

# 兖矿能源 (600188)

 证券研究报告  
2025年09月20日

## 盈利有望受量价双重驱动，H股高股息属性凸显

### 煤炭供应频现扰动，煤价迎来筑底反弹

中央财经委员会第六次会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出等”后，国内煤炭行业供给端频现扰动，叠加迎峰度夏期间电煤需求尚可、铁水日均产量维持较高水平等需求支撑，自5月以来环渤海港库存量持续下降，截至2025年9月16日，环渤海港库存量2278.5万吨，低于2024年同期的2301万吨水平。“查超产”政策背景下，我们认为，国内煤炭产量或难以恢复至上半年水平，煤炭供需形势亦或难以回到此前宽松状态，煤价有望筑底反弹。

### 煤炭主业高成长+高现货占比销售，盈利有望受量价双重驱动

近年来公司以“内涵提升+外延扩张”双轮驱动策略释放产能、拓展资源，下半年随着陕蒙、新疆及澳洲矿井产能进一步释放、新收购西北矿业并表贡献增量，2025年全年公司商品煤产量预计达到1.8亿吨-1.9亿吨，同比增加4000万吨以上。目前公司在产、在建及规划矿井合计产能已达3.2亿吨/年，规划“2030年前实现原煤3亿吨”目标或如期兑现。公司煤炭销售以市场化定价为主，在煤价上行阶段盈利的弹性优势将得以凸显，新收购的西北矿业在2024年电煤中长期合同兑现量同样约占年度产量的26%，预计并表后公司煤炭销售仍以现货销售为主，在煤炭供给端扰动下，煤价或已筑底，未来煤价若有反弹，公司利润弹性将得以显现。此外，2025年以来，公司深入实施精益管理，力争全年吨煤销售成本同比降低3%-5%，持续提升经营质效，2025H1公司自产商品煤吨煤成本328元/吨，同比-2.8%。

### 高分红+回购回报投资者，H股高股息属性凸显

公司坚持高分红回报投资者，2023-2025年承诺各会计年度分配的现金股利总额应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约60%，且每股现金股利不低于人民币0.5元。2025年公司拟半年度派发现金股利人民币0.18元/股（含税），同时公司计划以自有资金回购A股人民币0.5-1亿元，H股人民币1.5-4亿元（最终依据汇率折算港元）。相比A股而言，兖矿能源H股高股息特征更为明显，对比中国神华A+H、中煤能源A+H及陕西煤业，近年来兖矿能源H股的股息率均高于以上公司，2024年兖矿能源H股股息率达到9.4%。即便按照0.5元/股的最低分红承诺计算，当前兖矿能源H股股息率仍为5.3%。同时兖矿能源H股折价明显，截至2025年9月17日，兖矿能源/中国神华/中煤能源AH股溢价率为1.44/1.10/1.27。

### 盈利预测

考虑到煤价或触底，在不考虑西北矿业合并报表影响的情况下，我们上调2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年公司实现归母净利润89.4/96.5/106.9亿元，同比-38%/+7.9%/+10.8%；EPS分别为0.89/0.96/1.07元，对应当前股价PE分别为15.2/14.1/12.7倍。未来公司业绩有望受煤价触底反弹驱动，叠加公司煤炭产能增量逐渐释放，维持“买入”评级。

**风险提示：**煤价超预期下跌；煤矿生产政策变化；进口煤量增加；实际分红具有不确定性等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,024.86	139,124.43	113,840.16	123,269.97	128,265.06
增长率(%)	(25.30)	(7.27)	(18.17)	8.28	4.05
EBITDA(百万元)	57,969.41	47,738.18	33,345.78	35,932.52	38,241.95
归属母公司净利润(百万元)	20,139.50	14,425.05	8,939.53	9,649.05	10,694.41
增长率(%)	(34.56)	(28.37)	(38.03)	7.94	10.83
EPS(元/股)	2.71	1.44	0.89	0.96	1.07
市盈率(P/E)	5.01	9.44	15.24	14.12	12.74
市净率(P/B)	1.80	2.30	1.66	1.56	1.47
市销率(P/S)	0.67	0.98	1.20	1.10	1.06
EV/EBITDA	3.75	4.71	7.04	5.52	5.76

