

公司研究

自由现金流持续向好

——马钢股份（600808.SH，0323.HK）2026年一季度业绩点评

要点

事件：公司发布2026年一季度报告，一季度实现营业收入177.18亿元，同比-8.79%；实现利润总额1.20亿元，同比增利1.85亿元；实现归属于上市公司股东的净利润0.42亿元，同比增利1.86亿元。

经营业绩受到了行业的影响，但也体现了韧性。2026年一季度中钢协会会员企业钢铁主业效益同比下滑86%，公司一季度归母净利为0.42亿元、扣非净利为-0.06亿元，同比、环比均有所向好，一定程度上体现了公司的韧性。

降本增效取得显著进展。一季度公司销售收入是2019年Q2以来的最低值，但是期间费用率则至少是2014年Q1以来的最低值，已至2.76%，这也是公司毛利同比持平，但是净利显著好转的重要原因；但一季度研发费用也有所下降，是否可持续值得进一步观察。

净有息债务持续下降，自由现金流继续向好。（1）公司带息债务和货币资金的差值在一季度末为36亿元，是历史上的极低位，同比下降了127亿元；（2）公司自由现金流（经营现金流净额-资本支出）一季度为9.8亿元，2025年则为21.6亿元，均显著好于同期净利润。

产能平稳释放，重点项目有序推进。一季度公司生产生铁475万吨、粗钢521万吨、商品坯材500万吨，同比分别增长3.94%、1.17%、2.04%，产能利用率保持平稳。新特钢二期、炼钢厂4号板坯连铸机等重点项目稳步推进，北区三期煤气发电项目已具备并网条件，为后续盈利提升奠定基础。

盈利预测、估值与评级：预计公司2026-2028年归母净利润为2.2、15.8、19.5亿元，随着公司产品结构持续升级，盈利能力有望进一步回升，维持A/H股公司“增持”评级。

风险提示：地产、基建需求恢复不及预期；原料价格大幅上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	81,817	77,525	75,587	75,792	76,067
营业收入增长率	-17.30%	-5.25%	-2.50%	0.27%	0.36%
净利润(百万元)	-4,659	-209	224	1,582	1,948
净利润增长率	-	-	-	606.70%	23.14%
EPS(元)	-0.60	-0.03	0.03	0.21	0.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	-20.03%	-0.87%	0.92%	6.12%	7.01%
P/E	-	-	134.2	19.0	15.4
P/B	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
P/E(H股)	-	-	78.7	11.1	9.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-29；汇率：按1HKD=0.8767CNY换算

A股：增持（维持）

当前价：3.90元

H股：增持（维持）

当前价：2.61港元

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

modai@ebsecn.com

分析师：王秋琪

执业证书编号：S0930524070011

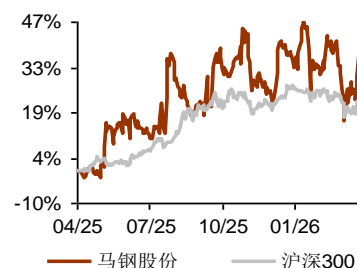
021-52523796

wangqq1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	77.01
总市值(亿元)	300.33
一年最低/最高(元)	2.95/4.54
近3月换手率	68.61%

股价相对走势

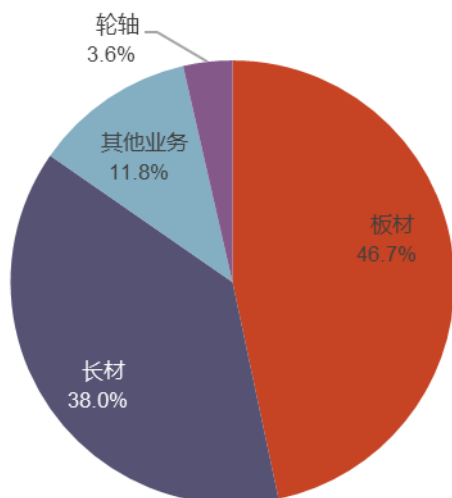


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.05	-11.74	1.29
绝对	1.04	-10.55	28.71

