

订单旺盛构建基本盘，数智转型拓宽天花板

——运机集团公司首次覆盖报告

买入|首次评级

报告要点:

● 公司简介：输送机行业领先企业，力拓全球市场

运机集团是中国物料输送系统解决方案的供应商，主要从事以带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备的研发、设计、生产和销售。公司主要产品包括通用带式输送机、管状带式输送机、水平转弯带式输送机、逆止装置、驱动装置等。产品涉及电力、钢铁、煤炭、交通、化工、冶金、石油、建材等领域，并出口东南亚、非洲、澳洲、美洲等地区，现已成为国内散料输送机械设计制造方面的领军者之一。2024年Q1-3公司分别实现营收/净利润8.68/0.84亿元，同比分别增长35.22%/20.56%。

● 行业概况：输送机行业繁荣，下游行业需求旺盛

伴随国家政策的支持和下游需求的增长，中国带式输送机械行业市场规模预计从2019年的224亿元增加到2023年的286亿元。从参与者来看，据中国重型机械工业年鉴，前五大玩家2022年合计营收约51亿元，利润率均在10%以内，海外营收增长空间广阔。伴随建材、电力、港口等生产运输过程中高度依赖输送机行业的平稳增长以及对环保和运输效率的要求日益提高，输送机市场有望进一步增长。

● 公司亮点：数智化转型降本增效，海外市场景气旺盛

技术层面，公司持续加码研发，投入持续增长，引进日本、美国等国际先进技术的同时积极与国内高校合作获得专项资金支持，产品技术达到了国内先进水平。订单层面，截止24Q1公司在手订单达24亿元，此外伴随海外订单（2024年9月签署西芒杜项目）落地，公司在手订单屡创新高时也有望迎来整体盈利能力的增长；产能方面，随公司募投项目落地以及数字孪生智能输送机生产项目的逐步投产，公司有望从上市以来的9万平米产能快速扩张，满足下游旺盛需求。华为合作方面，公司与华为合作推荐数智化建设，在研发、产品智能化、数字化转型、降本增效等多个层面进行合作，子公司华运智远于2024年底已签订西部水泥订单，后续天花板持续抬升。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内散料输送机械设计、制造和安装领军企业之一，伴随公司产能扩张叠加海外订单持续交付，营收及盈利能力均有望进入上行通道。我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入14.17/20.50/27.29亿元，同比分别增长34.51%/44.70%/33.08%，实现归母净利润1.62/2.39/3.51亿元，同比分别增长58.13%/48.04%/46.78%，对应EPS分别为0.95/1.41/2.07元/股，当前股价对应PE为33.17/22.40/15.26倍。考虑到公司订单充足保障业绩平稳增长的同时有一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

全球宏观经济波动风险；技术创新与迭代风险；下游需求不及预期风险；账款回收不及预期风险。

附表：盈利预测

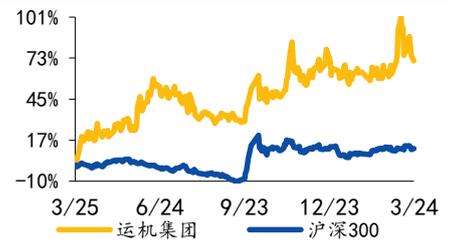
财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	914.48	1053.46	1417.01	2050.38	2728.55
收入同比(%)	16.06	15.20	34.51	44.70	33.08
归母净利润(百万元)	86.26	102.29	161.75	239.45	351.46
归母净利润同比(%)	1.13	18.58	58.13	48.04	46.78
ROE(%)	4.70	4.93	7.76	10.39	13.32
每股收益(元)	0.51	0.60	0.95	1.41	2.07
市盈率(P/E)	62.19	52.45	33.17	22.40	15.26

资料来源：iFinD, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元):	37.17 / 18.72
A股流通股(百万股):	79.85
A股总股本(百万股):	169.39
流通市值(百万元):	2684.40
总市值(百万元):	5695.00

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	龚斯闻
执业证书编号	S0020522110002
电话	021-51097188
邮箱	gongsiwen@gyzq.com.cn
分析师	冯健然
执业证书编号	S0020524090002
电话	021-51097188
邮箱	fengjianran@gyzq.com.cn

目 录

1.运机集团：输送机行业领先企业，力拓全球市场.....	4
1.1 公司概况：散料输送解决方案商，产品广布海内外市场.....	4
1.2 财务分析：营业收入稳定增长，盈利能力边际修复.....	6
1.3 产品品类：输送机设备整机为主要业务，两项业务均持续增长.....	8
1.4 股权激励目标三年净利润复合增长不低于 50%，彰显公司长期信心.....	9
2.行业概况：输送机行业繁荣，下游行业需求旺盛.....	10
2.1 行业概况：我国输送设备工业发展迅速，出口市场呈扩大趋势.....	10
2.2 输送机械的下游产业呈现扩张趋势，利好输送机械市场的扩大繁荣.....	11
3.公司亮点：数智化转型降本增效，海外市场景气旺盛.....	14
3.1 加码研发投入，持续完善产品力.....	14
3.2 公司在手订单旺盛，伴随产能快速扩张有望持续放量.....	16
3.3 与华为合作推进数智化建设，提升生产力，促进降本增效.....	17
3.4 成立海外子孙公司，进一步开拓国际市场.....	18
4.盈利预测及投资建议.....	20
5.风险提示.....	21

图表目录

图 1：运机集团发展历程.....	5
图 2：运机集团股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	5
图 3：公司营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）.....	7
图 4：公司三费占营收比例情况.....	7
图 5：公司毛利率及归母净利率情况.....	7
图 6：公司应收款项比例变化.....	8
图 7：公司经营活动产生的现金流净额（亿元）.....	8
图 8：营业收入按产品品类拆分（单位：亿元，%）.....	8
图 9：2023 年公司各业务毛利润及占比情况（亿元）.....	9
图 10：公司不同产品毛利率情况.....	9
图 11：中国连续搬运设备进出口总额.....	10
图 12：中国带式输送机械行业市场规模.....	10
图 13：2022 年带式输送机前五企业产品生产情况（万元）.....	11
图 14：输送机行业产业链情况.....	11
图 15：2024 年 1-10 月中国不同电力类型发电占比（万千瓦）.....	12
图 16：2018-2023 全社会用电量（亿千瓦时）.....	12
图 17：2018-2023 建筑业总产值（万亿元）.....	13
图 18：2018-2023 全国钢材产量（亿吨）.....	13
图 19：2018-2023 全国原煤产量（亿吨）.....	14
图 20：2018-2023 全国港口货物吞吐量（亿吨）.....	14
图 21：公司研发支出及研发费率情况.....	14

图 22: 公司研发人员数量及占总员工比例 (人, %)	14
图 23: 输送机设备生产量及产能利用率	16
图 24: 输送机设备销售量及产销率	16
图 25: 公司年新增订单情况	17
图 26: 运机集团与华为正式签署全面合作协议	18
图 27: 运机集团、华运智远与华为成立联创中心	18
图 28: 基于华为矿鸿的智能矿山建设整体技术架构	18
图 29: 华为智慧矿山皮带智能监测架构图	18
图 30: 公司海外营业收入占比	19
图 31: 公司销售网络图	20
图 32: 公司全球运营布局情况	20
表 1: 公司主要业务及产品简介	4
表 2: 公司高管情况简介 (截止 2024Q3)	6
表 3: 股权激励计划考核目标	9
表 4: 公司主要产品及其用途	15
表 5: 公司分业务收入及毛利预测 (单位: 百万元)	20
表 6: 公司盈利预测	21
表 7: 可比公司估值情况	21

1. 运机集团：输送机行业领先企业，力拓全球市场

1.1 公司概况：散料输送解决方案商，产品广布海内外市场

致力于提供可靠、稳定的散料输送解决方案，成为国内散料输送机械设计制造方面的领军者之一。运机集团是中国物料输送系统解决方案的供应商，主要从事以带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备的研发、设计、生产和销售。公司主要产品包括通用带式输送机、管状带式输送机、水平转弯带式输送机、逆止装置、驱动装置等。致力于提供可靠、稳定的散料输送解决方案，构建了完善的散料输送设备制造体系以及科学合理的产品链，产品涉及电力、钢铁、煤炭、交通、水利、化工、冶金、石油、建材等领域，并出口印度、尼日利亚、塞内加尔、巴基斯坦、印尼、老挝、越南、马来西亚、美国、马里、缅甸等国家；现已成为国内散料输送机械设计制造方面的领军者之一。

