# 煤炭 | 煤炭开采 非金融 | 公司点评报告

2025年10月28日

投资评级: 买入(维持)



# 中国神华(601088.SH)

——电力量增本降拉动业绩, Q3 环比增长经营稳健

# 投资要点:

- 事件:公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3,公司实现营业收入 2131.5 亿元,同比-16.6%;实现归母净利润 390.5 亿元,同比-10.0%;实现扣非后归母净利润 387.0 亿元,同比-15.9%。2025 年 Q3,公司实现营业收入 750.4 亿元,同比-13.1%,环比+9.5%;实现归母净利润 144.1 亿元,同比-6.2%,环比+13.5%;实现扣非后归母净利润 143.9 亿元,同比-13.1%,环比+14.2%。
- ▶ 前三季度煤炭量价承压,发力成本控制对冲市场压力。2025Q1-3,产量方面,公司实现商品煤产/销量 2.51/3.17 亿吨,同比-0.4%/-8.4%,实现自产煤销量 2.49 亿吨,同比-1.3%,自产煤中年度长协煤销量占比 67.7%,同比-5.1pct,公司产销量及年度长协煤占比均下降;价格方面,实现煤炭综合售价 487 元/吨,同比-13.7%,自产煤均价 470 元/吨,同比-10.6%,自产年度长协煤均价 452 元/吨,同比-8.1%,自产非年度长协煤均价 508 元/吨,同比-17.5%,受行业下行影响公司煤价同比承压;成本方面,实现自产煤吨煤生产成本 173.2 元/吨,同比-7.5%,成本显著优化;毛利方面,实现煤炭业务毛利 485.3 亿元,同比-18.1%,实现自产煤销售毛利 463.9亿元,同比-18.2%,自产煤吨煤毛利 186.5 元/吨,同比-17.1%,受价格影响毛利同比下降。
  - Q3 煤炭量增价跌,成本环比微增保持稳健。单 Q3 看,产量方面,实现商品煤产/销量 0.86/1.12 亿吨,环比+3.1%/+5.7%,实现自产煤销量 0.87 亿吨,环比+4.1%,自产煤中年度长协煤销量占比 63.0%,环比+2.8pct,公司产销量环比上升,年度长协占比自 Q2 下降后小幅回升;价格方面,实现煤炭综合售价 476 元/吨,环比-1.0%,自产煤均价 455 元/吨,环比-3.7%,自产年度长协煤均价 433 元/吨,环比+5.9%,自产非年度长协煤均价 492 元/吨,环比-13.4%,公司 2025 年 Q1、Q2、Q3 的自产煤长协及非长协均价波动与行业存在偏差,或为产品结构及销售策略调整所致;成本方面,实现自产煤吨煤生产成本 163.4 元/吨,环比+1.7%,Q3 成本小幅回升,仍保持 Q2 以来严控成本的经营策略;毛利方面,实现煤炭业务毛利 160.0 亿元,环比-5.9%,实现自产煤销售毛利 153.4 亿元,环比-4.3%,自产煤吨煤销售毛利 176.7 元/吨,环比-8.0%。单 Q3 看,公司自产煤价格环比下降,成本环比上升,煤炭业务盈利能力环比小幅下降。
  - Q3 电量环比季节性大增同比微降,电煤成本下降大幅抬升电力业务同环比盈利,带动前三季度电力盈利同比转增。2025Q1-3,公司实现发售电 1628.7/1530.9 亿千瓦时,同比-5.4%/-5.5%;平均利用小时数 3417 小时,同比-10.9%;实现售电均价 382 元/兆瓦时,同比-4.5%,单位售电成本 327.5 元/兆瓦时,同比-8.0%,发电分部单位毛利 81.6 元/兆瓦时,同比+17.8%,盈利提升主因煤价下降带动成本降低。2025Q3,公司实现发售电 640.9/601.8 亿千瓦时,环比+32.5%/+32.4%,同比-2.3%/-2.5%;发电分部单位收入 40.9 元/兆瓦时,环比-5.5%,同比-4.6%;发电分部单位成本 31.0 元/兆瓦时,环比-13.8%,同比-14.4%,公司电煤成本或滞后于市场煤价,助力 Q3 实现电力成本环比显著下降;发电分部单位毛利 99.1 元/兆瓦时,

