢股份参股山钢日照项目的议案》，拟以107.03亿元现金收购山钢集团持有的山钢日照48.61%股权。

图1：宝钢股份发展历程

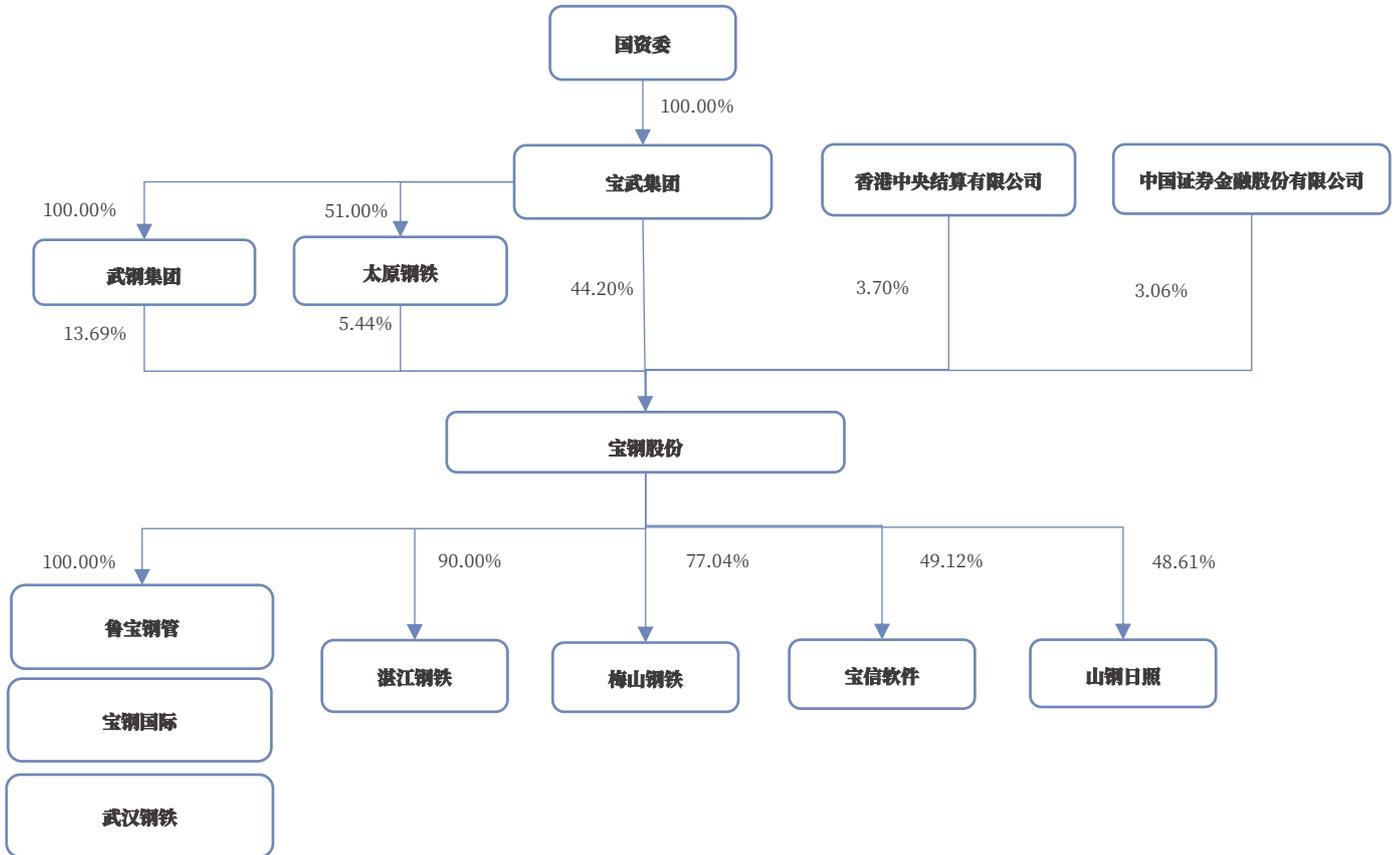


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**实际控制人为国务院国资委，子公司四大基地协同发展。**截止2025Q3，公司前十大股东合计占总股本比例76.36%，第一大股东为中国宝武钢铁集团，持股比例为44.20%，实际控制人为国务院国资委。其中，武钢集团有限公司持股13.69%，太原钢铁有限公司持股5.44%，香港中央结算有限公司持股3.70%，中国石油天然气集团有限公司持股3.26%。公司拥有全资子公司烟台鲁宝钢管有限责任公司、上海宝钢国际经济贸易有限公司、上海宝钢资产管理有限公司、武汉钢铁有限公司等，控股子公司宝钢湛江钢铁有限公司、上海梅山钢铁股份有限公司、宝武碳业科技股份有限公司等，并以49.12%参股上海宝信软件股份有限公司。公司拥有分别设立在美国、日本、德国、新加坡、中国香港等国家和地区的各级子公司26家、参股公司4家。公司拥有上海宝山、武汉青山、湛江东

山、南京梅山等主要制造基地，是全球碳钢品种最为齐全的钢铁企业之一。其中宝山基地为宝山钢铁股份有限公司位于上海宝山区域的生产制造基地，青山基地为武汉钢铁有限公司，东山基地为宝钢湛江钢铁有限公司，梅山基地为上海梅山钢铁股份有限公司。

图2：截至 2025Q3 宝钢股份股权结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （二）产品结构：以高端板材为核心，六大战略产品协同发展

公司广泛布局各品类钢材，硅钢高端产品处国际先进水平。公司钢铁主业专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品。主要产品被广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通等行业，从制造、研发、营销、服务四大维度，形成汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板、高等级厚板产品等六大战略产品。公司整体技术装备建立在当代钢铁冶炼、冷热加工、液压传感、电子控制、计算机和信息通讯等先进技术的基础上，具有大型化、连续化、自动化的特点，处于世界钢铁行业领先者地位。公司自主研发的新一代汽车高强钢、电工钢、高等级家电用钢、油气管、桥梁用钢、热轧重轨等高端产品处于国际先进水平，紧密关注中国高端制造业如军工、核电、高铁、海工装备、新能源汽车等产业的高速增长，发展包括超高强钢、取向硅钢在内的高端产品，并研发储备更高端新材料技术，集中力量“从钢铁到材料”，持续享受高端产品结构带来的经济效益。

表1: 宝钢股份钢材分产品介绍

产品大类	细分产品	简介	用途	主要牌号	示意图
热轧	结构钢板	具有较高的强度与较好的成型性能，通常经过简单的加工后承受外部的载荷。宝钢结构钢产品具有性能可靠，成型能力好，焊接性能优的特点，其产品主要参照日标与欧标进行供货。	用于建筑结构、船舶、铁路车辆、管道大型机械及其它结构件等。按照其用途可以将结构钢分为普通结构钢、焊接结构钢、钢管用钢、建筑结 构用钢等几类。	SS330、 SS400、 SS490、SS540	
	特殊钢	宝钢热轧特殊钢的开发已经经历了十几年的时间，从最初的低碳钢逐步向高碳钢发展，合金含量也逐步提高,相继开发了刀模锯片、精冲用钢、耐热结构钢、弹簧钢等系列产品。	应用于锯片基体制造、汽车零部件、工程机械、锅炉、化工能源等领域。	BJS15C、 BJS20C、 BJS55C	
	耐蚀用钢	宝钢在国内率先研制成功了 BC 系列（薄规格）、EW 系列和耐海水腐蚀的热轧高强耐候钢，具有高强度、高耐候、易焊接、易折弯等特点。	主要用于制造集装箱、铁道车辆、海港建筑、石油井架等耐腐蚀结构件。也用于抗含硫烟气腐蚀的耐酸用途，制作省煤器、热交换器、空气预热器等。	Q235NH、 Q295NH	
	工程机械高强钢	宝钢已形成屈服强度 600MPa-1300MPa 级别的 BS 系列超高强钢产品，采用宝钢先进的炼钢、轧制以及热处理工艺，不仅具有超高的强度，而且具有良好的低温韧性、可焊接性和冷成形性能。	应用于起重机、泵车等工程机械及半挂车车辆结构等制造行业。	BS600MC、 BS600MCK2	
冷轧	冷轧薄板	冷轧产品主要分为汽车板、家电板、镀锡板、彩涂板、电工钢等高附加值产品。	家电行业主要用于生产冰箱、洗衣机、冷柜、空调、微波炉、热水器、脱排油烟机、电饭煲、电烤炉等产品。在其他应用行业，主要用于日用搪瓷、办公家具、防盗门、电子元器件、纽扣电池、日用五金、汽车配件等。	SPCC,DC01	
厚板	碳钢厚板产品	高强度、高韧性、高止裂、易焊接。分为普通轧制产品、TMCP 产品、热处理产品、涂漆产品。	船用钢板用于各大造船厂；管线钢板是制造高压长距离输送天然气管道用直缝埋弧焊管的关键材料。还包括能源工程用钢板、结构用钢板等。	A/B/D/E 等	
	不锈钢厚板产品	分为奥氏体不锈钢、铁素体不锈钢、马氏体不锈钢、双相不锈钢	用于机械设备部件、炼化储罐项目、LNG 输送管道等。	201、301、 304 等	
	轧制复合板产品	核电安注箱复合板、镍基合金复合板、热轧单面不锈钢复合卷、热轧双面不锈钢花纹卷/板等。	用于电力设备中高酸性环境烟气管道、凝汽器、水电工程与石油化工；炼化设备中化工容器、高耐蚀油气管线等。	304L +SA533B、 825+X65	