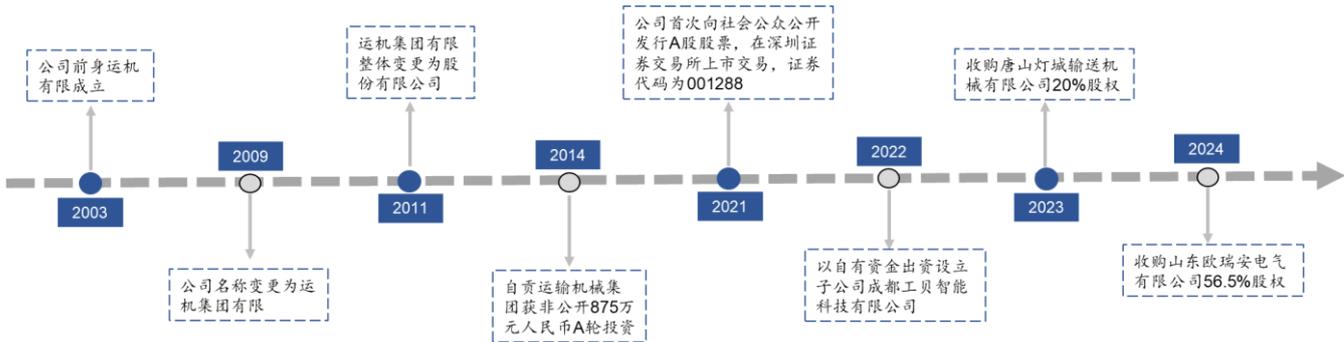
表 1：公司主要业务及产品简介

产品	产品功能和市场	代表性案例项目
通用带式输送机及配套	公司设计、制造的通用带式输送机带宽范围为 0.5 米到 2.4 米，卸系统额定生产能力为 6,400t/h，设计输送量 7,000 万吨/年。	①西芒杜铁矿配套马瑞巴亚港口项目：总长度约为 16km，输送物料为铁矿石。装机容量为 0.5 米到 2.4 米，卸系统额定生产能力为 6,400t/h，设计输送量 7,000 万吨/年。
管状带式输送机及配套	适用输送各种散状物料以及成件	②印度尼西亚塔里阿布岛选矿系统项目：项目输送机型号为 DTII，共 34 条通用物料，广泛运用于冶金、煤炭、港带式输送机，设备带宽 500mm 至 1,400mm，最长的一条设备长度为 1.24 公里，口、仓储等行业。输送物料为铁矿石，输送量达 2,000 吨/小时。
水平转弯带式输送机及配套	在通用带式输送机基础上发展起来的，通过 4-8 只托辊组成的多边形，将输送带强制裹成圆管状截面，输送散状物料。运用在多个国内、国外高难度、长距离、越野式安全环保的物料输送工程。	①印尼德龙 DG550 长距离管状带式输送机项目：输送物料为镍土矿和煤炭，运量镍土 4,000t/h，煤炭 2,000t/h。输送机系统全长 10,246m。 ②重庆市九龙万博铝土矿输送项目：整个输送系统采用 4 条管状带式输送机和 13 条普通带式输送机。全年运量超 1,000 万湿吨矿石。 ③缅甸达贡山镍矿石输送项目：项目于采用的输送机型号为 DG，管径 300mm，设备长度为 1.82 公里，输送物料为镍矿石，输送量为 500 吨/小时，下运高度为 445 米。
其他输送机	公司生产的其他输送机包含移置式带式输送机、伸缩式带式输送机、大倾角带式输送机、斗式提升机、螺旋输送机。这类输送机是鹤庆北衙矿业有限公司尾矿处理系统项目：项目主要采用的是公司设计、制造的大根据输送环境的变化、时间和空型移置式带式输送机，该设备型号为 DTII，带宽为 1,800mm，设备单机长度 2.43 间上的约束限制以及物料特殊属公里，带速 5.6 米/秒，输送量可达到 9,600 吨/小时。	①陕西富平生态水泥有限公司项目：项目采用的输送机型号为 QX，带度 1,200mm，能够方面具有特殊的结构和设计，设备长度为 4.12 公里，输送物料为石灰石，输送量为 1,800 吨/小时。 ②尼日利亚 Obajana 水泥厂项目：项目采用的输送机型号为 QX，带度 1,000mm，能够实现输送机水平转弯，适用于长距离输送散状物料。设备单机长度为 10.07 公里，输送物料为石灰石，输送量为 1,800 吨/小时。
备件及其他	性要求，在通用带式输送机及功能扩展的基础上衍生出来的专用型输送机。	

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

输送机械领军企业，产品涉及领域广，远销世界各地。公司创建于2003年9月，系收购四川省自贡运输机械总厂而新组建的股份企业集团，是中国散料输送机械设计、制造和安装领军企业之一。公司于2021年11月1日在深交所主板正式挂牌上市（股票代码001288）。2024年7月，运机集团澳大利亚孙公司购买了威利有限目标公司100%的股权以及相关知识产权；10月收购了山东欧瑞安电气有限公司56.5%的股权。

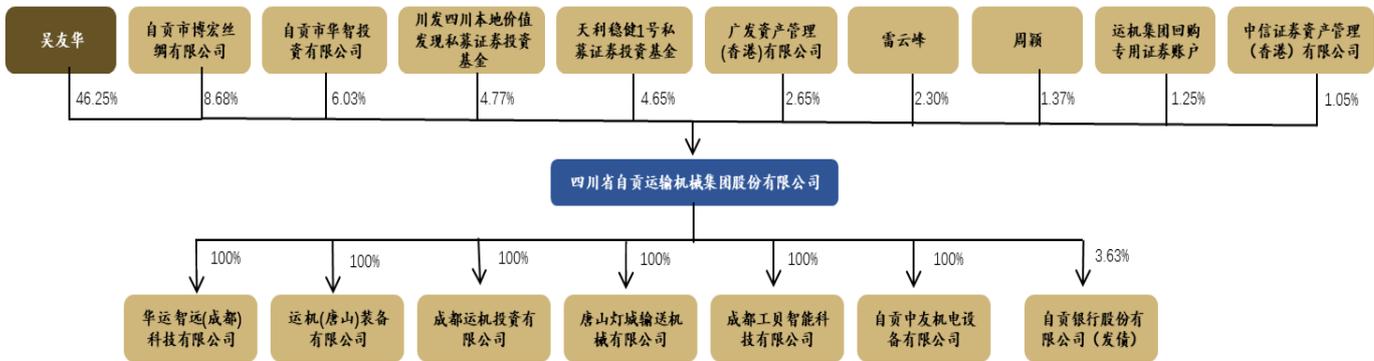
图 1：运机集团发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

实控人为公司创始人兼董事长，管理层团队结构稳定。本公司控股股东为董事长吴友华，实际控制人为吴友华、曾玉仙夫妇，截止2024年9月30日，吴友华直接持股46.25%。前五大股东共计持股70.38%。前十大股东共计持股78.91%。

图 2：运机集团股权结构图（截至2024年9月30日）



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

表 2：公司高管情况简介（截止 2024Q3）

姓名	职务	性别	国籍	学历	年龄	简介
吴正华	总经理	男	中国	大专	52	历任自贡纺织股份有限公司热车间锅炉技术员、专工，四川省自贡运输机械有限公司销售员、项目经理，四川省自贡运输机械集团有限公司销售员、项目经理，四川省自贡运输机械集团股份有限公司销售员、项目经理，北京市源联贡运输机械有限公司（已注销）执行董事、法定代表人，四川省自贡运输机械集团股份有限公司西安办事处主任、市场部部长、总经理助理。现任四川省自贡运输机械集团股份有限公司董事兼总经理。
许俊杰	常务副总经理	男	中国	本科	39	曾先后担任索尔思光电（成都）有限公司采购经理、华为技术有限公司高级采购经理、四川川润液压润滑设备有限公司副总经理兼生产总监、四川川润物联科技有限公司总经理。现任四川省自贡运输机械集团股份有限公司常务副总经理、董事。
何洋洋	副总经理，总工程师	男	中国	硕士	40	历任四川省自贡运输机械集团有限公司技术部技术员，四川省自贡运输机械集团股份有限公司技术部技术员、研发部副部长、研发部部长，现任四川省自贡运输机械集团股份有限公司研发总监、副总经理、总工程师。
刘顺清	副总经理	男	中国	中专	56	历任四川省自贡运输机械总厂技协副主任；四川省自贡运输机械有限公司销售员，四川省自贡运输机械集团有限公司市场部销售员、市场部副部长，四川省自贡运输机械集团股份有限公司市场部副部长、总经理助理、副总经理。现任四川省自贡运输机械集团股份有限公司副总经理。
张景龙	副总经理	男	中国	硕士	45	青岛大学管理学学士、复旦大学法律硕士。历任上海浦东国有资产投资管理有限公司综合文秘兼法务主管，中国诚通资产管理有限公司资产经营中心高级经理、副总经理、总经理，沈阳机床股份有限公司董事会秘书，东旭光电科技股份有限公司总经理助理兼证券部部长、东旭科技集团有限公司董事总经理，唐山中陶家居股份有限公司副总经理、董事会秘书，四川省自贡运输机械集团股份有限公司投资总监。现任四川省自贡运输机械集团股份有限公司副总经理。
罗陆平	副总经理，董事会秘书	男	中国	硕士	53	历任自贡市工业泵厂子公司财务负责人，自贡市工业泵股份有限公司子公司财务负责人，四川省自贡工业泵有限责任公司子公司财务负责人，四川省自贡运输机械有限公司审计员、审计部副部长，四川省自贡运输机械集团有限公司审计部经理，四川省自贡运输机械集团股份有限公司董事会秘书、副总经理兼董事会秘书、财务副总监、财务总监。现任四川省自贡运输机械集团有限公司副总经理、董事会秘书。
邓继红	副总经理	男	中国	大专	59	历任四川省自贡运输机械总厂机修车间副主任、金工车间技术副主任、金工车间主任，四川省自贡运输机械有限公司金工车间主任、生产部部长，四川省自贡运输机械集团有限公司生产部部长，四川省自贡运输机械集团股份有限公司生产部部长、采购部部长、总经理助理。现任四川省自贡运输机械集团股份有限公司副总经理。
李建辉	财务总监	男	中国	本科	46	历任腾冲县经纬矿业有限公司财务经理，云南德福投资有限公司财务总监，汉龙莱科环境工程有限公司财务总监，四川蓝光嘉宝集团有限公司财务副总监，四川新筑智能工程装备制造有限公司副总经理，成都市新筑路桥机械股份有限公司财务管理部部长、经营管理部部长、轨道交通事业部财务总监等职，四川省自贡运输机械集团股份有限公司财务副总监。现任四川省自贡运输机械集团股份有限公司财务总监。