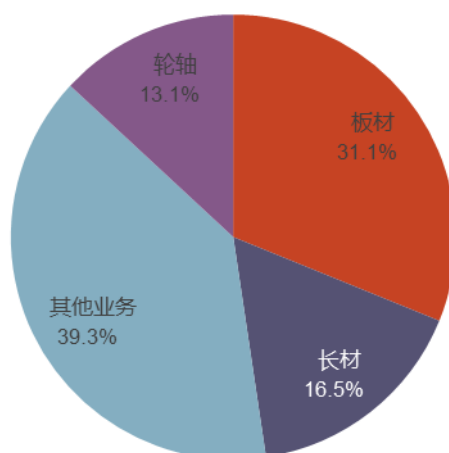
资料来源：Wind

图 1: 2025 年分产品营收占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 2025 年分产品毛利占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 1: 公司单季度主要财务指标

单位: 亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
主营业务收入	203.92	226.16	185.06	203.04	194.25	186.51	194.97	199.53	177.18
同比增长率	-12%	20%	-26%	-19%	-5%	-18%	5%	-2%	-9%
毛利	3.24	1.99	(7.37)	(5.61)	5.25	13.06	11.00	11.84	5.50
毛利率	1.59%	0.88%	-3.98%	-2.76%	2.70%	7.00%	5.64%	5.94%	3.10%
销售费用	0.76	0.69	0.64	0.95	0.68	0.70	0.69	0.99	0.64
财务费用	1.55	1.62	1.48	0.87	1.25	1.20	1.20	0.43	0.55
管理费用	2.03	2.32	2.18	2.19	2.13	2.25	2.45	2.79	2.40
研发费用	2.28	2.82	2.71	3.23	2.09	3.41	2.35	2.77	1.30
期间费用率	3.25%	3.29%	3.79%	3.57%	3.16%	4.05%	3.43%	3.50%	2.76%
资产减值损失	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.3
投资净收益	0.6	0.2	0.3	-1.1	0.2	0.0	0.3	-1.1	0.2
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.0	0.1	0.0	1.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
税前利润	-2.65	-9.26	-14.33	-22.06	-0.65	1.83	3.66	-3.44	1.20
归属母公司净利润	-3.11	-8.34	-13.90	-21.24	-1.44	0.69	1.58	-2.92	0.42
净利率	-1.53%	-3.69%	-7.51%	-10.46%	-0.74%	0.37%	0.81%	-1.47%	0.24%
扣非净利润	-4.24	-8.13	-13.86	-16.76	-1.55	0.47	1.76	-2.97	-0.06
期末净资产	319	309	295	273	272	325	328	362	363
ROE (摊薄)	-3.90%	-10.78%	-18.84%	-31.10%	-2.12%	0.85%	1.93%	-3.23%	0.47%
存货/年化营收	14.27%	10.71%	11.08%	9.74%	8.76%	9.55%	9.77%	9.28%	11.42%
带息负债	223.0	221.1	218.6	216.8	232.3	225.4	216.5	165.3	157.2
货币资金	51.4	65.9	69.1	64.3	69.4	84.4	103.9	117.7	121.5
资产负债率	62.56%	62.95%	63.74%	65.40%	65.34%	60.49%	60.56%	55.67%	55.43%
存货金额	116.4	96.9	82.0	79.1	68.0	71.3	76.2	74.1	80.9

自由现金流	-18.83	23.18	11.60	-23.16	-2.78	-2.22	32.78	-6.16	9.83
最新总股本 (亿股)	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01	77.01
摊薄 EPS (元/股)	-0.040	-0.108	-0.181	-0.276	-0.019	0.009	0.021	-0.038	0.006

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	81,817	77,525	75,587	75,792	76,067
营业成本	82,592	73,409	72,689	71,141	71,141
折旧和摊销	4,485	4,064	4,267	4,320	4,385
税金及附加	464	530	516	518	520
销售费用	304	306	298	299	300
管理费用	872	962	938	940	944
研发费用	1,103	1,062	1,035	1,038	1,042
财务费用	552	408	478	363	190
投资收益	8	-62	10	10	10
营业利润	-4,722	149	307	1,931	2,368
利润总额	-4,830	140	304	1,928	2,365
所得税	154	167	50	316	387
净利润	-4,984	-27	254	1,612	1,978
少数股东损益	-324	182	30	30	30
归属母公司净利润	-4,659	-209	224	1,582	1,948
EPS(元)	-0.60	-0.03	0.03	0.21	0.25

