

25Q2 煤炭产销恢复，售价下滑致业绩承压

2025 年 08 月 26 日

► **事件：**2025 年 8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报。2025 年上半年，公司实现营业收入 40.50 亿元，同比下降 26.1%；归母净利润 5747.78 万元，同比下降 89.58%；扣非归母净利润-1.70 亿元，同比盈转亏。

► **非经收益主要来自长期股权投资款收回。**25H1，公司营业外收入较同期增加 3.37 亿元，主要是收到退回的收购全资子公司长期股权投资款 3.37 亿元，剔除相应的资产价值后，增加公司非经常性损益 2.13 亿元。

► **25Q2 盈利同环比下滑。**25Q2，公司实现营业收入 18.58 亿元，同环比-42.2%/-15.3%；归母净利润 2410.47 万元，同环比-94.2%/-27.8%；扣非归母净利润-2.03 亿元，同环比盈转亏。

► **25Q2 煤炭产销环比提升，售价下滑、成本抬升致盈利受损。**1) 25H1：公司实现煤炭产销量 757.5/604.3 万吨，同比+7.3%/+4.9%；吨煤售价 486.0 元/吨，同比-23.7%；单位生产成本 277.2 元/吨，同比-9.3%；吨煤销售成本 337.8 元/吨，同比-4.7%；煤炭业务毛利率 30.5%，同比-13.9pct。2) 25Q2：公司实现煤炭产量 389.2 万吨，同环比-1.2%/+5.7%；煤炭销量 315.6 万吨，同环比-6.5%/+9.3%；吨煤售价 438.0 元/吨，同环比-31.7%/-18.7%；吨煤销售成本 343.9 元/吨，同环比-0.8%/+3.9%；煤炭业务毛利率 21.5%，同环比-24.4/-17.0pct。

► **25Q2 尿素产销环比恢复，毛利率环比提升。**1) 25H1：公司实现尿素产销量 40.6/39.4 万吨，同比-15.1%/-17.3%；综合售价 1590.5 元/吨，同比-20.9%；生产成本 1491.0 元/吨，同比-5.3%；销售成本 1498.2 元/吨，同比-5.1%；尿素毛利率 5.8%，同比-15.7pct。2) 25Q2：公司实现尿素产量 21.0 万吨，同环比-18.4%/+6.9%；销量 18.8 万吨，同环比-33.7%/-9.1%；综合售价 1663.4 元/吨，同环比-16.8%/+9.1%；销售成本 1476.5 元/吨，同环比-6.4%/-2.7%；尿素毛利率 11.2%，同环比-9.8/+10.8pct。

► **25Q2 己内酰胺因售价大幅下滑同环比亏损扩大。**25H1，因价格同比大幅下滑，公司已内酰胺业务同比增亏 0.24 亿元；25Q2，因售价同环比下滑、成本同环比抬升，己内酰胺业务同环比分别增亏 0.29、0.12 亿元。

► **投资建议：**考虑公司各业务板块盈利能力受损，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 2.44/3.22/4.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.17/0.22/0.32 元/股，对应 2025 年 8 月 25 日收盘价的 PE 分别均为 42/32/21 倍。公司煤炭产销恢复，各业务产品售价下半年有望边际好转，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**煤炭价格大幅下跌；在建矿井投产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11,697	10,881	11,583	12,240
增长率 (%)	-11.9	-7.0	6.4	5.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	718	244	322	476
增长率 (%)	-65.8	-66.0	32.1	47.8
每股收益 (元)	0.49	0.17	0.22	0.32
PE	14	42	32	21
PB	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

6.89 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：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

1. 兰花科创 (600123.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩低于预期，25 年煤炭产销同比恢复-2025/04/29
2. 兰花科创 (600123.SH) 2024 年三季报点评：业绩不及预期，静待产销恢复-2024/10/29
3. 兰花科创 (600123.SH) 2024 年半年报点评：煤炭产销环比恢复，业绩有望持续改善-2024/08/31
4. 兰花科创 (600123.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩低于预期，煤炭产量增量未来可期-2024/04/23
5. 兰花科创 (600123.SH) 事件点评：成长不误分红，前三季度拟每股派 0.75 元-2023/12/26