资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

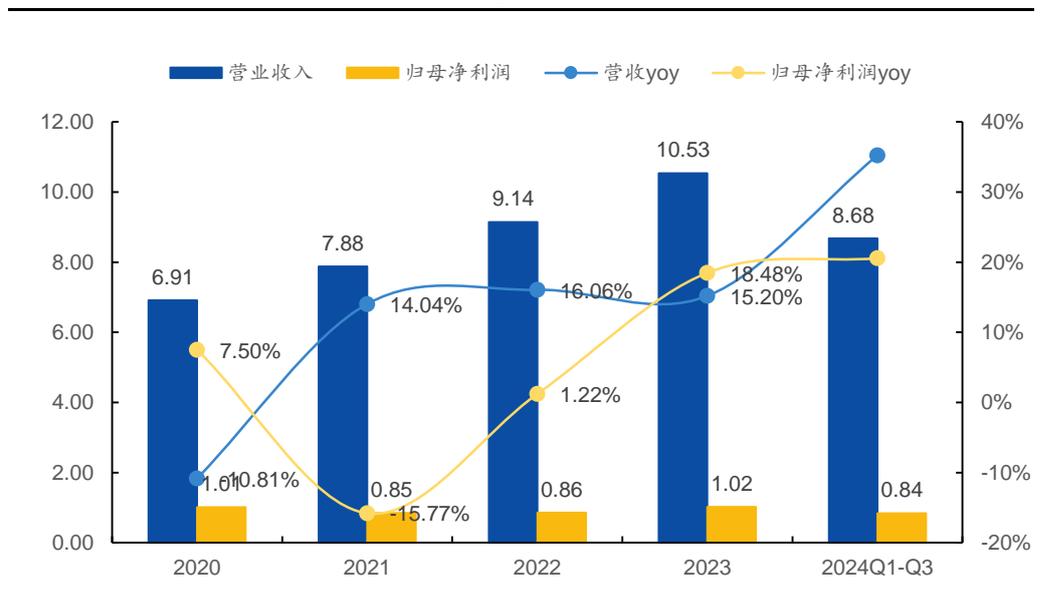
1.2 财务分析：营业收入稳定增长，盈利能力边际修复

收入规模稳定增长，2024 前三季度营收同比实现高增。2020-2023 年，国内外形势发生巨大变化，经济环境错综复杂，公司在战略上谋求新的增长点，把握“一带一路”

政策机遇，致力于向多个国家和地区出口先进、高效及节能环保的输送机械设备，逐步完善全球产业链布局，实现营业收入稳步增长。期间内，公司营业收入从 6.91 亿元增至 10.53 亿元，对应 CAGR 为 15.1%；2024 年前三季度公司实现营收 8.68 亿元，同比增长 35.22%。利润端来看，2024 前三季度公司归母净利润为 0.84 亿元，同比增长 20.56%。

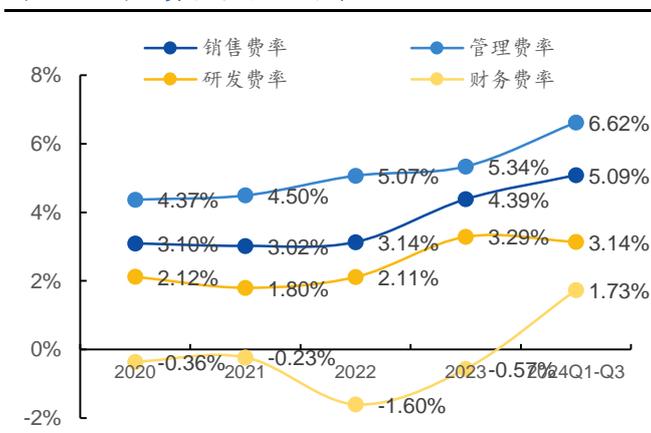
费用端投入持续增长，归母净利率微降。从费用率来看，公司销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别从 2020 年的 3.10%/4.37%/2.12%/-0.36% 变动至 2024 前三季度的 5.09%/6.62%/3.14%/1.73%，分别上升 1.99/2.25/1.02/2.09pct。从盈利能力来看，公司毛利率/归母净利率分别从 2020 年的 31.09%/14.66% 下滑至 2024 前三季度的 30.93%/9.71%，分别下降 0.16/4.95pct。

图 3：公司营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）



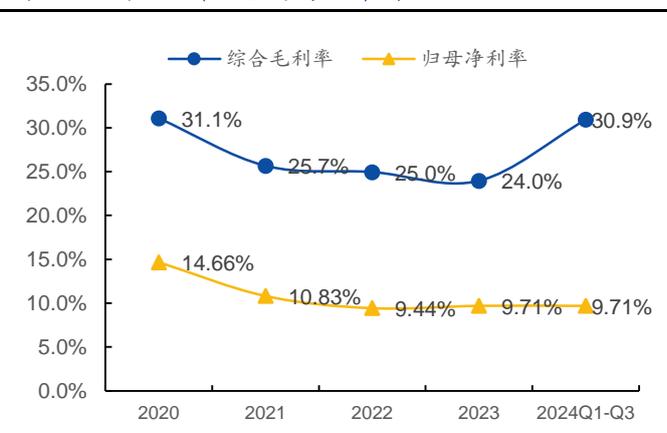
资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

图 4：公司三费占营收比例情况



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

图 5：公司毛利率及归母净利率情况

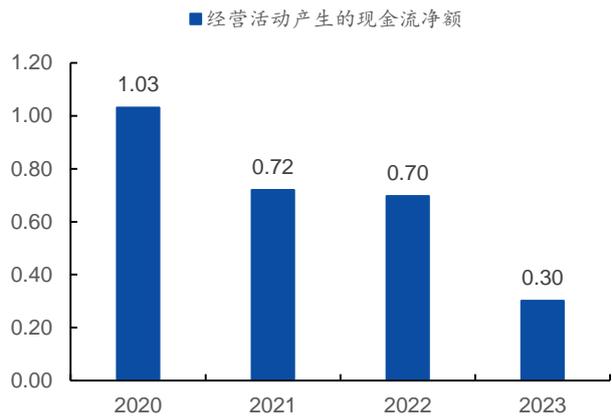
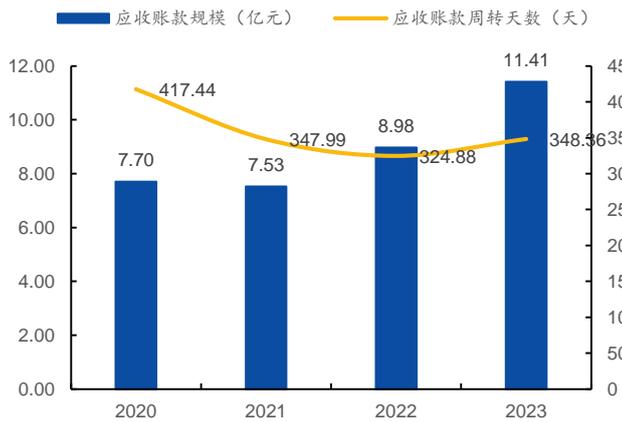


资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

公司应收账款规模总体增加，经营活动产生的现金流净额持续减少。公司应收账款规模近三年持续增长，从2021年的7.53亿元增加至2023年的11.41亿元，主要系随销售规模增长相应增长所致，现金流方面，最近四年公司经营活动产生的现金流净额持续下降，从2020年的1.03亿元降低至2023年的0.30亿元，主要系支付给职工的工资、购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。应收账款周转天数在300天以上，总体呈降低趋势。

图6：公司应收款项比例变化

图7：公司经营活动产生的现金流净额（亿元）



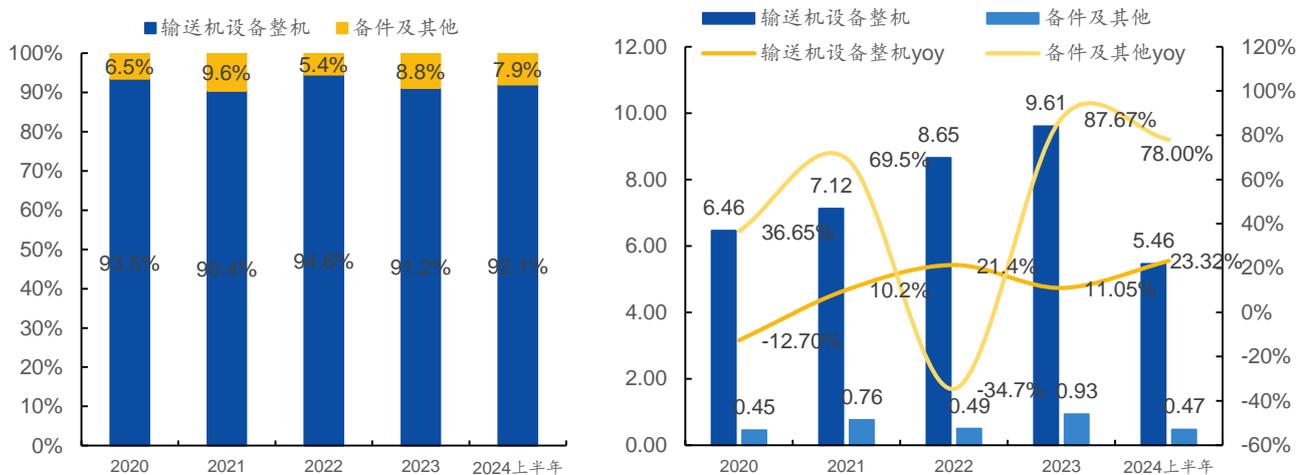
资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

