

2025 年 05 月 20 日

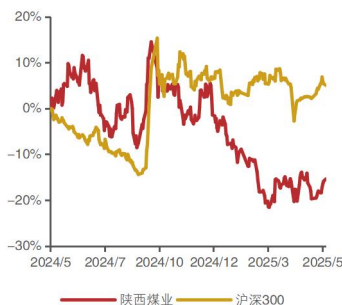
投资评级：买入（首次）

证券分析师

邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 19 日

收盘价（元）	20.20
一年内最高/最低（元）	29.87/18.59
总市值（百万元）	195,839.00
流通市值（百万元）	195,839.00
总股本（百万股）	9,695.00
资产负债率（%）	41.80
每股净资产（元/股）	9.95

资料来源：聚源数据

陕西煤业 (601225. SH)

——从弹性叙事到久期叙事 一个潜在的重估机遇

投资要点：

- 随着煤炭行业从“弹性叙事”转向“久期叙事”，2024 年公司跑输中国神华。双碳战略提出后，随着能源供需格局趋紧，煤价上台阶引发煤炭板块性行情。在“弹性叙事”下，兼具煤价上涨与产能扩张逻辑的陕西煤业涨幅远超中国神华。2022 年后，煤价回落导致板块业绩不再进一步扩张，“弹性叙事”告一段落。但是当时间进入 2024 年后（尤其是 9 月之前），在市场整体低迷背景下，陕西煤业和中国神华再次表现出显著超额收益，此次中国神华涨幅远超陕西煤业，我们分析 2024 年行情的核心是“久期叙事”。
- 对于估值而言，时间维度的业绩持续性比短期的业绩稳定性更重要，但是短期的业绩稳定性是观察时间维度业绩持续性的重要线索。从 2024 年中报和年报、2025 年一季报来看，煤炭板块不同公司业绩出现大幅分化，中国神华、陕西煤业等低开采成本公司业绩稳定性显著占优。我们判断在市场认识到低成本煤炭公司拥有更长的久期后，久期的拉长提升了煤炭龙头的估值，被动降低了股息率。（2024 年煤炭龙头的上涨无法完全用折现率下降来解释，因为中国神华同样跑赢了长江电力，长江电力的久期绝对值更长，长久期资产估值对折现率变化理应更敏感）。
- 进一步的，我们认为决定煤炭公司久期的核心因素，同时也是决定权益资产长期投资价值的，是开采成本在行业成本曲线中的位置。当行业处于上行期时，开采成本更多影响 ROE，但是当行业处于震荡乃至下行期时（随着能源转型的深化，煤炭中长期需求下行已经是市场共识），开采成本不仅会影响 ROE，还会影响资产的存续寿命。高成本公司会被逐渐出清，低成本公司成为行业最后的幸存者，在估值层面，久期长度就是决定性因素。
- 在该框架下思考陕西煤业的投资价值，我们认为公司估值与中国神华的差距有望收窄。截至 2025 年 5 月 19 日，中国神华 2025 年 PE 为 14.7 倍，而公司只有 10.3 倍，相差 30%，我们分析与龙头优势、市场对中国神华的长久期属性率先认知等因素有关。但是对比公司与中国神华，公司在基本面并无显著劣势，两者基本为煤炭行业并列最优的资产：
- 1）公司与神华共享同一块煤田（神府-东胜煤田），均是行业成本曲线最左端的公司之一，经过热值调整后，公司吨煤开采成本与其他公司的优势进一步拉开；加之公司煤矿整体较新，有望在较长的时间内保持低成本优势。2）销售区域与神华错位，公司与神华并无直接竞争关系。因此，公司与神华都是各自区域内的少数低成本供给，久期长度在同一量级。
- 由此，我们判断在煤炭行业从“弹性叙事”转向“久期叙事”的初期，中国神华凭借市值和资产体量上的绝对龙头地位，通过长久期属性率先实现估值提升，未来公司有望在叙事逻辑扩散以及自身的业绩稳定性的持续验证下，两者的估值差距有望收窄。
- 盈利预测与估值：我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 190.2、199.3、210.0 亿元，对应当前股价 PE 分别为 10.3、9.8、9.3 倍，选取晋陕蒙主要动力煤公司作为可比公司，可比公司 2025–2027 年 PE 平均值为 10.4 倍、9.9 倍、9.6 倍，在上述逻辑下，我们认为公司具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：煤价波动超预期，新能源转型速度大幅加快，储能技术的革命性突破。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	170,872	184,145	165,638	171,775	179,158
同比增长率（%）	2.41%	7.77%	-10.05%	3.71%	4.30%
归母净利润（百万元）	21,239	22,360	19,016	19,927	21,001
同比增长率（%）	-39.53%	5.28%	-14.96%	4.79%	5.39%
每股收益（元/股）	2.19	2.31	1.96	2.06	2.17
ROE（%）	23.79%	24.68%	19.37%	18.77%	18.33%
市盈率（P/E）	9.22	8.76	10.30	9.83	9.33

