



公司研究 | 深度报告 | 昊华能源 (601101.SH)

“昊”然成风，“华”实并举

报告要点

昊华能源为京能集团旗下唯一煤炭上市平台，实际控制人为北京市国资委。公司已形成“煤炭+甲醇+铁路”一体化运营体系，煤炭主业贡献约九成毛利，2026 年一季度经营改善明显，营收同比+2.7%，归母净利润同比+15.6%。公司当前核定煤炭产能 1930 万吨/年，高现货比例赋予业绩高弹性，同时远期集团内煤炭产能注入亦有空间；煤化工方面受益美伊冲突下甲醇涨价及煤制路线成本优势，盈利弹性有望释放。此外公司近年来分红率持续提升，若按照 2025 年实际分红率假设，截止 5/26，公司 2026E 股息率 6%左右，位于行业前列，亦具备投资吸引力。

分析师及联系人



肖勇

SAC: S0490516080003

SFC: BUT918



赵超

SAC: S0490519030001

SFC: BUY139



叶如祯

SAC: S0490517070008



庄越

SAC: S0490522090003



韦思宇

SAC: S0490524120007



宋楚

昊华能源 (601101.SH)

2026-05-28

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

“昊”然成风，“华”实并举

京能旗下唯一煤炭上市平台，煤化运一体经营

昊华能源为京能集团旗下唯一煤炭上市平台，实际控制人为北京市国资委。公司已形成“煤炭+甲醇+铁路”一体化运营，煤炭主业贡献约九成毛利，2026 年一季度经营改善明显，营收同比+2.7%，归母净利润同比+15.6%。公司当前核定煤炭产能 1930 万吨/年，高现货比例赋予业绩高弹性，同时远期集团内煤炭产能注入亦有空间；煤化工方面受益美伊冲突下甲醇涨价及煤制路线成本优势，盈利弹性有望释放。此外公司近年来分红率持续提升，若按照 2025 年实际分红率假设，截止 5/26，公司 2026E 股息率 6% 左右，位于行业前列，亦具备投资吸引力。

煤炭：短看弹性，长看量增

短期看，公司煤炭销售当前以现货为主，业绩对煤价具有高弹性特征——以秦港动力煤 700 元/吨为基准，煤价每上涨 100 元/吨即可带来超 60% 的利润增幅。**长期看**，未来集团资产注入或有望进一步打开公司成长空间。目前控股股东京能集团体外尚有参控股合计 2100 万吨/年煤炭储备产能，合计权益产能 1392 万吨、资源储量高达 65 亿吨，其中新疆汉水泉三号井田为集团 100% 权益项目，核定产能 800 万吨/年，根据集团 2018 年 11 月 5 日向公司作出的避免同业竞争承诺，在其下属煤矿项目经营所需资质完备后，投入正常生产后一年内将其注入上市公司。

甲醇：受益涨价，弹性释放

公司控股 40 万吨甲醇项目由国泰化工运营，权益比例 96.67%，2025 年毛利率自 2019 年来再度转正为 8%。美伊冲突以来，中东甲醇供给收缩推动国内甲醇价格快速上涨，而我国甲醇生产以煤制为主（产能占比 78%），而国内煤价涨幅相对海外以及天然气平稳，价格-成本剪刀差扩大下煤制甲醇盈利明显扩张。截至 2026 年 5 月 14 日，内蒙古煤制甲醇吨毛利已达 459 元/吨，处于历史同期最高位置。由此预计 2026 年公司化工板块盈利弹性有望充分释放。

行业：动力煤易涨难跌，煤化工成本优势凸显

动力煤方面，需求端 2026 年一季度全社会用电量累计同比+5.2%、火电发电量+3.7%，新能源边际替代趋缓叠加厄尔尼诺高温预期，旺季需求改善空间可期；供给端国内安监常态化制约产量释放，进口端受印尼政策扰动及海外煤价上涨影响，2026 年一季度动力煤进口累计同比-3.8%，且欧洲煤炭库存偏低、后续补库需求或进一步抬升海外煤价中枢。当前国内电厂及港口库存均处于 2024 年以来最低位置，旺季供需错配加剧下煤价上行空间有望打开，且美伊冲突带来的能源安全价值重估或将推动煤价未来几年维持高位。**煤化工方面**，中东占我国甲醇进口量的 71%，地缘冲突下国内甲醇供给存在刚性缺口；近期天然气价格快速上涨导致气制路线毛利收敛，而煤价涨幅相对平稳，成本优势凸显，煤制路线盈利仍维持可观水平。

投资建议

考虑 2026 年煤价&甲醇价格中枢回升，预计公司 26/27/28 年归母净利润分别为 12.09/12.77/12.79 亿元，按 5/26 收盘价计算对应 PE 分别为 12.50/11.83/11.81 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

1、经济承压影响下游需求风险；2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险；3、煤化工盈利不及预期风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

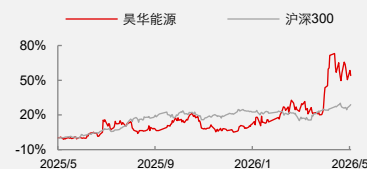
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.49
总股本(万股)	144,000
流通A股/B股(万股)	144,000/0
每股净资产(元)	8.55
近12月最高/最低价(元)	11.88/6.87

注：股价为 2026 年 5 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

京能旗下唯一煤炭上市平台，煤化运一体经营	6
煤炭：短看弹性，长看量增	11
甲醇：受益涨价，弹性释放	15
行业：动力煤易涨难跌，煤化工成本优势凸显	18
动力煤：短期景气+中长期能源安全共振催化	18
煤化工：短期供给刚性，原料涨价甲醇盈利仍扩张	21
投资建议	23
风险提示	24

