

兰花科创 (600123.SH)

Q1 价跌致煤炭及煤化工盈利走弱，关注煤炭成长性

2025 年 05 月 09 日

——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告

投资评级：买入（维持）

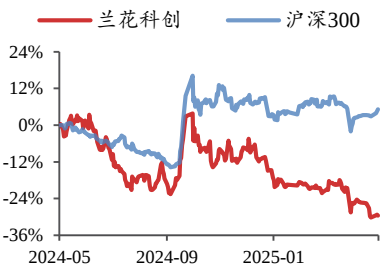
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/5/8
当前股价(元)	6.82
一年最高最低(元)	10.97/6.73
总市值(亿元)	100.47
流通市值(亿元)	100.47
总股本(亿股)	14.73
流通股本(亿股)	14.73
近 3 个月换手率(%)	42.42

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 产销下滑业绩承压，关注成长、回购与分红——公司信息更新报告》-2024.10.29

《Q2 煤炭量价环比改善，分红+回购彰显投资价值——公司 2024 年中报点评报告》-2024.8.31

● **Q1 价跌致煤炭及煤化工盈利走弱，关注煤炭成长性，维持“买入”评级**
公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 117 亿元，同比-12%，归母净利润 7.2 亿元，同比-65.8%，扣非归母净利润 7 亿元，同比-66.8%；其中 2024Q4 实现营收 32.8 亿元，环比+11.4%，归母净利润 0.1 亿元，环比-93%，扣非归母净利润-0.1 亿元，环比-104.3%。2025Q1 实现营收 21.9 亿元，同比-3.1%，归母净利润 0.3 亿元，同比-75.3%，扣非归母净利润 0.3 亿元，同比-75.6%。考虑到煤炭及煤化工产品价格下滑，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.1/4.6/5.6 亿元（2025-2026 年前值为 12.4/14.3 亿元），同比-56.3%/+45.7%/+22.9%；EPS 为 0.21/0.31/0.38 元，对应当前股价 PE 为 32.2/22.1/18 倍。公司在建煤炭项目稳步推进，新拍矿井筑底远期成长性，维持“买入”评级。

● **煤炭业务：Q1 煤炭产销量同比提升，价跌致吨煤毛利同比下降**

（1）**Q1 煤炭产销量同比提升**：2024 年煤炭产销量为 1385.5/1257 万吨，同比+0.4%/-3.2%，2025Q1 煤炭产销量为 368.3/288.7 万吨，同比+18.1%/+21.2%。（2）**Q1 吨煤毛利同比下降**：2024 年吨煤售价为 630.7 元/吨，同比-14.7%，2025Q1 吨煤售价为 538.4 元/吨，同比-14.7%；2024 年吨煤成本为 382.1 元/吨，同比+16.6%，2025Q1 吨煤成本为 331 元/吨，同比-9.4%；2024 年公司吨煤毛利为 248.6 元/吨，同比-39.6%，2025Q1 吨煤毛利为 207.3 元/吨，同比-22.1%。

● **煤化工业务：Q1 尿素价格下跌致盈利走弱，己内酰胺亏损幅度同比扩大**

（1）**Q1 尿素价格下跌致盈利走弱**：2024 年尿素产销量为 95.1/93.4 万吨，同比-1.7%/-4.3%，2025Q1 产销量为 19.6/20.6 万吨，同比-11.3%/+6.7%；2024 年尿素单吨价格为 1879.8 元/吨，同比-16.5%，2025Q1 单吨价格为 1524.3 元/吨，同比-24.8%；2024 年尿素单吨毛利为 297.7 元/吨，同比-21.5%，2025Q1 单吨毛利为 6.3 元/吨，同比-98.6%。（2）**Q1 己内酰胺价跌致盈利走弱**：2024 年己内酰胺产销量为 11/10.8 万吨，同比持平/+6.7%，2025Q1 产销量为 2.3/2.2 万吨，同比-15%/-13.8%；2024 年单吨价格为 11038.2 元/吨，同比+1.1%，2025Q1 单吨价格为 9224.2 元/吨，同比-22.2%；2024 年单吨毛利为-994 元/吨，单吨亏损幅度同比扩大，2025Q1 单吨毛利为-2305.5 元/吨，单吨亏损幅度同比亦有明显提升。

● **煤炭在建项目有序推进，新拍矿井筑底远期成长性**

（1）**煤炭产能仍具成长性**：兰花沁裕 90 万吨整合矿井于 2024 年 1 月份正式投产；百盛煤业 90 万吨/年整合矿井于 2024 年 3 月 4 日进入联合试运转，9 月 30 日完成生产要素备案正式转产；芦河煤业二期工程加速推进，35kV 双回路供电系统、主副斜井核心设备均完成安装调试。（2）**新拍矿井筑底远期成长性**：公司参与山西省阳城县寺头区块煤炭探矿权挂牌出让竞拍，以 69.494 亿元人民币竞得该宗资源探矿权，该探矿权面积 15.4903 平方千米，煤炭资源量 21,670 万吨，公司自取得探矿权起需对勘查区内的矿产资源进行绿色综合勘查，2 年内完成勘探，3-4 年内完成转采登记，进入矿山基础建设阶段。