1.3 产品品类：输送机设备整机为主要业务，两项业务均持续增长

输送机设备整机为主要业务，两项业务均持续提升。公司的营收以输送机设备整机为主，其占公司营收中的份额在90%以上。输送机设备整机/备件及其他营业收入分别从2020年的6.46/0.45变动至2023年的9.61/0.93亿元，CAGR分别为14.13%/27.61%，2023年分别占总营收的91.2%/8.8%。

图8：营业收入按产品品类拆分（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

输送机设备整机利率波动较平稳，备件及其他利率波动较大。2023 年输送机设备整机/备件及其他毛利润分别为 2.20/0.33 亿元，占比分别为 87.08%/12.92%。盈利能力来看，输送机设备整机/备件及其他毛利率分别从 2020 年的 31.7%/22.4%变为 2024 年上半年的 31.3%/25.1%，分别变动-0.35/+2.75pct。

图 9：2023 年公司各业务毛利润及占比情况（亿元）

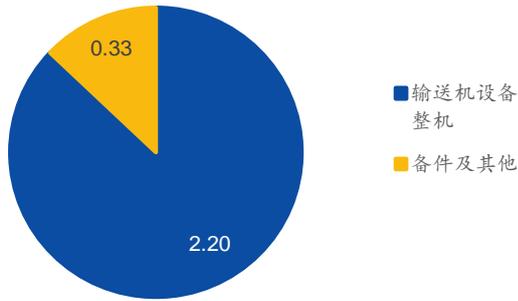
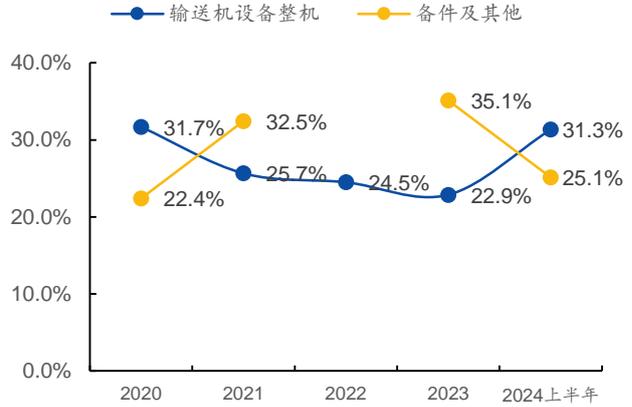


图 10：公司不同产品毛利率情况



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

1.4 股权激励目标三年净利润复合增长不低于 50%，彰显公司长期信心

公司发布股权激励计划，高增长目标彰显信心。2024 年 5 月 8 日，公司发布《关于向 2024 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告》，并于当天向公司 9 名董事高管和 98 名中层管理人员及核心骨干共 107 名激励对象授予 236.50 万股限制性股票。限制性股票的解除限售时间和条件为：2024-2026 连续三年公司净利润复合增长率不低于 50%。此股权激励计划有助于公司凝聚意志、高效发展，能充分调动公司管理层及核心员工的积极性和创造性，实现公司、激励对象和投资者等各方的共赢。

表 3：股权激励计划考核目标

解除限售安排	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	以公司 2023 年净利润（1.02 亿元）为基数，2024 年净利润增长率不低于 50%。	40%
第二个解除限售期	以公司 2023 年净利润（1.02 亿元）为基数，2024-2025 年两年净利润累计值增长率不低于 275%。	30%
第三个解除限售期	以公司 2023 年净利润（1.02 亿元）为基数，2024-2026 年三年净利润累计值增长率不低于 612.5%。	30%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

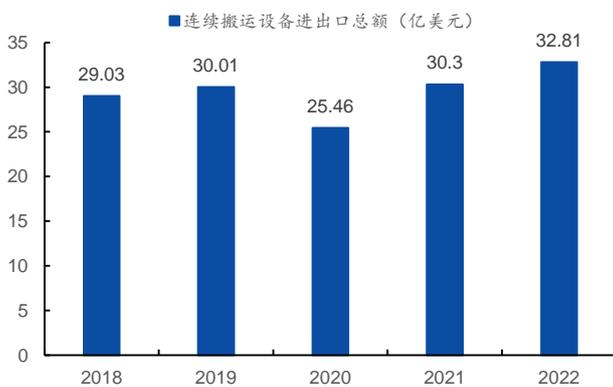
2.行业概况：输送机行业繁荣，下游行业需求旺盛

2.1 行业概况：我国输送设备工业发展迅速，出口市场呈扩大趋势

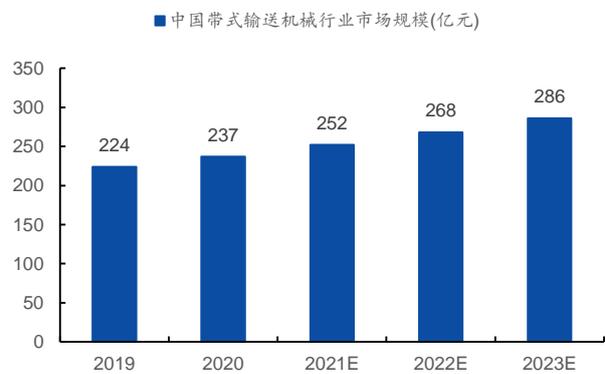
我国输送设备工业发展迅速，输送机械市场规模持续上升，预计 2023 年我国带式输送机行业达 286 亿元。我国输送机械发展起步于二十世纪六七十年代，迄今已有几十年的历史。经济全球化、企业生产专业化和信息网络技术化给输送机械零部件制造商带来了良好机遇。随着国产化技术水平的提高、先进机械制造设备和加工工艺的引进，我国输送设备工业在近 20 年间发展迅速。近年来我国连续搬运设备进出口总额总体呈上升趋势，受疫情影响，2020 年有所下降，但 2020 年之后恢复上升趋势，并至 2022 年连续三年进出口总额持续上升。此外，伴随国家政策的支持和市场需求的不断增长，输送机械行业的市场规模不断扩大，预计从 2019 年的 224 亿元增加到 2023 年的 286 亿元，复合增长率为 6.30%。

图 11：中国连续搬运设备进出口总额

图 12：中国带式输送机械行业市场规模



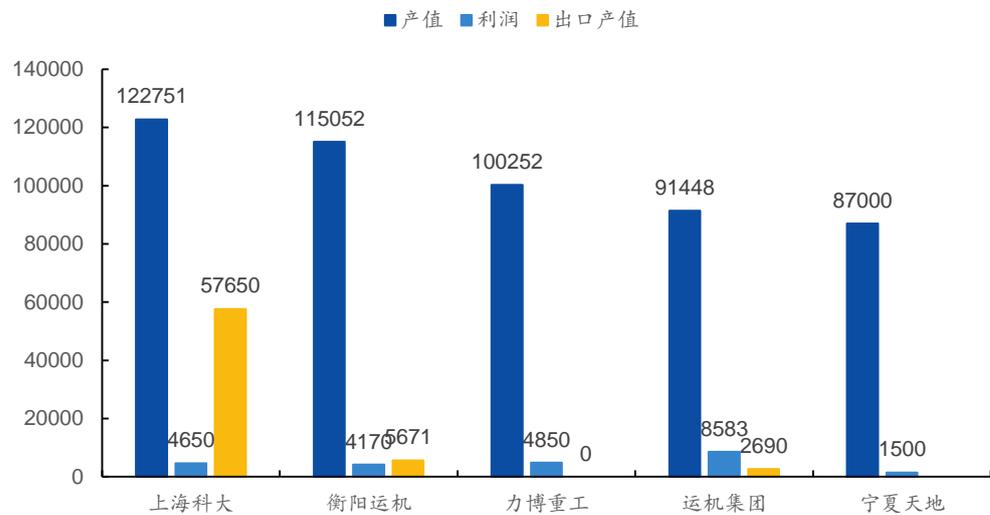
资料来源：中国重型机械工业年鉴，国元证券研究所



资料来源：中国重机协会统计简报，国元证券研究所

2022 年中国前五大带式输送机械产值合计营收约 51 亿元，利润率均处 10% 以内，出口空间广阔。2022 年中国带式输送机械产量前五的企业分别为：上海科大、衡阳运机、力博重工、运机集团、宁夏天地，其中运机集团的产值位居第四，与前三名差距不大，利润位居第一，具备较强的盈利能力，从出口占比来看，除上海科大以外，带式运输机企业出口产值占比均较低具有较广阔的海外市场前景。