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	煤炭/煤炭开采
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.57元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	5,961.98
流通A股股本(百万股)	5,923.91
A股总市值(百万元)	80,904.08
流通A股市值(百万元)	80,387.47
每股净资产(元)	5.95
资产负债率(%)	63.68
一年内最高/最低(元)	18.37/11.90

### 作者

张樨樨	分析师
SAC执业证书编号：S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
丁文宇	联系人
dingwenyu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

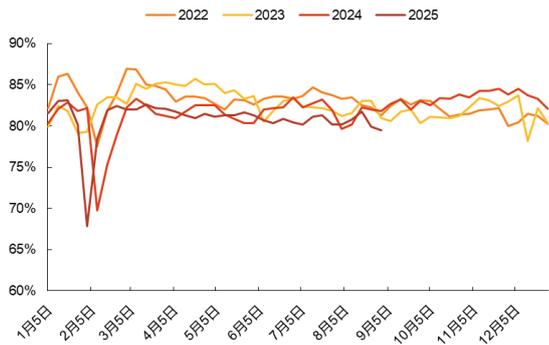
### 相关报告

- 《兖矿能源-半年报点评:煤炭量价齐跌致业绩承压，中报分红+回购回馈股东》2025-09-01
- 《兖矿能源-半年报点评:产量有所增长，煤化工单吨毛利扩张》2024-09-02
- 《兖矿能源-公司点评:布局煤制烯烃，业务转型持续发展》2023-12-01

## 1. 煤炭供应频现扰动，煤价迎来筑底反弹

自7月1日中央财经委员会第六次会议中提出“要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出等”后，国内煤炭行业供给端频现扰动，叠加迎峰度夏期间电煤需求尚可、铁水日均产量维持较高水平等需求端支撑，自5月以来环渤海港库存量持续下降，截至2025年9月16日，环渤海港库存量2278.5万吨，低于2024年同期的2301万吨水平。“查超产”政策背景下，我们认为，国内煤炭产量或难以恢复至上半年水平，煤炭供需形势亦或难以回到此前宽松状态，煤价有望筑底反弹。

图 1：7月以来晋陕蒙 442 家煤矿产能利用率处于同期较低水平



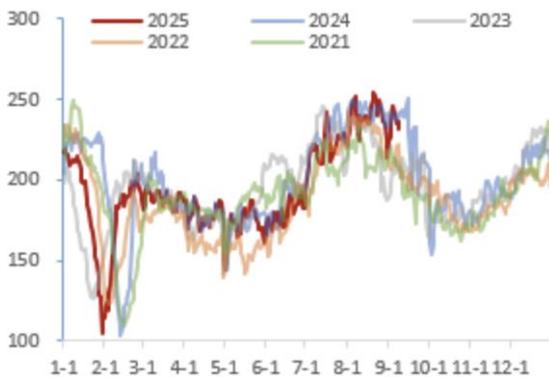
资料来源：CCTD，天风证券研究所

图 2：截至 2025 年 9 月 16 日，环渤海港煤炭库存低于 2024 年同期



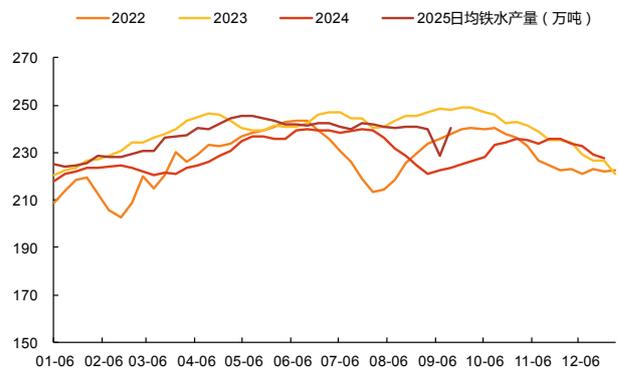
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2025 年迎峰度夏期间沿海八省电厂日耗处于同期较高水平  
(单位：万吨)



资料来源：大来集团公众号，天风证券研究所

图 4：2025 年以来铁水日均产量高于 2024 年同期水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 内涵提升+外延扩张双轮驱动，未来 5 年煤炭产能有序释放

2025H1 年公司煤炭主业增长动能强劲，商品煤产/销量 7360/6481 万吨，同比+6.5%/-4.5%，其中自产煤/贸易煤销量 6234/247 万吨，同比-2.2%/-40%。公司未来 5 年煤炭主业成长性突出，近年来公司以“内涵提升+外延扩张”双轮驱动策略释放产能、拓展资源。

