下载日志已记录，仅供内部参考

首钢股份（000959.SZ）

高端化与资源整合双轮驱动，估值回升空间大

核心看点。公司为华北区域钢铁龙头，搬迁完成后三大战略产品持续放量，高端产品有望迎来盈利上行周期，在行业复苏背景下，2025 年盈利已走出低谷，成本越过高峰期逐年下降，当前公司吨钢市值与吨钢固定资产原值的比值处于低估状态，具备较强战略投资价值。

深耕细分市场，战略产品助力公司优势不断扩大。2014 年以来公司成本越过高峰期，相对行业均值公司优势持续扩大，**高端产品带来的价格优势以及供应链金融带来的费用降低贡献了其中主要部分**。公司战略及重点产品占比持续提升，2025 年三大战略产品电工钢、汽车板、镀锡（铬）板产量占比 34.3%，较 2021 年提升 8.9pct。**供应链金融带来公司费用端优势保持的同时，拖累公司成本较大的吨钢折旧摊销部分，有望随着行业资本开支回落以及公司摊销拐点的到来而回落**。

优势产品有望迎来景气回升。~~年电力工~~钢行业经历了**产能集中投放**及**行业龙头低价策略**的冲击，当前电工钢行业无论从价格还是供需形势而言，都具备了拐点来临的特征，**2026 年后产能增幅骤降，同时电力基础建设及新能源需求增长有望推动电工钢价格触底回升，而 HiB 取向硅钢及高牌号无取向硅钢龙头首钢股份有望在这一趋势中额外受益**；另外，公司汽车板与中厚板特色产品瞄准细分市场，具备持续扩张潜力，公司盈利能力有望在行业改善基础上额外提升。

矿端资源整合预期仍存，估值处于低估阶段。公司作为首钢集团在中国境内的钢铁及上游铁矿资源产业发展、整合的唯一平台，具有铁矿资源整合预期，关注新投产马城铁矿后续可能的整合进展；公司在人均产钢、吨钢费用等方面具备竞争优势；从可比公司市值与固定资产原值的比率来看，6 月 24 日吨钢估值比例仅为 0.14 倍左右，处于历史底部分位，随着后续行业景气度回升、盈利修复趋势有望带动估值持续向上修复。

投资建议。公司专注于中高端板材制造，战略产品占比持续提升，随着行业后续需求改善及集团铁矿资源整合逐步实施，其盈利有望逐步改善，我们预计公司 2026 年~2028 年实现归母净利分别为 11.7 亿元、14.5 亿元、16.5 亿元，按照市值与重置成本的比对来看，目前公司仍处于价值低估区，具备较好的战略配置价值，给予“增持”评级。

风险提示：上游原料价格大幅上涨，钢材价格不及预期，业务发展存在不确定性。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	108,462	102,918	105,364	107,460	109,567
增长率 yoy（%）	-4.7	-5.1	2.4	2.0	2.0
归母净利润（百万元）	479	996	1,167	1,450	1,649
增长率 yoy（%）	-27.8	107.7	17.2	24.2	13.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.06	0.13	0.15	0.19	0.21
净资产收益率（%）	1.0	2.0	2.3	2.8	3.1
P/E（倍）	51.8	24.9	21.3	17.1	15.0
P/B（倍）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

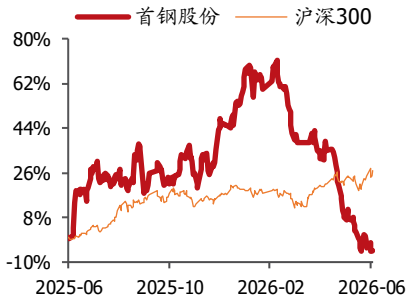
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 25 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	普钢
06 月 25 日收盘价（元）	3.20
总市值（百万元）	24,815.90
总股本（百万股）	7,754.97
其中自由流通股（%）	96.09
30 日日均成交量（百万股）	42.66

股价走势



作者

分析师　笃慧
执业证书编号：S0680523090003
邮箱：duhui1@gszq.com
分析师　高亢
执业证书编号：S0680523020001
邮箱：gaokang@gszq.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	32464	30762	38518	43432	50470
现金	8827	10842	19020	24137	31601
应收票据及应收账款	5903	4463	4569	4660	4751
其他应收款	5	14	14	14	15
预付账款	2075	2133	2181	2220	2256
存货	11408	10330	9986	9601	9201
其他流动资产	4247	2980	2749	2800	2647
非流动资产	99583	94172	84673	76872	68035
长期投资	2071	2094	1930	1860	1743
固定资产	87166	82510	74748	68213	60874
无形资产	5859	5689	5528	5364	5199
其他非流动资产	4488	3879	2466	1435	218
资产总计	132048	124934	123191	120304	118505
流动负债	61477	57326	55769	54125	52630
短期借款	22251	21445	20640	19934	19178
应付票据及应付账款	23883	22903	23413	23832	24216
其他流动负债	15342	12977	11716	10358	9236
非流动负债	15829	12297	11391	8977	7305
长期借款	11864	7966	7041	4630	2962
其他非流动负债	3965	4330	4349	4347	4343
负债合计	77305	69623	67160	63102	59935
少数股东权益	4984	4980	5170	5343	5575
股本	7774	7755	7755	7755	7755
资本公积	30407	30219	30219	30219	30219
留存收益	11409	12226	13027	14025	15161
归属母公司股东权益	49758	50331	50862	51860	52995
负债和股东权益	132048	124934	123191	120304	118505

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6342	8137	10574	10106	10868
净利润	603	1075	1357	1623	1881
折旧摊销	8050	8154	8394	8532	8649
财务费用	1188	845	636	585	528
投资损失	307	-45	126	41	87
营运资金变动	-4435	-2524	-451	-1247	-887
其他经营现金流	629	632	512	573	610
投资活动现金流	-218	-446	969	-832	65
资本支出	-228	-357	874	-909	-18
长期投资	-31	-128	222	120	171
其他投资现金流	40	39	-128	-43	-88
筹资活动现金流	-6294	-5646	-3363	-4157	-3469
短期借款	-4410	-806	-806	-706	-756
长期借款	-925	-3898	-925	-2411	-1668
普通股增加	-21	-19	0	0	0
资本公积增加	48	-188	0	0	0
其他筹资现金流	-986	-735	-1632	-1040	-1045
现金净增加额	-169	2044	8177	5117	7464

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	108462	102918	105364	107460	109567
营业成本	104037	97753	99930	101719	103356
营业税金及附加	766	872	818	873	870
营业费用	235	246	240	251	252
管理费用	1284	1321	1300	1352	1365
研发费用	533	557	544	568	572
财务费用	1101	738	711	622	678
资产减值损失	-575	-572	-574	-573	-574
其他收益	1073	484	496	505	515
公允价值变动收益	-5	5	59	61	0
投资净收益	-307	45	-126	-41	-87
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	674	1399	1675	2029	2329
营业外收入	148	11	79	45	62
营业外支出	68	120	94	107	100
利润总额	754	1290	1661	1967	2292
所得税	150	215	304	344	410
净利润	603	1075	1357	1623	1881
少数股东损益	124	79	189	173	232
归属母公司净利润	479	996	1167	1450	1649
EBITDA	10135	10241	10766	11121	11618
EPS（元/股）	0.06	0.13	0.15	0.19	0.21

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-4.7	-5.1	2.4	2.0	2.0
营业利润(%)	-27.0	107.7	19.7	21.1	14.8
归属母公司净利润(%)	-27.8	107.7	17.2	24.2	13.8
获利能力					
毛利率(%)	4.1	5.0	5.2	5.3	5.7
净利率(%)	0.4	1.0	1.1	1.3	1.5
ROE(%)	1.0	2.0	2.3	2.8	3.1
ROIC(%)	1.8	2.0	2.2	2.5	2.9
偿债能力					
资产负债率(%)	58.5	55.7	54.5	52.5	50.6
净负债比率(%)	51.9	40.5	21.6	6.8	-10.3
流动比率	0.5	0.5		0.8	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	72.2	62.2	62.4	62.3	62.2
应付账款周转率	5.1	5.0	5.1	5.1	5.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.13	0.15	0.19	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.05	1.36	1.30	1.40
每股净资产(最新摊薄)	6.42	6.49	6.56	6.69	6.83
估值比率					
P/E	51.8	24.9	21.3	17.1	15.0
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	5.9	3.4	2.6	1.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 25 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1.公司概况与产品结构 6
1.1.公司发展历程 6
1.2.公司股权结构 6
1.3.公司产品结构与经营情况 7
1.3.1.产销量视角 7
1.3.2.营收、毛利率与净利率视角 8
1.3.3.吨钢盈利视角 11
1.3.4.ROE 视角 12
2.公司吨钢相对优势持续扩大 13
2.1.公司吨钢成本越过高峰期 13
2.2.战略产品贡献了公司价格优势的主要部分 14
2.2.1.高端电工钢市占率维持市场头部水平 15
2.2.2.电工钢技术积累助力后续优势扩大 19
2.2.3.汽车板竞争优势有望持续扩大 20
2.3.供应链金融协同机制全面降低企业费用 21
2.4.公司开支与折旧仍有下降潜力 27
小结 29
3.高端化产品迎来上行周期 30
3.1.电工钢行业供需格局逆转 30
3.1.1.取向硅钢产能增幅峰值已过 30
3.1.2.取向硅钢需求稳步增长 34
3.1.3.需求增量转向高磁感产品 36
3.1.4.无取向硅钢供需形势逐步改善 37
小结 41
3.2.汽车板需求稳健增长 41
3.3.中厚板战略对准细分市场 42
4.资源整合预期仍存，估值处于长周期底部 44
4.1.矿端资源整合预期仍存 44
4.2.吨成本越过高峰期 46
4.3.公司估值回升空间大 46
5.投资建议 48
5.1.核心假设 48
5.2.盈利预测 49
5.3.投资建议 50
风险提示 51

图表目录

图表 1: 公司发展历程 6
图表 2: 公司股权结构（截至 2026 年一季度） 6
图表 3: 2025 年主要参股控股公司业务、净资产及净利润（亿元） 7
图表 4: 2022-2024 公司产能产量情况 7
图表 5: 公司主要产品系列 7
图表 6: 2020-2024 分基地、公司产量变动情况（万吨） 8
图表 7: 2015 年-2025 分产品产销量变动情况（万吨） 8
图表 8: 2015 年-2025 年分产品销量与总销量变动情况（万吨） 8
图表 9: 公司总营收与同比增速（亿元，%） 9
图表 10: 公司归母净利与同比增速（亿元，%） 9
图表 11: 公司总毛利率与钢材产品毛利率（%） 9
图表 12: 分类别毛利率（%） 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13: 分产品营收占比 10
图表 14: 分地区营收占比 10
图表 15: 分产品毛利占比 10
图表 16: 分地区毛利占比 10
图表 17: 2016 年-2025 年四费及占比变动情况（亿元） 11
图表 18: 2016 年-2025 年主营产品吨钢数据（元/吨） 11
图表 19: 2010 年-2025 年公司 ROE 变动情况（%） 12
图表 20: 成本优势与产成品优势汇总后的综合参考成本（元/吨） 13
图表 21: 相对于行业均值公司优势（元/吨） 14
图表 22: 相对于行业均值公司优势分拆（元/吨） 14
图表 23: 价格优势对成本优势的贡献（元/吨） 14
图表 24: 公司钢材均价与螺纹钢价格的差价（元/吨） 15
图表 25: 公司战略产品历年产量及占比（万吨） 15
图表 26: 公司电工钢价格与钢材均价（元/吨） 15
图表 27: 不同厚度硅钢材料的损耗特性曲线 16
图表 28: 首钢不同厚度取向硅钢价格 16
图表 29: 2024 年我国取向硅钢产量前十企业情况（万吨） 17
图表 30: 2011-2024 年我国各类型取向硅钢企业产量占比变化趋势 17
图表 31: 2020-2024 年≤0.2mm 取向硅钢产量及占比（万吨） 17
图表 32: 2024 年我国≤0.2mm 取向硅钢钢厂分布 17
图表 33: 首钢不同厚度无取向硅钢价格分布（元/吨） 18
图表 34: 2024 年我国无取向硅钢全行业结构比例 18
图表 35: 2024 年我国新能源驱动电机用无取向硅钢产量比例 18
图表 36: 低温渗氮 Hi-B 钢制造工艺流程 19
图表 37: 低温渗氮 Hi-B 钢脱碳渗氮工艺特点及产品性能 20
图表 38: 首钢股份汽车板分类及产品序列 20
图表 39: 首钢热轧酸洗先进高强钢产品大纲 21
图表 40: 公司汽车板产量及同比增速（万吨） 21
图表 41: 中国新能源汽车产量及同比增速（万辆） 21
图表 42: 吨钢三费对成本优势的贡献（元/吨） 22
图表 43: 首钢供应链金融发展历程 22
图表 44: 京西供应链金融平台内部结构 23
图表 45: 京西供应链金融平台业务应用 23
图表 46: 首钢集团应收账款融资模式 23
图表 47: 首钢集团预付账款融资模式 24
图表 48: 首钢集团存货融资模式 24
图表 49: 不同融资模式与实施方式 24
图表 50: 2019—2021 年首钢集团供应链金融板块利润构成 25
图表 51: 首钢股份各项周期与行业均值对比 25
图表 52: 首钢股份周转率与行业均值对比 25
图表 53: 首钢股份应付账款周转率与行业均值 26
图表 54: 首钢股份经营活动产生现金流量净额（亿元） 26
图表 55: 首钢股份成本费用率与行业均值对比 27
图表 56: 首钢股份资产负债率（%） 27
图表 57: 首钢股份短期债务与长期债务占比 27
图表 58: 吨钢折旧对成本优势的贡献（元/吨） 28
图表 59: 公司折旧与摊销规模（亿元） 28
图表 60: 行业资本性支出跨越高峰（亿元） 28
图表 61: 公司资本性支出规模已显著回落（亿元） 28
图表 62: CGO 与 Hi-B 钢性能指标 30
图表 63: CGO 生产流程 31
图表 64: hiB 生产流程 31
图表 65: 我国取向硅钢产量及结构（万吨） 31

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 66: 我国取向硅钢进出口规模（万吨）.....31
图表 67: 取向硅钢参考价（元/吨）.....32
图表 68: 电工钢产品参照毛利率（%）.....32
图表 69: 部分取向硅钢生产企业情况.....33
图表 70: 主要硅钢生产企业扩产项目均于近几年达产.....33
图表 71: 取向硅钢产能增速迎来拐点（万吨）.....34
图表 72: 取向硅钢表观消费量（万吨）.....34
图表 73: 全国电网资产投资维持高增速（亿元，%）.....35
图表 74: 取向硅钢需求稳步增长（万吨）.....35
图表 75: 取向硅钢产能利用率.....36
图表 76: 不同厂家 Hi-B 钢生产技术特点.....36
图表 77: 新标准下叠铁心变压器取向硅钢选材推荐.....37
图表 78: 三种硅钢牌号方案对新能效 2 级电压器的成本影响.....37
图表 79: 我国无取向硅钢产量及结构（万吨）.....38
图表 80: 我国无取向硅钢进出口规模（万吨）.....38
图表 81: 无取向硅钢参考价（元/吨）.....38
图表 82: 2024 年我国无取向硅钢产量前十企业情况（万吨）.....39
图表 83: 短流程无取向硅钢利润持续下滑（元/吨）.....39
图表 84: 无取向硅钢产能增速迎来拐点（万吨）.....40
图表 85: 无取向硅钢表观消费量（万吨）.....41
图表 86: 公司电工钢产量及同比增速（万吨）.....41
图表 87: 公司电工钢营收及毛利占比.....41
图表 88: 2010-2023 年欧洲车身会议展车用材统计.....42
图表 89: 2017-2023 年中国轻量化车身会议以及 2023 年中国十佳车身评选用材.....42
图表 90: 中国新能源汽车产量及预估（万辆）.....42
图表 91: 公司中厚板六大细分产品应用范围及需求前景.....43
图表 92: 首钢集团主要铁矿分布.....44
图表 93: 集团旗下铁矿资产盈利情况（亿元）.....45
图表 94: 铁矿价格平稳运行（美元/吨）.....45
图表 95: 核心投资标的吨钢固定资产投资原值（元/吨）.....46
图表 96: 投资标的吨钢最低市值（元/吨）.....46
图表 97: 投资标的吨钢最低估值.....47
图表 98: 投资标的吨钢最高市值（元/吨）.....47
图表 99: 投资标的吨钢最高估值.....47
图表 100: 投资标的吨市值与吨估值水平（2026-6-24）.....47
图表 101: 首钢股份主要业务数据假设.....48
图表 102: 首钢股份费用端假设.....49
图表 103: 首钢股份主要业务板块盈利预测（百万元）.....50

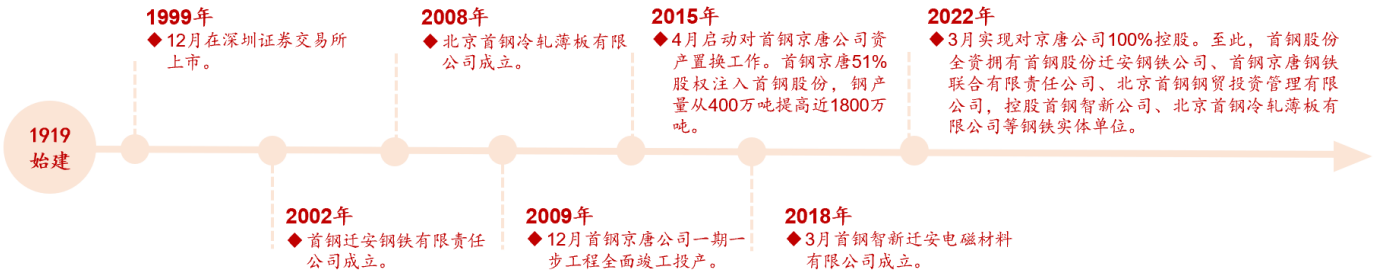
下载日志已记录，仅供内部参考

1.公司概况与产品结构

1.1.公司发展历程

北京首钢股份有限公司于 1999 年 12 月在深圳证券交易所上市，是**首钢集团在中国境内的钢铁及上游铁矿资源产业发展、整合的唯一平台**。主营业务为钢铁产品和金属软磁材料的生产和销售，具备品种齐全、规格配套，冷热系全覆盖板材产品生产能力，为国内外客户提供电工钢、汽车板、镀锡板、中厚板、家电板、能源用钢等优质产品，年粗钢产能 2170 万吨。公司主要发展历程事件如下：

图表1：公司发展历程

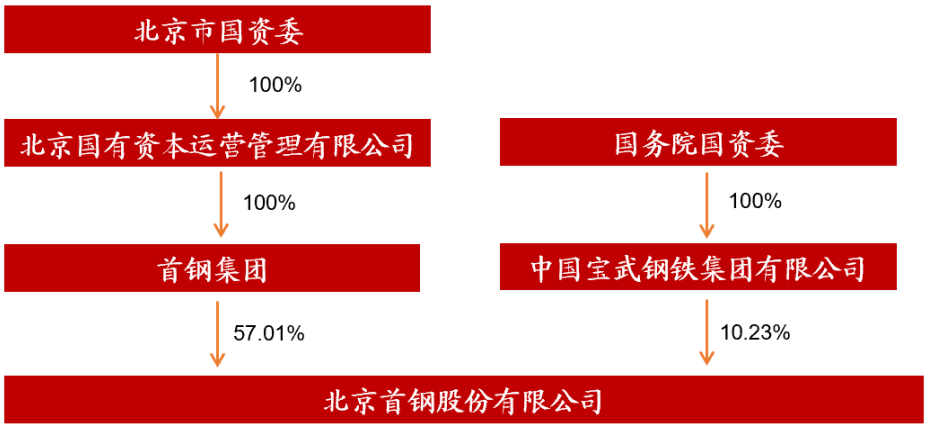


资料来源：公司公告，首钢集团官网，首钢股份官网，国盛证券研究所

1.2.公司股权结构

公司股权结构简明清晰。截至 2026 年一季度，公司股本为 77.55 亿股。公司控股股东为首钢集团有限公司，首钢集团直接持有公司 4,420,769,800 股股份，持股比例为 57.01%。

图表2：公司股权结构（截至 2026 年一季度）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司全资拥有首钢股份迁安钢铁公司、首钢京唐钢铁联合有限责任公司、北京首钢钢贸投资管理有限公司，控股首钢智新电磁材料（迁安）股份有限公司、北京首钢冷轧薄板有限公司等钢铁实体单位，2025 年主要控股参股公司营收与净利润贡献如下所示：

图表3：2025 年主要参股控股公司业务、净资产及净利润（亿元）

公司名称	主营产品或服务	净资产	净利润
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	生产销售钢铁产品及副产品	370.9	8.6
首钢智新电磁材料（迁安）股份有限公司	生产销售钢铁产品及副产品	145.8	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3.公司产品结构与经营情况

公司的主要生产基地包含京唐公司（板材冷系、热系）、迁顺产线（板材冷系、热系）以及智新电磁（电工钢），2024 年公司生铁、粗钢、钢材产能分别为 2127 万吨、2170 万吨、2291 万吨，主营业务为钢铁产品和金属软磁材料（电工钢）的生产和销售，公司主要产品应用于汽车、电力、能源、家电、食品包装、船舶与海工等传统高端制造行业，以及新能源汽车、民用航空、人形机器人等战略性新兴产业与未来产业。

图表4：2022-2024 公司产能产量情况

产品	项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
生铁	产能（万吨）	2,127	2,127	2,127
	产量（万吨）	2,222	2,198	2,116
粗钢	产能（万吨）	2,170	2,170	2,170
	产量（万吨）	2,323	2,293	2,261
钢材	产能（万吨）	2,291	2,291	2,291
	产量（万吨）	2,218	2,318	2,330

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5：公司主要产品系列

产品系列	产品名称
热系板材	热轧酸洗板、耐候钢、汽车结构钢、高强工程机械用钢、管线钢为主的热轧薄板产品，以及以桥梁钢、能源用钢、管线钢、船板与海工钢为主的中厚板产品系列。
冷系板材	汽车板、镀锡（铬）板、冷轧专用板、彩涂板为主的产品系列。
电工钢	取向电工钢包括高磁感、磁畴细化、低噪声、低励磁、无底层、中频六大类产品；无取向电工钢包括新能源汽车、去应力退火、高效、通用四大类产品。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3.1.产销量视角

