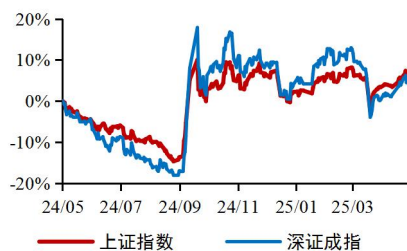


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 19 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,367.46	-0.40
深证成指	10,179.60	-0.07
沪深 300	3,889.09	-0.46
中小板指	6,337.62	0.25
创业板指	2,039.45	-0.19
科创 50	995.24	-0.57

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【山证煤炭】永泰能源（600157.SH）年报&一季报点评：-煤、电量增价减影响业绩，海则滩项目稳步推进

【山证纺服】周大生 2024 年报及 2025Q1 季报点评-2024 年电商渠道实现双位数增长，2025Q1 毛利率明显改善

【今日要点】

【山证煤炭】永泰能源（600157.SH）年报&一季报点评：-煤、电量增价减影响业绩，海则滩项目稳步推进

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2024 年度报告&2025 年一季报：2024 年，公司实现营业总收入 283.57 亿元，同比变化-5.85%；实现归母净利润 15.61 亿元，同比变化-31.12%；扣非后归母净利润 14.19 亿元，同比变化-39.86%；经营活动产生的现金流量净额 65.10 亿元，同比变化-7.33%；基本每股收益 0.0705 元/股，同比变化-30.88%；加权平均资产收益率为 3.3373%，同比减少 1.68 个百分点。2025 年一季度，公司实现营业总收入 56.41 亿元，同比变化-22.96%；实现归母净利润 0.51 亿元，同比变化-89.06%；经营活动产生的现金流量净额 10.35 亿元，同比变化-7.19%。

➤ 事件点评

- 煤炭产销稳定，吨煤售价随市场降低，毛利率下滑。2024 年全年原煤产销量分别 1368.01 万吨和 1368.31 万吨，分别同比+5.46%和 5.31%。产量规模增加吨煤成本摊低，2024 年公司折合吨煤销售成本 364.85 元/吨，同比-6.55%；但煤价受黑色系需求不振影响下滑，2024 年折合吨煤售价 669.47 元/吨，同比-23.27%；导致毛利 304.82 元/吨，同比-36.80%；煤炭业务毛利率 45.50%，同比减少 9.75 个百分点。2025Q1 公司煤炭产销正常，原煤产量实现 291.11 万吨，同比+21.54%；销量 290.45 万吨，同比+22.34%；折合吨煤成本 284.45 元/吨，同比-28.82%；受煤炭市场影响，2025Q1 公司折合原煤售价 398.98 元/吨，同比-56.54%；吨煤毛利 114.53 元/吨，同比-77.91%；煤炭业务毛利率 28.71%，同比减少 27.76 个百分点；同期，2025Q1 灵石肥煤坑口价均价 580 元/吨，同比-43.46%，古交 2 号焦煤坑口价均价 630 元/吨，同比-41.89%。2025 年 4 月区域煤价回升，灵石肥煤坑口价均价 620 元/吨，古交 2 号焦煤坑口价均价 660 元/吨，环比 3 月分别变化+13.76%、+12.82%。
- 量增成本下降，电力板块毛利率提升，与煤炭板块形成互补。公司 2024 年实现发电量 412.60 亿千瓦时，同比+10.47%；上网电量 391.23 亿千瓦时，同比+10.54%；平均综合售电电价 0.4705 元/千瓦时，同比-0.37%；受燃料成本下降影响，2024 年平均度电成本 0.4026 元/千瓦时，同比-4.53%；电力业务整体销售毛利率 14.42%，同比增加 3.74 个百分点。2024 年，公司煤炭业务毛利减少 20.95 亿元，但电力业务增加 8.69 亿元，煤电一体化对业绩的稳定作用有所显现。
- 海则滩煤矿及新能源转型项目继续稳步推进。年报披露海则滩煤矿计划 2025 年进行井下永久泵房、水仓、变电所等主要硐室掘砌，回风、主运、辅运三条大巷及三期顺槽工程施工；2026 年二季度完成三期工程建设，6 月底形成首采工作面进行试生产，预计当年产煤 300 万吨；2027 年全面投产，力争

当年产煤 1,000 万吨。储能转型项目方面，公司致力于成为储能行业全产业链发展领先和龙头标杆企业。汇宏矿业一期 3,000 吨/年高纯五氧化二钒选冶生产线优化稳步推进、张家港 250kW/1,000kWh 全钒液流试验展示项目于 2024 年 8 月正式并网投运。煤、电新项目的推进有助于公司进一步加深煤电一体化水平，助力业绩稳定。

