

科隆新材（920098.BJ）

从密封件到矿山特车，双翼齐飞拓展军工高铁新赛道

2025 年 06 月 04 日

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/6/3
当前股价(元)	31.28
一年最高最低(元)	61.32/23.03
总市值(亿元)	25.44
流通市值(亿元)	13.62
总股本(亿股)	0.81
流通股本(亿股)	0.44
近 3 个月换手率(%)	395.29

北交所研究团队

● 橡塑新材料“小巨人”，客户为大型煤矿和煤机企业

科隆新材是一家从事液压组合密封件和液压软管等橡塑新材料产品的研发、生产和销售以及煤矿辅助运输设备的整车设计、生产、销售和维修的国家高新技术企业。主要客户为大型煤矿和煤机企业，目前已与陕煤集团、郑煤机、北煤机、平煤机、中国神华、山东能源等煤炭或煤机行业头部公司及其下属企业建立了长期稳定的合作关系，煤炭行业业务稳固。还涉及军工、风电、高铁等领域，积极拓展产业链纵向布局煤矿辅助运输设备。考虑到公司技术及品牌优势，看好公司行业渗透率进一步提升以及公司产品在军工领域的开拓应用。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.13/1.22/1.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.39/1.51/1.85 元，对应当前股价的 PE 分别为 22.5/20.8/17.0x，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 煤机市场不断扩容，带动密封件和液压软管需求

在煤炭产量不断提升的背景下，煤机行业的需求和市场规模也在不断扩大，2023 年我国采煤机与掘进机、刮板输送机和液压支架产量分别为 718 台、2750 台、1643 台、80514 架；煤炭机械行业市场规模约为 1729.1 亿元。作为煤机制造中关键的零部件，液压密封件和液压软管将直接受益于下游煤炭开采量的提升和煤机产量的增长。我们认为公司的橡塑产品将和煤炭开采行业保持“同频共振”，其产销量有望将进一步提升。

● 纵向布局煤矿辅助运输设备，营收占比不断提升

向煤炭煤机客户销售橡塑新材料产品的同时，关注到煤矿井下物资设备搬运车辆的潜在需求和商业机会，开始涉足煤矿辅助运输设备业务。2013 年公司研发并交付了第一台支架搬运车。2015 年至今，公司持续进行新车型的研发，先后成功研发车型 31 种。除此之外，公司还提供煤矿辅助运输设备租赁、维修服务以及其他矿用配件销售等服务。2024 年实现营收 1.66 亿元，占全部收入的 34.26%。

● 风险提示：原材料价格波动、募投项目进展不及预期、煤炭行业下行风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	442	483	569	632	764
YOY(%)	34.2	9.5	17.8	11.0	20.9
归母净利润(百万元)	83	87	113	122	150
YOY(%)	60.4	4.3	30.3	8.1	22.6
毛利率(%)	40.8	41.3	41.8	41.8	42.1
净利率(%)	18.9	18.0	19.9	19.4	19.6
ROE(%)	13.7	9.9	11.4	11.0	11.9
EPS(摊薄/元)	1.03	1.07	1.39	1.51	1.85
P/E(倍)	30.5	29.3	22.5	20.8	17.0
P/B(倍)	4.2	2.9	2.6	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 橡塑新材料“小巨人”，深耕煤炭开采行业.....	4
1.1、 公司产品种类多样	4
1.2、 股权结构清晰稳定	7
1.3、 现有产线开工率高，亟需扩产	8
1.4、 下游客户集中且稳定	9
1.5、 公司经营稳定，营收持续上涨	9
2、 立足煤炭行业，横向拓展军工、风电等领域应用.....	12
2.1、 密封件是液压系统中重要的零部件.....	12
2.2、 液压软管应用场景广泛，性能要求高.....	14
2.3、 煤机市场规模不断扩大，带动密封件及软管需求增长.....	15
2.4、 积极拓展军工、风电、高铁等领域应用.....	17
3、 两翼突破，纵向布局煤矿辅助运输设备.....	19
4、 盈利预测与投资建议	23
5、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 公司主要产品橡塑新材料产品为综采煤机液压支架的核心零部件	4
图 2： 公司实控人为邹威文、穆倩夫妇，二人合计持有 40.45%的公司股份.....	7
图 3： 营业收入持续上涨，2025Q1 为 8419 万元.....	9
图 4： 2025Q1 归母净利润为 1107 万元.....	9
图 5： 橡塑产品和煤矿辅助设备是公司主要的营收来源.....	10
图 6： 橡塑产品、煤矿辅助设备是公司主要毛利来源.....	10
图 7： 橡塑产品毛利率较高，2024 年为 49.72%	10
图 8： 公司费用整体呈上升趋势	11
图 9： 2025Q1 除财务费用外，其他费用率均有提升.....	11
图 10： 橡塑材料是新材料产业重要的组成部分.....	12
图 11： 密封件是液压系统中的重要零部件.....	13
图 12： 液压密封行业产值保持稳定增长	13
图 13： 我国胶管产量整体呈增长趋势	14
图 14： 公司的橡塑产品主要应用于液压支架中.....	16
图 15： 2024 年国内煤炭产量达 47.6 亿吨	16
图 16： 新疆地区煤炭产量进入快速上升期.....	17
图 17： 我国国防支出保持适度稳定增长	18
图 18： 公司产品主要用于风电机组制动器的内部密封.....	19
图 19： 在高铁行业用于转向架内部的减震和密封.....	19
图 20： 煤矿辅助运输设备总装生产车间	20
图 21： 煤矿辅助运输设备在整个煤炭装备制造行业中所处位置.....	20
图 22： 综采适合煤炭规模化开采	21
图 23： 铲板式支架搬运车在井下可以做到一车多用.....	22
图 24： 框架式支架搬运车可以实现重型设备的快速搬运.....	22

表 1：公司产品主要应用在煤炭开采行业	5
表 2：公司各产线接近满产	8
表 3：公司募投项目旨在提升生产能力和生产效率.....	8
表 4：2024 年公司销售金额前五大客户占比达 56.07%	9
表 5：煤矿开采中的“三机一架”	15
表 6：密封件和液压软管在军工六大主要业务板块中均有应用.....	17
表 7：同行可比公司 PE2025 均值为 21.2x.....	23

1、橡塑新材料“小巨人”，深耕煤炭开采行业

科隆新材是一家从事液压组合密封件和液压软管等橡塑新材料产品的研发、生产和销售以及煤矿辅助运输设备的整车设计、生产、销售和维修的国家高新技术企业。公司主要产品橡塑新材料产品为综采煤机液压支架的核心零部件，主要产品煤矿辅助运输设备为井下液压支架及物资的主要运输工具，围绕综采煤机液压支架，从配套、维护和运输等多个层面为煤机生产和煤矿客户提供综合性服务。此外，为不断满足煤炭客户的多样化需求，公司利用多年积累的行业资源，近年来开始向大型煤机企业客户销售其他矿用配件。

科隆新材主要客户为大型煤矿和煤机企业，目前已与陕煤集团、郑煤机、北煤机、平煤机、中国神华、山东能源等煤炭或煤机行业头部公司及其下属企业建立了长期稳定的合作关系，煤炭行业业务稳固。与此同时，公司凭借橡塑新材料产品的技术研发能力，将业务向军工行业延伸，已与数十家军工相关企业和科研院所建立合作关系，多项产品性能优异，已在局部细分领域逐步替代了进口产品。此外，公司还积极向高铁和风电行业进行业务拓展，已形成一定的技术积累和产品序列，具备向客户批量供货的能力。

图1：公司主要产品橡塑新材料产品为综采煤机液压支架的核心零部件



资料来源：科隆新材招股书

1.1、公司产品种类多样

公司现有产品及服务包括橡塑新材料产品、煤矿辅助运输设备和维修服务。橡塑新材料产品主要包括液压组合密封件、液压软管和其他橡塑产品三类；煤矿辅助运输设备业务主要包括液压支架搬运车等特种车整车及相关零配件销售，煤矿辅助运输设备主要用途为在煤矿井下综采作业面搬家时搬运液压支架及其他大型设备和物资；维修服务主要包括液压支架维修和特种车维修，液压支架维修过程包含液压组合密封件和液压软管的检测和更换，可以与公司橡塑新材料业务相结合，而特种车维修服务作为特种车销售业务的配套和延伸服务，与公司特种车零配件销售、整车销售一同构成公司煤矿辅助运输设备业务的完整服务体系。

公司深耕煤炭开采行业，产品围绕大型煤矿井下综采煤机液压支架进行配套和

搬运。两大产品液压组合密封件和液压软管是液压支架立柱和千斤顶等液压传动系统的重要组成部分；煤矿辅助运输设备是液压支架等大型煤矿井下综采设备在井下的专用运输工具，用于液压支架等大型综采设备在井下的长距离快速移动。

表1：公司产品主要应用在煤炭开采行业

品名	图示	用途	产品优势	产品使用参数
防尘圈		活塞往复运动时刮除活塞杆上的煤灰等杂质	采用进口聚氨酯材料，高强度，高硬度，可以有效防止杂质进入液压系统	工作压力：/ 工作温度：-45℃~110℃ 工作速度：≤1m/s 规格：10~2,000mm 工作介质：液压油、乳化液、水 所用材料：高硬度聚氨酯
O 型圈		用于各种动、静密封的防水、防油、防尘等需求	密封效果好，价格低廉，结构简单	工作压力：≤50MPa 工作温度：-40℃~200℃ 工作速度：≤1m/s 规格：10~2,000mm 工作介质：液压油、乳化液、水 所用材料：高硬度聚氨酯、丁腈橡胶、氟橡胶、硅胶等
活塞杆密封		活塞往复运动时防止千斤顶上腔漏液，保证千斤顶正常动作，单向密封	采用进口聚氨酯材料、橡胶弹性体、聚甲醛挡圈组合而成，抗高压，使用寿命长	工作压力：≤70MPa 工作温度：-45℃~110℃ 工作速度：1m/s 规格：10~2,000mm 工作介质：液压油、乳化液、水 所用材料：高硬度聚氨酯
导向套静密封		液压千斤顶中导向套静密封，单向密封	结构简单，易于安装，抗高压，低压效果良好	工作压力：≤50MPa 工作温度：-30℃~110℃ 工作速度：/规格：10~2,000mm 工作介质：液压油、乳化液、水 所用材料：高硬度聚氨酯
活塞密封（山型圈）		液压千斤顶核心组件，双向活塞密封圈	结构简单，易于安装，抗高压，低压效果良好	工作压力：≤50MPa 工作温度：-30℃~110℃ 工作速度：/规格：10~2,000mm 工作介质：液压油、乳化液、水 所用材料：高硬度聚氨酯
活塞密封（鼓型圈）		液压千斤顶核心组件，双向活塞密封圈	采用进口聚氨酯材料、橡胶弹性体、聚甲醛防挤圈组合而成，抗高压，耐磨，密封性能好	工作压力：≤70MPa 工作温度：-40℃~110℃ 工作速度：0.15m/s 规格：10~2,000mm 工作介质：液压油、乳化液、水 所用材料：高硬度聚氨酯
支撑环/导向环		活塞往复运动时对活塞和活塞杆起支撑及导向作用的塑料圈	采用进口聚甲醛，高强度，摩擦系数小，使用寿命长	工作压力：≤7MPa 工作温度：-40℃~100℃ 工作速度：15m/s 规格：10~2,000mm 工作介质：液压油、乳化液、水

品名	图示	用途	产品优势	产品使用参数
风电骨架旋转密封		用于风力发电机组制动器密封	结构简单，易于安装，抗高压、耐低温。	所用材料：聚甲醛 工作压力：5~25MPa 工作温度：-55°C~110°C 规格：非标件 工作介质：润滑油等 所用材料：橡胶、金属
风电组合密封		用于风力发电机组制动器密封	结构简单，易于安装；动、静态效果均良好，无粘滞现象；在有润滑和无润滑时性能均佳；沟槽结构域简单；耐高压，工作条件适应性强	工作压力： $\leq 25\text{MPa}$ 工作温度：-55°C~110°C 工作速度：0.5m/s 规格：10~300mm 工作介质：液压油 所用材料：橡胶、高硬度聚氨酯
风电防尘圈		用于风力发电机组制动器	采用双副唇，防止粉尘、污物、沙粒等进入，可防止刮伤，保护导向元件，延长使用寿命，结构简单，易于安装	工作压力： $\leq 0.5\text{MPa}$ 工作温度：-55°C~110°C 工作速度： $\leq 0.5\text{m/s}$ 规格：10~2,000mm 工作介质：液压油 所用材料：高硬度聚氨酯
高铁防尘密封-车轴护套		用于轨道交通车轴	结构简单，易于安装，可重复使用	工作压力：/ 工作温度：-70°C~120°C 工作速度：/ 规格：0~500mm 工作介质：空气 所用材料：高硬度聚氨酯
高铁活塞油封		用于高铁、轨道交通方向机转向架	结构简单，易于安装，摩擦阻力小，使用寿命可达 120 万公里	工作压力： $\leq 0.5\text{MPa}$ 工作温度：-55°C~120°C 工作速度：6,258rpm 规格：20~300mm 工作介质：液压油 所用材料：氟橡胶、金属
高铁减震块		用于轨道交通，地铁、高铁	具有良好的抗低温性和防撞击减震性能	工作温度：-80°C~120°C 压缩永久变形量：70°C22 小时为 17%、40°C148 小时为 11.7% 规格：20~300mm 工作介质：空气 所用材料：橡胶
煤机用钢丝缠绕胶管及总成		用于液压支架石油基、水基流体的输送	使用便捷，安装方便，胶管耐高压、耐高温、阻燃、抗静电	工作压力：16.5~44.5MPa 工作温度：-40°C~100°C 规格： $\Phi 10\sim\Phi 102\text{mm}$ 工作介质：石油基、水基流体 所用材料：橡胶、钢丝

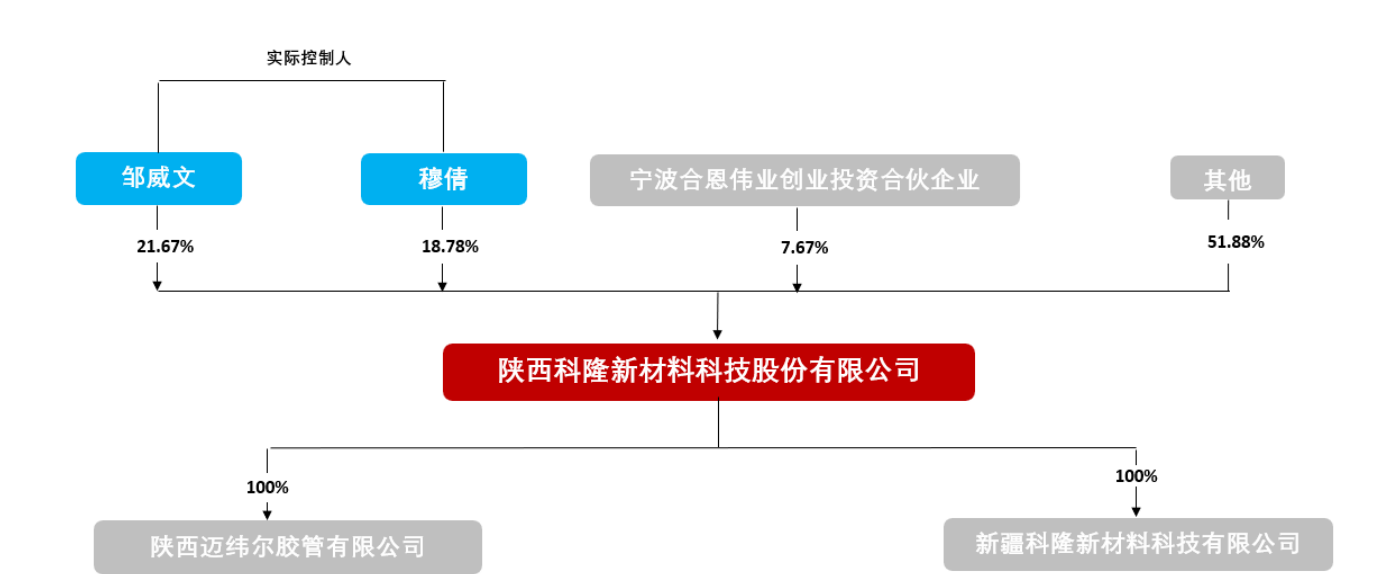
品名	图示	用途	产品优势	产品使用参数
煤机用钢丝 编织胶管及 总成		用于液压支架石油 基、水基流体的输 送	使用便捷，安装方便， 胶管耐高压、耐高温、 阻燃、抗静电	工作压力：4.0~40.0MPa 工作温度：-40℃~100℃ 规格：Φ6~Φ203mm 工作介质：石油基、水基流体 所用材料：橡胶、钢丝
支架搬运车		煤矿井下搬运重型 液压支架	可在额定载重情况下长 距离、大坡度连续运转	最大额定载重：130T 最大工作坡度：16 度
铲板式搬运 车		煤矿井下搬运轻型 液压支架及其他机 器设备	可在额定载重情况下长 距离、大坡度连续运转	最大额定载重：75T 最大工作坡度：14 度
防爆柴油铲 运机		煤矿井下物料快速 装运、巷道修整等 辅助运输工作	可在额定载重情况下长 距离、大坡度连续运转	最大额定载重：15T 最大工作坡度：14 度

资料来源：科隆新材招股书、开源证券研究所

1.2、股权结构清晰稳定

公司股权结构清晰稳定。截至 2025 年一季度末，公司董事长邹威文直接持有 21.67%的股份，董事穆倩直接持有 18.78%的股份。邹威文、穆倩夫妇二人合计持有 40.45%的公司股份。两位实控人能够对公司的实际经营决策、重大事项决策、人事任免等起控制作用，能够实际支配公司的行为。

图2：公司实控人为邹威文、穆倩夫妇，二人合计持有 40.45%的公司股份



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025 年 3 月 31 日）

1.3、现有产线开工率高，亟需扩产

公司收入占比较大的三种产品：液压组合密封件、液压软管、煤矿辅助运输设备，三大产品下游需求旺盛，各产线开工率处于较高水平，亟需扩产来满足公司未来发展需求。

表2：公司各产线接近满产

产品	项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 1-6 月
液压组合密封件	产能（万件）	150.00	150.00	150.00	75.00
	产量（万件）	146.64	140.85	145.11	62.47
	产能利用率	97.76%	93.90%	96.74%	83.29%
液压软管	产能（万根）	48.00	72.00	90.00	50.00
	产量（万根）	47.05	71.29	84.64	45.51
	产能利用率	98.02%	99.02%	94.04%	91.01%
煤矿辅助运输设备	产能（辆）	35	45	60	30
	产量（辆）	36	38	57	26
	产能利用率	102.86%	84.44%	95.00%	86.67%

资料来源：科隆新材招股书、开源证券研究所

为满足未来发展需求，公司以当下主营业务及核心技术为基础，拟投资建设军民两用新型合成材料液压管生产线建设项目、研发中心建设项目和数字化工厂建设项目。各项目成功实施后，将进一步巩固公司主营业务、增强技术创新与自主研发能力、提高管理效率，为公司主营业务的可持续发展提供有力支持。

表3：公司募投项目旨在提升生产能力和生产效率

项目名称	项目概况	与公司现有主要业务、核心技术之间的关系
军民两用新型合成材料液压管生产线建设项目	在现有厂区内建设新型合成材料液压管及聚四氟乙烯软管生产线。项目总投资 15,705.66 万元，计划建设期为 24 个月。项目建成后，新型合成材料液压管生产线可实现年产 120 万米；聚四氟乙烯软管生产线可实现年产聚四氟乙烯软管 15 万米。	现有民用液压软管和军用橡塑新材料软管两个主要业务板块生产线的技术升级改造。项目实施后，不仅能够通过工艺改进和设备升级进一步提升产能，还能够充分发挥公司在定制化橡塑新材料的研发和生产方面的技术积累、竞争优势，提升公司在民用和军用新型合成材料液压管领域的服务能力和市场竞争力。
研发中心建设项目	研发中心总建筑面积 6,000m2，总投资 9,367.39 万元，计划建设期为 24 个月。项目完成后，研发中心将具备纯水密封产品、航空航天系列软管及支架搬运车等产品的研究与开发能力，同时建立较全面的产品性能检测试验室。	旨在将目前各板块研发资源进行整合，涉及橡塑新材料产品、煤矿辅助运输设备和军工业务等目前主要业务板块；通过对公司研发资源进行设备升级和统一管理，有利于提升研发效率和研发质量，保证公司技术在行业内的领先水平。
数字化工厂建设项目	在现有厂房进行装修改造智慧工厂及机房建设。结合企业预计投资 5,000 万元，建设智能数字化工厂。业现有 ERP 系统进行升级、新增 OA 协同办公和业务管对生产、仓储、销售等环节进行数字化改造，达到提高工作效率，实时动态管控的目的。	系统、SCADA 数据采集系统，完善从研发、生产、销售、检测、市场监测全流程贯通的信息化体系。

资料来源：科隆新材招股书、开源证券研究所

1.4、下游客户集中且稳定

公司下游客户主要为大型煤炭和煤机企业，合作关系稳定，煤炭行业业务稳固。2024 年公司前五大客户销售量占当期销售总额比重高于 50%。其中，陕煤集团在报告期内销售收入占比最高，是公司历年销售规模最大集团客户。

表4：2024 年公司销售金额前五大客户占比达 56.07%

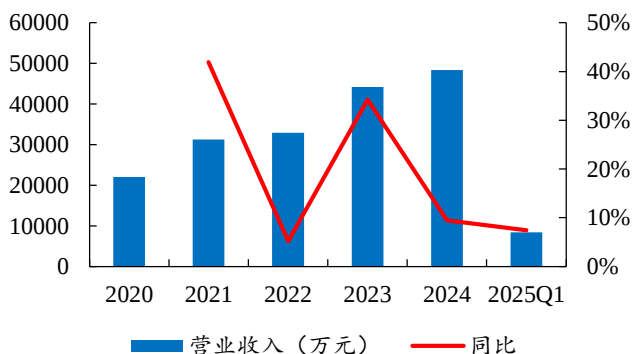
序号	客户名称	销售内容	金额（万元）	占收入比例
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	液压组合密封件、液压软管、特种车辆	18,228.34	37.70%
2	郑州煤矿机械集团股份有限公司	液压组合密封件、液压软管	2,451.51	5.07%
3	晋能控股集团有限公司	液压组合密封件、特种车辆	2,314.01	4.79%
4	榆林瑞恒建设工程有限公司	特种车辆	2,268.47	4.69%
5	飞羿嘉骅（上海）企业管理有限公司	-	1,845.91	3.82%
合计			27,108.24	56.07%

数据来源：科隆新材 2024 年年报、开源证券研究所

1.5、公司经营稳定，营收持续上涨

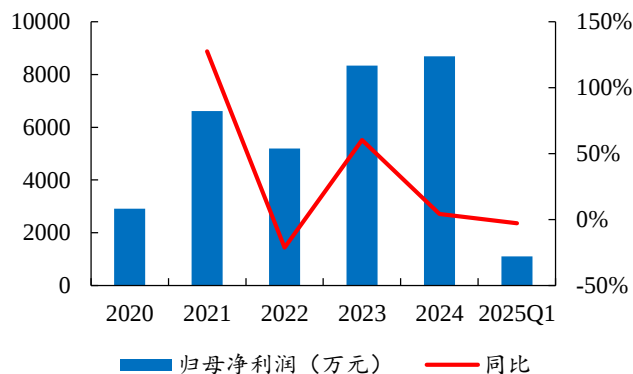
2025 年 Q1 实现营收 8419 万元，同比增长 7.43%，归母净利润 1107 万元，同比小幅下降 2.71%。2020-2024 年公司营收保持增长态势，由 2020 年的 2.2 亿元增长至 2024 年的 4.83 亿元；归母净利润存在一定的波动，2023、2024 年度归母净利润均在 8000 万元以上。

图3：营业收入持续上涨，2025Q1 为 8419 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

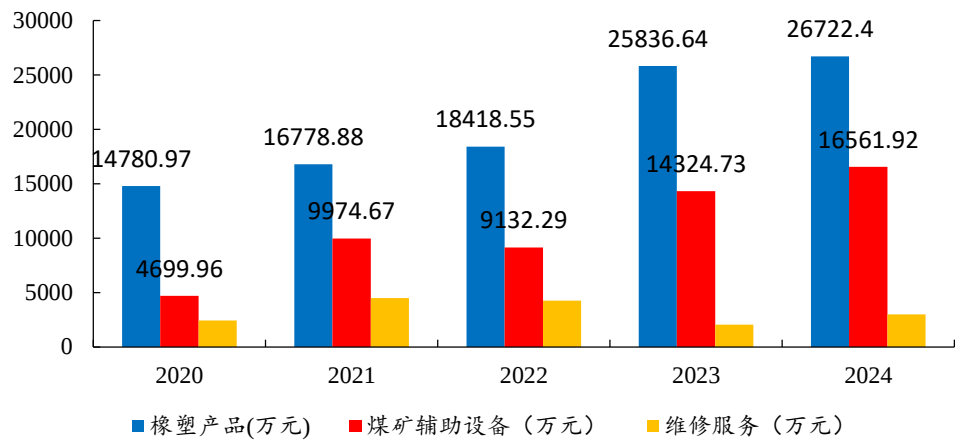
图4：2025Q1 归母净利润为 1107 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

橡塑产品和煤矿辅助设备是公司主要的收入来源，2024 年分别实现收入 2.67 亿元、1.66 亿元。煤矿辅助设备业务增长较快，其营收占比也在不断增加，2024 年占比上升至 34.26%，相比 2023 年再提升 1.83 个百分点。维修服务是煤矿辅助设备的附属业务，主要是对公司所销售的设备进行维修保养，其收入有望随着煤矿辅助设备业务的发展而增加。

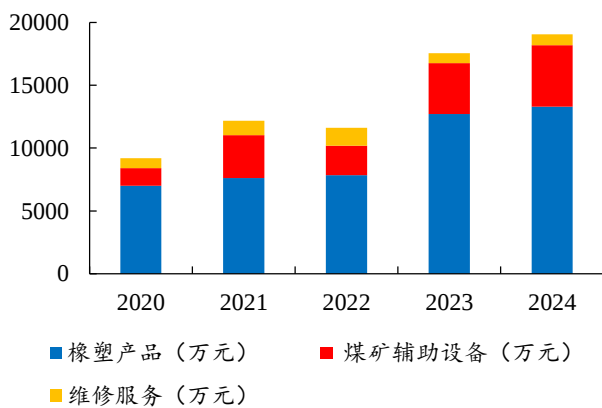
图5：橡塑产品和煤矿辅助设备是公司主要的营收来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

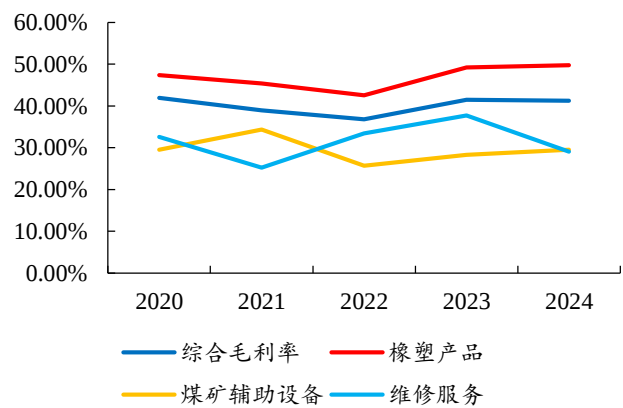
橡塑产品、煤矿辅助设备同样也是公司主要的毛利来源，2024 年，橡塑产品毛利为 1.33 亿元，煤矿辅助设备毛利为 4891 万元。盈利水平方面，橡塑产品同样也是公司毛利率最高的，2020 年以来均保持在 42% 以上，2023、2024 年均接近 50%；相比之下，煤矿辅助设备盈利水平则比较低，除 2021 年之外，近几年均保持在 25%-30% 之间。

图6：橡塑产品、煤矿辅助设备是公司主要毛利来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

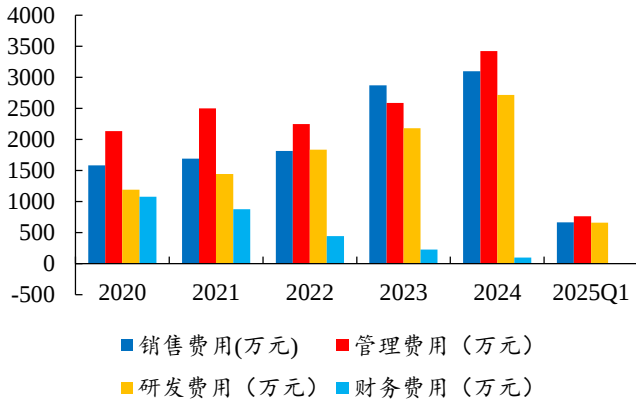
图7：橡塑产品毛利率较高，2024 年为 49.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

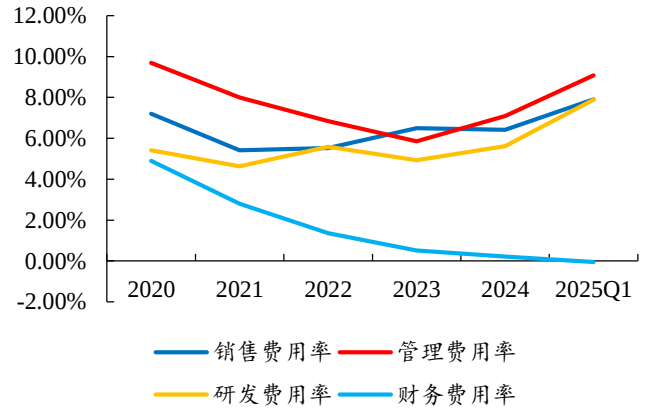
2020 年以来，公司费用整体呈上升趋势，2024 年，公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 3101、3425、2717、101 万元。2025 年一季度，财务费用外，其他三项费用率均有一定幅度的提升，销售、管理、研发费用率分别为 7.91%、9.07%、7.89%。

图8：公司费用整体呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025Q1 除财务费用外，其他费用率均有提升

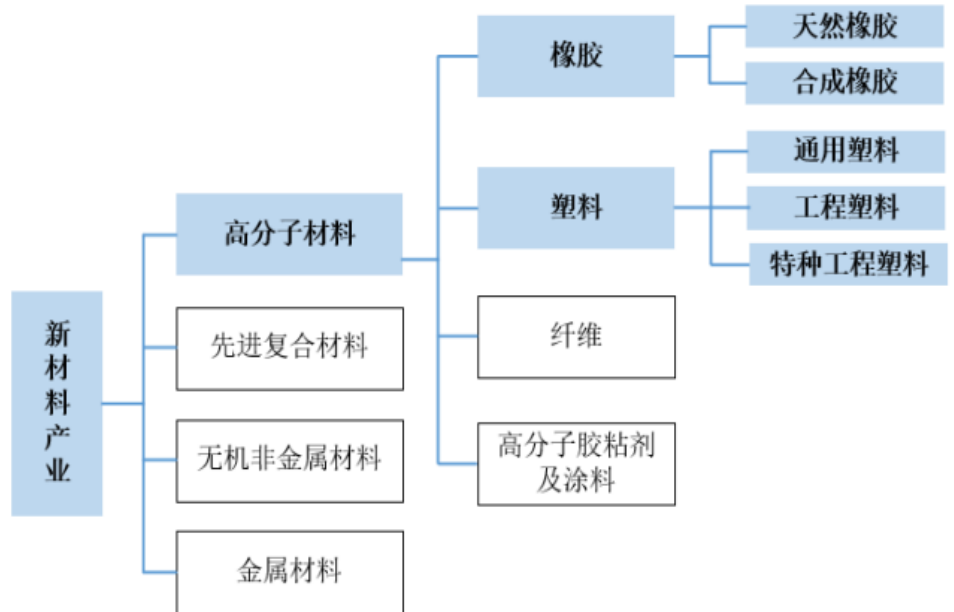


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、立足煤炭行业，横向拓展军工、风电等领域应用

橡塑制品是以生胶、高分子化合物为主要原料，配合各种助剂，再经多道工序加工成型的各类制成品，具有质量轻、机械强度大、可塑性强、耐化学侵蚀、绝缘性好等特点。作为三大合成材料（塑料、合成橡胶、合成纤维）的重要组成部分和技术迭代成果，橡塑新材料及其相关制品已广泛应用于国民经济的各个行业领域，是支撑和保障现代社会正常运转不可或缺的重要基础性产品。

图10：橡塑材料是新材料产业重要的组成部分



资料来源：华密新材招股书

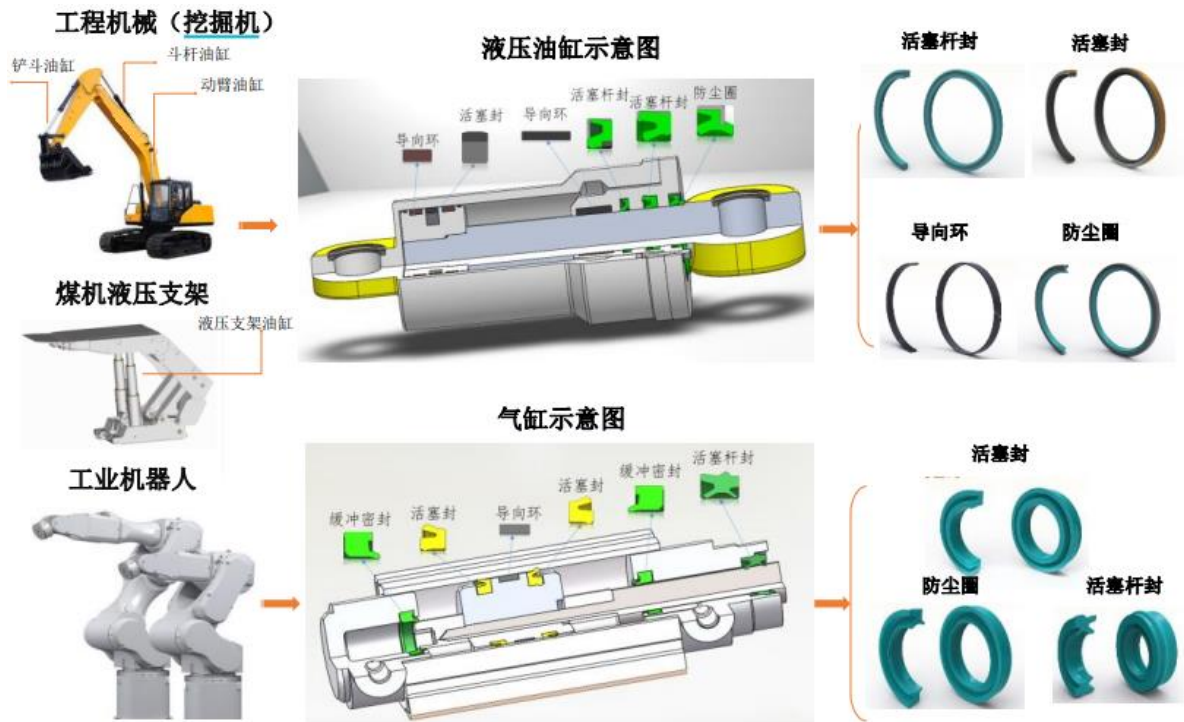
公司的橡塑制品主要为液压组合密封件和液压软管等橡塑新材料产品，液压软管主要应用在煤机和军工行业；液压组合密封件及其他橡塑新材料除了应用在煤机和军工行业，在风电、高铁等领域中皆有应用。

2.1、密封件是液压系统中重要的零部件

密封件是机械设备的重要功能零部件，是防止流体或固体微粒从相邻结合面间泄漏以及防止外界杂质如灰尘与水分等侵入机械内部的零部件，是解决机器设备密封性最常见、最广泛的零部件之一。密封件处于产业链中游，下游终端应用领域十分广泛，包括石油化工、煤化工、冶金、制药、食品、纺织、汽车、家电、工程机械、军工在内等行业均离不开密封件，因此密封件行业拥有较大的市场规模，根据中国液压气动密封件工业协会统计，2022 年中国液压气密行业总产值为 1447 亿元。

液压密封件是密封件在液压设备中的应用形式。所谓液压设备，是指以液压传动为主要动力传输形式的机械设备。液压密封件是液压设备中的重要零部件，核心功能为确保液压设备工作过程中液压传输空间的密闭性，防止因介质泄漏导致压力不足而引发机械故障或安全事故。液压密封件主要包括活塞杆封、活塞封、导向环、防尘圈、静密封等；气动密封件主要包括缓冲柱塞、密封圈、导向环、防尘圈等。

图11：密封件是液压系统中的重要零部件



资料来源：唯万密封招股书

根据中国液压气动密封件工业协会数据，2021 年，我国液压气动密封行业及液压行业规模以上企业分别实现工业总产值 1,551 亿元、863 亿元，分别同比增长 16.53%、19.20%，液压气动行业产值整体保持稳定增长。随着工业化进程的推进，液压气动设备市场规模的增长将带动密封件需求量同步提升，密封件除了装备新机，旧机维修时，同样需要对设备密封件进行更换；新机装备和旧机维修更换需求共同拉动密封件行业发展，液压气动密封件市场需求空间广阔。

图12：液压密封行业产值保持稳定增长



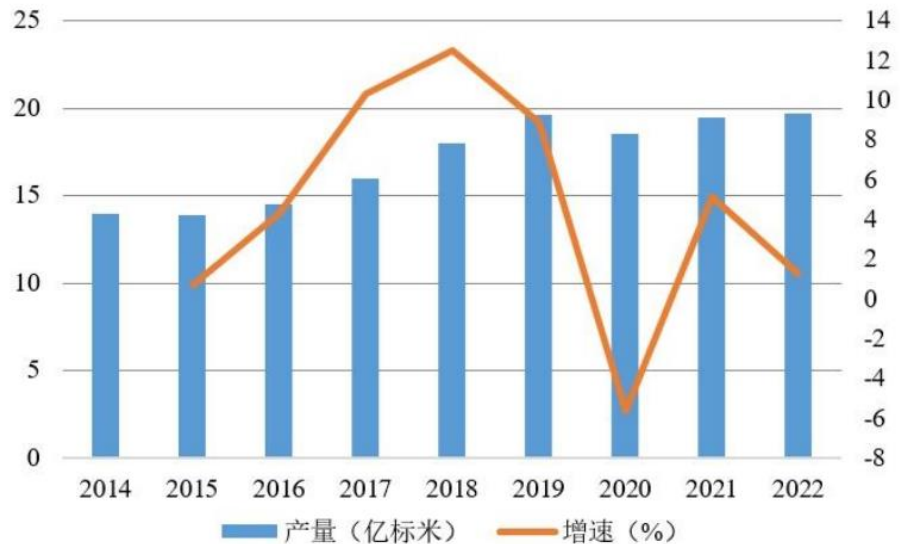
资料来源：中国液压气动密封行业协会、科隆新材招股书

2.2、液压软管应用场景广泛，性能要求高

液压软管是传动装置中输送液压介质的可弯曲管路，根据应用场景不同材质各异，其中橡胶为液压软管的主要材质之一，同时由于液压软管是液压传动装置，通常需要承受较高压力，因此煤炭等行业通常习惯将液压软管称为“高压胶管”。高压软管的工作环境通常比较恶劣，所以对软管的极限压力、弯曲半径和使用寿命等性能要求比较严苛，对产品的原材料、生产工艺和生产设备要求较高，属于橡胶软管中的高端产品。

液压软管主要应用于工程机械、煤矿机械、化工及石油钻采等行业，由于新型材料的研发和应用不断涌现，下游客户对“低弯曲半径、高压、长寿命、多功能”液压软管性能要求也越来越高。液压软管的性能对机械工程、煤炭行业等液压装备运行的稳定性和安全性有至关重要的影响，而决定产品质量的关键在于配方与生产工艺，因此液压软管生产企业往往要经过极其严格的考核后方能进入下游大型主机厂的供应商体系。目前我国胶管生产企业众多，产品的产量、质量、结构等方面都有了长足的进步。2021 年，我国胶管产量达 19.45 亿标米，同比增长 5.16%；2022 年，我国橡胶胶管产量为 19.7 亿标米，同比增长 1.26%。

图13：我国胶管产量整体呈增长趋势



资料来源：中国橡胶业协会、科隆新材招股书

科隆新材所生产的液压软管主要应用在煤机和军工行业，不同行业的产品在市场供求和竞争状况等方面存在较大的差异。煤机行业的液压软管整体供求保持相对平衡，但随着国内矿井逐渐向“大采高”、“超长工作面”的方向发展，对于高性能液压软管需求逐渐提升；军工行业的液压软管市场需求呈快速发展态势，随着军工装备国产化水平的提高，聚四氟乙烯软管等液压软管的市场将会保持较大的增长空间。

根据公司招股书披露数据，2022 年国内煤机行业液压支架增量和维修液压软管市场规模约为 16.96 亿元至 20.88 亿元，公司整体市场占有率约为 2.99%至 3.68%之间，主要产品钢丝缠绕胶管市场占有率约为 4.13%；2023 年度，国内煤机行业液压软管增量和维修市场规模约为 21.18 亿元至 27.06 亿元，公司整体市场占有率约在 4.69%至 6.00%之间，钢丝缠绕胶管市场占有率约为 4.14%。

2.3、煤机市场规模不断扩大，带动密封件及软管需求增长

煤机是指用于煤矿的采掘、支护、运输、洗选等生产过程的矿山机械。根据开采方式不同，煤矿主要可分为露天矿和井工矿等，其中井工矿开采难度较高，对煤机设备要求也较高。在井工矿开采煤机中，以采掘设备掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架最为核心，合称“三机一架”，平均占到煤机设备投资总额的 70%左右。而其中“一架”所指代的液压支架，在单一工作面中使用数量较多，其价值总量在“三机一架”中占比高达 50%左右。

表5：煤矿开采中的“三机一架”

设备名称	用途	简图
掘进机	用于煤矿各种巷道的掘进。	
采煤机	用于煤矿采煤工作面的落煤和装煤。	
刮板输送机	用于煤矿采煤工作面内的煤炭运输，同时也是采煤机的行走轨道。	
液压支架	用于综采工作面顶板的支护和控制及工作面设备的推移行走。	

资料来源：郑煤机招股书、开源证券研究所

公司的产品主要围绕大型煤矿井下综采煤机液压支架进行配套和搬运。液压组合密封件和液压软管是液压支架立柱和千斤顶等液压传动系统的重要组成部分。液压组合密封件是煤矿液压支架液压缸的密封装置，主要用途为封住液压缸内部耦合面间隙，切断液压介质泄漏通道或增加泄漏通道的阻力，以减少或阻止液压介质泄漏，同时防止外界灰尘和异物的侵入。液压软管是煤矿液压支架液压动力传输介质的输送装置，主要用途为在液压支架伸缩时向液压缸输送液压介质，在工作时液压软管需要承受与液压缸内部同等高强度的压强。

图14：公司的橡塑产品主要应用于液压支架中

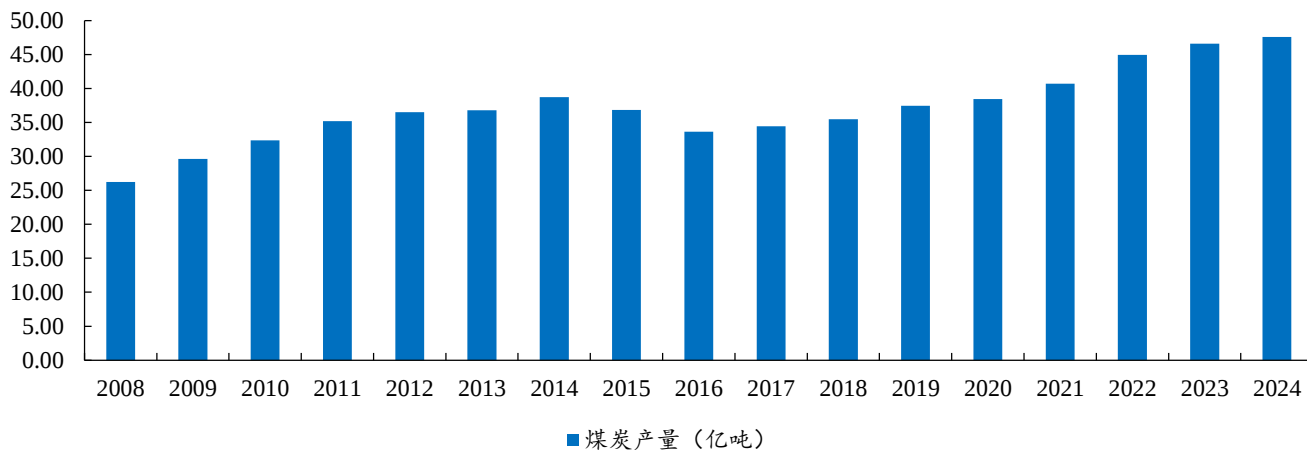


资料来源：科隆新材招股书

煤机行业是煤炭工业的总装备部，是煤炭科技转换生产力的载体，其市场规模与煤炭开采行业息息相关。煤炭的开采量、价格和行业投资情况都会对煤机的需求产生影响。

煤炭是我国的主体能源，在能源供应中发挥“压舱石”作用。持续推动煤炭稳产稳供，有序发展先进产能，加快推进储备煤矿建设，增强供给能力和弹性；为满足经济发展需求，全国的煤炭产量也在不断提升，2024 年全年煤炭产量达到 47.6 亿吨。

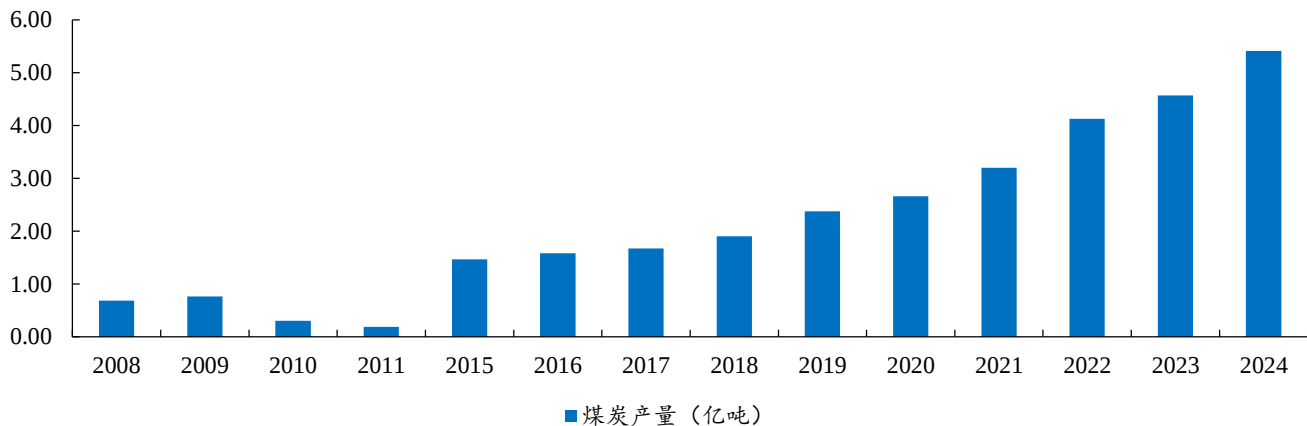
图15：2024 年国内煤炭产量达 47.6 亿吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

煤炭产能向西转移，新疆将成为煤炭增供主力。新疆煤炭资源总量约 2.19 万亿吨，占全国煤炭资源总量的 40.6%，资源量居全国第一位。“十四五”以来，按照国家能源保供工作部署，新疆充分发挥煤炭在能源保供中的“压舱石”“稳定器”作用，加快推进大型煤炭供应保障基地建设，有序释放煤炭先进产能，煤炭产业结构持续优化，供应保障能力显著增强。2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，比上年增长 17.5%，增速连续四年居全国主要产煤省份首位。所以未来几年内，新疆地区有望成为煤炭行业新的“掘金地”。

图16：新疆地区煤炭产量进入快速上升期



数据来源：Wind、开源证券研究所

在煤炭产量不断提升的背景下，煤机行业的需求和市场规模也在不断扩大，根据中经百汇研究数据，2023 年我国采煤机与掘进机，刮板输送机和液压支架产量分别为 718 台、2750 台、1643 台、80514 架；煤炭机械行业市场规模约为 1729.1 亿元。