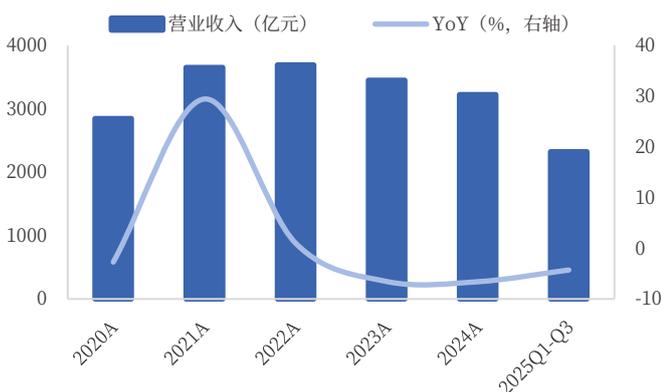
钢管	油套管	油管用于油井中抽取石油或天然气。	套管用作油气井的井壁。	J55,K55,N80	
	锅炉管	产品用冷拔方法制造，使钢管内壁形成特殊几何尺寸的内壁螺旋筋。成品采用保护气体热处理，使钢管具有稳定的性能和良好的表面质量。	使用于制造电站锅炉水冷壁，能有效消除钢管内壁蒸汽膜，提高炉壁热效率。	P195GH,P235GH	

资料来源：宝钢股份公司公告，中国银河证券研究院

### （三）财务数据：成本控制行业领先，经营业绩稳居龙头

**公司成本控制优势明显，经营业绩稳居国内行业第一。**2025 年前三季度宝钢股份实现营业收入 2324.36 亿元，同比下降 4.29%；实现归母净利润 79.59 亿元，同比增长 35.32%，营收和净利润规模均排名钢铁行业第一。2025 年前三季度三大期间费用率合计 2.03%，较 2023 年下降 0.14pct，期间费用控制良好。2025 年前三季度研发费用 25.34 亿，同比增长 3.30%。公司加大研发投入，上半年研发投入率 6.23%，实现无取向硅钢 B50AM250 等 6 项产品全球首发；关键核心技术持续攻关突破，多款吉帕钢产品实现批量供货，填补国内电镀锌马氏体钢空白。打造原创技术策源地，累计完成 4 个应用基础研究项目立项并运行。构建面向世界科技前沿的产学研交流合作平台，宝钢香港研发中心成立。并积极开发应用先进制造和节能环保技术，建立了覆盖全国、遍及世界的营销和加工服务网络。公司自主研发的新一代汽车高强钢、取向电工钢、高等级家电用钢、能源海工用钢、桥梁用钢等高端产品处于国际先进水平。

图3：2020-2025Q3 公司收入及同比增速



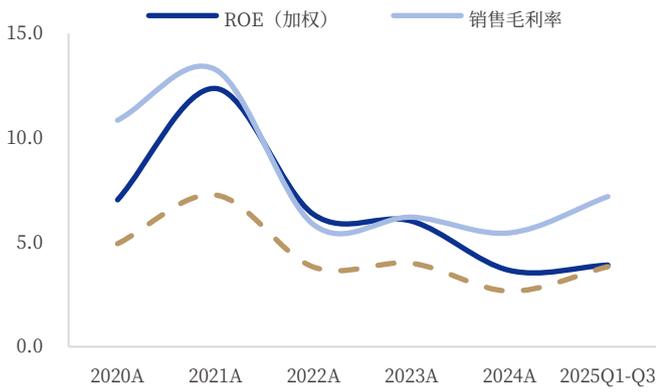
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2020-2025Q3 公司归母净利润及同比增速



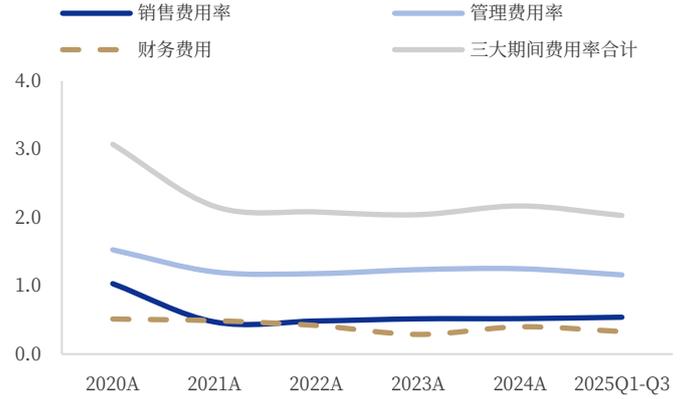
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5: 2020-2025Q3 公司盈利能力 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 2020-2025Q3 公司三大期间费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: 钢铁行业 2025 前三季度营收排名

证券代码	证券简称	2025 前三季度营业总收入 (单位: 亿元)	同比 (单位: %)	2025 前三季度归母净利润 (单位: 亿元)	同比 (单位: %)
600019.SH	宝钢股份	2,324.36	-4.29	79.59	35.32
000709.SZ	河钢股份	965.42	8.05	8.23	44.71
000932.SZ	华菱钢铁	950.48	-14.88	25.10	41.72
000708.SZ	中信特钢	812.06	-2.75	43.30	12.88
000959.SZ	首钢股份	772.34	-5.78	9.53	368.13
000898.SZ	鞍钢股份	730.92	-7.78	-20.40	59.87
000825.SZ	太钢不锈	680.04	-9.67	5.68	202.48
600808.SH	马钢股份	575.72	-6.41	0.84	103.30
600022.SH	山东钢铁	548.28	-14.77	1.40	109.64
601003.SH	柳钢股份	507.98	-4.33	6.59	314.50
600010.SH	包钢股份	480.80	-3.58	2.33	145.03
600126.SH	杭钢股份	455.24	-5.67	1.01	122.52
600282.SH	南钢股份	432.83	-12.19	21.76	24.12
601686.SH	友发集团	379.92	-5.19	5.02	399.25
000761.SZ	本钢板材	352.01	-12.47	-22.16	30.60
002110.SZ	三钢闽光	332.67	0.27	1.84	113.84
603995.SH	甬金股份	315.62	2.01	4.50	-22.95
600782.SH	新钢股份	272.25	-12.68	3.60	162.21
000778.SZ	新兴铸管	271.83	0.38	6.99	44.67
600307.SH	酒钢宏兴	237.57	-7.77	-7.11	63.48

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、行业层面：政策指引产能调控，整体盈利修复

### (一) 行业盈利能力整体修复，龙头成本管控见成效

12月27日，国家统计局发布《2025年1—11月份全国规模以上工业企业利润增长0.1%》，指出1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额66,268.6亿元，同比增长0.1%。其中，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额为1,115.0亿元，同比增长1,752.2%。

**盈利能力显著改善，成本管控见成效。**2025年Q1-Q3，SW钢铁板块营业总收入14074.56亿元，同比下降6.13%，营业成本为13879.69亿元，同比下降8.29%，收入降幅小于成本降幅2.16个百分点。2025前三季度板块实现归母净利润达201.47亿元，扣非归母净利润176.70亿元，相比去年同期均实现扭亏为盈。前三季度行业平均销售毛利率为12.35%，同比提升1.33个百分点；销售净利率为3.74%，同比提升1.11个百分点。成本管控效率提升叠加行业供需结构改善，推动板块盈利水平显著回升。

**从供需结构来看，**据国家统计局数据，前三季度，全国累计生产粗钢7.46亿吨，同比下降2.9%，预计全年仍将保持同比下降，实现粗钢产量调控目标；生产生铁6.46亿吨，同比下降1.1%；生产钢材11.04亿吨，同比增长5.4%。前三季度，国内折合粗钢表观消费量6.49亿吨，同比下降5.7%。**从进出口来看，**钢材出口同比增长，进口同比下降。据海关总署数据，前三季度，我国累计出口钢材8796万吨，同比增长9.2%；出口均价697美元/吨，同比下降9.5%；累计出口金额613亿美元，同比下降1.2%。累计进口钢材453万吨，同比下降12.6%；进口均价1692美元/吨，同比上升1.1%。折合粗钢净出口9676万吨，同比增长21.0%。

表3: SW钢铁总体营收和利润情况 (单位: 亿元)

指标名称	营业总收入	营业总成本	归母净利润	扣非归母净利润	销售毛利率	销售净利率
2024 Q1-Q3	14994.13	15134.52	-50.95	-83.19	11.02%	2.63%
2025 Q1-Q3	14074.56	13879.69	201.47	176.70	12.35%	3.74%
同比 (%)	-6.13%	-8.29%	扭亏	扭亏	1.33pct	1.11pct

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**盈利改善覆盖面拓宽，细分龙头优势显著。**2025年前三季度，钢铁板块内多家企业扣非归母净利润实现扭亏，沙钢股份、柳钢股份、包钢股份等均从去年同期亏损转为盈利，板块盈利改善覆盖面持续拓宽。同时，高盈利标的表现亮眼，方大特钢销售毛利率达10.44%、销售净利率达5.97%，在板块中位居前列，凸显布局特钢高端产品的盈利优势，细分领域龙头的盈利韧性更为突出。