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 190.2、199.3、210.0 亿元，对应 PE 分别为 10.3、9.8 和 9.3 倍，我们认为公司具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 公司 2025–2027 年自产煤销量增速分别为+4.9%、0%和 0%；
- 2) 公司 2025–2027 年自产原煤售价（剔除运费）分别同比–12.7%、+2.3%和+2.2%；
- 3) 公司 2025–2027 年自产洗煤售价（剔除运费）分别同比–10.4%、+1.9%和+1.9%。

投资逻辑要点

我们判断在煤炭行业从“弹性叙事”转向“久期叙事”的初期，中国神华凭借市值和资产体量上的绝对龙头地位，通过长久期属性率先实现估值提升，未来公司有望在叙事逻辑扩散以及自身的业绩稳定性的持续验证下，公司与神华的估值差距有望收窄。

核心风险提示

煤价波动超预期，新能源转型速度大幅加快，储能技术的革命性突破。

内容目录

1. 基本面扫描：与神华共享一块煤田 区域错位竞争	5
2. 估值语境下的陕煤：从弹性叙事到久期叙事	8
3. 盈利预测与估值	10
4. 风险提示	11

图表目录

图表 1： 陕西煤业主要矿区分布	5
图表 2： 陕西主要煤田分布	5
图表 3： 公司煤炭产品主要性能指标	6
图表 4： 主要煤炭公司 2024 年吨煤成本对比（元/吨）	6
图表 5： 陕西煤业煤炭外运线路布局	7
图表 6： 陕西煤业 2024 年销售收入地域来源	8
图表 7： 中国神华 2024 年销售收入地域来源	8
图表 8： 陕西煤业与中国神华股价涨幅对比（2020-2022）	9
图表 9： 陕西煤业与中国神华股价涨幅对比（2024）	9
图表 10： 动力煤板块归母净利润情况（亿元）	9
图表 11： 营业收入预测关键假设	11
图表 12： 可比公司相对估值表	11

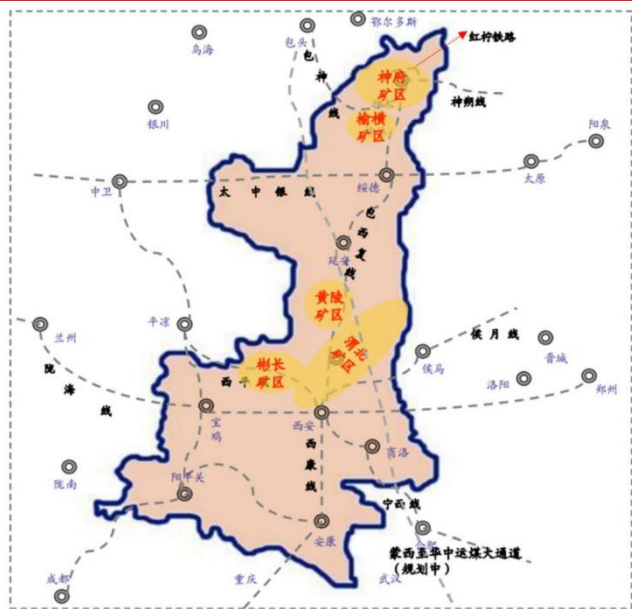
1. 基本面扫描：与神华共享一块煤田 区域错位竞争

在以资源禀赋论英雄的煤炭行业，陕西煤业有着诸多谈资。

1) 核定产能位居上市公司第二位，仅次于中国神华，煤矿分布集中且整体较新。在 2022 年收购陕煤集团持有的彬长集团 99.6% 股权、陕煤集团与陕北矿业持有的神南矿业 100% 股权后，截至 2024 年底，陕西煤业拥有煤炭核定产能 1.62 亿吨/年，在煤炭上市公司中仅次于中国神华（核定产能 3.5 亿吨/年），位列省属国企第一位。

