

成本管控优秀，25Q3 环比扭亏

2025 年 10 月 24 日

➤ **事件：**2025 年 10 月 23 日，公司发布 2025 年三季报。25Q1-3，公司实现营业收入 37.82 亿元，同比下降 30.1%；归母净利润-1.00 亿元，较 24Q1-3 的 9.45 亿元同比盈转亏。业绩出现亏损主因煤炭业务量价齐跌。

➤ **25Q3 环比扭亏，期间费率环比下降。**25Q3，公司实现营业收入 14.04 亿元，同环比-7.3%/+17.2%；归母净利润 0.29 亿元，同比-84.2%，环比扭亏。25Q3，公司四费合计同环比+0.91/+0.36 亿元，四费费率同环比+7.8/-1.3pct。

➤ **25Q3 煤炭产销同环比均增，受益成本压降毛利率环比提升明显。**25Q1-3，公司实现原煤产量 724.7 万吨，同比-0.6%；商品煤产量 551.5 万吨，同比-2.1%；商品煤销量 544.9 万吨，同比-4.2%；吨煤售价 653.9 元/吨，同比-27.4%；吨煤销售成本 532.4 元/吨，同比-7.0%。25Q1-3，公司商品煤销售毛利为 6.6 亿元，同比-64.6%；毛利率为 18.6%，同比-17.9pct。**25Q3**，公司实现原煤产量 247.9 万吨，同环比+5.4%/+3.2%，其中商品煤产量 196.6 万吨，同环比+10.1%/+9.4%；商品煤销量 207.3 万吨，同环比+14.7%/+16.7%；吨煤售价 640.3 元/吨，同环比-18.5%/+0.8%；吨煤销售成本 475.6 元/吨，同环比-21.1%/-16.9%。25Q3，公司商品煤销售毛利为 3.4 亿元，同环比+3.4%/+205.3%；毛利率为 25.7%，同环比+2.5/+15.8pct。

➤ **电力业务剥离亏损资产，未来盈利能力增强。**公司参控股的 5 个电厂中仅钱营孜发电盈利较好，因恒力电业、新源热电、创元发电能耗环保不达标、碳履约成本逐年增加及生产经营持续亏损，公司拟关停上述公司下的低热值火电机组，并将恒力电业、新源热电解散注销，创元发电保留主体开展新能源业务。公司持股 50%的钱营孜电厂 1×1000MW 二期项目已于 2025 年 2 月 25 日并网，年发电量约 48 亿千瓦时，参考一期盈利能力未来有望增厚公司业绩，伴随低效资产剥离，公司电力业务盈利水平将有效改善。

➤ **投资建议：**考虑焦煤价格已重回上行通道，公司 25Q4 业绩有望边际好转，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.11/2.73/4.27 亿元，折合 EPS 分别为 0.09/0.23/0.36 元/股，对应 2025 年 10 月 23 日收盘价的 PE 分别为 81/33/21 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下跌；新投产项目盈利不及预期。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

7.46 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@glms.com.cn

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@glms.com.cn

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@glms.com.cn

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiagi@glms.com.cn

相关研究

- 1.恒源煤电 (600971.SH) 2025 年半年报点评：量价双降业绩承压，剥离亏损低效资产-2025/08/22
- 2.恒源煤电 (600971.SH) 2025 年一季报点评：量价齐跌致业绩受损，Q2 或环比改善-2025/04/25
- 3.恒源煤电 (600971.SH) 2024 年年报点评：量价双减、成本管控较好，分红比例提升-2025/03/29
- 4.恒源煤电 (600971.SH) 2024 年三季报点评：煤炭产销环比下滑，24Q3 盈利受损-2024/10/30
- 5.恒源煤电 (600971.SH) 2024 年半年报点评：煤炭产销同比增长，售价下滑致盈利受损-2024/08/22

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,972	5,081	5,624	6,125
增长率 (%)	-10.4	-27.1	10.7	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,072	111	273	427
增长率 (%)	-47.3	-89.6	145.5	56.5
每股收益 (元)	0.89	0.09	0.23	0.36
PE	8	81	33	21
PB	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 23 日收盘价）

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	6,972	5,081	5,624	6,125
营业成本	4,336	3,589	3,928	4,140
营业税金及附加	228	166	184	200
销售费用	64	66	73	80
管理费用	673	661	731	796
研发费用	380	356	394	429
EBIT	1,282	238	307	473
财务费用	-14	94	14	12
资产减值损失	-76	-58	-21	-11
投资收益	119	87	96	105
营业利润	1,345	173	369	556
营业外收支	-74	-36	-32	-30
利润总额	1,272	137	336	526
所得税	215	27	67	105
净利润	1,057	110	269	421
归属于母公司净利润	1,072	111	273	427
EBITDA	2,022	986	1,074	1,258

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,410	4,773	4,663	4,540
应收账款及票据	739	528	584	636
预付款项	22	18	20	21
存货	235	136	192	213
其他流动资产	2,159	1,639	1,686	1,730
流动资产合计	8,565	7,093	7,145	7,140
长期股权投资	1,736	1,736	1,736	1,736
固定资产	5,568	5,847	6,131	6,417
无形资产	3,453	3,553	3,653	3,753
非流动资产合计	11,970	12,365	12,765	13,165
资产合计	20,535	19,458	19,910	20,305
短期借款	637	537	437	337
应付账款及票据	1,802	1,491	1,632	1,720
其他流动负债	3,223	2,741	2,941	3,071
流动负债合计	5,662	4,769	5,010	5,128
长期借款	650	650	650	650
其他长期负债	1,789	1,791	1,791	1,791
非流动负债合计	2,439	2,441	2,441	2,441
负债合计	8,101	7,210	7,451	7,569
股本	1,200	1,200	1,200	1,200
少数股东权益	68	67	63	57
股东权益合计	12,434	12,248	12,459	12,736
负债和股东权益合计	20,535	19,458	19,910	20,305

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	-10.45	-27.13	10.68	8.91
EBIT 增长率	-42.33	-81.46	29.29	54.03
净利润增长率	-47.35	-89.63	145.53	56.46
盈利能力 (%)				
毛利率	37.82	29.37	30.15	32.42
净利率	15.37	2.19	4.85	6.97
总资产收益率 ROA	5.22	0.57	1.37	2.10
净资产收益率 ROE	8.67	0.91	2.20	3.37
偿债能力				
流动比率	1.51	1.49	1.43	1.39
速动比率	1.19	1.17	1.10	1.06
现金比率	0.96	1.00	0.93	0.89
资产负债率 (%)	39.45	37.05	37.42	37.27
经营效率				
应收账款周转天数	6.33	9.52	7.23	7.28
存货周转天数	24.40	18.63	15.03	17.62
总资产周转率	0.33	0.25	0.29	0.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.09	0.23	0.36
每股净资产	10.30	10.15	10.33	10.57
每股经营现金流	1.15	0.37	1.02	1.08
每股股利	0.27	0.05	0.12	0.19
估值分析				
PE	8	81	33	21
PB	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.88	5.90	5.42	4.62
股息收益率 (%)	3.62	0.65	1.60	2.51

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,057	110	269	421
折旧和摊销	739	748	766	785
营运资金变动	-521	-504	147	76
经营活动现金流	1,377	442	1,223	1,297
资本开支	-1,030	-1,184	-1,199	-1,214
投资	-657	290	0	0
投资活动现金流	-1,620	-732	-1,102	-1,109
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-154	19	-100	-100
筹资活动现金流	-1,221	-347	-230	-311
现金净流量	-1,464	-637	-109	-123

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