# 证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004 zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

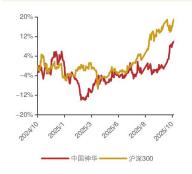
liuxiaoning@huayuanstock.com

邱达治

SAC: S1350525050001 giudazhi@huayuanstock.com

## 联系人

# 市场表现:



### 基本数据 2025年10月27日

收盘价 (元) 42.69 一年内最高/最低 44. 20/34. 78 (元) 848, 187, 12 总市值(百万元) 流通市值(百万元) 848, 187. 12 总股本(百万股) 19, 868. 52 资产负债率(%) 24.36 每股净资产(元/股) 20.94 资料来源: 聚源数据



环比+35.6%,同比+48.2%;发电分部毛利59.6亿元,环比+79.6%,同比+44.5%,Q3 电煤成本显著下降大幅抬升同环比盈利,并带动前三季度电力盈利同比转增。

- ▶ 注入集团资产解决同业竞争,优化资源配置增强一体化运营能力。2025 年 8 月,公司公告收购国家能源集团旗下 13 家标的公司,截至 2024 年底,标的资产合计的总资产为 2,583.62 亿元,合计的归母净资产为 938.88 亿元;2024 年度,标的资产合计实现营业收入为 1,259.96 亿元,合计的扣非归母净利润为 80.05 亿元,合计的剔除长期资产减值损失影响后的扣非归母净利润为 98.11 亿元。从战略上看,此次重组是公司长期以来对解决同业竞争问题承诺的重要落地,既解决同业竞争问题,又有利于提高上市公司资源储备规模与核心业务产能,促进煤炭产业全链条资源优化配置,进一步提高一体化运营能力。
- ▶ 盈利预测与评级: 我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 530.7、550.4、566.3 亿元,当前股价对应的 PE 分别为 16.0、15.4、15.0 倍,我们认为非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高,而无论是从实体基本面还是从财务报表来看,公司对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高于行业平均水平。维持"买入"评级。
- ▶ 风险提示。煤炭价格超预期下跌,电价超预期下跌,新能源转型速度大幅加快。

盈利预测与估值 (人民币)											
	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
营业收入(百万元)	343, 074	338, 375	331,000	341, 013	348, 384						
同比增长率(%)	-0. 42%	-1. 37%	-2. 18%	3. 03%	2. 16%						
归母净利润(百万元)	59, 694	58, 671	53, 065	55, 037	56, 626						
同比增长率(%)	-14. 26%	-1.71%	-9.55%	3. 72%	2. 89%						
每股收益(元/股)	3.00	2. 95	2. 67	2. 77	2. 85						
ROE (%)	14. 61%	13. 74%	11.84%	11. 71%	11. 49%						
市盈率(P/E)	14. 21	14. 46	15. 98	15. 41	14. 98						

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测



# 附录: 财务预测摘要

# 资产负债表 (百万元)

利润表 (百万元)