● **风险提示**：煤价下跌超预期；煤炭产量不及预期；新建产能不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,284	11,697	9,769	10,397	11,297
YOY(%)	-6.2	-11.9	-16.5	6.4	8.7
归母净利润(百万元)	2,098	718	313	456	561
YOY(%)	-34.9	-65.8	-56.3	45.7	22.9
毛利率(%)	41.7	26.1	22.7	23.0	23.8
净利率(%)	15.8	6.1	3.2	4.4	5.0
ROE(%)	13.8	3.0	1.7	2.4	2.7
EPS(摊薄/元)	1.42	0.49	0.21	0.31	0.38
P/E(倍)	4.8	14.1	32.2	22.1	18.0
P/B(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8303	7805	7212	9010	7554	营业收入	13284	11697	9769	10397	11297
现金	5515	5950	5128	6854	5381	营业成本	7748	8640	7552	8006	8612
应收票据及应收账款	392	177	284	215	318	营业税金及附加	939	920	720	773	854
其他应收款	272	212	192	238	229	营业费用	100	93	80	82	90
预付账款	180	84	140	97	161	管理费用	1224	1146	972	1004	1107
存货	535	608	376	675	451	研发费用	3	4	4	3	4
其他流动资产	1409	773	1091	932	1012	财务费用	176	230	100	54	27
非流动资产	22635	22052	18247	17346	16796	资产减值损失	-117	-56	-98	-104	-113
长期投资	2153	1598	1760	1672	1680	其他收益	28	20	26	25	24
固定资产	12973	13680	10687	10183	9885	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	5206	5049	4757	4434	4110	投资净收益	289	210	325	275	270
其他非流动资产	2302	1725	1044	1057	1120	资产处置收益	33	8	14	18	14
资产总计	30937	29858	25459	26356	24350	营业利润	3313	843	612	693	800
流动负债	7928	9728	6375	8317	6807	营业外收入	16	8	10	11	10
短期借款	2042	1727	1884	1805	1845	营业外支出	111	24	210	115	116
应付票据及应付账款	2860	3646	1948	4023	2376	利润总额	3218	827	412	589	694
其他流动负债	3027	4355	2543	2488	2586	所得税	911	351	135	203	254
非流动负债	6331	4467	3145	2206	1433	净利润	2307	476	277	386	440
长期借款	5027	3491	2004	1148	333	少数股东损益	209	-242	-37	-71	-121
其他非流动负债	1304	976	1140	1058	1099	归属母公司净利润	2098	718	313	456	561
负债合计	14259	14195	9520	10523	8240	EBITDA	4830	2900	1808	1954	2100
少数股东权益	36	-302	-339	-409	-530	EPS(元)	1.42	0.49	0.21	0.31	0.38
股本	1485	1473	1473	1473	1473						
资本公积	250	136	136	136	136						
留存收益	13818	13413	13657	14028	14445						
归属母公司股东权益	16643	15964	16278	16243	16640						
负债和股东权益	30937	29858	25459	26356	24350						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2673	1903	-389	3482	63	成长能力					
净利润	2307	476	277	386	440	营业收入(%)	-6.2	-11.9	-16.5	6.4	8.7
折旧摊销	1321	1917	1357	1376	1450	营业利润(%)	-34.2	-74.6	-27.4	13.3	15.5
财务费用	176	230	100	54	27	归属于母公司净利润(%)	-34.9	-65.8	-56.3	45.7	22.9
投资损失	-289	-210	-325	-275	-270	获利能力					
营运资金变动	-1076	-729	-1755	1950	-1560	毛利率(%)	41.7	26.1	22.7	23.0	23.8
其他经营现金流	233	220	-43	-9	-24	净利率(%)	15.8	6.1	3.2	4.4	5.0
投资活动现金流	-382	-34	2802	-189	-612	ROE(%)	13.8	3.0	1.7	2.4	2.7
资本支出	631	484	-2828	671	837	ROIC(%)	10.2	2.4	1.4	1.9	2.1
长期投资	-78	-18	-161	87	-8	偿债能力					
其他投资现金流	327	468	136	395	233	资产负债率(%)	46.1	47.5	37.4	39.9	33.8
筹资活动现金流	-2318	-1741	-3235	-1568	-922	净负债比率(%)	15.3	13.0	-2.9	-19.7	-15.0
短期借款	-1287	-315	157	-79	39	流动比率	1.0	0.8	1.1	1.1	1.1
长期借款	902	-1536	-1487	-857	-814	速动比率	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0
普通股增加	343	-12	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	-59	-114	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
其他筹资现金流	-2217	236	-1906	-632	-147	应收账款周转率	99.8	67.4	83.6	75.5	79.5
现金净增加额	-27	128	-822	1725	-1472	应付账款周转率	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.42	0.49	0.21	0.31	0.38
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.29	-0.26	2.36	0.04
						每股净资产(最新摊薄)	11.30	10.84	11.05	11.03	11.29
						估值比率					
						P/E	4.8	14.1	32.2	22.1	18.0
						P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						EV/EBITDA	2.6	4.1	5.1	3.4	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn