

导语：未来业绩怎么走，同钢铁行业息息相关。

作者：市值风云 App：观韬

山西焦化的背离谜题：业绩爆雷日，股价涨停时

1月27日盘后，山西焦化（600740.SH）的业绩预告给市场泼了一盆冷水：公司预计2025年净利润同比骤降66.31%至71.82%，扣非净利润跌幅同样达79.36%至85.43%，利润规模更是不足亿元。

重要内容提示：

●业绩预告的具体适用情形：实现盈利，且净利润与上年同期相比下降50%以上。

●公司预计2025年度实现归属于母公司所有者的净利润7,415.15万元~8,865.15万元，与上年同期26,311.77万元相比，将减少17,446.62万元~18,896.62万元，同比减少66.31%~71.82%。

●公司预计2025年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润3,477.36万元~4,927.36万元，与上年同期23,874.26万元相比，将减少18,946.9万元~20,396.9万元，同比减少79.36%~85.43%。

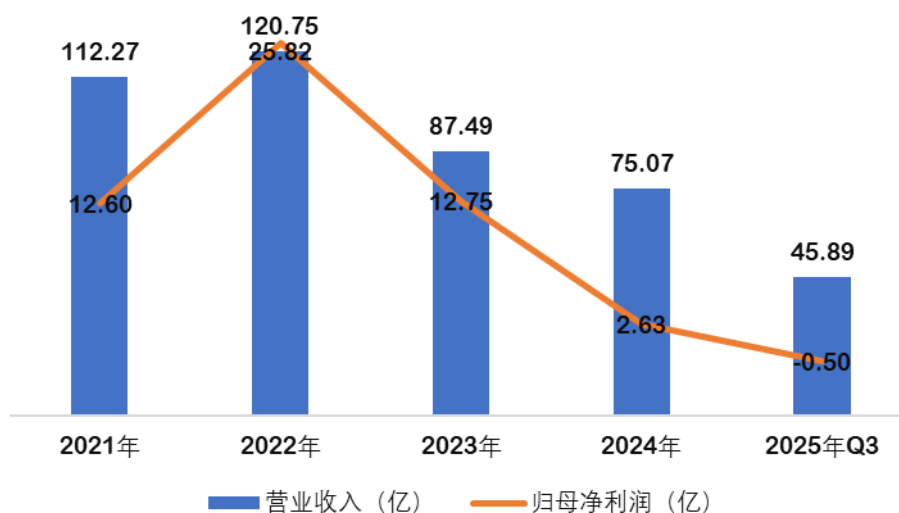
（山西焦化业绩预告）

然而，次日市场反应却像一团烈火。1月28日开盘后持续走高，并最终封死涨停板，1月29日继续高开，一度封板，最终当天收盘大涨7.95%，展现出与基本面完全背离的爆发力。

本该是业绩爆雷的利空消息，为何反而成为了点燃股价的催化剂？市场集体逆向思维背后，究竟在交易什么预期？是利空出尽后的估值修复，还是行业周期反转的提前押注？欢迎走进今天的刨根问底拦不住。

一、长期筑底完成，反转条件或初步具备

从财务数据看，山西焦化的营收和净利润自 2022 年分别创出 120.75 亿和 25.82 亿的历史峰值后连续三年的持续萎缩。2025 年前两个季度更是持续亏损，虽然三季度单季度扭亏，但前三季度仍累计亏损 5000 万。



(来源：Choice 数据，制图：市值风云 APP)

净利率也从 2022 年的 21.4% 快速下滑至 2025 年预计的仅 1.0%。业绩创新高之前，山西焦化的股价也于 2021 年 9 月 10 日提前见顶，并一直持续震荡下跌

至今。1月28日之前，持续在低位徘徊震荡。



从技术层面看，在经历过连续3年的持续下跌，以及1年多的震荡筑底之后，确实存在股价反转预期。

从技术层面看，山西焦化在经历长达三年的下行趋势后，在过去一年多时间于底部区域震荡整理。从形态上看，一个中长期的底部结构已经构筑完成，这为后续可能出现的趋势反转提供了基础。