表4: 钢铁行业2025前三季度扣非归母净利润增速排名

证券代码	证券简称	2025 前三季度扣非归母净利润 (单位: 亿元)	同比 (单位: %)	2025 前三季度销售净利率 (单位: %)	2025 前三季度销售毛利率 (单位: %)
002075.SZ	沙钢股份	1.57	扭亏	4.16	9.69
601003.SH	柳钢股份	6.31	扭亏	2.60	6.16
600010.SH	包钢股份	1.86	扭亏	0.50	9.99
600126.SH	杭钢股份	0.72	扭亏	0.22	1.66
002110.SZ	三钢闽光	1.33	扭亏	0.57	7.32
000825.SZ	太钢不锈	4.70	扭亏	0.86	2.46

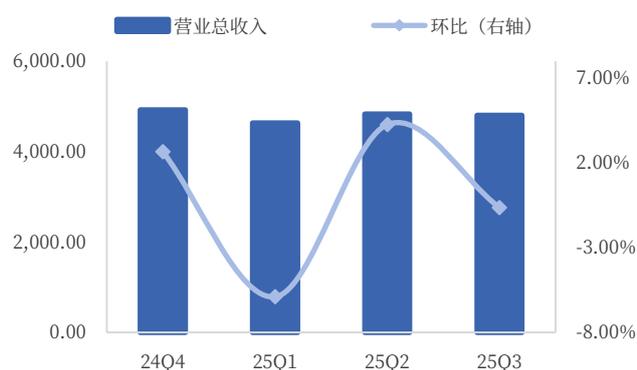
600782.SH	新钢股份	1.19	扭亏	1.37	3.96
600022.SH	山东钢铁	1.38	扭亏	0.89	6.60
600569.SH	安阳钢铁	0.27	扭亏	0.42	9.19
600808.SH	马钢股份	0.68	扭亏	0.62	5.09
000959.SZ	首钢股份	9.88	42,686.30	1.34	5.25
601686.SH	友发集团	4.15	1,309.88	1.45	3.31
600382.SH	广东明珠	2.39	487.53	34.73	63.27
600507.SH	方大特钢	6.55	326.74	5.97	10.44
000778.SZ	新兴铸管	6.33	162.47	2.77	7.87
000717.SZ	中南股份	-1.17	87.26	-0.34	3.46
601005.SH	重庆钢铁	-2.31	82.92	-1.14	1.33
600307.SH	酒钢宏兴	-7.33	62.89	-2.99	8.95
000709.SZ	河钢股份	4.39	59.39	1.05	8.05
600581.SH	八一钢铁	-6.06	58.27	-3.90	2.74

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**单季度营收维持稳定，成本管控延续。**根据 SW 钢铁指数成分股计算，2025Q3 钢铁板块实现营收 4801.23 亿元，同比增加 0.07%，环比减少 0.63%；营业成本 4435.39 亿元，同比减少 4.42%，环比减少 0.77%；实现利润总额 130.87 亿元，环比增长 12.51%，同比扭亏为盈；实现归母净利润 87.16 亿元，环比增长 12.16%，同比扭亏为盈。**较上一季度来看**，25Q3 营收环比微降 0.63%，但成本环比降幅（0.77%）略超营收，推动利润总额环比增长 12.51%；**较去年同期来看**，25Q3 净利润扭亏为盈，营业收入基本持平，营业成本同比下降 4.42%，成本收缩是利润扭亏的核心驱动因素，强化盈利修复的可持续性。

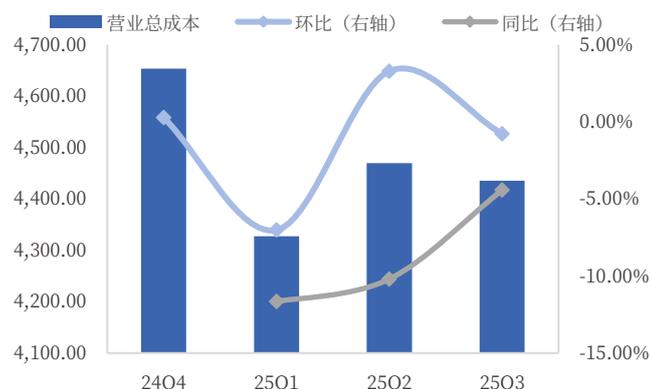
**归母净利润按季度递增，25Q3 利润创新高。**25Q1 实现归母净利润 54.41 亿元，同比增长 549.88%，环比扭亏为盈；25Q2 归母净利润进一步提升至 77.71 亿元，环比增长 42.83%，同比高增 80.54%，盈利修复节奏加快；25Q3 归母净利润达到 87.16 亿元，环比继续增长 12.16%，较去年同期扭亏为盈，单季度盈利规模创 2024 年以来新高。

图7: SW 钢铁单季度营业总收入情况 (单位: 亿元)



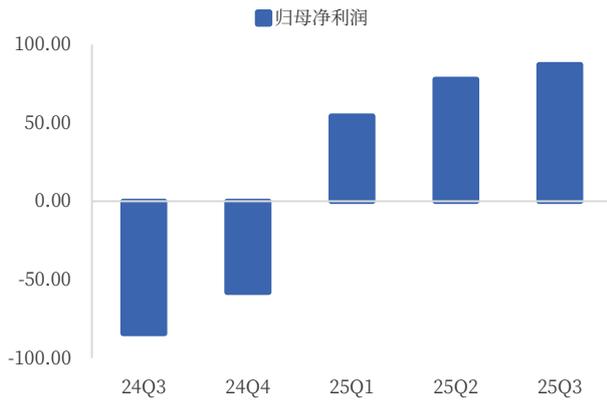
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: SW 钢铁单季度营业总成本情况 (单位: 亿元)



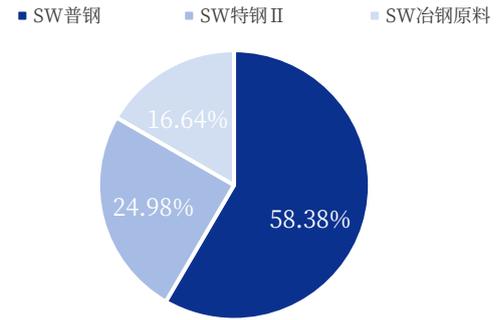
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: SW 钢铁单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: SW 钢铁子版块 25Q3 利润总额分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从细分板块盈利贡献来看, 二级子行业中, SW 普钢利润总额占比最高, 25Q3 占比约为 58.38%; SW 特钢 II 利润总额占比约 24.98%; SW 冶钢原料利润总额占比约 16.64%。SW 普钢利润总额占比居首, 其修复节奏对板块整体盈利的影响更为突出。从盈利修复节奏来看, SW 普钢板块的修复速度最为显著, 25Q3 实现归母净利润 47.12 亿元, 环比增长 14.03%; 25Q2 实现归母净利润 41.32 亿元, 环比增长 104.89%。SW 冶钢原料也保持盈利增长, 25Q3 实现归母净利润 15.66 亿元, 环比增长 40.11%。

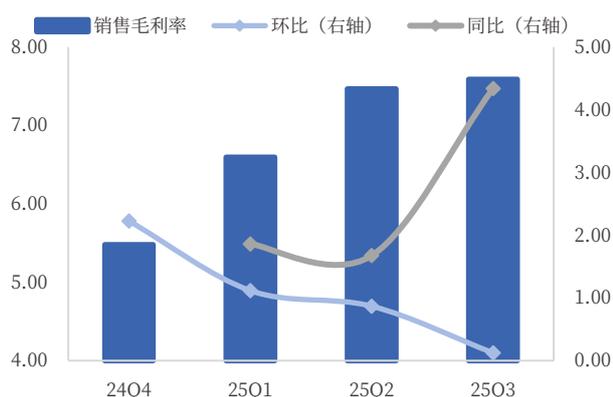
表5: SW 钢铁分板块单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)

指标名称	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
SW 冶钢原料	3.97	10.02	11.17	15.66
环比	-72.05%	152.31%	11.53%	40.11%
SW 普钢	-76.32	20.17	41.32	47.12
环比	45.40%	扭亏	104.89%	14.03%
SW 特钢II	14.19	24.22	25.21	24.38
环比	14.40%	70.73%	4.10%	-3.29%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

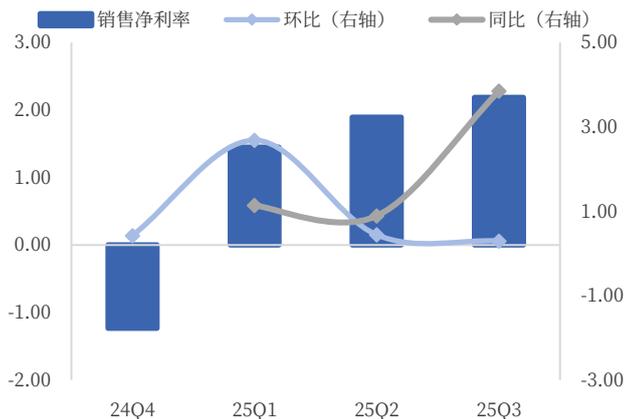
分季度看, 净利率与毛利率均稳步递增, 盈利效率持续提升。根据 SW 钢铁指数成分股数据, 2025 年销售净利率呈现季度递增的趋势。25Q3 销售净利率为 2.19%, 同比提升 3.85 个百分点, 环比提升 0.30 个百分点; 25Q2 销售净利率为 1.89%, 环比提升 0.44 个百分点; 25Q1 销售净利率为 1.45%, 相较 24Q4 提升 2.68 个百分点, 2025 年净利率连续三个季度环比提升, 盈利质量的改善趋势明确。同时, 2025 年销售毛利率也呈现季度上行的趋势。25Q3 销售毛利率为 7.59%, 同比提升 4.34 个百分点, 环比提升 0.13 个百分点; 25Q2 销售毛利率为 7.47%, 环比提升 0.87 个百分点; 25Q1 销售毛利率为 6.60%, 环比提升 1.12 个百分点, 2025 年毛利率连续三个季度环比改善, 成本端优化与产品结构升级共同推动盈利空间持续拓宽, 成为板块盈利修复的核心支撑。

