

## 尼龙 66 领军企业，全链布局开启新周期

——神马股份首次覆盖报告

增持|首次评级

### 报告要点：

#### ● 尼龙 66 领军企业，盈利能力趋稳

公司作为国内尼龙行业的领军企业，由河南省国资委通过中国平煤神马集团间接控股。公司构建了从己二酸、己内酰胺等基础原料，尼龙 66、尼龙 6 切片，直至高附加值安全气囊丝、民用丝的完整产品链条，业务布局全面。近年来，受行业周期性波动影响，公司盈利能力一度面临下行压力，截止目前公司盈利能力已呈现趋稳态势。2025 年 Q3 单季实现归母净利润 440.47 万元，扭亏为盈；前三季度经营活动产生的现金流量净额同比激增 1008.58%至 8.80 亿元，现金流状况改善明显。

#### ● 实现己二腈国产化，核心原料自主可控

己二腈作为尼龙 66 生产的核心原料，其生产技术曾长期被国外企业垄断，导致我国对海外依存度较高。公司积极推进己二腈国产化，采用丁二烯直接氢氰化法建设每年 5 万吨己二腈生产项目。此外公司控股股东创新采用己内酰胺氨化脱水技术直接生产氨基己腈，进而制备己二胺。该工艺成功绕开了传统己二腈生产流程，有望为公司提供稳定、可靠的原料来源。

#### ● 延链、补链、强链，构筑产业链一体化核心竞争力

公司通过向上游原材料和下游应用领域双向延伸，有效提升了供应链的稳定性与产品附加值。上游从最前端的煤化工环节入手，实现氢气、液氨等尼龙产业基础原料的自给；下游方面，在巩固工业丝、帘子布等传统优势产品的同时，公司积极拓展高附加值领域：通过与以色列屹立合资建设尼龙 66 民用丝项目，开发适用于新能源汽车等新兴市场的改性工程塑料等。同时布局尼龙 6 产业链，通过神马普利公司建设 20 万吨/年尼龙 6 切片项目，形成“双尼龙”产业格局。

#### ● 投资建议与盈利预测

随着公司已二腈等重点项目的稳步推进，产业链一体化优势逐步显现，公司未来两年营收有望继续保持稳健增长。我们预计神马股份 2025 - 2027 年营业收入分别为 133 /143.5 /157.5 亿元，同比增长-4.79% / 7.89% / 9.76%；预计 2025 - 2027 年归母净利润分别为-0.35 /1.11 /2.26 亿元，同比变动-205.13% / 414.4% / 104.05%，26-27 年对应估值 PE 为 93.43 / 45.79 倍，PB 估值公司 1.43 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

项目投产不及预期风险，原材料价格波动风险，下游需求复苏不及预期风险，在建工程大量转固计提折旧的风险，可转债转股风险。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13420.73	13968.41	13300	14350	15750
收入同比 (%)	-7.90	4.08	-4.79	7.89	9.76
归母净利润(百万元)	149.46	33.53	-35.25	110.83	226.15
归母净利润同比 (%)	-62.52	-77.57	-205.13	414.40	104.05
ROE (%)	1.86	0.47	-0.49	1.51	3.02
每股收益 (元)	0.13	0.03	-0.03	0.10	0.20
市盈率(P/E)	69.28	308.83	/	93.43	45.79

资料来源：IifinD，国元证券研究所预测

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 11.46 / 7.16

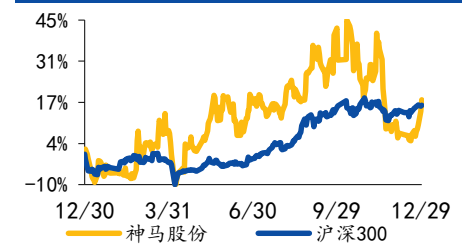
A 股流通股 (百万股): 1020.26

A 股总股本 (百万股): 1030.09

流通市值 (百万元): 9539.43

总市值 (百万元): 9631.30

### 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 张帅峰

执业证书编号 S0020524010003

电话 021-51097188

邮箱 zhangshuaifeng@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 尼龙产业领军企业，营收结构保持稳定 .....	3
1.1 深耕尼龙行业多年，国资控股股权结构稳定 .....	3
1.2 营收规模保持相对稳定，盈利下行趋势有望触底 .....	4
2. 公司部分：聚焦尼龙主业，横向纵向多维扩展 .....	6
3. 盈利预测&估值分析 .....	8
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