在内涵提升方面，2024 年底山东万福煤矿（产能 180 万吨）进入联合试运转阶段，产量逐步爬坡；新疆五彩湾四号露天矿 1000 万吨/年一期项目已于 2025 年 7 月贡献产量，产能提升至 2300 万吨/年的二期项目已完成矿区规划调整审批；内蒙区域霍林河一号矿（产能 700 万吨）、刘三圪旦矿（产能 1000 万吨）、嘎鲁图矿（800 万吨）将在三年内陆续开工，合计新增产能 2500 万吨/年，以上项目全部建成达产后将新增产能近 5000 万吨/年。

在外延扩张方面，2025 年 4 月公司拟以现金 140.66 亿元收购控股股东权属公司西北矿业 51% 股权，并于 2025 年 7 月完成西北矿业收购交割，将并入全年经营数据。目前西北矿业持有矿权中采矿权资产核定产能共 4605 万吨/年，其中在产产能 3605 万吨/年；此外公司

另有在建采矿权资产产能 1000 万吨/年及规划建设矿井产能 1500 万吨/年。

下半年随着陕蒙、新疆及澳洲矿井产能进一步释放、新收购西北矿业并表贡献增量，2025 年全年公司商品煤产量预计达到 1.8 亿吨-1.9 亿吨，同比增加 4000 万吨以上。目前公司在产、在建及规划矿井合计产能已达 3.2 亿吨/年，规划“2030 年前实现原煤 3 亿吨”目标或将如期兑现。

表 1：西北矿业所持有矿业权梳理

公司名称	所属省份	矿山名称	类型	主要煤种	核定产能(万吨/年)
正通煤业	陕西	高家堡煤矿	采矿权	动力煤(不粘煤、弱粘煤)	450.00
邵寨煤业	甘肃	邵寨煤矿	采矿权	动力煤(不粘煤)	240.00
五举煤业	甘肃	五举煤矿	采矿权	动力煤(不粘煤、长焰煤)	300.00
亭南煤业	陕西	亭南煤矿	采矿权	动力煤(不粘煤)	450.00
双欣矿业	内蒙古	杨家村煤矿	采矿权	动力煤(不粘煤、长焰煤)	600.00
永明煤矿	陕西	永明煤矿	采矿权	配焦煤(气煤)	45.00
大恒煤业	山西	大恒煤矿	采矿权	动力煤(长焰煤)	360.00
望田煤业	山西	望田煤矿	采矿权	配焦煤(气煤)	180.00
黄陶勒盖	内蒙古	巴彦高勒煤矿	采矿权	动力煤(不粘煤、长焰煤)	800.00
平煤长安	陕西	杨家坪煤矿(在建)	采矿权	动力煤(不粘煤、弱粘煤、长焰煤)	500.00
聚能能源	内蒙古	油房壕煤矿(在建)	采矿权	动力煤(不粘煤、长焰煤)	500.00
天竣能源	甘肃	刘园子煤矿	采矿权	动力煤(长焰煤)	180.00
<b>采矿权资产合计</b>					<b>4,605.00</b>
天竣能源	甘肃	甘肃省环县沙井子矿区 马福川井田勘探(保留)	探矿权	动力煤(长焰煤、不粘煤)	800.00
天竣能源	甘肃	甘肃省环县沙井子矿区 毛家川井田勘探(保留)	探矿权	动力煤(长焰煤)	700.00
<b>探矿权资产合计</b>					<b>1500.00</b>

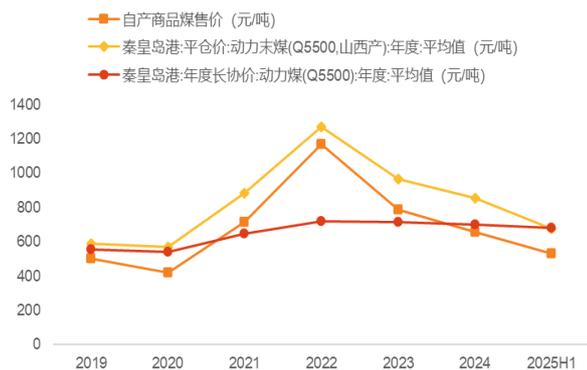
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 高现货销售占比凸显弹性优势，严抓成本管控成效显著

