

2025 年 12 月 22 日

投资评级： 增持（首次）

## 证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

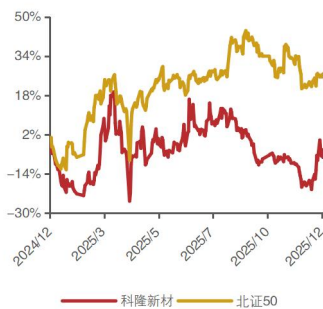
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 12 月 19 日

收盘价（元）	30.40
一年内最高/最低（元）	42.49/23.03
总市值（百万元）	2,472.14
流通市值（百万元）	1,677.65
总股本（百万股）	81.32
资产负债率（%）	17.20
每股净资产（元/股）	11.52

资料来源：聚源数据

## 科隆新材 (920098.BJ)

——多元布局橡塑新材料、辅助运输设备和军工配套产品，受益于煤机行业设备迭代

## 投资要点：

- **主营橡塑新材料和煤矿辅助运输设备，2024 年毛利率达 41.26%。**科隆新材主营业务为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。主要产品和服务包括橡塑新材料产品、煤矿辅助运输设备、维修服务和其他矿用配件。公司客户结构呈现出主要客户集中度较高的情况，主要是受煤炭行业头部集中效应的影响。其中，2024 年陕煤集团销售收入占比超过 30%。2024 年公司营收达 4.83 亿元，归母净利润达 8691 万元（yoy+4.25%）。
- **需求端受益于下游煤机制造行业设备机械化和更新换代。**液压组合密封件与液压软管属于橡塑产品类别，煤矿辅助运输设备则归属于煤炭机械领域。**橡塑产品行业：**2023 年，液气密行业总产值增长至 1,510 亿元，液压（含液力）产值为 768 亿元。2024 年 1-12 月，液气密产品进出口额 121.5 亿美元，同比增长 3.3%，实现贸易顺差 4.1 亿美元，行业产值持续稳定增长。我国胶管生产企业数量众多，2024 年我国胶管产量达 22.1 亿标米，同比增长 2.1%；2025 年，预计产量进一步增长至 22.8 亿标米，预计同比增长 3.2%。**煤炭机械行业：**煤矿井下除煤炭运输外的其他运输统称为辅助运输，其中煤机运输难度大、耗时长、危险性高，煤矿辅助运输设备的质量和运行效率直接关乎煤炭产量和开采效率。2023-2025 年，煤矿辅助运输设备年均增量需求可观，对应年均市场规模 9.30-15.52 亿元。尽管国家“双碳”目标对煤炭行业总体产量有所限制，但煤机市场潜在需求仍有增长空间，主要体现在以下两个方面：（1）**机械化率提升：**煤矿机械化率的提升是我国煤炭工业发展的核心目标之一。根据规划，到“十四五”末，煤矿采煤机械化程度将达到 90%以上，掘进机械化程度达到 75%以上。国家《煤矿智能化建设指南》要求，2025 年大型煤矿智能化率超 90%，推动煤机设备向电液控一体化升级，或将带动高性能密封件和胶管的需求增长。（2）**设备更新换代：**煤机设备工作环境恶劣，磨损严重，损耗率高。不同煤机产品的使用寿命存在差异，“三机”寿命一般为 3 至 5 年，“一架”寿命为 5 至 8 年。考虑到井下作业的特殊情况，液压支架等设备的实际平均使用寿命更短，因此现有煤机的更新换代需求成为当前煤机需求的主要来源。公司主要产品可分为液压组合密封件、液压软管和煤矿辅助运输设备三个主要类别。针对密封件产品的可比公司包括唯万密封和盛帮股份；针对液压软管的可比公司包括利通科技和矿益股份；针对煤矿辅助运输设备的可比公司包括亚通精工。
- **多元化布局橡塑新材料、辅助运输设备和军工配套产品，以创新驱动发展。**公司的技术与研发优势主要体现在橡塑新材料产品的研发能力和先进生产工艺两方面。一方面，公司能够根据产品用途研发对应特性的橡塑材料。公司拥有成型混炼胶成熟配方超 200 种，可研发生产具备耐油、耐酸碱、耐高低温、耐水及耐乳化液等不同特性的定制化橡胶胶料，满足不同客户差异化需求。另一方面，公司通过先进的生产工艺和制造设备，保证了产品生产效率和制造精度。2024 年，科隆新材在煤矿辅助运输设备、军工配套产品和煤机橡塑新材料产品方面取得了多项创新突破，包括在煤矿辅助运输设备方面，截至 2024 年 9 月，科隆新材针对煤矿机械“大采高”支架中 10 米世界最大液压支架的“130 吨级煤矿支架搬运设备研发”项目研发成功，目前已经进入批量量产阶段，实现订单交付；在军工配套产品方面，航天特车液压软管完成 6 个规格新品研发并签署技术协议，聚四氟乙烯软管国产化评审取得突破；在煤机

橡塑新材料产品方面，密封件领域完成 MDI 体系材料优化，“杆密封”材料性能可靠性有效提升等。公司深耕煤炭行业二十余年，目前已与陕煤集团、郑煤机、北煤机、平煤机、神华能源、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；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。公司募投的“军民两用新型合成材料液压管生产线建设项目”将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。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.04、1.20 和 1.43 亿元，对应 PE 为 23.9、20.6、17.3 倍。公司可比公司包括唯万密封、利通科技等，可比公司最新 2025 PE 均值为 28.3X。在技术方面，公司拥有多项核心技术，具备强大的定制化产品开发能力，尤其在军工领域的技术水平处于国内领先地位。在市场方面，公司通过多年的深耕细作，在多个行业积累了丰富的客户资源，并与煤炭、军工等行业的头部企业建立了长期稳定的合作关系。2025H1 公司橡塑新材料产品中的军工配套产品收入稳健增长，煤矿辅助运输设备收入大幅增长。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**行业市场风险、原材料价格波动的风险、客户集中度较高的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	442	483	560	640	760
同比增长率（%）	34.23%	9.46%	15.76%	14.41%	18.62%
归母净利润（百万元）	83	87	104	120	143
同比增长率（%）	60.41%	4.25%	19.26%	15.73%	19.24%
每股收益（元/股）	1.03	1.07	1.27	1.48	1.76
ROE（%）	13.73%	9.87%	10.85%	11.52%	12.50%
市盈率（P/E）	29.65	28.44	23.85	20.61	17.28

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 年归母净利润为 1.04、1.20 和 1.43 亿元，对应 PE 为 23.9、20.6、17.3 倍。公司可比公司包括唯万密封、利通科技等，可比公司最新 2025 PE 均值为 28.3X。

### 关键假设

结合公司主营业务产能逐步释放以及下游行业高景气带来的积极预期，我们假设如下：

（1）橡塑新材料产品：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +7%/+5%/+8%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.86/3.00/3.24 亿元；

（2）煤矿辅助运输设备：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +32%/+28%/+32%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.19/2.80/3.69 亿元；

（3）维修服务：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +9%/+10%/+10%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 0.32/0.36/0.39 亿元；

（4）其他矿用配件：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +15%/+14%/+14%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 0.09/0.10/0.11 亿元。

### 投资逻辑要点

**基本盘高可靠：**核心业务包括橡塑新材料产品（如液压组合密封件和液压软管）及煤矿辅助运输设备，两者构成稳定的收入来源。2024 年，橡塑新材料营收达 2.67 亿元，毛利率 49.72%，主要应用于煤炭、军工等行业；煤矿辅助运输设备营收 1.66 亿元，毛利率 29.53%，用于煤矿井下大型设备搬运。公司采用直销模式，客户集中度高，如陕煤集团 2024 年销售占比超 30%，体现了业务的可靠性和持续性。这些业务依托成熟的产品线和客户关系，为公司提供坚实盈利支撑。