二、业绩与钢铁周期深度绑定

人如其名，山西焦化是一家炼焦加工企业，主导产品为冶金焦炭，副产品包括甲醇、炭黑等化工产品。2025 年上半年焦炭产品贡献了公司近 2/3 的营收，是公司绝对收入来源。

单位：元 币种：人民币

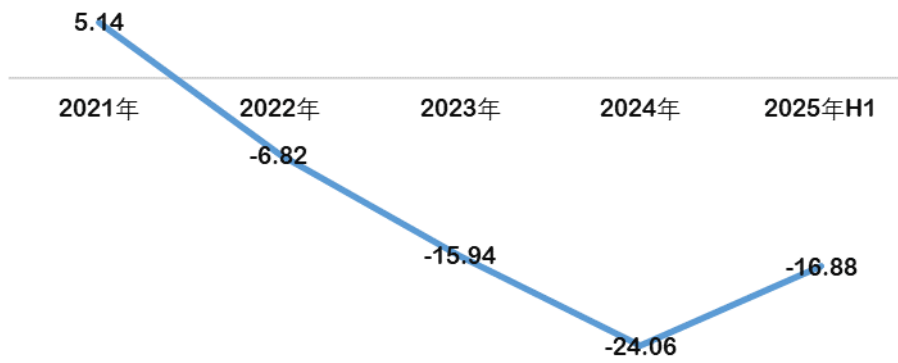
| 合同分类 | 焦化-分部 | | 合计 | |
|--------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 营业收入 | 营业成本 | 营业收入 | 营业成本 |
| 商品类型 | | | | |
| 焦炭产品 | 2,048,896,593.26 | 2,394,652,764.34 | 2,048,896,593.26 | 2,394,652,764.34 |
| 化工产品 | 1,159,679,420.59 | 1,151,086,987.64 | 1,159,679,420.59 | 1,151,086,987.64 |
| 现代服务收入 | 15,224,215.52 | 10,095,006.22 | 15,224,215.52 | 10,095,006.22 |

(2025 年半年报)

但尴尬的是，自 2022 年开始，山西焦化焦炭业务毛利率连跌 3 年。

2022 年，尽管其焦炭业务毛利率已跌至-6.82%，但 2023 年，进一步恶化至-15.94%，2024 年继续跌至-24.06%。这意味着，每生产一吨焦炭，公司便要承担超过 240 元的直接亏损。

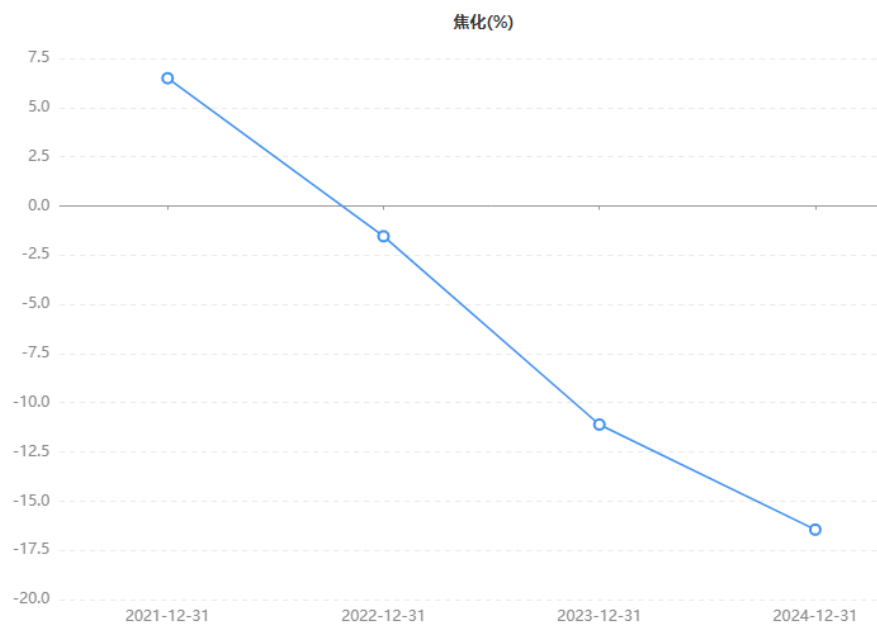
焦炭(%)