在矿区分布上，公司拥有陕北、彬黄和渭北三大矿区，97% 以上的煤炭资源位于陕北矿区、彬黄矿区等优质采煤区。公司陕北矿区主要为侏罗纪煤田，彬黄矿区主要为侏罗纪煤田和三叠纪煤田，渭北矿区为石炭—二叠纪煤田，三者合计已探明煤炭可采储量 102.5 亿吨，可开采年限在 70 年以上，储量/产量比值位居上市公司前列。

图表 1：陕西煤业主要矿区分布



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：陕西主要煤田分布



资料来源：《煤炭学报》，华源证券研究所

2) 煤炭热值位居主要煤炭公司首位。公司陕北矿区所在煤田全称为“神府—东胜”煤田，是我国已探明最大煤田，位于陕西省西北部和内蒙古自治区南部。公司陕北矿区与中国神华的神东矿区其实是“一块煤田”的两部分，共享我国单体体量最大的煤田。但是相比之下，煤田陕西侧热值更高，这也使得公司煤炭热值位居主要煤炭公司首位，公司主产区陕北矿区煤炭平均热值在 5700 大卡/千克；中国神华煤炭平均热值在 4700–4900 大卡/千克；中煤能源晋北区域平均热值一般在 4000 大卡左右，乡宁矿区和榆横矿区平均热值一般在 5300 大卡左右。除了热值以外，公司煤炭的含硫量也处于相对低位，主要煤炭产品硫分在 0.4–1.0%。

图表 3：公司煤炭产品主要性能指标

煤种	加工方式及品种	发热值 (千卡/千克)	灰分(%)	全水分(%)	挥发分(%)	硫分(%)
贫瘦煤	筛混煤	4,065-5,858	28.0-38.0	4.0-5.0	14.0-18.5	1.8-3.5
	筛大块	5,978-6,337	14.0-18.0	8.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
长焰煤	筛中块	5,858-6,337	14.0-20.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
弱粘煤	筛混中块煤	5,978-6,456	13.0-19.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.5-1.0
不粘煤	筛混煤	5,141-6,456	13.0-22.0	9.0-11.0	35.0-37.0	0.5-1.5
	洗混煤	5,858-6,576	11.0-18.0	10.0-11.0	35.0-37.0	0.4-1.0
	洗混中块	6,098-6,456	12.0-16.0	9.0-10.0	35.0-37.0	0.4-1.0
瘦煤	洗精混煤		9.0-11.0	4.0-5.0	15.0-19.0	0.4-1.0
气煤	洗精混煤		8.0-10.0	9.0-11.0	33.0-35.0	0.4-0.8

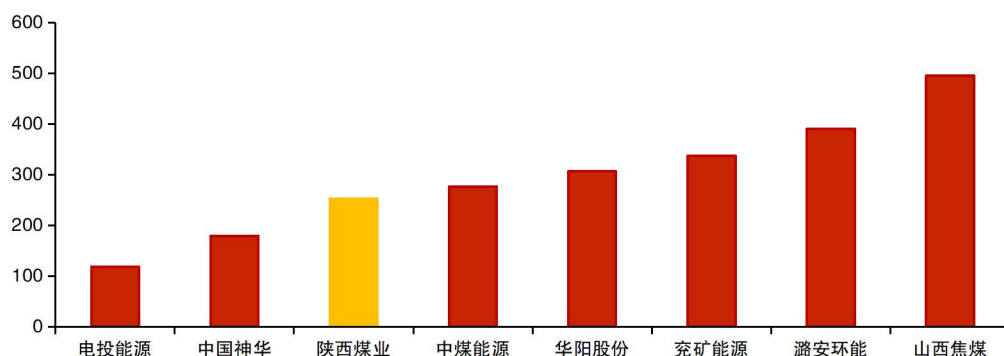
资料来源：公司债券募集说明书，华源证券研究所

3) 吨煤开采成本在大型煤炭公司中仅次于中国神华，经热值调整后，与中国神华的差距缩小，与其他煤炭公司的相对优势进一步拉开。公司 2024 年自产煤销量 1.6 亿吨，对应成本 404.4 亿元，由此计算吨煤成本 252 元/吨，不考虑产量和热值均较低的电投能源，公司吨煤开采成本在大型煤炭公司中仅次于中国神华。

