

## 华阳股份 (600348.SH)

## 售价下行拖累业绩，关注成长性

公司发布 2025 年半年度业绩公告。公司上半年营业收入 112.4 亿元，同比减少 7.86%；归母净利润 7.83 亿元，同比减少 39.75%；25Q2 营业收入 54.22 亿元，同比减少 10.24%；归母净利润 1.86 亿元，同比减少 56.97%。

## 25Q2 产销恢复，成本持续优化，售价下行拖累业绩

- 产销方面，25Q2 原煤产量 1082 万吨，同比+6.6%，环比+8.9%，商品煤销量 1053 万吨，同比+19.4%，环比 20.2%。
- 利价方面，25Q2 吨煤售价 419 元/吨，同比-24.8%，环比-18.1%（同期北港同比-24.9%，环比-12.4%）；**吨煤成本 286 元/吨，同比-17.4%，环比-2.0%**；吨煤毛利 132 元/吨，同比-37.0%，环比-39.6%。

七元启动联合试运转，泊里投产在即。2024 年 12 月，七元煤矿（500 万吨/年）启动联合试运转，完成了由建到采的历史性转变。此外，平舒纳入 500 万吨/年生产矿井序列，榆树坡取得 500 万吨/年安全生产许可证。未来，公司将加快重点项目建设，**有序推进泊里（500 万吨/年）项目建设，统筹推进于家庄项目探转采手续办理**，确保项目早开工、早建成、早见效。

钠离子电池技术实现突破并加速商业化。公司已完成 200 吨/年 T1000 级高性能碳纤维示范线设备安装，进入联合调试阶段。“大功率钠离子电池煤矿应急电源系统”通过中煤协会鉴定达国际领先水平。华钠芯能成功入列 2025 储能应用创新典范 TOP10，成功入选全球 Tier1 钠电电芯榜。自主开发 2.13MWh 标准 20 尺钠离子电池煤矿应急电源直流舱产品，形成产品标准化自主集成生产工艺包，具备自主集成能力。

**投资建议。**考虑到煤价下行我们下调公司业绩，考虑到公司未来七元、泊里矿井持续贡献产量增量，及煤价有望底部企稳，远期业绩有望增长。我们预计公司 2025 年~2027 年归母净利分别为 16.8 亿元、21.7 亿元、23.7 亿元，对应 PE 为 15.0X、11.7X、10.7X，维持“买入”评级。

**风险提示：**煤炭需求不及预期，在建矿井投产不及预期，煤价坍塌式下跌。

## 买入（维持）

## 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
08月29日收盘价(元)	7.02
总市值(百万元)	25,324.65
总股本(百万股)	3,607.50
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	42.44

## 股价走势



## 作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com

## 相关研究

- 《华阳股份 (600348.SH)：提质降本成效显著，创新、成长华阳未来可期》 2025-04-27
- 《华阳股份 (600348.SH)：产销恢复&成本下降，资源接续成长可期》 2024-10-31
- 《华阳股份 (600348.SH)：产销率&售价下行拖累业绩，资源接续成长可期》 2024-08-30

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28,518	25,060	22,597	21,259	22,866
增长率 yoy (%)	-18.6	-12.1	-9.8	-5.9	7.6
归母净利润 (百万元)	5,179	2,225	1,683	2,169	2,369
增长率 yoy (%)	-26.3	-57.0	-24.3	28.9	9.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.44	0.62	0.47	0.60	0.66
净资产收益率 (%)	18.6	6.7	4.9	6.1	6.5
P/E (倍)	4.9	11.4	15.0	11.7	10.7
P/B (倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	18123	15307	13793	12630	14653
现金	14497	11620	10263	9231	10920
应收票据及应收账款	1972	1963	1760	1656	1781
其他应收款	55	97	88	83	89
预付账款	411	295	292	257	276
存货	677	802	767	677	725
其他流动资产	511	530	623	726	862
<b>非流动资产</b>	53448	65665	67417	68738	69941
长期投资	1255	1327	1296	1281	1271
固定资产	28846	30004	28477	26855	25138
无形资产	6282	13209	13122	13016	12892
其他非流动资产	17065	21125	24522	27585	30639
<b>资产总计</b>	71571	80971	81210	81367	84594
<b>流动负债</b>	25908	22209	20628	18840	19989
短期借款	2780	2923	3033	3143	3253
应付票据及应付账款	11374	12500	11681	10305	11038
其他流动负债	11754	6787	5914	5392	5698
<b>非流动负债</b>	13497	20935	21337	21847	22357
长期借款	11042	18475	18975	19475	19975
其他非流动负债	2455	2460	2362	2372	2382
<b>负债合计</b>	39405	43144	41965	40687	42346
少数股东权益	4303	4550	4824	5177	5563
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	63	64	64	64	64
留存收益	22887	22438	23277	24359	25541
归属母公司股东权益	27863	33278	34421	35503	36685
<b>负债和股东权益</b>	71571	80971	81210	81367	84594