公司煤炭销售以市场化定价为主，长协销售占比仅占 26%。高现货销售占比在行业煤价下行阶段经营相对承压，但在煤价上行阶段盈利的弹性优势将得以凸显。以 2022 年为例，秦皇岛港年度长协均价为 721.67 元/吨，同比仅+11.3%，同年秦皇岛港山西产动力末煤 Q5500 平仓价为 1269.95 元/吨，同比+43.9%，而公司自产煤销售价格 1169.48 元/吨，同比+63.1%。公司新收购的西北矿业在 2024 年电煤中长期合同兑现量约 750 万吨，同样约占年产量的 26%，预计西北矿业并表后公司煤炭销售仍以现货销售为主。在煤炭供给端扰动下，煤价或已筑底，未来煤价若有反弹，公司利润弹性将得以显现。

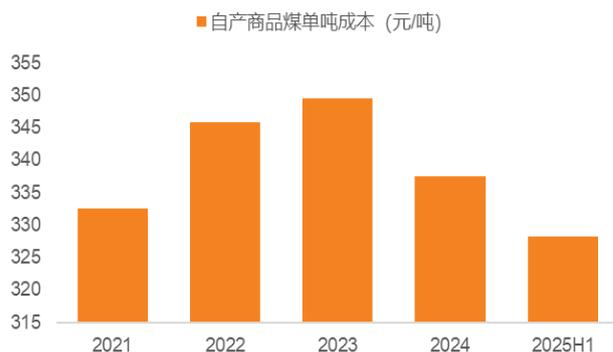
2025 年以来，公司深入实施精益管理，力争全年吨煤销售成本同比降低 3%-5%，持续提升经营质效。2025H1 公司自产商品煤吨煤成本 328 元/吨，同比-2.8%。公司成本管控措施主要体现在：一是强化生产降本，优化工艺流程和生产组织，提高生产效率，加大生产作业全流程管控，逐项分析生产单位产品单耗，重点压减材料、修理、设备租赁等费用；二是深化管理降本，充分发挥财务共享平台刚性控制功能，分产业、分单位制定控费措施，严禁预算外支出，持续深化“六定管理”，优化人力资源配置，实现控员提效；三是加强资金管理，把控采购源头支出，加大集中采购、统谈分签、比价采购，确保采购降本。

图 5：国内煤价上涨期间，公司吨煤售价弹性相对长协售价更大



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 6：2025H1 自产商品煤单吨成本 328 元/吨，较 2024 年水平下降



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### 4. 反内卷下项目审批或受限制，化工业务盈利有望改善

公司煤化工业务主要产品包括甲醇、石脑油、乙二醇、全馏分液体石蜡等。2025 年 5 月，国家发改委提出“科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目，防止盲目新建”。以甲醇为例，我们在《甲醇专题：海外扩张尾声+“反内卷”，甲醇行业景气度有望持续上行》（发表时间：2025 年 9 月 6 日）中提到，根据煤化工信息网信息，煤制甲醇的项目审批核准已被暂停，对于已开工但手续不全的项目而言，补办手续的难度呈指数级上升，未来确定性较强的装置有中煤、神华包头等项目，但这部分产能下游均配套煤制烯烃，并不贡献甲醇流量，在其它下游需求稳步增长的背景下，甲醇流通资源或日益紧张。总体而言，在国内“反内卷”背景下，公司煤化工业务盈利有望修复。

表 2：公司煤化工业务毛利主要由甲醇贡献（以下数据为 2025 年中报数据）

	产量 (千吨)	产量 (千吨)	销售收入 (百万元)	销售成本 (百万元)	毛利 (百万元)	毛利率
甲醇	2,127	2,037	3,681	2,496	1,185	32.2%
醋酸	518	360	819	750	69	8.4%
醋酸乙酯	132	133	607	603	4	0.7%
己内酰胺	181	182	1,553	1,604	-51	-3.3%
聚甲醇	34	31	249	279	-30	-12.0%
全馏分液体石蜡	232	216	1,256	501	755	60.1%
石脑油	125	124	813	287	526	64.7%
乙二醇	191	191	754	469	285	37.8%
尿素	509	485	710	614	96	13.5%
其他	695	411	1,782	1,565	217	12.2%
<b>合计</b>	<b>4,745</b>	<b>4,171</b>	<b>12,224</b>	<b>9,168</b>	<b>3,056</b>	<b>25.0%</b>