作为煤机制造中关键的零部件，液压密封件和液压软管将直接受益于下游煤炭开采量的提升和煤机产量的增长。我们认为公司的橡塑产品将和煤炭开采行业保持“同频共振”，其产销量有望将进一步提升。

2.4、积极拓展军工、风电、高铁等领域应用

除煤炭行业外，公司生产的产品还应用在军工、风电、高铁等领域。

根据分类，我国国防军工行业主要包含航天、航空、兵器、船舶、电子以及核工业六大主要业务板块。在军工行业中，密封件和液压软管等橡塑新材料产品在上述六大领域中均有广泛应用，是国防军工产品中不可或缺的重要组成部分。

表6：密封件和液压软管在军工六大主要业务板块中均有应用

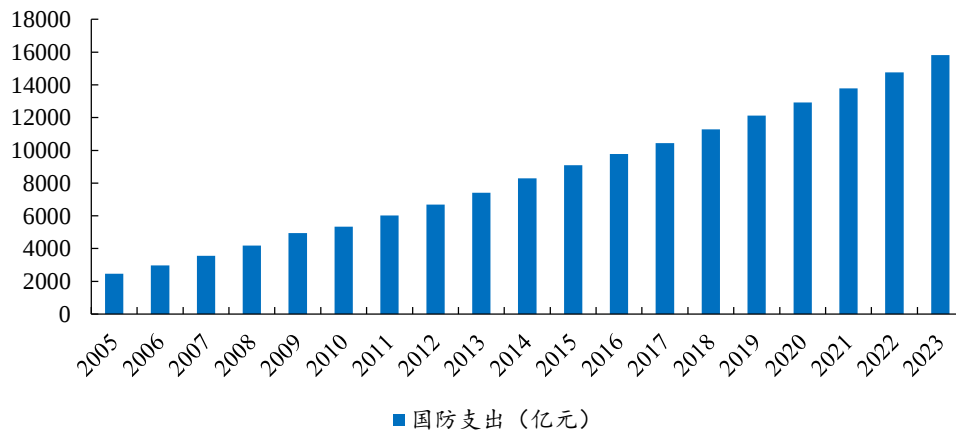
军工打类	具体应用	应用场景
核	核军工、核电、核燃料、核技术应用、核工程、核电站建设等	
航天	火箭、卫星等宇航系统、航天技术应用及服务、航天防务、导弹武器系统研制等	

军工打类	具体应用	应用场景
航空	军用和民用飞机、航空发动机、航电系统等	
船舶	主战舰艇、航母、核潜艇、造船、修船业、船用配套等	
兵器	坦克、装甲战斗车辆、枪械、火炮、火箭、战术导弹、弹药、爆破器材等	
电子信息	雷达、卫星、制导系统、激光武器、半导体/嵌入式产品、虚拟仿真产品、指挥和通信系统、电子战系统、预警设备等	

资料来源：科隆新材招股书、中国国防部官网、开源证券研究所

近年来，我国国防支出一直保持适度稳定增长，国防支出用途不断优化，装备费用占比不断提升，充足的军费预算保证了军工业务的规模 and 市场需求。与此同时，军工行业相关政策的深入推进使得具备先进技术优势的民营企业通过装备制造、基础零部件制造和原材料供应等方式进入国家军工装备供应体系。由于军工行业具有准入门槛高、品质要求好、客户黏性强、研发周期长以及定制化特征明显等特点，具备先进技术优势的民营企业能够凭借自身过硬的技术优势享受到军工政策红利，市场广阔。

图17：我国国防支出保持适度稳定增长



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

公司在风电和高铁行业的主要落地产品为密封件等橡塑新材料产品，

在风电行业，公司产品主要包括活塞密封、防尘密封等，主要应用于风力发电机组制动器的内部密封。

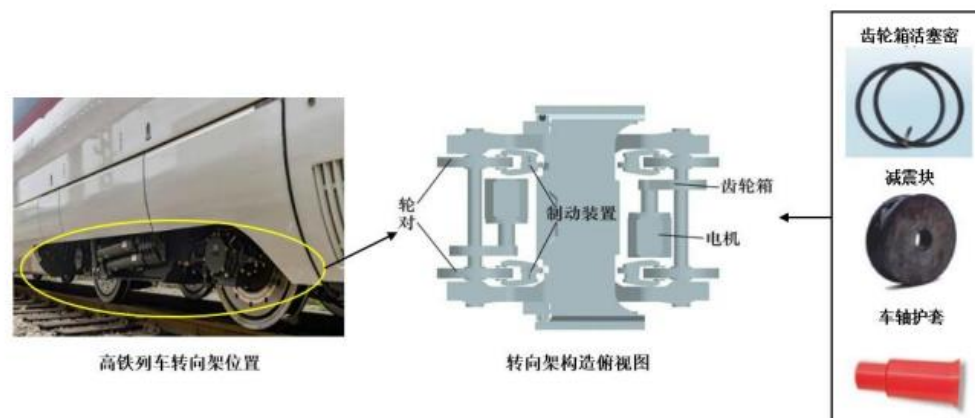
图18：公司产品主要用于风电机组制动器的内部密封



资料来源：科隆新材招股书

在高铁行业，公司产品主要包括减震密封、防尘密封、齿轮箱油封等，主要应用于高铁转向架内部的减震及密封。

图19：在高铁行业用于转向架内部的减震和密封



资料来源：科隆新材招股书

3、两翼突破，纵向布局煤矿辅助运输设备

公司在向煤炭煤机客户销售橡塑新材料产品的同时，关注到煤矿井下物资设备搬运车辆的潜在需求和商业机会，开始涉足煤矿辅助运输设备业务。2013 年公司研发并交付了第一台支架搬运车。2015 年至今，公司持续进行新车型的研发，先后成功研发车型 31 种，除此之外，公司还提供煤矿辅助运输设备租赁、维修服务以及其他矿用配件销售等服务。

图20：煤矿辅助运输设备总装生产车间

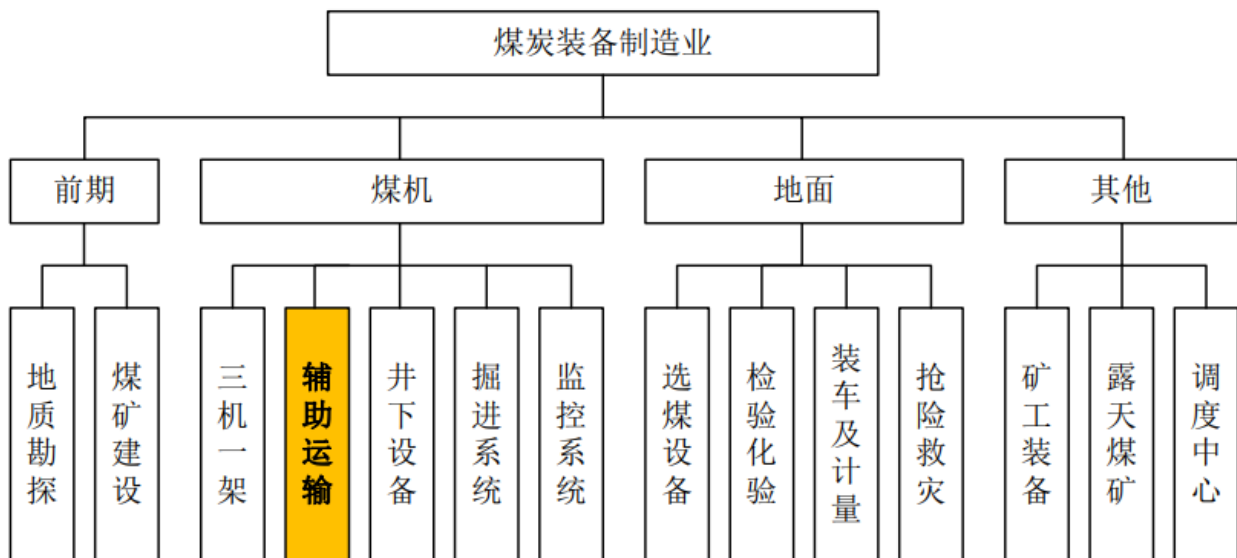


资料来源：科隆新材招股书

运输是煤矿采、掘、机、运、通五大系统之一，一般分为主运输和辅助运输。煤矿井下除煤炭运输以外的人员、材料、设备等各种运输统称为辅助运输，煤矿井下辅助运输是煤矿运输系统不可或缺的一部分，辅助运输设备效率高决定了运输时间长短，影响煤炭产量及机组利用率，辅助运输对整个煤矿运行系统有着十分重要的影响。