, <b>.</b> ,								
2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
142, 415	178, 644	214, 861	248, 851	营业收入	338, 375	331,000	341, 013	348, 384
16, 676	14, 991	15, 445	15, 779	营业成本	223, 192	225, 889	235, 949	240, 626
6, 232	6, 142	6, 328	6, 464	税金及附加	17, 784	16, 881	16, 028	17, 419
2, 378	2, 415	2, 488	2,542	销售费用	491	480	495	506
12, 482	12, 945	13, 521	13, 789	管理费用	10, 340	10, 129	9,548	9, 406
24, 942	24, 267	24, 478	24, 633	研发费用	2,727	2, 668	2, 748	2, 808
205, 125	239, 404	277, 121	312, 059	财务费用	129	736	237	-221
59, 840	64, 184	68, 528	72, 872	资产减值损失	-535	-523	-539	-551
258, 715	248, 505	237, 933	227, 001	信用减值损失	-128	-125	-129	-132
27, 575	22, 979	18, 383	13, 788	其他经营损益	0	0	0	0
64, 776	65, 267	68, 149	70, 923	投资收益	4, 871	4, 871	4, 871	4, 871
4, 175	2, 088	0	0	公允价值变动损益	2	0	0	0
37, 862	40, 362	40, 362	40, 362	资产处置收益	107	107	107	107
452, 943	443, 384	433, 356	424, 946	其他收益	333	333	333	333
658, 068	682, 788	710, 477	737, 004	营业利润	88, 362	78, 879	80, 652	82, 468
1,037	0	0	0	营业外收入	813	813	813	813
38, 205	40, 177	41,967	42, 798	营业外支出	3, 382	3, 382	3, 382	3, 382
53, 378	54, 025	56, 300	57, 410	其他非经营损益	0	0	0	0
92, 620	94, 202	98, 266	100, 208	利润总额	85, 793	76, 310	78, 083	79, 899
29, 958	22, 629	15, 522	8,848	所得税	16, 928	14, 005	14, 330	14, 663
31,538	31,538	31,538	31,538	净利润	68, 865	62, 306	63, 753	65, 236
61, 496	54, 167	47, 060	40, 386	少数股东损益	10, 194	9, 241	8,716	8, 610
154, 116	148, 370	145, 327	140, 594	归属母公司股东净利润	58, 671	53, 065	55, 037	56, 626
19, 869	19, 869	19,869	19,869	EPS(元)	2. 95	2. 67	2. 77	2. 85
68, 296	68, 296	68, 296	68, 296					
338, 701	359, 927	381, 942	404, 592	主要财务比率				
426, 866	448, 092	470, 107	492, 757	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
77, 086	86, 327	05 043						
		75,045	103, 653	成长能力				
503, 952	534, 419	565, 150	103, 653 <b>596, 410</b>	<b>成长能力</b> 营收增长率	-1.37%	-2. 18%	3. 03%	2. 16%
503, 952 658, 068	534, 419 682, 788			营收增长率	-1.37% -3.29%	-2. 18% -10. 73%	3. 03% 2. 25%	2. 16% 2. 25%
503, 952 658, 068		565, 150	596, 410	营收增长率 营业利润增长率	-3. 29%	-10. 73%	2. 25%	2. 25%
		565, 150	596, 410	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率	-3. 29% -1. 71%	-10. 73% -9. 55%	2. 25% 3. 72%	<ol> <li>2. 25%</li> <li>89%</li> </ol>
658, 068		565, 150	596, 410	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率	-3. 29%	-10. 73%	2. 25%	2. 25%
658,068 元)	682, 788	565, 150 710, 477	596, 410 737, 004	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 <b>盈利能力</b>	-3. 29% -1. 71% 4. 08%	-10. 73% -9. 55% -6. 76%	2. 25% 3. 72% -0. 68%	2. 25% 2. 89% -2. 50%
658, 068 元) 2024	682, 788 2025E	565, 150 710, 477 2026E	596, 410 737, 004 2027E	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 <b>盈利能力</b> 毛利率	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76%	2. 25% 3. 72% -0. 68% 30. 81%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93%
<b>658,068</b> 元) <b>2024</b> 68,865	<b>2025E</b> 60, 067	565, 150 710, 477 2026E 61, 514	596, 410 737, 004 2027E 62, 997	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 <b>盈利能力</b> 毛利率 净利率	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82%	2. 25% 3. 72% -0. 68% 30. 81% 18. 70%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73%
<b>658, 068</b> 元) <b>2024</b> 68, 865 24, 426	<b>2025E</b> 60, 067 23, 903	565, 150 710, 477 2026E 61, 514 24, 372	596, 410 737, 004 2027E 62, 997 22, 754	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 <b>盈利能力</b> 毛利率 净利率 ROE	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35% 13. 74%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82% 11. 84%	2. 25% 3. 72% -0. 68% 30. 81% 18. 70% 11. 71%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73% 11. 49%
<b>658,068</b> 元) <b>2024</b> 68,865 24,426 129	<b>2025E</b> 60, 067 23, 903 736	565, 150 710, 477 2026E 61, 514 24, 372 237	596, 410 737, 004 2027E 62, 997 22, 754 -221	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 <b>盈利能力</b> 毛利率 净利率	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82%	2. 25% 3. 72% -0. 68% 30. 81% 18. 70%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73%
