

分红连续两年维持 50%，25Q1 毛利率同比提升

2025 年 04 月 26 日

► **事件：**2025 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年年度报告和 2025 年第一季度报告。2024 年，公司实现营业收入 250.60 亿元，同比下降 12.13%；实现归母净利润 22.25 亿元，同比下降 57.05%；实现扣非归母净利润 20.98 亿元，同比下降 58.73%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 58.17 亿元，同比下降 5.53%；实现归母净利润 5.97 亿元，同比下降 31.18%；实现扣非归母净利润 6.31 亿元，同比下降 19.12%。

► **24 年存在非经常性收益 1.27 亿元，25Q1 存在非经常性损失 0.34 亿元。**2024 年，公司实现非经常性收益 1.27 亿元，主要是进行减值测试的应收款项减值准备转回 1.24 亿元；25Q1，公司存在非经常性损失 0.34 亿元，主要是阳泉热电公司碳排放权支出增加及罚款支出导致营业外支出同比增长。

► **24 年煤炭产销量下降，25Q1 产量增长且成本得到有效管控。**1) 2024 年：公司实现煤炭产/销量 3837/3554 万吨，同比-16.42%/-13.32%；单位价格/成本/毛利分别为 567/339/228 元/吨，同比-6.40%/+14.66%/-26.46%；单位毛利率为 40.22%，同比-10.98pct。分煤种来看，洗块煤/洗末煤/末煤/煤泥销量分别为 376/207/2494/141 万吨，占总销量的 10.58%/5.83%/70.17%/3.97%；各煤种价格 797/912/503/312 元/吨，同比-18.37%/-23.61%/-7.72%/-7.65%；单位毛利 396/500/203/312 元/吨，同比-34.08%/26.48%/-25.17%/-7.65%。2) 25Q1：随着 24 年公司平舒矿纳入 500 万吨/年生产矿井序列、榆树坡矿取得 500 万吨/年安全生产许可证、七元矿启动联合试运转，25Q1 公司原煤产量同比大幅增长 16.85%至 994 万吨，煤炭销量同比增长 5.67%至 875 万吨；单位价格/成本/毛利分别为 512/292/219 元/吨，同比-13.08%/-19.15%/-3.42%。在煤炭业务产量大幅增长且成本端得到有效管控的驱动下，公司 25Q1 毛利润为 20.92 亿元，同比+5.72%，毛利率为 35.96%，同比+3.83pct。

► **分红比率连续两年保持 50%，股息率达 4.7%。**公司拟派发 2024 年度现金红利 0.309 元/股，合计派发现金红利总额 11.15 亿元，分红比率达 50.11%，连续两年保持在 50%以上，以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算，股息率达 4.70%。

► **投资建议：**公司在建矿井稳步推进，分红比率维持较高水平，成长和股息配置价值凸显。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 23.96/27.78/31.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.66/0.77/0.87 元/股，对应 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济波动风险，政策变化风险，在建煤矿投产进度不及预期，新能源业务进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	25,060	25,541	28,618	31,628
增长率 (%)	-12.1	1.9	12.0	10.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,225	2,396	2,778	3,145
增长率 (%)	-57.0	7.7	15.9	13.2
每股收益 (元)	0.62	0.66	0.77	0.87
PE	11	10	9	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.57 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihng@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