图表目录

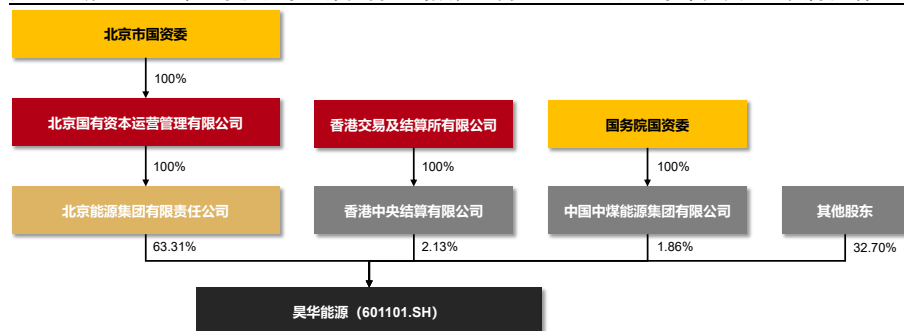
图 1：截至 2026 年一季度，京能集团持公司股份比例为 63.31%，北京市国资委为实际控制人	6
图 2：公司历史沿革	7
图 3：2025 年公司实现营业收入 80.3 亿元，同比-12.2%；2026Q1 公司实现营收 26 亿元，同比+2.7%	8
图 4：2025 年公司实现归母净利润 5.1 亿元，同比-50.6%；2026Q1 实现归母净利润 3.2 亿元，同比+15.6%	8
图 5：2025 年销售毛利率同比降低 9.7pct 至 35.1%，2026Q1 进一步降至 32.6%	8
图 6：2025 年经营承压下公司资产负债率同比+0.4pct 至 47.6%	8
图 7：2025 年期间费用率 14.4%，同比+1.4pct	9
图 8：2015 到 2025 年自产煤业务营收占比从 92%下降至 75%	9
图 9：2015 到 2025 年自产煤业务毛利占比一直在 90%左右	9
图 10：2025 年自产煤/煤化工/铁路运输/其他业务毛利占比分别为 92%/3%/2%/3%	10
图 11：受煤价中枢回落影响，2021 年以来自产煤业务毛利率持续回落，2025 年为 43%，同比-10pct	10
图 12：昊华能源近年分红率持续提升	10
图 13：从 wind 一致预期下的 2026E 股息率来看，昊华能源处于前列（截止 5/26）	10
图 14：公司近年在手现金水平处于较高位置，资本性支出相对缩减	10
图 15：公司煤炭产销量从 2019 年的 1279/1460 万吨，逐步提升至 2025 年的 1843/1833 万吨	11
图 16：公司煤炭产销主要以动力煤为主（单位：万吨）	11
图 17：公司近年来吨煤毛利整体处于 100 元/吨以上（元/吨）	12
图 18：2022-2024 年公司分煤种售价情况（元/吨）	12
图 19：受热值偏低影响，公司吨煤售价明显低于同行	13
图 20：近年来公司煤炭盈利弹性阶段性受压制	13
图 21：近年公司甲醇基本满产满销	15
图 22：2025 年公司甲醇业务毛利率再度转正为 8%	15
图 23：截止 2026/5/14，内蒙古煤制甲醇的吨毛利已经达到 459 元/吨，处于近五年历史同期最高位置	16
图 24：截止 2026 年 3 月末，全社会用电量累计同比+5.2%	18
图 25：截止 2026 年 3 月末，火电发电量累计同比+3.7%	18
图 26：2026 年一季度电力耗煤实现约 10.8 亿吨，同比+3.7%	18
图 27：2026Q1 全国原煤产量同比+0.1%（单位：万吨）	19
图 28：2026 年以来国内晋陕蒙样本煤矿供给相对平稳	19

图 29: 2026 年一季度印尼煤炭出口同比下降 8.0%	20
图 30: 截止 2026/5/14, 国内煤价低于印尼到港价格 35 元/吨	20
图 31: 截止 2026/5/14, 国内煤价低于澳煤到港价格 107 元/吨	20
图 32: 截止 2026 年 3 月末, 国内动力煤进口累计同比-3.8%	20
图 33: 欧洲煤炭库存明显偏低, 后续补库需求或进一步抬升海外煤价中枢	20
图 34: 当前全国 25 省电厂库存处于 2024 年以来最低位置	21
图 35: 当前环渤海九港库存处于 2024 年以来偏低位置	21
图 36: 25 年中国甲醇产量为 10187 万吨	21
图 37: 25 年进口中东甲醇量为 1016 万吨, 占中国进口甲醇量的 71%	21
图 38: 我国甲醇生产工艺路线中, 煤制甲醇产能占比 78% (2024 年)	22
图 39: 近期国内 LNG 出厂价格明显走强	22
图 40: 由于天然气涨价较快, 近期毛利出现收敛; 煤价涨幅相对平稳, 煤制路线盈利仍维持可观水平	22
表 1: 公司参控股公司梳理	7
表 2: 公司当前煤炭核定产能合计 1930 万吨/年, 权益产能合计 1328 万吨/年	11
表 3: 公司过去主力矿井为高家梁煤矿和红庆梁煤矿, 随着公司红墩子煤业的红一、红二煤矿陆续建成投产, 也逐步为公司贡献量增	12
表 4: 公司整体吨煤毛利从 2022 年的 345 元/吨回落至 2024 年的 201 元/吨, 但各矿井成本管控良好, 为煤价波动提供了充足的安全垫	12
表 5: 昊华能源不同煤价对应业绩弹性测算	13
表 6: 集团仍有 2100 万吨/年煤炭储备产能, 其中部分项目存在注入上市公司的可能性	14
表 7: 昊华能源煤化工产能梳理	15
表 8: 主要煤炭公司煤化工产品价格及毛利变化 (元/吨; 油价 80 单位为美元/桶)	17
表 9: 不同情景下, 主要煤炭公司煤化工业务盈利弹性测算	17
表 10: 2026 年 1-3 月分省市原煤产量前十	19
表 11: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 百万元)	24

京能旗下唯一煤炭上市平台，煤化运一体经营

京能旗下唯一煤炭上市平台，北京国资委实控。北京昊华能源股份有限公司（简称“昊华能源”）为北京能源集团有限责任公司（简称“京能集团”）旗下唯一煤炭上市平台，截至 2026 年 3 月 31 日，京能集团持昊华能源股份比例为 63.31%，北京市国资委持股京能集团 100%为实际控制人。

图 1：截至 2026 年一季度，京能集团持公司股份比例为 63.31%，北京市国资委为实际控制人



资料来源：Wind，长江证券研究所

从京西老矿到蒙宁双基地，形成“煤炭+运输+化工”一体化运营体系。公司历史可追溯至 1948 年成立的平西煤炭公司，历经七十余年资源布局与产权变革，逐步从京西老矿区转型为蒙宁双基地的现代煤炭上市企业。2002 年 12 月，由北京京煤集团有限责任公司联合首钢集团、中国中煤能源集团、五矿发展和煤炭科学技术研究院共同发起设立昊华能源。2010 年 3 月，公司于上海证券交易所首发上市。2019 年 1 月，京煤集团与京能集团签订国有股权无偿划转协议并完成股份过户，京能集团以 63.31% 持股比例成为控股股东，实际控制人自此变更为北京市国资委。近年来，公司围绕“煤为核心、煤电平衡、协同发展”的战略，形成以煤炭生产销售为主、甲醇煤化工和铁路专用线运输为辅的“煤矿+运输+化工”一体化运营体系，并依托京能集团股东背景和北京国资平台优势，推动煤炭主业做精、外埠产能释放、煤化工减亏和铁路运输降本，逐步从传统京西煤炭企业转型为覆盖鄂尔多斯、宁东等区域的能源上市平台。

图 2：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

表 1：公司参控股公司梳理

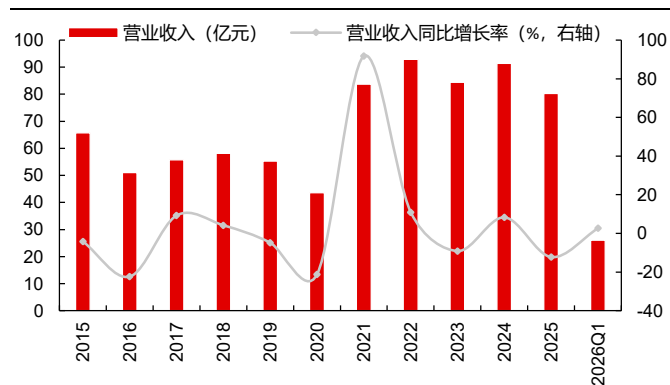
公司名称	地点	参控关系	主营业务	参控比例
煤炭业务				
昊华精煤有限责任公司	鄂尔多斯市	子公司	煤炭生产、销售	80%
西部能源开发有限公司	鄂尔多斯市	子公司	矿产资源勘探及相关业务	60%
宁夏红墩子煤业有限公司	银川	子公司	煤炭生产、销售	60%
煤化工				
昊华国泰化工有限公司	鄂尔多斯市	子公司	煤化工产品制造及销售	97%
运输业务				
东铜铁路物流有限公司	鄂尔多斯市	子公司	铁路货物运输	59%
贸易业务				
昊华鑫达商贸有限公司	北京	子公司	煤炭销售	100%
昊华煤炭运销有限公司	鄂尔多斯市	子公司	煤炭销售	100%
其他业务				
昊华鑫通物资有限责任公司	鄂尔多斯市	子公司	机械制造、采购代理服务	100%
京东方能源投资有限公司	鄂尔多斯市	联营企业	商务服务	12%