公司产销规模整体呈现增长趋势。根据年报数据，公司 2025 年钢材产量为 2282 万吨，同比减少 2.3%；实现钢材销量 2267 万吨，同比减少 2.3%；2020 年-2025 年公司产销复合增速分别为 4.71%、4.6%，随着公司不断挖潜增效，产销规模仍有增长潜力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：2020-2024 分基地、公司产量变动情况（万吨）

分基地	分公司	持股比例	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
京唐基地	京唐公司	100%	1012	1433	1431	1437	1396
迁顺基地	迁钢公司	100%	821	821	811	871	888
	冷轧公司	70.28%	184	203	184	183	188
	智新电磁	66.23%	154	150	149	170	210

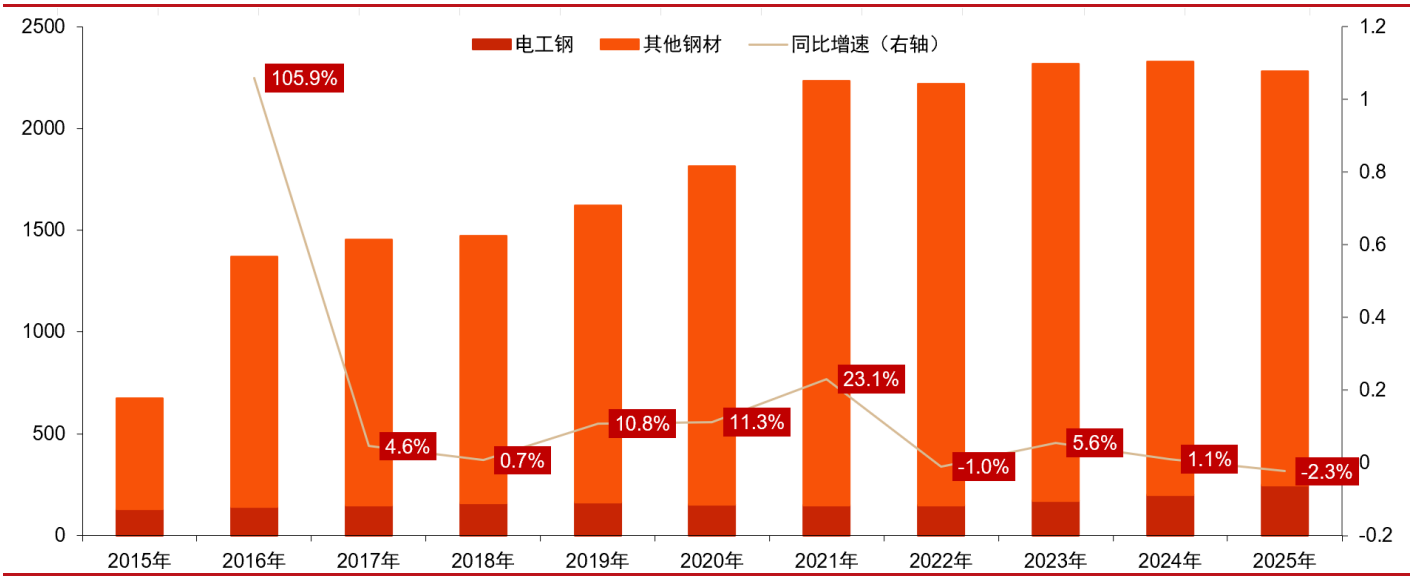
资料来源：Wind，公司官网，公司公告，国盛证券研究所（迁钢公司产量包含冷轧原料）

图表7：2015 年-2025 分产品产销量变动情况（万吨）

年份		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
钢坯	销量									12	12	11
热轧	销量									1208	1208	1132
冷轧	销量									935	935	876
电工钢	销量	132	141	150	160	163	154	150	148	170	199	248
钢材汇总	产量	1368	1371	1453	1470	1620	1813	2232	2218	2318	2330	2282
	YOY		0.2%	6.0%	1.2%	10.2%	11.9%	23.1%	-0.6%	4.5%	0.5%	-2.3%
	销量	1368	1394	1458	1469	1627	1810	2229	2207	2329	2354	2267
	YOY		1.9%	4.6%	0.7%	10.8%	11.3%	23.1%	-1.0%	5.6%	1.1%	-2.3%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所（2024 年-2025 年分项销量为测算值，假定电工钢产销规模相等）

图表8：2015 年-2025 年分产品销量与总销量变动情况（万吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所（假定电工钢产销规模相等）

1.3.2.营收、毛利率与净利率视角

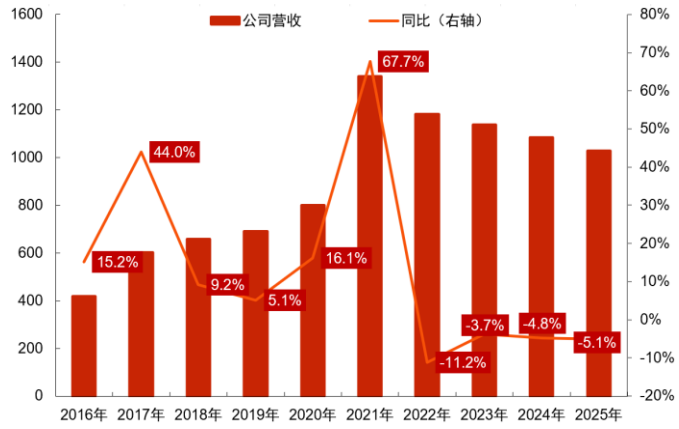
公司主营产品收入整体维持增长趋势，年度间营收与盈利随行业周期波动明显，2025 年已逐步走出 2022 年以来的盈利颓势：

- 公司 2016 年-2025 年，总营收规模从 418.5 亿元增至 1029.2 亿元，九年复合增速 10.5%；

下载日志已记录，仅供内部参考

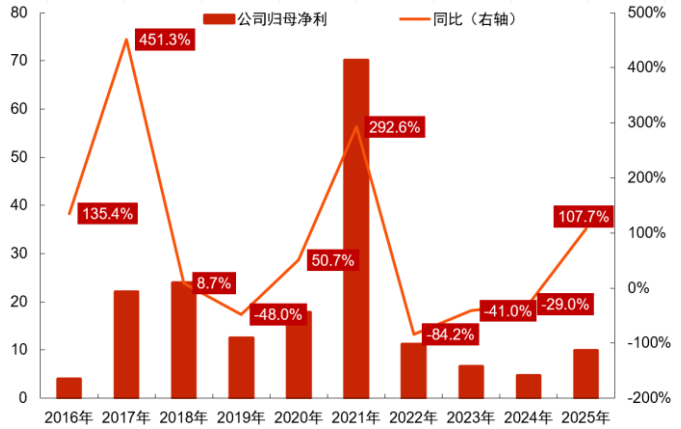
- 公司 2016 年-2025 年，归母净利规模从 4 亿元增至 10 亿元，九年复合增速 12.0%；
- 公司 2016 年-2025 年，整体毛利率从 11.6%降至 5.0%，同时 2025 年毛利率较 2023 及 2024 年持续改善；
- 分品种来看，公司 2025 年冷轧、热轧与钢坯销售毛利率均显著改善，金属软磁材料（电工钢）毛利率继续走弱。

图表9：公司总营收与同比增速（亿元，%）



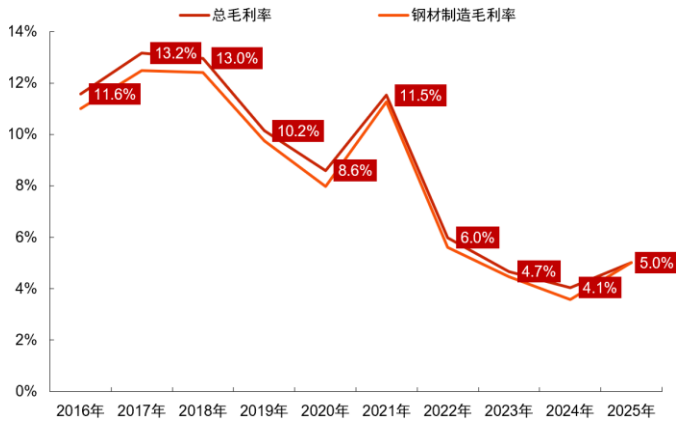
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：公司归母净利与同比增速（亿元，%）



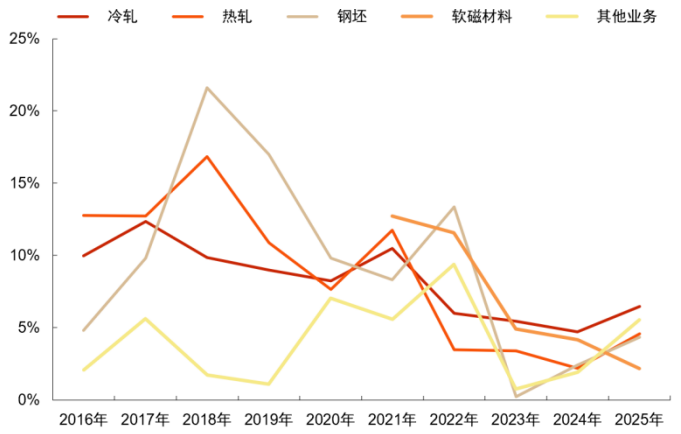
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：公司总毛利率与钢材产品毛利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表12：分类别毛利率（%）

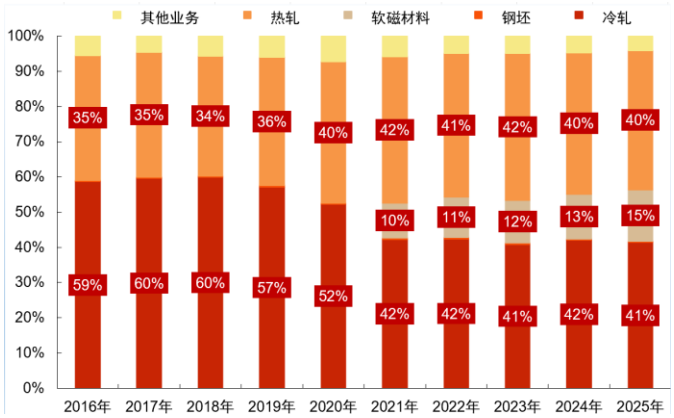


资料来源：Wind，国盛证券研究所（冷轧、软磁材料 2025 年毛利率为测算值）

- 分区域来看，国内市场是公司产品的主要销售区域，2025 年境内营收占比 92%，毛利占比 93%；

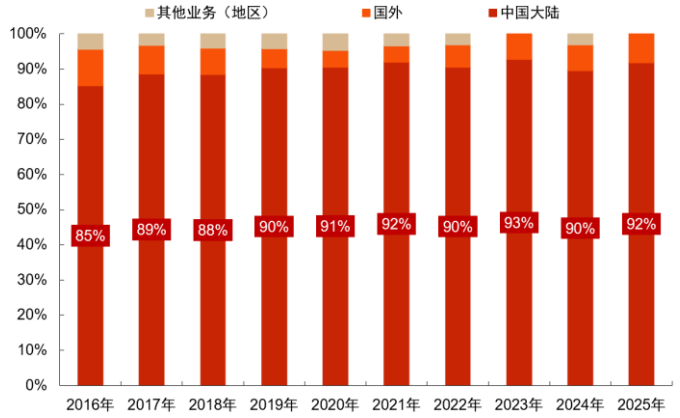
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：分产品营收占比



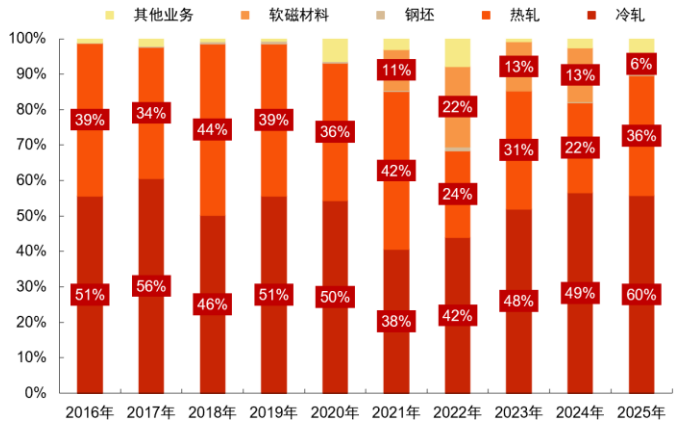
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表14：分地区营收占比



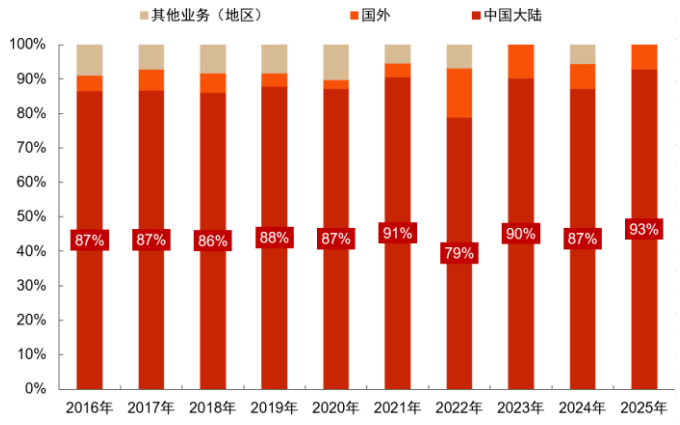
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表15：分产品毛利占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表16：分地区毛利占比

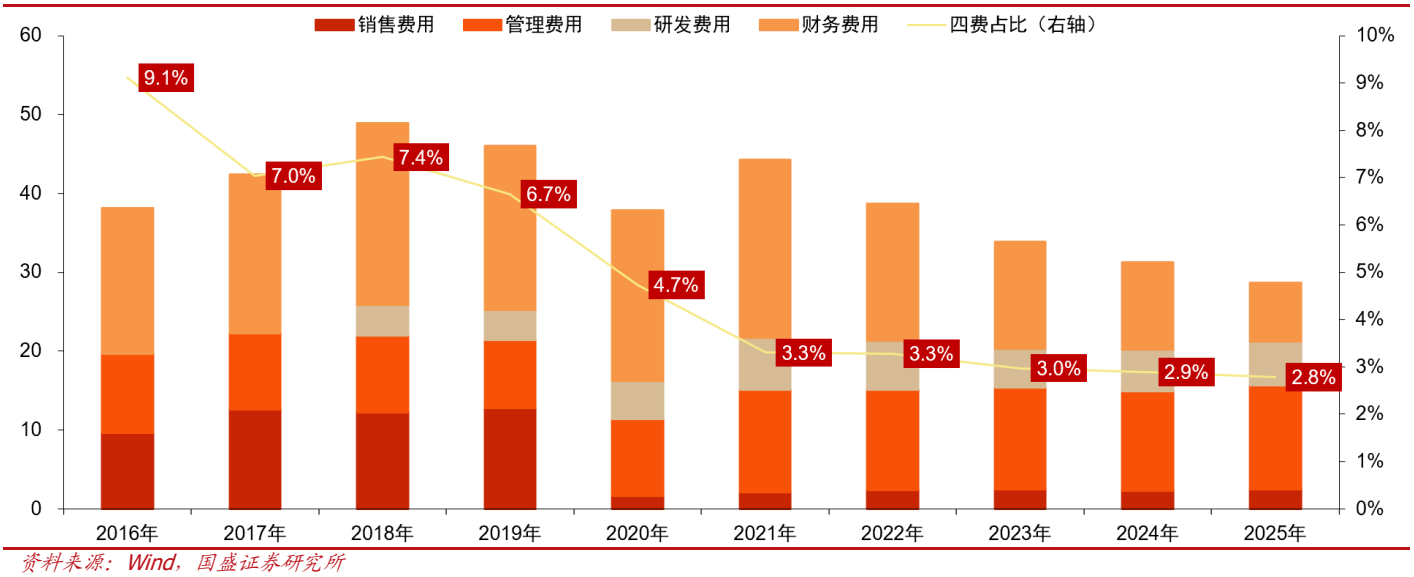


资料来源：Wind，国盛证券研究所

营收规模扩张的同时，公司四费稳步回落，2016 年-2025 年四项费用占营业收入的比重从 9.1%降至 2.8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：2016 年-2025 年四费及占比变动情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3.3.吨钢盈利视角

从吨钢口径来看，公司整体售价与毛利呈现出周期波动状态，2017-2021 年钢材盈利处于较高水平：

- 2016 年-2025 年，公司钢材吨售价从 2838 元增至 4356 元，2025 年电工钢售价最高，其次为冷轧板；
- 2016 年-2025 年，公司钢材吨成本从 2525 元增至 4137 元；
- 2016 年-2025 年，公司钢材吨毛利由 312 元降至 219 元。

从近三年经营数据来看，电工钢吨毛利持续回落，到 2025 年已经不及普钢产品，冷轧、热轧及钢坯产品均在 2025 年迎来吨毛利回升；从底层逻辑来看，电工钢行业产能大增影响公司利润实现，普钢部分则由于行业产能利用率的改善而盈利好转。

图表18：2016 年-2025 年主营产品吨钢数据（元/吨）

类别		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
吨售价	冷轧								4974	4871	4861
	热轧								3940	3600	3599
	钢坯								3518	2763	3896
	电工钢						8865	9055	8137	6987	6051
	钢材汇总	2838	3943	4222	3994	4097	5660	5095	4649	4386	4356
吨成本	冷轧								4702	4640	4547
	热轧								3805	3520	3434
	钢坯								3509	2696	3727
	电工钢						7738	8008	7736	6695	5919
	钢材汇总	2525	3451	3698	3604	3770	5022	4809	4441	4229	4137
吨毛利	冷轧								272	230	314
	热轧								134	80	165
	钢坯								8	67	170
	电工钢						1127	1047	401	292	132
	钢材汇总	312	492	524	390	327	638	286	208	157	219

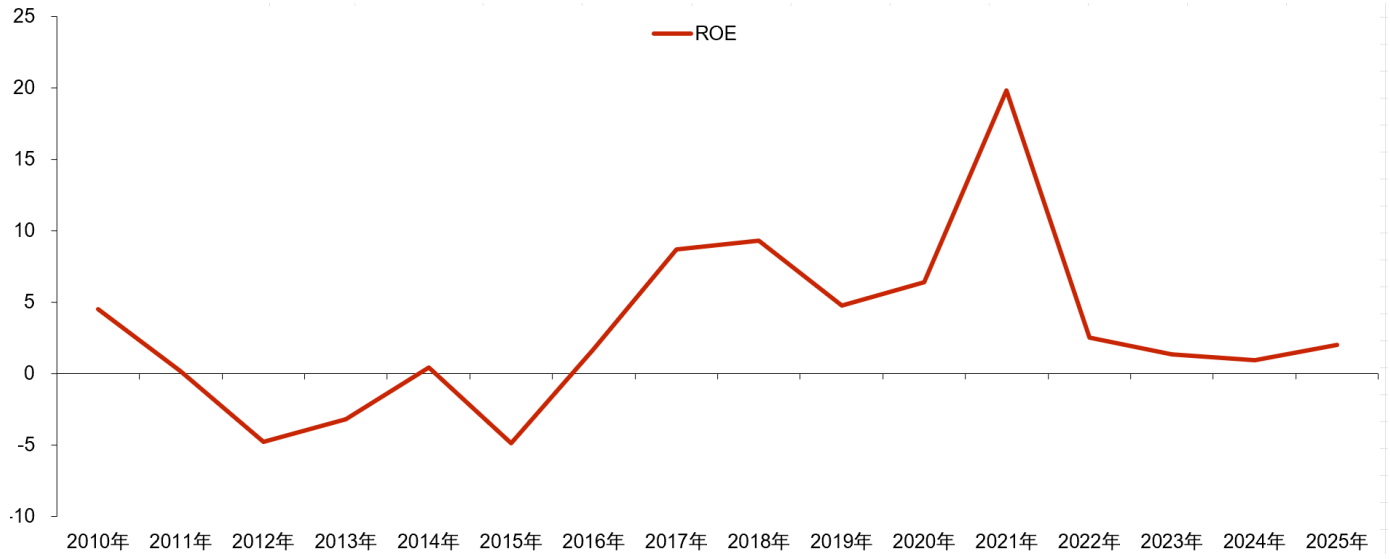
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所（公司 2021 年开始单独披露电工钢财务数据，2024 年-2025 年为预估数据）

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3.4.ROE 视角

从公司 ROE 变动情况来看，公司盈利能力波动较大，2021 年 ROE 接近 20%，2010 年以来的 ROE 均值在 3.1%左右，当前 ROE（2.0%）处于偏低水平，未来随着行业盈利向均值回归，从绝对收益的角度公司依然具备投资价值。

图表19：2010 年-2025 年公司 ROE 变动情况（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.公司吨钢相对优势持续扩大

2.1.公司吨钢成本越过高峰期

重资产周期行业核心竞争力主要体现在几个指标上：单位人工成本、单位折旧、单位管理费用与产品溢价。在钢铁行业体现的核心指标人均产钢量、人均薪酬、吨钢折旧、吨钢三项费用和吨钢溢价。

我们把竞争优势汇总（我们做的只是上市钢铁公司的成本曲线，行业内还存在以民营钢企为主的大量未上市钢铁产能，其中不乏行业优秀的产能资产，我们曾经也做过相同的比对，如果在实业中进行并购，也可以用以上方式进行测算。同时如果用海外竞争对手进行对照，中国钢铁工业竞争优势更加凸显）。我们可以看到**首钢股份**处于行业靠前位置（具体测算过程，可以参考我们 2025 年年度策略报告《人间正道是沧桑》）。