1. 华阳股份 (600348.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 业绩环比增长，七元矿进入联合试运转-2024/10/31
2. 华阳股份 (600348.SH) 2024 年半年报点评：24Q2 产量环比恢复，在建矿和新资源助力长期成长-2024/08/30
3. 华阳股份 (600348.SH) 2024 年一季报点评：24Q1 业绩下滑，优存量扩增量贡献成长-2024/04/29
4. 华阳股份 (600348.SH) 2023 年年报点评：分红比例大幅提高，在建矿井贡献未来成长-2024/04/19
5. 华阳股份 (600348.SH) 2023 年三季报点评：煤炭降本效果显著，双主业成长可期-2023/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,060	25,541	28,618	31,628
营业成本	16,432	16,552	18,439	20,345
营业税金及附加	1,922	1,958	2,194	2,425
销售费用	108	106	119	132
管理费用	1,683	1,609	1,803	1,993
研发费用	928	946	1,060	1,172
EBIT	4,101	4,484	5,131	5,704
财务费用	499	517	551	535
资产减值损失	-14	-157	-178	-196
投资收益	72	64	72	80
营业利润	3,673	3,874	4,475	5,053
营业外收支	-58	-100	-100	-100
利润总额	3,615	3,774	4,375	4,953
所得税	1,011	988	1,145	1,296
净利润	2,604	2,786	3,230	3,657
归属于母公司净利润	2,225	2,396	2,778	3,145
EBITDA	6,428	6,940	7,833	8,586

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,620	12,906	14,609	18,678
应收账款及票据	1,963	1,795	2,011	2,222
预付款项	295	354	395	435
存货	802	737	821	906
其他流动资产	627	664	714	765
流动资产合计	15,307	16,455	18,550	23,006
长期股权投资	1,327	1,327	1,327	1,327
固定资产	30,004	33,863	37,363	39,263
无形资产	13,209	13,209	13,209	13,209
非流动资产合计	65,665	69,212	71,711	72,110
资产合计	80,971	85,667	90,261	95,117
短期借款	2,923	3,423	3,923	4,423
应付账款及票据	12,500	11,909	13,267	14,639
其他流动负债	6,787	6,765	7,473	8,191
流动负债合计	22,209	22,097	24,662	27,253
长期借款	18,475	21,475	21,475	21,475
其他长期负债	2,460	2,381	2,381	2,381
非流动负债合计	20,935	23,856	23,856	23,856
负债合计	43,144	45,953	48,518	51,108
股本	3,608	3,608	3,608	3,608
少数股东权益	4,550	4,940	5,392	5,904
股东权益合计	37,827	39,714	41,743	44,008
负债和股东权益合计	80,971	85,667	90,261	95,117

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.13	1.92	12.05	10.52
EBIT 增长率	-50.22	9.33	14.44	11.15
净利润增长率	-57.05	7.71	15.91	13.21
盈利能力 (%)				
毛利率	34.43	35.20	35.57	35.67
净利率	8.88	9.38	9.71	9.94
总资产收益率 ROA	2.75	2.80	3.08	3.31
净资产收益率 ROE	6.69	6.89	7.64	8.25
偿债能力				
流动比率	0.69	0.74	0.75	0.84
速动比率	0.62	0.67	0.68	0.77
现金比率	0.52	0.58	0.59	0.69
资产负债率 (%)	53.28	53.64	53.75	53.73
经营效率				
应收账款周转天数	28.24	26.45	23.91	24.07
存货周转天数	16.20	16.73	15.21	15.27
总资产周转率	0.33	0.31	0.33	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.66	0.77	0.87
每股净资产	9.22	9.64	10.08	10.56
每股经营现金流	0.97	1.60	2.38	2.56
每股股利	0.31	0.33	0.39	0.44
估值分析				
PE	11	10	9	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.93	5.49	4.87	4.44
股息收益率 (%)	4.70	5.07	5.87	6.65

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,604	2,786	3,230	3,657
折旧和摊销	2,327	2,456	2,702	2,883
营运资金变动	-2,053	-400	1,645	1,672
经营活动现金流	3,488	5,779	8,586	9,247
资本开支	-13,369	-6,156	-5,421	-3,519
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-13,737	-6,139	-5,349	-3,440
股权募资	6,146	0	0	0
债务募资	3,192	3,354	500	500
筹资活动现金流	6,817	1,646	-1,534	-1,739
现金净流量	-3,433	1,286	1,704	4,069

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048