<b>658, 068</b> 元) <b>2024</b> 68, 865 24, 426 129 -4, 871	<b>2025E</b> 60, 067 23, 903 736 -4, 871	565, 150 710, 477 2026E 61, 514 24, 372 237 -4, 871	596, 410 737, 004 2027E 62, 997 22, 754 -221 -4, 871	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 <b>盈利能力</b> 毛利率 净利率 ROE ROA	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35% 13. 74%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82% 11. 84%	2. 25% 3. 72% -0. 68% 30. 81% 18. 70% 11. 71%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73% 11. 49%
<b>658,068</b> 元) <b>2024</b> 68,865 24,426 129 -4,871 512	2025E 60, 067 23, 903 736 -4, 871 4, 569	<b>2026E</b> 61, 514 24, 372 237 -4, 871 2, 564	<b>2027E</b> 62, 997 22, 754 -221 -4, 871 994	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 盈利能力 毛利率 净利率 ROE ROA	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35% 13. 74% 8. 92%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82% 11. 84% 7. 77%	2. 25% 3. 72% -0. 68%  30. 81% 18. 70% 11. 71% 7. 75%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73% 11. 49% 7. 68%
を58,068 元) 2024 68,865 24,426 129 -4,871 512 4,287	2025E 60, 067 23, 903 736 -4, 871 4, 569 2, 635	2026E 61,514 24,372 237 -4,871 2,564 2,635	<b>2027E</b> 62, 997 22, 754 -221 -4, 871 994 2, 635	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 盈利能力 毛利率 净利率 ROE ROA	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35% 13. 74% 8. 92%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82% 11. 84% 7. 77%	2. 25% 3. 72% -0. 68%  30. 81% 18. 70% 11. 71% 7. 75%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73% 11. 49% 7. 68%
<b>658, 068</b> 元)  2024  68, 865 24, 426 129 -4, 871 512 4, 287 93, 348	2025E 60, 067 23, 903 736 -4, 871 4, 569 2, 635 87, 039	2026E 61, 514 24, 372 237 -4, 871 2, 564 2, 635 86, 451	2027E  62, 997 22, 754  -221  -4, 871  994 2, 635 84, 289	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 <b>盈利能力</b> 毛利率 净利率 ROE ROA <b>估值倍数</b> P/E P/S	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35% 13. 74% 8. 92%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82% 11. 84% 7. 77% 15. 98 2. 56	2. 25% 3. 72% -0. 68%  30. 81% 18. 70% 11. 71% 7. 75%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73% 11. 49% 7. 68%
を58,068 元) 2024 68,865 24,426 129 -4,871 512 4,287	2025E 60, 067 23, 903 736 -4, 871 4, 569 2, 635	2026E 61,514 24,372 237 -4,871 2,564 2,635	<b>2027E</b> 62, 997 22, 754 -221 -4, 871 994 2, 635	营收增长率 营业利润增长率 归母净利润增长率 经营现金流增长率 盈利能力 毛利率 净利率 ROE ROA	-3. 29% -1. 71% 4. 08% 34. 04% 20. 35% 13. 74% 8. 92%	-10. 73% -9. 55% -6. 76% 31. 76% 18. 82% 11. 84% 7. 77%	2. 25% 3. 72% -0. 68%  30. 81% 18. 70% 11. 71% 7. 75%	2. 25% 2. 89% -2. 50% 30. 93% 18. 73% 11. 49% 7. 68%
	2024  142, 415  16, 676  6, 232  2, 378  12, 482  24, 942  205, 125  59, 840  258, 715  27, 575  64, 776  4, 175  37, 862  452, 943  658, 068  1, 037  38, 205  53, 378  92, 620  29, 958  31, 538  61, 496  19, 869  68, 296  338, 701  426, 866	2024         2025E           142, 415         178, 644           16, 676         14, 991           6, 232         6, 142           2, 378         2, 415           12, 482         12, 945           24, 942         24, 267           205, 125         239, 404           59, 840         64, 184           258, 715         248, 505           27, 575         22, 979           64, 776         65, 267           4, 175         2, 088           37, 862         40, 362           452, 943         443, 384           658, 068         682, 788           1, 037         0           38, 205         40, 177           53, 378         54, 025           92, 620         94, 202           29, 958         22, 629           31, 538         31, 538           61, 496         54, 167           154, 116         148, 370           19, 869         68, 296           