图表20：成本优势与产成品优势汇总后的综合参考成本（元/吨）

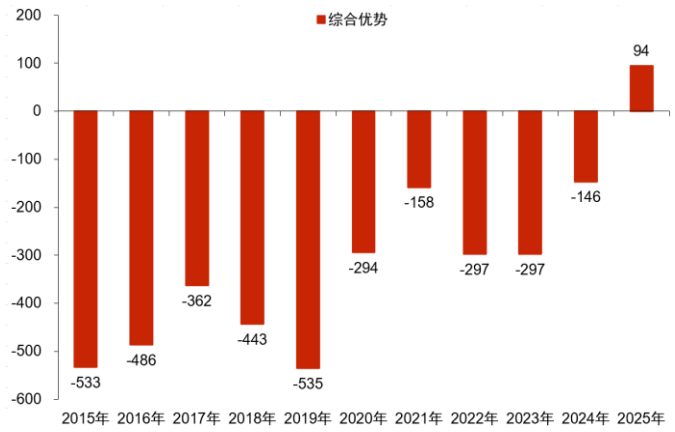
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
南钢股份	246	103	-28	-431	-909	-1525	-2010	-2281	-2281	-2121
宝钢股份	-3818	-1499	-1448	-1496	-1614	-1816	-2179	-1933	-1930	-2095
华菱钢铁	286	759	698	-7	-103	-614	-1104	-1548	-1311	-1108
方大特钢	651	694	861	519	355	636	-461	-2047	-1073	-522
首钢股份	**631**	**733**	**873**	**706**	**418**	**199**	**58**	**-23**	**-161**	**-318**
鞍钢股份	335	397	392	276	278	210	-315	-158	-77	-274
新钢股份	183	-48	-317	-552	-292	-55	127	91	-165	-67
河钢股份	682	536	365	93	404	520	158	190	20	36
中南股份	374	-62	152	156	47	-46	-642	-421	-52	39
山东钢铁	-2466	-1397	-35	-70	-378	-603	-645	-654	-664	171
三钢闽光	675	805	717	-49	246	427	454	374	293	252
安阳钢铁	495	1009	800	709	624	-67	318	358	91	298
重庆钢铁	2749	1384	901	603	569	387	489	473	451	369
柳钢股份	672	882	1016	744	830	992	423	473	349	370
凌钢股份	-687	-112	820	932	748	718	961	787	784	673

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

横向对比以普钢作为主业的可比公司，2018 年以来首钢的成本劣势逐步缩小，2025 年已具成本优势，从吨钢的角度来看，其成本已越过高峰期，其中吨钢人工、吨钢三费的贡献近几年小幅抬升，吨钢折旧水平整体变化不大，价格优势成为公司成本大幅改善的主要原因，不同环节的贡献如下所示：

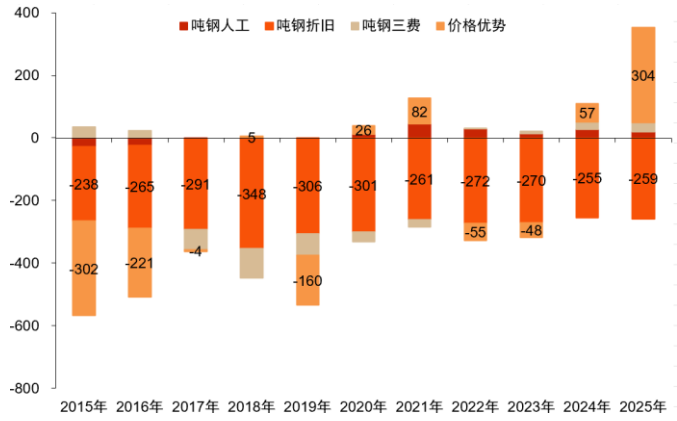
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：相对于行业均值公司优势（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表22：相对于行业均值公司优势分析（元/吨）

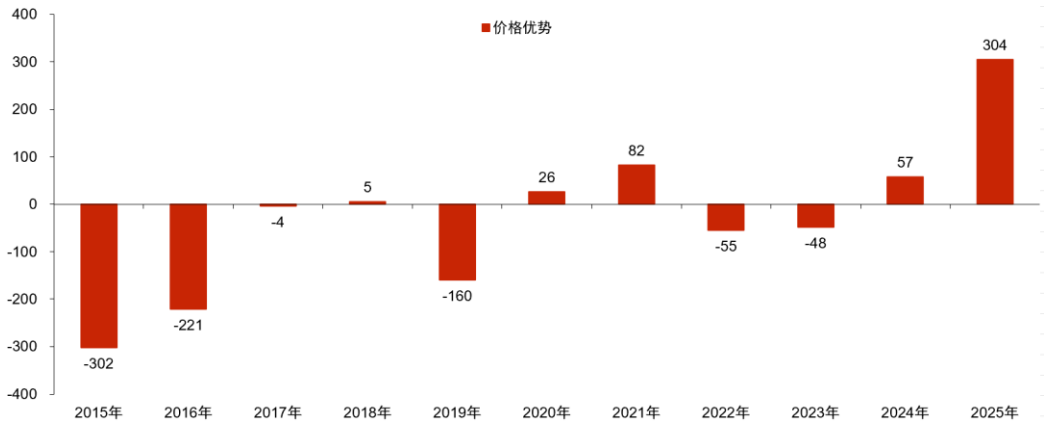


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

2.2.战略产品贡献了公司价格优势的主要部分

公司自 2011 年搬迁完成后产品定位从精品棒线材转向高端板材，坚持**电工钢持续引领、汽车板做精做强、镀锡（铬）板高端突破**的发展战略，不断提高战略及重点产品占比，促进产品质量和效益双提升。2025 年三大战略产品产量共计 782.5 万吨，同比增长约 11%，产量占比达 34.3%，较 2021 年提升 8.9pct，根据最新年报，公司计划打造**中厚板**成为第四大战略产品。

图表23：价格优势对成本优势的贡献（元/吨）

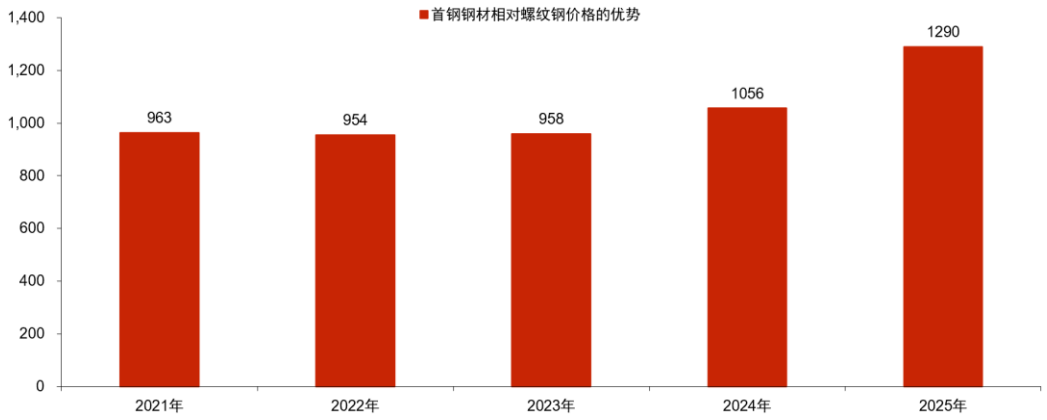


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所



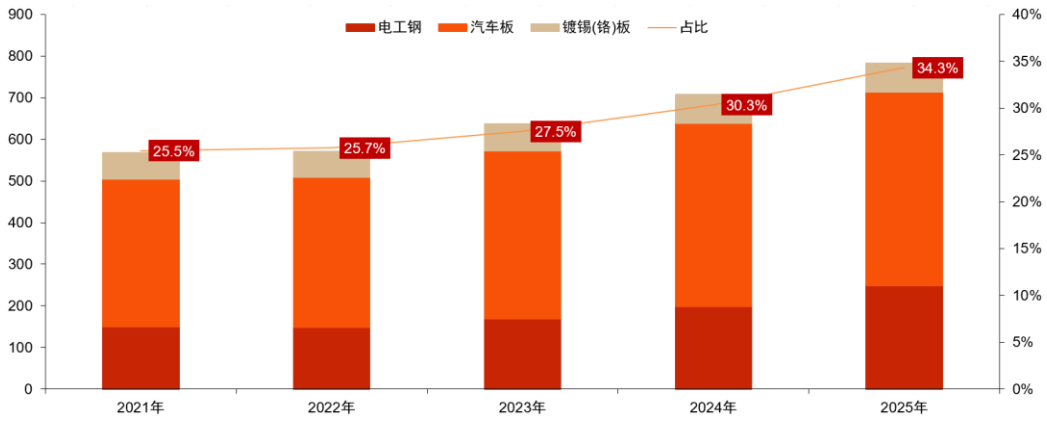
下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：公司钢材均价与螺纹钢价格的差价（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表25：公司战略产品历年产量及占比（万吨）

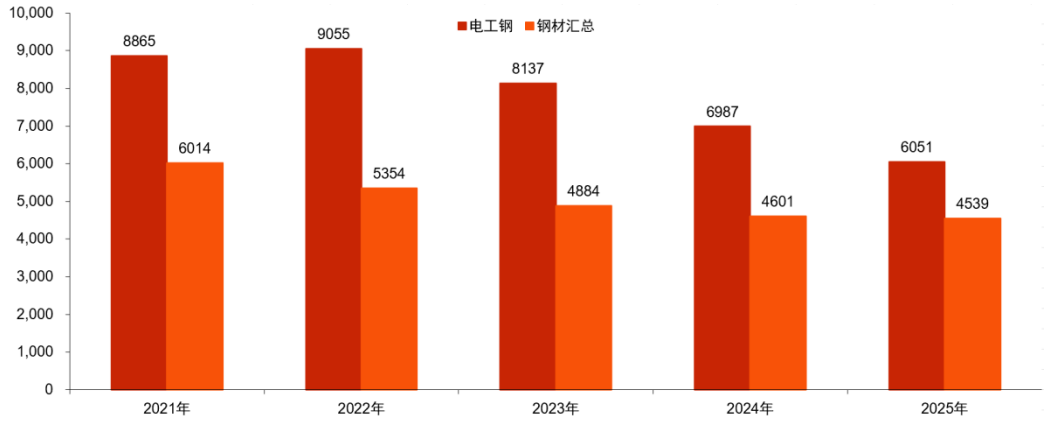


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

2.2.1.高端电工钢市占率维持市场头部水平

2014 年首钢智新开始在电工钢行业持续扩张，2021 年以来公司电工钢销量占比提升的同时，价格显著高于公司均价与行业均价，成为战略产品中对价格贡献最大的品种。

图表26：公司电工钢价格与钢材均价（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

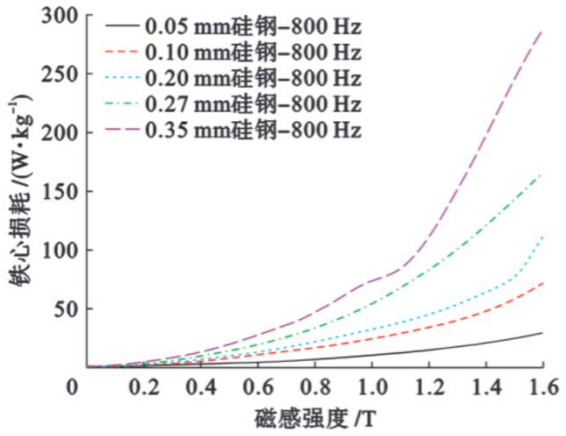
下载日志已记录，仅供内部参考

取向硅钢的产品可以通过两个维度进行分类，磁感度与厚度：

- 取向硅钢的性能一般通过其铁损、磁感等指标界定，通常可以通过牌号区分。取向硅钢铁损越低，磁感越高，性能越好，可使变压器电能损失降低。另一方面，其使得制造同容量变压器铁心的体积与重量减小，并节省硅钢片、电磁线和绝缘材料；取向硅钢生产后将会进行磁性能鉴定，磁感小于 1.88T 的即为一般取向硅钢（CGO），磁感大于 1.88T 的为高磁感取向硅钢（HiB）。

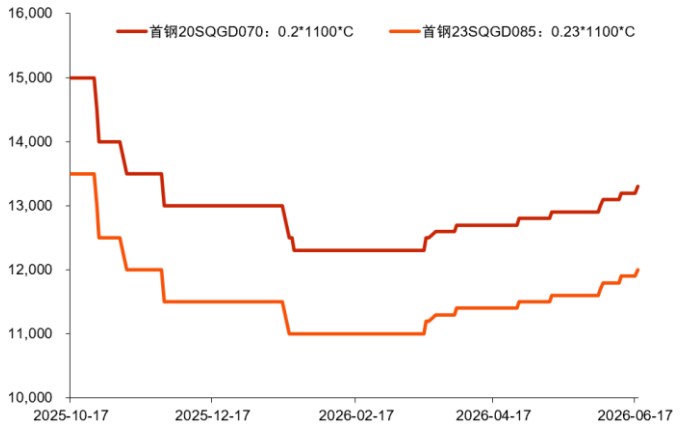
- 变压器损耗性能是变压器损耗和效率等关键性能的决定因素。变压器损耗一般可分为空载损耗和负载损耗，取向硅钢的铁损性能与两者都紧密关联。取向硅钢铁损主要由磁滞损耗和涡流损耗构成，前者由磁通流经取向硅钢时因为磁阻产生，后者是由于垂直于磁力线平面上产生的感应电势在取向硅钢叠片断面上形成闭合回路产生。**先进的薄规格高等级取向硅钢通过优化抑制剂体系等一贯制工艺控制晶粒尺寸、提升高斯晶核数的同时降低偏离角，可有效降低磁滞损耗及涡流损耗，继而大幅降低变压器铁损整体损耗**，根据《2024 年中国电工钢发展报告》，≤0.2mm 薄规格代表了取向硅钢高等级制造水平。

图表27：不同厚度硅钢材料的损耗特性曲线



资料来源：《新能源汽车驱动电机硅钢的性能需求研究进展》刘锦文等，国盛证券研究所

图表28：首钢不同厚度取向硅钢价格



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

首钢已建成世界首条具备 100%薄规格、高磁感取向电工钢生产能力的专业化生产线，应用实现特高压直流、交流输电领域全覆盖，稳居材料供应商世界第一阵营，2024 年≤0.2mm 取向硅钢市占率全国第一，具备持续竞争优势，2024 年我国取向硅钢年产量前十企业生产情况如下，当前 HiB 取向硅钢产量超 10 万吨的仅有三家企业，首钢仅次于宝钢。

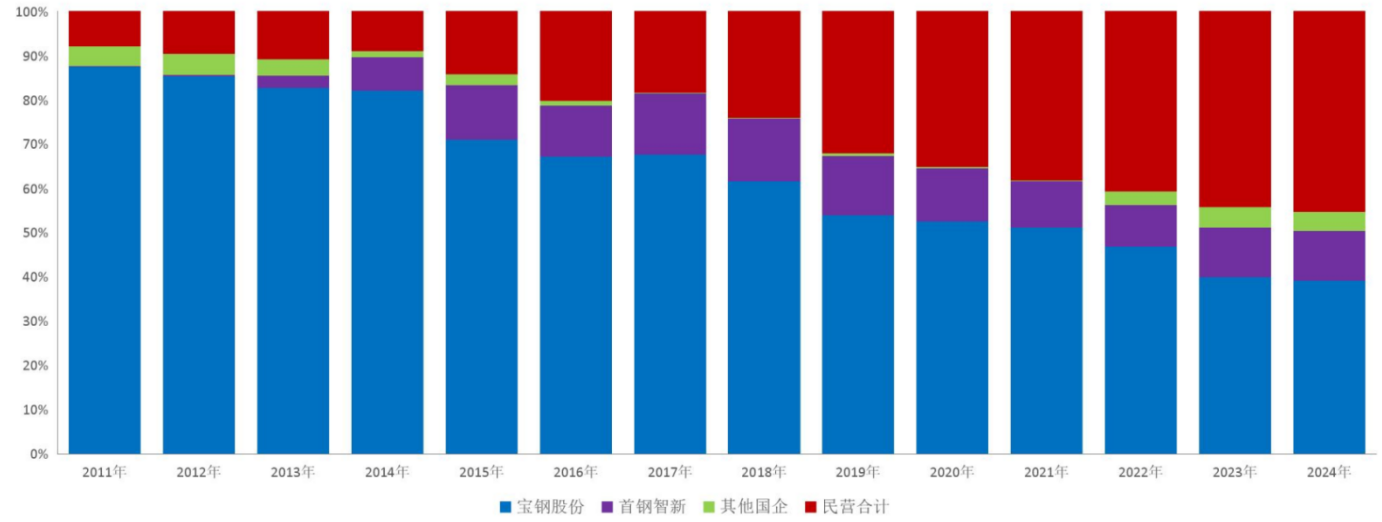
下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：2024 年我国取向硅钢产量前十企业情况（万吨）

	总产量	HiB	CGO	最高能力排号
宝钢股份	115.35	115.35	0	B18R055
首钢智新	33.2	33.2	0	18SQGD055
湖南宏旺	24	24	0	18-65
重庆望变	16.1	6.4	9.8	23-080
包头威丰	12	6.3	5.7	23QGH085
浙江华赢	9.6	0	9.6	27KQ90
太钢不锈	7.9	7.6	0.3	20TQGR070
新普电气	7.9		7.9	18-75
以利奥林	7.6	2.5	5.1	23/80
宁波银亿	7	0.9	6.1	

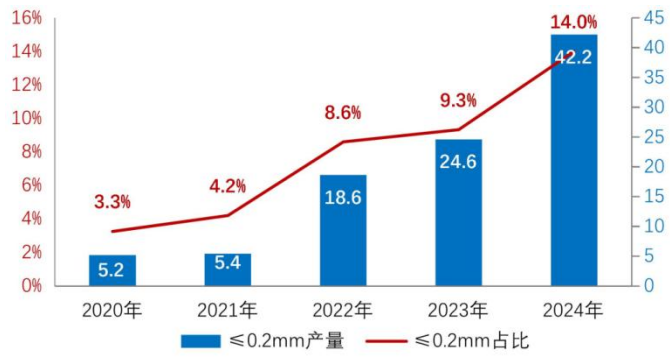
资料来源：中国金属学会，国盛证券研究所

图表30：2011-2024 年我国各类型取向硅钢企业产量占比变化趋势



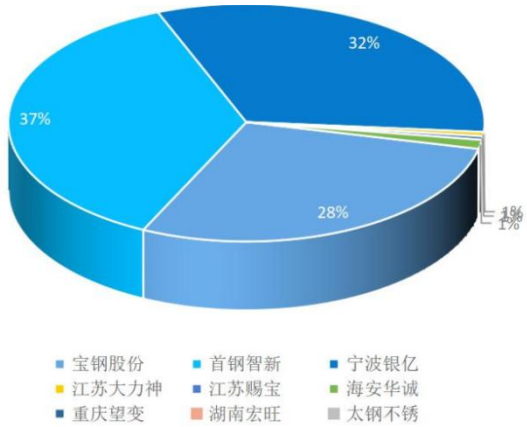
资料来源：中国金属学会，国盛证券研究所

图表31：2020-2024 年≤0.2mm 取向硅钢产量及占比（万吨）



资料来源：中国金属学会，国盛证券研究所

图表32：2024 年我国≤0.2mm 取向硅钢钢厂分布



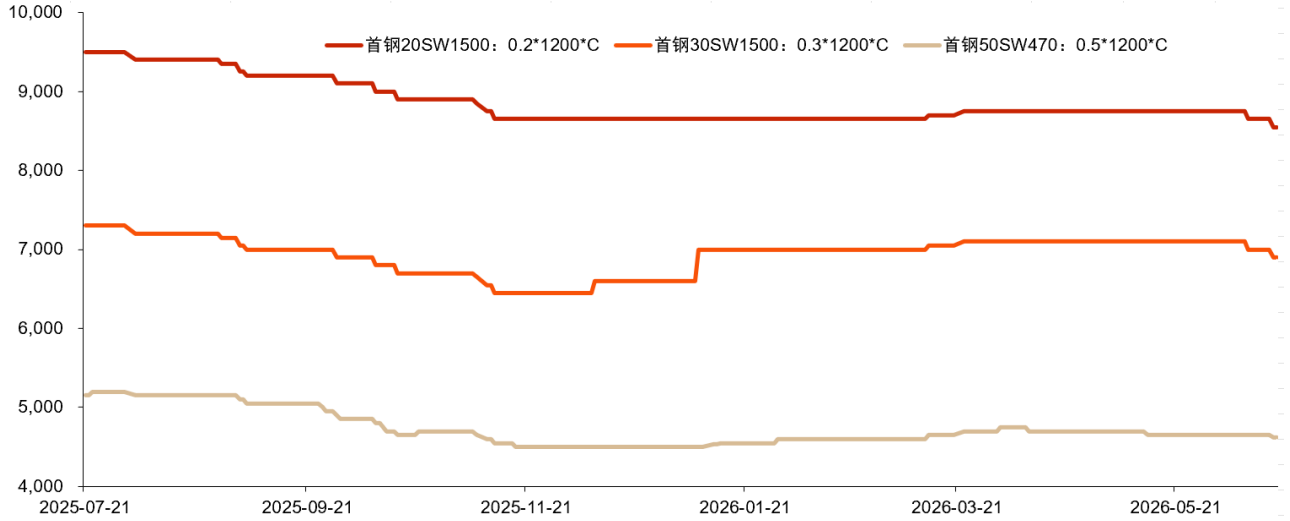
资料来源：中国金属学会，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司**无取向硅钢**产品包括新能源汽车、去应力退火、高效、通用四大类，拥有全球首条面向新能源汽车的高牌号无取向电工钢生产线，2025 年高牌号无取向电工钢产品产量同比增长约 17%，其中新能源汽车用产品产量同比增长约 28%，为全球及国内销量前十的新能源车企稳定供货，国内每 3 辆新能源汽车就有 1 辆搭载“首钢芯”。从新能源驱动电机用无取向硅钢产量占比来看，首钢股份市占率仅次于宝钢股份，位居市场第二，具有显著的规模优势。

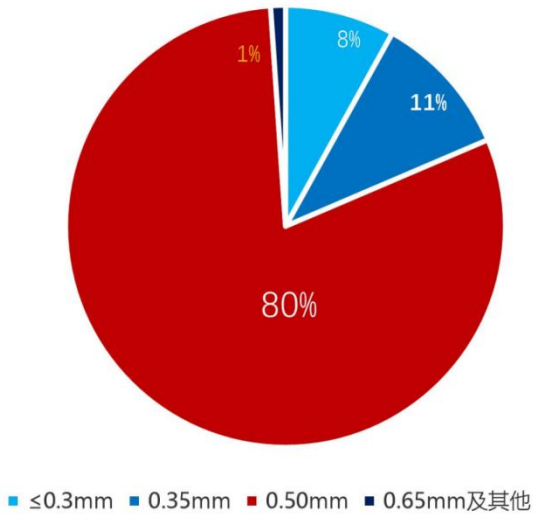
技术方面，硅钢厚度直接影响电机涡流损耗。为了减少涡流损耗，提高能量转换效率，需要使用更轻更薄的硅钢片，2024 年具有量产厚度≤0.15mm 条件的主要有宝钢股份、**首钢智新**、宝武太钢、宝武新钢等企业，首钢股份处于行业第一梯队。