**潜力盘高景气：**公司在橡塑新材料领域积极拓展军工、高铁和风电等高增长行业，展现出业务多元化潜力。军工领域受益于国防支出增长和密封件国产化率超 80%，公司已具备批量供货能力；高铁和风电行业作为新应用方向，技术储备和客户拓展有望驱动未来收入增量。这些潜力业务虽当前占比不高，但结合政策红利（如军工准入放宽）和行业需求上升，有望为公司长期增长提供新引擎。

**下游需求强劲：**煤炭行业受益于机械化率提升和设备更新换代，推动密封件和运输设备需求；军工行业因装备费用预算 2025 年增速达 7.2%，密封件应用空间扩大；煤炭产能稳定且智能化转型，进一步支撑“三机一架”等煤机市场稳定扩容。这些需求端因素或将共同保障公司产品的市场渗透率和销售可持续性。

### 核心风险提示

行业市场风险、原材料价格波动的风险、客户集中度较高的风险

## 内容目录

1. 行业：受益于下游煤机制造行业设备机械化和更新换代 .....	6
1.1. 需求：预计 2025 年中国煤矿密封件市场规模超 50 亿元 .....	6
1.2. 可比：包括唯万密封、盛帮股份、利通科技、亚通精工等 .....	8
2. 公司：主营橡塑新材料和煤矿辅助运输设备，2024 年毛利率达 41.26% .....	10
2.1. 业务：2024 年橡塑新材料、煤矿辅助运输设备分别营收 2.67 亿元、1.66 亿元 ...	10
2.2. 模式：2023–2024 年向陕煤集团销售金额占比均超过 30% .....	12
2.3. 财务：2024 年营收达 4.83 亿元，归母净利润达 8691 万元（yoy+4.25%） .....	13
3. 看点：多元化布局橡塑新材料、辅助运输设备和军工配套产品，以创新驱动发展 ....	14
3.1. 技术：定制化研发能力和先进生产工艺，拥有成型混炼胶成熟配方超 200 种 .....	14
3.2. 布局：以橡塑材料研发为核心，纵向深耕煤炭行业，横向拓展军工等新市场 .....	15
3.3. 募投：项目建成后新型合成材料液压管生产线可实现年产 120 万米产能 .....	17
4. 盈利预测与评级 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

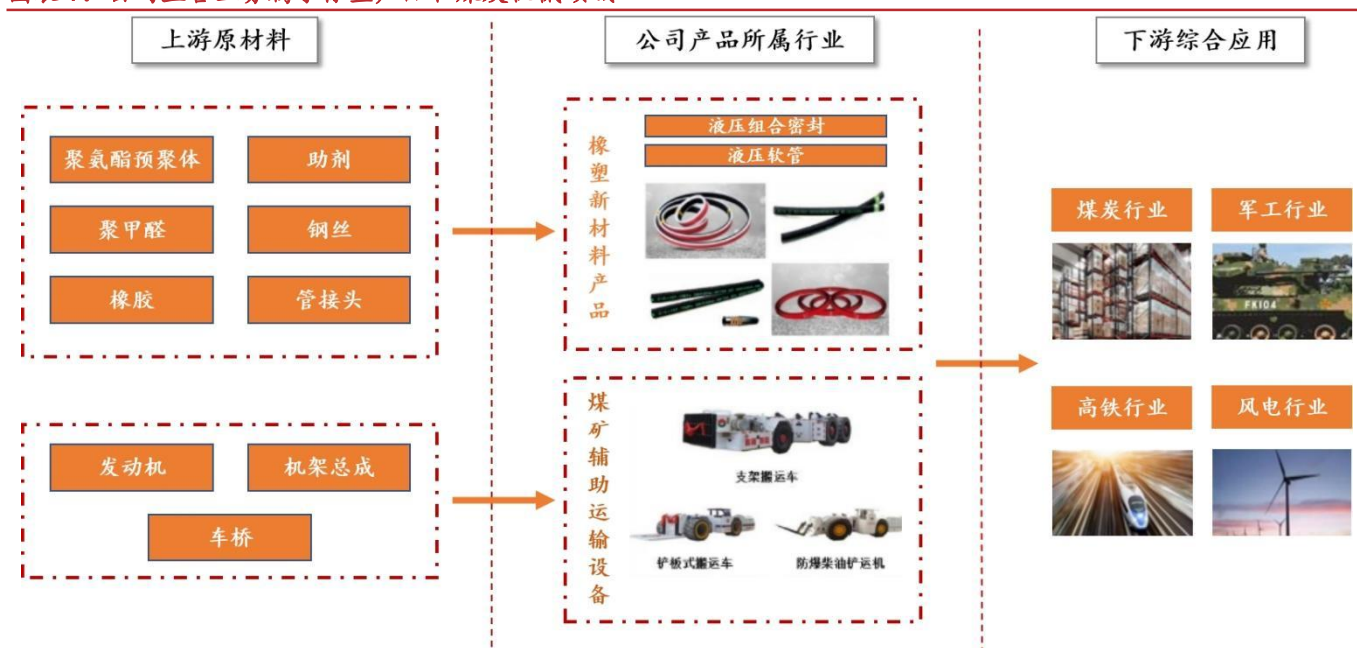
图表 1： 公司主营业务属于橡塑产品和煤炭机械领域 .....	6
图表 2： 2023 年我国液气密行业总产值 1,510 亿元 .....	7
图表 3： 预计 2025 年中国胶管产量达 22.8 亿标米 .....	7
图表 4： 2020 年 6 月-2025 年 6 月中国煤炭固定资产投资总体保持正向增长 .....	7
图表 5： 2024 年我国国防支出 16909.43 亿元，同比增长 6.99% .....	8
图表 6： 科隆新材可比公司包括唯万密封、利通科技和亚通精工等 .....	9
图表 7： 公司实际控制人系邹威文、穆倩夫妇，二人合计持有 40.45% 的公司股份 .....	10
图表 8： 公司主要产品包括橡塑新材料产品、煤矿辅助运输设备等 .....	11
图表 9： 2024 年公司橡塑新材料产品营收 2.67 亿元 .....	12
图表 10： 2024 年公司橡塑新材料毛利率 49.72% .....	12
图表 11： 2023-2024 年公司向陕煤集团销售金额占比均超过 30% .....	12
图表 12： 2024 年营收达 4.83 亿元，归母净利润达 8691 万元（yoy+4.25%） .....	13
图表 13： 公司技术优势体现在定制化研发能力和先进生产工艺 .....	14
图表 14： 2024 年科隆新材核心业务取得了多项创新突破 .....	15
图表 15： 陕煤集团公司领导莅临科隆新材调研指导 .....	16
图表 16： 科隆新材参加第二十届新疆煤博会 .....	16
图表 17： 科隆新材参加第十三届太原煤博会 .....	16
图表 18： 公司募投项目拟投入募集资金 21,000 万元 .....	17
图表 19： 科隆新材可比公司估值表（截至 20251219） .....	18



## 1. 行业：受益于下游煤机制造行业设备机械化和更新换代

科隆新材主营业务聚焦于液压组合密封件、液压软管等橡塑新材料产品，以及煤矿辅助运输设备，全面覆盖研发、生产、销售与维修服务环节。其中，**液压组合密封件与液压软管属于橡塑产品类别**，**煤矿辅助运输设备则归属于煤炭机械领域**。橡塑产品主要原材料包括聚氨酯预聚体、聚甲醛、橡胶及各类助剂、钢丝、管接头等，下游主要包括煤炭行业、军工行业、风电行业和高铁行业；煤矿辅助运输设备主要原材料为发动机、机架总成、车桥等特车零部件。