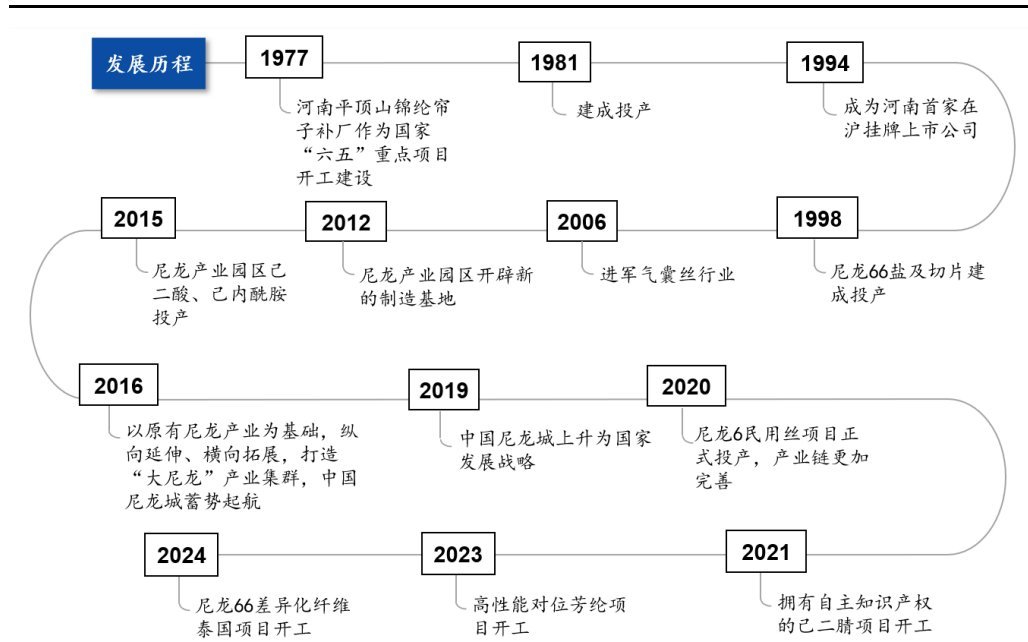
图 1：神马股份发展历程 .....	3
图 2：神马股份股权结构（截至 2025.9.30） .....	4
图 3：2025H1 公司分产品收入结构 .....	5
图 4：2020-2025H1 公司分地区收入占比（%） .....	5
图 5：近年来公司营收及增长情况（亿元） .....	5
图 6：公司归母净利润及增长情况（亿元） .....	5
图 7：2020-2025Q1-Q3 公司毛利率与净利率（%） .....	6
图 8：2020-2025Q1-Q3 期间费用率（%） .....	6
图 9：公司尼龙产业链布局 .....	6
图 10：公司实现横向纵向多维扩展 .....	8
表 1：神马股份业务范围 .....	4
表 2：主要项目现有产能情况（2024 年年报） .....	7
表 3：细分产品营收拆分 .....	8
表 4：可比公司估值对比 .....	9

## 1. 尼龙产业领军企业，营收结构保持稳定

### 1.1 深耕尼龙行业多年，国资控股股权结构稳定

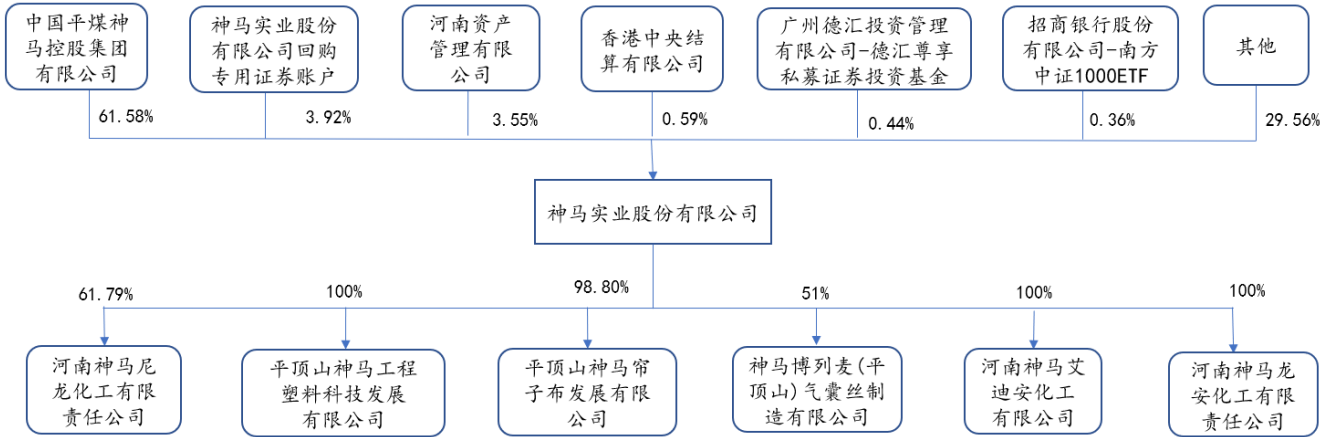
起始于国家重点项目，深耕尼龙化工主业。神马股份发端于河南平顶山锦纶帘子布厂，1977年该厂作为国家“六五”重点项目开工，到1981年建成投产并逐渐形成规模化生产能力。1994年，公司在上海证券交易所上市，完善了治理结构。1998年，公司通过纵向一体化将产业链延伸至上游关键原料领域，尼龙66盐及切片项目建成投产。进入21世纪，神马股份持续聚焦尼龙主业，不断研发尼龙66工业丝、帘子布等领域的高附加值产品，全面深化产业链整合。2024年，公司推进国际化发展战略，尼龙66差异化纤维泰国项目开工。经过多年发展，公司在产业结构上横跨化工、化纤两大行业，形成了以尼龙66盐和尼龙66盐中间产品、工程塑料、工业丝(帘子布)、BCF地毯丝、安全气囊丝等主导产品为支柱、以原辅材料及相关产品为依托的新产业格局。