图表33：首钢不同厚度无取向硅钢价格分布（元/吨）



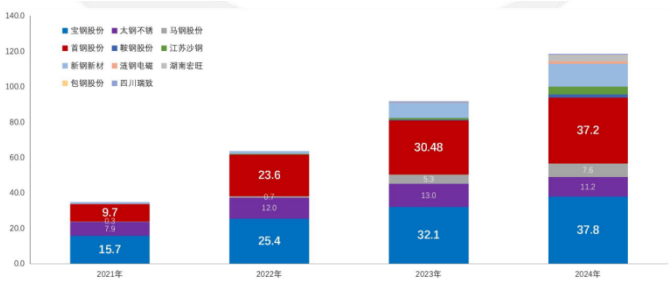
资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表34：2024 年我国无取向硅钢全行业结构比例



资料来源：中国金属学会，国盛证券研究所

图表35：2024 年我国新能源驱动电机用无取向硅钢产量比例



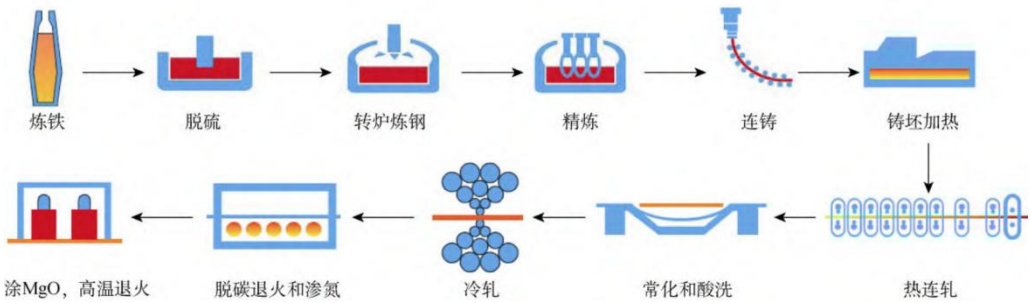
资料来源：中国金属学会，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.2.电工钢技术积累助力后续优势扩大

新日铁在 1987 年申请的专利中指出，铸坯经 1100~1200℃加热，经常化退火、一次大压下冷轧和脱碳退火后，在 MgO 涂层中加入质量分数约为 5%的氮化锰作为渗氮剂，在高温退火（H2+N2 气氛）过程中实现渗氮，新日铁八幡厂于 1996 年实现了低温渗氮的 Hi-B 钢工业化生产。低温渗氮 Hi-B 钢制造工艺流程如下所示：

图表36：低温渗氮 Hi-B 钢制造工艺流程



资料来源：《取向硅钢制备工艺及其发展趋势》宁旭等，国盛证券研究所

板坯低温加热渗氮工艺制备 Hi-B 钢，作为当前的热点技术，是目前世界各大取向硅钢生产厂和科研机构研究最多的一种技术，其加热温度（1100~1200℃）低，具有节能、环保等优点，并能降低生产成本。自日本新日铁之后，日本 JFE 钢、首钢等均对低温渗氮 Hi-B 钢进行了大量的研究，日本新日铁、韩国浦项、中国宝钢、武钢已将该技术应用到工业化生产。各厂家的脱碳渗氮技术如下表所示，从工艺参数而言，首钢股份已跻身全球技术相对领先地位，国内与龙头宝钢股份基本相当。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表37：低温渗氮 Hi-B 钢脱碳渗氮工艺特点及产品性能

厂家	抑制剂	脱碳渗氮工艺特点	磁性能
新日铁	AlN+MnS+Sn	采用快速感应加热进行脱碳退火，以 40~300℃/s 的速度升温到 800~850℃，保温 90~120s，气氛为氧化度为 0.06 的 N2+H2 混合气氛；脱碳后在 750~800℃的 N2+H2+NH3 气氛中渗氮 30~60s，渗氮后钢中氮含量控制在 180×10-6~250×10-6（质量分数）	0.22mm 产品，B8≈1.94T，P17/50≈0.68W/kg
J		初次再结晶退火过程中，从 500℃升温到 700℃时，加热速率≥50℃/s，（820~860）℃×（60~120）s 脱碳；脱碳后采用 2 段式渗氮，第 1 段渗氮温度为 900~950℃，渗氮时间为 5~60s，第 2 段渗氮温度为 750℃，渗氮时间为 30s	0.27mm 产品，B8≈1.93T，P17/50≈0.94W/kg
浦项	AlN+MnS	同步进行脱碳退火和渗氮，脱碳渗氮温度为 845℃，气氛为 74.5%H2+24.5%N2+1%NH3（体积分数），露点温度为 65℃，脱碳渗氮时间为 160s，渗氮质量为 170×10-6~210×10-6（质量分数）	0.3mm 产品，B8≈1.95T，P17/50≈0.92W/kg
宝钢	AlN+Cu2S+Sn+Bi	采用 2 段式脱碳退火，第 1 段脱碳时间为 80~160s，温度为 800~900℃，脱碳气氛分压比 p（H2O）/p（H2）=0.4~0.75，第 2 段脱碳时间为 40~60s，退火温度为 800~950℃，脱碳气氛分压比 p（H2O）/p（H2）<0.4；渗氮温度为 750~900℃，渗氮时间为 5~50s，渗氮气氛为 N2+H2+（0.1%~15%）NH3（体积分数），渗氮量为 50×10-6~250×10-6（质量分数）	0.3mm 产品，B8≈1.95T，P17/50≈0.91W/kg
武钢	AlN+MnS+Sn	脱碳退火时，炉内 p（H2O）/p（H2）=0.22~0.27，气氛为加湿的 H2+N2 混合气，脱碳退火温度 T=682.4+169.5×（D-d）/D，D 和 d 分别为热轧板厚度和成品厚度；脱碳后进行渗氮，钢板在 2s 内升温至 880~920℃，气氛为干的 NH3+H2+N2 混合气氛，渗氮量为 120×10-6~180×10-6（质量分数）	0.2mm 产品，B8≈1.93T，P17/50≈0.77W/kg
首钢	AlN+MnS+Sn+P	温度为 850℃，露点为 40~70℃的 H2+N2 气氛下进行 100~300s 脱碳退火；脱碳后进行渗氮处理，渗氮处理温度为 750℃，渗氮气氛为 N2+H2+（0.3%~15%）NH3（体积分数）	0.3mm 产品，B8≈1.94T，P17/50≈1.17W/kg

资料来源：《取向硅钢制备工艺及其发展趋势》宁旭等，国盛证券研究所

2.2.3.汽车板竞争优势有望持续扩大

在过去的 10 余年里，首钢致力于高疲劳性能要求的材料研发，形成了冷成形用超高强钢、高耐蚀汽车板以及热成形钢三大类产品，其开发的 650-850MPa 级先进高强车轮用钢助力首钢车轮钢连续 10 年国内市场占有率第一（大于 50%），车轮重量由 50kg 降至 28kg，制造的轻量化车轮国内首家通过了全球最严苛的双轴疲劳安全实验；桥壳钢最高强度达到 750MPa，生产工艺涵盖了热压、冷压、胀形等先进制造工艺；轴管钢最高强度突破 800MPa。在此基础上，首钢还开发了超薄规格（厚度 h≤1.2mm）、超高强度（980-1300MPa）、超优板形（不平度在 3mm/m 及以下）且具备耐蚀特性的 TMCP 态超高强钢。

图表38：首钢股份汽车板分类及产品序列

类型	产品
冷成形用超高强钢	产品覆盖 DP 钢、CP 钢、DH 钢、CH 钢、TB 家实现 DH 钢产业化应用的钢企，产品强度 590-1180MPa，镀层类型包括 CR、GI、GA 和锌铝镁镀层（ZM）等，成功自主研发了汽车用高性能复相钢系列产品，解决了复相钢生产能耗高、性能波动大、零件局部成形能力不足、极限规格产品板形不良等制约稳定生产和使用的难题
高耐蚀汽车板	成功开发了商业化的锌铝镁镀层钢板，开发了汽车底盘用热轧锌铝镁镀层钢板
热成形钢	实现了 1500-2000MPa 级产品全覆盖，产品包括裸板、铝硅镀层及纯锌镀层产品

资料来源：《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》韩赞等，国盛证券研究所

以热轧酸洗钢板为例，首钢已具备 980MPa 级及以下热轧酸洗先进高强钢产品批量供货能力，实现双相钢、高扩孔钢和复相钢等先进高强钢的批量稳定供货。首钢热轧酸洗先进高强钢产品大纲见下图。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：首钢热轧酸洗先进高强钢产品大纲

高强钢	450 MPa	500 MPa	540 MPa	580 MPa	690 MPa	780 MPa	980 MPa
双相钢			●	●	○	○	
高扩孔钢	●		●	●		●	○
复相钢						●	○
相变诱导塑性钢				◎		○	

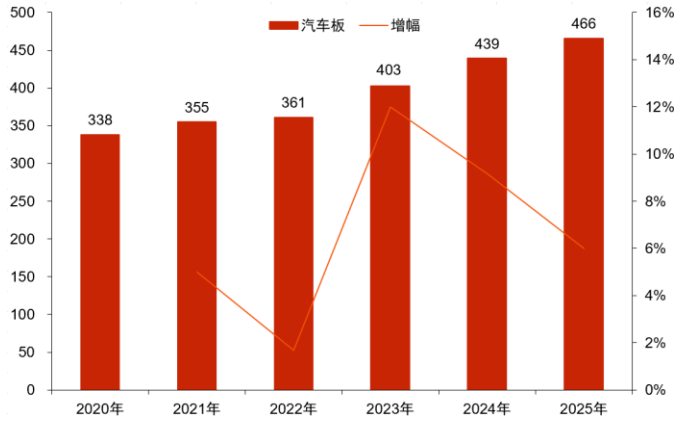
注：●表示批量供货，◎表示小批量供货，○表示完成研发。

资料来源：《首钢热轧酸洗先进高强钢的开发与进展》郭子峰等，国盛证券研究所

首钢股份 2025 年汽车板产量 466 万吨，同比增长约 6%，占总产量比例为 20.4%，其结构进一步优化，镀锌、高强、外板产量同比分别增长约 8%、19%、9%；优势产品大幅增量，锌铝镁、镀铝硅产品产量同比分别增长约 39%和 12%，2200MPa 级别热成型钢、高强高塑性汽车外板具备批量供货能力。

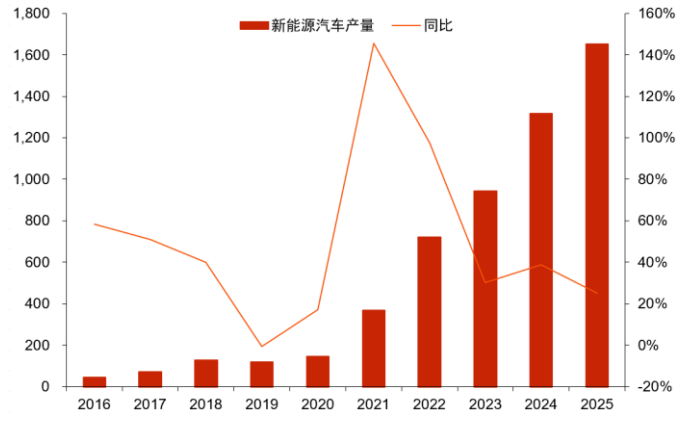
其中公司新能源汽车产品处于行业领先地位，保持国内约三分之一的市场份额，公司 2025 年新能源汽车用产品供货量同比增长约 34%，低碳排放汽车钢产品获得头部车企的批量应用，**在建年产能 45 万吨的高端汽车外板产线，预计 2027 年投产**。

图表40：公司汽车板产量及同比增速（万吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表41：中国新能源汽车产量及同比增速（万辆）



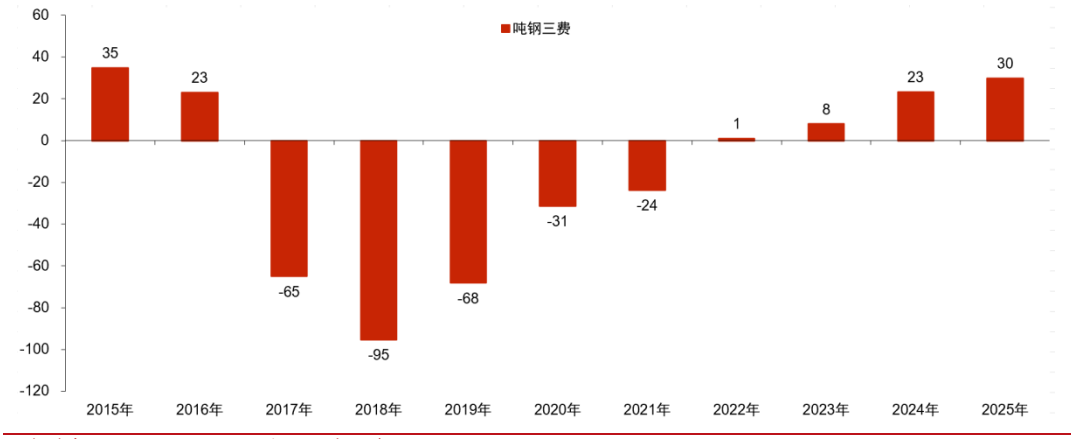
资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.3.供应链金融协同机制全面降低企业费用

从 2015 年以来的公司吨钢费用与行业均值的对比来看，2018 年以来公司费用部分优势逐渐累积，2022 年以来吨钢费用进入正向贡献阶段，当前费用优势仍在逐步扩大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表42：吨钢三费对成本优势的贡献（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

从公司发展历史来看，这一趋势是有迹可循的，这一趋势与京西供应链、普惠产业金融有着较大关联，首钢集团依托近 3000 万吨的钢铁产能，在整合供应链的基础上发展供应链金融，为链上中小企业提供便捷融资渠道的同时，实现了供应链上的降本增效，首钢集团发展供应链金融的时间轴如下图所示。

图表43：首钢供应链金融发展历程

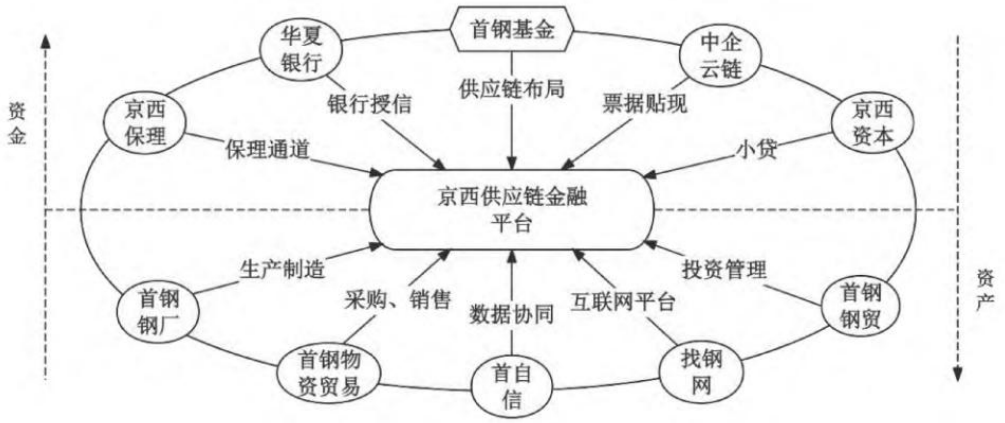
时间	供应链发展
2014 年 4 月	首钢集团与北京市政府联合发起设立京西商业保理有限公司，为客户提供应收账款管理、商业保理、信用担保等服务。
2014 年 12 月	首钢集团发起设立北京首钢基金有限公司，布局供应链金融业务，致力向城市综合服务商转型。
2018 年 4 月	首钢集团设立北京京西供应链管理有限公司，为客户提供供应链管理服务。
2018 年 6 月	首钢集团在港上市子公司首惠产业金融（原首长四方）收购了来自首钢基金体系内的京西保理、首华京西、京西供应链三家公司的部分股权。
2020 年 2 月	首钢基金收购了首惠产业金融 4 亿股公司股份，增持首惠产业金融。
2020 年 12 月	首惠产业金融实现对京西供应链管理公司 100%控股，同时首惠产业金融持有京西商业保理有限公司 41.4%的股权，为首钢集团上下游中小企业提供低成本、无质押担保的供应链融资服务。

资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

首钢基金出资打造京西供应链金融平台，资金方面通过华夏银行授信、中企云链票据贴现的方式获取资金，并由首钢钢贸投资管理公司进行投资管理。交易方面由首钢各大钢厂进行生产制造提供相应的产品，并由首钢物资贸易企业与链上企业进行采购与销售的交易。技术方面由首钢自动化信息技术有限公司提供数据支持，并链接到互联网钢铁电商平台找钢网。供应链金融业务方面通过京西保理的商业保理、京西资本的小贷业务为链上企业提供融资支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

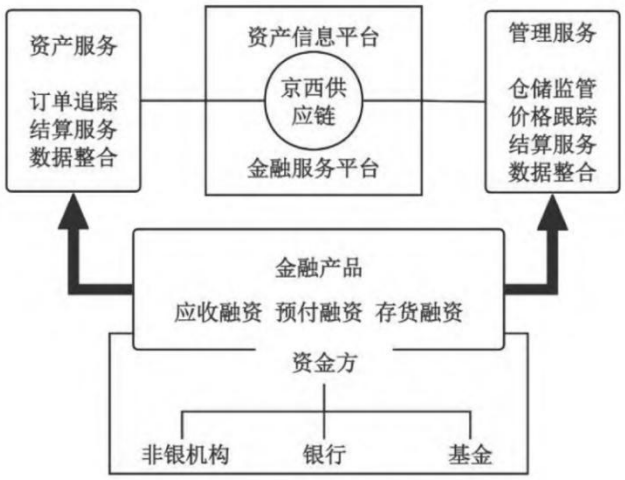
图表44：京西供应链金融平台内部结构



资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

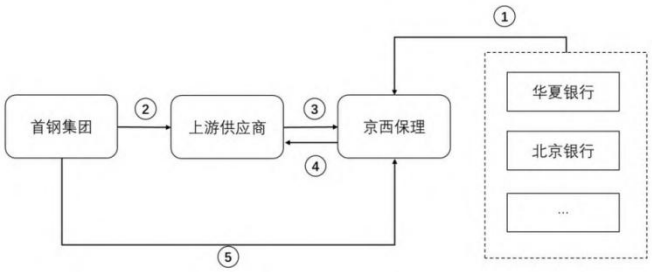
在京西供应链金融平台的应用上，首钢主要通过**应收账款融资、预付账款融资、存货融资**三种融资模式为供应链上游的供应商，供应链下游的钢贸商和终端企业提供融资方案及服务，实现供应链的整体优化。并且通过整合资产、资金数据形成资产信息平台和金融服务平台，为上下游企业提供订单追踪、结算服务、数据整合等资产服务，以及仓储监管、价格追踪、数据风控、货物处置等管理服务。同时通过信息数据的整合，将融资信息传递至资金提供方，通过金融产品为资金需求方提供服务。

图表45：京西供应链金融平台业务应用



资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

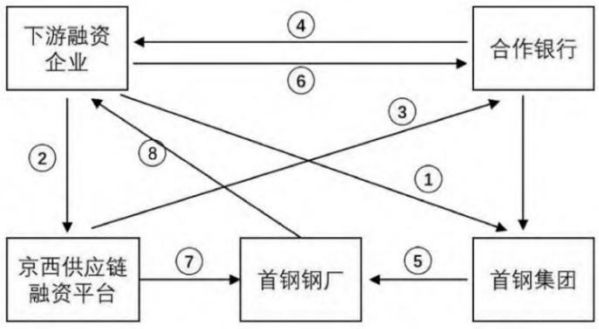
图表46：首钢集团应收账款融资模式



资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

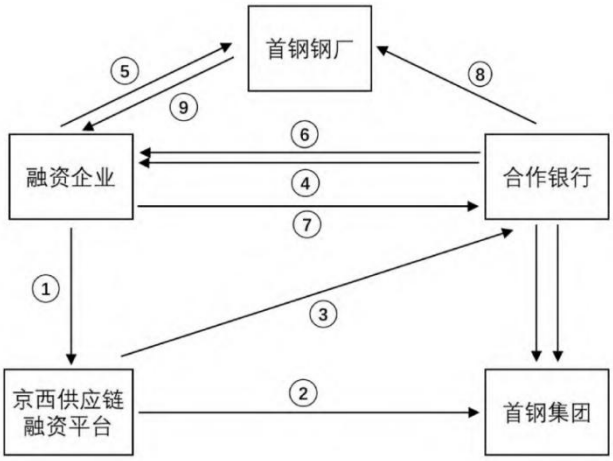
下载日志已记录，仅供内部参考

图表47：首钢集团预付账款融资模式



资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

图表48：首钢集团存货融资模式



资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

图表49：不同融资模式与实施方式

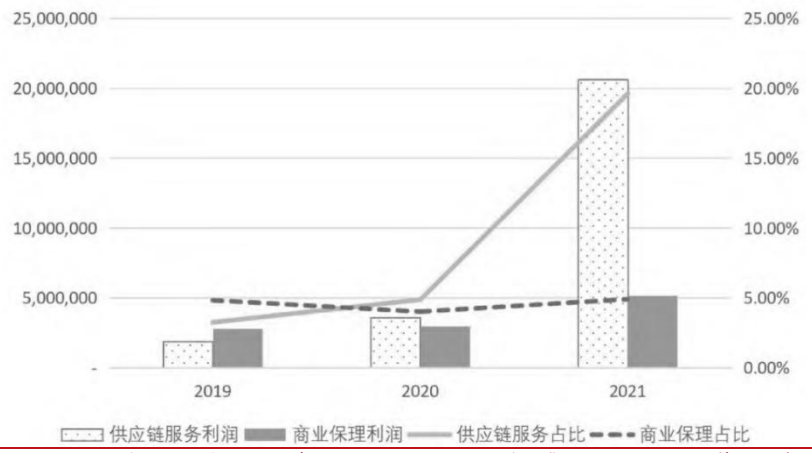
融资模式	实施方式
应收账款融资	①金融机构（华夏银行、北京银行等）向京西保理提供授信额度； ②首钢集团向上游供应商采购并发出应收账款单据； ③上游供应商向京西保理提交应收账款融资申请； ④京西保理确保应收账款的真实性，为上游供应商提供应收账款融资； ⑤还款期到后，首钢集团向京西保理支付货款。
预付账款融资	①下游钢贸商与首钢集团签订合同； ②下游钢贸商企业提出预付账款融资申请； ③京西供应链平台将融资信息传递给合作银行； ④合作银行对融资企业进行资质审核，审核通过后发放融资资金； ⑤首钢集团组织生产并将货物存放至首钢钢厂进行质押； ⑥下游钢贸商向合作银行偿还融资； ⑦京西供应链平台确认资金收回后，为下游钢贸商出具提货许可； ⑧首钢钢厂结束质押，并将货物配送至下游钢贸商。
存货融资	①融资企业提出存货融资申请； ②京西供应链融资平台与首钢集团确认回购意向； ③京西供应链融资平台向合作银行提供存货资料； ④合作银行与融资企业、首钢集团签订三方存货融资协议； ⑤融资企业将货物发至首钢钢厂的监管仓库； ⑥入库审核后，合作银行向融资企业发放资金； ⑦融资企业向合作银行偿还融资； ⑧合作银行为首钢钢厂开具提货许可； ⑨融资企业在首钢钢厂的监管仓库提货