图表 1：公司主营业务属于橡塑产品和煤炭机械领域



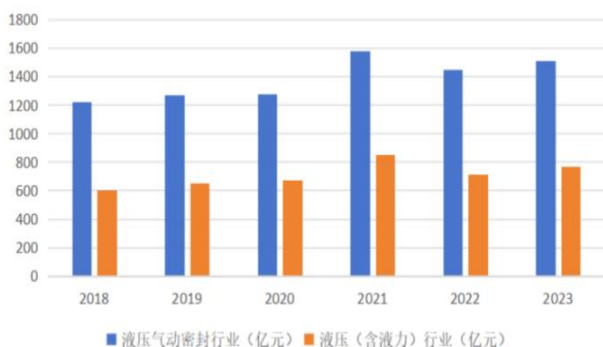
资料来源：科隆新材招股书、科隆新材 2024 年年报、华源证券研究所

### 1.1. 需求：预计 2025 年中国煤矿密封件市场规模超 50 亿元

**液压支架组合密封件：**据中国液压气动密封件工业协会数据，2022 年液气密行业总产值达 1,447 亿元，其中液压（含液力）产值 712 亿元；2023 年，液气密行业总产值增长至 1,510 亿元，液压（含液力）产值为 768 亿元。2024 年 1-12 月，液气密产品进出口额 121.5 亿美元，同比增长 3.3%，实现贸易顺差 4.1 亿美元，彰显出产品在国际市场具备一定竞争力，行业产值持续稳定增长。预计 2025 年，中国煤矿密封件市场规模或将突破 50 亿元。**液压软管：**据中国橡胶工业协会数据，我国胶管生产企业数量众多，已发展到 1,000 多家，其中规模以上企业达 300 多家，产品产量、质量、结构和企业效益均取得显著进步。近年来，液压软管产量稳步增长，2024 年，我国胶管产量达 22.1 亿标米，同比增长 2.1%；2025 年，预计产量进一步增长至 22.8 亿标米，预计同比增长 3.2%，2025 年，高压胶管全球市场规模预计达 200 亿美元，亚太地区占比预计提升至 45%，其中中国市场份额预计提升至 38%，国内高端产品领域市场竞争力有望进一步增强。**煤矿辅助运输设备：**参考公司 2024 年年报，运输是

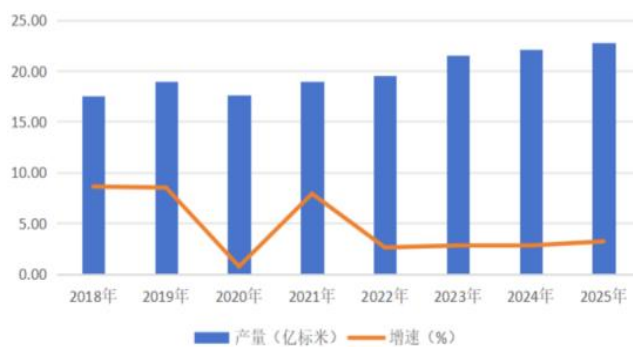
煤矿生产的关键环节，分为主运输和辅助运输。煤矿井下除煤炭运输外的其他运输统称为辅助运输，其中煤机运输难度大、耗时长、危险性高，煤矿辅助运输设备的质量和运行效率直接关乎煤炭产量和开采效率。我国无轨胶轮辅助运输设备发展迅猛，本土企业在引进国外技术的基础上，积极研发具有自主知识产权的设备，提升了国产化水平。2023-2025 年，煤矿辅助运输设备年均增量需求可观，对应年均市场规模 9.30-15.52 亿元。

图表 2：2023 年我国液气密行业总产值 1,510 亿元



资料来源：中国液压气动密封件工业协会、华源证券研究所

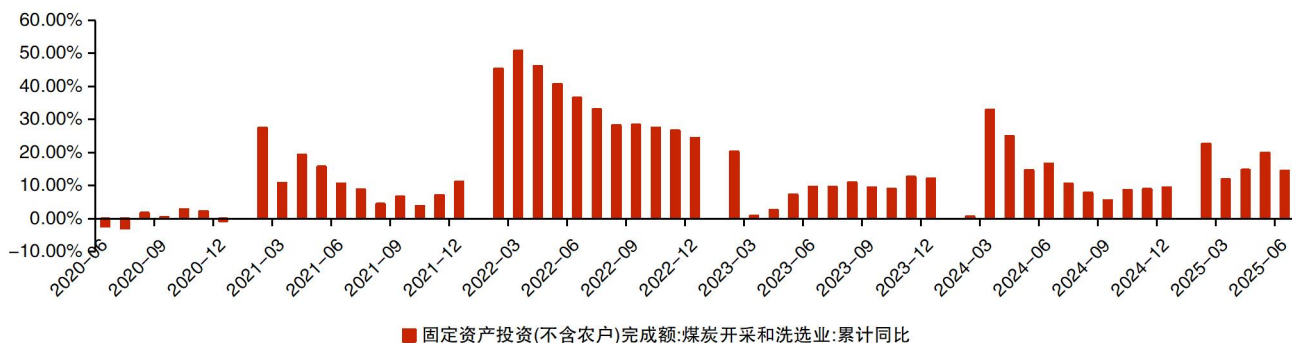
图表 3：预计 2025 年中国胶管产量达 22.8 亿标米



资料来源：中国橡胶工业协会、华源证券研究所

**下游煤机制造行业：**尽管国家“双碳”目标对煤炭行业总体产量有所限制，但煤机市场潜在需求仍有增长空间，主要体现在以下两个方面：（1）**机械化率提升：**煤矿机械化率的提升是我国煤炭工业发展的核心目标之一。根据规划，到“十四五”末，煤矿采煤机械化程度将达到 90%以上，掘进机械化程度达到 75%以上。国家《煤矿智能化建设指南》要求，2025 年大型煤矿智能化率超 90%，推动煤机设备向电液控一体化升级，或将带动高性能密封件和胶管的需求增长。（2）**设备更新换代：**煤机设备工作环境恶劣，磨损严重，损耗率高。不同煤机产品的使用寿命存在差异，“三机”寿命一般为 3 至 5 年，“一架”寿命为 5 至 8 年。考虑到井下作业的特殊情况，液压支架等设备的实际平均使用寿命更短，因此现有煤机的更新换代需求成为当前煤机需求的主要来源。根据国家统计局数据，2020 年 6 月-2025 年 6 月我国煤炭固定资产投资总体保持正向增长，显示出煤机行业稳定的市场需求和增长潜力。

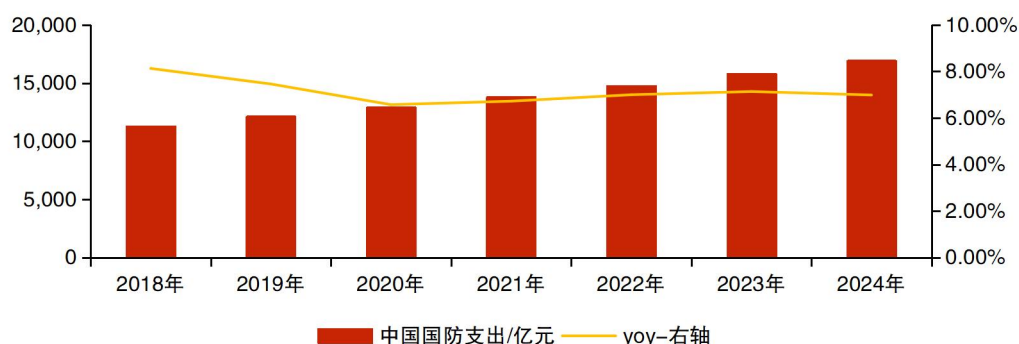
图表 4：2020 年 6 月-2025 年 6 月中国煤炭固定资产投资总体保持正向增长