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

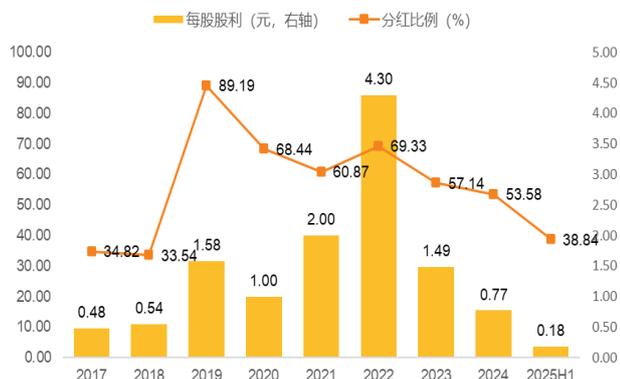
#### 5. 高分红+回购回报投资者，H 股高股息属性凸显

公司坚持高分红回报投资者，2023-2025 年承诺各会计年度分配的现金股利总额，以中国会计准则和国际财务报告准则财务报表税后利润数较少者为准，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约 60%，且每股现金股利不低于人民币 0.5 元。2024 年公司分红比例 53.58%，每股分红 0.77 元/股。2025 年公司响应分红政策，拟 2025 年半年度派发现金股利人民币 0.18 元/股(含税)。同时公司计划以自有资金回购 A 股人民币 0.5-1 亿元，H 股人民币 1.5-4 亿元（最终依据汇率折算港元），其中回购 A 股股份将作为库存股，用于公司股权激励，期限 3 年，若 3 年内上述股份未用于股权激励，则予以注销；回购的 H 股股份用于减少公司注册资本，根据法律、法规，相关股份需在回购后 10 日内注销。

相比 A 股而言，兖矿能源 H 股高股息特征更为明显，对比中国神华 A+H、中煤能源 A+H 及陕西煤业，2022 年来兖矿能源 H 股的股息率均高于以上公司，2024 年兖矿能源 H 股息率达到 9.4%。即便按照 0.5 元/股的最低分红承诺计算，对应 2025 年 9 月 17 日收盘价，H 股股息率目前仍为 5.3%。

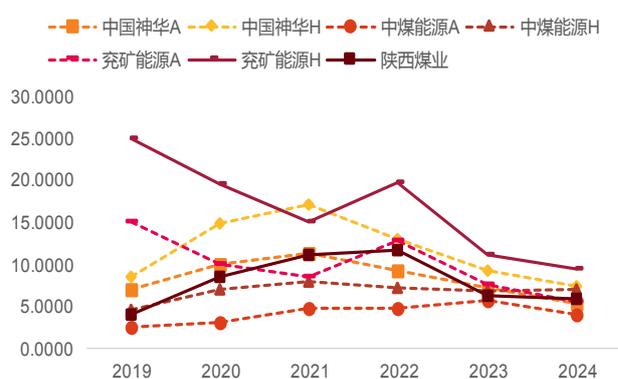
同时目前兖矿能源 H 股折价明显，截至 2025 年 9 月 17 日，兖矿能源 AH 股溢价率为 1.44，而中国神华 AH 股溢价率为 1.10，中煤能源 AH 股溢价率为 1.27，同样显示兖矿能源 H 股相对 A 股折价更为明显。

图 7：2024 年公司每股股利 0.77 元，分红比例为 53.58%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：近年来兖矿能源 H 股股息率有明显优势（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：各年份股息率均以相应年份 12 月 31 日收盘价计算

## 6. 盈利预测

考虑到煤价或触底，在不考虑西北矿业合并报表影响的情况下，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 89.4/96.5/106.9 亿元，同比 -38%/+7.9%/+10.8%；EPS 分别为 0.89/0.96/1.07 元，对应当前股价 PE 分别为 15.2/14.1/12.7 倍。未来公司业绩有望受煤价触底反弹驱动，叠加公司煤炭产能增量逐渐释放，维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