但是如果按照热值折算，公司煤炭热值取 5600 大卡/千克，中国神华煤炭热值取 4700 大卡/千克，则经热值调整后（对标中国神华），公司开采成本相当于 212 元/吨，与中国神华的差距大幅缩小，而与其他煤炭公司的优势进一步拉开。

同时需要强调的是，上述对比仅考虑开采成本，高热值煤炭对运输成本同样有节省作用。

图表 4：主要煤炭公司 2024 年吨煤成本对比（元/吨）



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

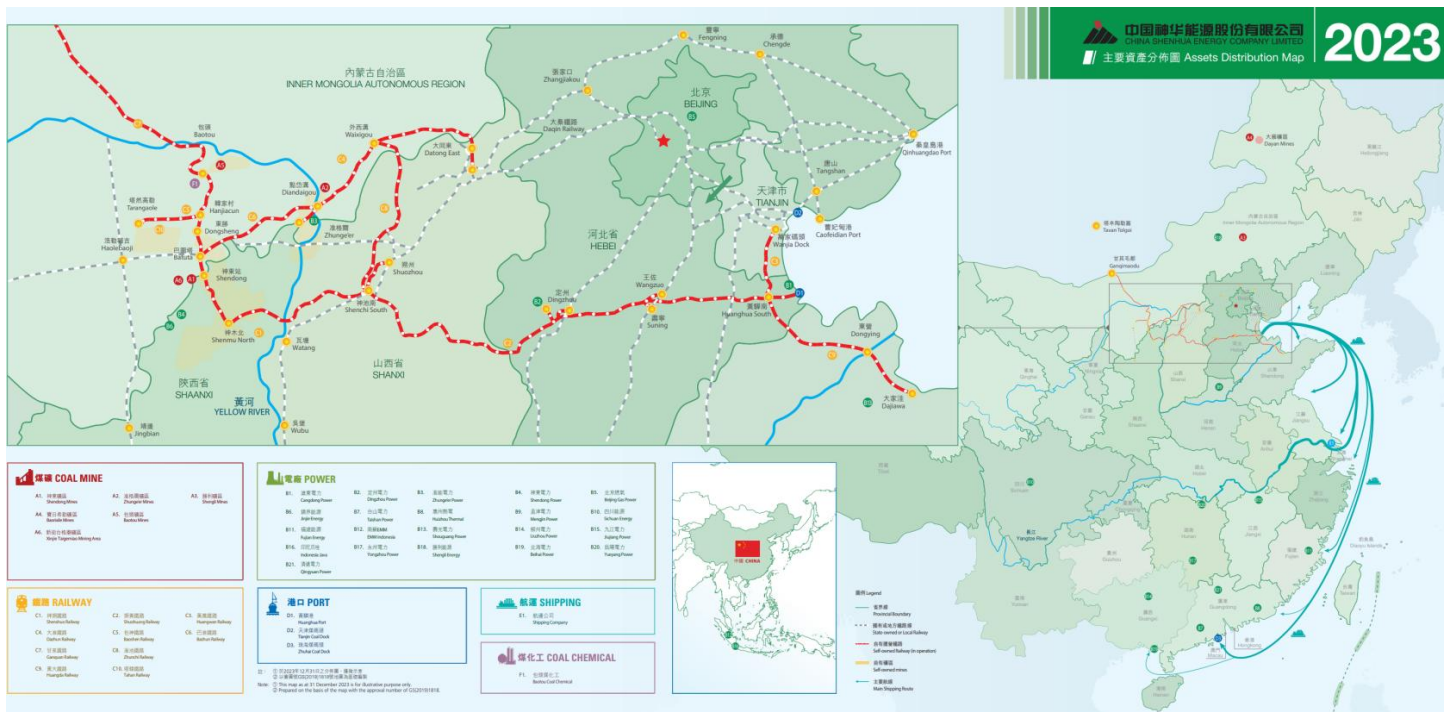
4) 销售区域与中国神华错位竞争，浩吉铁路一定程度上成为公司的“专属铁路”。根据公司公告，公司销售围绕“六线四区域”，即：沿包西线巩固省内电及省内化工用煤市场；沿蒙冀线、瓦日线，形成非电煤市场的主导优势；沿浩吉铁路做大“两湖一江”市场，形成长江经济带核心区域市场主导优势；沿襄渝、宝成线扩大西南市场，立足重庆、辐射云贵川。