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	961	4,152	2,545	6,096	7,584
净利润	-4,659	-209	224	1,582	1,948
折旧摊销	4,485	4,064	4,267	4,320	4,385
净营运资金增加	-4,193	212	2,137	233	-990
其他	5,328	85	-4,083	-39	2,241
投资活动产生现金流	-2,793	-1,489	-1,925	-2,561	-2,561
净资本支出	-1,599	-1,806	-1,600	-2,500	-2,500
长期投资变化	6,899	6,172	0	0	0
其他资产变化	-8,093	-5,855	-325	-61	-61
融资活动现金流	1,088	2,868	-914	-3,504	-4,981
股本变化	0	-46	0	0	0
债务净变化	1,315	-5,146	-474	-3,139	-4,784
无息负债变化	-1,946	-987	-3,802	-323	1,089
净现金流	-741	5,527	-294	31	42

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	-0.9%	5.3%	3.8%	6.1%	6.5%
EBITDA 率	3.0%	8.5%	6.2%	8.6%	9.0%
EBIT 率	-2.5%	3.3%	0.6%	2.9%	3.2%
税前净利润率	-5.9%	0.2%	0.4%	2.5%	3.1%
归母净利润率	-5.7%	-0.3%	0.3%	2.1%	2.6%
ROA	-6.3%	0.0%	0.3%	2.1%	2.7%
ROE (摊薄)	-20.0%	-0.9%	0.9%	6.1%	7.0%
经营性 ROIC	-4.5%	-1.1%	0.8%	4.2%	5.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	65%	56%	53%	50%	46%
流动比率	0.43	0.60	0.63	0.69	0.78
速动比率	0.26	0.42	0.43	0.48	0.54
归母权益/有息债务	1.09	1.48	1.54	2.06	3.57
有形资产/有息债务	3.60	4.92	4.81	5.79	9.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	78,963	81,747	77,724	75,876	74,159
货币资金	6,434	11,770	11,476	11,507	11,549
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,754	2,817	1,512	1,516	1,521
应收票据	823	573	558	560	562
其他应收款 (合计)	545	377	378	379	380
存货	7,909	7,410	7,269	7,113	7,112
其他流动资产	1,626	1,470	1,858	1,899	1,954
流动资产合计	19,472	24,856	23,486	23,400	23,505
其他权益工具	414	530	445	463	479
长期股权投资	6,899	6,172	6,172	6,172	6,172
固定资产	48,866	45,747	42,591	39,466	36,352
在建工程	795	1,976	2,270	2,490	2,655
无形资产	1,809	1,816	1,878	2,831	3,764
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	19	19	19
非流动资产合计	59,491	56,891	54,238	52,476	50,654
总负债	51,642	45,509	41,233	37,771	34,077
短期借款	11,344	10,759	9,106	6,045	1,602
应付账款	10,674	9,382	8,723	8,537	8,537
应付票据	10,051	10,452	7,269	7,114	7,114
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	527	559	947	927	899
流动负债合计	44,846	41,318	37,337	33,880	30,191
长期借款	5,483	3,049	3,049	3,049	3,049
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	974	805	844	840	834
非流动负债合计	6,796	4,191	3,895	3,891	3,886
股东权益	27,321	36,238	36,492	38,105	40,082
股本	7,747	7,701	7,701	7,701	7,701
公积金	13,297	14,251	14,251	14,251	14,251
未分配利润	2,224	2,016	2,239	3,821	5,769
归属母公司权益	23,257	24,027	24,250	25,834	27,781
少数股东权益	4,064	12,212	12,242	12,272	12,302

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.37%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%
管理费用率	1.07%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%
财务费用率	0.67%	0.53%	0.63%	0.48%	0.25%
研发费用率	1.35%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%
所得税率	-3%	119%	16%	16%	16%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.12	0.54	0.33	0.79	0.98
每股净资产	3.00	3.12	3.15	3.35	3.61
每股销售收入	10.56	10.07	9.82	9.84	9.88

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
A 股 PE	-	-	134	19	15
A 股 PB	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	24.3	9.8	13.6	9.3	8.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