图 1：神马股份发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**国资控股，股权结构高度集中。**截止今年三季报，公司第一大股东为中国平煤神马控股集团有限公司（直接持有公司 61.58%），其由河南省人民政府国有资产监督管理委员会间接控股；强大的股东背景为神马股份提供了坚实的后盾和广阔的发展空间。此外，2025年11月11日公司公告，河南省国资委与河南能源集团、平煤神马集团已签署《战略重组框架协议》，重组完成后，河南能源集团将成为平煤神马集团的全资子公司，有望在资源整合、产业链协同等方面进一步为公司赋能。

**图 2：神马股份股权结构（截至 2025.9.30）**


资料来源：IFinD，国元证券研究所

## 1.2 营收规模保持相对稳定，盈利下行趋势有望触底

公司围绕尼龙产业链构建了化工与化纤两大业务板块，形成了垂直一体化的产业布局。公司产业结构横跨化工、化纤两大行业，形成以尼龙 66 盐和尼龙 66 盐中间产品、尼龙 66 切片、改性工程塑料、工业丝（帘子布）、安全气囊丝等主导产品为支柱、以原辅材料及相关产品为依托的产品格局，具有良好的产品组合优势，较强的市场调节能力和抗风险能力。公司通过煤制氢氨项目、己二腈项目的实施，将尼龙 66 产业链延伸至上游基础原料领域，实现了从基础原材料、中间品到终端产品的纵向一体化经营。

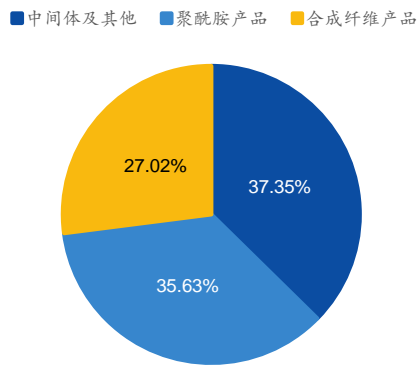
**表 1：神马股份业务范围**

产品名称	主要应用领域
尼龙 66 帘子布	半钢子午胎、工程胎、航空胎、飞机轮胎、大型工程胎、轿车轮胎
尼龙 66 工业丝	轮胎帘子布、安全气囊、帆布（输送带领域）、脱模布、绳索、织带
尼龙 66 切片	汽车、电子电器、工程机械、仪表仪器、服装纺织、航空航天
己二酸	生产聚氨酯及尼龙 66 系列制品、生产增塑剂、胶粘剂、高级润滑油、食品添加剂
尼龙 6 切片	汽车发动机零部件、电器零部件等，纺丝方面有滤网丝、缝纫线、高档钓鱼线、民用锦纶织品

资料来源：公司公告，国元证券研究所

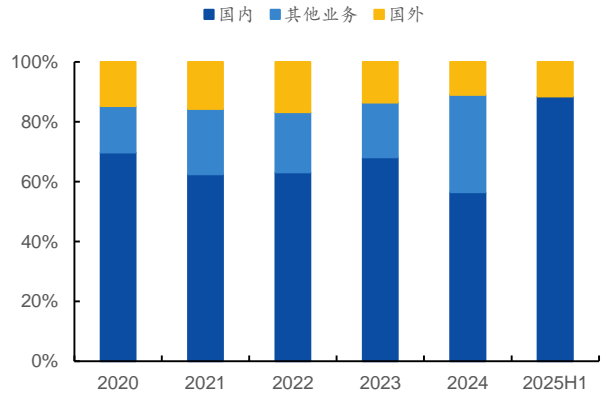
**聚焦国内市场，营收结构多元。**从产品矩阵看，公司营业收入主要来源于中间体及其他、聚酰胺产品和合成纤维三大部分，2025 年 H1 收入占比分别为 37.35%、35.63% 和 27.02%，营收来源广泛。从业务地区看，公司业务重心和主要市场需求集中于国内，今年上半年国内市场营收占比约 88.47%。