资料来源：国家统计局、iFinD、华源证券研究所

**下游军工行业：**参考公司招股书，国防工业是我国国防现代化建设的重要支柱，密封件和液压软管等橡塑新材料产品在军工领域应用广泛。近年来，我国国防支出保持适度稳定增长，装备费用占比不断提高，为军工业务提供了充足的市场空间。同时，军工行业政策的推进，使得具备技术优势的民营企业能够进入军工装备供应体系。由于军工行业具有准入门槛高、品质要求严等特性，技术先进的民营企业有望受益政策红利。2025 年，我国国防装备费用预算增速达 7.2%，为军工橡塑零部件市场打开了增长空间，预计军工密封件国产化率超过 80%。

**图表 5：2024 年我国国防支出 16909.43 亿元，同比增长 6.99%**



资料来源：财政部、iFinD、华源证券研究所

**煤炭行业应用：**我国是全球最大的煤炭生产和消费国，煤炭在我国能源结构中占据主导地位，预计未来一段时间内，煤炭产能和产量将保持稳定。国际形势的变化增加了煤炭进口的难度，凸显了煤炭保供增产的战略意义。国家发改委和国家能源局提出建立煤炭产能储备制度，保障国家能源安全。根据公司 2024 年年报，未来我国煤炭消费总量将小幅增长，煤炭需求在 2029-2037 年或将处于峰值平台期，不会出现大幅下滑。煤炭供给侧结构性改革淘汰了落后产能，使煤炭生产更加科学有序，产量波动逐渐趋于平缓。煤矿智能化作为煤炭工业高质量发展的核心支撑，或将推动煤炭行业向智能化转型，提升整体产能。随着智能化的推进，更多煤炭产能或将向头部企业集中，带动“三机一架”等煤机市场需求稳定增长。

## 1.2. 可比：包括唯万密封、盛帮股份、利通科技、亚通精工等

公司主要产品可分为液压组合密封件、液压软管和煤矿辅助运输设备三个主要类别。针对密封件产品的可比公司包括唯万密封和盛帮股份；针对液压软管的可比公司包括利通科技和矿益股份；针对煤矿辅助运输设备的可比公司包括亚通精工。



图表 6：科隆新材可比公司包括唯万密封、利通科技和亚通精工等

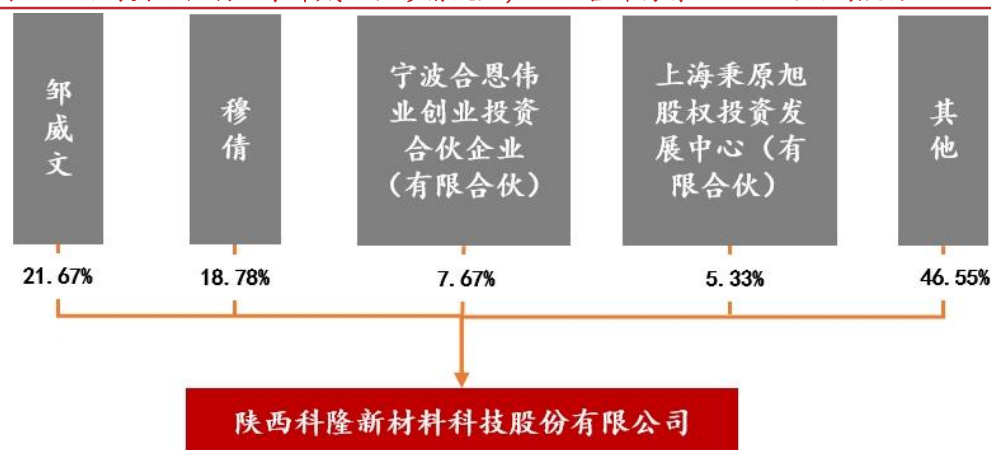
业务	公司名称	主营业务	主要产品	产品应用行业	主要客户
密封件	唯万密封 (301161.SZ)	液压气动密封产品研发、生产和销售	液压密封件、液压密封包等 液压密封产品，以及气动密封件、油封、履带密封等其他密封产品	工程机械、煤机	三一集团、中联重科、郑煤机、神东煤炭集团等工程机械、煤炭和煤机行业的国内龙头企业
	盛帮股份 (301233.SZ)	橡胶高分子材料制品研发、生产和销售	密封件、垫片、电气橡胶件等	汽车、电气、航空	上汽集团、上汽通用、长城汽车、吉利汽车、比亚迪、江淮汽车等整车厂
液压软管	利通科技 (920225.BJ)	液压橡胶软管及软管总成的研发、生产和销售	各类高、中、低压钢丝增强软管、纤维增强软管、橡塑复合多功能软管、石油钻采软管、软管总成等产品	工程机械、煤机、化工、石油钻采、食品	三一重工、宇通重工、郑煤机、徐工集团、双汇集团、洛阳一拖、山河智能等知名企业
	矿益股份 (837523.NQ)	橡胶软管的研究、生产和销售	超高压钢丝缠绕液压橡胶软管、高压钢丝编织液压橡胶软管及胶管组合件、胶管组合件接头	煤机、工程机械、建筑机械、石油化工	中国平煤神马集团所属各矿山企业
煤矿辅助运输设备	亚通精工 (603190.SH)	汽车零部件和矿用辅助运输设备的研发、生产、销售和服务	矿用辅助运输设备产品包括防爆柴油机混凝土搅拌运输车、防爆柴油机湿式混凝土喷射车、支架搬运车、铲板式搬运车等	煤矿、金属矿山	国家能源集团、晋能控股、陕煤集团、山东黄金等矿资源生产企业
/	科隆新材 (920098.BJ)	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	煤矿用液压组合密封件和液压软管等橡塑新材料产品；煤矿辅助运输设备包括液压支架搬运车等；军用密封、软管及特种橡塑制品	煤炭煤机、军工	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

资料来源：科隆新材招股书、华源证券研究所

## 2. 公司：主营橡塑新材料和煤矿辅助运输设备，2024 年毛利率达 41.26%

科隆新材主营业务为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。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的控股股东及实际控制人系邹威文、穆倩夫妇，二人合计持有公司股份的比例为 40.45%。