➤ **增持回购并举，分红比例提升，公司积极开展市值管理工作。**2024 年 6 月，公司公告 5 亿元至 10 亿元股票回购计划并稳步推进，截至 2025 年 4 月 10 日已累计回购股份金额 2.93 亿元，回购数量 2.46 亿股、达到总股本的 1.11%。同时，2024 年 6 月和 9 月公司核心管理人员连续两次提前完成股票增持，共计增持股票 2780.4 万股。2024 年 11 月公司实施了 2023 年度现金分红，金额共计 1.22 亿元。公司《关于估值提升计划的公告》提出，力争实现 2025 年拟现金分红和股份回购总额占当年归属于上市公司股东的净利润 30%以上，并拟适时继续鼓励核心管理人员进行公司股票增持以及延长股票锁定期限。上述措施有利推动公司估值提升，彰显了发展信心。

➤ **投资建议**

➤ **考虑到公司明确海则滩煤进展，且电力业务毛利率提升，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.05\0.08\0.09 元，对应公司 5 月 15 日收盘价 1.36 元，2025-2027 年 PE 分别为 26.0\18.1\15.2 倍。**公司坚持“煤电为基、储能为翼”的发展战略，内生与外延成长同步推进，且公司重视股东合理回报，继续给予“增持-A”投资评级。

➤ **风险提示**

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；行业政策变动导致资源扩增以及海则滩煤矿投产不及预期的风险；安全生产风险；电力价格风险；国际原油价格波动导致的石化贸易风险等。

【山证纺服】周大生 2024 年报及 2025Q1 季报点评-2024 年电商渠道实现双位数增长，2025Q1 毛利率明显改善

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ **公司发布 2024 年年报及 2025Q1 季报。**2024 年，公司实现营收 138.91 亿元，同比下降 14.73%，实现归母净利润 10.10 亿元，同比下降 23.25%，实现扣非净利润 9.88 亿元，同比下降 22.11%。2025Q1，公司实现营收 26.73 亿元，同比下降 47.28%，实现归母净利润 2.52 亿元，同比下降 26.12%，实现扣非净利润 2.42 亿元，同比下降 27.97%。

➤ **事件点评**

➤ **2025Q1 季度营收降幅有所扩大，但业绩降幅好于营收。**营收端，2024 年，公司实现营收 138.91 亿元，

同比下降 14.73%。其中，2024Q4 实现营收 30.83 亿元，同比下降 18.79%。2025Q1，公司实现营收 26.73 亿元，同比下降 47.28%，季度降幅有所扩大。业绩端，2024 年，公司实现归母净利润 10.10 亿元，同比下降 23.25%。其中，2024Q4 实现现归母净利润 1.55 亿元，同比下降 29.69%。2025Q1，公司实现归母净利润 2.52 亿元，同比下降 26.12%。2024 年，公司业绩降幅大于营收降幅，主因期间费用率提升，2025Q1，公司业绩降幅小于营收降幅，主因毛利率改善。

➤ **2024 年线上渠道收入实现双位数增长，加盟渠道承压明显。**分渠道看，2024 年，自营线下渠道，2024 年,实现营收 17.44 亿元，同比增长 7.8%，期末门店数量 353 家，较年初净增加 22 家。自营平均单店收入 508.33 万元，同比下降 8.86%。线上渠道，2024 年，实现营收 27.95 亿元，同比增长 11.42%，其中镶嵌、黄金、银饰等其它品类分别实现营收 1.48、19.93、5.51 亿元，同比增长 5.88%、3.79%、55.63%。加盟渠道，2024 年，实现营收 91.87 亿元，同比下降 23.26%，期末门店数量 4665 家，较年初净减少 120 家。加盟平均单店收入 191.47 万元，同比下降 28.56%。截至 2024 年末，公司线下门店合计 5008 家，较年初净减少 98 家。

➤ **2024 年及 2025Q1 毛利率同比回升，经营活动现金流大幅改善。**盈利能力方面，2024 年，公司毛利率同比提升 2.7pct 至 20.80%，其中，2024Q4 毛利率为 21.58%，同比提升 3.7pct；2025Q1 毛利率同比提升 10.64pct 至 26.21%。公司毛利率回升，预计主因高毛利率的自营和电商渠道占比提升、公司优化产品结构，提升高附加值产品占比。费用率方面，2024 年，公司期间费用率合计提升 2.9pct 至 9.46%；2025Q1，期间费用率合计提升 4.9pct 至 10.63%，主因销售费用率明显提升。综合影响下，2024 年，公司归母净利率 7.3%，同比下滑 0.8pct；2025Q1，公司销售净利率 9.4%，同比提升 2.7pct。存货方面，截至 2024 年末，公司存货为 42.70 亿元，同比增长 17.23%，存货周转天数 129 天，同比增加 35 天。经营活动现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净额为 18.56 亿元，同比增长 1238.90%，主因应收账款回收以及支付采购款项同比下降。2025Q1，公司经营活动现金流净额为 3.74 亿元，同比下降 6.87%。

➤ **投资建议**

➤ **2024 年，公司营收及业绩下滑，主因加盟渠道发货承压、销售费用率提升，2025 年 1 季度，公司营业收入虽继续下降，但受益于毛利率明显改善，业绩降幅好于营收。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.02、1.11、1.22 元，5 月 14 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 13.2、12.1、11.0 倍，维持“买入-B”建议。

➤ **风险提示**

➤ 黄金价格大幅波动；门店拓展不及预期；电商渠道增速不及预期；新品牌拓展不及预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