图表 5：陕西煤业煤炭外运线路布局



资料来源：我的钢铁网，华源证券研究所

图表 14：中国神华资产地域布局

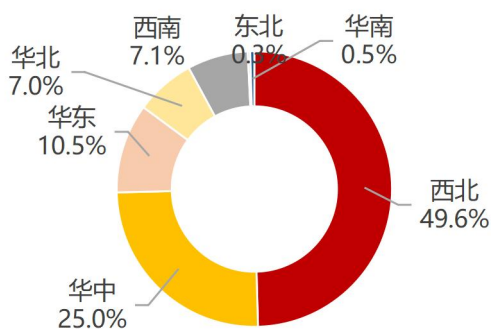


资料来源：中国神华公司公告，华源证券研究。本图片仅为示意图，并非完整的中国地图

对比陕西煤业与中国神华的煤炭外运通道布局，中国神华明显更倾向于沿海，而陕西煤业更倾向于中西部以及华中地区，两者形成错位布局。在自有铁路方面，中国神华拥有从坑口到港口的全程铁路，铁路运输收入占比在 10% 左右（2024 年数据，下同），而陕西煤业旗下红柠铁路、榆横铁路等多为短途联络线，煤炭以坑口销售为主，因此铁路运输收入占比仅有 0.5% 左右。但是从周边铁路线路布局来看，公司也有丰富的外运网络，尤其在中西部以及华中地区方向上具备显著优势，与中国神华形成错位竞争。

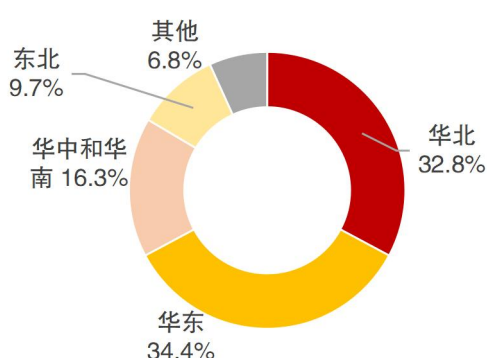
其中，始发内蒙古、贯穿晋陕蒙煤炭主产区终至湖南湖北江西的浩吉铁路，很大程度上成为了公司的“专属铁路”，内蒙古煤炭由于运距较长，在华中地区性价比不如陕西煤炭。

图表 6：陕西煤业 2024 年销售收入地域来源



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：中国神华 2024 年销售收入地域来源



资料来源：中国神华公司公告，华源证券研究所

收购集团火电资产，进一步拓展公司在华中地区的影响力。公司 2024 年 12 月公告收购集团 830 万千瓦在运火电，在建火电 1000 万千瓦（5 个 2*100 万千瓦机组）。收购资产大部分都在湖南、湖北、江西浩吉铁路沿线，2023 年全年实现利润总额 26.6 亿元，2024 年 1-10 月实现利润总额 17.9 亿（年化约 20 亿元），按照 25% 所得税率与 5000 利用小时数估算，收购资产 2023 年度电净利润达到 4.8 分/千瓦时，2024 年达到 3.6 分/千瓦时。

考虑到收购资产之前即在集团体内，较高的盈利能力或很大程度上来自陕西煤业的利润让渡，此次收购一方面可以拓展公司在华中地区的影响力，从盈利的角度可以降低关联交易。

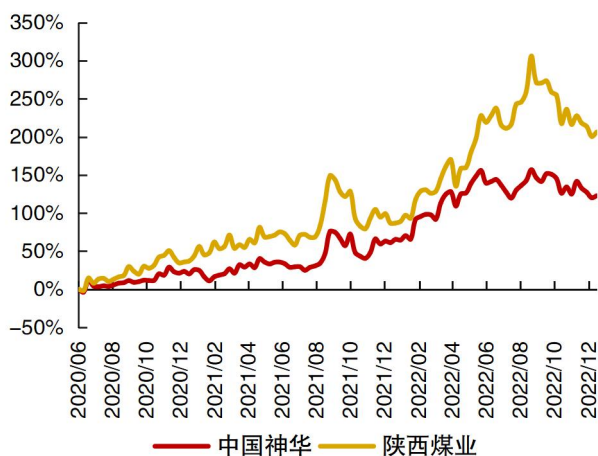
2. 估值语境下的陕煤：从弹性叙事到久期叙事

复盘公司 2020 年以来的股价走势，双碳战略提出后，在国内外传统化石能源供需偏紧背景下，煤价上台阶引发煤炭行业板块性行情。

我们分析 2020 年 6 月到 2022 年 9 月行情的核心是“弹性叙事”，即供需趋紧→煤价上涨→业绩改善。因此，兼具煤价上涨与产能扩张逻辑的陕西煤业涨幅远超中国神华。2022 年下半年是煤炭价格走势的重要拐点，当煤炭板块业绩不再进一步扩张后，“弹性叙事”告一