图11: SW 钢铁板块单季度销售毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: SW 钢铁板块单季度销售净利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 供给端反内卷政策加码, 要素资源向优势企业集中

**年初以来, 供给端反内卷政策加码。**5月20日, 国家发改委提出中国经济正处在新旧动能转换期, 新产业新业态新模式竞相涌现, 传统产业加快转型升级。坚持创新引领, 加快产业转型升级: 强化企业科技创新主体地位, 支持企业通过科技创新提高产品质量和核心竞争力, 增加高端产能、优质供给, 不断开拓多元化市场。优化产业布局, 遏制落后产能无序扩张: 发挥质量、标准支撑作用, 以市场化方式促进兼并重组, 加快淘汰炼油、钢铁等行业低效落后产能; 科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目, 防止盲目新建; 加强行业自律, 引导新能源汽车、光伏企业注重技术研发。

7月18日, 工信部在国新办新闻发布会上表示将实施新一轮钢铁、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案, 推动重点行业调结构、优供给、淘汰落后产能。筑牢工业经济基本盘: 实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案, 支持重点工业大省发挥“挑大梁”作用, 包括落实支持政策、培育新增长点、促进产业转型、提高运行质效、应对外部风险等方面, 加大工作力度, 夯实工业经济稳定运行基础。在稳增长方面, 注重供需两端协同发力, 以资源高效利用强保障, 以精深加工材料提质优供给, 以推动大宗消费升级、培育新兴消费市场扩需求, 推动行业实现质的有效提升和量的合理增长。

9月22日, 工信部联合五部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案(2025—2026年)》, 明确未来两年钢铁行业增加值年均增长目标设定在4%左右, 该方案核心在于“稳增长、防内卷”, 实施产能精准调控。《工作方案》提出, 实施产能产量精准调控、推进钢铁企业分级分类管理, 严禁新增产能, 引导资源要素向优势企业集聚, 通过产量调控促进优胜劣汰, 实现供需动态平衡。根据方案, 钢铁企业必须加速淘汰落后设备, 尤其是老旧高炉、转炉等限制性生产装备。同时, 方案明确要求, 到2025年底, 80%以上的钢铁产能完成超低排放改造。

**稳增长工作方案发布, 实施产量精准调控。**2025年9月, 工业和信息化部会同自然资源部、生态环境部、商务部、市场监管总局等五部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案(2025—2026年)》(以下简称《工作方案》), 该方案以“稳增长、防内卷”为核心, 为中国钢铁行业的结构性调整与高质量发展指明实施路径。《工作方案》提出2025—2026年, 钢铁行业增加值年均增长4%左右, 经济效益企稳回升, 市场供需更趋平衡, 产业结构更加优化, 有效供给能力不断增强, 绿色低碳、数字化发展水平显著提升的总目标。《工作方案》还提出, 实施产能产量精准调控、推进钢铁企业分级分类管理, 严禁新增产能, 引导资源要素向优势企业集聚, 通过产量调控促进优胜劣汰, 实现供需动态平衡。根据方案, 钢铁企业必须加速淘汰落后设备, 尤其是老旧高炉、转炉等限制性生产

装备。同时，方案明确要求，到 2025 年底，80%以上的钢铁产能完成超低排放改造。

**钢铁品种持续优化，高端产品研发不断加速。**回看“十四五”时期，在钢铁品种结构的优化升级方面，行业推动汽车、家电、基础设施建设、建筑等基础用钢高端化，高强度、耐候、轻量化节能、焊接性等性能不断提升。从大类看，制造业用钢占比从 2020 年的 42%上升到 2024 年的 50%，预计 2025 年将突破 50%；建筑业用钢占比从 2020 年的 58%降至 2024 年的 50%，仍在继续下降。同时，新产品特别是高端产品研发与制造不断加速，高端产品的代表性品种硅钢 2024 年产量约 1800 万吨，比 2020 年增长 48%。2200 兆帕级特高强度桥梁缆索用钢、“手撕钢”、“蝉翼钢”等品种达到国际领先水平。

表6：2025 年以来钢铁行业反内卷与产能调控相关事件

日期	事件	具体内容
3 月 13 日	国家发改委发布《关于 2024 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展规划草案的报告》	提出修订钢铁等行业产能置换实施办法，推动落后低效产能稳步退出，持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组。
4 月 2 日	中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布了《关于完善价格机制改革的若干意见》	明确提出整治“内卷式”恶性竞争，对行业发展将产生积极影响。
5 月 20 日	国家发改委提出整治“内卷式”竞争方案	加力破除地方保护和市场分割，遏制落后产能无序扩张。
7 月 18 日	工信部在国新办新闻发布会上表示将实施新一轮钢铁、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案	推动重点行业调结构、优供给、淘汰落后产能。
9 月 22 日	工信部联合五部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	明确未来两年钢铁行业增加值年均增长目标设定在 4%左右，该方案核心在于“稳增长、防内卷”，实施产能精准调控。

资料来源：工信部，发改委等，中国银河证券研究院

**政策推动行业联合重组，促进要素资源向优势企业集中。**据钢铁工业协会统计，近年来，鞍钢参股凌钢，实现区域整合和产业布局优化；中信泰富特钢与南钢共同打造全球最大专业化特钢企业；建龙重整西宁特钢，混合所有制改革稳步推进；宝武战略投资山钢，实现优质钢铁基地联合。在粗钢产量达到峰值后，发达国家为应对激烈的市场竞争，通常会提高行业集中度。美国通过推动其国内钢铁企业合并重组，形成国内钢铁行业的寡头竞争格局。2023 年，美国钢铁公司（US Steel）、纽科钢铁公司（Nucor）、克利夫兰-克利夫斯公司（Cleveland-Cliffs）、钢动态公司（Steel Dynamics）、安赛乐米塔尔（美国）（Accelor Mittal USA）五家公司粗钢产量达美国总产量的 92% 以上。钢铁产业集中度的提升有利于产能结构的优化和产量的控制，避免资源浪费，助力资源向高附加值产能倾斜，帮助行业面临市场波动时控制产量并快速出清。

表7：钢铁行业提升集中度相关事件

时间	事件	摘要	相关内容
2022.02.07	工信部等三部门发布《促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	“十四五”期间，国家对更好地促进钢铁工业高质量发展提出若干要求	行业集中度目标由“力争前 5 位钢铁企业产业集中度达到 40%，前 10 位钢铁企业产业集中度达到 60%”变为正式文件中的“钢铁产业集中度大幅提高”
2024.08.20	工业和信息化部办公厅关于暂停钢铁产能置换工作的通知	各地区自 2024.08.23 起，暂停公示、公告新的钢铁产能置换方案。	钢铁行业通过钢铁产能置换，有力促进了行业改造升级、结构调整、布局优化和兼并重组。

2024.10.09	中国钢铁工业协会召开“钢铁行业促进联合重组和完善退出机制座谈会”	会议就加快促进联合重组和完善退出机制达成共识。	鼓励和引导有实力的大企业带头开展联合重组，对上市公司重组提供政策支持，杜绝兼并重组导致“僵尸产能”、落后产能不能有效出清等。
2024.10.25	中国钢铁工业协会在信息发布会上表示将推进产能治理和联合重组	要尽快建立已有产能退出机制，引导落后产能退出，促进钢铁产量导向优势产能。	钢协已着手加快相关研究、开展专项调研，研究提出促进联合重组和完善退出机制的一揽子相关政策建议。
2024.11.19	中国钢铁工业协会在京召开钢铁工业“十五五”发展规划研究课题启动会	“十五五”规划对钢铁行业破局优化存量发展周期、实现高质量发展意义重大。	坚持深化供给侧结构性改革和扩大钢铁产品应用，统筹研究提出钢铁严禁增量、优化存量、兼并重组、畅通退出和拓展钢铁消费的总体思路 and 实施办法。

资料来源：工信部，中国钢铁工业协会，中国银河证券研究院

### (三) 重构 AI+钢铁价值链，行业数字化转型加速

工信部等印发的《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》聚焦行业改造升级，提出扩大有效投资，推进工艺设备更新改造，加快数字化转型，推进绿色低碳发展，促进行业转型升级。

数字化转型是新型工业化的鲜明特征，是加速钢铁工业高质量发展的重要引擎。近年来，钢铁行业数字化发展成效显著，5G、工业互联网、大数据等技术与钢铁工业融合发展不断加速，已经成为推动行业降本、增效、提质的重要途径。主要表现在：一是数字化水平明显提升，2022 年钢铁行业关键工序数控化率 72.5%，生产设备数字化率 53.8%。二是数字化应用场景不断丰富，已建成智能制造优秀场景 62 个，智能制造示范工厂 29 家。三是国产化装备和工业软件快速应用，“3D”岗位工业机器人应用数量持续提升，无人天车、废钢无人验质、无人打捆包装等得到广泛应用，国产化炼铁、炼钢、轧钢智能系统、制造执行管理系统等实现应用。同时，钢铁行业依然存在数字化转型体系不健全、企业发展水平不均衡、数字化赋能不足等问题。