图 3：2025H1 公司分产品收入结构



资料来源：IFinD，国元证券研究所

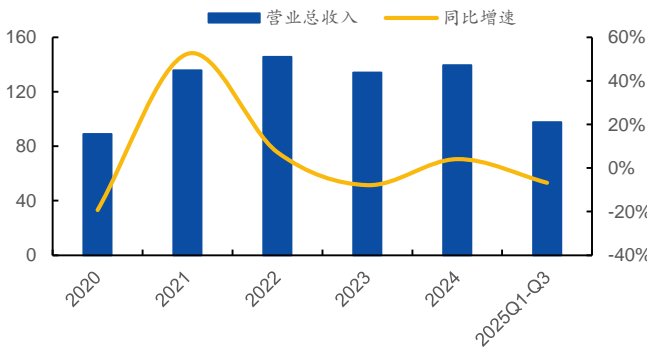
图 4：2020-2025H1 公司分地区收入占比 (%)



资料来源：IFinD，国元证券研究所

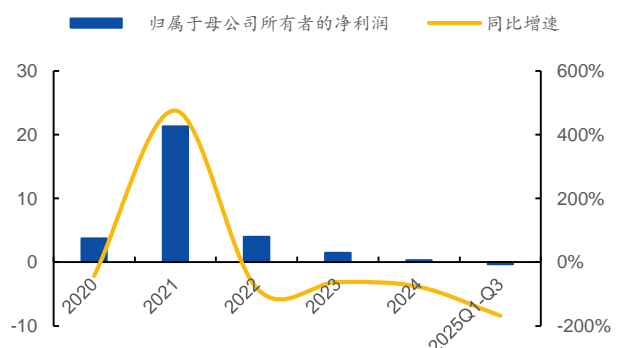
**营收规模保持稳定，利润呈周期性波动。**营收方面，2021 年公司积极扩展高端市场，产品量价齐升实现营收 135.89 亿元；随后行业虽然进入下行周期，公司 2022 年至今营收规模仍然保持在 130 亿元以上，规模保持基本稳定。利润方面，2022-2024 年因产品价格下降叠加原材料成本增加归母净利润快速回落，但 2025 年 Q3 单季度归母净利润为 440.47 万元，实现扭亏为盈，行业有望周期性触底。

图 5：近年来公司营收及增长情况 (亿元)



资料来源：IFinD，国元证券研究所

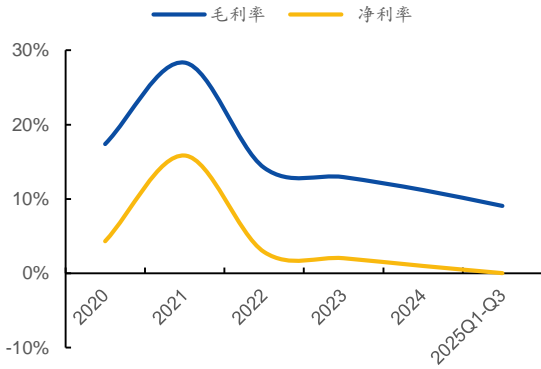
图 6：公司归母净利润及增长情况 (亿元)



资料来源：IFinD，国元证券研究所

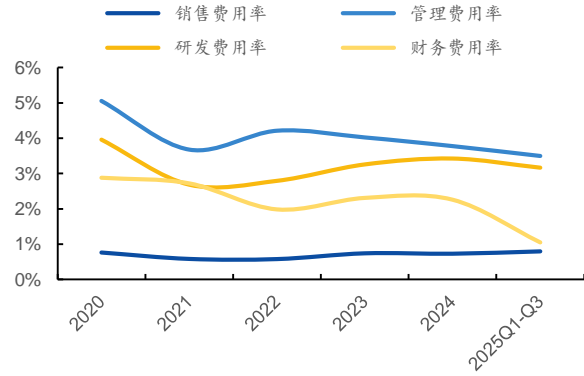
**盈利能力下滑，期间费用控制效果显著。**利润率方面，公司毛利率最高在 2021 年达到 28.34%，此后行业转入下行周期，毛利率和净利率随之下降，2025 年 Q1-Q3 毛利率降至 9.06%，2025 年第三季度公司毛利率为 10.04%，同比上升 1.11 个百分点，环比上升 2.79 个百分点。费用方面，公司通过精细化管理、优化采购模式以及深化内部改革等措施，财务费用率与管理费用率总体呈下降趋势，公司内部成本控制能力增强。2025 年前三季度，公司期间费用为 8.3 亿元，期间费用率为 8.5%，同比下降 1.5 个百分点。