矿用辅助运输设备，属于矿机的细分行业，产品主要应用于煤矿、金属矿山的辅助生产，特别是在煤矿领域的应用较为广泛，包括“三机一架”工作面的搬家、巷道路面墙面整治、井下其他设备的搬运、井下人员运输等。

图21：煤矿辅助运输设备在整个煤炭装备制造行业中所处位置



资料来源：亚通精工招股书

当前煤炭开采方式主要有炮采、普采和综采等方式。

炮采是打眼放炮落煤方式的简称，开采工艺过程是打眼放炮、人工或机械法装煤和刮板输送机运煤。工作面推进后用人工移设输送机，用木柱、棚子或金属支架支护工作面。所用的设备和技术简单，能使用各种地形条件，但是劳动强度大、工作效率低，危险系数较高。

普采是落煤、装煤和运煤等回采工序实现普通机械化的采煤方式。开采工艺过程主要是机械采煤、液压千斤顶移设输送机、人工支护。普采使工作面回采工艺简化，劳动强度比炮采减轻，工作面单产和工效比炮采有了很大提高。

综采是综合机械化采煤的简称，将工作面落煤、装煤、运煤、顶板支护和顶板管理工艺全部用机械以自动化方式完成。其中，落煤、装煤使用双滚筒采煤机，运煤使用刮板输送机，顶板控制使用液压支架。综采改善了劳动条件，大大提高了工作面产量和效率，其工作面安全性高，大大减少顶板事故；但综采设备价格昂贵，技术性很强，适用于煤炭规模开采。

图22：综采适用于煤炭规模化开采



资料来源：郑煤机招股书

随着大型现代化高产高效矿井的不断建设发展，综采工作面的采高和长度也逐渐增加，设备的单机体积和吨位也呈现逐渐上升趋势，大采高工作面回撤时设备体积大、重量重，顶板维护难度大，搬家倒面时间长，对综采工作面搬家倒面的质量和工期提出了新的要求。煤矿采用支架搬运车可以实现自动化、机械化搬运工作面液压支架，有效的缩短搬运时间，极大地提高了工作效率。

公司专门针对综采工作面液压支架设计的各种支架搬运车，能够实现煤矿井下液压支架和重型设备的快速搬运，具有载重能力大、运行速度快、机动灵活、爬坡大等优点，可以实现不转载运输，极大的提高运输效率。目前公司已形成系列化产品的有：框架式支架搬运车、铲板式支架搬运车、防爆柴油铲运车。

图23：铲板式支架搬运车在井下可以做到一车多用



资料来源：科隆新材公司官网

图24：框架式支架搬运车可以实现重型设备的快速搬运



资料来源：科隆新材公司官网

在煤矿辅助运输设备之外，公司还延伸出维修服务，主要是为所销售的特种车辆进行维修和关键零部件的更换。

4、盈利预测与投资建议

根据公司业务情况，选取中裕科技、利通科技、亚通精工为可比公司。

科隆新材是一家从事液压组合密封件和液压软管等橡塑新材料产品的研发、生产和销售以及煤矿辅助运输设备的整车设计、生产、销售和维修的国家高新技术企业。主要客户为大型煤矿和煤机企业，目前已与陕煤集团、郑煤机、北煤机、平煤机、中国神华、山东能源等煤炭或煤机行业头部公司及其下属企业建立了长期稳定的合作关系，煤炭行业业务稳固。还涉及军工、风电、高铁等领域，积极拓展产业链纵向布局煤矿辅助运输设备。考虑到公司技术及品牌优势，看好公司行业渗透率进一步提升以及公司产品在军工领域的开拓应用。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.13/1.22/1.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.39/1.51/1.85 元，对应当前股价的 PE 分别为 22.5/20.8/17.0x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表7：同行可比公司 PE2025 均值为 21.2x

股票代码	公司名称	市值（亿元）	PE(TTM)	EPS(摊薄/元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
871694.BJ	中裕科技	26.14	21.50	0.94	1.11	1.33	20.9	17.7	14.8
832225.BJ	利通科技	26.32	21.28	0.96	1.16	1.38	21.6	17.9	15.0
603190.SH	亚通精工	26.84	37.72	-	-	-	-	-	-
均值		26.44	26.83	0.95	1.14	1.36	21.2	17.8	14.9
920098.BJ	科隆新材	25.44	29.37	1.39	1.51	1.85	22.5	20.8	17.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：科隆新材、利通科技盈利预测取自开源证券研究所，其余均来自 Wind 一致性预测，截至 2025 年 6 月 3 日）

5、风险提示

原材料价格波动、募投项目进展不及预期、煤炭行业下行风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	479	729	665	763	851
现金	78	255	410	573	520
应收票据及应收账款	273	335	83	17	92
其他应收款	2	3	3	4	5
预付账款	8	8	10	10	15
存货	92	102	124	127	175
其他流动资产	26	27	34	32	45
非流动资产	348	352	409	431	498
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	275	277	317	337	397
无形资产	44	43	51	50	50
其他非流动资产	29	32	41	44	51
资产总计	827	1081	1074	1194	1349
流动负债	209	190	68	65	71
短期借款	32	10	10	10	10
应付票据及应付账款	111	126	0	0	0
其他流动负债	66	54	58	55	61
非流动负债	11	11	12	12	13
长期借款	0	0	1	2	2
其他非流动负债	11	11	11	11	11
负债合计	220	201	80	78	83
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	64	79	79	79	79
资本公积	315	486	486	486	486
留存收益	228	315	428	551	701
归属母公司股东权益	607	880	994	1116	1266
负债和股东权益	827	1081	1074	1194	1349

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	35	29	234	212	46
净利润	83	87	113	122	150
折旧摊销	19	22	23	27	31
财务费用	2	1	5	2	2
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-77	-86	90	54	-145
其他经营现金流	7	5	2	7	7
投资活动现金流	-21	-25	-76	-48	-98
资本支出	21	25	80	49	99
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	5	1	1
筹资活动现金流	-8	163	-4	-2	-1
短期借款	-10	-21	0	0	0
长期借款	0	0	1	0	0
普通股增加	1	15	0	0	0
资本公积增加	9	171	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-1	-5	-2	-1
现金净增加额	6	168	155	163	-53

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	442	483	569	632	764
营业成本	261	284	331	368	442
营业税金及附加	5	7	6	7	9
营业费用	26	31	33	37	46
管理费用	26	34	40	42	51
研发费用	22	27	30	34	40
财务费用	2	1	5	2	2
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
其他收益	7	9	8	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	0	5	1	2
营业利润	98	101	130	141	174
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	99	101	130	142	175
所得税	15	14	17	19	24
净利润	83	87	113	122	150
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	83	87	113	122	150
EBITDA	119	121	151	165	202
EPS(元)	1.03	1.07	1.39	1.51	1.85

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	34.2	9.5	17.8	11.0	20.9
营业利润(%)	65.5	3.9	28.4	8.7	23.2
归属于母公司净利润(%)	60.4	4.3	30.3	8.1	22.6
获利能力					
毛利率(%)	40.8	41.3	41.8	41.8	42.1
净利率(%)	18.9	18.0	19.9	19.4	19.6
ROE(%)	13.7	9.9	11.4	11.0	11.9
ROIC(%)	13.1	9.5	11.0	10.5	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	26.6	18.6	7.5	6.5	6.2
净负债比率(%)	-6.7	-27.1	-39.5	-49.7	-39.6
流动比率	2.3	3.8	9.8	11.7	12.1
速动比率	1.8	3.3	7.8	9.6	9.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.0	1.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.3	4.4	10.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	1.07	1.39	1.51	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.36	2.88	2.61	0.56
每股净资产(最新摊薄)	7.47	10.83	12.22	13.72	15.57
估值比率					
P/E	30.5	29.3	22.5	20.8	17.0
P/B	4.2	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	20.4	18.5	13.8	11.6	9.8

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

25 / 27

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R4（中高风险），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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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	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	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 6~12 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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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