338, 701         359, 927           426, 866         448, 092	142, 415         178, 644         214, 861           16, 676         14, 991         15, 445           6, 232         6, 142         6, 328           2, 378         2, 415         2, 488           12, 482         12, 945         13, 521           24, 942         24, 267         24, 478           205, 125         239, 404         277, 121           59, 840         64, 184         68, 528           258, 715         248, 505         237, 933           27, 575         22, 979         18, 383           64, 776         65, 267         68, 149           4, 175         2, 088         0           37, 862         40, 362         40, 362           452, 943         443, 384         433, 356           658, 068         682, 788         710, 477           1, 037         0         0           38, 205         40, 177         41, 967           53, 378         54, 025         56, 300           92, 620         94, 202         98, 266           29, 958         22, 629         15, 522           31, 538         31, 538         31, 538           61, 496         54, 167         47, 060 <td>142, 415       178, 644       214, 861       248, 851         16, 676       14, 991       15, 445       15, 779         6, 232       6, 142       6, 328       6, 464         2, 378       2, 415       2, 488       2, 542         12, 482       12, 945       13, 521       13, 789         24, 942       24, 267       24, 478       24, 633         205, 125       239, 404       277, 121       312, 059         59, 840       64, 184       68, 528       72, 872         258, 715       248, 505       237, 933       227, 001         27, 575       22, 979       18, 383       13, 788         64, 776       65, 267       68, 149       70, 923         4, 175       2, 088       0       0         37, 862       40, 362       40, 362       40, 362         452, 943       443, 384       433, 356       424, 946         658, 068       682, 788       710, 477       737, 004         1, 037       0       0       0         38, 205       40, 177       41, 967       42, 798         53, 378       54, 025       56, 300       57, 410         92, 620       94, 202</td> <td>142, 415       178, 644       214, 861       248, 851       营业收入         16, 676       14, 991       15, 445       15, 779       营业成本         6, 232       6, 142       6, 328       6, 464       税金及附加         2, 378       2, 415       2, 488       2, 542       销售费用         12, 482       12, 945       13, 521       13, 789       管理费用         24, 942       24, 267       24, 478       24, 633       研发费用         205, 125       239, 404       277, 121       312, 059       财务费用         59, 840       64, 184       68, 528       72, 872       资产减值损失         258, 715       248, 505       237, 933       227, 001       信用减值损失         27, 575       22, 979       18, 383       13, 788       其他经营损益         4, 175       2, 088       0       0       公允价值变动损益         37, 862       40, 362       40, 362       40, 362       其他收益         452, 943       443, 384       433, 356       424, 946       其他收益         458, 068       682, 788       710, 477       737, 004       营业利润         1, 037       0       0       营业外收入         38, 205       40, 177       41, 967       42, 79</td> <td>  142,415</td> <td>  142,415</td> <td>2024         2025E         2026E         2027E         会计单度         2024         2025E         2026E           142,415         178,644         214,861         248,851         营业收入         338,375         331,000         341,013           16,676         14,991         15,445         15,779         营业成本         223,192         225,889         235,949           6,232         6,142         6,328         6,464         税金及附加         17,784         16,881         16,028           2,378         2,415         2,488         2,542         销售费用         491         480         495           12,482         12,945         13,521         13,789         管理费用         10,340         10,129         9,548           24,942         24,267         24,478         24,633         研发费用         2,727         2,668         2,748           205,125         239,404         277,121         312,059         财务费用         129         736         237           59,840         64,184         68,528         72,872         黄产处百         128         -125         -129           27,757         22,979         18,383         13,788         其他经营营场益         0         0         0     <!