图 13：2022 年带式输送机前五企业产品生产情况（万元）



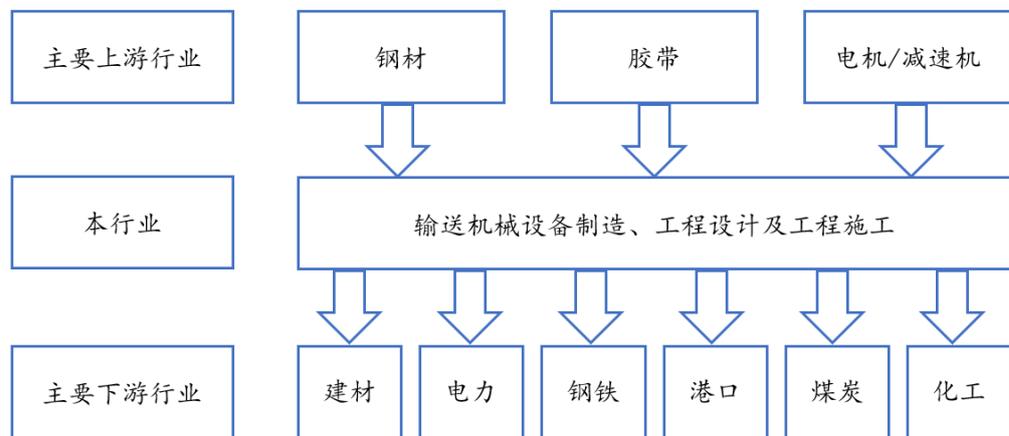
资料来源：中国重型机械工业年鉴，国元证券研究所

注：运机集团数据依照实际披露财务数据；其余企业数据均来源于中国重型机械工业年鉴

2.2 输送机械的下游产业呈现扩张趋势，利好输送机械市场的扩大繁荣

输送机械行业的上游为机械设备的生产原材料，下游为运力需求行业。输送机械制造行业的上游主要为钢材、胶带以及电机和减速机等原材料和关键零部件，这些是制造输送机械不可或缺的原材料；下游行业包括建材、电力、钢铁、港口、煤炭和化工等领域，它们的发展状况和生产建设规模直接关系到输送机械制造行业的需求和市场前景。上游原材料供应的稳定性和成本决定着输送机械制造的产量规模和生产成本，下游行业的需求变动则决定着输送机械制造行业的市场规模和发展方向。

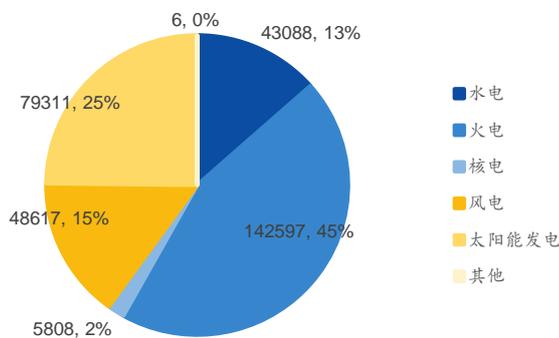
图 14：输送机械行业产业链情况



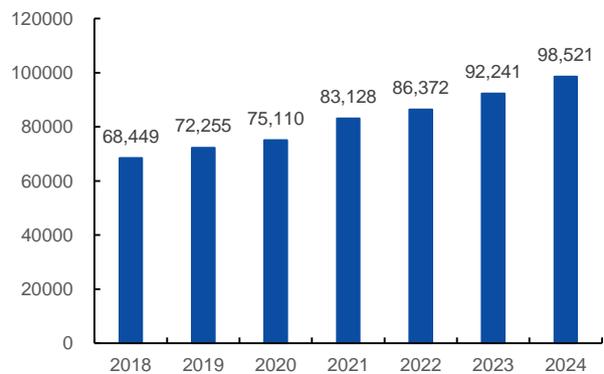
资料来源：公司招股书，国元证券研究所

输送机在电力行业既能提升效率，也能降低污染。近年来全社会用电量持续稳定增加，2024 年达到 98521 亿千瓦时，同比增加 6.8%，整体保持持续增长态势，同时火力发电是最主要的发电方式。在火力发电过程中，物料的搬运高度依赖输送机械，火电厂燃煤输送主要通过输煤皮带机来完成，从储煤场到煤粉仓，每一部分都少不了皮带输送机。将管状带式输送机系统应用于水电站砂石料输送，可以解决输送线水平转弯和隧道内粉尘污染的问题，因此将输送机械应用于电力行业，不仅可以有效降低环境污染，解决材料搬运耗资巨大问题，还提高电力企业的生产效率、降低运营成本，具备良好的经济效益和社会效益。近年来，我国的电力行业发展迅速，发电量总体处于增长状态，将会进一步增加对输送机械的需求。

图 15: 2024 年 1-10 月中国不同电力类型发电占比(万千瓦) 图 16: 2018-2024 全社会用电量(亿千瓦时)



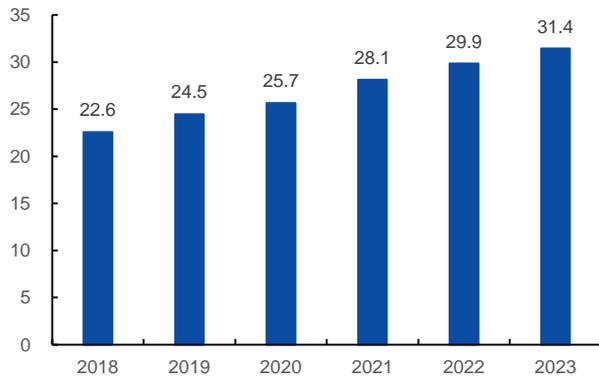
资料来源: 国家统计局, iFinD, 国元证券研究所



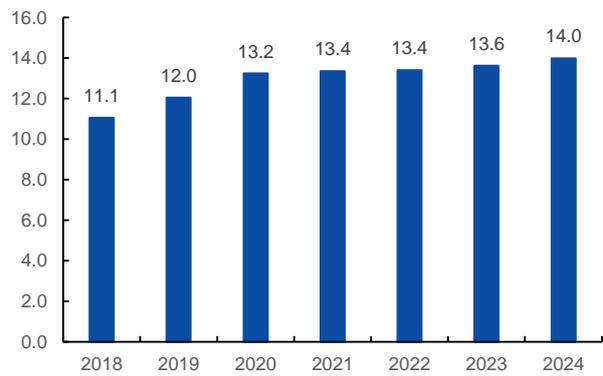
资料来源: 国家统计局, iFinD, 国元证券研究所

下游建材行业稳步扩张和智能化转型将带动输送机行业的发展。2018-2023 年，我国建筑业总产值连年增加，2023 年增长率为 5.3%，建筑业的发展离不开建材产能的支持，因此建筑业总体规模呈扩大趋势，利好输送机械的发展。下游水泥运输行业正处在数字智能化转型阶段，其会倒逼上游输送机械设备的智能化发展。技术变革会引领上游输送机械装备朝绿色环保、经济高效方向发展，带动上游产业的发展。输送机械在水泥行业的应用仍会进一步扩大。

钢铁行业环保减排将增加对输送机的需求。全国钢材产量稳中增长，2020 年以来增长速度放缓，但仍在增加。2019 年国家出台规定，要求在钢铁行业，石灰、除尘灰、脱硫灰、粉煤灰等粉状物料，应采用管状带式输送机、气力输送设备、罐车等方式密闭输送。进出钢铁企业的铁精矿、煤炭、焦炭等大宗物料和产品采用铁路、水路、管道或管状带式输送机等清洁方式运输比例不低于 80%。钢材行业的节能减排和物料绿色环保运输方式的变革会进一步带动上游行业的发展。

图 17：2018-2023 建筑业总产值（万亿元）


资料来源：国家统计局，iFinD，国元证券研究所

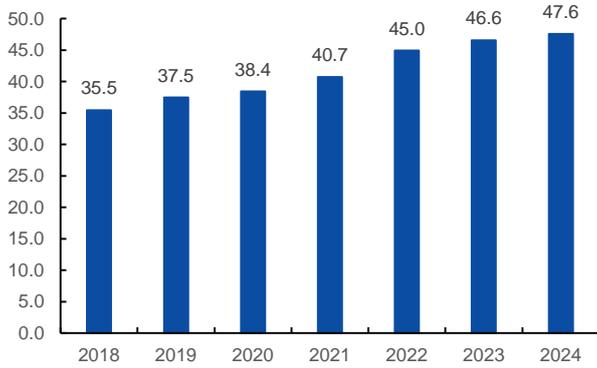
图 18：2018-2024 全国钢材产量（亿吨）


资料来源：国家统计局，iFinD，国元证券研究所

下游煤炭行业产能扩大和环保要求提高都将进一步增加对输送机械的需求。2018-2024 年，全国原煤产量逐年增加，煤炭的开采运输高度依赖运输机，同时煤炭是火力发电的重要原材料，原煤产量和发电量同时增加意味着煤炭市场的景气，利好输送机械的发展。我国不断加大环保力度，在煤炭开采过程中，“绿色开采+清洁利用+生态治理”的发展之路成为煤炭工业的首选，煤炭行业的绿色转型为新型输送机提供了市场发展空间，建设煤炭皮带输送走廊后，原煤在密封环境下运输，既节能环保，又高效快捷。同时由于针对于中短距离的物料运输，输送机械设备优势明显，近年来多地政府如河北省、天津市等出台了禁止煤炭集港汽车运输的文件，对汽运煤的限制也有利于提升输送设备行业的市场空间。

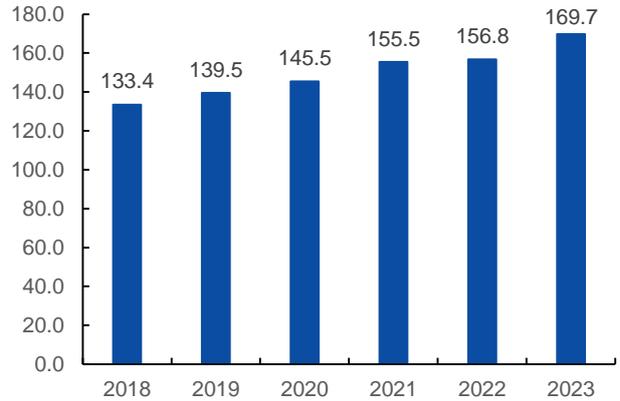
带式输送机的特点契合港口运输的需求，是港口发展不可或缺的部分。2018-2023 年，全国港口货物吞吐量在逐渐增加，2022 年增速有所放缓，但 2023 年又快速反弹，增长率达到 8.2%，现在中国的港口货物吞吐量已是全球第一，我国港口的快速发展需要大幅度的提高港口输送机械的技术水平，形成大规模、快速运行、精密化、自动化的港口设施，港口机械设备的使用效率将直接影响其装卸处理能力和企业的经济效益。带式输送机具有运量大、效率高、运输距离长等特点，十分符合港口对运输的需求。伴随“一带一路”战略的有效推进，港口作为连接海陆丝绸之路的重要纽带，预计未来沿海港口将进入平稳发展阶段。由此可见，未来港口对输送机械设备的需求也将保持平稳增长。