图 7：2020-2025Q1-Q3 公司毛利率与净利率（%）



资料来源：IFinD，国元证券研究所

图 8：2020-2025Q1-Q3 期间费用率（%）

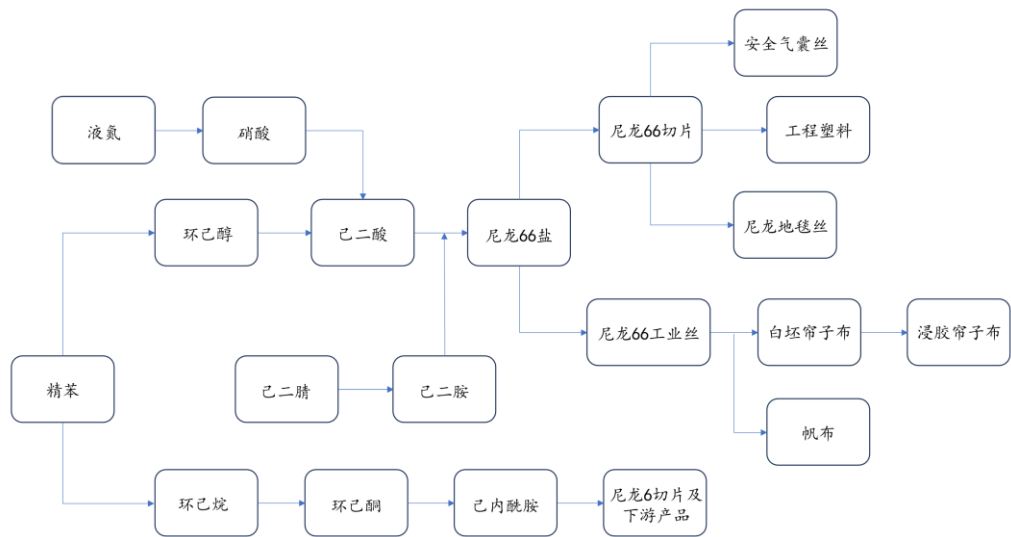


资料来源：IFinD，国元证券研究所

## 2. 公司部分：聚焦尼龙主业，横向纵向多维扩展

围绕尼龙 66 和尼龙 6 构建完整化工新材料产业链。公司构建起覆盖尼龙 66 与尼龙 6 的双链条、一体化产业布局，实现了从基础化工原料到高端终端产品的全产业链贯通。在尼龙 66 产业链上，公司以氢气、苯为起点，经硝化生成环己醇，进而生产己二酸，与己二胺聚合形成尼龙 66 盐。以此为核心原料，向下延伸产出尼龙 66 切片，并可进一步加工为工程塑料、安全气囊丝、尼龙地毯丝等产品；同时尼龙 66 盐也可制成尼龙 66 工业丝，并用于生产白坯帘子布、浸胶帘子布及帆布。在尼龙 6 产业链上，则从乙烯出发，经乙二醇路线制得乙二胺，并与己内酰胺结合，聚合形成尼龙 6 切片及各类下游制品。

图 9：公司尼龙产业链布局



资料来源：公司官网，国元证券研究所

产能优势明显，覆盖主要化工新材料产品。公司主要产能分布在卫东区、叶县、高新

区及江苏海安等厂区，涵盖工业丝、帘子布、尼龙 6/66 切片、己二酸等产品。截止 24 年年末，尼龙 66 切片 23 万吨，帘子布 9 万吨，工业丝 13.3 万吨，尼龙 6 切片 27 万吨；在行业下行周期中，公司整体产能利用率表现稳健，高新区厂区己二酸产能利用率达到满负荷水平；叶县及卫东区工业丝、帘子布、尼龙 66 切片产能利用率普遍在 80% 以上；尼龙 6 切片受行业景气低迷，竞争激烈，产能利用率相对较低。目前公司有 5 万吨/年己二腈项目、7000 吨尼龙 66 民用丝项目和 6 万吨/年差别化功能性尼龙 6 纤维等项目在建，未来项目投产后将有效扩充公司核心产能，有望推动公司的进一步增长。