--</td--></td>	142, 415       178, 644       214, 861       248, 851         16, 676       14, 991       15, 445       15, 779         6, 232       6, 142       6, 328       6, 464         2, 378       2, 415       2, 488       2, 542         12, 482       12, 945       13, 521       13, 789         24, 942       24, 267       24, 478       24, 633         205, 125       239, 404       277, 121       312, 059         59, 840       64, 184       68, 528       72, 872         258, 715       248, 505       237, 933       227, 001         27, 575       22, 979       18, 383       13, 788         64, 776       65, 267       68, 149       70, 923         4, 175       2, 088       0       0         37, 862       40, 362       40, 362       40, 362         452, 943       443, 384       433, 356       424, 946         658, 068       682, 788       710, 477       737, 004         1, 037       0       0       0         38, 205       40, 177       41, 967       42, 798         53, 378       54, 025       56, 300       57, 410         92, 620       94, 202	142, 415       178, 644       214, 861       248, 851       营业收入         16, 676       14, 991       15, 445       15, 779       营业成本         6, 232       6, 142       6, 328       6, 464       税金及附加         2, 378       2, 415       2, 488       2, 542       销售费用         12, 482       12, 945       13, 521       13, 789       管理费用         24, 942       24, 267       24, 478       24, 633       研发费用         205, 125       239, 404       277, 121       312, 059       财务费用         59, 840       64, 184       68, 528       72, 872       资产减值损失         258, 715       248, 505       237, 933       227, 001       信用减值损失         27, 575       22, 979       18, 383       13, 788       其他经营损益         4, 175       2, 088       0       0       公允价值变动损益         37, 862       40, 362       40, 362       40, 362       其他收益         452, 943       443, 384       433, 356       424, 946       其他收益         458, 068       682, 788       710, 477       737, 004       营业利润         1, 037       0       0       营业外收入         38, 205       40, 177       41, 967       42, 79	142,415	142,415	2024         2025E         2026E         2027E         会计单度         2024         2025E         2026E           142,415         178,644         214,861         248,851         营业收入         338,375         331,000         341,013           16,676         14,991         15,445         15,779         营业成本         223,192         225,889         235,949           6,232         6,142         6,328         6,464         税金及附加         17,784         16,881         16,028           2,378         2,415         2,488         2,542         销售费用         491         480         495           12,482         12,945         13,521         13,789         管理费用         10,340         10,129         9,548           24,942         24,267         24,478         24,633         研发费用         2,727         2,668         2,748           205,125         239,404         277,121         312,059         财务费用         129         736         237           59,840         64,184         68,528         72,872         黄产处百         128         -125         -129           27,757         22,979         18,383         13,788         其他经营营场益         0         0         0 </td

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)。