资料来源：iFinD，长江证券研究所

煤价下行拖累公司 2025 年业绩，不过 2026Q1 经营改善下业绩明显修复。2025 年受煤价中枢进一步下降影响，公司收入及利润进一步承压下跌，2025 年公司实现营业收入 80.3 亿元，同比-12.2%；实现归母净利润 5.1 亿元，同比-50.6%；销售毛利率同比降低 9.7pct 至 35.1%。经营承压下公司资产负债率 2025 年同比+0.4pct 至 47.6%。此外，

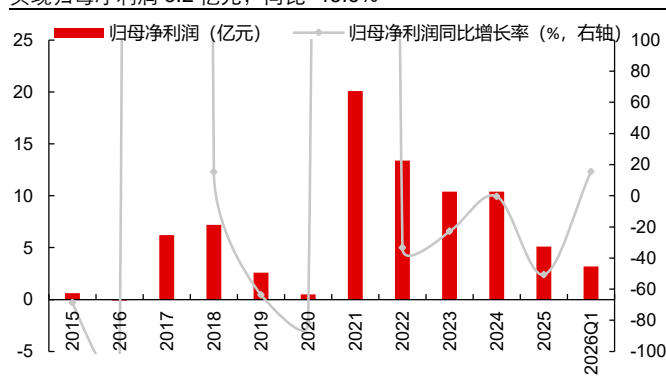
公司 2025 年期间费用虽同比来看略有下降，但是期间费用率角度来看仍有提升，2025 年期间费用率 14.4%，同比+1.4pct。不过 2026 年一季度公司经营已经逐步呈现出改善迹象，2026Q1 公司实现营收 26 亿元，同比+2.7%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比+15.6%。不过 2026Q1 公司销售毛利率进一步降至 32.6%，煤价或仍未修复，公司盈利改善或主要受煤炭销量增长影响。

图 3：2025 年公司实现营业收入 80.3 亿元，同比-12.2%；2026Q1 公司实现营收 26 亿元，同比+2.7%



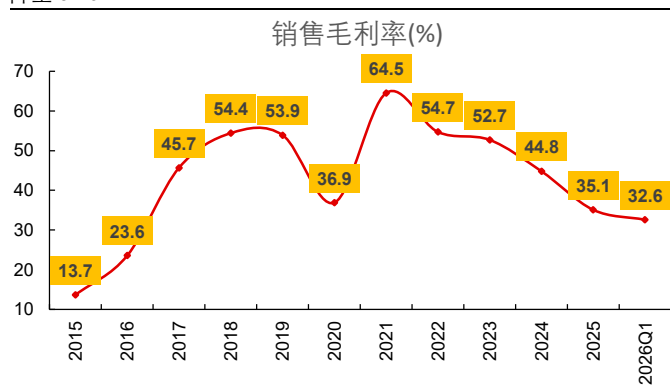
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2025 年公司实现归母净利润 5.1 亿元，同比-50.6%；2026Q1 实现归母净利润 3.2 亿元，同比+15.6%



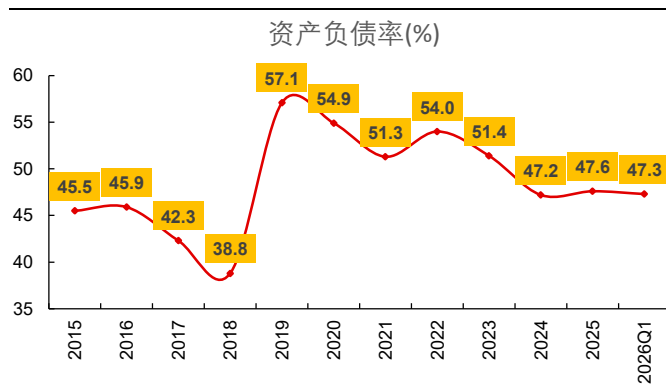
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2025 年销售毛利率同比降低 9.7pct 至 35.1%，2026Q1 进一步降至 32.6%



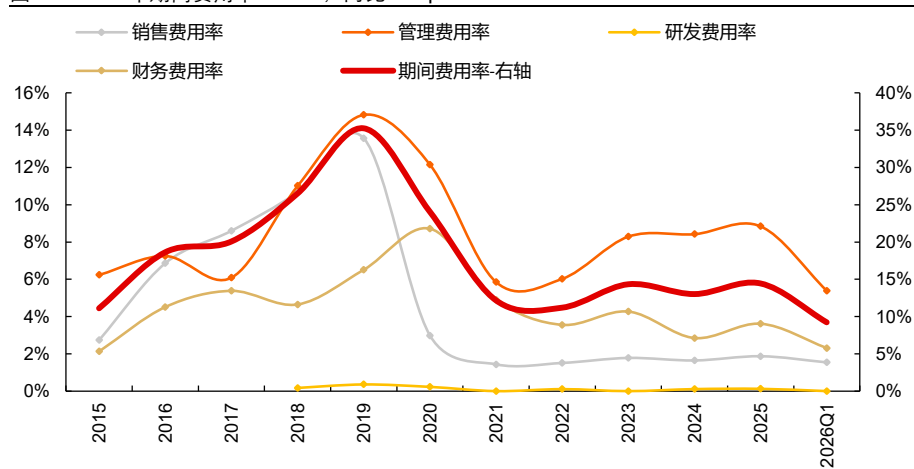
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2025 年经营承压下公司资产负债率同比+0.4pct 至 47.6%



资料来源：Wind，长江证券研究所

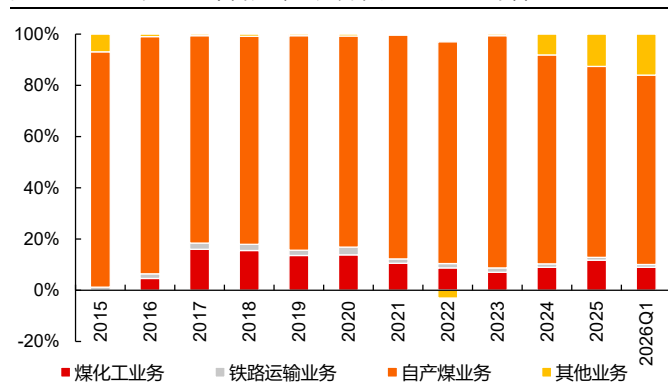
图 7：2025 年期间费用率 14.4%，同比+1.4pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