图表 7：公司实际控制人系邹威文、穆倩夫妇，二人合计持有 40.45% 的公司股份

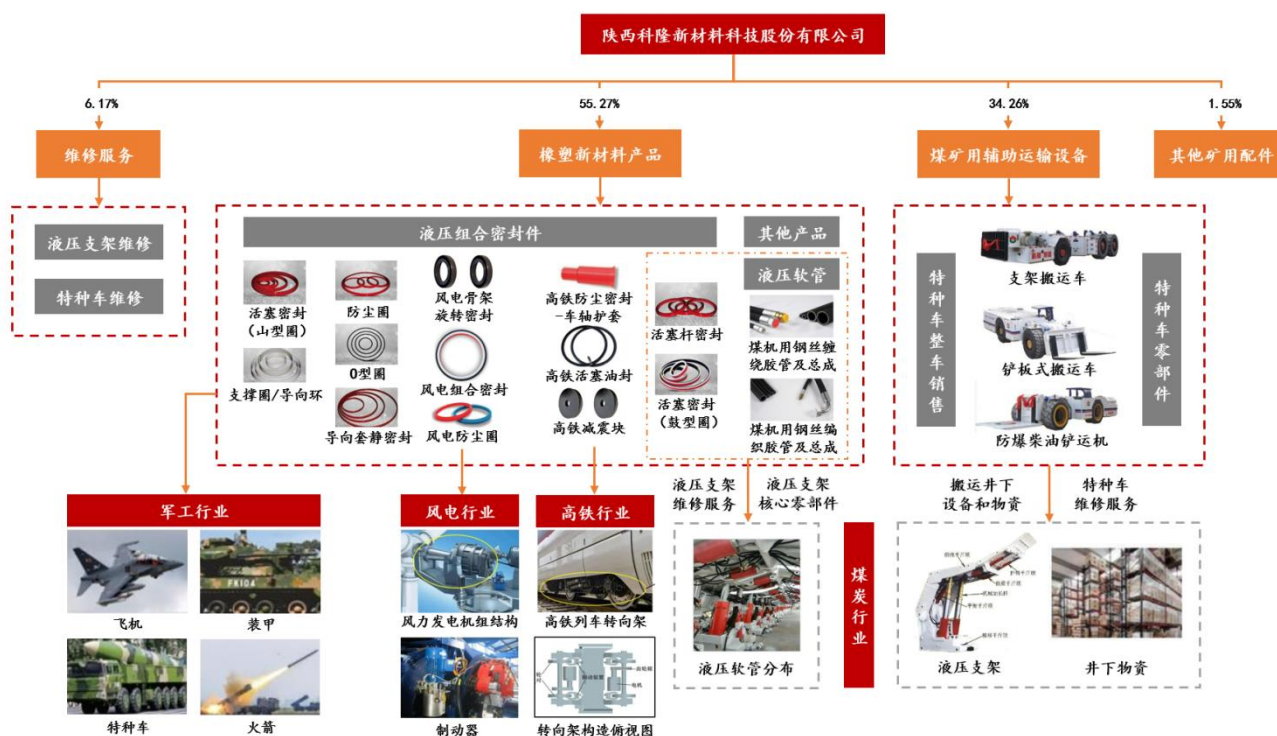


资料来源：科隆新材 2025 年中报、华源证券研究所 注：数据截至 2025 年 6 月 30 日

### 2.1. 业务：2024 年橡塑新材料、煤矿辅助运输设备分别营收 2.67 亿元、1.66 亿元

公司主要产品和服务包括**橡塑新材料产品、煤矿辅助运输设备、维修服务和其他矿用配件**。其中，**橡塑新材料产品**为综采煤机液压支架的核心零部件，主要包括**液压组合密封件、液压软管和其他橡塑产品**三类，这三类产品在煤炭、军工和其他行业中均有不同程度的应用；**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。此外，公司还积极向高铁和风电行业进行业务拓展，具备向客户批量供货的能力。

图表 8：公司主要产品包括橡塑新材料产品、煤矿辅助运输设备等

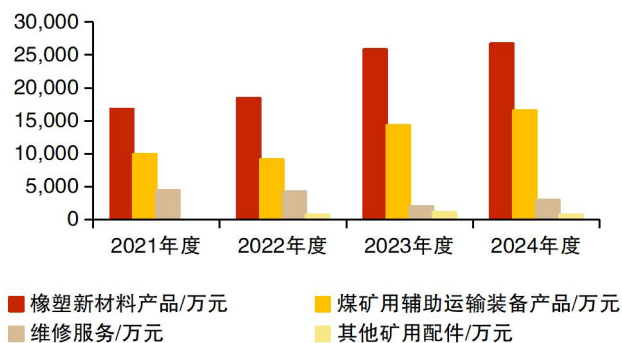


资料来源：科隆新材招股书、iFinD、华源证券研究所 注：图中数据为 2024 年营收占比

**收入情况：**2024 年公司橡塑新材料产品、煤矿辅助运输设备、维修服务和其他矿用配件营收分别为 2.67 亿元、1.66 亿元、0.30 亿元和 0.08 亿元，2025H1 营收分别为 1.04 亿元、0.89 亿元、0.12 亿元和 0.07 亿元。2023 年橡塑新材料产品收入同比增长 40.28%，主要是由于煤炭企业经过近几年良好收益的积累，投资扩产、设备更新和智能化改造等固定资产投资意愿增强，液压支架市场需求较为充足。2023 年煤矿辅助运输设备收入同比增加 56.86%，主要是由于：一是当期向新客户销售 19 辆煤矿辅助运输设备实现收入 4,148.67 万元；二是部分原有客户销售量提高。2024 年维修服务收入同比增加 46.11%，主要系随着市场需求的增长、客户群体的积累和行业口碑的传递，使老客户和新拓展客户的煤矿辅助运输设备维修业务同比增加。2024 年其他矿用配件收入同比减少 31.04%，主要系公司交付的矿用配件批次、规格型号不同而导致收入、成本及毛利率同比变化。

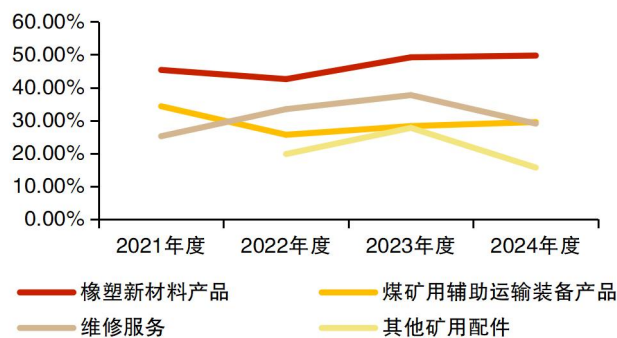
**毛利率情况：**2023 年、2024 年公司橡塑新材料产品的毛利率分别为 49.20%、49.72%，煤矿辅助运输设备的毛利率分别为 28.30%、29.53%，维修服务的毛利率分别为 37.71%、29.06%，其他矿用配件的毛利率分别为 27.75%、15.71%。公司橡塑新材料产品和煤矿辅助运输设备的毛利率基本保持稳定，维修服务的毛利率波动较大，主要是由于维修服务具有“非标准化”特征，送修的设备类型、故障原因、损坏程度、修理标准、更换的材料或零配件等方面存在较大差异。

图表 9：2024 年公司橡塑新材料产品营收 2.67 亿元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 10：2024 年公司橡塑新材料毛利率 49.72%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

## 2.2. 模式：2023-2024 年向陕煤集团销售金额占比均超过 30%

公司采取“以产定购，适量备货”的采购模式，原材料是日常经营中的主要采购类别。橡塑产品主要原材料包括聚氨酯预聚体、聚甲醛、橡胶及各类助剂、钢丝、管接头等；煤矿辅助运输设备主要原材料为发动机、机架总成、车桥等汽车零部件。公司设有专门的销售部门，分为销售外勤和销售内勤两个团队协同进行销售管理，公司销售以直销为主，不同业务的具体销售模式有所差异。2023-2024 年，公司前五大集团客户（按照所属集团归类排名）累计销售量占当期销售总额比重高于 50%，公司客户结构呈现出主要客户集中度较高的情况，主要是受煤炭行业头部集中效应的影响。其中，陕煤集团销售收入占比连续两年超过 30%。公司主要客户包括大型煤矿和煤机企业，主要为国有企业或知名的民营企业等，内部控制严格，对供货稳定性和质量可靠性要求较高，通常倾向于长期合作，公司采用公开、公平的手段或方式独立获取业务，相关的业务具有稳定性以及可持续性。

图表 11：2023-2024 年公司向陕煤集团销售金额占比均超过 30%

序号	客户	销售金额（万元）	年度销售占比
2024 年度			
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	18228.34	37.70%
2	郑州煤矿机械集团股份有限公司	2451.51	5.07%
3	晋能控股集团有限公司	2314.01	4.79%
4	榆林瑞恒建设工程有限公司	2268.47	4.69%
5	飞羿嘉骅（上海）企业管理有限公司	1845.91	3.82%
	合计	27108.24	56.07%
2023 年度			
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	15257.18	34.55%
2	郑州煤矿机械集团股份有限公司	2661.82	6.03%
3	中国中煤能源集团有限公司	2588.79	5.86%
4	中国船舶集团有限公司	1516.38	3.43%
5	榆林瑞恒建设工程有限公司	1402.83	3.18%
	合计	23427.00	53.04%