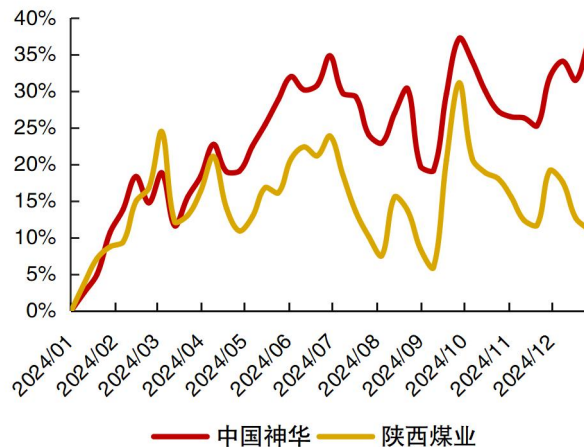
段落。然而，当时间来到 2024 年尤其是 9 月之前，在市场整体低迷的背景下，陕西煤业和中国神华再次表现出显著超额收益，而中国神华涨幅显著超过陕西煤业。

图 8：陕西煤业与中国神华股价涨幅对比（2020-2022）



资料来源：wind，华源证券研究所

图 9：陕西煤业与中国神华股价涨幅对比（2024）



资料来源：wind，华源证券研究所

我们分析陕西煤业与中国神华 2024 年行情的核心是“久期叙事”。即在煤炭行业供需格局发生转变后，处于行业成本曲线左侧的公司拥有更长的久期（业绩中长期持续时间）。

对于估值而言，时间维度的业绩持续性比短期的业绩稳定性更重要，但是短期的业绩稳定性是观察时间维度业绩持续性的重要线索。从 2024 年中报和年报、2025 年一季报来看，煤炭板块不同公司业绩出现大幅分化，但是中国神华、陕西煤业等低开采成本公司业绩稳定性显著占优（陕西煤业去除金融资产损益变化后，业绩小幅下滑，但是稳定性仍有相对优势）。我们判断在市场认识到低成本煤炭公司拥有更长的久期后，久期的拉长提升了估值，被动降低了股息率。

图 10：动力煤板块归母净利润情况（亿元）

	2024H1	2024H1 同比	2024	2024 同比	2025Q1	2025Q1 同比
中国神华	295.0	-11.3%	586.7	-1.7%	119.5	-18.0%
陕西煤业	105.6	-8.8%	223.6	-3.2%	48.0	-1.2%
中煤能源	97.9	-17.3%	193.2	-1.1%	39.8	-20.0%
兖矿能源	75.7	-31.6%	144.3	-28.4%	27.1	-27.9%
电投能源	29.4	14.0%	53.4	17.1%	15.6	-19.8%
苏能股份	9.4	-35.7%	13.9	-42.2%	2.0	-54.7%
山煤国际	12.9	-58.1%	22.7	-46.7%	2.5	-56.3%
晋控煤业	14.4	3.7%	28.1	-14.9%	5.1	-34.4%
新集能源	11.8	-10.1%	23.9	13.4%	5.3	-11.0%
淮河能源	5.8	58.9%	8.6	2.2%	2.7	-14.1%
甘肃能化	9.0	-29.9%	12.1	-30.1%	0.5	-90.5%
昊华能源	8.6	21.3%	10.4	-0.3%	2.8	-38.8%
恒源煤电	7.6	-32.1%	10.7	-47.3%	0.3	-93.7%
大有能源	-4.9	-322.0%	-10.9	-126.8%	-3.1	-14.4%
物产环能	3.6	-33.2%	7.4	-30.2%	1.5	-35.4%

郑州煤电	0.1	-79.8%	2.8	783.9%	-0.6	-278.0%
新大洲 A	-0.3	-10.3%	-1.1	-1.6%	-0.3	-99.5%
安源煤业	-1.1	-300.4%	-2.7	-139.6%	-1.2	-23.9%
合计	680.5	-16.00%	1327.0	-7.38%	267.5	-24.06%