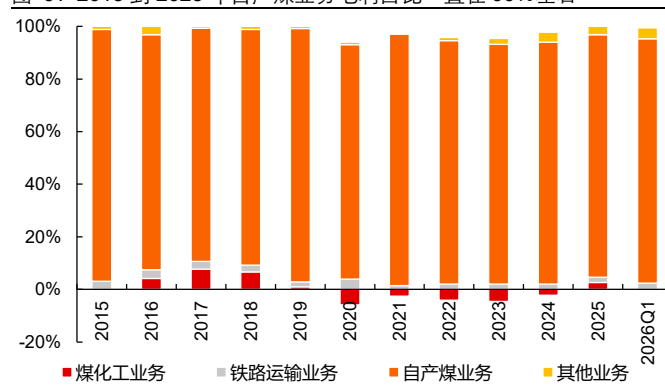
煤炭业务贡献公司主要盈利。近年公司主营业务煤炭营收占比虽呈现下滑趋势，但自产煤炭业务仍占比核心盈利贡献地位，2015 年煤炭业务的营收/毛利占比分别为 92%/96%，2025 年则分别为 75%/92%。具体来看，过去 10 年，公司煤化工业务的营收/毛利占比增长最快，从 2015 年的 0%/0%，分别增长至 2025 年的 12%/3%。不过受煤价中枢回落影响，2021 年以来自产煤业务毛利率持续回落，2025 年为 43%，同比-10pct。

图 8：2015 到 2025 年自产煤业务营收占比从 92%下降至 75%



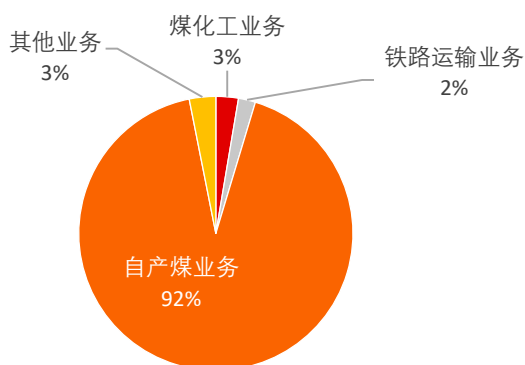
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 9：2015 到 2025 年自产煤业务毛利占比一直在 90%左右



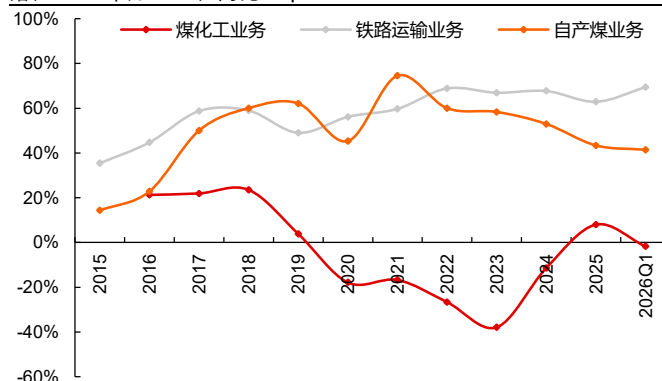
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 10：2025 年自产煤/煤化工/铁路运输/其他业务毛利占比分别为 92%/3%/2%/3%



资料来源：Wind，长江证券研究所

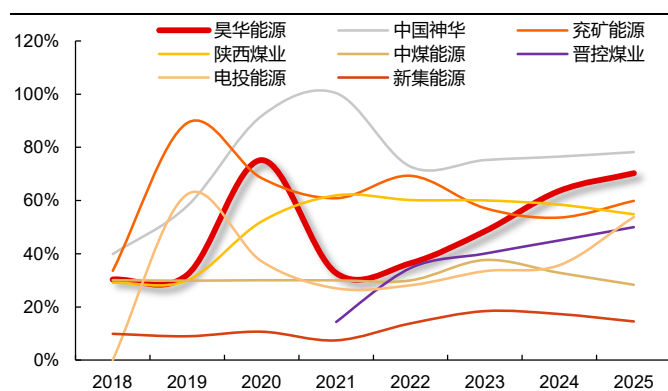
图 11：受煤价中枢回落影响，2021 年以来自产煤业务毛利率持续回落，2025 年为 43%，同比-10pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

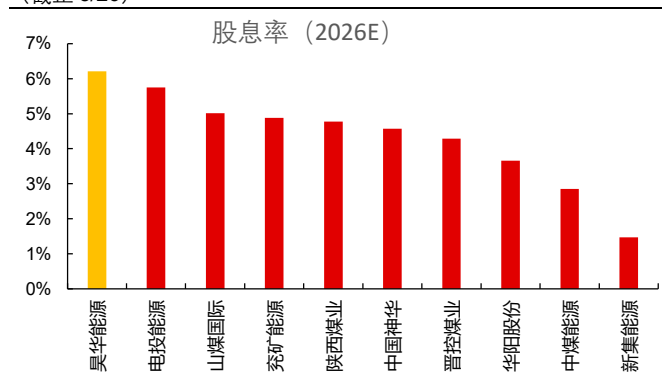
公司分红率近年持续提升，当前 2026 年预期股息率处于行业前列。得益于偏低的杠杆率、充裕的现金和较少的资本开支，公司分红率从 2017 年的 29.3%上调至 2025 年的 70.3%，特别是从 2021 年到 2025 年持续提升。基于 Wind 一致业绩预期，按照 2025 年分红率计算，公司 2026E 股息率在 6%左右，位于主要煤炭上市公司前列，股息率具备一定吸引力。

图 12：昊华能源近年分红率持续提升



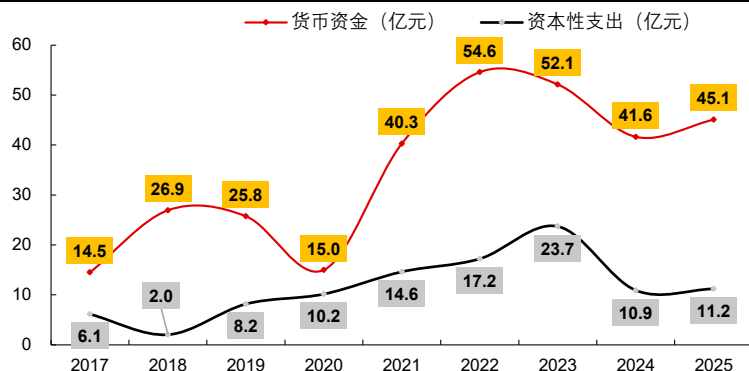
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：从 wind 一致预期下的 2026E 股息率来看，昊华能源处于前列（截止 5/26）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：公司近年在手现金水平处于较高位置，资本性支出相对缩减



资料来源：Wind，长江证券研究所

煤炭：短看弹性，长看量增

昊华能源目前主要拥有内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿、内蒙古鄂尔多斯市红庆梁煤矿以及宁夏红墩子煤业三处在采煤矿资源，核定产能合计 1930 万吨/年，权益产能合计 1328 万吨/年。煤种来看，动力煤/配焦煤权益产能占比 78%/22%。

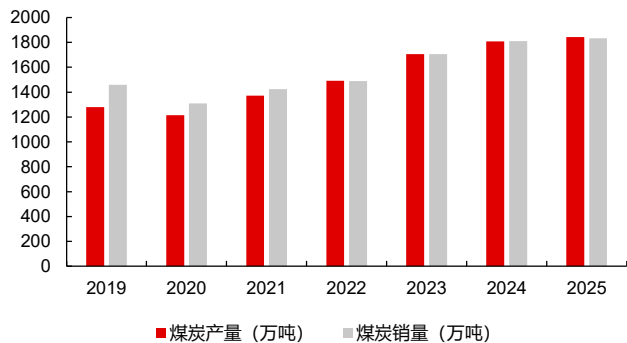
表 2：公司当前煤炭核定产能合计 1930 万吨/年，权益产能合计 1328 万吨/年