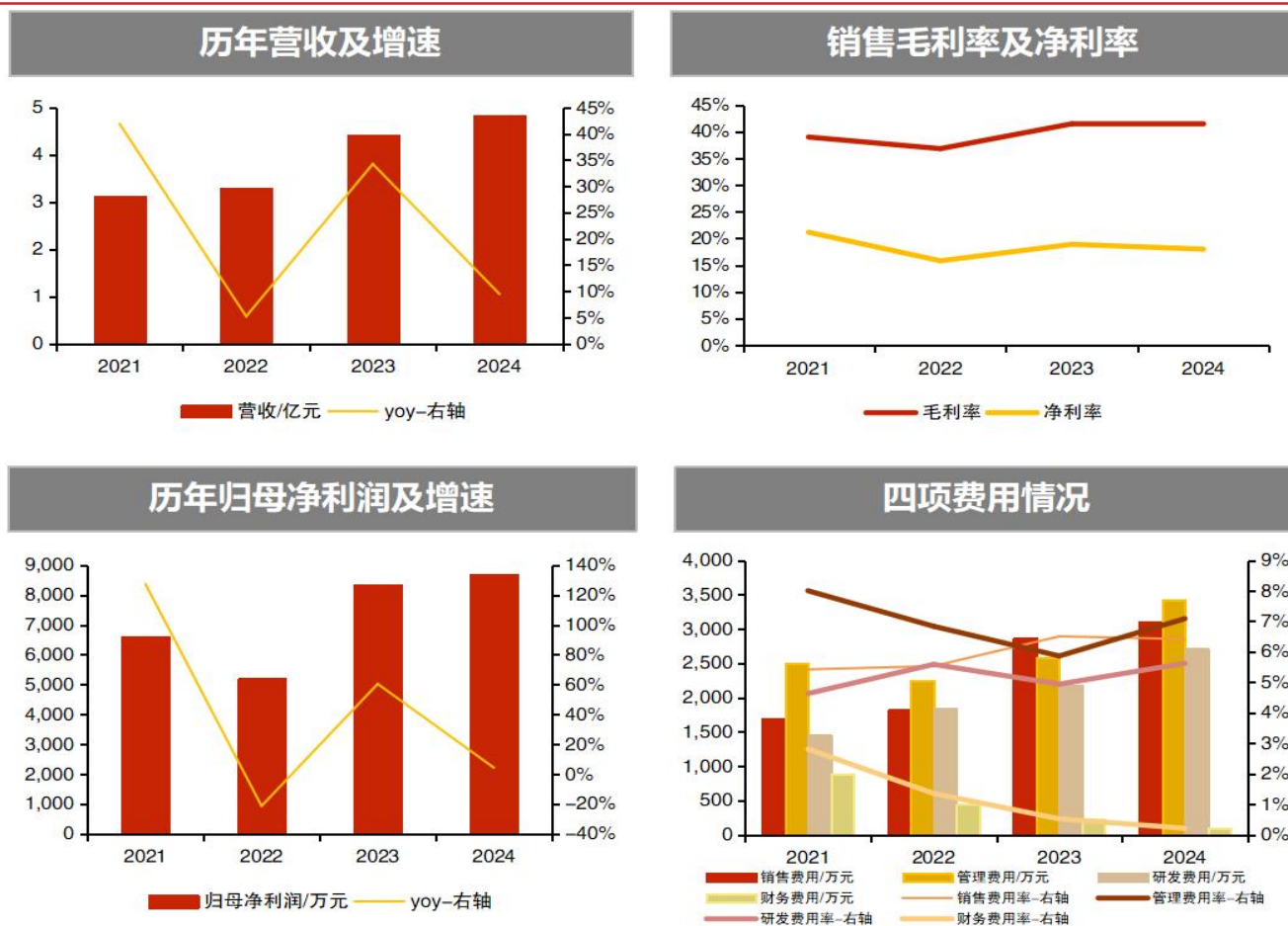
资料来源：科隆新材招股书、科隆新材 2024 年年报、华源证券研究所



## 2.3. 财务：2024 年营收达 4.83 亿元，归母净利润达 8691 万元（yoy+4.25%）

**营收方面：**2022 年-2024 年公司营收持续增长，2023 年营收达 4.42 亿元（yoy+34.23%），2024 年营收达 4.83 亿元（yoy+9.46%），2024 年营收增长主要系煤矿辅助运输设备营收增加所致。**利润方面：**公司归母净利润从 2021 年的 6612.16 万元增长至 2024 年的 8691.35 万元（yoy+4.25%），2021-2024 年年均复合增长率为 9.54%，2024 年增长主要系公司开拓优质客户和研发项目的推进所致。**盈利能力方面：**2022 年-2024 年公司毛利率分别为 36.79%、41.45%和 41.26%，公司整体毛利率维持行业高位，主要得益于高附加值产品结构优化：高端液压组合密封件、高压液压软管等核心产品销售占比提升，煤矿辅助运输设备新品成功推向市场，叠加军工等新兴领域高利润订单逐步放量，驱动盈利质量持续改善。**成本管控方面：**2021-2024 年公司期间费用率分别为 20.85%、19.30%、17.82%和 19.33%，2024 年管理费用较上期增加 32.35%，主要系会议费增加、2023 年 6 月综合办公楼交付使用致使折旧同比增加及管理人员薪酬增长所致。