**表 2：主要项目现有产能情况（2024 年年报）**

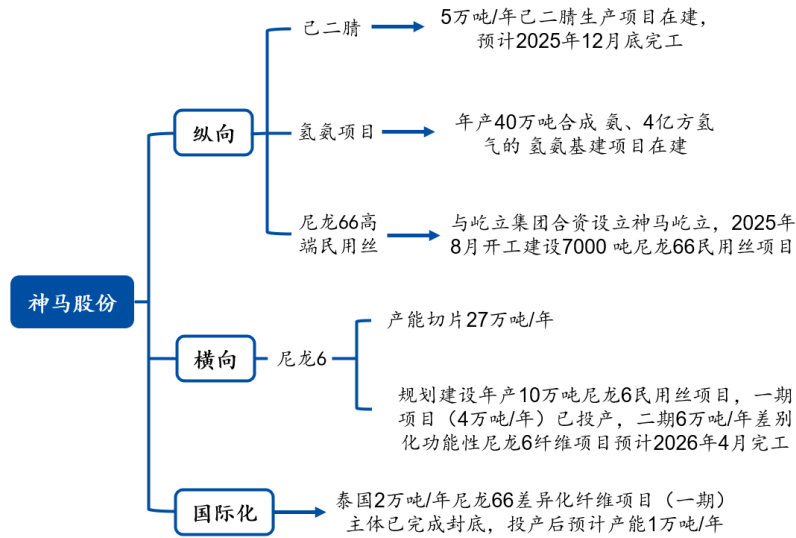
主要厂区	产品	设计产能（万吨/年）	产能利用率（%）
卫东区厂区	工业丝	9.3	93
	帘子布	2.5	96
江苏海安厂区	尼龙 66 切片	5	66
	工业丝	4	95
	帘子布	6.5	87
叶县厂区	尼龙 66 切片	8	98
	尼龙 6 民用丝	3	59
	尼龙 6 切片	27	31
高新区厂区	尼龙 66 切片	10	75
	己二酸	29	100

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**纵向布局上游核心原料，实现自主可控。**在基础原料端，公司投资建设 40 万吨/年煤制氢氨项目，每年可生产 40 万吨液氨和 4 亿立方米氢气，从源头上保障了尼龙产业的原料气体供应，降低生产成本。在尼龙 66 最核心的原料环节，公司积极推进 5 万吨/年己二腈项目建设，投产在即，旨在打通全产业链。除此之外，其控股股东中国平煤神马集团于 2025 年 6 月成功投产了 10 万吨/年艾斯安（氨基己腈）装置。该技术采用己内酰胺氨化脱水工艺，直接生产氨基己腈，再经加氢制得己二胺，成功绕过了传统的己二腈技术壁垒，打破了国外对己二腈的长期垄断。这一系列在上游的纵深布局，显著增强了神马股份全产业链的协同性与成本竞争力，为其打造全球尼龙产业链领军企业奠定了坚实基础。

**布局尼龙 66、尼龙 6 民用丝项目。**公司以其核心产品尼龙 66 为基点，向下游高附加值领域延伸；通过与全球尼龙 66 纱线领先企业屹立集团（NILIT）强强联合，建设尼龙 66 民用丝项目，利用尼龙 66 在强度、透气性、抗紫外线等方面的优异性能，快速抢占高端运动服饰、瑜伽服等品牌服装市场；在横向上，神马股份积极布局市场空间广阔的尼龙 6 民用丝领域，实现“双尼龙”并重发展；建设年产 10 万吨的尼龙 6 民用丝项目，旨在充分利用神马集团内部的己内酰胺、尼龙 6 切片原料优势，强势进入高档纺织面料市场，完善尼龙产业产品矩阵，打造新的利润增长点。

图 10：公司实现横向纵向多维扩展



资料来源：公司公告，河南国资公众号，平煤神马建工集团公众号，国元证券研究所

**布局海外基地，践行国际化战略。**公司在泰国建设的年产2万吨尼龙66差异化纤维项目（一期）投资2.52亿元，规划年产能1万吨（包括7000吨工业丝与3000吨细旦丝），该项目是公司首个海外生产基地，也是国际化战略落地的关键一步；选择泰国建厂，主要基于其优越的地理位置和产业环境：泰国是全球轮胎主要出口国，汇聚了米其林、普利司通等多家轮胎巨头；通过本地化生产，公司可以贴近东南亚下游客户，降低销售成本，增强供应链的稳定性和抗风险能力，更好地满足北美、东南亚等海外市场的需求。

### 3. 盈利预测&估值分析

随着公司已二腈等重点项目的稳步推进，产业链一体化优势逐步显现，公司未来两年营收有望继续保持稳健增长。我们预计神马股份2025-2027年营业收入分别为133/143.5/157.5亿元，同比增长-4.79%/7.89%/9.76%；短期内受行业景气度的影响，2025年业绩仍将承压，但尼龙66产业链经过近两年的下行，价格有望触底回升，未来两年公司盈利能力有望边际改善。预计2025-2027年归母净利润分别为-0.35/1.11/2.26亿元，同比变动-205.13%/414.4%/104.05%，26-27年对应估值PE为93.43/45.79倍。

表 3：细分产品营收拆分

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
中间体及	营业收入（百万元）	5037	5000	5200	5600
	增长率（%）		-0.73%	4.00%	7.69%
其他	营业成本（百万元）	4488.97	4565	4628	4872