资料来源：Wind，华源证券研究所

因此，我们并不建议按照股息率选股，过高股息的本质即市场担心标的公司业绩下滑，即久期过短。相反，久期认知的拉长还会降低股息率。我们认为决定煤炭公司久期的核心因素即开采成本在行业成本曲线中的位置，当行业处于上行期时，开采成本更多影响 ROE，但是当行业处于震荡乃至下行时(随着能源转型的深化，煤炭中长期需求下行已经是市场共识)，开采成本不仅会影响 ROE，还会影响资产的存续寿命，高成本公司逐渐被出清，低成本公司成为最后的幸存者，久期长度成为估值的决定性因素。

在该框架下思考陕西煤业的投资价值，我们认为公司与神华的估值差距有望收窄。截至 2025 年 5 月 19 日，中国神华 2025 年 PE 为 14.7 倍，而公司只有 10.3 倍，相差 30%。我们分析与龙头优势、市场对中国神华的长久期属性率先认知等因素有关。但是对比公司与中国神华，公司在基本面层面并无劣势，两者基本为煤炭行业并列最优的资产：

1) 与神华共享同一块煤田，均是行业成本曲线最左端的公司之一，公司在资源禀赋上并无劣势；经过热值调整后，吨煤开采成本较其他公司的优势进一步拉开。而且，公司煤矿整体较新，有望在较长的时间内保持低成本优势。

2) 销售区域与神华错位，公司与神华并无直接竞争关系。因此，公司与神华不仅是煤炭行业整体层面上的少数低成本供给，更是各自区域内的少数低成本供给。

3) 2024 年底资产负债率仅有 43.71%，货币资金与交易性金融资产之和超过有息负债余额，与中国神华类似，均是煤炭行业乃至整个 A 股市场资产负债表质量最高的公司之一。

由此，我们判断在煤炭行业从“弹性叙事”转向“久期叙事”的初期，中国神华凭借市值和资产体量上的绝对龙头地位，通过长久期属性率先实现估值提升，未来公司有望在叙事逻辑扩散以及自身的业绩稳定性的持续验证下，公司与中国神华的估值差距有望收窄。

3. 盈利预测与估值

结合公司 2024 年度报告及 2025 年一季报，考虑煤价下行影响，我们假设公司 2025-2027 年自产煤销量增速分别为+4.9%、0%和 0%；自产原煤售价分别同比-12.7%、+2.3%和+2.2%；自产洗煤售价分别同比-10.4%、+1.9%和+1.9%。

图表 11：营业收入预测关键假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自产煤销量（万吨）	15,549	16,368	16,017	16,800	16,800	16,800
自产原煤售价（剔除运费）（元/吨）	621	533	504	440	450	460
自产洗煤售价（剔除运费）（元/吨）	796	676	592	530	540	550

资料来源：公司公告、华源证券研究所

根据以上假设，我们预测公司 2025–2027 年归属于母公司所有者的净利润分别为 190.2、199.3、210.0 亿元，对应 2025 年 5 月 19 日收盘价 PE 为 10.3、9.8 和 9.3 倍。选取晋陕蒙主要动力煤公司作为可比公司，可比公司 2025–2027 年 PE 平均值为 10.4 倍、9.9 倍、9.6 倍。我们判断在煤炭行业从“弹性叙事”转向“久期叙事”的初期，中国神华凭借市值和资产体量上的绝对龙头地位，通过长久期属性率先实现估值提升，未来公司有望在叙事逻辑扩散以及自身的业绩稳定性的持续验证下，公司与神华的估值差距有望收窄，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 12：可比公司相对估值表

证券代码	简称	评级	收盘价（元）	每股收益（元/股）			PE		
			2025/5/19	25E	26E	27E	25E	26E	27E
601088.SH	中国神华	买入	39.18	2.67	2.77	2.85	14.7	14.1	13.7
601898.SH	中煤能源		10.50	1.28	1.35	1.41	8.2	7.8	7.5
601001.SH	晋控煤业		11.75	1.41	1.53	1.58	8.4	7.7	7.4
	平均值						10.4	9.9	9.6
601225.SH	陕西煤业	买入	20.20	1.96	2.06	2.17	10.3	9.8	9.3