图 19：2018-2024 全国原煤产量（亿吨）



资料来源：国家统计局，iFinD，国元证券研究所

图 20：2018-2023 全国港口货物吞吐量（亿吨）



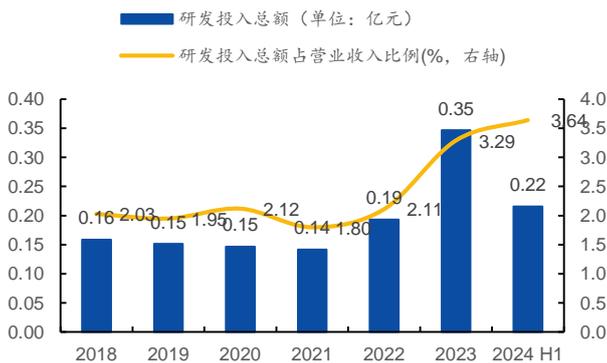
资料来源：国家统计局，iFinD，国元证券研究所

3. 公司亮点：数智化转型降本增效，海外市场景气旺盛

3.1 加码研发投入，持续完善产品力

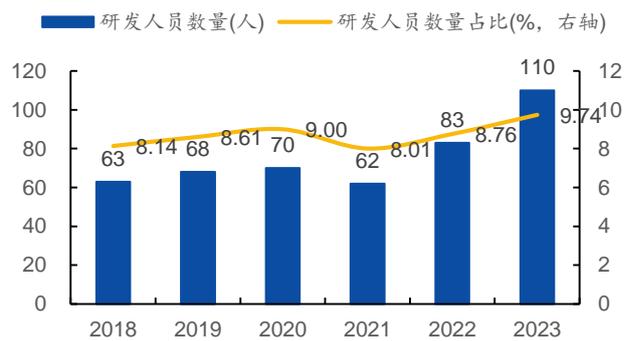
公司研发投入快速增加，助力产品创新发展，带来更高效益增长。2021-2023 年，公司研发投入金额和研发人员数量均增长显著，研发投入总额从 0.14 亿元增加到 0.35 亿元，CAGR 为 56.41%，研发人员从 62 人增加到 110 人，CAGR 为 33.20%，公司在研发方面的人力物力投入快速增加使公司在巩固已有的技术地位和研发实力基础上进一步创新，将使产品占领更多多元化、未来化市场，为公司带来更多增长极。

图 21：公司研发支出及研发费率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 22：公司研发人员数量及占总员工比例（人，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司输送机产品种类丰富。公司先后完成 DG 型管状带式输送机、QXB 型水平转弯带式输送机、DT II (A) 型通用带式输送机、DJ 型波状挡边带式输送机等带式输送机的设计、研发与制造，构成了满足电力、冶金、建材、煤炭、钢铁、矿山、港口等行业需求的全方位输送机械系统。

表 4：公司主要产品及其用途

主要产品	用途	产品展示
通用带式输送机	公司主要产品之一，百公里内相较传统汽车、火车运输更具有经济效益和环保效益。广泛应用在建材、水泥、电力、钢铁、矿山、港口、化工、冶金、交通等行业的散料输送。	
管状带式输送机	公司主要产品之一，具有密闭、安全、环保等特性，广泛应用在建材、水泥、电力、钢铁、矿山、港口、化工、冶金、交通等行业的散料输送，特别适用于环保要求高、地形变化大、运距长的物料输送系统。	
水平转弯带式输送机	公司主要产品之一，具有环保、节能优点，适应长距离多复杂地形；能方便地实行程序化控制和自动化操作；适用于运距长、运量大、线路多变的大规模物料输送系统。	
U 型带式输送机	环保、节能、适应小转弯半径的复杂地形；能方便地实行程序化控制和自动化操作；适用于运距长、运量大、线路多变的大规模物料输送系统。	
移置式带式输送机	适用于露天排土系统、剥离系统或地形沉降较大的环境。	
波状挡边输送机	使用范围比较广泛，主要应用在竖井、煤矿、地铁、自卸船、连续卸船机、粮食、冶金、化工、水泥等领域，特别是工艺条件受限制，需要短距离、大提升的场合。	
输送机巡检车	利用巡检车代替人行廊道，检修人员可以乘坐巡检车对输送机进行维护，提高了生产效率，降低了劳动强度。并且取消了常规的走道布置，节约了用户的投资成本。特别是在长距离（长度大于 1,000 米）的输送机上使用，优势明显。	
逆止器	适用于倾斜带式输送机，避免有载停车时发生逆转。	
轴装式减速器	ZJ 型轴装式减速机空心输出轴直接套装在被驱动的轴伸上，用涨圈式无键联接或键联接与驱动轴牢固地连成一体。用一个可调联接拉杆把减速机固定在主机轴座上。可调式拉杆调节三角带的张紧同时，使减速机更加平稳。	
外装式电动滚筒	用于 45KW 以下小功率带式输送机的驱动，占地空间小。	
带式输送机配件	对输送机上的损坏部分进行更换，或者按用户需求定制生产。	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

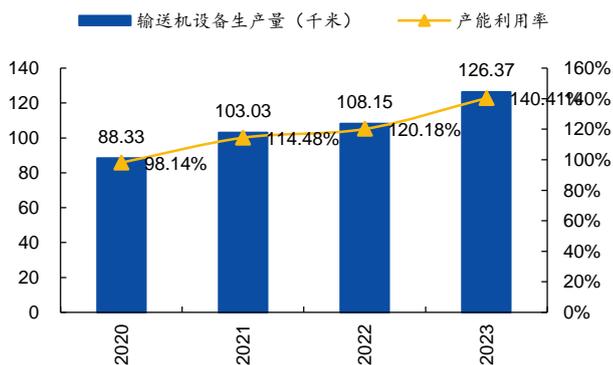
公司是输送机行业多项国标起草单位，在行业内拥有牢固的技术地位。公司的带式输送机产品在国内处于优势地位，是中华人民共和国国家标准 GB/T10595-2017《带式输送机》和 GB/T36698-2018《带式输送机设计计算方法》的参加起草单位之一，是中华人民共和国机械行业标准 JB/T 7337-2010《轴装式减速器》的起草单位、JB/T

9015-2011《带式输送机用逆止器》的负责起草单位、JB/T10380-2013《圆管带式输送机》的参加起草单位之一；公司主导参加了DCY (DBY) 运输机械用减速器、DTII型固定带式输送机、DTII (A) 型带式输送机和DTII (A) 型带式输送机(第二版)等系列的联合设计。这说明公司具有牢固的技术基础和坚实的研发实力。此外，公司一方面引进日本、美国等国际先进技术，自主创新开发出节能环保型成套输送装备系列产品，达到了国内先进水平；另一方面，与四川大学、重庆大学等合作研发的智能产品获得了国家各级专项资金的支持。环保与智能是重要发展方向，公司在此的研发布局使产品拥有更强的市场竞争力。

3.2 公司在手订单旺盛，伴随产能快速扩张有望持续放量

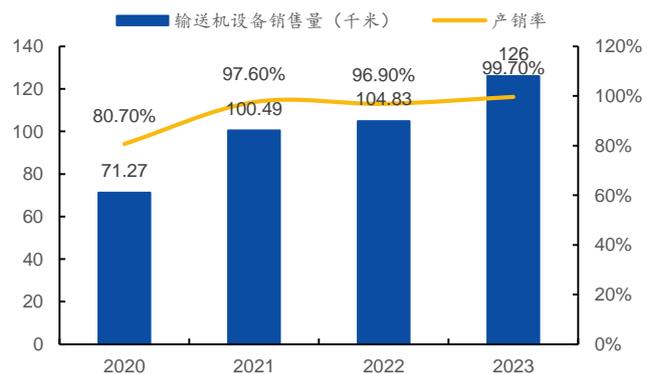
近年来带式输送机产销量稳步增长，市场不断扩大。近年来公司的输送设备产量和销量逐年增加，生产量从2020年的88.33千米增加到2023年的126.37千米，复合增长率为12.68%；销售量从2020年的71.27千米增加到2023年的126.00千米，复合增长率为20.92%。产销量均稳定增长，公司带式输送机业务逐渐拓宽，市场规模不断扩大，为公司带来主要营业收入。

图 23：输送机设备生产量及产能利用率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 24：输送机设备销售量及产销率



