

美锦能源 (000723.SZ) H1 焦价大跌致业绩承压，关注煤焦改善和氢能布局

2025 年 08 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/8/29
当前股价(元)	4.81
一年最高最低(元)	5.71/3.82
总市值(亿元)	211.81
流通市值(亿元)	211.46
总股本(亿股)	44.03
流通股本(亿股)	43.96
近 3 个月换手率(%)	102.15

● **H1 焦价大跌致业绩承压，关注煤焦改善和氢能布局，维持“增持”评级**
 公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 82.5 亿元，同比-6.5%；实现归母净利润-6.7 亿元，同比+880.3 万元；实现扣非后归母净利润-6.8 亿元，同比+1466.6 万元。单 Q2 来看，公司实现营业收入 42.6 亿元，环比+7%；实现归母净利润-3.2 亿元，环比+4336.6 万元，实现扣非后归母净利润-3.1 亿元，环比+6334.1 万元。考虑到煤焦业务盈利趋势，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-6.52/1.41/4.10 亿元(2025-2026 前值为 5.1/6.7 亿元)，同比+43.0%/+121.6%/+190.6%；EPS 为-0.15/0.03/0.09 元；对应当前股价 2026-2027 年的 PE 为 150.1/51.7 倍。随着项目开工推进焦炭产能提升，此外氢能业务正在稳步推进，维持“增持”评级。

● **煤焦产量大幅增长对冲价格下滑，氢能业务稳步推进**

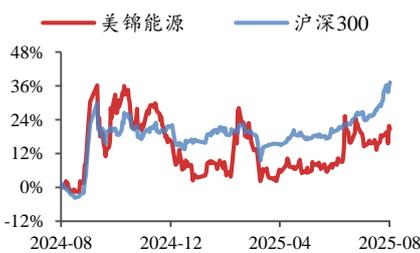
煤焦化业务：公司目前拥有四座煤矿，经核准产能 630 万吨/年，2025H1 公司精煤产量 179.37 万吨，同比+31.8%，公司所生产的煤炭主要作为公司炼焦的原料自用；公司焦炭生产能力 1095 万吨/年，在产产能 895 万吨/年，2025H1 公司全焦产量 375.6 万吨，同比+26.5%，在预计公司焦化产品产销率基本稳定的情况下，公司 2025H1 焦化产品销量或同比提升；2025H1 公司煤焦化产品及副产品营业收入 80.3 亿元，同比-2.7%，营业成本 78.4 亿元，同比-3.6%，毛利为 1.9 亿元，同比 58.6%，毛利率为 2.4%，同比+0.9pct，收入下滑主要系焦炭市场价格下滑明显影响，2025H1 河北二级冶金焦（唐山产）市场均价为 1298.8 元/吨，同比-34.2%，其中 2025Q2 河北二级冶金焦（唐山产）市场均价为 1223.9 元/吨，环比-11.1%。**新能源车及运营业务：**2025H1 公司新能源车及运营业务营收为 2.1 亿元，同比-62.3%，营业成本为 2.4 亿元，同比-59%，毛利为-3336.2 万元，同比+109.3 万元，毛利率为-15.9%，同比-9.1pct。

● **氢能推进、焦炭放量、筹划 H 股上市，有望助力估值提升**

氢能板块：美锦氢能汽车板块已拿到近 3 亿元超级订单，加氢网络建设也在稳步推进，与整车推广同步放量，形成“先有站、后卖车”的正循环，标志着美锦氢能业务正式从投入期进入兑现期。**焦炭产能：**贵州项目二期计划 2025 年内完工投产，200 万吨新炉一旦点火，美锦能源将凭借千万吨级焦炭产能锁定更低成本曲线，在行业集中度加速提升阶段进一步拉开与二三线焦化企业的差距，亏损期反而成为巩固龙头护城河的最佳窗口。**筹划 H 股上市：**8 月 15 日，公司发布关于筹划 H 股上市公告，短期来看，发行窗口若能抓住港股氢能概念热度，可一次性补权益、降负债，催化估值重估；但上市节奏、定价区间及境外投资者偏好仍是关键变量，进展顺利与否将直接决定公司能否真正打通国际长期资金“第二通道”。

● **风险提示：**经济增长不及预期；煤价上涨超预期；氢能新布局不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 焦炭或环比减亏，氢能各项业务稳步推进—公司信息更新报告》
-2024.10.30