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	6938	3488	4642	4698	7525
净利润	6050	2604	1958	2522	2755
折旧摊销	2520	2327	2958	3082	3205
财务费用	585	628	520	525	530
投资损失	-64	-72	65	65	65
营运资金变动	-2304	-2053	-1028	-1649	823
其他经营现金流	152	54	169	153	147
<b>投资活动现金流</b>	-7027	-13737	-5063	-4738	-4738
资本支出	-6573	-13369	-4559	-4457	-4456
长期投资	-46	-2	-65	-66	-67
其他投资现金流	-408	-366	-439	-215	-215
<b>筹资活动现金流</b>	-3341	6817	-934	-992	-1097
短期借款	-2011	143	110	110	110
长期借款	995	7433	500	500	500
普通股增加	1203	0	0	0	0
资本公积增加	-9	1	0	0	0
其他筹资现金流	-3518	-760	-1544	-1602	-1707
<b>现金净增加额</b>	-3428	-3433	-1356	-1032	1689

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	28518	25060	22597	21259	22866
营业成本	15713	16432	15347	13540	14502
营业税金及附加	2097	1922	1695	1594	1715
营业费用	124	108	79	64	69
管理费用	1495	1683	1491	1382	1486
研发费用	703	928	791	744	800
财务费用	391	499	492	497	502
资产减值损失	-21	-14	-131	-115	-110
其他收益	160	133	143	143	143
公允价值变动收益	30	-4	-1	-1	-1
投资净收益	64	72	-65	-65	-65
资产处置收益	1	0	5	6	7
<b>营业利润</b>	7927	3673	2653	3406	3766
营业外收入	66	35	57	57	57
营业外支出	105	93	100	100	100
<b>利润总额</b>	7888	3615	2610	3363	3723
所得税	1838	1011	653	841	968
<b>净利润</b>	6050	2604	1958	2522	2755
少数股东损益	870	379	274	353	386
<b>归属母公司净利润</b>	5179	2225	1683	2169	2369
EBITDA	10759	6428	6061	6942	7429
EPS (元/股)	1.44	0.62	0.47		

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-18.6	-12.1	-9.8	-5.9	7.6
营业利润(%)	-31.4	-53.7	-27.8	28.4	10.5
归属母公司净利润(%)	-26.3	-57.0	-24.3	28.9	9.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.9	34.4	32.1	36.3	36.6
净利率(%)	18.2	8.9	7.5	10.2	10.4
ROE(%)	18.6	6.7	4.9	6.1	6.5
ROIC(%)	12.2	4.9	3.7	4.5	4.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.1	53.3	51.7	50.0	50.1
净负债比率(%)	15.7	29.3	32.3	35.3	31.4
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	15.0	12.7	12.2	12.5	13.3
应付账款周转率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.44	0.62	0.47	0.60	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	0.97	1.29	1.30	2.09
每股净资产(最新摊薄)	7.72	9.22	9.54	9.84	10.17
<b>估值比率</b>					
P/E	4.9	11.4	15.0	11.7	10.7
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.7	5.7	6.3	5.7	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月29日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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

#### 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

#### 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

#### 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