	增长率 (%)		1.69%	1.38%	5.27%
	毛利率 (%)	10.88%	8.70%	11.00%	13.00%
	营业收入 (百万元)	4985	4700	4950	5350
	增长率 (%)		-5.72%	5.32%	8.08%
聚酰胺产品	营业成本 (百万元)	4532.86	4465	4628.25	4922
	增长率 (%)		-1.50%	3.66%	6.35%
	毛利率 (%)	9.07%	5.00%	6.50%	8.00%
	营业收入 (百万元)	3947	3600	4200	4800
	增长率 (%)		-8.79%	16.67%	14.29%
合成纤维产品	营业成本 (百万元)	3384.95	3096	3528	3936
	增长率 (%)		-8.54%	13.95%	11.56%
	毛利率 (%)	14.24%	14.00%	16.00%	18.00%
	营业收入合计 (百万元)	13968	13300	14350	15750
	营业成本合计 (百万元)	12407	12126	12784.25	13730

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

我们选取海利得、泰和新材、华峰化学及华鼎股份作为可比公司。海利得主要生产涤纶工业丝、塑胶材料与轮胎帘子布三大产品, 华鼎股份主要从事锦纶制品的生产销售, 泰和新材和华峰化学均为氨纶生产企业, 与公司业务相近。根据 iFinD 机构一致预期, 2025 - 2027 年可比公司平均 PE 分别为 35.64/18.41/14.35 倍。受行业周期性影响, 各家公司 PE 方差较大, 我们选取 PB 作为估值法来对比, 可比公司平均 PB 值为 1.58, 公司 PB 为 1.43 低于可比公司, 首次覆盖, 我们给予公司“增持”评级。

表 4: 可比公司估值对比

代码	证券简称	PE (2025E)	PE (2026E)	PE (2027E)	总市值 (亿元)	PB
002206.SZ	海利得	12.07	10.79	9.72	68.57	1.75
002254.SZ	泰和新材	90.21	32.25	21.18	86.99	1.24
002064.SZ	华峰化学	26.93	20.36	17.59	549.35	2.04
601113.SH	华鼎股份	13.36	10.23	8.91	51.67	1.30
	平均值	35.64	18.41	14.35		1.58
600810.SH	神马股份	/	93.43	45.79	103.55	1.43

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

注: 总市值为 2025 年 12 月 30 日数据, 可比公司盈利预测为 iFinD 机构一致预期

## 4. 风险提示

**(1) 项目投产进度不及预期的风险。**公司目前在建项目众多如己二腈等，若项目因技术、审批、建设等原因延迟，将影响公司的成本控制能力和营收规模增长预期。

**(2) 原材料价格波动的风险。**公司主要原材料如精苯、纯苯等与国际原油价格高度相关。若原油价格大幅上涨，将对公司成本端造成压力，侵蚀盈利空间。

**(3) 下游需求复苏不及预期的风险。**公司产品广泛应用于汽车、纺织、工程机械等领域，与宏观经济景气度密切相关。若全球经济复苏乏力，下游需求持续疲软，将导致公司产品价格和销量承压。

**(4) 行业竞争加剧的风险。**尼龙行业新进入者增多，产能扩张较快，若需求增长无法有效消化新增产能，行业可能陷入长期低价竞争的局面，影响公司盈利能力。

**(5) 在建工程转固增加折旧的风险。**目前公司在建项目较多，转为固定资产后折旧费用将大幅增加，可能影响公司利润。

**(6) 可转债转股摊薄 EPS 的风险。**目前公司可转债规模较大，若大规模发生转股导致公司股本增加，可能会摊薄公司 EPS。

**财务预测**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14212.00	10778.52	12991.90	14564.41	16466.99
现金	8650.31	4960.15	7845.57	9234.25	10742.62
应收账款	1421.96	1428.62	1267.13	1325.33	1499.50
其他应收款	83.00	213.17	176.60	206.35	217.86
预付账款	316.55	174.66	220.38	225.01	243.97
存货	1580.81	1657.43	1620.46	1701.60	1825.72
其他流动资产	2159.38	2344.49	1861.76	1871.88	1937.32
<b>非流动资产</b>	17873.53	17227.56	16607.18	16383.53	16063.17
长期投资	1030.90	1402.53	1201.52	1207.62	1216.55
固定资产	8330.66	4629.54	4249.21	3868.59	3488.00
无形资产	1314.62	946.89	1037.67	1116.89	1167.29
其他非流动资产	7197.35	10248.59	10118.78	10190.43	10191.33
<b>资产总计</b>	32085.53	28006.08	29599.08	30947.94	32530.16
<b>流动负债</b>	9639.08	5770.74	6450.93	6588.38	6892.61
短期借款	3730.27	1418.80	2189.29	1932.46	2018.07
应付账款	1812.27	1521.33	1478.65	1653.22	1794.74
其他流动负债	4096.55	2830.61	2782.99	3002.70	3079.80
<b>非流动负债</b>	10292.13	10986.16	11793.99	12792.80	13726.63
长期借款	6442.18	7722.45	8499.91	9444.97	10334.16
其他非流动负债	3849.95	3263.71	3294.09	3347.83	3392.46
<b>负债合计</b>	19931.22	16756.91	18244.93	19381.19	20619.24
少数股东权益	4117.84	4085.87	4123.06	4218.06	4411.90
股本	1044.18	1015.10	1107.48	1107.48	1107.48
资本公积	2854.87	2298.73	2298.73	2298.73	2298.73
留存收益	3996.42	3888.65	3802.65	3938.55	4080.11
归属母公司股东权益	8036.47	7163.30	7231.09	7348.70	7499.02
<b>负债和股东权益</b>	32085.53	28006.08	29599.08	30947.94	32530.16

