

华阳股份 (600348.SH) Q1 毛利率逆势改善确立盈利拐点, 钠电与碳纤维转型加速

2026 年 04 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

王高展 (分析师)

程懿 (分析师)

wanggaozhan@kysec.cn

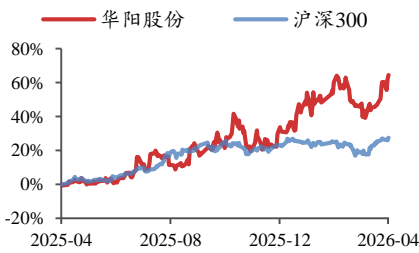
chengyi@kysec.cn

证书编号: S0790525070003

证书编号: S0790525090001

日期	2026/4/29
当前股价(元)	10.36
一年最高最低(元)	10.58/6.51
总市值(亿元)	373.74
流通市值(亿元)	373.74
总股本(亿股)	36.08
流通股本(亿股)	36.08
近3个月换手率(%)	87.52

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q3 业绩环比改善显著, 关注煤矿成长及高分红潜力——公司信息更新报告》-2025.10.31

● **Q1 毛利率逆势改善确立盈利拐点, 钠电与碳纤维转型加速, 维持“买入”评级**
 公司发布 2025 年年度报告, 2025 年公司实现营业收入 214.44 亿元, 同比-14.43%, 实现归母净利润 17.03 亿元, 同比-23.45%; 实现扣非归母净利润 16.01 亿元, 同比-23.70%。单季度看, Q4 公司实现营业收入 44.89 亿元, 环比-30.50%; 实现归母净利润 5.79 亿元, 环比+42.65%。公司发布 2026 年第一季度报告, 2026 年 Q1 公司实现营业收入 49.26 亿元, 同比-15.33%; 实现归母净利润 4.84 亿元, 同比-18.98%。考虑到一季度公司煤价持续低迷, 我们下调 2026 年及 2027 年预测, 并新增 2028 年公司盈利预测, 预计 2026-2028 年公司实现归母净利润为 21.99/25.45/27.67 亿元 (2026 年/2027 年原值 22.27/29.14 亿元), 同比 +29.1%/+15.8%/+8.7%; EPS 分别为 0.61/0.71/0.77 元; 对应当前股价 PE 为 17.0/14.7/13.5 倍。受煤价中枢回落影响, 公司 2025 年业绩同比承压, 2026Q1 依托精细化成本管控, 毛利率逆势提升; 同时在建产能有序释放, 新能源业务稳步推进, 长期成长逻辑清晰, 高分红价值凸显, 维持“买入”评级。

● **以量补价对冲煤价压力, 2026Q1 毛利率逆势提升**

一季度煤价仍延续弱势, 成本管控及非煤业务带动业绩修复。2025 年公司原煤产量 4161 万吨, 同比 8.43%; 商品煤销量 3960 万吨, 同比 11.42%。2026 年 Q1 原煤产量 1027 万吨, 商品煤销量 926 万吨。2025 年公司煤炭综合售价 453.29 元/吨, 同比-20.06%; 吨煤成本 260.18 元/吨, 同比-23.25%, 成本降幅高于售价降幅, 带动吨煤毛利 193.13 元/吨, 同比降幅 15.32%。2026 年 Q1, 公司吨煤成本 261.21 元/吨, 吨煤毛利 196.42 元/吨, 成本端持续优化。**非煤业务稳步推进:** 公司钠离子煤矿应急电源在多座煤矿运行并取得外部订单; 全国首条 12K 小丝束 T1000 级碳纤维产线于 2025 年 11 月 30 日建成投产, 新材料领域重大突破为公司长远发展注入新动能。公司 2026 年 Q1 销售毛利率达到 41.31%, 较 2025 年全年的 39.45% 提升了近 2 个百分点, 较 2025 年前三季度 (33.35%) 大幅反弹近 8 个百分点, 盈利质量显著提升为全年业绩修复奠定了坚实基础。

● **煤矿逐步投产贡献增量&转型业务突破性改善, 高分红彰显投资价值**

煤炭产能释放提供核心增长: 公司七元矿于 2025 年 12 月正式建成投产, 产能 500 万吨/年, 七元矿转入生产和榆树坡公司完成产能核增, 叠加泊里公司即将联合试运转, 核定产能将提升至 4590 万吨/年。此外, 于家庄区块已取得勘察许可证, 为公司提供长期资源接续。**新能源、新材料转型业务突破性改善:** 钠离子电池电芯及 Pack 电池项目自主研发的煤矿应急电源取得多个外部订单; T1000 级碳纤维产品正式投产打破国外技术垄断。随着转型业务逐步落地, 有望为公司贡献新的利润增长点。**高分红彰显投资价值:** 公司重视股东回报, 已连续三年分红比例超过 50%, 管理层亦表示将保持长期稳定的分红政策, 高股息潜力使公司投资价值显著。