矿井名称	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	平均剩余可采年 限 (年)	核定产能 (万吨/年)	权益比例	权益产能 (万吨/年)
高家梁煤矿	不粘煤	6.49	3.72	43.8	850	80%	680
红庆梁煤矿	长焰煤、不粘煤	6.46	3.65	60.8	600	60%	360
红墩子煤业(红一煤矿)	气煤	4.58	1.62	67.4	240	60%	144
红墩子煤业(红二煤矿)	气煤	3.42	1.61	67.0	240	60%	144
合计	-	20.95	10.60	54.9	1,930	69%	1,328

资料来源：Wind，公司年报，京能集团 2026 年度第三期超短期融资券募集说明书，长江证券研究所

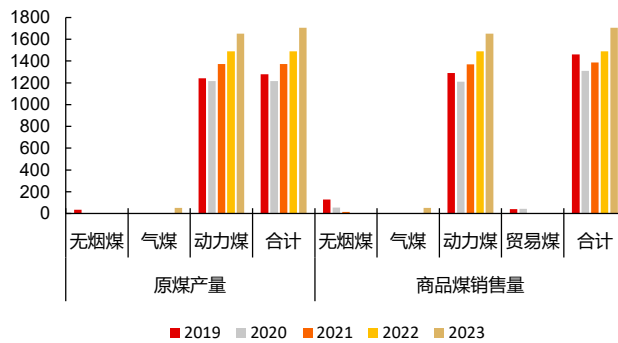
公司近年产销稳步提升。受益于新投产能爬坡以及存量产能稳步释放，公司煤炭产/销量从 2019 年的 1279/1460 万吨，逐步提升至 2025 年的 1843/1833 万吨，年均复合增速分别为 6.3%/3.9%。分煤种来看，根据公司债券募集说明书，公司煤炭产销主要以动力煤为主，增长趋势与公司整体产销类似，其余为少量无烟煤和气煤。分矿井来看，公司过去主力矿井为高家梁煤矿和红庆梁煤矿，随着公司红墩子煤业的红一、红二煤矿陆续建成投产，也逐步为公司贡献量增。

图 15：公司煤炭产销量从 2019 年的 1279/1460 万吨，逐步提升至 2025 年的 1843/1833 万吨



资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 16：公司煤炭产销主要以动力煤为主（单位：万吨）



资料来源：Wind，债券募集说明书，长江证券研究所

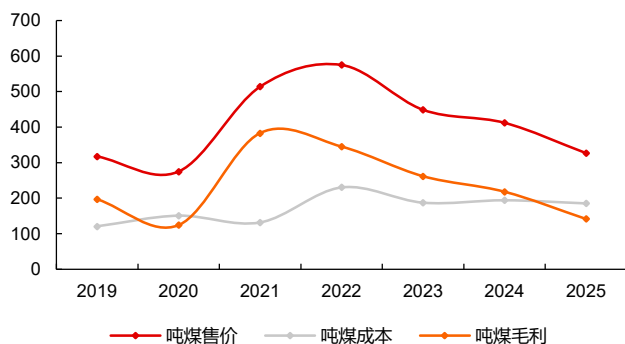
表 3：公司过去主力矿井为高家梁煤矿和红庆梁煤矿，随着公司红墩子煤业的红一、红二煤矿陆续建成投产，也逐步为公司贡献量增

矿井名称	产量（万吨）			产量占比			销量（万吨）			销量占比		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
高家梁煤矿	1,477	1,505	1,418	99%	88%	78%	1,475	1,505	1,420	99%	88%	78%
红庆梁煤矿												
红墩子煤业（红一煤矿）	13	201	191	1%	12%	11%	13	200	192	1%	12%	11%
红墩子煤业（红二煤矿）	--	--	197	--	--	11%	--	--	197	--	--	11%
合计	1,490	1,706	1,807	100%	100%	100%	1,489	1,705	1,810	100%	100%	100%

资料来源：Wind，京能集团 2026 年度第三期超短期融资券募集说明书，长江证券研究所

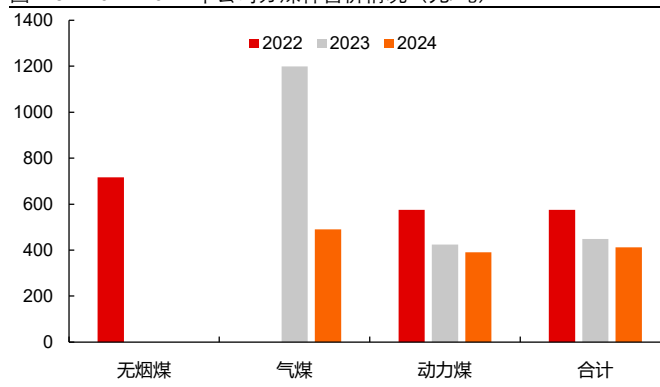
纵向来看，2021-2022 年随行业景气达到阶段性高峰后煤价逐步回落，但公司吨煤毛利近年仍维持在 100 元/吨以上的安全区间，始终保有正向盈利空间。**分煤种看**，气煤售价显著高于无烟煤与动力煤，动力煤与无烟煤价格相对平稳，三者价格梯度明显。**从矿井维度看**，高家梁&红庆梁煤矿凭借稳定的低成本优势持续贡献核心毛利，吨煤毛利长期维持在 230 元/吨以上。红一煤矿投产初期成本偏高，但 2023 年后迅速修复至盈利区间，红二煤矿于 2024 年投产首年即实现 206 元/吨的吨煤毛利。尽管公司整体吨煤毛利从 2022 年的 345 元/吨回落至 2024 年的 201 元/吨，但各矿井成本管控良好，为煤价波动提供了充足的安全垫。

图 17：公司近年来吨煤毛利整体处于 100 元/吨以上（元/吨）



资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 18：2022-2024 年公司分煤种售价情况（元/吨）



资料来源：Wind，债券募集说明书，长江证券研究所

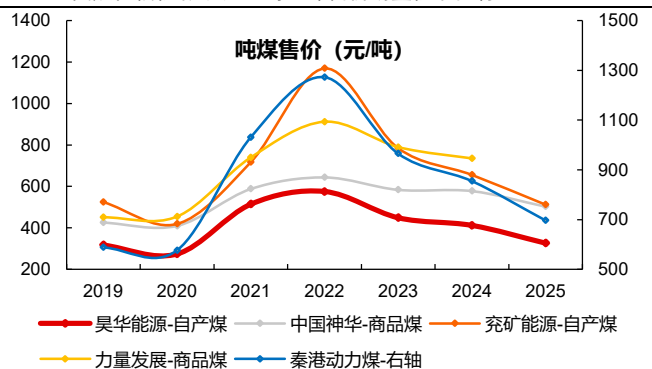
表 4：公司整体吨煤毛利从 2022 年的 345 元/吨回落至 2024 年的 201 元/吨，但各矿井成本管控良好，为煤价波动提供了充足的安全垫

矿井名称	吨煤售价（元/吨）			吨煤成本（元/吨）			吨煤毛利（元/吨）		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
高家梁煤矿	567.97	421.03	409.62	217.83	164.42	177.03	350.14	256.61	232.59
红庆梁煤矿									
红墩子煤业(红一煤矿)	1,381.84	657.41	499.06	1,595.61	358.36	394.51	-213.77	299.05	104.55
红墩子煤业(红二煤矿)	--	--	482.05	--	--	275.75	--	--	206.30
合计	575.15	448.76	412.03	230.25	187.17	210.94	344.90	261.59	201.09