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	279.34	317.28	1593.08	720.97	795.72
净利润	268.79	134.23	1.94	205.83	419.99
折旧摊销	640.14	549.03	446.14	447.65	448.18
财务费用	310.17	315.60	128.79	151.33	189.42
投资损失	-67.45	-34.45	-40.77	-34.11	-44.19
营运资金变动	-1082.24	-787.61	1181.33	-73.78	-207.93
其他经营现金流	209.92	140.48	-124.34	24.06	-9.74
<b>投资活动现金流</b>	-3627.81	-3348.32	125.09	-122.02	-70.14
资本支出	2261.26	2708.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	-6.56	312.02	-201.01	6.10	8.92
其他投资现金流	-1373.11	-327.96	-75.92	-115.92	-61.21
<b>筹资活动现金流</b>	3098.02	94.19	1167.25	789.73	782.78
短期借款	-2013.44	-2311.47	770.49	-256.83	85.61
长期借款	-228.15	1280.27	777.46	945.06	889.19
普通股增加	0.00	-29.08	92.38	0.00	0.00
资本公积增加	-352.11	-556.13	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	5691.73	1710.60	-473.07	101.50	-192.02
<b>现金净增加额</b>	-228.69	-2926.46	2885.42	1388.68	1508.37

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	13420.73	13968.41	13300.00	14350.00	15750.00
营业成本	11684.39	12405.81	12126.00	12784.25	13730.00
营业税金及附加	114.64	135.55	110.93	127.17	141.26
营业费用	99.34	101.56	105.07	103.32	113.40
管理费用	540.17	527.78	465.50	502.25	535.50
研发费用	436.87	478.04	424.27	462.07	511.88
财务费用	310.17	315.60	128.79	151.33	189.42
资产减值损失	-22.74	-35.11	-7.61	-12.09	-25.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	67.45	34.45	40.77	34.11	44.19
<b>营业利润</b>	365.18	227.91	41.76	320.32	646.61
营业外收入	15.47	6.84	3.94	7.02	9.10
营业外支出	6.30	13.20	11.89	10.68	9.57
<b>利润总额</b>	374.35	221.55	33.81	316.65	646.14
所得税	105.56	87.32	31.87	110.83	226.15
<b>净利润</b>	268.79	134.23	1.94	205.83	419.99
少数股东损益	119.34	100.70	37.19	95.00	193.84
<b>归属母公司净利润</b>	149.46	33.53	-35.25	110.83	226.15
EBITDA	1315.49	1092.54	616.69	919.29	1284.21
EPS (元)	0.14	0.03	-0.03	0.10	0.20

主要财务比率					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-7.90	4.08	-4.79	7.89	9.76
营业利润(%)	-20.29	-37.59	-81.68	667.07	101.87
归属母公司净利润(%)	-62.52	-77.57	-205.13	414.40	104.05
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	12.94	11.19	8.83	10.91	12.83
净利率(%)	1.11	0.24	-0.27	0.77	1.44
ROE(%)	1.86	0.47	-0.49	1.51	3.02
ROIC(%)	3.00	1.90	0.06	1.96	3.50
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.12	59.83	61.64	62.63	63.38
净负债比率(%)	65.17	65.98	67.90	68.51	69.56
流动比率	1.47	1.87	2.01	2.21	2.39
速动比率	1.31	1.58	1.76	1.95	2.12
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.46	0.46	0.47	0.50
应收账款周转率	9.71	9.16	9.14	10.23	10.35
应付账款周转率	6.93	7.44	8.08	8.16	7.96
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.03	-0.03	0.10	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.29	1.44	0.65	0.72
每股净资产(最新摊薄)	7.26	6.47	6.53	6.64	6.77
<b>估值比率</b>					
P/E	69.28	308.83	/	93.43	45.79
P/B	1.29	1.45	1.43	1.41	1.38
EV/EBITDA	15.85	19.08	33.81	22.68	16.23

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%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	上海	北京
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	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	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 邮编：100029