**传统板块 AI 转型带来新机遇，数字化赋能钢铁行业。**“AI+钢铁”势在必行：钢铁行业有力支撑我国工业化、现代化进程，人工智能、云、5G 等先进技术的场景化创新应用，有望提升行业安全保障和生产效率。2024 年 12 月，工信部发布《人工智能赋能新型工业化典型应用案例名单》，钢铁行业有 14 例上榜，在全行业中占比 9.3%，未来有望加速 AI 转型。目前，钢铁行业正在数字化与智能化转型进程中通过引入人工智能技术，尤其是在 5G、工业互联网和人工智能（AI）技术不断突破的背景下，钢铁行业面临诸多 AI 转型的机遇：比如，通过与技术服务提供商合作，可以降低技术门槛，快速实现 AI 的应用。在 2024 年 4 月举行的 2024 冶金工业规划研究院钢铁行业 CIO 大会（宁波钢铁站）上，中国钢铁工业协会提供的数据显示，我国近 80% 的钢铁企业对大模型应用有试点探索，18% 的钢铁企业有局部人工智能应用，利用工业互联网技术实现生产过程管控和智慧化钢铁企业占比达 70%。目前，AI 技术对钢铁行业的改造即将全面铺开，从生产优化到质量控制，从设备维护到绿色转型，AI 正在为钢铁行业注入新的活力。

AI 大模型可为钢铁行业带来三大层面的改变，一是感知层面：炼、铸、轧各工序在工况感知上都存在一些难题，有望通过引入大模型预测技术，在“机理+数据”融合建模方向上取得突破，实现复杂工况感知的“解码”。二是认知层面：虽然现代冶金技术在钢铁生产规律的认知上已经建立了较为完整的理论体系，但仍存在一系列的认知缺陷，大模型技术的核心特点就是通过学习发现“隐含的规律”。三是决策层面：大模型可通过学习实现决策知识和决策流程的某种固化和标准化，更有可能的是大模型可能从“模拟决策”最终走向“自主优化决策”。

表8: 人工智能赋能新型工业化典型应用案例

案例名称	牵头申报主体推荐单位	牵头申报主体推荐单位
基于 AI 视觉技术的冶金物料识别平台	莱芜钢铁集团电子有限公司	山东省工业和信息化厅
基于大模型技术的金相智能分析平台	中国钢研科技集团有限公司	中国钢研科技集团有限公司
多基地订单智能化高效化关键决策模型应用	宝山钢铁股份有限公司	中国宝武钢铁集团有限公司
基于大模型技术的热轧表面质量评判系统	中国钢研科技集团有限公司	中国钢研科技集团有限公司
高品质热轧带钢板形板廓智能检测及控制应用	唐山钢铁集团有限责任公司	河北省工业和信息化厅
宝钢湛江钢铁炼钢 KR 智能渣识别应用	宝钢湛江钢铁有限公司	中国宝武钢铁集团有限公司
轧钢表面质量智能检测系统	中冶南方工程技术有限公司	中国五矿集团有限公司
高效长寿高炉智能感知及智慧操作管理系统	武汉钢铁有限公司	中国宝武钢铁集团有限公司
地下矿山智能装运提卸无人运矿系统	长沙矿山研究院有限责任公司	中国五矿集团有限公司
鞍钢钢水无人化运输系统	大连机车车辆有限股份公司	中国中车集团有限公司
基于 AI 大数据的智能燃烧优化控制系统	联峰钢铁（张家港）有限公司	江苏省工业和信息化厅
废钢智能检验系统开发与应用	新余钢铁集团有限公司	江西省工业和信息化厅
钢包热修多智能体协同机器人	首钢京唐钢铁联合有限责任公司	河北省工业和信息化厅
钢板 AI 智能行为决策轮廓仪	首钢京唐钢铁联合有限责任公司	河北省工业和信息化厅

资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

#### (四) 钢铁板块估值处于低位, 政策加速龙头估值修复

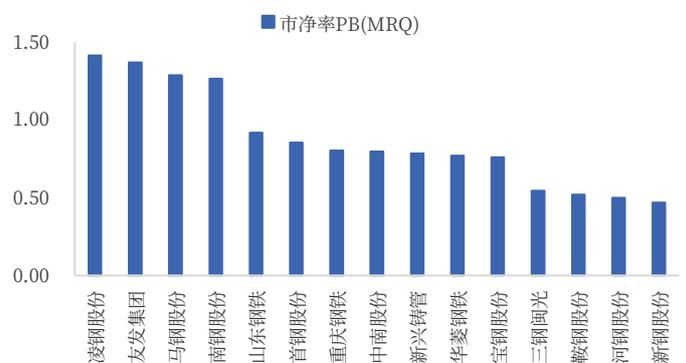
**行业供需格局改善, 龙头钢企估值逐步修复。**截止 2026 年 02 月 05 日, 钢铁板块市净率 1.22 倍, 近年来估值正逐步修复。从钢铁行业个股来看, 普钢板块估值较低的钢企为新钢股份、河钢股份、鞍钢股份, PB 分别为 0.47、0.50、0.52 倍。随着行业供需格局的持续改善, 钢铁板块的估值水平已从阶段低点逐步抬升。一方面, 供给端的产能优化与行业整合持续推进, 落后产能加速出清, 龙头钢企的市场份额与定价能力稳步提升; 另一方面, 下游基建、制造业等领域的需求回暖, 带动行业整体盈利预期改善, 进一步支撑了估值修复的动力。对具备规模优势、技术壁垒与成本管控能力的龙头钢企来说, 估值修复的弹性更为显著, 未来行业供需格局的改善有望修复龙头钢企的盈利能力和估值。

图13: 钢铁板块市净率走势 (截至 2026 年 02 月 05 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 普钢板块 PB 较低钢企 (截至 2026 年 02 月 05 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、公司层面：赋能产能聚合，龙头整合价值凸显

#### (一) 粗钢产能逐年提升，产品保持较高市占率

产品高端化优势明显，冷轧汽车板和硅钢保持高市占率。公司持续强化产品差异化能力，2024 全年实现“1+1+N”产品销量 3059 万吨，同比上升 9.6%，出口销量 606.7 万吨，同比上升 3.9%。冷轧汽车板和硅钢产品保持高市占率的同时，公司积极践行技术引领，自主研发的新一代汽车高强度钢、取向硅钢、高等级家电用钢、能源海工用钢、桥梁用钢等高端产品处于国际先进水平。R&D 投入率 7.77%，发明专利申请 1328 件，其中国际专利申请 81 件。重点产品及关键核心技术取得阶段性进展，1000MPa 级水电高强度钢实现稳定批量工程应用，冷轧高弯曲高耐蚀特高强度钢率先在自主品牌新能源车实现快速放量应用，高抗扭特殊扣产品实现中海油高温高压井的首次国产化替代持续开拓富氢碳循环高炉、氢冶金等低碳冶金工艺。

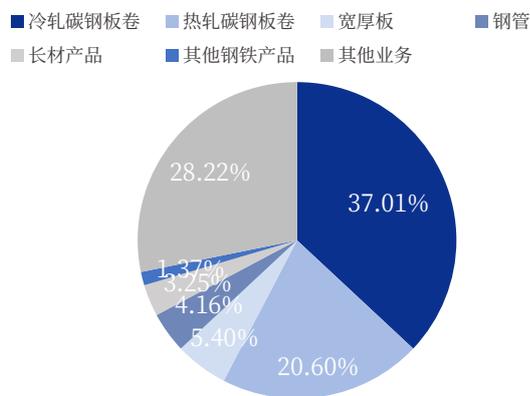
表9：宝钢股份产品国内市占率维持较高水平

产品	2020	2021	2022	2023	2024
冷轧汽车板	54.6%	54.3%	55.5%	55.1%	55.1%
高效高牌号无取向硅钢	29.4%	23.5%	22.5%	24.3%	25.0%
取向硅钢	58.5%	59.3%	59.5%	52.0%	42.1%
非标石油管	37.0%	35.0%	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源：宝钢股份公司公告，中国银河证券研究院

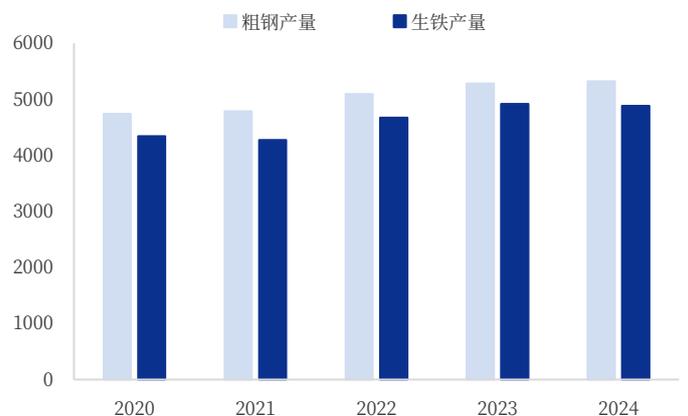
分产品看，冷轧碳钢板卷和热轧碳钢板卷收入占比高。公司主营业务按产品分为冷轧碳钢板卷、热轧碳钢板卷、宽厚板、钢管产品、长材产品和其他钢铁产品。2025H1 冷轧碳钢板卷产品收入达 560.27 亿元，占营收的比重为 37.01%；热轧碳钢板卷产品营收为 311.77 亿元，占总营收的比例为 20.60%，冷轧碳钢板卷和热轧碳钢板卷为公司的主要收入来源。从产量看，粗钢方面，2020-2024 年公司粗钢产量逐年递增，2024 年宝钢股份粗钢产量 5320.6 万吨，同比增长 0.72%；生铁方面，2024 年宝钢股份生铁产量 4883.2 万吨，同比下降 0.67%。