资料来源：wind，华源证券研究所。注：所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

4. 风险提示

- 1) 煤价波动超预期。煤炭是公司最主要的利润来源，影响煤炭供需格局的因素较多，包括但不限于下游电力及非电行业需求、煤炭供给、非市场化因素扰动等。
- 2) 新能源转型速度大幅加快，可能对煤炭等传统能源需求产生冲击。
- 3) 储能技术的革命性突破。当前新能源无法完全替代传统能源的一个重要原因为储能技术成本过高，如果储能技术大幅突破，能源清洁化转型速度将大幅提升。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	29,701	37,222	54,254	73,382
应收票据及账款	5,774	5,194	5,386	5,618
预付账款	4,961	4,463	4,628	4,827
其他应收款	732	658	683	712
存货	4,144	3,817	3,952	4,112
其他流动资产	6,866	6,719	6,767	6,826
流动资产总计	52,178	58,072	75,671	95,477
长期股权投资	27,272	30,833	34,393	37,953
固定资产	97,338	92,093	89,618	89,716
在建工程	13,555	19,296	19,703	16,778
无形资产	27,546	27,123	27,627	28,056
长期待摊费用	472	361	251	140
其他非流动资产	10,192	11,112	11,032	10,952
非流动资产合计	176,374	180,818	182,623	183,595
资产总计	228,553	238,890	258,294	279,073
短期借款	1,932	0	0	0
应付票据及账款	22,489	20,715	21,446	22,316
其他流动负债	33,404	30,595	31,687	32,991
流动负债合计	57,825	51,310	53,133	55,307
长期借款	14,135	11,346	8,415	5,458
其他非流动负债	27,946	27,946	27,946	27,946
非流动负债合计	42,081	39,293	36,361	33,404
负债合计	99,906	90,603	89,495	88,711
股本	9,695	9,695	9,695	9,695
资本公积	1,223	1,223	1,223	1,223
留存收益	79,669	87,275	95,246	103,646
归属母公司权益	90,586	98,193	106,164	114,564
少数股东权益	38,061	50,095	62,636	75,797
股东权益合计	128,647	148,288	168,800	190,361
负债和股东权益合计	228,553	238,890	258,294	279,073

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	36,557	28,184	29,602	31,296
折旧与摊销	13,635	13,117	13,755	14,588
财务费用	348	543	319	113
投资损失	-3,550	-3,550	-3,550	-3,550
营运资金变动	-5,360	-2,956	1,257	1,495
其他经营现金流	720	3,425	3,425	3,425
经营性现金净流量	42,350	38,762	44,808	47,368
投资性现金净流量	-5,854	-14,569	-12,569	-12,569
筹资性现金净流量	-35,461	-16,673	-15,207	-15,671
现金流量净额	1,035	7,520	17,033	19,128

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	184,145	165,638	171,775	179,158
营业成本	123,951	114,176	118,204	123,001
税金及附加	10,270	9,238	9,580	9,992
销售费用	917	825	855	892
管理费用	6,950	6,251	6,483	6,762
研发费用	645	580	602	628
财务费用	348	543	319	113
资产减值损失	-172	-155	-161	-167
信用减值损失	-228	-205	-212	-222
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3,550	3,550	3,550	3,550
公允价值变动损益	-253	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
其他收益	211	211	211	211
营业利润	44,172	37,425	39,118	41,142
营业外收入	178	178	178	178
营业外支出	514	514	514	514
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	43,836	37,088	38,782	40,806
所得税	7,278	6,038	6,314	6,643
净利润	36,557	31,050	32,468	34,162
少数股东损益	14,197	12,034	12,541	13,161
归属母公司股东净利润	22,360	19,016	19,927	21,001
EPS(元)	2.31	1.96	2.06	2.17

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.77%	-10.05%	3.71%	4.30%
营业利润增长率	3.91%	-15.27%	4.53%	5.17%
归母净利润增长率	5.28%	-14.96%	4.79%	5.39%
经营现金流增长率	9.72%	-8.47%	15.60%	5.71%
盈利能力				
毛利率	32.69%	31.07%	31.19%	31.35%
净利率	19.85%	18.75%	18.90%	19.07%
ROE	24.68%	19.37%	18.77%	18.33%
ROA	9.78%	7.96%	7.71%	7.53%
估值倍数				
P/E	8.76	10.30	9.83	9.33
P/S	1.06	1.18	1.14	1.09
P/B	2.16	1.99	1.84	1.71
股息率	1.05%	5.83%	6.11%	6.43%
EV/EBITDA	4	4	4	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。