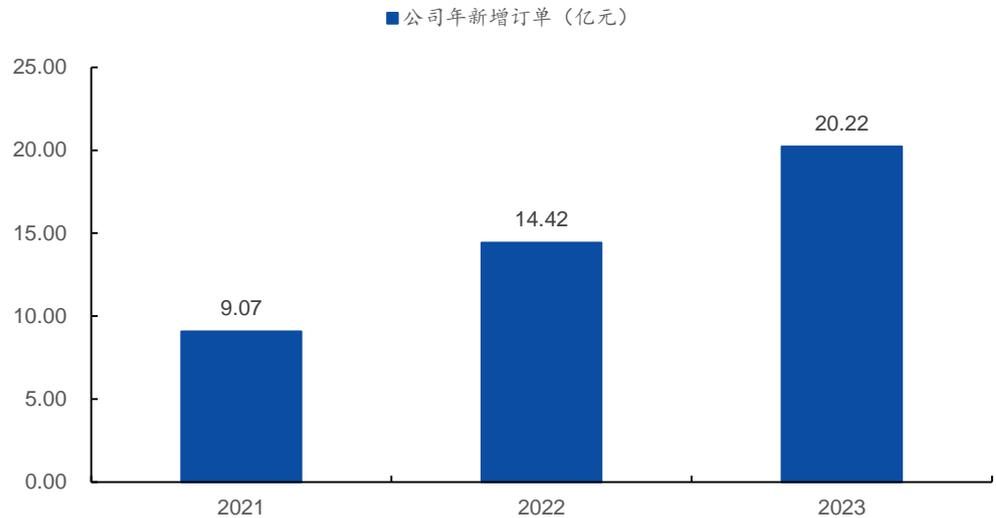
资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司在手订单不断增加，业务前景广阔。近年来，随着国内经济形势变化和国外大型矿山投资建设步伐加快，公司提前进行了规划和布局，目前在手订单充足，截止2024年3月底，公司在手订单24亿元。从年新增订单来看，公司年新增订单从2021年的9.07亿增加到2023年的20.22亿，增长迅速。此外，2024年9月，公司签订了《几内亚力拓西芒杜港口工程EPC1&EPC3项目采购合同》，合同金额为6398万美元(不含税)，公司在手订单屡创新高。

公司产能扩张一倍以上，并新增高端产能，将有力缓解产能压力。自公司上市以来，年产能维持在90千米，面对逐年增加的市场需求，公司产能利用率逐年增加，2023达到140.40%，因此，2021年公司向社会募集资金建设“露天大运量节能环保输送装备智能化生产基地建设项目”及“大规格管带机数字化加工生产线技术改造项目”，共可增加90千米产能。2023年公司再次向社会募集资金，用于建设“数字孪生智能

输送机生产项目”，该项目可使年产能再增加 4 万米，且该项目产品为高端智能输送机，有望带来更大收益。

图 25：公司年新增订单情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 与华为合作推进数智化建设，提升生产力，促进降本增效

公司与华为成立联创中心，拓宽公司成长天花板。2024 年 9 月 19 日，华为全联接大会期间，运机集团、华运智远（成都）科技有限公司与华为技术有限公司正式成立揭牌联合创新中心。公司将和华为共同探索输送带预测性维护、机电设备预测性维护、设备智能化改造及矿山设备无人化等核心场景开发，实现“矿石流”全场景的降本增效、安全生产、少人无人等目标。2024 年 12 月，华运智远与西部水泥签订了《埃塞俄比亚智慧矿山建设项目产品与服务销售主合同》，基于上述协议，华运智远将向西部水泥销售提供产品及软件服务，合同金额暂定为 2.08 亿元人民币(不含税)。

设备智能化可以提升工作效率、降低运行成本，促进降本增效。输送机的智能化技术可以实现输送机的节能、高效和可靠运行，通过启停自适应控制、煤量自适应调速、多级协同控制、煤流均衡技术等，提高带式输送机的运载效率，平衡各驱动电机的出力，达到节能减排，降低损耗，延长设备使用寿命的经济效益。华为智能矿山的矿鸿系统可以实现多设备自动联动、实时监控，有效提升运输效率、降低运维成本。尤其对于带式输送机人工预防监控困难，需要大量的人员巡检和维护，矿鸿系统应用图像分析及 AI 识别技术，智能分析带式输送机运行的各种异常数据，预防和及时消除引起带式输送机故障的各种因素，能够较大程度降低设备巡检成本。

图 26：运机集团与华为正式签署全面合作协议



资料来源：运机集团官网，国元证券研究所

图 27：运机集团、华运智远与华为成立联创中心



资料来源：运机集团官网，国元证券研究所

公司和华为合作，依托盘古矿山大模型，推进产业数字化转型。当前智能矿山建设正向中高级阶段迈进中，人工智能必将替代人从事危险工作、重复劳动，在矿山智能生产、设备管理、安全作业以及经营决策等领域发挥重要作用。公司和华为合作，在生产和管理等方面推进数字化转型，提升生产效率，降低人工成本和运维成本。

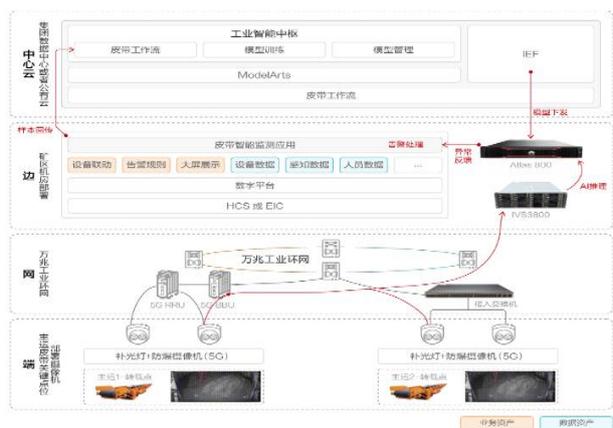
皮带检测技术可以提升运输机运行效率，减少人工成本。华为智慧矿山的皮带智能监测技术可以过机器视觉 AI 技术，对皮带运输机进行智能感知，包含皮带异物识别、堆煤检测、跑偏识别、煤量识别等场景。通过 AI 24H 精准监控，提前发现隐患。降低事故概率、减少停机处理事故时间，采用视频 AI 智能识别代替工人巡检，减少 30% 工作量。

图 28：基于华为矿鸿的智能矿山建设整体技术架构



资料来源：华为官网，国元证券研究所

图 29：华为智慧矿山皮带智能监测架构图



资料来源：华为官网，国元证券研究所

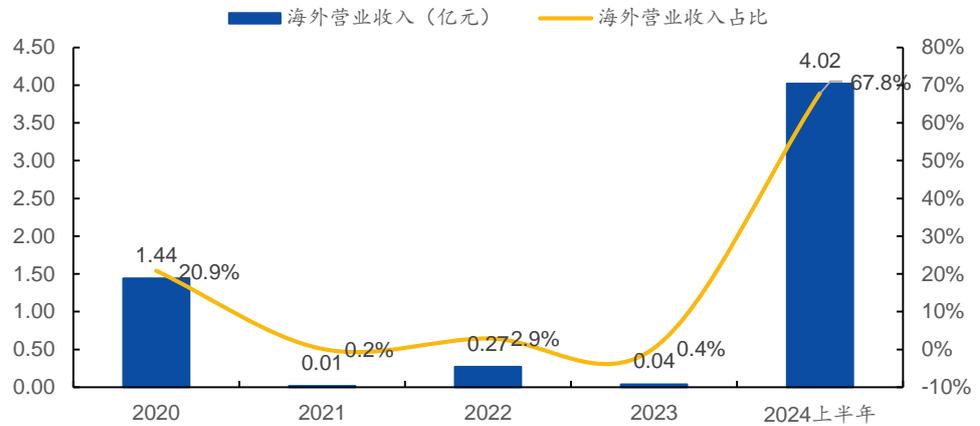
3.4 成立海外子孙公司，进一步开拓国际市场

顺应一带一路，和大国企业合作，开拓海外市场。公司积极响应国家政策，主动对接“一

带一路”的发展机遇，与中国中钢集团有限公司、中材国际工程股份有限公司、哈尔滨电气集团有限公司、中国有色矿业集团有限公司等大型国有企业一同“走出去”，合作承接海外业务。目前，公司的输送机械产品已在俄罗斯、土耳其、马来西亚、越南、印度尼西亚、阿尔及利亚、尼日利亚等多个国家的项目上投入运行，公司将以西芒杜铁矿项目、西部水泥埃塞项目、中钢巴西公司、印尼三林公司合作为契机，继续加强对中资企业海外项目的跟踪、研究和服务，继续深入开发全球 40 大矿企客户。

海外业务拓展迅速，有望带动营收毛利率同步上行。2024 年上半年公司海外营收为 4.02 亿元，占总营收的 67.8%，海外市场规模已超过国内。2024 年 9 月 10 日，公司公告签订了《几内亚力拓西芒杜港口工程 EPC1&EPC3 项目采购合同》，合同金额为 6398 万美元，公司的海外市场在继续扩张，前景广阔，叠加海外订单较国内毛利率订单毛利率较高，公司毛利率有望进入上升通道。

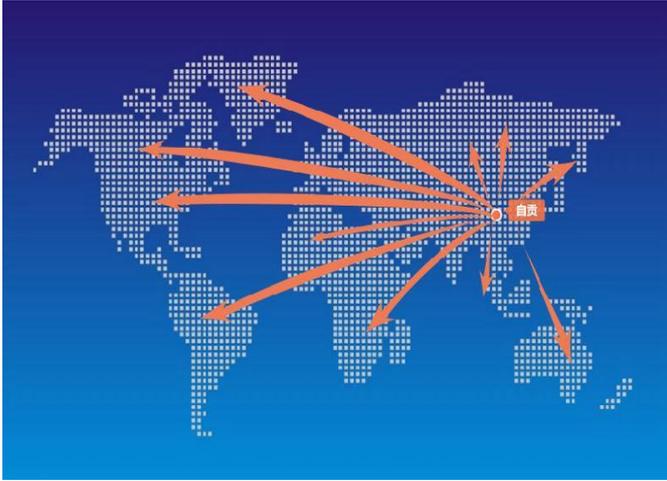
图 30：公司海外营业收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