资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

- **收益增厚：**首钢集团成立的京西商业保理有限公司与京西供应链管理有限公司为上下游企业提供商业保理、供应链服务等业务。2019 年首钢整合供应链金融业务，京西保理与京西供应链管理公司被首钢集团的香港上市公司首惠产业金融收购。通过首惠产业金融的年报可以收集到 2019 年后首钢供应链金融业务的具体利润构成，2019 年首钢商业保理创造的利润 200 万元，2021 年攀升至 500 万元，占营业利润的比重在 5%左右。首钢供应链服务创造的利润从 2019 年的 180 万元攀升至 2021 年的 2000 万，占营业利润的比重从 5%提升至 20%。

下载日志已记录，仅供内部参考

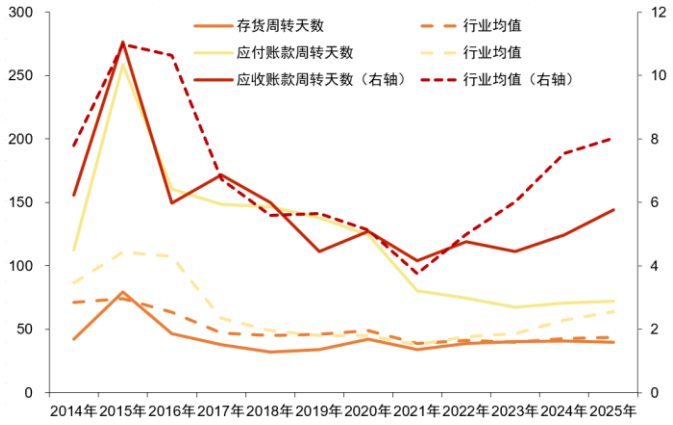
图表50：2019—2021 年首钢集团供应链金融板块利润构成



资料来源：《核心企业开展供应链金融的业绩驱动效应研究——以首钢集团为例》孙军鹏等，国盛证券研究所

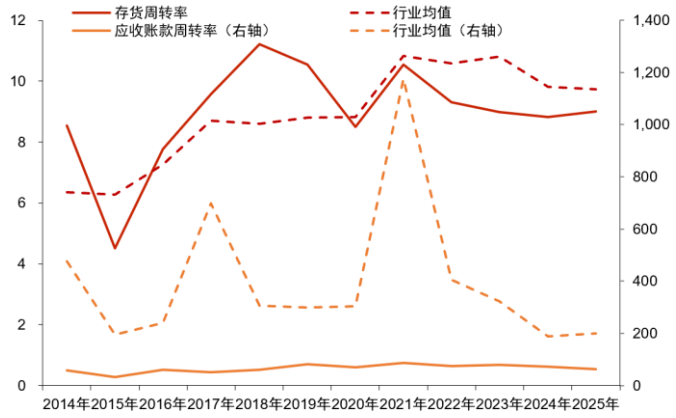
- **提升营运资金效率：**首钢通过供应链金融体系的建设，加深了与下游企业的合作关系，使得应收账款的周转速度不断加快，并且提高了存货的管理能力，营运资金管理更加有效。首钢股份的应付账款周转天数也显著高于同行业水平，公司与上游企业的议价能力较强，可以更多地占用供应商货款来补充营运资本。

图表51：首钢股份各项周期与行业均值对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表52：首钢股份周转率与行业均值对比

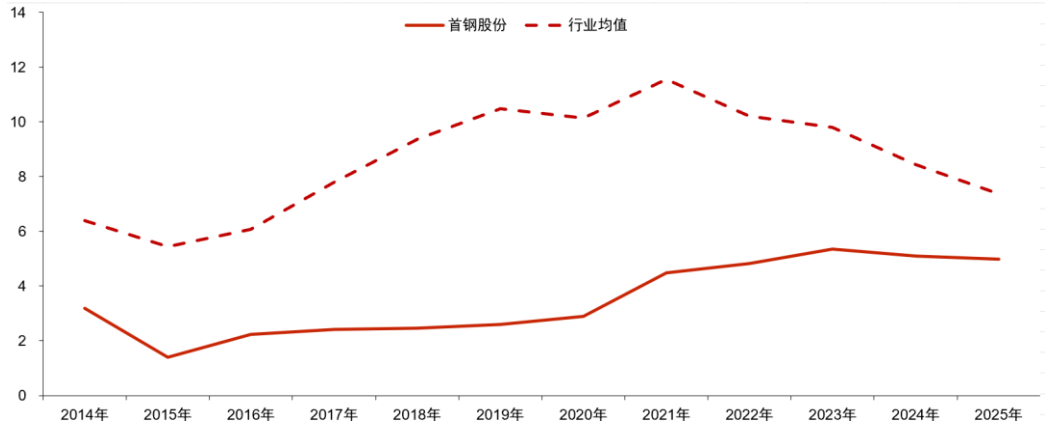


资料来源：Wind，国盛证券研究所

首钢对于上游企业的议价能力较强，能够更多地占用上游企业的资金。原因在于公司通过提供商业保理服务，为供应链上游企业提供资金支持，缓解了上游企业的融资压力，巩固了与上游企业的合作关系，从而能够更长时间地占用上游企业的无息资金，提高资金的使用效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

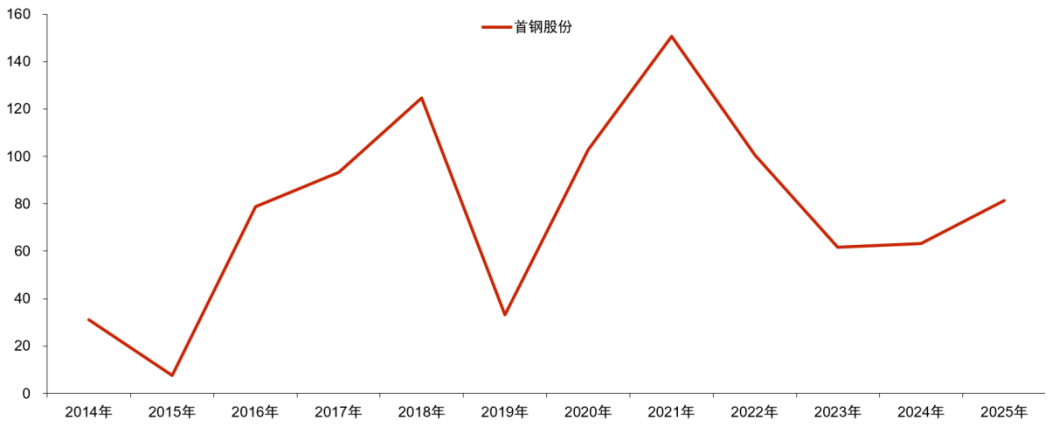
图表53：首钢股份应付账款周转率与行业均值



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **经营现金流持续优化：**除受行业影响的 2015 年和 2019 年外，首钢其余年份经营活动产生的现金流量净额呈增长趋势，随着供应链金融业务不断发展，使公司经营活动创造现金的能力不断提升，对上下游资金的运用更加有效。

图表54：首钢股份经营活动产生现金流量净额（亿元）

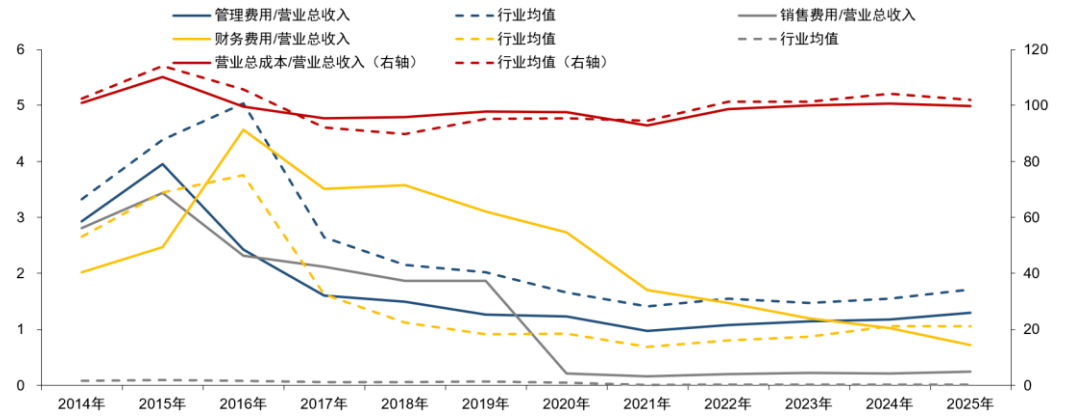


资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **费用成本降低：**首钢与主要的铁矿石和煤炭供应商保持着长期的合作关系，对原材料采购实施统一管理，并通过供应链金融业务的开展与上游供应商联系得更加紧密，在费用方面，通过对比发现首钢股份的期间费用率在 2014—2021 年有所下降，其中销售费用率和财务费用率在同行业中处于较高水平，管理费用率处于较低水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

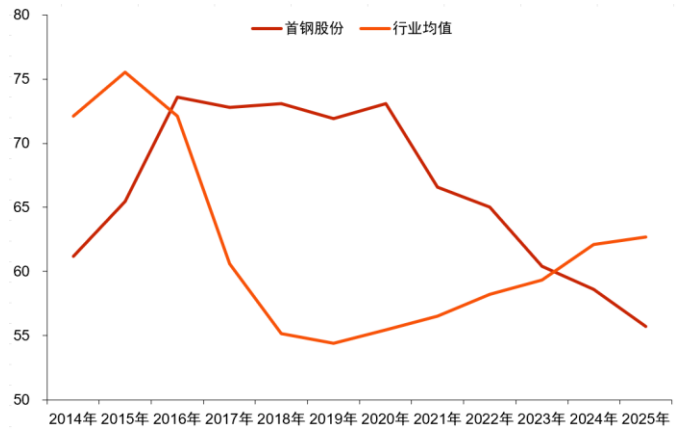
图表55：首钢股份成本费用率与行业均值对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

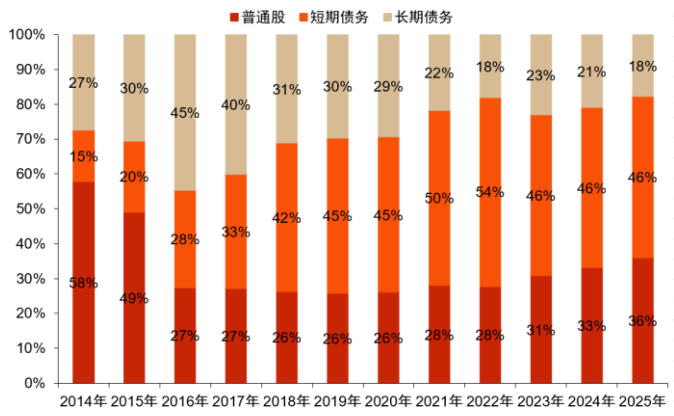
- **融资成本降低：**首钢股份通过供应链金融建设使企业持续发展壮大，利用供应链金融提供的更为真实、透明、全面的交易信息，减少了自身与银行之间的信息不对称程度，逐渐提升自身的信用水平。2014 年以来其短期债务占比从 14.6%大幅提高到 2025 年的 46.3%，长期债务占比从 2016 年的 44.6%下降到 2025 年的 17.7%，由短期债务和长期债务相加得出的债务融资占比也有所提升，从 2014 年的 42.1%上升到近些年来的 60-70%左右，对应普通股占比从 2014 年的 57.9%下降到 2025 年的 36.1%。债务融资的利息有抵税作用，债务的资本成本要低于股权资本成本，由于短期债务的利息较低，首钢股份使用短期债务的额度不断增大，其债务资本成本整体有所回落，从 2014 年的 5.43%下降为 2021 年的 4.22%。

图表56：首钢股份资产负债率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表57：首钢股份短期债务与长期债务占比



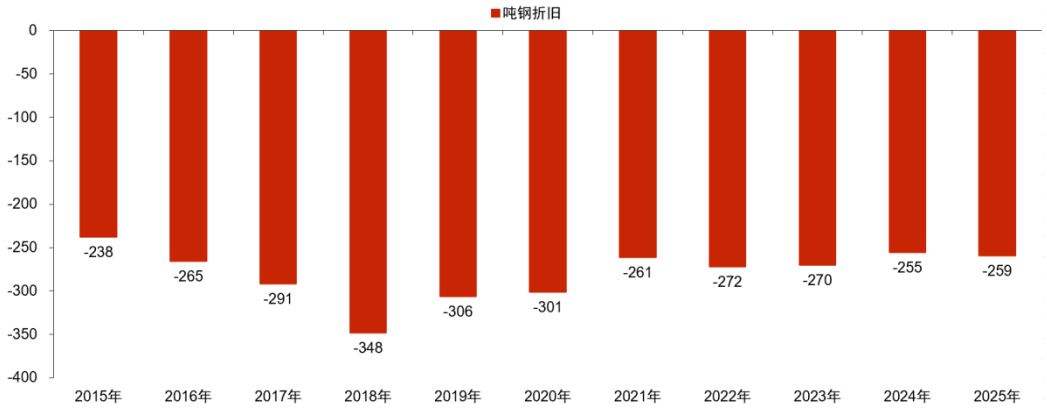
资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.4.公司开支与折旧仍有下降潜力

公司 2025 年资本投入 26.93 亿元，主要用于高端产品产线的改造升级、近“零”碳排放冶炼高品质钢项目建设等，2025 年度折旧及摊销 81.57 亿元，同比略有增长，主要原因为公司下属迁钢公司和京唐公司都是搬迁新建钢厂，2006 年后主体产线陆续建设，逐步投产并计提折旧；第二是近年来公司持续在高端产品产线建设（如高端硅钢热处理项目、镀锌汽车外板生产线项目）、提升低碳排放产品生产能力（如近“零”碳排放冶炼高品质钢及电站、外线项目）、智能化改造等方面投资，对折旧水平也有一定影响。

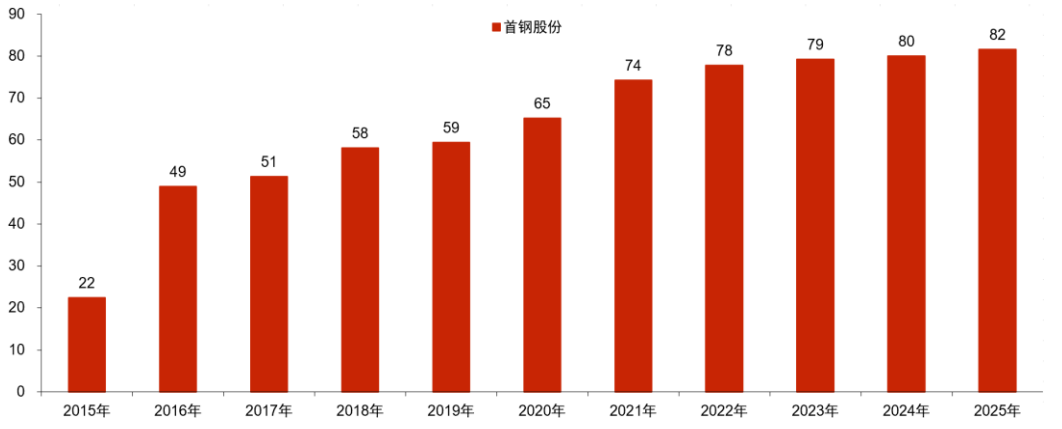
下载日志已记录，仅供内部参考

图表58：吨钢折旧对成本优势的贡献（元/吨）



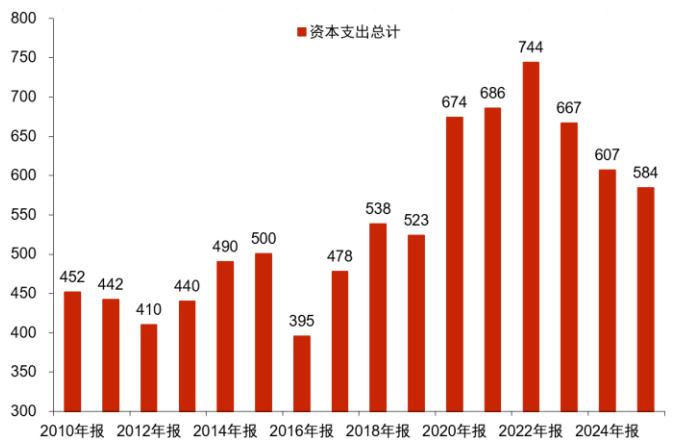
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表59：公司折旧与摊销规模（亿元）



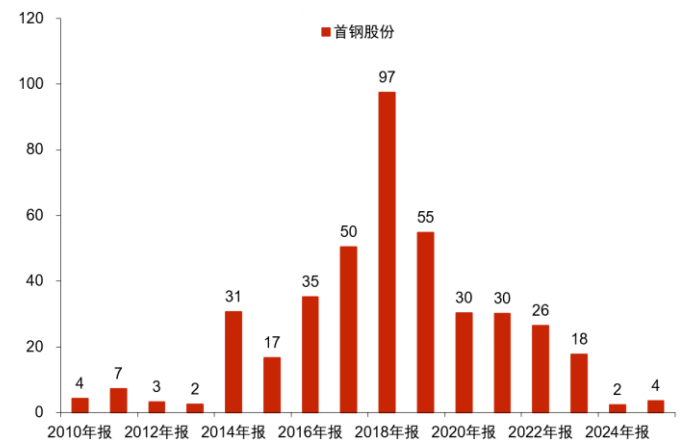
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表60：行业资本性支出跨越高峰（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表61：公司资本性支出规模已显著回落（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

行业方面，2020 年钢铁行业开始整体推进超低排放改造政策，这一过程伴随着大量的资本开支，以中钢协数据为例，截至 2025 年 4 月已完成全过程超低排放改造的企业吨钢

下载日志已记录，仅供内部参考

超低排放改造投资约 474.35 元，吨钢平均环保运行成本约 218.43 元。据此推算，首钢股份粗钢产能为 2170 万吨，对应投资约为 **103 亿元**。到 2026 年 2 月，我国 90%的钢铁产能实现了超低排放这部分开支也将迎来显著回落，根据公司公告，**目前处于资本开支与折旧匹配的稳定期，整体折旧成本与资产规模、业务扩张节奏相匹配。后续，公司将持续提升资产运营效率，管控投资规模，力争折旧摊销下降的拐点早日实现**。

小结

2014 年以来公司成本越过高峰期，相对行业均值公司优势持续扩大，高端产品带来的价格优势以及供应链金融带来的费用降低贡献了其中主要部分，未来高端产品占比有望随着高端化战略的执行持续增长，同时供应链金融持续给带来公司费用端优势，拖累公司成本较大的吨钢折旧摊销部分，有望随着行业资本开支回落以及公司摊销拐点的到来而回落，综上所述，公司相对行业的竞争优势有望继续扩大。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.高端化产品迎来上行周期

3.1.电工钢行业供需格局逆转

电工钢即硅钢，是一种含硅量为 0.5%~4.5%的极低碳硅铁合金材料，硅钢具有导磁率高、矫顽力低、电阻系数大等特性。根据硅钢中晶粒排列方向的不同，冷轧硅钢可以分为无取向硅钢和取向硅钢，取向硅钢的晶粒轧制方向朝向一致，在此方向上具有优异的磁感应强度，适用于各种类型的变压器；无取向硅钢内部的晶粒朝向各不相同，尽管在轧制方向上的磁感强度弱于取向硅钢，但在各个方向上都具有良好的磁感强度，适用于工业电机、新能源汽车驱动电机、各类家电的电机等。

3.1.1.取向硅钢产能增幅峰值已过

取向硅钢的性能一般通过其铁损、磁感等指标界定，通常可以通过牌号区分。取向硅钢铁损越低，磁感越高，性能越好，可使变压器电能损失降低。另一方面，其使得制造同容量变压器铁心的体积与重量减小，并节省硅钢片、电磁线和绝缘材料；取向硅钢生产后将会进行磁测进行性能鉴定，磁感小于 1.88T 的即为一般取向硅钢（CGO），磁感大于 1.88T 的为高磁感取向硅钢（HiB）。具体两者分类指标如下所示：

图表62：CGO 与 Hi-B 钢性能指标

类别	B8/T	晶粒取向度/%	<001>平均偏离角/（°）	偏离角<10o 晶粒所占比例/%	二次晶粒直径/mm
CGO	1.82~1.85	85~90	7	75	3~5
Hi-B	1.92~1.95	95	3	100	10~20

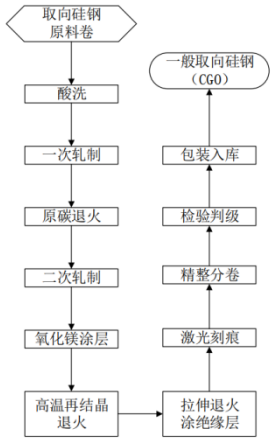
资料来源：《取向硅钢制备工艺及其发展趋势》宁旭，国盛证券研究所

取向硅钢制造属于技术密集行业，行业壁垒主要集中在以下两方面：

- 技术与资金壁垒：技术环节多，技术工艺复杂，生产管理涉及材料学，处理技术和机械、电加工工艺技术等各个方面，需要企业具备强大的制造技术与工艺装备能力；取向硅钢技术难度分别体现在前端、后端以及全流程化管理中，前端原料卷冶炼技术难度占比约为 40%，后续酸洗、冷轧、脱碳退火等工序难度占比为 40%,全流程管理技术难度占比约为 20%。同时取向硅钢行业具有较高的精密化生产特征，涉及常化酸洗、冷轧、连续脱碳退火（渗氮）、高温再结晶退火、涂绝缘层及拉伸平整、激光刻痕、精整分卷等多道工序流程，生产线建设和生产经营都需要大量的资金，属于典型的资金密集型行业；