- 1) 煤价超预期下跌：若煤价超预期下跌，公司业绩或存不及预期风险。
- 2) 煤矿生产政策变化：煤矿查超产等供给政策或对公司产销量造成影响，进而影响业绩。
- 3) 进口煤量增加：随着世界主要煤炭生产国和消费国能源结构的不断改变，国际煤炭市场变化将对国内煤炭市场供求关系产生重要影响，从而对国内煤企的煤炭生产、销售业务产生影响。
- 4) 实际分红具有不确定性：公司 2025 年半年度利润分配方案及 2023-2025 年分红承诺为拟分配方案，实际分红存在不确定性。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	37,597.14	38,344.87	22,768.03	58,975.38	38,427.89
应收票据及应收账款	7,815.26	10,208.53	8,764.83	11,780.17	9,597.34
预付账款	5,073.92	4,747.07	3,184.46	5,836.02	3,434.55
存货	7,741.91	7,624.81	6,234.27	9,131.82	6,330.08
其他	37,940.83	36,429.26	30,604.65	36,498.65	33,071.80
<b>流动资产合计</b>	<b>96,169.05</b>	<b>97,354.53</b>	<b>71,556.24</b>	<b>122,222.04</b>	<b>90,861.65</b>
长期股权投资	23,992.61	25,642.98	27,474.26	29,189.09	30,921.25
固定资产	112,476.43	112,709.31	112,237.87	112,787.51	107,727.47
在建工程	20,204.96	22,526.98	25,217.06	28,255.67	30,939.25
无形资产	67,155.55	64,019.43	62,222.63	61,360.02	58,568.95
其他	34,279.55	36,301.25	30,049.60	30,159.12	28,357.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>258,109.09</b>	<b>261,199.94</b>	<b>257,201.42</b>	<b>261,751.41</b>	<b>256,513.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>354,278.14</b>	<b>358,554.47</b>	<b>328,757.66</b>	<b>383,973.45</b>	<b>347,375.60</b>
短期借款	4,084.30	7,693.09	9,105.35	7,450.00	6,548.00
应付票据及应付账款	31,429.86	32,322.44	18,902.62	40,039.46	20,176.85
其他	87,594.91	77,186.78	59,554.78	86,895.23	65,254.73
<b>流动负债合计</b>	<b>123,109.07</b>	<b>117,202.31</b>	<b>87,562.75</b>	<b>134,384.69</b>	<b>91,979.58</b>
长期借款	61,355.22	55,699.72	57,642.00	57,843.00	56,845.00
应付债券	12,172.86	15,973.54	16,312.94	14,819.78	15,702.09
其他	39,307.31	36,668.63	33,834.91	36,603.62	35,702.39
<b>非流动负债合计</b>	<b>112,835.39</b>	<b>108,341.90</b>	<b>107,789.85</b>	<b>109,266.40</b>	<b>108,249.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>235,944.46</b>	<b>225,544.21</b>	<b>195,352.60</b>	<b>243,651.09</b>	<b>200,229.05</b>
少数股东权益	45,639.78	50,415.80	51,566.44	52,992.19	54,612.80
股本	7,439.37	10,039.86	10,037.48	10,037.48	10,037.48
资本公积	(79.10)	4,130.70	4,233.34	4,233.34	4,233.34
留存收益	51,865.05	50,096.14	53,670.59	57,828.17	62,444.21
其他	13,468.59	18,327.75	13,897.22	15,231.19	15,818.72
<b>股东权益合计</b>	<b>118,333.68</b>	<b>133,010.26</b>	<b>133,405.06</b>	<b>140,322.36</b>	<b>147,146.55</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>354,278.14</b>	<b>358,554.47</b>	<b>328,757.66</b>	<b>383,973.45</b>	<b>347,375.60</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	27,151.50	20,932.29	8,939.53	9,649.05	10,694.41
折旧摊销	14,839.19	15,049.22	15,177.31	15,959.64	16,401.94
财务费用	4,371.67	3,319.12	2,284.72	2,473.98	2,574.22
投资损失	(2,258.87)	(2,625.58)	(2,442.23)	(2,533.90)	(2,488.07)
营运资金变动	(45,056.43)	(19,222.59)	(10,693.80)	31,967.35	(32,471.26)
其它	17,120.81	4,889.46	2,870.38	3,298.15	3,764.25
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,167.86</b>	<b>22,341.93</b>	<b>16,135.92</b>	<b>60,814.27</b>	<b>(1,524.50)</b>
资本支出	43,467.16	18,263.76	18,432.87	15,916.58	12,135.63
长期投资	1,662.86	1,650.37	1,831.28	1,714.84	1,732.16
其他	(57,333.27)	(29,640.38)	(32,429.33)	(33,454.63)	(23,066.50)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(12,203.25)</b>	<b>(9,726.25)</b>	<b>(12,165.18)</b>	<b>(15,823.22)</b>	<b>(9,198.70)</b>
债权融资	19,909.01	9,995.11	(8,125.16)	(2,743.00)	(2,199.45)
股权融资	(7,235.74)	3,940.05	(11,422.42)	(6,040.69)	(7,624.85)
其他	(45,186.54)	(26,321.30)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(32,513.27)</b>	<b>(12,386.13)</b>	<b>(19,547.58)</b>	<b>(8,783.69)</b>	<b>(9,824.29)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(28,548.66)</b>	<b>229.55</b>	<b>(15,576.83)</b>	<b>36,207.35</b>	<b>(20,547.50)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>150,024.86</b>	<b>139,124.43</b>	<b>113,840.16</b>	<b>123,269.97</b>	<b>128,265.06</b>
营业成本	89,060.50	89,311.82	82,240.24	87,369.80	89,816.30
营业税金及附加	6,431.80	5,944.13	4,531.12	5,152.66	5,315.63
销售费用	5,001.65	4,712.64	3,748.04	4,114.59	4,283.03
管理费用	8,481.70	8,574.55	5,729.01	6,923.36	7,188.04
研发费用	2,906.64	2,734.54	1,881.10	2,282.70	2,338.58
财务费用	3,904.00	2,792.17	2,284.72	2,473.98	2,574.22
资产/信用减值损失	86.07	(600.56)	(257.24)	(435.00)	(342.06)
公允价值变动收益	89.90	(57.09)	(7.31)	(10.79)	9.63
投资净收益	2,258.87	2,625.58	2,442.23	2,533.90	2,488.07
其他	290.01	(165.39)	62.31	(51.54)	5.38
<b>营业利润</b>	<b>36,963.43</b>	<b>26,857.14</b>	<b>15,665.91</b>	<b>16,989.47</b>	<b>18,910.28</b>
营业外收入	368.47	953.09	660.78	806.93	733.85
营业外支出	323.00	518.45	420.72	469.58	445.15
<b>利润总额</b>	<b>37,008.90</b>	<b>27,291.78</b>	<b>15,905.97</b>	<b>17,326.82</b>	<b>19,198.99</b>
所得税	9,857.41	6,359.49	4,088.75	4,368.83	4,749.95
<b>净利润</b>	<b>27,151.50</b>	<b>20,932.29</b>	<b>11,817.22</b>	<b>12,957.98</b>	<b>14,449.04</b>
少数股东损益	6,567.25	5,875.38	2,877.69	3,308.93	3,754.63
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20,139.50</b>	<b>14,425.05</b>	<b>8,939.53</b>	<b>9,649.05</b>	<b>10,694.41</b>
每股收益(元)	2.71	1.44	0.89	0.96	1.07