《焦炭价格下滑致业绩承压，氢能各项业务稳步推进—公司 2024 年中报点评报告》-2024.8.29

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,811	19,031	18,755	21,937	23,951
YOY(%)	-15.4	-8.6	-1.4	17.0	9.2
归母净利润(百万元)	289	-1,143	-652	141	410
YOY(%)	-86.9	-495.3	43.0	121.6	190.6
毛利率(%)	11.4	6.0	7.0	11.7	13.0
净利率(%)	1.4	-6.0	-3.5	0.6	1.7
ROE(%)	0.9	-8.2	-3.1	0.8	2.1
EPS(摊薄/元)	0.07	-0.26	-0.15	0.03	0.09
P/E(倍)	73.3	-18.5	-32.5	150.1	51.7
P/B(倍)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10253	9525	8756	11651	10607
现金	6149	4736	5104	5715	6379
应收票据及应收账款	1197	1437	1061	1912	1303
其他应收款	563	604	516	811	628
预付账款	122	133	123	173	152
存货	1371	1569	1131	1959	1314
其他流动资产	851	1048	820	1082	830
非流动资产	32259	35518	34015	36167	36743
长期投资	675	655	668	659	660
固定资产	18991	22907	21989	23873	24529
无形资产	4935	5062	5517	5773	6027
其他非流动资产	7659	6893	5842	5862	5527
资产总计	42513	45043	42771	47818	47350
流动负债	17701	19750	19250	25194	25558
短期借款	779	1060	6544	1971	11443
应付票据及应付账款	13405	14971	9120	19485	10251
其他流动负债	3517	3719	3586	3738	3864
非流动负债	7894	9081	7792	6768	5601
长期借款	4757	6052	4709	3711	2531
其他非流动负债	3136	3030	3083	3056	3070
负债合计	25595	28832	27042	31961	31159
少数股东权益	1938	1761	1930	1917	1840
股本	4326	4431	4431	4431	4431
资本公积	1666	2073	2073	2073	2073
留存收益	8573	7430	6948	7076	7409
归属母公司股东权益	14980	14451	13799	13940	14350
负债和股东权益	42513	45043	42771	47818	47350

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	911	941	-2639	10457	-4398
净利润	157	-1330	-482	128	334
折旧摊销	1579	2000	1731	1887	2108
财务费用	332	425	380	371	476
投资损失	17	12	15	13	14
营运资金变动	-1011	-197	-4564	8200	-7386
其他经营现金流	-163	31	282	-142	57
投资活动现金流	-3565	-3205	-549	-3929	-2790
资本支出	5506	3229	574	3868	2772
长期投资	1977	-8	-12	9	-2
其他投资现金流	-36	32	38	-70	-16
筹资活动现金流	2192	2226	-2068	-1274	-1655
短期借款	279	281	5484	-4573	9472
长期借款	1007	1294	-1343	-997	-1180
普通股增加	-0	105	0	0	0
资本公积增加	123	407	0	0	0
其他筹资现金流	783	138	-6209	4296	-9947
现金净增加额	-462	-39	-5256	5253	-8842

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20811	19031	18755	21937	23951
营业成本	18432	17883	17442	19374	20836
营业税金及附加	431	495	488	571	623
营业费用	191	173	170	199	217
管理费用	865	996	881	1089	1157
研发费用	122	90	88	103	113
财务费用	332	425	380	371	476
资产减值损失	-29	-385	0	0	0
其他收益	59	43	51	47	49
公允价值变动收益	12	1	1	1	1
投资净收益	-17	-12	-15	-13	-14
资产处置收益	4	-21	-21	-21	-21
营业利润	430	-1444	-662	265	576
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	52	96	96	96	96
利润总额	383	-1539	-757	170	481
所得税	226	-210	-275	42	147
净利润	157	-1330	-482	128	334
少数股东损益	-132	-187	170	-13	-76
归属母公司净利润	289	-1143	-652	141	410
EBITDA	2139	783	1253	2309	2935
EPS(元)	0.07	-0.26	-0.15	0.03	0.09

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-15.4	-8.6	-1.4	17.0	9.2
营业利润(%)	-85.4	-436.2	54.1	140.0	117.3
归属于母公司净利润(%)	-86.9	-495.3	43.0	121.6	190.6
获利能力					
毛利率(%)	11.4	6.0	7.0	11.7	13.0
净利率(%)	1.4	-6.0	-3.5	0.6	1.7
ROE(%)	0.9	-8.2	-3.1	0.8	2.1
ROIC(%)	0.9	-4.2	-1.1	1.4	1.8
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2	64.0	63.2	66.8	65.8
净负债比率(%)	17.7	37.5	61.7	22.2	69.2
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	15.6	14.5	15.1	14.8	14.9
应付账款周转率	3.2	2.3	2.8	2.5	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	-0.26	-0.15	0.03	0.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.21	-0.60	2.37	-1.00
每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.19	3.04	3.07	3.17
估值比率					
P/E	73.3	-18.5	-32.5	150.1	51.7
P/B	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.3	37.3	26.3	11.6	11.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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