图表 12：2024 年营收达 4.83 亿元，归母净利润达 8691 万元（yoy+4.25%）



资料来源：Wind、华源证券研究所

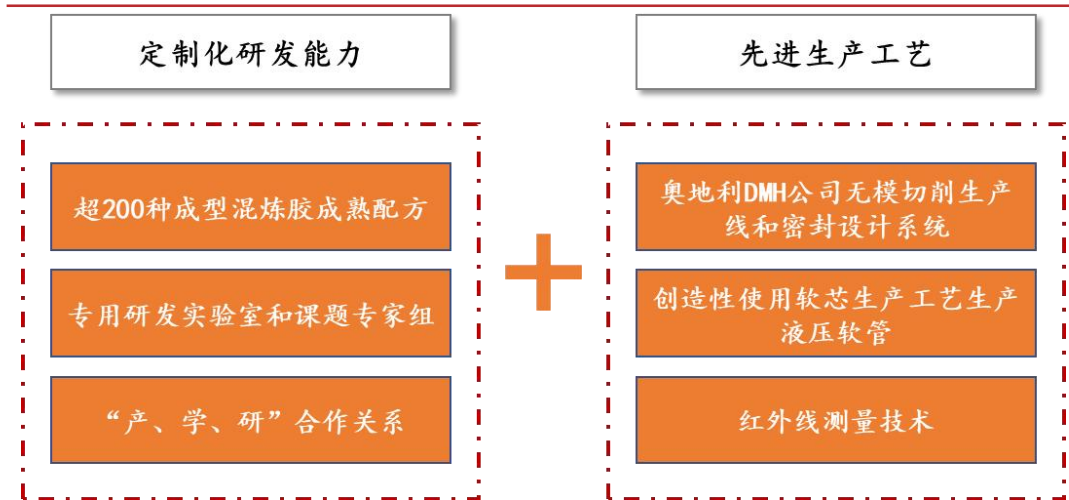


### 3. 看点：多元化布局橡塑新材料、辅助运输设备和军工配套产品，以创新驱动发展

#### 3.1. 技术：定制化研发能力和先进生产工艺，拥有成型混炼胶成熟配方超 200 种

公司是首批国家级专精特新“小巨人”企业、工信部和财政部第三批重点支持的“小巨人”企业、高新技术企业、“陕西省隐形冠军创新能力提升项目”企业。公司还荣获中国橡胶工业协会橡胶制品行业“科技创新企业”，液压用组合式密封件产品荣获 2023 年度“橡胶制品行业单项冠军产品”称号，2024 年成为中国橡胶工业协会橡胶制品分会“理事单位”。公司的技术与研发优势主要体现在橡塑新材料产品的研发能力和先进生产工艺两方面。一方面，公司能够根据产品用途研发对应特性的橡塑材料。公司拥有成型混炼胶成熟配方超 200 种，可研发生产具备耐油、耐酸碱、耐高低温、耐水及耐乳化液等不同特性的定制化橡胶胶料，满足不同客户差异化需求。公司配备专用研发实验室和课题专家组，可快速完成“客户需求分析”、“技术方案论证”、“产品联合试制”、“实验室环境检测”和“样品供应”等产品研发过程。公司已与西安交通大学、西安科技大学、西北工业大学、长安大学等多所国内著名高校建立“产、学、研”合作关系，共同探索橡塑新材料产品前沿应用领域。另一方面，公司通过先进的生产工艺和制造设备，保证了产品生产效率和制造精度。液压组合密封方面，公司率先在国内引入奥地利 DMH 公司无模切削生产线和密封设计系统，并结合国内煤机客户应用需求进行国产化改良，大幅度提高密封件加工精度和效率；液压软管方面，公司在意大利编织、缠绕生产线和美国推压生产线基础上进行工艺改良，创造性使用软芯生产工艺生产液压软管，突破传统工艺模式下单根胶管长度限制；此外，公司还引入红外线测量技术，对液压软管半成品胶层厚度进行自动化测量，尺寸精度控制较传统游标卡尺分段测量方式大幅提高。

图表 13：公司技术优势体现在定制化研发能力和先进生产工艺



资料来源：科隆新材招股书、华源证券研究所

2024 年，科隆新材在煤矿辅助运输设备、军工配套产品和煤机橡塑新材料产品方面取得了多项创新突破，包括在煤矿辅助运输设备方面，截至 2024 年 9 月，科隆新材针对煤矿机械“大采高”支架中 10 米世界最大液压支架的“130 吨级煤矿支架搬运设备研发”项目研发成功，目前已经进入批量量产阶段，实现订单交付；在军工配套产品方面，航天特车液压软管完成 6 个规格新品研发并签署技术协议，聚四氟乙烯软管国产化评审取得突破；在煤机橡塑新材料产品方面，密封件领域完成 MDI 体系材料优化，“杆密封”材料性能可靠性有效提升等。

图表 14：2024 年科隆新材核心业务取得了多项创新突破

核心业务	创新突破
煤矿辅助运输设备	截至 2024 年 9 月，科隆新材针对煤矿机械“大采高”支架中 10 米世界最大液压支架的“130 吨级煤矿支架搬运设备研发”项目研发成功，目前已经进入批量量产阶段，实现订单交付。
	全年新研发 4 款车型，“WC110Y 支架搬运车”获“首台套”重大技术装备认定，完成 6 款车型安标认证更换；60 吨纯电铲板车完成整车系统研发，智能化、绿色化产品布局加速；装配工艺改进推动效率提升 10%，车型结构与外观优化完成。
军工配套产品	航天特车液压软管完成 6 个规格新品研发并签署技术协议，聚四氟乙烯软管国产化评审取得突破，某超高压新型产品 5 种规格研发推进，部分通过 100 万次脉冲试验；新型减震产品研制完成。
	“聚四氟乙烯软管研制及产业化”“车辆及大驱减震生产线建设”项目获陕西省“重点研发计划”及“省级制造业高质量发展”专项资金支持，“特种车辆进气口密封罩”产品获省级新材料首批次应用奖励。
煤机橡塑新材料产品	密封件领域完成 MDI 体系材料优化，“杆密封”材料性能可靠性有效提升。纯水支架密封已突破关键技术、正在进行产品批量前的中试测试；液压软管通过高密度编织、大口径缠绕工艺升级及环保胶料技术储备，巩固高压胶管细分领域领先地位。
	国内“大采高支架”6 米以上高可靠性强力大采高液压支架配套组合密封、高压胶管产品，皆由科隆新材率先研制成功并投入工业应用，创造多项“行业首台配套”记录。

资料来源：科隆新材 2024 年年报、科隆新材公告、华源证券研究所

### 3.2. 布局：以橡塑材料研发为核心，纵向深耕煤炭行业，横向拓展军工等新市场

公司自创立以来确立了“一体两翼”的发展战略。“一体”是指以橡塑材料研发为核心、以橡塑产品设计和生产为驱动，向煤炭行业客户提供定制化产品的核心业务方向；“两翼”分别是指以煤矿辅助运输设备、维修和其他矿用配件等业务为突破纵向深耕煤炭行业，和以定制化橡塑产品为突破横向拓展军工等下游应用行业的两个战略发展方向。通过技术创新与产业链协同两大驱动引擎，推动企业向高端化、智能化、绿色化转型，实现可持续发展。公司深耕煤炭行业二十余年，目前已与陕煤集团、郑煤机、北煤机、平煤机、神华能源、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，能够深刻理解客户需求，大幅降低沟通成本，围绕客户需求进行产品研发和业务拓展，并为客户提供定制化产品和专业、及时的售前咨询、售后维护服务。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。

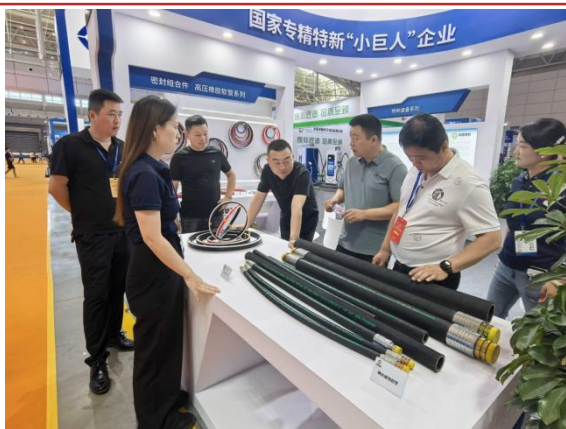
图表 15：陕煤集团公司领导莅临科隆新材调研指导



资料来源：科隆新材官网、华源证券研究所

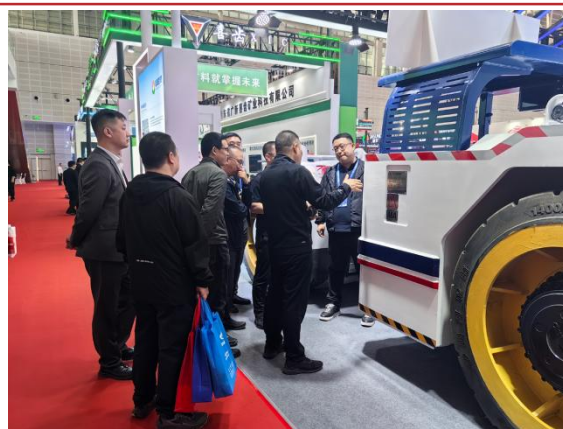
2024 年，围绕密封件、高压胶管、煤矿辅助运输设备三大核心业务，公司优化销售管理体系，组建“技术+销售”联合服务团队，为重点客户及区域提供全流程技术支持。煤矿辅助运输装备业务成功开拓新市场，延伸特车租赁、维修及配件销售服务，维修收入同比增长 46.11%；军工领域依托技术优势与质量可靠性，军品收入同比增长 30.88%，订单量显著提升。公司深度参与军工企业及科研院所项目，提升行业影响力；与头部企业建立长期合作，通过精准需求对接优化产品服务，全年新增民品客户 24 家、军品客户 12 家，子公司迈纬尔新增客户 10 家并实现批量供货。此外，公司 60 吨纯电铲板车完成整车系统研发，智能化、绿色化产品布局加速。2024 年公司共参加 2 场国际展会（德国汉诺威工业展、俄罗斯矿业展）及 7 场国内展会（珠海航展、新疆煤博会、深圳军博会、广交会等），2025 年又先后参加第十三届太原煤博会和第二十届新疆煤博会，进一步拓展了渠道与品牌影响力。