● **风险提示:** 煤价下跌超预期; 新建产能不及预期; 新业务转型进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	25,060	21,444	25,501	27,465	27,598
YOY(%)	-12.1	-14.4	18.9	7.7	0.5
归母净利润(百万元)	2,225	1,703	2,199	2,545	2,767
YOY(%)	-57.0	-23.5	29.1	15.8	8.7
毛利率(%)	34.4	39.5	36.4	39.0	38.7
净利率(%)	8.9	7.9	8.6	9.3	10.0
ROE(%)	6.9	5.3	6.2	7.0	7.1
EPS(摊薄/元)	0.62	0.47	0.61	0.71	0.77
P/E(倍)	16.8	21.9	17.0	14.7	13.5
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15307	15397	17249	18963	18484
现金	11620	11882	12977	14597	14356
应收票据及应收账款	1963	1844	2406	2316	2355
其他应收款	97	110	80	151	67
预付账款	295	290	416	339	423
存货	802	751	914	937	863
其他流动资产	530	520	456	623	419
非流动资产	65665	72008	77140	79888	79095
长期投资	1327	1751	2061	2457	2806
固定资产	30004	36055	40880	42958	42284
无形资产	13259	13260	14398	15879	17404
其他非流动资产	21075	20941	19801	18593	16600
资产总计	80971	87405	94389	98851	97578
流动负债	22209	22734	30232	36872	37948
短期借款	2923	3559	4977	10810	13455
应付票据及应付账款	12500	11859	14689	14614	13985
其他流动负债	6787	7315	10566	11448	10508
非流动负债	20935	23813	20616	16500	11522
长期借款	18475	21596	18278	14222	9214
其他非流动负债	2460	2217	2339	2278	2308
负债合计	43144	46547	50848	53372	49470
少数股东权益	4550	4716	5200	5828	6474
股本	3608	3608	3608	3608	3608
资本公积	64	60	60	60	60
留存收益	22438	22860	24648	26938	29654
归属母公司股东权益	33278	36142	38340	39650	41634
负债和股东权益	80971	87405	94389	98851	97578

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3488	3179	8285	8022	6219
净利润	2604	2170	2683	3173	3412
折旧摊销	2278	2224	3016	3476	3783
财务费用	499	539	747	849	415
投资损失	-72	-58	-65	-65	-62
营运资金变动	-2053	-2004	2069	761	-1152
其他经营现金流	231	308	-166	-173	-176
投资活动现金流	-13737	-6990	-8106	-6151	-2935
资本支出	13370	6135	8137	5678	2716
长期投资	-2	-378	-309	-396	-349
其他投资现金流	-365	-477	340	-77	129
筹资活动现金流	6817	4217	-820	-5925	-6249
短期借款	143	637	1418	5833	2645
长期借款	7433	3121	-3318	-4056	-5008
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-760	463	1081	-7702	-3886
现金净增加额	-3433	403	-641	-4054	-2965

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25060	21444	25501	27465	27598
营业成本	16432	12984	16216	16760	16913
营业税金及附加	1922	2159	2567	2765	2779
营业费用	108	129	125	139	147
管理费用	1683	1720	1698	1959	2006
研发费用	928	857	864	1015	1019
财务费用	499	539	747	849	415
资产减值损失	-14	-24	-73	-41	-45
其他收益	133	164	149	152	149
公允价值变动收益	-4	-2	-3	-3	-3
投资净收益	72	58	65	65	62
资产处置收益	0	1	1	0	0
营业利润	3673	3115	3732	4410	4751
营业外收入	35	32	56	46	47
营业外支出	93	121	106	107	111
利润总额	3615	3025	3681	4349	4686
所得税	1011	855	999	1176	1274
净利润	2604	2170	2683	3173	3412
少数股东损益	379	467	484	628	646
归属母公司净利润	2225	1703	2199	2545	2767
EBITDA	6940	6533	7255	8440	9171
EPS(元)	0.62				

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-12.1	-14.4	18.9	7.7	0.5
营业利润(%)	-53.7	-15.2	19.8	18.2	7.7
归属于母公司净利润(%)	-57.0	-23.5	29.1	15.8	8.7
获利能力					
毛利率(%)	34.4	39.5	36.4	39.0	38.7
净利率(%)	8.9	7.9	8.6	9.3	10.0
ROE(%)	6.9	5.3	6.2	7.0	7.1
ROIC(%)	5.9	4.9	4.6	5.1	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	53.3	53.3	53.9	54.0	50.7
净负债比率(%)	31.2	37.6	36.4	35.4	29.1
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	12.7	11.3	12.0	11.6	11.8
应付账款周转率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.47	0.61	0.71	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.88	2.30	2.22	1.72
每股净资产(最新摊薄)	7.57	7.53	8.14	8.50	9.05
估值比率					
P/E	16.8	21.9	17.0	14.7	13.5
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.7	8.8	8.1	7.0	6.3

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

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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