资料来源：Wind，债券募集说明书，长江证券研究所

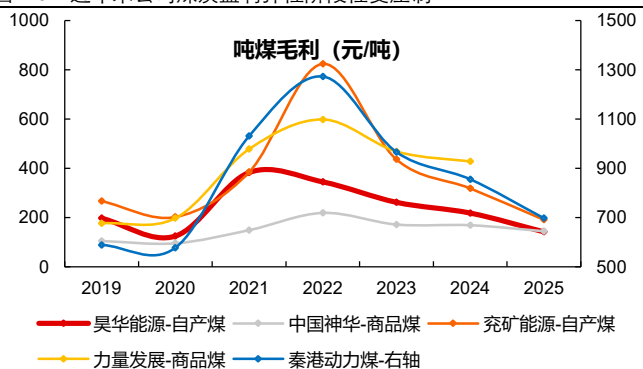
横向来看，受热值偏低影响，公司吨煤售价与毛利水平均处于行业可比公司偏低分位；虽然从吨煤盈利弹性角度不及兖矿能源，但由于具备较高现货比例，公司吨煤毛利波动幅度也明显高于中国神华。

图 19：受热值偏低影响，公司吨煤售价明显低于同行



资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 20：近年来公司煤炭盈利弹性阶段性受压制



资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

受益于高现货比例，公司业绩相对煤价具有高弹性特征。以秦港动力煤 700 元/吨为基准，煤价每上涨 100 元/吨即可带来超 60% 的利润增幅，若回升至 1000 元/吨则归母净利润达 25.6 亿元（弹性 187%），对应 PE 仅 5.7 倍、股息率 12.2%；反之煤价跌破 700 元/吨则利润快速收缩至不足 9 亿元，亦印证低长协煤企在周期波动中的盈利脆弱性。

表 5：昊华能源不同煤价对应业绩弹性测算

秦港动力煤 (元/吨)	600	650	700	750	800	850	900	1000	1100	1200
归母净利润 (亿元)	3.3	6.1	8.9	11.7	14.5	17.2	20.0	25.6	31.1	36.7
业绩弹性	-62%	-31%	0%	31%	62%	94%	125%	187%	250%	312%
PE	43.9	24.0	16.5	12.6	10.2	8.5	7.3	5.7	4.7	4.0
股息率	1.6%	2.9%	4.3%	5.6%	6.9%	8.2%	9.6%	12.2%	14.9%	17.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

控股股东京能集团层面，上市公司体外尚有 2100 万吨/年参控股煤炭储备产能，合计权益产能 1392 万吨、资源储量高达 65 亿吨。具体来看：

- 查干淖尔一号井资源储量 24.9 亿吨、可采年限 288 年，原计划 2025 年底投产且远期可核增至 800 万吨/年，集团持股 51%；
- 新疆汉水泉三号井田为集团 100% 权益项目，核定产能 800 万吨/年，资源储量 30.4 亿吨，根据集团 2018 年 11 月 5 日作出的避免同业竞争承诺，在煤炭项目经营所需资质完备后，投入正常生产后一年内，将其注入昊华能源；
- 巴彦淖井田实际由京东方能源开发控制，集团穿透持股 42.16%，上市公司直接持股 11.54%。

因此未来集团的煤炭资源储备有望对上市公司成长形成一定托举。

表 6：集团仍有 2100 万吨/年煤炭储备产能，其中部分项目存在注入上市公司的可能性

矿井	煤种	所属公司	集团权益比例	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)	备注
查干淖尔一号井	动力煤	京能（锡林郭勒）矿业有限公司	51%	500	255	24.9	14.4	288	原计划 2025 年底投产；未来计划核增至 800 万吨/年
巴彦淖尔井田	动力煤	鄂尔多斯市京东方能源投资有限公司	42.16%	800	337	9.6	-	-	2022 年 3 月取得探矿权证；除集团持股以外，上市公司昊华能源直接持股 11.54%
新疆汉水泉三号井田	动力煤	新疆京能建设投资有限公司	100%	800	800	30.4	14.9	133	-
合计	动力煤	-	66%	2100	1392	65	-	-	-

资料来源：Wind，环境保护部，锡林郭勒盟行政公署，锡林郭勒盟政务门户网，长江证券研究所

甲醇：受益涨价，弹性释放

昊华能源目前控股在产煤化工产品为 40 万吨甲醇，由下属控股子公司国泰化工运营，权益比例为 96.67%。

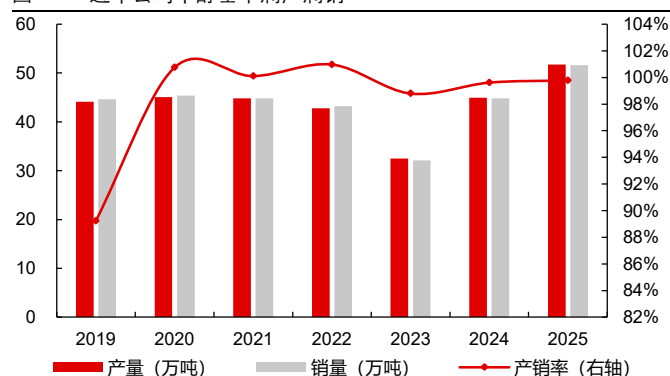
表 7：昊华能源煤化工产能梳理

产品	单位	产能	状态	权益比例	权益产能	项目所属公司
甲醇	万吨	40	在产	96.67%	39	鄂尔多斯市昊华国泰化工有限公司

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

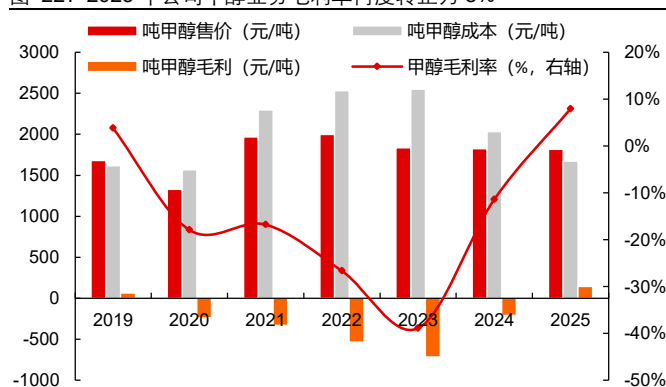
2025 年公司甲醇毛利率自 2019 年来再度转正。公司当前甲醇项目基本满产满销，位于鄂尔多斯，从而煤炭生产成本相对较低。从毛利率角度来看，公司煤化工项目毛利率 2019 年为 3.8%，但随后受甲醇价格走弱，成本受煤炭供需趋紧影响而明显抬升，从而 2020-2024 年公司甲醇业务毛利率均为负，不过受煤价中枢持续下行，甲醇价格相对平稳，2025 年公司甲醇业务毛利率再度转正为 8%。