图15：2025H1 宝钢股份营收结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：宝钢股份粗钢和生铁产量（单位：万吨）



资料来源：宝钢股份公司公告，中国银河证券研究院

## （二）并购赋能产能聚合，凸显龙头整合价值

**推进钢铁行业联合重组，提升产业集中度。**中国钢铁工业协会数据显示，截至 2024 年底，钢铁行业 CR（集中度）10、CR4 分别达到 43%、26.9%，较“十三五”末分别提高 4.4 个百分点、4.6 个百分点；2025 年，钢铁行业共有 16 家企业成功上榜世界 500 强，其中中国钢企占据 12 席，较“十三五”末增加 5 席。钢铁企业通过深入开展联合重组，提高了产业集中度，推动行业竞争力的提升。2022 年工信部等发布的《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》提出，“鼓励行业龙头企业实施兼并重组，打造若干世界一流超大型钢铁企业集团。依托行业优势企业，在不锈钢、特殊钢、无缝钢管、铸管等领域分别培育 1 家~2 家专业化领航企业”。以此为指引，钢铁企业在“十四五”期间，在存量优化、减量发展理念的深度驱使下，加快了重组步伐，形成了“南宝武、北鞍钢”的主体发展格局。

**宝武系整合稳步推进，产能覆盖全国主要钢铁产区。**中国宝武先后重组昆钢和新钢、战略投资山钢、控股重钢，构建了国内沿江沿海“弯弓搭箭”的区域布局，成为全球规模最大、最具影响力的钢铁企业，经营业绩稳居行业第一。回顾宝钢的重组历程：2016 年 12 月，原宝钢集团与原武钢集团联合重组成立中国宝武，钢铁产能规模达 7000 万吨，位居中国第一、全球第二。此后，宝武开启了一系列大规模的整合行动：2017 年，宝钢股份完成换股吸收合并武钢股份，产能和市场份额大幅提升。2019 年，中国宝武与安徽省国资委签署无偿划转协议，获得马钢集团 51% 股权，并通过马钢集团间接控制马钢股份 45.54% 的股份，成为马钢股份的间接控股股东。中国宝武又先后与太钢集团、新钢集团、中钢集团等实施联合重组，并成为重庆钢铁实际控制人，托管重钢集团、昆钢公司。截至 2025 年，“宝武系”旗下已拥有 13 家上市公司，产能布局覆盖全国主要钢铁产区，形成了长三角、中部、西北三大生产基地，实现硅钢、汽车板等高端品类全覆盖。

**宝武战略投资山钢集团，宝钢股份持有山钢日照 48.61% 股权。**2021 年 7 月，宝武集团宣布拟战略重组山东省国企山钢集团。2023 年 12 月，山东省人民政府与中国宝武钢铁集团有限公司在山东省济南市签署合作框架协议及相关投资协议，中国宝武战略投资山钢集团。通过本次战略投资，中国宝武将持有山钢集团 49% 股权，宝钢股份持有山钢日照 48.61% 股权。此次合作是中国宝武和宝钢股份完善沿江沿海“弯弓搭箭”战略布局，提升北部沿海区域产业引领能力，实现优质钢铁基地强强联合，释放区域协同效应，更好发挥科技创新、产业控制和安全支撑作用。同时，中国宝武将汇集更多企业要素资源，高效推进新型低碳冶金现代产业链建设。

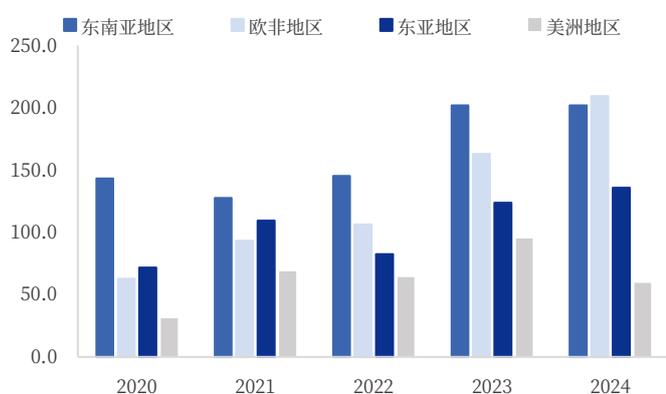
**宝钢股份获得马钢有限 49% 股权，强化高端板材龙头地位。**2025 年 4 月 17 日，宝钢股份公告拟以 90 亿元总投资获得马钢有限 49% 股权。这一交易是宝武系内部专业化整合的关键举措，旨在优化资源配置、提升华东区域市场协同效应，通过技术与管理输出帮助马钢有限改善经营状况，强化宝武集团在高端板材领域的龙头地位，推动区域钢铁产业布局优化与结构升级。2025 年 6 月 27 日，宝钢股份通过受让股权+增资的方式获得马钢有限 49% 的股权（以 51.39 亿元现金收购马钢股份持有的马钢有限 35.42% 股权，同步以 38.61 亿元现金增资马钢有限，投资金额合计 90 亿元）。宝钢股份参股马钢有限协同发展，双方将通过取长补短、全面协同，形成 1+1>2 的协同效应：充分发挥宝钢股份的管理、技术和人才优势和马钢有限的独特品种、工艺装备优势，通过全体系协同、优化产线分工，充分挖掘产线效率、产品质量、成本控制、管理体系等方面的潜力，探索最佳生产经营体制，实现资源配置效率效益最大化。

## （三）积极拓展海外市场，高附加值硅钢产品领先行业

截至 2025 年 6 月末，公司拥有分别设立在美国、日本、德国、新加坡、香港等国家和地区的境外各级子公司 26 家、参股公司 4 家，公司在国际市场的竞争力逐步提升。公司境外产品销量逐年

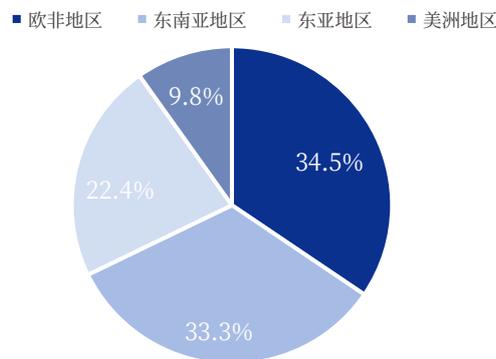
增长，2024 年境外销量合计 606.7 万吨/+3.9%，占总销量的 11.7%/+0.5pct。分地区看，2024 年公司产品在东南亚地区销量 202.0 万吨/+0.0%，占境外产品销量 33.3%；欧非地区销量 209.3 万吨/+28.5%，占境外产品销量 34.5%；东亚地区销量 135.9 万吨/+9.8%，占境外产品销量 22.4%。年公司聚焦“从制造到服务”和“从中国到全球”，通过服务先期介入、大客户总监负责制、电子商务交易平台、宝钢慧创平台、快速响应完善的营销服务体系以及钢铁服务平台的快速战略布局等，以遍布全球的营销网络，积极为客户提供一流的产品、技术和服务，在满足国内市场需求的同时，产品出口日本、韩国、欧美等七十多个国家和地区。汽车板产品出口整车厂订货稳定，稳步提升推进低碳产品；取向硅钢产品出口规模提升，低碳产品推广成效显著；钢管产品出口重点目标市场认证获突破；厚板产品出口新市场、新产品开拓取得进展；冷板产品出口中光伏中铝、锡铬 BP 产品增幅大；热轧产品出口实现高质量产销平衡。

图17: 公司境外产品销量递增 (单位: 万吨)



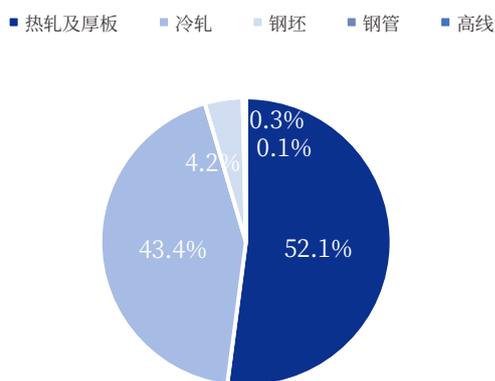
资料来源: 宝钢股份公司公告, 中国银河证券研究院

图18: 2024 年宝钢股份境外产品销售分布



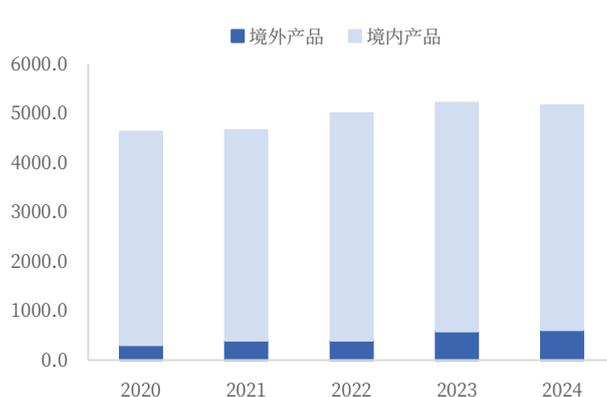
资料来源: 宝钢股份公司公告, 中国银河证券研究院

图19: 2024 年境外分产品销量占比



资料来源: 宝钢股份公司公告, 中国银河证券研究院

图20: 宝钢股份境内外产品销量 (单位: 万吨)



资料来源: 宝钢股份公司公告, 中国银河证券研究院

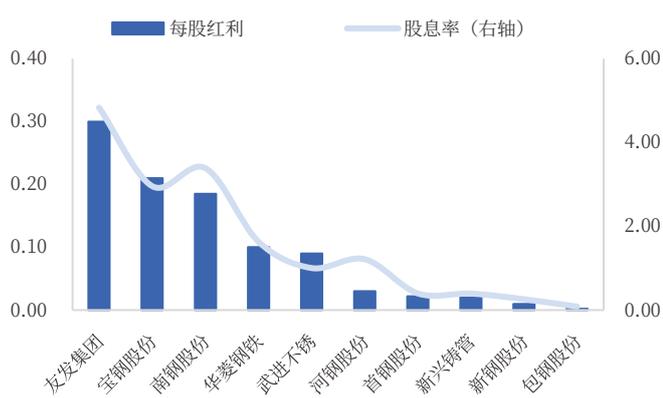
#### (四) 维持较高分红水平, 优质央企有望迎来价值重估

**优质央企积极提升股息率, 公司维持较高分红水平。**公司 2025 年上半年度派发现金股利 0.12 元/股 (含税), 以 7 月末扣除公司回购专用账户后的股份总数 21,377,312,092 股为基数, 预计分红 25.65 亿元 (含税), 占合并报表上半年归属于母公司股东的净利润的 52.58%。实际分红以在派

息公告中确认的股权登记日股本（扣除公司回购专用账户中的股份）为基数，按照每股现金 0.12 元（含税）进行派发。

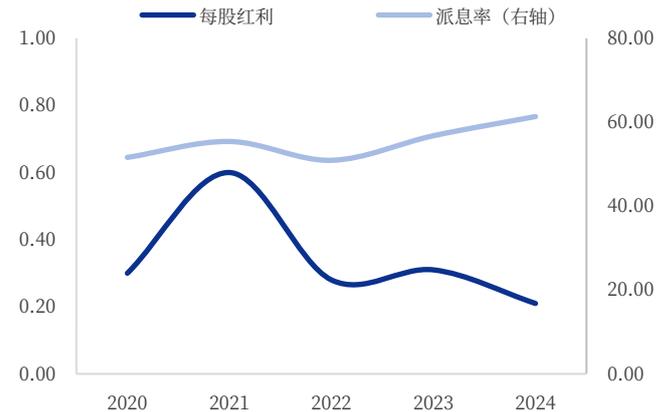
**公司派息率不低于 50%：**根据宝钢股份 2012 年度股东大会审议通过《关于宝山钢铁股份有限公司修改章程的议案》，每年分派的现金股利不低于当年度经审计的合并报表归属于母公司股东净利润的 50%。公司 2020 年到 2024 年派息率分别为 51.60%、55.40%、50.91%、56.77%、61.34%，均满足每年分派的现金股利不低于当年度经审计的合并报表归属于母公司股东净利润 50%的现金股利政策要求。

图21：2024 年普钢板块每股红利（元）和股息率（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

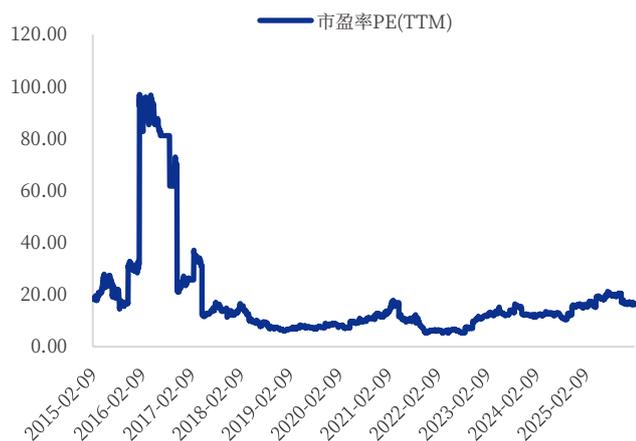
图22：宝钢股份每股红利（元）和派息率（%）



资料来源：宝钢股份公司公告, 中国银河证券研究院

**公司估值处于历史低位，未来有望迎来修复。**截止 2026 年 02 月 05 日，宝钢股份 PB 仅 0.76 倍。由于近年来钢铁行业景气度较弱，个股回落到较低估值。公司作为行业龙头，随着未来供需格局的改善，盈利能力有望改善，有望受益于估值修复。

图23：2015 年以来宝钢股份 PE (TTM)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图24：2015 年以来宝钢股份 PB (MRQ)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 四、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测

公司是全球领先的现代化钢铁联合企业，是中国宝武钢铁集团有限公司的核心企业，专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品，主要产品被广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通等行业，形成汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板、高等级厚板产品等六大战略产品，处于世界钢铁行业领先者地位。近年来，钢铁行业推动联合重组，促进要素资源向优势企业集中。在盈利改善及加速转型升级的推动下，我国钢铁下游制造业投资持续向好，消费品换新政策也有望推动钢铁需求的复苏。公司产品高端化优势明显，冷轧汽车板和硅钢保持高市占率；以高附加值硅钢产品拓展海外市场，保持境外产品销量高增速。我们预计公司 2025-2027 年冷轧碳钢板卷业务营业收入增速-2.00%/2.40%/2.70%，热轧碳钢板卷业务营业收入增速-6.00%/2.20%/2.70%，整体营业收入分别为 3,109.66/3,171.10/3,242.00 亿元，同比增速-3.46%/1.98%/2.24%。

2025 年前三季度公司毛利率同比显著改善，系成本端优化与产品结构升级共同推动盈利空间持续拓宽，我们认为公司盈利能力逐步修复，成本控制初显成效，假设 2025-2027 年公司整体毛利率分别为 6.9%/7.4%/7.8%，销售费用率分别为 0.51%/0.52%/0.52%，管理费用率分别为 1.20%/1.23%/1.23%，研发费用率分别为 1.10%/1.10%/1.10%，归母净利润分别为 110.25/120.77/133.33 亿元，同比增速 49.8%/9.5%/10.4%。

表10：宝钢股份分业务盈利预测

		2024A	2025E	2026E	2027E
冷轧碳钢板卷	营业收入 (亿元)	1,114.47	1,092.18	1,118.39	1,148.59
	营收增速	-5.23%	-2.00%	2.40%	2.70%
	占比	34.60%	35.12%	35.27%	35.43%
热轧碳钢板卷	营业收入 (亿元)	774.39	727.93	743.94	764.03
	营收增速	-9.30%	-6.00%	2.20%	2.70%
	占比	24.04%	23.41%	23.46%	23.57%
钢管	营业收入 (亿元)	122.92	110.63	111.73	112.85
	营收增速	-13.52%	-10.00%	1.00%	1.00%
	占比	3.82%	3.56%	3.52%	3.48%
长材产品	营业收入 (亿元)	97.10	100.01	103.01	106.10
	营收增速	-11.02%	3.00%	3.00%	3.00%
	占比	3.01%	3.22%	3.25%	3.27%
其他收入	营业收入 (亿元)	1,112.28	1,078.91	1,094.02	1,110.43
	营收增速	-4.75%	-3.00%	1.40%	1.50%
	占比	34.53%	34.70%	34.50%	34.25%
合计	营业收入 (亿元)	3,221.16	3,109.66	3,171.10	3,242.00
	营收增速	-6.60%	-3.46%	1.98%	2.24%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## (二) 估值模型

### 1. 相对估值法

从行业类别、业务相似度、下游应用、经营规模、财务数据可比性等角度综合考量，我们选取华菱钢铁、首钢股份作为宝钢股份的可比公司，计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 21.15x/18.42x/16.45x。我们预计公司对应 PE 分别为 14.03x/12.81x/11.60x，低于可比公司平均水平。考虑宝钢股份国内钢铁行业龙头地位稳固，积极联合重组赋能行业产能聚合，产品高端化优势明显，我们认为公司估值仍有提升空间。

表11: 宝钢股份与可比公司估值 (2026 年 02 月 07 日)

股票代码	股票名称	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000932.SZ	华菱钢铁	0.29	0.53	0.61	0.65	14.21	11.54	10.11	9.47
000959.SZ	首钢股份	0.06	0.18	0.21	0.24	50.33	30.76	26.73	23.42
	平均值	0.18	0.36	0.41	0.45	32.27	21.15	18.42	16.45
600019.SH	宝钢股份	0.34	0.51	0.55	0.61	21.01	14.03	12.81	11.60

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 2. 绝对估值法

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，折现率采用加权平均资本成本 WACC。加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.1%，永续增长率 (g) 正负波动 0.1%，进行 FCFF 的敏感性分析，可得公司股权价值区间为 1682.76- 1975.85 亿。