图表 16：科隆新材参加第二十届新疆煤博会



资料来源：科隆新材官网、华源证券研究所

图表 17：科隆新材参加第十三届太原煤博会



资料来源：科隆新材官网、华源证券研究所



### 3.3. 募投：项目建成后新型合成材料液压管生产线可实现年产120 万米产能

公司募投项目包括“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”。“军民两用新型合成材料液压管生产线建设项目”将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。“研发中心建设项目”完成后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实验室，具备技术咨询、技术指导、技术服务等功能。

图表 18：公司募投项目拟投入募集资金 21,000 万元

募集资金用途	调整后投资总额 (万元)	累计投入金额(万元)	投入进度	项目达到预定可使用状态日期
军民两用新型合成材料液压管生产线建设项目	15705.66	788.27	5.02%	2028 年 12 月 31 日
研发中心建设项目	4794.34	84.71	1.77%	2026 年 12 月 31 日
数字化工厂建设项目	500	0	0.00%	2026 年 12 月 31 日
合计	21000.00	872.98	-	-

资料来源：科隆新材公告、华源证券研究所 注：数据截至 20250630

## 4. 盈利预测与评级

结合公司主营业务产能逐步释放以及下游行业高景气带来的积极预期，我们假设如下：

（1）橡塑新材料产品：预计收入稳定增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +7%/+5%/+8%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 2.86/3.00/3.24 亿元；

（2）煤矿辅助运输设备：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +32%/+28%/+32%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 2.19/2.80/3.69 亿元；

（3）维修服务：预计收入稳定增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +9%/+10%/+10%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.32/0.36/0.39 亿元；

（4）其他矿用配件：预计收入稳定增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +15%/+14%/+14%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.09/0.10/0.11 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.04、1.20 和 1.43 亿元，对应 PE 为 23.9、20.6、17.3 倍。公司可比公司包括唯万密封、利通科技等，可比公司最新 2025 PE 均值为 28.3X。在技术方面，公司拥有多项核心技术，具备强大的定制化产品开发能力，尤其在军工领域的技术水平处于国内领先地位。在市场方面，公司通过多年的深耕细作，在多个行业积累了丰富的客户资源，并与煤炭、军工等行业的头部企业建立了长期稳定的合作关系。2025H1 公司橡塑新材料产品中的军工配套产品收入稳健增长，煤矿辅助运输设备收入大幅增长。我们看好公司未来发展潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 19：科隆新材可比公司估值表（截至 20251219）

公司名称	股票代码	最新收盘价(元/股)	最新总市值(亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
唯万密封	301161.SZ	30.70	36.84	0.85	1.21	1.59	36.1	25.4	19.3
利通科技	920225.BJ	30.08	38.18	0.98	1.17	1.39	30.7	25.8	21.7
中密控股	300470.SZ	36.50	75.91	2.01	2.28	2.60	18.2	16.0	14.1
均值							28.3	22.4	18.4
科隆新材	920098.BJ	30.40	24.72	1.27	1.48	1.76	23.9	20.6	17.3

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；科隆新材盈利预测来自华源证券研究所



## 5. 风险提示

**行业市场风险：**受全球经济增速放缓的影响，特别是国内宏观经济增长速度也将因为经济结构调整、国际经济环境变化等因素而放缓，使得我国投资、消费、出口等受到不同程度的影响。公司产品主要应用于煤机领域；煤矿机械行业的市场需求同国内宏观经济的发展水平及国家产业政策密切相关。当宏观经济处于上行周期或国家产业政策支持时，固定资产投资增长，带动煤矿机械等下游行业需求增长，进一步带动公司业绩提升；当宏观经济下行或国家产业政策调整时，固定资产投资需求萎缩，相关行业发展和公司业绩增长随之放缓。公司经营业绩与煤矿机械行业需求具有高度相关性，煤矿机械行业需求的波动对公司经营业绩造成较大影响。

**原材料价格波动的风险：**公司主要原材料为聚氨酯预聚体、聚甲醛、钢丝、管接头、机架、防爆柴油机等，原材料价格与市场的供需存在较大相关性。如果遇到不可抗力或装置检修等因素导致市场供应不足，导致原材料价格大幅上涨，将对公司营业成本有较大影响，可能会导致产品毛利率和公司盈利水平的下降，削弱产品的市场竞争力。

**客户集中度较高的风险：**公司主要客户为陕煤集团、郑煤机、晋能控股、神华能源、山东能源、北煤机、平煤机等煤炭或煤机行业头部公司及其下属企业，其销售收入占比较高。若主要客户出于市场战略、市场供给变化、产品技术等原因，或由于自身生产经营发生重大变化等原因，导致其对公司产品需求量降低或者转向其他供应商采购相关产品，将会对公司经营业绩产生不利影响。

**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	255	220	250	317
应收票据及账款	362	386	405	433
预付账款	8	11	13	15
其他应收款	3	3	4	5
存货	102	120	137	162
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产总计</b>	<b>729</b>	<b>741</b>	<b>809</b>	<b>932</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	278	291	320	363
在建工程	3	92	114	99
无形资产	43	44	45	47
长期待摊费用	10	12	13	14
其他非流动资产	17	21	23	25
<b>非流动资产合计</b>	<b>352</b>	<b>460</b>	<b>515</b>	<b>548</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,201</b>	<b>1,324</b>	<b>1,480</b>
短期借款	10	21	27	35
应付票据及账款	126	138	158	187
其他流动负债	54	77	88	104
<b>流动负债合计</b>	<b>190</b>	<b>237</b>	<b>273</b>	<b>326</b>
长期借款	1	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
<b>非流动负债合计</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>负债合计</b>	<b>201</b>	<b>246</b>	<b>283</b>	<b>336</b>
股本	79	81	81	81
资本公积	486	484	484	484
留存收益	315	389	476	579
归属母公司权益	880	955	1,041	1,144
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>880</b>	<b>955</b>	<b>1,041</b>	<b>1,144</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,201</b>	<b>1,324</b>	<b>1,480</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	87	97	113	136
折旧与摊销	22	25	31	30
财务费用	1	0	1	1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	-11	-8	-11
其他经营现金流	4	7	8	8
<b>经营性现金净流量</b>	<b>29</b>	<b>119</b>	<b>145</b>	<b>164</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-25</b>	<b>-134</b>	<b>-87</b>	<b>-64</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>163</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>168</b>	<b>-34</b>	<b>30</b>	<b>67</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	483	560	640	760
营业成本	284	340	388	459
税金及附加	7	6	7	9
销售费用	31	34	38	46
管理费用	34	33	37	44
研发费用	27	27	30	35
财务费用	1	0	1	1
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	-6	-6	-6	-8
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	9	7	8	8
<b>营业利润</b>	<b>101</b>	<b>120</b>	<b>139</b>	<b>166</b>
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>101</b>	<b>120</b>	<b>139</b>	<b>166</b>
所得税	14	17	19	23
<b>净利润</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>120</b>	<b>143</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>120</b>	<b>143</b>
EPS(元)	1.07	1.27	1.48	1.76

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	9.46%	15.76%	14.41%	18.62%
营业利润增长率	3.88%	18.32%	15.68%	19.42%
归母净利润增长率	4.25%	19.26%	15.73%	19.24%
经营现金流增长率	-16.30%	310.74%	21.96%	13.05%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.26%	39.18%	39.33%	39.56%
净利率	17.98%	18.52%	18.73%	18.83%
ROE	9.87%	10.85%	11.52%	12.50%
ROA	8.04%	8.63%	9.06%	9.66%
<b>估值倍数</b>				
P/E	28.44	23.85	20.61	17.28
P/S	5.11	4.42	3.86	3.25
P/B	2.81	2.59	2.37	2.16
股息率	0.99%	1.18%	1.36%	1.62%
EV/EBITDA	17	16	14	12

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）。