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-25.30%	-7.27%	-18.17%	8.28%	4.05%
营业利润	-31.67%	-27.34%	-41.67%	8.45%	11.31%
归属于母公司净利润	-34.56%	-28.37%	-38.03%	7.94%	10.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.64%	35.80%	27.76%	29.12%	29.98%
净利率	13.42%	10.37%	7.85%	7.83%	8.34%
ROE	27.70%	17.46%	10.92%	11.05%	11.56%
ROIC	23.21%	15.47%	8.08%	8.06%	10.82%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.60%	62.90%	59.42%	63.46%	57.64%
净负债率	51.40%	54.78%	61.91%	32.87%	45.56%
流动比率	0.78	0.83	0.82	0.91	0.99
速动比率	0.72	0.77	0.75	0.84	0.92
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	20.69	15.44	12.00	12.00	12.00
存货周转率	18.01	18.11	16.43	16.04	16.59
总资产周转率	0.46	0.39	0.33	0.35	0.35
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.71	1.44	0.89	0.96	1.07
每股经营现金流	2.17	2.23	1.61	6.06	-0.15
每股净资产	7.55	5.91	8.15	8.70	9.22
<b>估值比率</b>					
市盈率	5.01	9.44	15.24	14.12	12.74
市净率	1.80	2.30	1.66	1.56	1.47
EV/EBITDA	3.75	4.71	7.04	5.52	5.76
EV/EBIT	5.01	6.78	12.93	9.93	10.09

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com