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	11,697	10,881	11,583	12,240
营业成本	8,640	8,226	8,510	8,798
营业税金及附加	920	958	927	979
销售费用	93	131	104	110
管理费用	1,146	1,197	1,158	1,224
研发费用	4	11	6	6
EBIT	854	375	894	1,140
财务费用	230	316	435	422
资产减值损失	-56	-50	-52	-54
投资收益	210	54	58	61
营业利润	843	70	474	734
营业外收支	-16	208	-4	-3
利润总额	827	279	469	731
所得税	351	84	141	219
净利润	476	195	329	512
归属于母公司净利润	718	244	322	476
EBITDA	2,805	2,505	3,234	3,542

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,950	4,999	6,061	7,342
应收账款及票据	177	161	172	181
预付款项	84	80	83	86
存货	608	529	547	566
其他流动资产	985	959	1,010	1,057
流动资产合计	7,805	6,729	7,873	9,232
长期股权投资	1,598	1,598	1,598	1,598
固定资产	13,680	13,132	12,425	11,598
无形资产	5,049	11,949	12,149	12,349
非流动资产合计	22,052	28,113	27,411	26,657
资产合计	29,858	34,842	35,284	35,889
短期借款	1,727	2,250	2,250	2,250
应付账款及票据	3,646	3,471	3,591	3,713
其他流动负债	4,355	4,353	4,421	4,493
流动负债合计	9,728	10,074	10,263	10,456
长期借款	2,494	7,094	7,094	7,094
其他长期负债	1,974	1,950	1,950	1,950
非流动负债合计	4,467	9,044	9,044	9,044
负债合计	14,195	19,119	19,307	19,500
股本	1,473	1,473	1,473	1,473
少数股东权益	-302	-351	-344	-309
股东权益合计	15,662	15,723	15,977	16,390
负债和股东权益合计	29,858	34,842	35,284	35,889

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	-11.95	-6.97	6.45	5.68
EBIT 增长率	-73.86	-56.13	138.63	27.48
净利润增长率	-65.79	-66.04	32.11	47.80
盈利能力 (%)				
毛利率	26.14	24.40	26.53	28.12
净利润率	6.14	2.24	2.78	3.89
总资产收益率 ROA	2.40	0.70	0.91	1.33
净资产收益率 ROE	4.50	1.52	1.97	2.85
偿债能力				
流动比率	0.80	0.67	0.77	0.88
速动比率	0.65	0.53	0.63	0.74
现金比率	0.61	0.50	0.59	0.70
资产负债率 (%)	47.54	54.87	54.72	54.33
经营效率				
应收账款周转天数	5.34	5.46	5.04	5.06
存货周转天数	23.81	24.89	22.77	22.77
总资产周转率	0.38	0.34	0.33	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.17	0.22	0.32
每股净资产	10.84	10.91	11.08	11.33
每股经营现金流	1.29	1.62	2.18	2.35
每股股利	0.15	0.05	0.07	0.10
估值分析				
PE	14	42	32	21
PB	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.85	7.67	5.94	5.43
股息收益率 (%)	2.18	0.74	0.98	1.44

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	476	195	329	512
折旧和摊销	1,950	2,130	2,339	2,402
营运资金变动	-729	-162	51	57
经营活动现金流	1,903	2,384	3,207	3,457
资本开支	-473	-7,938	-1,600	-1,609
投资	2	-1	0	0
投资活动现金流	-34	-7,900	-1,542	-1,548
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2	5,172	0	0
筹资活动现金流	-1,741	4,565	-603	-627
现金净流量	128	-951	1,062	1,281

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。	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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