表12: FCFF 估值及参数说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.81%	取 2026 年 02 月 06 日 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	10.00%	参考沪深 300 历史平均收益率
贝塔值β	0.55	宝钢股份相对沪深 300 指数 Beta
税率 T	6.00%	参考公司 2025 年实际所得税税率
加权平均资本成本 WACC	6.60%	通过公式 $WACC=Kd*Wd(1-T)+Ke*(1-Wd)$ 计算得到
永续增长率 g	1.00%	假设公司永续增长率为 1.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表13: 绝对估值敏感性分析

目标价		加权平均资本成本 (WACC)						
		6.30%	6.40%	6.50%	6.60%	6.70%	6.80%	6.90%
永续 增长 率	0.70%	8.47	8.34	8.20	8.08	7.96	7.84	7.73
	0.80%	8.56	8.42	8.29	8.16	8.03	7.91	7.80
	0.90%	8.66	8.51	8.37	8.24	8.11	7.99	7.87

1.00%	8.75	8.61	8.46	8.33	8.20	8.07	7.95
1.10%	8.86	8.70	8.56	8.42	8.28	8.15	8.02
1.20%	8.96	8.80	8.65	8.51	8.37	8.23	8.10
1.30%	9.07	8.91	8.75	8.60	8.46	8.32	8.19

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

### (三) 投资建议

公司属国内钢铁行业龙头，冷轧汽车板和硅钢保持高市占率，并以高附加值硅钢产品拓展海外市场，保持境外产品销量高增速；同时，公司积极联合重组赋能行业产能聚合，凸显龙头整合价值，保持较高分红水平。我们认为公司在高端化产品上布局加速，未来业绩修复可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

---

**下游需求不及预期的风险：**行业下游需求存在不确定性，可能影响公司盈利能力和市场表现。

**铁矿石、煤炭等原料价格不确定性的风险：**铁矿石和煤炭作为钢铁行业的重要原材料，其价格波动可能对钢铁行业盈利能力带来影响。

**钢铁冶炼技术革新的风险：**冶钢技术革新可能对行业造成影响，改变钢企现有的生产方式和盈利模式。

**国内外政策不确定性的风险：**行业周期性较强，国内外政策的不确定性可能影响铁矿石市场供需及价格。

## 图表目录

图 1: 宝钢股份发展历程.....	3
图 2: 截至 2025Q3 宝钢股份股权结构 .....	4
图 3: 2020-2025Q3 公司收入及同比增速 .....	6
图 4: 2020-2025Q3 公司归母净利润及同比增速 .....	6
图 5: 2020-2025Q3 公司盈利能力 (单位: %) .....	7
图 6: 2020-2025Q3 公司三大期间费用率 (单位: %) .....	7
图 7: SW 钢铁单季度营业总收入情况 (单位: 亿元) .....	9
图 8: SW 钢铁单季度营业总成本情况 (单位: 亿元) .....	9
图 9: SW 钢铁单季度归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	10
图 10: SW 钢铁子版块 25Q3 利润总额分布 .....	10
图 11: SW 钢铁板块单季度销售毛利率情况 (单位: %) .....	11
图 12: SW 钢铁板块单季度销售净利率情况 (单位: %) .....	11
图 13: 钢铁板块市净率走势 (截至 2026 年 02 月 05 日) .....	14
图 14: 普钢板块 PB 较低钢企 (截至 2026 年 02 月 05 日) .....	14
图 15: 2025H1 宝钢股份营收结构 .....	15
图 16: 宝钢股份粗钢和生铁产量 (单位: 万吨) .....	15
图 17: 公司境外产品销量递增 (单位: 万吨) .....	17
图 18: 2024 年宝钢股份境外产品销售分布 .....	17
图 19: 2024 年境外分产品销量占比 .....	17
图 20: 宝钢股份境内外产品销量 (单位: 万吨) .....	17
图 21: 2024 年普钢板块每股红利 (元) 和股息率 (%) .....	18
图 22: 宝钢股份每股红利 (元) 和派息率 (%) .....	18
图 23: 2015 年以来宝钢股份 PE (TTM) .....	18
图 24: 2015 年以来宝钢股份 PB (MRQ) .....	18
表 1: 宝钢股份钢材分产品介绍 .....	5
表 2: 钢铁行业 2025 前三季度营收排名 .....	7
表 3: SW 钢铁总体营收和利润情况 (单位: 亿元) .....	8
表 4: 钢铁行业 2025 前三季度扣非归母净利润增速排名 .....	8
表 5: SW 钢铁分板块单季度归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	10
表 6: 2025 年以来钢铁行业反内卷与产能调控相关事件 .....	12
表 7: 钢铁行业提升集中度相关事件 .....	12
表 8: 人工智能赋能新型工业化典型应用案例 .....	14
表 9: 宝钢股份产品国内市占率维持较高水平 .....	15

表 10: 宝钢股份分业务盈利预测.....	19
表 11: 宝钢股份与可比公司估值 (2026 年 02 月 07 日) .....	20
表 12: FCFE 估值及参数说明 .....	20
表 13: 绝对估值敏感性分析 .....	20

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	133,696	126,081	121,487	122,168
现金	26,152	22,865	17,018	16,360
应收账款	13,849	12,957	13,273	13,508
其它应收款	1,344	1,297	1,323	1,353
预付账款	2,147	2,041	2,071	2,107
存货	38,188	36,303	36,841	37,482
其他	52,016	50,618	50,962	51,358
非流动资产	231,177	244,909	258,998	269,744
长期投资	44,742	50,507	57,541	61,529
固定资产	149,567	158,943	167,817	176,189
无形资产	11,678	11,598	11,510	11,413
其他	25,190	23,861	22,131	20,613
资产总计	364,874	370,990	380,485	391,912
流动负债	111,002	109,399	111,873	111,954
短期借款	3,394	3,394	3,394	3,394
应付账款	45,722	44,985	46,210	46,112
其他	61,886	61,020	62,268	62,448
非流动负债	33,708	32,840	32,305	35,284
长期借款	19,238	19,238	19,238	21,238
其他	14,470	13,603	13,068	14,047
负债合计	144,710	142,239	144,178	147,238
少数股东权益	19,615	21,325	23,214	25,326
归属母公司股东权益	200,548	207,425	213,093	219,347
负债和股东权益	364,874	370,990	380,485	391,912

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27,736	16,099	16,617	16,437
净利润	8,568	12,734	13,966	15,445
折旧摊销	19,723	972	1,475	1,977
财务费用	1,626	2,610	2,588	2,695
投资损失	-2,099	-3,446	-3,217	-2,998
营运资金变动	-685	3,286	332	-836
其它	603	-57	1,473	154
投资活动现金流	-20,921	-11,762	-12,932	-10,300
资本支出	-19,052	-9,443	-9,114	-9,309
长期投资	-6,162	-5,765	-7,034	-3,989
其他	4,294	3,446	3,217	2,998
筹资活动现金流	-6,991	-7,625	-9,533	-6,794
短期借款	-263	0	0	0
长期借款	-11,912	0	0	2,000
其他	5,184	-7,625	-9,533	-8,794
现金净增加额	-469	-3,287	-5,847	-657

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	322,116	311,515	317,415	324,485
营业成本	304,546	289,509	293,802	298,912
税金及附加	1,313	1,217	1,261	1,293
销售费用	1,691	1,585	1,640	1,677
管理费用	4,020	3,732	3,897	3,973
研发费用	3,779	3,421	3,488	3,566
财务费用	1,276	2,349	2,359	2,525
资产减值损失	-579	-311	-311	-311
公允价值变动收益	59	0	0	0
投资收益及其他	5,038	5,155	5,346	5,311
营业利润	10,008	14,547	16,003	17,538
营业外收入	256	248	240	248
营业外支出	926	957	999	960
利润总额	9,339	13,838	15,245	16,826
所得税	772	1,104	1,278	1,381
净利润	8,568	12,734	13,966	15,445
少数股东损益	1,206	1,710	1,889	2,112
归属母公司净利润	7,362	11,025	12,077	13,333
EBITDA	30,338	17,159	19,078	21,328
EPS (元)	0.34	0.51	0.55	0.61

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-6.6%	-3.3%	1.9%	2.2%
营业利润增长率	-37.4%	45.3%	10.0%	9.6%
归属母公司净利润	-38.4%	49.8%	9.5%	10.4%
毛利率	5.5%	6.9%	7.4%	7.8%
净利率	2.7%	4.1%	4.4%	4.8%
ROE	3.7%	5.3%	5.7%	6.1%
ROIC	3.6%	5.4%	5.7%	6.0%
资产负债率	39.7%	38.3%	37.9%	37.6%
净负债比率	65.7%	62.2%	61.0%	60.2%
流动比率	1.20	1.15	1.09	1.09
速动比率	0.52	0.47	0.42	0.42
总资产周转率	0.87	0.85	0.84	0.84
应收账款周转率	22.97	23.20	24.18	24.21
应付账款周转率	6.12	6.38	6.44	6.48
每股收益	0.34	0.51	0.55	0.61
每股经营现金	1.27	0.74	0.76	0.75
每股净资产	9.21	9.52	9.78	10.07
P/E	21.01	14.03	12.81	11.60
P/B	0.77	0.75	0.73	0.71
EV/EBITDA	5.86	10.49	9.71	8.86
P/S	0.48	0.50	0.49	0.48

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵良毕，通信&中小盘首席分析师，主要覆盖通信、钢铁行业。**北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，7年证券从业经验。曾获得2018/2019年（机构投资者II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020年获得Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得2022年Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn