

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华菱钢铁 (000932)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升 煤炭、钢铁行业首席分析师

执业编号: S1500524100002

邮箱: gaosheng@cindasc.com

刘波 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号: S1500525070001

邮箱: liubo1@cindasc.com

李睿 煤炭、钢铁行业分析师

执业编号: S1500525040002

邮箱: lirui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

业绩高增释放弹性，回报提升兑现价值

2026年3月31日

事件: 2026年3月31日，华菱钢铁发布2025年年度报告。2025年，公司实现营业收入1,211.38亿元，同比下降15.94%；实现归母净利润26.11亿元，同比上涨28.49%；扣非后净利润23.09亿元，同比上涨76.80%。经营活动现金流量净额65.74亿元，同比上涨13.78%；基本每股收益0.38元/股，同比上涨28.97%。资产负债率为53.46%，较2024年末下降2.55个百分点。

2025年第四季度，公司单季度营业收入266.92亿元，环比下降16.5%；单季度归母净利润1.01亿元，环比下降86.76%；单季度扣非后净利润0.15亿元，环比下降99.3%。

点评:

- **公司业绩大幅增长，盈利能力显著提升。** 2025年，面对钢铁行业“减量发展、存量优化”的深度调整阶段，公司实现利润总额、净利润、归属于母公司所有者的净利润分别为48.20亿元、38.70亿元、26.11亿元，同比分别增长16.37%、20.97%、28.49%，盈利水平继续保持行业前列。产品盈利能力全面提升，公司主要钢材产品毛利率均实现增长。其中，长材、板材、钢管毛利率分别为4.66%、14.09%、9.35%，较2024年分别提升2.58、4.18、0.73个百分点，板材盈利修复最为显著。公司财务状况保持稳健，公司年末资产负债率降至53.46%，较上年末降低2.55个百分点。全年财务费用3,266万元，同比大幅下降62.77%。
- **四季度业绩短期承压，主要受一次性因素及市场波动影响。** 2025年第四季度公司归母净利润为1.01亿元，环比出现较大幅度下滑。业绩下滑主要原因有二：一是公司在2025年报显示，公司其他营业外支出中包含了主要用于环保税滞纳金补缴的3.65亿元。二是四季度市场环境较为困难，钢材价格环比下行而炼焦煤等原料价格反向上涨，对公司利润空间形成挤压。
- **品种结构持续优化，高端转型成果斐然。** 2025年，公司持续推进产品高端化战略，重点品种钢销量占比达到68.5%，较2024年再提升3.5个百分点。全年研发投入53.78亿元，研发投入强度达4.44%。宽厚板：新开发深水海底管线钢等28个品种，镍系钢、高强耐磨钢、船用低温钢销量同比分别增长36%、75%、256%。薄板及硅钢：高磁感取向硅钢成品实现首发交付，厚度仅0.10mm的无取向新能源“手撕钢”成功下线；取向硅钢、高强镀层、调质板等高效益产品销量同比分别增长21%、103%、93%。VAMA公司新增24项新钢种技术许可，持续引领汽车轻量化趋势。无缝钢管：“深井/超深井用油套管”入选国家制造业单项冠军产品名单，并成功通过卡塔尔能源公司管线管产品认证。工业线棒材：高端齿轮钢、非调质钢、弹簧棒材销量同比分别大幅增长47%、132%

、331%。

- **股东回报力度加大，积极维护公司价值。**公司高度重视股东回报，2025年度利润分配预案为每10股派发现金红利1.6元（含税），预计派发现金10.96亿元。结合2025年实施的股份回购金额2.09亿元，公司2025年度现金分红及回购总额达13.06亿元，占归母净利润的比例高达50.01%。公司积极引导长期资本入股，截至2025年末，信泰人寿持股比例达到7.23%，成为公司第三大股东，体现了长线资金对公司价值的认可。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为华菱钢铁有望充分受益产量增长的规模效益及高端化带来的盈利能力抬升，随着钢铁板块的修复以及反内卷政策的逐步落地，华菱钢铁底部向上弹性较为显著，我们看好公司当前经营业绩改善和未来发展潜力，现阶段具有较好的投资潜力。我们预计公司2026-2028年归母净利润为37.34亿、42.99亿、49.72亿，截至3月31日收盘价对应2026-2028年PE分别为9.30/8.08/6.99倍；我们重点推荐公司，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国际形势的大幅变化；宏观经济不及预期；房地产持续大幅下行；钢铁冶炼技术发生重大革新；公司管理变革实施不及预期；公司发展规划出现重大调整。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	144,685	121,741	124,552	125,746	127,197
同比(%)	-12.0%	-15.9%	2.3%	1.0%	1.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,032	2,611	3,734	4,299	4,972
同比(%)	-60.0%	28.5%	43.0%	15.1%	15.6%
毛利率(%)	6.8%	9.7%	10.9%	11.9%	12.3%
ROE(%)	3.8%	4.7%	6.3%	6.9%	7.4%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.38	0.54	0.63	0.73
P/E	17.10	13.31	9.30	8.08	6.99
P/B	0.65	0.62	0.59	0.55	0.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2026年3月31日收盘价

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	65,181	64,386	61,435	63,842	69,503
货币资金	11,056	10,272	7,609	10,607	15,678
应收票据	593	483	522	518	524
应收账款	3,963	3,725	3,668	3,594	3,681
预付账款	2,524	3,132	2,611	2,449	2,587
存货	12,020	11,859	10,249	10,030	10,133
其他	35,025	34,914	36,777	36,644	36,899
非流动资产	82,925	84,154	85,719	87,386	87,488
长期股权投资	1,214	1,349	1,586	1,736	1,886
固定资产(合计)	54,668	59,904	60,470	60,978	60,319
无形资产	5,573	5,444	5,904	6,125	6,471
其他	21,470	17,458	17,758	18,547	18,811
资产总计	148,106	148,540	147,154	151,228	156,991
流动负债	70,353	70,680	66,590	66,082	65,627
短期借款	8,757	4,402	3,902	3,402	2,902
应付票据	26,341	30,767	30,815	30,782	30,983
应付账款	10,050	10,981	9,244	9,235	8,985
其他	25,204	24,530	22,628	22,663	22,757
非流动负债	12,609	8,731	6,731	5,731	5,731
长期借款	10,851	6,757	4,757	3,757	3,757
其他	1,758	1,975	1,975	1,975	1,975
负债合计	82,962	79,411	73,321	71,813	71,358
少数股东权益	11,488	13,430	14,922	16,784	18,731
归属母公司股东权益	53,656	55,699	58,912	62,631	66,903
负债和股东权益	148,106	148,540	147,154	151,228	156,991

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	144,685	121,741	124,552	125,746	127,197
同比(%)	-12.0%	-15.9%	2.3%	1.0%	1.2%
归属母公司净利润	2,032	2,611	3,734	4,299	4,972
同比(%)	-60.0%	28.5%	43.0%	15.1%	15.6%
毛利率(%)	6.8%	9.7%	10.9%	11.9%	12.3%
ROE%	3.8%	4.7%	6.3%	6.9%	7.4%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.38	0.54	0.63	0.73
P/E	17.10	13.31	9.30	8.08	6.99
P/B	0.65	0.62	0.59	0.55	0.52
EV/EBITDA	5.45	5.11	3.83	3.03	2.42

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	144,685	121,741	124,552	125,746	127,197
营业成本	134,455	109,499	110,934	110,815	111,539
营业税金及附加	709	1,029	1,058	1,069	1,081
销售费用	489	503	518	523	529
管理费用	1,663	1,697	1,745	1,761	1,782
研发费用	5,722	5,378	5,530	5,583	5,647
财务费用	88	33	153	125	70
减值损失合计	-77	-54	-70	-69	0
投资净收益	478	557	573	579	585
其他	2,260	1,101	1,134	1,145	1,158
营业利润	4,220	5,206	6,252	7,525	8,293
营业外收支	-79	-387	0	0	0
利润总额	4,141	4,820	6,252	7,525	8,293
所得税	942	949	1,026	1,363	1,374
净利润	3,200	3,870	5,226	6,162	6,918
少数股东损益	1,168	1,260	1,492	1,862	1,946
归属母公司净利润	2,032	2,611	3,734	4,299	4,972
EBITDA	7,846	8,752	10,644	11,985	12,677
EPS(当年)(元)	0.29	0.38	0.54	0.63	0.73

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5,778	6,574	5,913	10,771	10,278
净利润	3,200	3,870	5,226	6,162	6,918
折旧摊销	4,019	4,070	4,238	4,335	4,315
财务费用	294	157	256	201	176
投资损失	-851	-924	-573	-579	-585
营运资金变动	-915	-716	-3,303	584	-545
其它	30	117	69	68	-1
投资活动现金流	-14,259	-5,004	-5,228	-5,422	-3,831
资本支出	-4,720	-6,136	-5,557	-5,840	-4,258
长期投资	-9,735	548	-245	-160	-158
其他	196	584	573	579	585
筹资活动现金流	12,535	-3,491	-3,425	-2,351	-1,376
吸收投资	195	1,587	-69	0	0
借款	983	-8,450	-2,500	-1,500	-500
支付利息或股息	-3,215	-1,865	-856	-851	-876
现金流净增加额	4,203	-1,843	-2,663	2,998	5,071

研究团队简介

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，中国矿业大学（北京）校外专业学位研究生导师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、挂职下属煤矿副矿长，在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究，现为能源与双碳中心研究中心总经理、煤炭钢铁行业首席分析师。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。