在新加坡成立子公司，在澳大利亚成立孙公司，加大海外市场的开拓。目前，公司的海外市场主要在非洲、东南亚、南美洲、澳大利亚、中东、印度等地，为进一步加大对海外市场的开拓力度，2023 年 12 月，公司以自有资金出资 1 万新元，在新加坡投资设立全资子公司运机集团国际控股有限公司，将其作为公司海外业务总部，同时可借助新加坡国际金融中心及重要港口地位和良好的营商环境及税收等政策，加速公司业务国际化进程，增强核心竞争力。2024 年 1 月，公司设立澳大利亚孙公司（威利输送工业科技），进一步完善公司全球化布局。

图 31：公司销售网络图



资料来源：运机集团官网，国元证券研究所

图 32：公司全球运营布局情况



资料来源：运机集团官网，国元证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

关键假设：

(1) 输送机设备整机：为公司核心主要业务，下游行业发展前景良好，海外市场扩张迅速，预计产品需求将进一步扩大，同时公司新建场地投产，产能快速增加，将能满足更多需求。公司和华为开展合作，产品将逐步向数智化转型，将具有更大竞争力。预测 2024-2026 年收入同比分别增长 35.79%/45.57%/32.13%，2024-2026 年毛利率分别为 26.97%/28.07%/28.07%。

(2) 备件及其他：是公司的重要业务，毛利率比输送设备整机更高，预计将随着输送设备整机业务的扩张而扩张，同时随着产品数智化，将提供更多后端服务，未来营收和毛利率均呈上行态势。预测 2024-2026 年收入同比分别增长 21.24%/34.59%/44.96%，2024-2026 年毛利率分别为 39.24%/41.24%/43.24%。

表 5：公司分业务收入及毛利预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
输送机设备整机	营业收入	865.04	960.67	1304.52	1898.97	2509.07
	yoy	21.45%	11.05%	35.79%	45.57%	32.13%
	毛利率(%)	24.50%	22.87%	26.97%	28.07%	28.07%
备件及其他	营业收入	49.44	92.79	112.50	151.41	219.48
	yoy	-34.66%	87.67%	21.24%	34.59%	44.96%
	毛利率(%)	32.89%	35.14%	39.24%	41.24%	43.24%
总营业收入		914.48	1053.46	1417.01	2050.38	2728.55
yoy		16.06%	15.20%	34.51%	44.70%	33.08%

资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所预测

盈利预测：

公司是国内散料输送机械设计、制造和安装领军企业之一，伴随公司产能扩张叠加海外订单持续交付，营收及盈利能力均有望进入上行通道。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 14.17/20.50/27.29 亿元，同比分别增长 34.51%/44.70%/33.08%，实现归母净利润 1.62/2.39/3.51 亿元，同比分别增长 58.13%/48.04%/46.78%，对应 EPS 分别为 0.95/1.41/2.07 元/股，当前股价对应 PE 为 33.17/22.40/15.26 倍。考虑到公司订单充足保障业绩平稳增长的同时有一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：公司盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	914.48	1053.46	1417.01	2050.38	2728.55
收入同比(%)	16.06	15.20	34.51	44.70	33.08
归母净利润(百万元)	86.26	102.29	161.75	239.45	351.46
归母净利润同比(%)	1.13	18.58	58.13	48.04	46.78
ROE(%)	4.70	4.93	7.76	10.39	13.32
每股收益(元)	0.51	0.60	0.95	1.41	2.07
市盈率(P/E)	62.19	52.45	33.17	22.40	15.26

资料来源：iFinD，国元证券研究所（基于 2025 年 3 月 24 日收盘价）

表 7：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(百万元)	PE(2024)	PE(2025)
601226.SH	华电科工	8.24	9,605.55	41.06	30.11
300818.SZ	耐普矿机	23.74	4,006.66	25.89	18.81
300275.SZ	梅安森	14.92	4,552.93	59.90	37.01
	平均值			42.28	28.64

资料来源：iFinD，国元证券研究所预测（可比公司盈利预测均采 iFinD 一致预期，基于 2025 年 3 月 24 日收盘价）

5. 风险提示

- (1) 全球宏观经济波动风险
- (2) 技术创新与迭代风险
- (3) 下游需求不及预期风险
- (4) 账款回收不及预期风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2090.74	2925.61	2930.44	3283.32	4015.34
现金	891.39	1445.49	1051.55	1129.48	1208.84
应收账款	897.64	1141.25	1506.39	1685.35	2238.95
其他应收款	26.96	40.07	35.47	55.31	80.79
预付账款	20.32	15.65	23.35	31.64	42.67
存货	86.09	182.00	173.25	242.08	303.56
其他流动资产	168.32	101.14	140.44	139.47	140.53
非流动资产	530.28	614.89	707.88	841.91	865.22
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	148.42	188.75	332.46	484.02	516.88
无形资产	39.23	54.19	60.45	68.02	76.20
其他非流动资产	342.63	371.95	314.97	289.87	272.14
资产总计	2621.02	3540.49	3638.32	4125.23	4880.56
流动负债	737.34	835.72	1133.14	1336.12	1778.85
短期借款	0.00	0.00	76.82	9.19	170.64
应付账款	280.48	367.70	611.99	871.61	1155.68
其他流动负债	456.87	468.02	444.33	455.32	452.53
非流动负债	42.20	629.94	422.82	487.14	468.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	42.20	629.94	422.82	487.14	468.48
负债合计	779.54	1465.67	1555.96	1823.26	2247.33
少数股东权益	6.09	0.00	-0.81	-1.99	-3.72
股本	160.00	160.00	169.39	169.39	169.39
资本公积	688.71	689.33	689.33	689.33	689.33
留存收益	853.49	939.78	1061.08	1274.87	1600.41
归属母公司股东权益	1835.38	2074.83	2083.18	2303.95	2636.95
负债和股东权益	2621.02	3540.49	3638.32	4125.23	4880.56

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	69.75	30.14	38.27	263.70	22.43
净利润	85.75	101.82	160.48	238.03	349.21
折旧摊销	16.68	19.54	28.39	46.64	61.02
财务费用	-14.63	-5.96	-11.84	-9.16	-8.27
投资损失	-1.98	0.25	-0.17	-0.39	-0.47
营运资金变动	-64.37	-133.66	-214.85	-46.83	-504.50
其他经营现金流	48.29	48.16	76.27	35.40	125.44
投资活动现金流	57.67	-142.53	-116.40	-181.69	-79.54
资本支出	124.02	102.66	129.43	167.94	71.53
长期投资	-149.70	40.00	-3.36	0.46	-0.01
其他投资现金流	31.99	0.13	9.67	-13.29	-8.03
筹资活动现金流	-75.33	810.93	-315.82	-4.07	136.47
短期借款	-20.00	0.00	76.82	-67.62	161.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	9.39	0.00	0.00
资本公积增加	-1.60	0.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-53.73	810.31	-402.03	63.55	-24.97
现金净增加额	52.09	698.55	-393.95	77.93	79.36

资料来源: iFinD, 公司公告, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	914.48	1053.46	1417.01	2050.38	2728.55
营业成本	686.29	801.11	1019.98	1452.69	1926.13
营业税金及附加	7.14	6.83	11.97	16.66	21.14
营业费用	28.68	46.21	52.05	71.01	96.50
管理费用	46.38	56.26	80.20	130.72	155.56
研发费用	19.32	34.66	56.62	89.46	110.91
财务费用	-14.63	-5.96	-11.84	-9.16	-8.27
资产减值损失	-0.25	-0.73	-0.11	-0.51	-0.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.98	-0.25	0.17	0.39	0.47
营业利润	100.05	116.08	185.88	276.08	405.08
营业外收入	0.68	1.36	1.13	1.21	1.18
营业外支出	0.71	0.10	0.66	0.76	0.67
利润总额	100.02	117.34	186.35	276.53	405.60
所得税	14.26	15.52	25.87	38.50	56.38
净利润	85.75	101.82	160.48	238.03	349.21
少数股东损益	-0.51	-0.47	-0.81	-1.17	-1.74
归属母公司净利润	86.26	102.29	161.29	239.20	350.95
EBITDA	102.11	129.66	202.42	313.56	457.83
EPS (元)	0.54	0.64	0.95	1.41	2.07

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.06	15.20	34.51	44.70	33.08
营业利润(%)	0.00	16.02	60.59	48.26	46.78
归属母公司净利润(%)	1.13	18.58	58.13	48.04	46.78
获利能力					
毛利率(%)	24.95	23.95	28.06	29.16	29.43
净利率(%)	9.43	9.71	11.41	11.68	12.88
ROE(%)	4.70	4.93	7.76	10.39	13.32
ROIC(%)	10.91	8.99	11.69	16.07	18.71
偿债能力					
资产负债率(%)	29.74	41.40	42.75	44.18	46.02
净负债比率(%)	0.58	0.23	5.03	0.58	7.66
流动比率	2.84	3.50	2.59	2.46	2.26
速动比率	2.72	3.28	2.43	2.28	2.09
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.34	0.39	0.53	0.61
应收账款周转率	0.88	0.84	0.88	1.05	1.14
应付账款周转率	2.65	2.47	2.08	1.96	1.90
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.60	0.95	1.41	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.18	0.23	1.56	0.13
每股净资产(最新摊薄)	10.84	12.25	12.30	13.61	15.57
估值比率					
P/E	62.19	52.45	33.17	22.40	15.26
P/B	2.92	2.59	2.57	2.33	2.03
EV/EBITDA	41.67	32.81	20.96	13.56	9.28

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027