图 21：近年公司甲醇基本满产满销



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

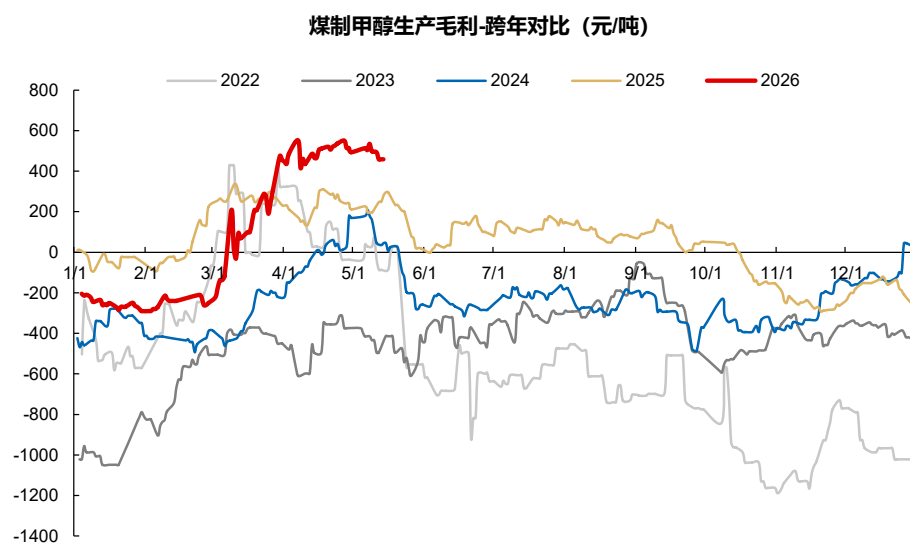
图 22：2025 年公司甲醇业务毛利率再度转正为 8%



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

美伊冲突以来，国内煤制甲醇项目盈利快速扩张。由于中东是全球重要的甲醇产地以及甲醇原料天然气产地，供给缩减引起甲醇价格的快速上涨，而国内甲醇以煤制为主，国内煤价涨幅相对平稳，从而受益于价格-成本剪刀差扩大。国内煤制甲醇毛利明显扩张。截止 2026/5/14，内蒙古煤制甲醇的吨毛利已经达到 459 元/吨，处于历史同期最高位置。

图 23：截止 2026/5/14，内蒙古煤制甲醇的吨毛利已经达到 459 元/吨，处于近五年历史同期最高位置



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

参考我们已外发报告《油价上行谁受益最大？——煤企煤化工图谱》，其中对昊华能源化工盈利弹性进行测算。

测算依据：

- 销量：**(1) 2025 年实际分产品销量：中煤能源、中国神华、兖矿能源、淮北矿业、山西焦化、陕西黑猫、昊华能源；(2) 2025 年上半年分产品销量年化：广汇能源、兰花科创；(3) 产能：金能科技（由于公司定期报告未披露分产品销量，故取分产品产能并假设 100%产销）。
- 毛利增厚：**基数为 2025 年分产品价格或毛利均值。对于初级产成品，统一假设成本不变，价格涨幅即毛利涨幅。对于同时销售初级产成品和深加工产品的，初级产成品取价格涨幅，深加工产品取行业平均毛利涨幅，即假设深加工产品子公司所用原料系从初级产成品子公司市场化采购，最终根据各自权益比例分别核算。对于直接销售深加工产品的，若原料完全自供，取价格涨幅，若原料需外购，取毛利涨幅。
- 所得税率：**统一假设为 25%。
- 权益比例：**根据销量及分产品权益比例加权得出。
- 归母净利润增厚：**毛利增厚*（1-所得税率）*权益比例。
- 2025A(E)毛利与归母净利润：**已披露 2025 年年报的，均取 2025 年实际数据。未披露 2025 年年报的，(1) 毛利（化工业务&公司总体）：取 2025 年上半年毛利*2。(2) 归母净利润：化工业务，取 2025 年上半年测算化工业务归母净利润*2。公司总体，取业绩预告区间中值。
- 煤化工盈利弹性贡献：**指相较 2025A(E)公司总体毛利及归母净利润而言。

表 8：主要煤炭公司煤化工产品价格及毛利变化（元/吨；油价 80 单位为美元/桶）

产品	价格-不含税				毛利				价格变化			毛利变化		
	2025	2026Q1	最新	油价80	2025	2026Q1	最新	油价80	2026年化-2025	最新-2025	油价80-2025	2026年化-2025	最新-2025	油价80-2025
煤焦油	3,111	3,424	3,717	3,354	-	-	-	-	532	606	243	-	-	-
工业萘	4,343	3,944	4,425	3,805	-	-	-	-	-39	81	-538	-	-	-
沥青	3,732	3,751	4,336	3,717	-186	-536	-59	-157	457	604	-16	8	127	29
炭黑	6,537	6,871	7,345	6,814	-71	-184	-43	-212	689	808	277	-7	29	-140
粗苯	4,656	4,678	5,619	4,442	-	-	-	-	728	963	-214	-	-	-
苯加氢	5,553	5,969	7,566	6,106	2,173	887	1,284	637	1,615	2,014	554	-988	-889	-1,536
纯苯	5,463	5,879	7,602	5,898	1,295	762	-834	527	1,708	2,139	436	-1,730	-2,129	-768
己内酰胺	8,202	9,333	11,416	9,248	-455	-1,427	-1,444	-641	2,693	3,214	1,046	-984	-989	-186
对甲基苯酚	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
焦炭	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BDO	-	-	-	-	4,952	-426	-291	-643	-	-	-	-5,277	-5,243	-5,594
甲醇	2,121	2,184	2,965	2,257	-	-	-	-	648	843	135	-	-	-
聚乙烯	7,065	7,498	9,204	7,544	818	1,047	1,776	239	1,712	2,138	479	776	958	-579
聚丙烯	6,191	6,362	8,142	6,372	-624	-912	-773	-647	1,505	1,950	180	-184	-149	-22
聚甲醛	10,775	10,468	12,655	10,301	-	-	-	-	1,333	1,880	-474	-	-	-
醋酸	2,227	2,495	3,389	2,367	1,213	-95	1,258	-30	939	1,163	140	-293	46	-1,243
醋酸乙酯	4,446	4,705	5,416	4,692	41	-85	-57	-105	792	970	246	-105	-98	-147
乙醇	5,323	5,445	5,841	5,509	-	-	-	-	419	518	186	-	-	-
乙二醇	3,848	3,568	4,332	3,535	-1,309	-304	232	-867	293	484	-313	1,407	1,541	442
正丁醇	5,580	6,028	7,345	5,796	2,254	389	1,106	591	1,436	1,765	217	-1,327	-1,148	-1,663
丁二烯	8,503	10,355	12,832	9,558	1,425	2,432	6,027	2,868	3,709	4,329	1,054	3,703	4,602	1,443
辛醇	6,444	6,607	8,230	6,106	3,029	445	516	26	1,380	1,786	-338	-2,531	-2,514	-3,003
正丁胺	5,532	5,766	7,434	5,664	2,173	887	1,284	799	1,484	1,901	131	-988	-889	-1,374
异丁胺	5,532	5,766	7,434	5,664	2,173	887	1,284	799	1,484	1,901	131	-988	-889	-1,374
山梨酸钾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合成氨	2,001	1,906	2,412	1,795	-	-	-	-	285	411	-206	-	-	-
硝酸	2,010	2,040	2,566	1,991	-	-	-	-	425	556	-19	-	-	-
己二酸	6,398	7,497	8,496	7,566	279	-1,357	-612	-403	1,848	2,097	1,168	-1,078	-892	-682
尿素	1,538	1,609	1,690	1,668	624	206	317	302	131	152	130	-335	-307	-322
LNG	3,933	3,864	4,658	3,698	-	-	-	-	527	725	-235	-	-	-
石脑油	6,344	6,473	6,504	6,478	-	-	-	-	153	161	134	-	-	-
全馏分液体石蜡	7,015	6,355	7,699	6,195	-	-	-	-	348	684	-820	-	-	-