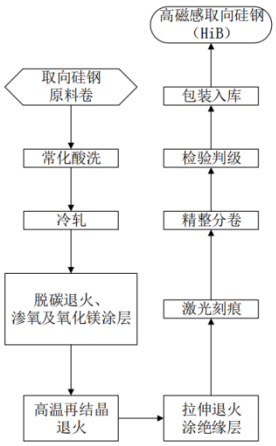
下载日志已记录，仅供内部参考

图表63：CGO 生产流程



资料来源：望变电气公司公告，国盛证券研究所

图表64：hiB 生产流程

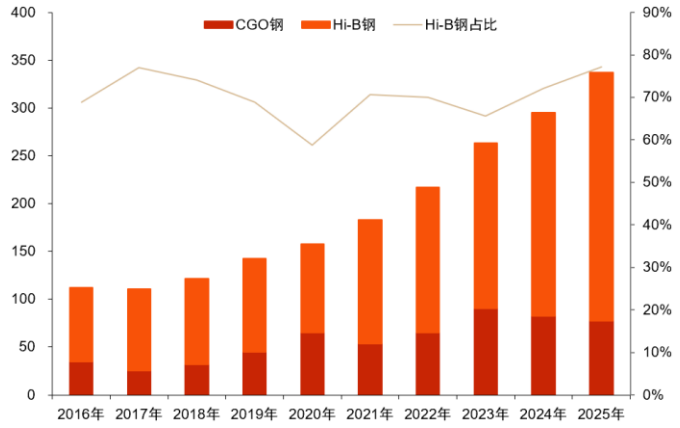


资料来源：望变电气公司公告，国盛证券研究所

- 客户认证壁垒，取向硅钢是变压器生产的核心原材料，所以变压器生产企业，特别是大型变压器整机厂商对其供应商的认证都较严格且时间较长，对取向硅钢的核心指标包括铁损、磁感、平整度、表面涂层、厚度均匀性及冲片性等具有较高的要求，从认证内容上看，往往需要考察供应商制造能力、产品质量、响应速度、交付能力、企业管理水平等诸多方面；从认证过程上看，往往包括文件审核、现场评审及调查、样品送检、样品试产以及合作关系确立后的年度审核等众多阶段。随着变压器节能高效等要求的日益提高，变压器生产企业的认证要求也会不断提高，并更注重供应商的业绩和知名度。

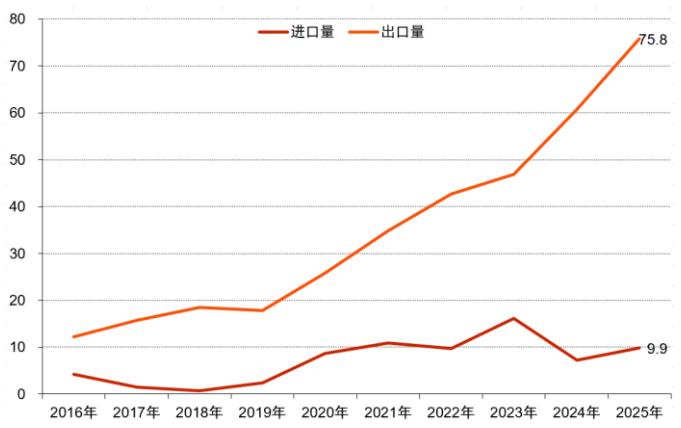
2025 年，我国电工钢总产量约 1799.1 万吨，同比增长 11.3%，占全国粗钢总产量的 1.87%。取向电工钢产量约 337.3 万吨，同比增长 14.3%。其中，高磁感取向电工钢（HiB）产量约 260.2 万吨，占比 77.1%，同比增长 22.3%；普通型取向电工钢（CGO）产量约 77 万吨，占比 22.9%，同比下降 6.7%。2025 年，我国进口取向电工钢 9.9 万吨，同比增长 35.4%，出口取向电工钢 75.77 万吨，同比增长 24.8%。

图表65：我国取向硅钢产量及结构（万吨）



资料来源：中国钢铁新闻网，国盛证券研究所

图表66：我国取向硅钢进出口规模（万吨）



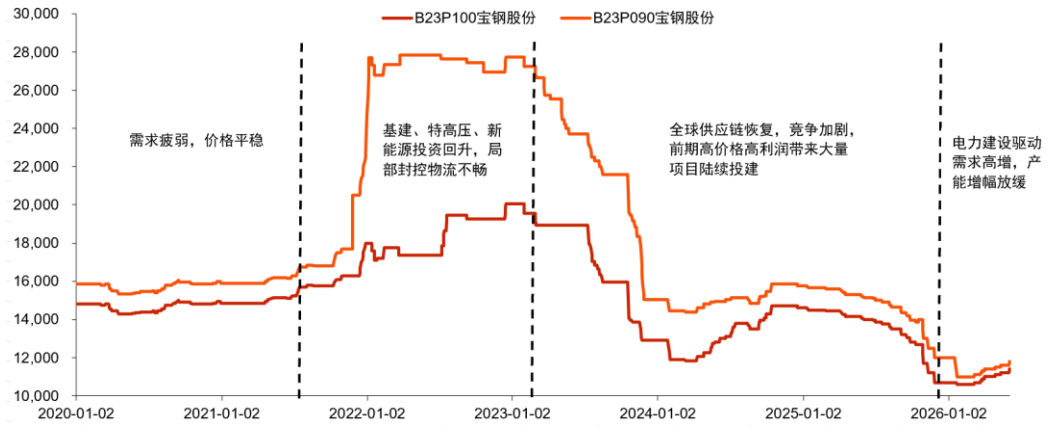
资料来源：中国钢铁新闻网，国盛证券研究所

结构上来看，普通型取向电工钢生产所需板坯加热温度显著高于低温 HiB 工艺，属高能耗工艺，同时普通型取向电工钢技术门槛低，吸引了大量仅具冷轧工序的企业涌入，导致 CGO 产能从 2020 年的 76 万吨猛增至 2024 年的 167 万吨。对应取向电工钢价格在

下载日志已记录，仅供内部参考

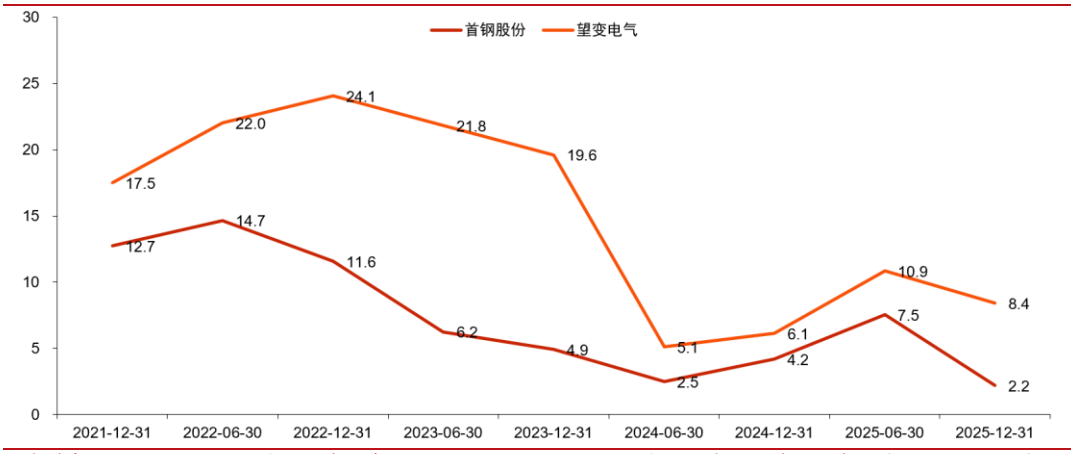
2024-2025 年显著走低，从首钢股份、望变电气硅钢产品的毛利率来看，2021-2022 年高价格高利润刺激了大量的资本开支，而这些资本开支集中在 2023 年后投产，市场秩序受到冲击，至 2025 年国内**半流程取向硅钢企业**产量增至 118 万吨，此类企业投资成本低，产品以中低牌号为主，通过低价策略进入市场，拉低了整体价格水平。

图表67：取向硅钢参考价（元/吨）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表68：电工钢产品参照毛利率（%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所（望变电气数据为取向硅钢冷轧环节毛利率，首钢股份 2025 年数据为测算值）

具体来看，2025 年 26 家取向电工钢生产企业中，产量排前 5 名的企业是宝钢股份（宝山基地、青山基地）、首钢智新、宏旺集团（湖南宏旺）、重庆望变和包头威丰；产量增幅排前 5 位的企业是江西盈嘉、清远泉润、普天铁心（新普电气）、包头威丰和华西带钢。涟钢电磁和安钢龙都均为新建投产；无锡华精、山东硅钢因征地或市场原因均于 2024 年停产，或将退出。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表69：部分取向硅钢生产企业情况

序号	企业名称	基本情况	取向硅钢品种	是否冷轧工序全流程
1	宝钢股份	股票代码：600019，宝钢股份成立于 2000 年，主要从事汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板、长材生产。2024 年，宝钢股份取向硅钢产量 115.4 万吨，位于国内行业首位。	高磁感取向硅钢	是
2	首钢股份	股票代码：000959，首钢股份成立于 1999 年，主要从事酸洗板、耐候钢、汽车结构钢、高强钢、管线钢、锯片钢、电工钢等产品生产。2024 年，首钢股份取向硅钢产量 33.2 万吨，位居国内行业第二。	高磁感取向硅钢	是
3	湖南宏旺	2021 年 9 月，宏旺控股集团与娄底市政府、涟源钢铁集团共同打造中部地区规模最大的“硅”谷新材料基地，主营高磁感取向硅钢、中高牌号无取向硅钢等核心产品。2024 年，湖南宏旺取向硅钢产量 24 万吨，位居国内行业第三。	高磁感取向硅钢	否
4	重庆望变	股票代码：603191，重庆望变成立于 1994 年，主要生产输配电及控制设备和取向硅钢两大类产品。2024 年，重庆望变取向硅钢产量 16.1 万吨，位居国内行业第四。	一般取向硅钢和高磁钢取向硅钢	否
5	包头威丰	包头威丰成立于 2007 年，主要从事电工钢、合金类、稀土产品（含永磁材料）、非晶体材料的研发、生产及销售。2024 年，包头威丰取向硅钢产量 12 万吨，位居国内行业第五。	一般取向硅钢和高磁钢取向硅钢	否

资料来源：新华社、各公司官网、中国金属协会，望变电气公司公告，国盛证券研究所

2021 年前后**取向硅钢高价高毛利率、需求快速增加及生产技术不断突破**等因素驱动行业资本开支扩张，各大生产企业扩产计划均于近三年逐步投产达产，预计 2026 年开始硅钢产能释放接近尾声，行业产能增幅有望逐步放缓。价格方面，2026 年初取向硅钢价格小幅反弹，宝钢股份 6 月取向硅钢基价上调 200 元/吨，75 及以上牌号再上调 100 元/吨，7 月取向硅钢基价上调 300 元/吨，全年基价已累计上调 700 元/吨，市场呈现出显著触底迹象，根据宝钢股份公众号，**公司从长远战略及知识产权保护角度出发，主动调整市场竞争策略，引导市场秩序，目前，部分低效产能出现减产、半停产及库存积压，行业投资热度显著降温，市场正逐步回归理性**，随着人工智能与电力基础设施建设的推进，高端取向硅钢作为变压器核心材料，未来发展前景依然广阔。

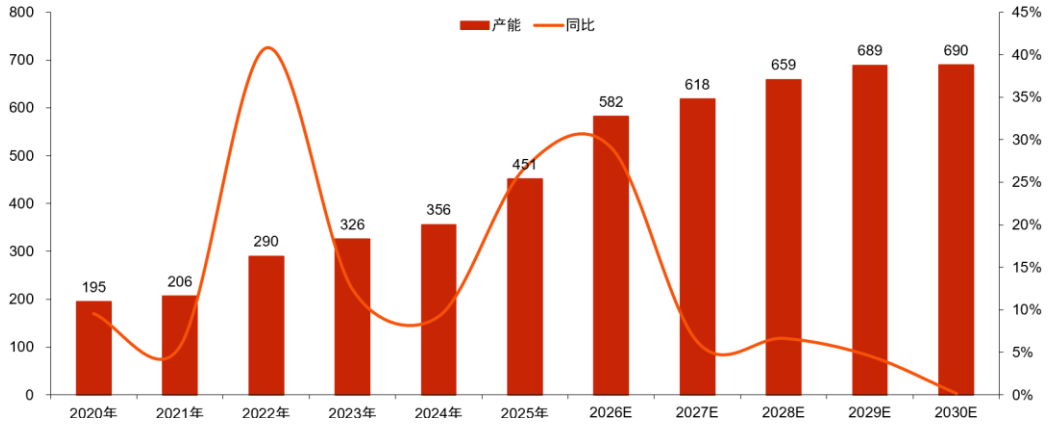
图表70：主要硅钢生产企业扩产项目均于近几年达产

生产企业	扩产计划
宝钢股份	两个基地的 44 万吨高端取向硅钢项目于 2026 年投产。
首钢股份	9 万吨超薄规格高磁感取向硅钢已于 2023 年投产。
包头威丰	10 万吨高磁感取向硅钢项目已于 2024 年投产。
望变电气	8 万吨高性能取向硅钢项目已于 2024 年投产。
太钢不锈	16 万吨高端冷轧取向硅钢项目已于 2024 年投产。

资料来源：公司公告，mysteel，经济日报，同花顺，SMM，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表71：取向硅钢产能增速迎来拐点（万吨）

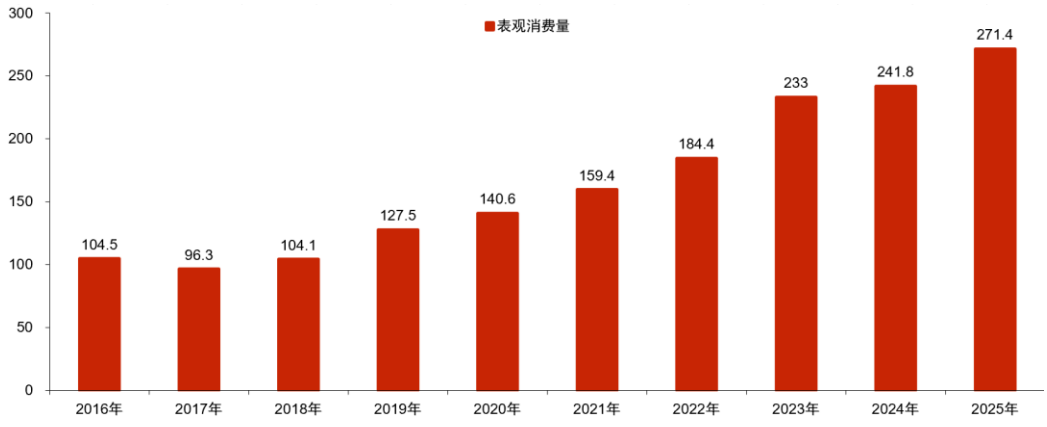


资料来源：SMM，国盛证券研究所

3.1.2.取向硅钢需求稳步增长

2025 年，我国取向电工钢表观消费量为 271.4 万吨，同比增长 12.24%，“十四五”期间，我国电工钢表观消费量持续增长。其中，取向电工钢累计表观消费量从“十三五”时期的 573 万吨增长至“十四五”时期的 1090 万吨，增长 90.3%，年均复合增长率为 11.3%。

图表72：取向硅钢表观消费量（万吨）



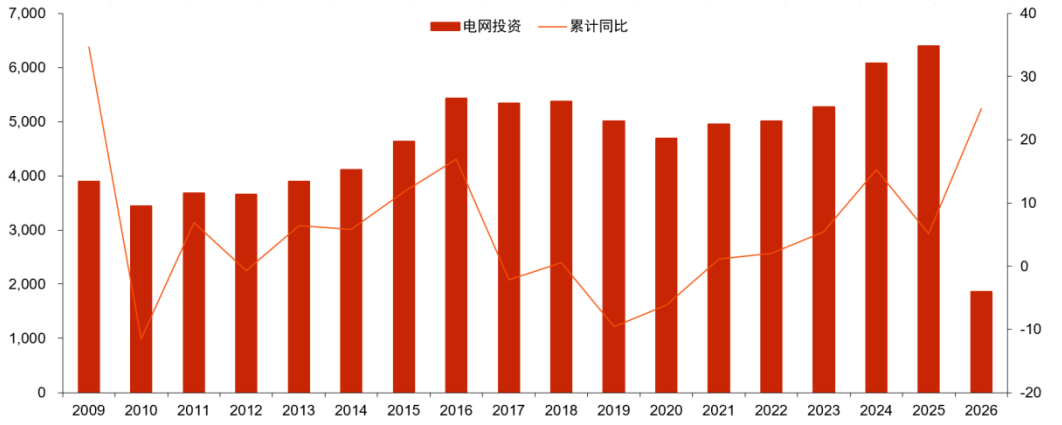
资料来源：中国钢铁新闻网，国盛证券研究所

“十五五”时期，国家电网固定资产投资将达到 4 万亿元，较“十四五”时期同比增长 40%。南方电网披露其 2026 年固定资产投资规模为 1800 亿元，电力行业预计其“十五五”总投资将达 1 万亿元左右。再加上内蒙古电力集团等地方电网往年投资情况，预计“十五五”期间我国电网建设投资将超 5 万亿元。

2025 年，国家电网建设“十交六直”16 项特高压工程，全年投运了“两交五直”7 项特高压工程；2026 年，全年计划投运“七交二直”9 项特高压工程，并新核准、新开工建设一批特高压交直流工程；到 2030 年，特高压直流输电工程预计达到 40 回，跨区直流规模翻番。根据中国金属学会电工钢分会原秘书长、中钢协科技环保部专家顾问陈卓预估，我国特高压交直流输配电工程用高端取向电工钢将超 40 万吨。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表73：全国电网资产投资维持高增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

根据公司预测，一方面人工智能与社会电气化转型推动电力行业投资增长，“十五五”期间电力投资计划达 4 万亿元，同比增长 40%；另一方面，欧美老旧电网升级改造及数据中心建设（行业预测数据中心用电量年均增速超 10%）进一步拉动需求。预计 2030 年国内取向硅钢需求将达 450 万吨以上。加上净出口增幅后，我们测算国内总需求有望达到 560 万吨以上。

图表74：取向硅钢需求稳步增长（万吨）

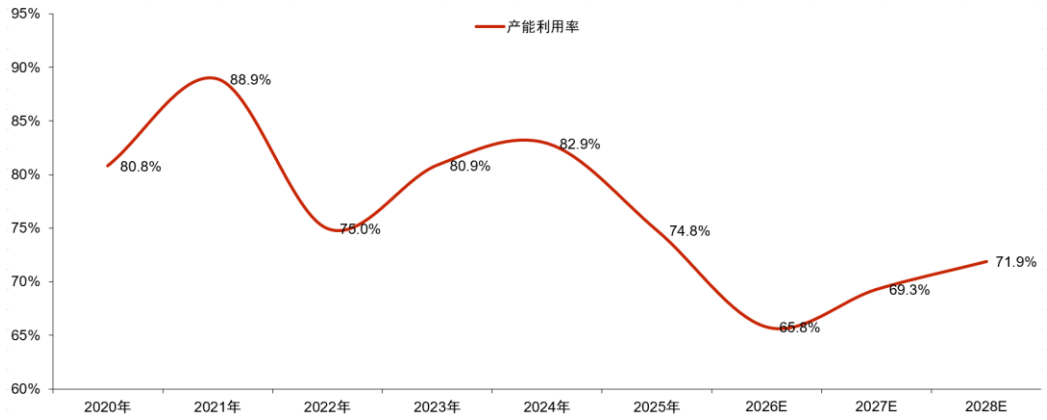


资料来源：公司公告，中国钢铁新闻网，国盛证券研究所

根据上述预测，2026 年到 2028 年，我国取向硅钢产能利用率有望触底反弹，带动资本回报改善，后续公司取向硅钢业务量价齐升可期。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表75：取向硅钢产能利用率



资料来源：公司公告，中国钢铁新闻网，SMM，国盛证券研究所

3.1.3.需求增量转向高磁感产品

2009 年之前，国内只有武钢能够生产 HiB 钢，市场缺口巨大。2010 年之后武钢、宝钢、首钢一批取向硅钢项目陆续投产，其中大部分是 HiB 钢产能，导致取向硅钢产能在 2011-2013 年增长迅猛，从 80 万吨猛增至 122 万吨。2013 年之后市场需求逐渐转向 HiB 钢，由于 HiB 钢生产技术门槛很高，新投产的 HiB 钢产能并不多，因此取向硅钢产能整体增长平稳，2019 年国内不同厂家 Hi-B 钢生产技术特点及低温渗氮工艺流程如下所示：

图表76：不同厂家 Hi-B 钢生产技术特点

生产企业	生产方法	抑制剂	技术特征
武钢	低温一次冷轧	AlN	在 1100-1200℃低温加热板坯，经热轧、两段常化、一次冷轧、脱碳退火后进行渗氮处理。渗氮工艺有两种，渗氮温度分别为 780-820℃和 880-920℃，由此控制渗氮量，并通过调整高温退火气氛控制氮的逃逸量。
	高温一次冷轧	MnS+AlN	*铸坯经 1320-1440℃高温加热、热轧、常化、一次冷轧、脱碳退火，冷轧压下率为 80%-95%；高温退火气氛中氮气占比较大。成品磁感应强度可达 1.95T 以上。*
宝钢	低温一次冷轧	MnS+AlN	*板坯加热温度小于 1200℃，两段常化，一次冷轧至成品厚度，保证压下率在 75%以上。脱碳退火温度为 800-860℃。渗氮温度为 760-860℃，气氛中的 NH3 占 0.5%-4.0%，渗氮量控制为 0.009%-0.026%，高温退火时，涂布 MgO 涂层进行高温退火。*
首钢	低温一次冷轧	AlN	在低于 1150℃加热，400-600℃卷取后进行常化或者以较高的温度卷取，省略常化步骤，经一次冷轧后进行脱碳退火，渗氮工艺有高温和低温两种，低温渗氮时，气氛中氨气比例较低。渗氮也可以在脱碳之前进行。
鞍钢	低温一次冷轧	AlN	*铸坯低温加热、热轧、常化后采用一次大压下冷轧，在脱碳退火后、渗氮前进行 1.5%-3.0%的临界变形，破坏脱碳形成的 SiO2 膜。渗氮温度为 830-890℃，渗氮介质为 NH3，高温退火前涂覆 Al2O3 作为主要的隔离剂，在高温退火后不形成玻璃膜，表面有金属光泽，可以提高冲片降低铁损。*

资料来源：《高磁感取向硅钢研发现状与展望》国盛证券研究所

2024 年，国家能源局印发《关于做好新能源消纳工作，保障新能源高质量发展的通知》（国能发电力〔2024〕44 号），将加快推进新能源配套电网项目建设。变压器是电网输配电的关键装备，而取向硅钢是变压器的核心材料之一。正在实施的国家强制标准 GB20052-2020《电力变压器能效限定值及能效等级》与原标准相比，35 千伏~500 千伏电力变压器空载损耗下降 20%~45%，负载损耗下降 5%~10%，指标处于国际领先水平。新电力变压器国家标准 GB20052-2024《电力变压器能效限定值及能效等级》已于

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年 2 月 1 日正式实施，覆盖了目前新能源发电领域的所有主流产品，也将推动新能源风电、光伏变压器能效由 S11 变压器、S13 变压器逐步向节能型的 S20 变压器、S22 变压器升级。变压器能效的提升，将使得取向硅钢的用材主体提升 1 个~2 个牌号，节能型配电变压器和电力变压器的起步牌号将提升至 085 级、090 级。

图表77：新标准下叠铁心变压器取向硅钢选材推荐

变压器类型	能效 1 级产品推荐		能效 2 级产品推荐		能效 3 级产品推荐	
	原标准	新标准	原标准	新标准	原标准	新标准
油浸式配变	080~070	065~060	090~085	080~070	120~110	095~085
干式配变	090~085	075~070	100~095	085~080	140~120	100~095
电力变	—	080~070	国网招标：120~105	090~080	GB6451：130~120	105~095

资料来源：《宝钢低铁损取向硅钢在变压器新能效标准下的应用》沈侃毅，国盛证券研究所

高品质低损耗的高磁感硅钢铁心将能有效地减少空载损耗，降低高磁感取向硅钢的磁致伸缩、噪音及减少环境污染，广泛地应用于大型变压器制造技术，根据《浅析新能效配电变压器硅钢选材与应用》一文，以国网招标典型容量 100kVA 新能效 2 级配电变压器为例，分别采用牌号为 B23R080、B20R075 和 B20R070 硅钢片做电磁方案设计，选用高一级牌号取向硅钢制作同型号、同性能新能效 2 级配电变压器，材料成本显著降低，叠加对新能效 1 级配电变压器的成本测算，高牌号薄带取向硅钢应用于新能效配电变压器中，降本增效效果显著。**在政策指引及成本因素的综合考量下，未来取向硅钢新增需求中 HiB 产品占比有望持续提升，利好龙头企业。**

图表78：三种硅钢牌号方案对新能效 2 级电压器的成本影响

硅钢牌号	硅钢/kg	铜/kg	油/kg	钢板/kg	硅钢价格/元·吨-1	主材成本/元	*成本下降/%*
B23R080	230	145.7	120	129	17500	18316	-
B20R075	234	134.1	118	125	18000	17511	4.4
					18500	17634	3.72
					19000	17757	3.05
B20R070	237	122.7	117	123	18500	16735	4.43
					19000	16859	3.72
					19500	16983	3.02

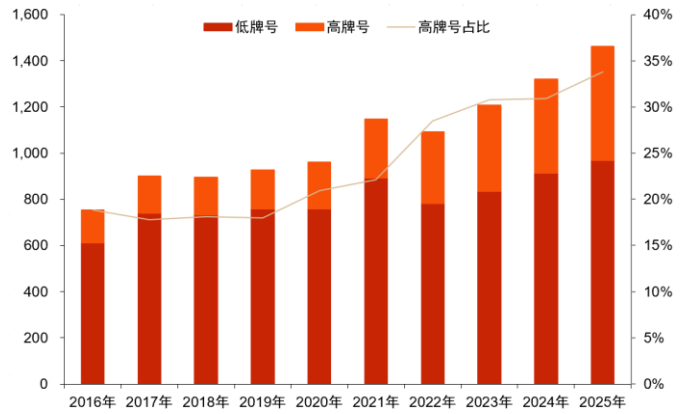
资料来源：《浅析新能效配电变压器硅钢选材与应用》关银环，国盛证券研究所（表中价格为 2021 年数据）

3.1.4.无取向硅钢供需形势逐步改善

2025 年无取向电工钢产量约 1461.8 万吨，同比增长 10.7%。其中，高牌号无取向电工钢产量约 493.8 万吨，占比 33.8%，同比增长 21.0%（含新能源汽车专用电工钢产量约 146.8 万吨，同比增长 24.7%）；中低牌号无取向电工钢产量约 968 万吨，占比 66.2%，同比增长 6%。2025 年，我国进口无取向电工钢 6 万吨，同比下降 17.9%，出口无取向电工钢 75.64 万吨，同比增长 6.8%。

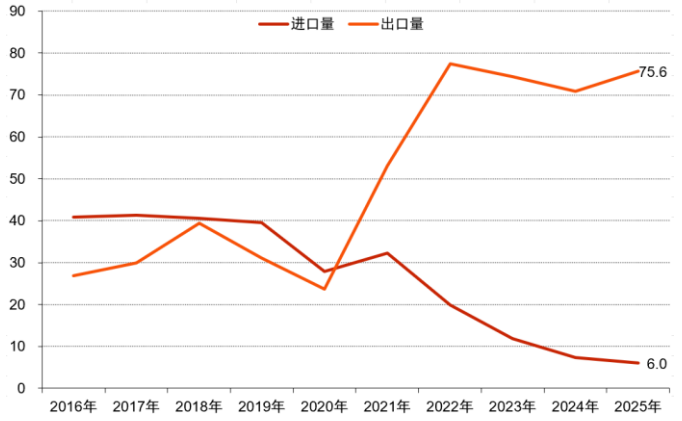
下载日志已记录，仅供内部参考

图表79：我国无取向硅钢产量及结构（万吨）



资料来源：中国钢铁新闻网，国盛证券研究所

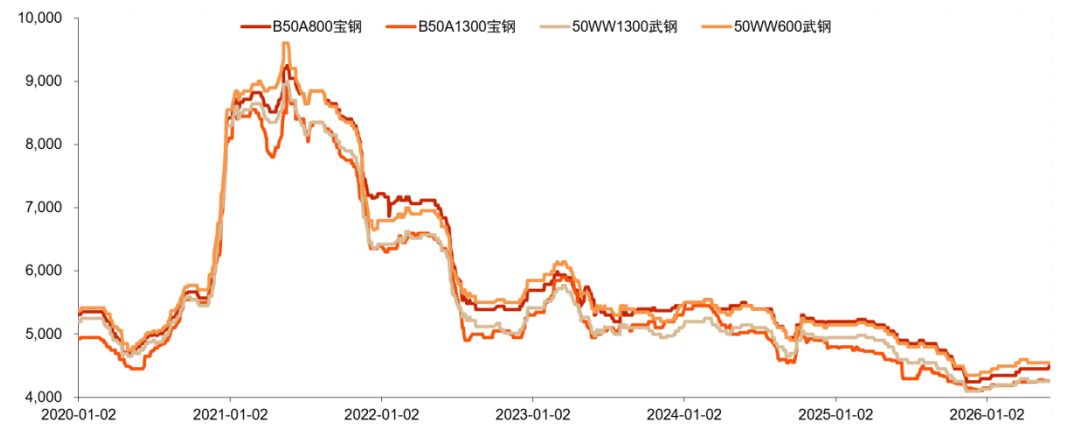
图表80：我国无取向硅钢进出口规模（万吨）



资料来源：中国钢铁新闻网，国盛证券研究所

近几年无取向电工钢价格持续低迷，2026 年 5 月低牌号无取向硅钢均价在 4269 元/吨左右，中高牌号无取向硅钢均价在 4450 元/吨左右。

图表81：无取向硅钢参考价（元/吨）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

2025 年，26 家无取向电工钢生产企业中，产量排前 5 名的企业是宝钢股份（宝山基地、青山基地、湛江基地）、首钢智新、江苏沙钢、毅马集团（广东中晟、江苏中晟）和鞍钢股份；产量增幅排前 5 名的企业是黄石兴冶、包钢股份、宏旺集团（湖南宏旺、肇庆宏旺、广西宏旺）、浙江天磁和首钢智新。广西宏旺、普阳钢铁、湖南金磁和宁波成田为新建投产，本钢股份、霸州辰钢、天津辰泰、浙江协和、津西金兰等 2025 年停止生产电工钢或将退出。供应方面，SMM 预计 2026 年开始无取向硅钢产能释放逐步接近尾声，行业产能增速迎来拐点，供需形势或将逐步改善。

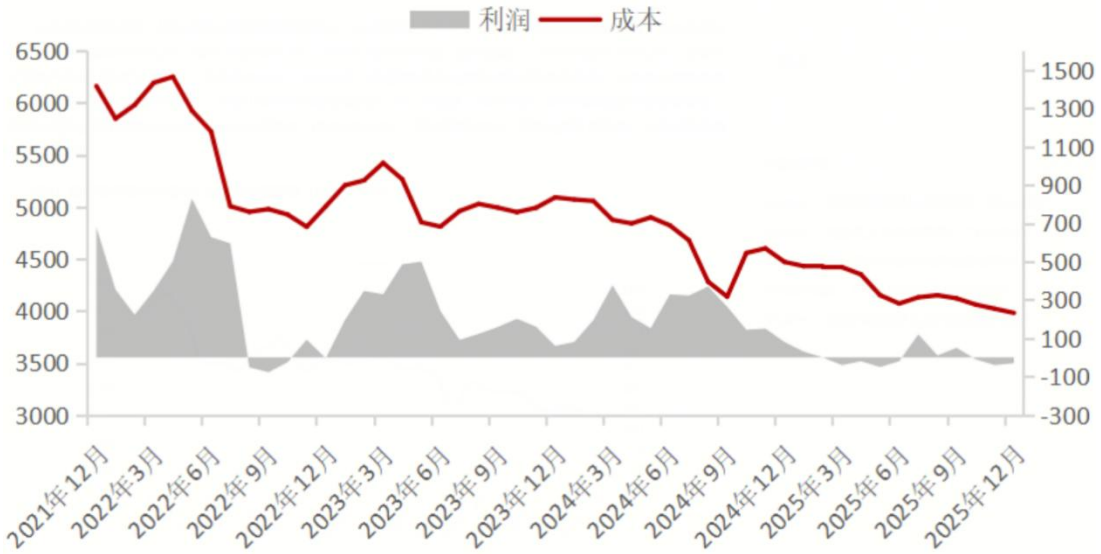
下载日志已记录，仅供内部参考

图表82：2024 年我国无取向硅钢产量前十企业情况（万吨）

	总产量	高牌号	低牌号	高排号占比	最高能力排号
宝钢股份	317	148.1	168.8	46.70%	B15AHV950M
首钢股份	165.4	89.3	76.1	54.00%	USWH35080H
江苏沙钢	129.8	24.9	104.9	19.20%	SG20WHV1200
鞍钢股份	116.2	18.4	97.8	15.80%	20AD1200
太钢不锈	84	50	34	59.50%	15TWVP1000
新钢新材	81.4	39.8	41.6	48.90%	
广东中晟	79.5	0.2	79.3	0.20%	
江苏中晟	57.4	2.7	54.7	4.70%	
马钢股份	51.4	20.4	31	39.70%	M20V1200
赤峰远联	30		30	0	

资料来源：中国金属学会，国盛证券研究所

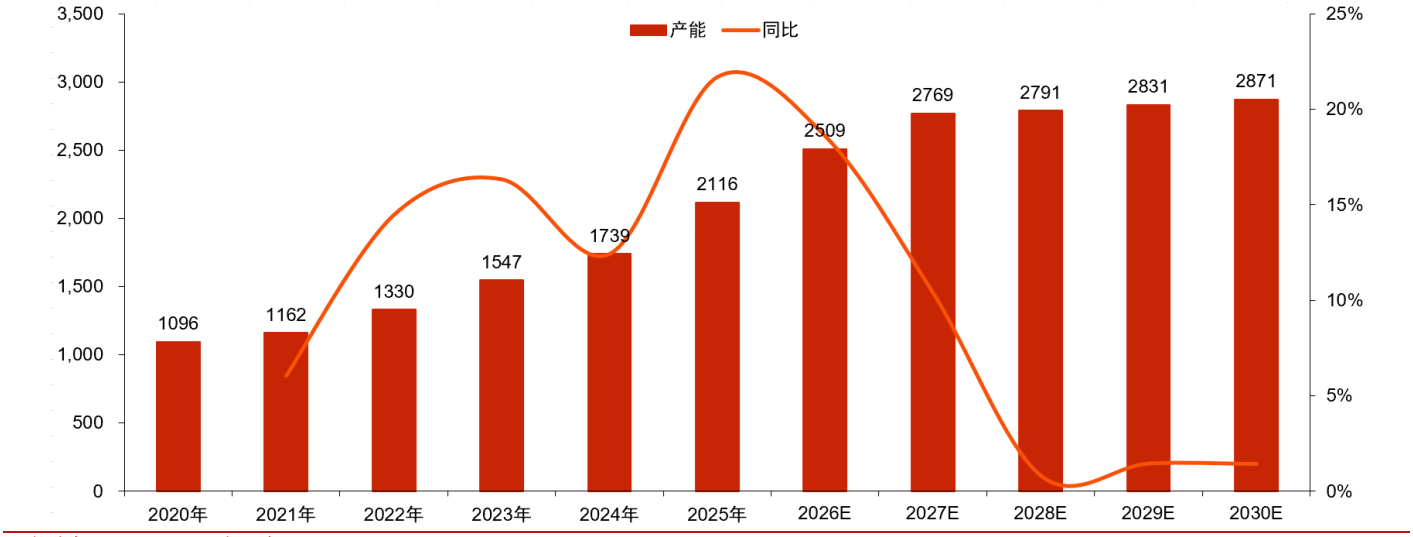
图表83：短流程无取向硅钢利润持续下滑（元/吨）



资料来源：mysteel，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表84：无取向硅钢产能增速迎来拐点（万吨）



资料来源：SMM，国盛证券研究所

目前我国无取向硅钢主要应用的行业为家电、中小电机、电动自行车、大型发电机、新能源汽车及智能制造等新兴行业，当前无取向硅钢需求呈总量稳健增长+结构升级的总体发展趋势，预计 2026 年国内总需求 1500 万吨左右，中高牌号占比进一步提升。未来无取向硅钢的需求仍会保持稳健增长，同时高牌号、更薄规格产品渗透率有望持续提升：

- 新能源汽车：根据中国金属学会数据，2024 年我国新能源汽车用无取向硅钢产量 117.9 万吨，环比增量 26.8 万吨，新能源汽车这一基数只占行业约 9%的细分市场贡献了行业增量的 1/4，新能源汽车预计将成为“十五五”无取向电工钢需求最大的增量市场。预计 2030 年汽车产量有望达到 3500 万辆。根据中国汽车工程学会、中国汽车技术研究中心联合发布的汽车产业绿色低碳发展路线图，2030 年新能源汽车渗透率有望达到 60%。新能源汽车用无取向硅钢将由现有公称厚度 0.30 毫米为主逐步升级至 0.25 毫米、0.20 毫米的更薄规格，带动 25WD1300、20WD1200 等薄规格的无取向硅钢需求增长。预计未来几年，新能源汽车产量增长将带动高牌号无取向硅钢需求年均增长约 20 万吨。

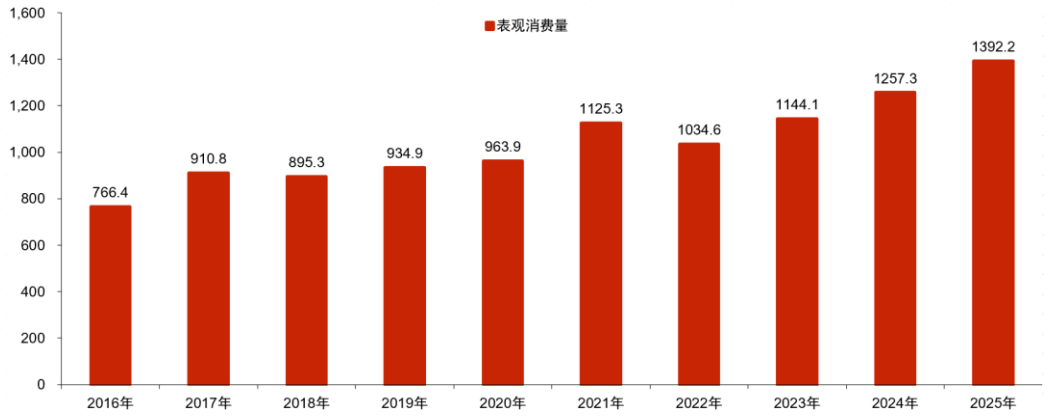
- 电机能效升级：工信部、国家发改委等六部门联合印发的《工业能效提升行动计划》提出，实施电机能效提升行动，到 2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上。随着标准的实施和相关政策的推进，YE2 能效电机将逐步退出市场，YE3 能效电机将逐步成为主力产品，中低牌号无取向硅钢的消费需求将大幅减少；更高能效的 YE4、YE5 能效电机占比将逐步增长，带动 50W310、50W270、50W250 等高牌号硅钢需求增长，并增加 35W270、35W250、30W210 等更薄规格牌号硅钢需求。预计未来几年，电机能效升级年均带动高磁感、高牌号硅钢需求增长 20 万吨-30 万吨。

- 家电能效升级：2024 年，国家发展改革委等六部门发布的《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》自 2024 年 4 月 1 日起执行，将《房间空气调节器能效限定值及能效等级》中能效等级的 3 级能效指标列为准入水平，这将推动高效压缩机、变频压缩机的比例提升。目前，家电压缩机使用的无取向硅钢以中低牌号无取向硅钢为主。随着能效水平的提升，无取向硅钢厚度将不断减薄，由 0.50 毫米降低至 0.35 毫米、0.30 毫米甚至更薄，空调压缩机用无取向硅钢主力牌号将由 50W600、50W800 升级为 50W470、50W350，并会增加 50W310、50W290、35W250 等高牌号的需求量；冰箱压缩机用无取向硅钢主力牌号将由 50W600、50WG600 逐步升级为 50W350、50W310，并会增加 35W250、30W230 等高牌号

下载日志已记录，仅供内部参考

无取向硅钢的需求量。预计未来几年，家电能效升级将年增 10 万吨以上高牌号无取向硅钢需求。

图表85：无取向硅钢表观消费量（万吨）

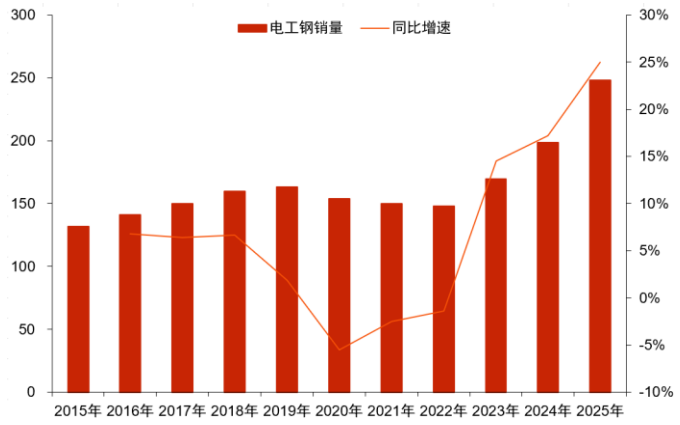


资料来源：中国钢铁新闻网，国盛证券研究所

小结

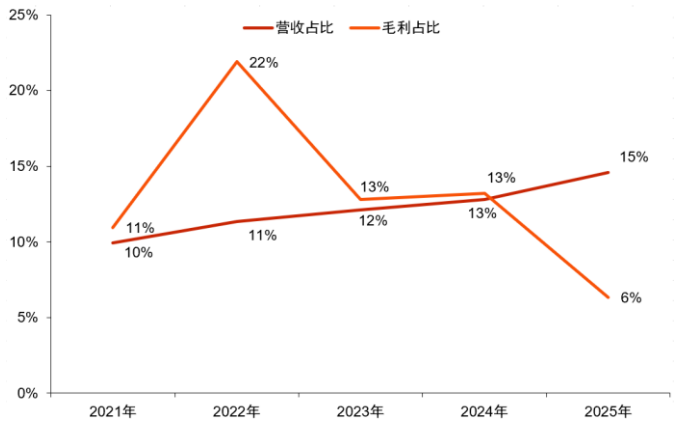
2021 年公共卫生事件后硅钢价格大涨，而后全球供应链相对复原，2022 年需求下降导致价格走弱，2023-2025 年产能集中投产导致价格持续低迷，当前电工钢无论从价格还是供需形势而言，都具备了拐点来临的特征，2026 年后产能增幅回落，同时电力基础建设及新能源需求增长有望推动电工钢价格触底回升，而 HiB 取向硅钢及高牌号无取向硅钢龙头首钢股份有望在这一趋势中额外受益。

图表86：公司电工钢产量及同比增速（万吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表87：公司电工钢营收及毛利占比



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

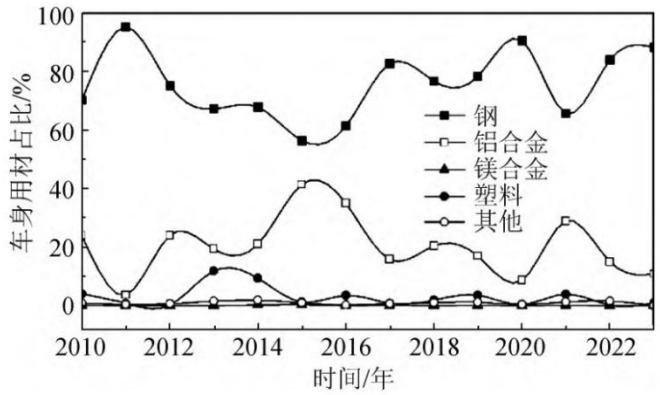
3.2.汽车板需求稳健增长

从 20 世纪 60 年代开始，汽车行业面临着重大的挑战，包括能源危机、石油价格、环境污染等问题，整个社会对汽车提出了更安全、更清洁、更省油、更舒适的需求。面对这种需求，无论是钢材供应商还是其他金属和非金属材料供应商都采取了较多办法来获得更大的市场份额，例如采用高强钢替代低强度级别的钢材，采用密度较低的铝合金、镁合金、塑料、碳纤维等替代钢材。