(来源: Choice 数据, 制图: 市值风云 APP)

进入 2025 年后, 趋势有所扭转, 但 2025 年上半年焦炭业务毛利率仍低至-16.88%。受此影响, 公司焦化板块毛利率也持续下行。

山西焦化(600740.SH)按行业分类



(来源: Choice 数据)

受政策减产及终端需求持续疲软影响，钢铁行业对焦炭采购意愿低迷，议价能力显著增强，再加上部分区间煤炭价格显著上涨，成本无法有效传导，是山西焦化焦炭业务毛利率持续亏损的主因。

以 2025 年为例，受钢铁行业“粗钢产量压减”政策影响，国内焦炭市场均价较 2024 年同期下降 18%至 22%，而作为主要原料的优质主焦煤价格虽同步下跌，但跌幅仅为 12%至 15%，远小于焦炭价格的降幅。

成本粘性与价格弹性的错配，导致焦炭-原料煤价差被急剧压缩，行业平均吨焦利润也从微利状态迅速滑入深度亏损区间。

简单来说，焦炭价格受煤价影响，同时也被下游钢铁行业的景气度深度制约。

2022 年，山西焦化焦炭业务毛利率亏损，但净利润仍创历史新高主要跟参股的国内优质焦煤生产企业——中煤华晋集团有限公司当年利润大增有关，山西焦化当年报表上的投资收益高达 34.42 亿。

投资收益也在此后成为山西焦化这一期间主要利润贡献源。但焦煤的主要客户仍然是钢铁企业，虽然焦煤企业的议价能力远高于焦炭，但同样无法摆脱周期的影响。

其利润下滑的根源在于，作为焦煤供应商，其下游客户——钢铁企业同样面临需求萎缩与利润压缩的困境，导致焦煤采购量减少、议价能力下降，进而传导至上游煤矿的销售价格与盈利能力

| | 2021年年报 | 2022年年报 | 2023年年报 | 2024年年报 | 2025年三季报 ^{NEW} |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|-------------------------|
| 上市前/上市后 | 上市后 | 上市后 | 上市后 | 上市后 | 上市后 |
| 报表类型 | 合并报表 | 合并报表 | 合并报表 | 合并报表 | 合并报表 |
| 公司类型 | 通用 | 通用 | 通用 | 通用 | 通用 |
| 其他经营收益 | | | | | |
| 加：其他收益(亿元) | 0.08 | 0.19 | 0.09 | 0.11 | 0.10 |
| 投资收益(亿元) | 18.63 | 34.42 | 29.85 | 23.15 | 9.18 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资... | 18.63 | 34.42 | 29.85 | 23.15 | 9.18 |
| 信用减值损失(新)(亿元) | 0.07 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.01 |
| 资产减值损失(新)(亿元) | -8.85 | -0.46 | -0.64 | -0.60 | -0.17 |
| 资产处置收益(亿元) | 0.01 | 0.21 | 0.00 | - | - |
| 营业利润(亿元) | 10.30 | 25.77 | 12.70 | 2.43 | -0.47 |

(来源：Choice 数据)

总的来说，山西焦化 2022 年的业绩辉煌并非源于其焦化工艺的效率提升或成本控制的突破，而是建立在焦煤价格高企、钢铁行业景气周期以及被投资企业中煤华晋集团有限公司业绩爆表的三重红利之上。但此后这三个因素都显著反转。

一言蔽之，山西焦化未来业绩怎么走，同钢铁行业息息相关，从股价表现看，市场似乎也在交易这个预期。

而钢铁行业作为焦炭的最主要下游，其粗钢产量在“十五五”规划中仍被设定为总量压减目标，短期看，房地产投资的疲软态势难以逆转，基建和制造业的拉动效应尚不足以完全对冲。