下载日志已记录，仅供内部参考

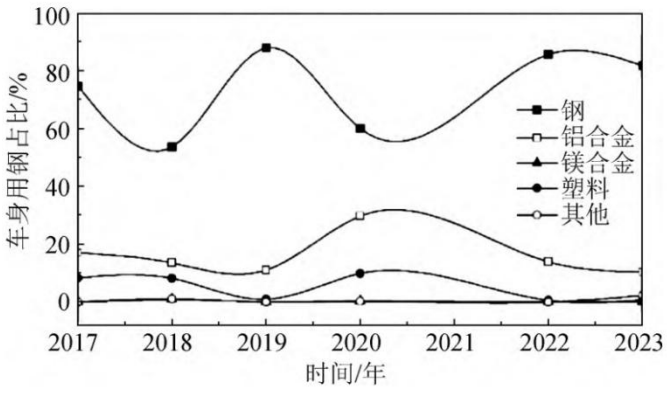
根据对 2010-2023 年间欧洲车身会议展车用材的统计，钢材在白车身用材占比一直保持在 50%以上，平均值达到了 75%；铝合金占比平均值达到了约 20%，可以看出钢材在车身材料中仍然占据着主导地位。此外，根据对 2017-2023 年中国轻量化车身会议以及 2023 年中国十佳车身评选参展车辆用材的追踪，我国乘用车白车身用材中钢材的占比平均值达到了 76%，铝合金的占比平均值达到了 14%。**根据上面的数据分析，在未来的一段时间内，钢材仍然是汽车中最重要也是应用最多的材料**。

图表88：2010-2023 年欧洲车身会议展车用材统计



资料来源：《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》韩赟等，国盛证券研究所

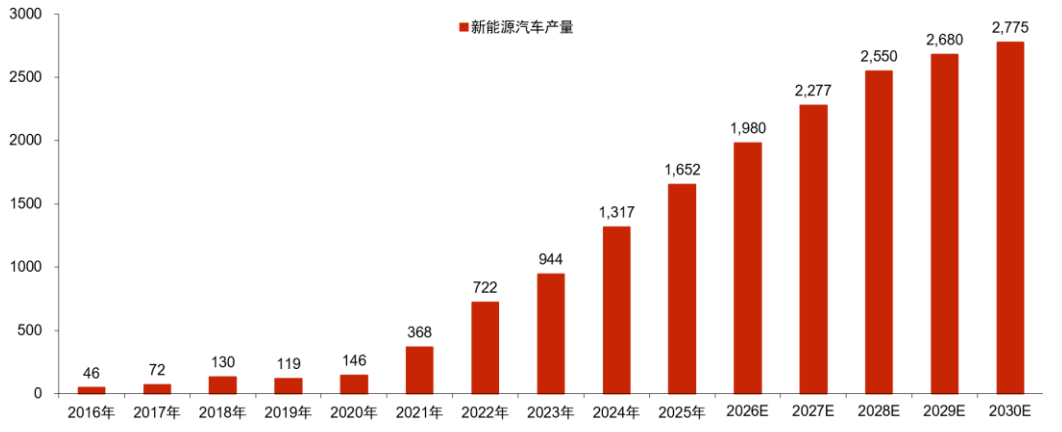
图表89：2017-2023 年中国轻量化车身会议以及 2023 年中国十佳车身评选用材



资料来源：《我国汽车用钢开发应用现状及发展趋势》韩赟等，国盛证券研究所

据 EVTank 预计，2026 年全球新能源汽车销量将达到 2849.6 万辆，其中中国将达到 1979.6 万辆，2030 年全球新能源汽车销量有望达到 4265.0 万辆，总体市场渗透率将超过 40%，“十五五”全球新能源汽车产销量将以年均 11%的速度增长，其中我国市场是最主要的增长极，在这一趋势的推动下，行业汽车板整体需求仍有望保持较高增速。

图表90：中国新能源汽车产量及预估（万辆）



资料来源：Wind，中国钢铁新闻网，国盛证券研究所绘制

3.3.中厚板战略对准细分市场

从下游需求看，公司中厚板优势产品重点应用于能源化工、水利电力、新能源等多个国民经济重点领域，这些领域工程建设周期长、需求刚性强，为公司中厚板产品提供了稳定的市场支撑；同时，通过精准的市场布局和优质的客户服务，公司与国内外众多重点

下载日志已记录，仅供内部参考

客户建立了长期稳定的合作关系，进一步巩固了市场份额，保障了中厚板产品市场需求的持续性和稳定性。

经过长期技术积累和市场深耕，公司中厚板产品在多个细分领域形成了鲜明的竞争优势，尤其在**Ni 系低温钢、管线钢、桥梁钢、水电钢、储罐钢、风电钢**六大核心产品上，具备行业领先的技术实力和市场认可度。2026 年公司中厚板产量预计达 280 万吨，占总产量预算比例为 12%，**将中厚板定义为公司第四大战略产品，有助于公司进一步扩大细分市场优势，提升高端产品占比**。

图表91：公司中厚板六大细分产品应用范围及需求前景

钢种	应用范围	需求前景
Ni 系低温钢	用于储存、处理及输送液态乙烯与甲烷、液化天然气、液氧、液氮等液化气的储罐装置及管道等。	预计到 2030 年，全球 LNG 出口终端将从 50 个增至 70 个以上，接收站将从 200 座增至 270 座，运输船从 700 艘增至 1000 艘。LNG 基础设施建设进入“加速期”。
管线钢	用于输送石油、天然气等管道所用的一类具有特殊要求的钢种。	“十五五”期间计划新增油气管道 3.2 万公里，对 X80 及以上高钢级管线钢需求将持续增加。
桥梁钢	具有良好的机械性能和焊接性能，可满足公路桥、铁路桥及公铁两用桥的建设，特别适用于大跨度高级别桥梁工程应用。	
水电钢	具备焊接性能好、力学结构好、低温冲击韧性强、表面质量好等优点，助力实现百万千瓦水轮发电机组制造用钢国产化。	“十五五”期间，常规水电建设推进的同时国家电网将加快抽水蓄能电站建设，规划新开工建设抽水蓄能装机容量超 3000 万千瓦。到 2030 年，在运在建抽水蓄能装机将超过 1.2 亿千瓦，可提供 1.5 亿千瓦以上的电力调节能力，比“十四五”末提升 70%以上，全力保障新能源高效消纳。
风电钢	具有焊接性能好、力学结构好、低温冲击韧性强等特点，广泛应用于风力发电设备。	“十五五”期间中国风电年新增装机量不低于 1.2 亿千瓦，其中海上风电年新增装机不低于 1500 万千瓦。确保 2030 年中国风电累计装机容量达到 13 亿千瓦，到 2035 年累计装机不少于 20 亿千瓦，到 2060 年累计装机达到 50 亿千瓦。

资料来源：新华网、央视新闻，中国石油报，现代煤化工，新浪财经，热处理生态圈，南钢股份，河钢集团，《管线钢的历史沿革及未来展望》刘宇等，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.资源整合预期仍存，估值处于长周期底部

4.1.矿端资源整合预期仍存

公司是控股股东首钢集团在中国境内的钢铁及上游铁矿资源产业发展、整合的唯一平台。铁矿石方面，首钢集团在河北迁安、河北滦南和辽宁丹东等地均拥有铁矿资源，并在秘鲁拥有储量丰富的赤铁矿资源。随着杏山铁矿采矿权增加、秘鲁铁矿及丹东硼铁探明资源储量的增加，2025 年末首钢集团铁矿石保有储量同比小幅增长；**马城铁矿随着建设进程的不断推进年产量大幅提升**，从而使得公司铁矿石原矿年产量同比增加。首钢集团自有铁矿石资源较为丰富，2025 年除秘鲁铁矿及丹东硼铁外其他矿山均为全部自用，自用比例在国内钢铁企业中处于较高水平，焦炭可基本实现自给。

图表92：首钢集团主要铁矿分布

矿山名称	地区	采矿证期限	矿种	保有储量（万吨）	年产量（万吨）	矿石品位（%）
水厂铁矿	河北迁安	2035/12/9	磁铁矿	14,886	634.85	26.42
杏山铁矿	河北迁安	2031/5/26	磁铁矿	14,099	320	33.98
马城铁矿	**河北滦南**	**2047/10/8**	**磁铁矿**	**99,392**	**710.96**	**27.98**
秘鲁铁矿	秘鲁	永久	赤铁矿	284,000	2,000.00	57
丹东硼铁	辽宁丹东	2039/7/7	硼铁矿	11,349	295.1	25.48
合计	--	--	--	423,726	3,960.91	--

资料来源：《首钢集团有限公司 2026 年度第三期科技创新债券信用评级报告》，国盛证券研究所

集团矿产资源主要由首钢矿业公司、北京首钢矿业投资有限责任公司、首钢秘鲁铁矿股份有限公司等公司经营，2024 年矿产业务贡献净利润 53.26 亿元，矿业资产具有较好盈利表现。其中秘鲁铁矿盈利能力较强，2025 年净利润分别 37.39 亿元、24.78 亿元，首钢矿业主要资产为河北迁安水厂、杏山等产区，2024 年净利润为 6.25 亿元。

根据首钢钢铁业发展规划，首钢股份将作为首钢集团在中国境内的钢铁及上游铁矿资源产业发展、整合的唯一平台，**最终实现首钢集团在中国境内的钢铁、上游铁矿资源业务整体上市**。首钢集团承诺在首钢集团其它从事钢铁经营生产业务的公司通过积极落实国家产业政策及环保要求，进一步优化调整产品结构，实现连续 3 年盈利，且行业整体状况不出现较大波动的情况下，首钢集团将按照证券法律法规和行业政策的要求，启动包括但不限于收购、合并、重组等符合上市公司股东利益的方式将相关优质资产注入首钢股份，并在启动相关事宜后的 36 个月内完成。

对比来看，马城铁矿具有储量高、成本低，运输环保高效的特点，已进入试生产阶段，公司铁矿资源保障能力将得到进一步提升。**同时由于其地处河北，同时采矿证有效期较长，我们判断马城铁矿或将成为首个待注入上市公司的铁矿资产**。以现有铁矿产能、品位及 2024 年首钢矿业利润推算，马城铁矿年贡献利润有望达到 4.5 亿元左右。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表93：集团旗下铁矿资产盈利情况（亿元）

公司	核心资产	总资产	净资产	2025 年营收	2025 年净利润
首钢秘鲁铁矿股份	秘鲁铁矿 98.52%的股份及其所属 670.7 平方公里矿区的永久开采权、勘探权和经营权	246.82	59.21	83.14	24.78
首钢矿业投资	辽宁硼铁、丰宁矿业等	55.26	41.92	9.24	5.58
首钢矿业	水厂铁矿、杏山铁矿等	148.22	73.27	47.92	6.25

资料来源：《首钢集团有限公司 2026 年度第三期科技创新债券信用评级报告》，《2025 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）募集说明书》，国盛证券研究所（首钢矿业资产、营收及利润均为 2024 年数据）

图表94：铁矿价格平稳运行（美元/吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2.吨成本越过高峰期

4.3.公司估值回升空间大

重资产周期行业不适合用报表 PE 和 PB 进行简单估值。PE 估值仅仅是对盈利的统计，无法蕴含背后产生利润的盈利资产的真实定价，也无法表达盈利增速在估值中的表现，尤其对于商业模式剧烈波动的周期性行业。净利润（E）波峰波谷差异巨大，很多时候在周期顶部暴利，底部亏损，PE 估值倍数只能是一个参考，而不能作为估值标准，这是最简单的估值陷阱。同时账面的 PB 也无法准确表达资产的真实价值，由于盈利剧烈波动，连续若干年亏损很可能造成 B（净资产）转为负值，但实际盈利资产并没有发生变化，并不会影响实际内生价值。同时由于技术迭代速度较慢，很多传统周期性行业资产的使用年限远远高于会计折旧年限，当折旧计提完毕后仍可以正常使用，只要公司不破产，行业需求不消失，这些隐藏的折旧额巨大的重资产行业利润增长空间非常大，因此它们的净资产估值上需要进行变形处理。我们认为最好的方式是用吨产能市值与建设成本（重置成本）比对。

图表95：核心投资标的吨钢固定资产投资原值（元/吨）

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
首钢股份	**8088**	**8512**	**8496**	**8138**	**8368**	**7093**	**7419**	**7280**	**7678**	**7737**
华菱钢铁	5133	3959	3682	3851	3620	3714	3881	4252	4562	5391
南钢股份	4427	4222	4086	3844	3885	4001	5127	5185	6195	6549
宝钢股份	11809	8639	8739	8930	9297	9298	8969	8680	8971	9076

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

一般而言，当二级市场头部公司估值低于 35%重置成本时，实业中行业产能扩张也会终止，因为这个时期从性价比来说以成本价二级市场购入行业最优质产能会远远高于自身新建代价，产业资本可能会站出来首先增持股票，这时候资本回报周期就会开始见底向上折返。这一时刻之前遭受重创的股票变得非常有吸引力，在股票市场上就会出现股价领先盈利见底的情况。然而市场很多短线投资者由于过于纠结于短期的不确定性而错失买入机会。**对于首钢股份而言，高折旧及前期高费用状态影响利润实现，2022 年后公司毛利率与 ROE 表现不佳，市场最低按照破产区间 0.1-0.15 倍给予估值。**

钢铁行业是竞争性的且进入壁垒较低。历史上看估值高点通常不超过 100%重置成本。行业经营往往采用 1:2 的杠杆，如果二级市场估值达到 70%—100%重置成本左右估值分位，意味着等于差不多当期 2-3 倍净资产价格的时候，就会吸引更多的资本进入行业，资本市场出现更多的并购和 IPO，从而引发资本回报周期向下回归。一个公司股价存在溢价，本身就是因为它可以用其资本挣到一个高的回报，这种高回报就会引来竞争，通常这种情况不太可能一直持续下去。相反一个公司股价存在比较大的折扣，这是因为异常的低盈利。缺乏新的竞争，原有的公司会从这个领域退出，或者通过其他自然的经济力量，最终会改变这一情况，使投资回报恢复到一个正常水平。

图表96：投资标的吨钢最低市值（元/吨）

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
首钢股份	**1547**	**2115**	**1392**	**1094**	**828**	**860**	**1206**	**1164**	**867**	**971**
华菱钢铁	664	603	849	744	918	1119	1011	1252	931	1167
南钢股份	1109	1426	1634	1348	1212	1796	1709	1868	2268	2695
宝钢股份	3309	2810	3044	2505	2231	2855	2149	2357	2386	2761

资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表97：投资标的吨钢最低估值

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
首钢股份	**0.19**	**0.25**	**0.16**	**0.13**	**0.10**	**0.12**	**0.16**	**0.16**	**0.11**	**0.13**
华菱钢铁	0.13	0.15	0.23	0.19	0.25	0.30	0.26	0.29	0.20	0.22
南钢股份	0.25	0.34	0.40	0.35	0.31	0.45	0.33	0.36	0.37	0.41
宝钢股份	0.28	0.33	0.35	0.28	0.24	0.31	0.24	0.27	0.27	0.30

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表98：投资标的吨钢最高市值（元/吨）

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
首钢股份	**2744**	**3455**	**2278**	**1548**						
华菱钢铁	1256	1504	1505	1207	1352	2359	1669	1705	1626	1993
南钢股份	1413	2811	2822	2020	1621	3054	2479	2389	3632	3738
宝钢股份	4712	4490	5073	3793	3149	5691	3427	3017	3167	3261

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表99：投资标的吨钢最高估值

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
首钢股份	**0.34**	**0.41**	**0.27**	**0.19**	**0.17**	**0.39**	**0.26**	**0.20**	**0.16**	**0.22**
华菱钢铁	0.24	0.38	0.41	0.31	0.37	0.64	0.43	0.40	0.36	0.37
南钢股份	0.32	0.67	0.69	0.53	0.42	0.76	0.48	0.46	0.59	0.57
宝钢股份	0.40	0.52	0.58	0.42	0.34	0.61	0.38	0.35	0.35	0.36

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表100：投资标的吨市值与吨估值水平（2026-6-24）

证券简称	2025 年吨固定资产原值（元）	当前吨市值（元）	吨估值水平
首钢股份	**7737**	**1084**	**0.14**
华菱钢铁	5391	1107	0.21
南钢股份	6549	3170	0.48
宝钢股份	9076	2383	0.26

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

从当前估值比率情况来看，多数钢企均处于偏低估值水平，距离景气回落年份估值上限以及景气向上年份估值上限均有较大距离，具有显著投资价值，其中首钢股份近五年估值区间中值在 0.25 倍重置成本左右，对应市值为 448 亿元左右，近三年估值高位水平在 0.22 倍重置成本左右，对应市值为 387 亿元左右。

下载日志已记录，仅供内部参考

5.投资建议

5.1.核心假设

售价方面，考虑到 2026 年 1-5 月钢价冲高回落，价格整体波动不大，假定 2026 年-2028 年公司冷轧板价格变动幅度分别为 1%、1%、1%；热轧板价格变动幅度分别为-1%、0、1%；钢坯价格变动幅度分别为-1%、0、1%；电工钢销售价格变动幅度分别为 2%、2%、2%。

销量方面，考虑到公司产品结构保持基本稳定，仍有小幅挖潜空间，以公司现有产能上限为基础，假定 2026 年-2028 年公司冷轧板销量变动幅度分别为 2%、1%、2%；热轧板销量变动幅度分别为 2%、1%、0；钢坯销量变动幅度分别为 1%、1%、1%；电工钢销售销量变动幅度分别为 3%、3%、0。

毛利方面，2025 年起公司毛利有所修复，2026 年后随着行业资本回报率整体抬升以及公司高端化进程延续，预计产品毛利继续复苏，假定 2026 年-2028 年公司冷轧板吨毛利分别为 319 元/吨、322 元/吨、341 元/吨；热轧板吨毛利分别为 164 元/吨、167 元/吨、173 元/吨；钢坯吨毛利分别为 154 元/吨、154 元/吨、156 元/吨；电工钢吨毛利分别为 185 元/吨、252 元/吨、321 元/吨。

分产品销量、售价与毛利如下表所示：

图表101：首钢股份主要业务数据假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
		冷轧			
销量（万吨）	935	876	894	)3	921
综合售价（元/吨）	4871	4861	4910	4959	5008
吨成本（元/吨）	4640	4547	4591	4636	4668
吨毛利（元/吨）	230	314	319	322	341
		热轧			
销量（万吨）	1208	1132	1154	1166	1166
综合售价（元/吨）	3600	3599	3563	3563	3598
吨成本（元/吨）	3520	3434	3399	3395	3426
吨毛利（元/吨）	80	165	164	167	173
		钢坯			
销量（万吨）	12	11	11	11	12
综合售价（元/吨）	2763	3896	3858	3858	3896
吨成本（元/吨）	2696	3727	3703	3703	3740
吨毛利（元/吨）	67	170	154	154	156
		电工钢			
销量（万吨）	199	248	256	263	263
综合售价（元/吨）	6987	6051	6172	6295	6421
吨成本（元/吨）	6695	5919	5986	6043	6100
吨毛利（元/吨）	292	132	185	252	321

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

费用方面，公司费用控制得当，近三年来销售费用及管理费用占比稳定，考虑到行业产能限制政策等因素影响，预计公司费用端波动不大，销售费用率假设 2026 年~2028 年分别为 0.23%、0.23%、0.23%；管理费用率假设 2026 年~2028 年分别为 1.23%、1.26%、1.25%；研发费用率假设 2026 年~2028 年分别为 0.52%、0.53%、0.52%。

图表102：首钢股份费用端假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业费用率	0.22%	0.24%	0.23%	0.23%	0.23%
管理费用率	1.18%	1.28%	1.23%	1.26%	1.25%
研发费用率	0.49%	0.54%	0.52%	0.53%	0.52%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

5.2.盈利预测

基于以上假设，预计 2026 年~2028 年公司营业收入分别为 1053.6 亿元、1074.6 亿元、1095.7 亿元，同比增速分别为 2.4%、2.0%、2.0%；毛利率分别为 5.2%、5.3%、5.7%；归母净利分别为 11.7 亿元、14.5 亿元、16.5 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表103：首钢股份主要业务板块盈利预测（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
			冷轧		
营业收入	45,553	42,588	43,874	44,756	46,107
yoy		-6.5%	3.0%	2.0%	3.0%
营业成本	43,398	39,834	41,022	41,847	42,972
yoy		-8.2%	3.0%	2.0%	2.7%
毛利率	4.7%	6.5%	6.5%	6.5%	6.8%
			热轧		
营业收入	43,491	40,725	41,124	41,535	41,951
yoy		-6.4%	1.0%	1.0%	1.0%
营业成本	42,525	38,858	39,232	39,583	39,937
yoy		-8.6%	1.0%	0.9%	0.9%
毛利率	2.2%	4.6%	4.6%	4.7%	4.8%
			钢坯		
营业收入	330	436	436	440	449
yoy		32.0%	0.1%	0.9%	2.0%
营业成本	322	417	419	423	431
yoy		29.5%	0.5%	1.0%	1.9%
毛利率	2.5%	4.3%	3.9%	3.9%	4.0%
			电工钢		
营业收入	13,876	15,020	15,780	16,579	16,910
yoy		8.2%	5.1%	5.1%	2.0%
营业成本	13,297	14,693	15,307	15,916	16,065
yoy		10.5%	4.2%	4.0%	0.9%
毛利率	4.2%	2.2%	3.0%	4.0%	5.0%
			公司总计		
营业收入	108,311	102,918	105,364	107,460	109,567
yoy		-5.0%	2.4%	2.0%	2.0%
营业成本	103,923	97,753	99,930	101,719	103,356
yoy		-5.9%	2.2%	1.8%	1.6%
毛利率	4.1%	5.0%	5.2%	5.3%	5.7%
归母净利	4.8	10.0	11.7	14.5	16.5

资料来源：wind、公司公告，国盛证券研究所（25 年电工钢、冷轧分拆数据为自行拆算）

5.3.投资建议

公司专注于中高端板材制造，战略产品占比持续提升，随着行业资本回报周期逐步修复及集团铁矿资源整合逐步实施，其盈利有望逐步改善，我们预计公司 2026 年~2028 年实现归母净利分别为 11.7 亿元、14.5 亿元、16.5 亿元，按照市值与重置成本的比对来看，目前公司仍处于价值低估区，具备较好的战略配置价值，给予“增持”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

上游原料价格大幅上涨。
若铁矿或焦炭等原料价格大幅上涨，导致生产成本显著上涨，进而影响后续利润实现。

钢材价格不及预期。
下游汽车、油气、机械等领域需求可能由于行业或突发事件的原因出现超预期下滑，导致钢价表现不及预期。

业务发展存在不确定性。
公司产品在国内外销售渠道拓展进度可能不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com