资料来源：Wind，钢联，长江证券研究所（注：1、价格数据截至 2026 年 4 月 21 日，毛利数据截至 2026 年 4 月 17 日；2、2026 年化=2026Q1 实际均值*1/4+最新值*3/4；3、油价 80 指布伦特原油在 80 美元/桶，由于 2026 年 3 月 3 日-4 日布伦特原油价格在 81.4 美元/桶，故取 2026 年 3 月-4 日均价、2026 年 3 月 5 日平均毛利作为油价近似 80 美元/桶时的各产品价格或毛利）

表 9：不同情景下，主要煤炭公司煤化工业务盈利弹性测算

	中煤能源	中国神华	兖矿能源	广汇能源	中国旭阳	淮北矿业	山西焦化	陕西黑猫	金能科技	兰花科创	昊华能源
2025A(E) 毛利（亿元）											
化工业务	26.9	4.1	63.9	13.3	8.1	19.7	0.2	9.3	1.3	-0.8	0.8
公司总体	407.0	1,034.5	425.2	54.2	30.6	75.8	-6.6	-3.4	3.6	16.1	29.2
化工业务占比	7%	0.4%	15%	25%	26%	26%	-	-	36%	-5%	3%
2025A(E) 归母净利润（亿元）											
化工业务	4.5	-1.6	12.5	6.4	-2.3	3.8	-1.2	4.6	-2.1	-4.6	-0.7
公司总体	178.8	528.5	83.8	14.0	0.6	15.1	0.8	-11.4	0.2	-5.0	4.9
化工业务占比	3%	-0.3%	15%	46%	-398%	25%	-152%	-	-935%	-	-14%
情景1（中性）：按照26Q1实际均价*1/4+最新价格*3/4年化											
煤化工盈利增厚（亿元）											
毛利	22.6	11.7	27.2	7.5	14.0	3.9	0.3	2.5	1.2	0.4	3.3
归母净利润	16.5	8.8	18.8	5.6	9.0	2.8	0.2	1.5	0.9	0.3	2.4
煤化工盈利弹性贡献（%）											
毛利	6%	1%	6%	14%	46%	5%	5%	73%	34%	2%	11%
归母净利润	9%	2%	22%	40%	1544%	18%	24%	13%	418%	6%	49%
情景2（乐观）：按照最新价格年化											
煤化工盈利增厚（亿元）											
毛利	29.2	14.8	41.1	9.9	19.3	4.9	0.75	3.7	2.8	0.6	4.4
归母净利润	21.3	11.1	28.4	7.4	12.3	3.5	0.42	2.2	2.1	0.4	3.2
煤化工盈利弹性贡献（%）											
毛利	7%	1%	10%	18%	63%	6%	11%	107%	79%	3%	15%
归母净利润	12%	2%	34%	53%	2129%	23%	52%	19%	970%	8%	64%
情景3（谨慎）：按照布油价格约80美元/桶											
煤化工盈利增厚（亿元）											
毛利	1.5	2.4	-8.5	1.1	3.5	1.3	-0.50	-1.8	-0.4	0.9	0.7
归母净利润	1.1	1.8	-5.8	0.8	2.2	0.9	-0.28	-1.0	-0.3	0.7	0.5
煤化工盈利弹性贡献（%）											
毛利	0%	0%	-2%	2%	11%	2%	-7%	-52%	-12%	6%	2%
归母净利润	1%	0%	-7%	6%	384%	6%	-34%	-9%	-141%	14%	10%

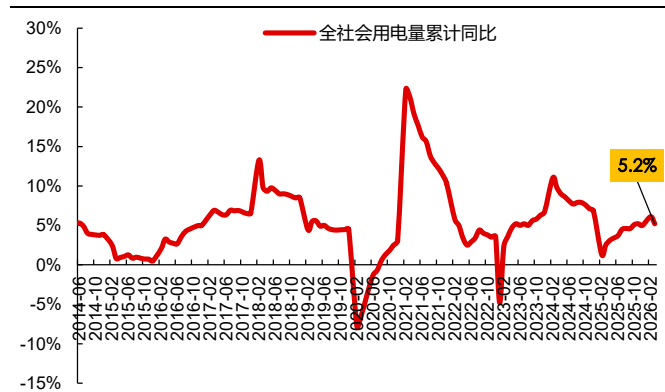
资料来源：Wind，钢联，公司公告，长江证券研究所

行业：动力煤易涨难跌，煤化工成本优势凸显

动力煤：短期景气+中长期能源安全共振催化

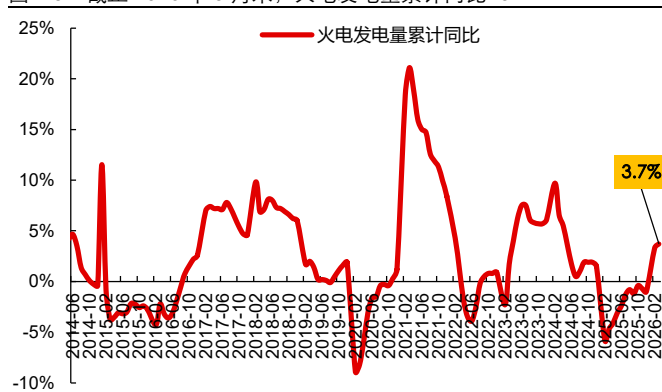
当前时点，需求端景气系统性修复，新能源边际替代放缓叠加预期高温催化或进一步打开动力煤需求改善空间。对于 2026 年，首先一季度全社会用电量和火电发电量同比已经呈现比较改善趋势。其中，截止 2026 年 3 月末，全社会用电量累计同比+5.2%，火电发电量累计同比+3.7%，根据煤炭资源网数据，对应 2026Q1 电力耗煤需求量也呈现同比修复。其次，在厄尔尼诺带来的高温催化下，2026 年夏旺季用电需求或有望进一步提升，从而考虑到新能源边际替代效应趋缓，今年火电的修复空间或有望打开，对应动力煤需求改善空间亦可期。

图 24：截止 2026 年 3 月末，全社会用电量累计同比+5.2%



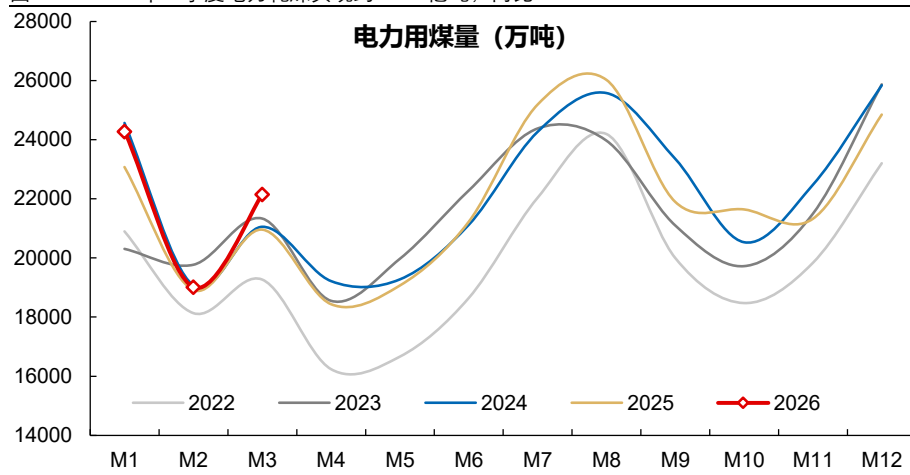
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：截止 2026 年 3 月末，火电发电量累计同比+3.7%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：2026 年一季度电力耗煤实现约 10.8 亿吨，同比+3.7%

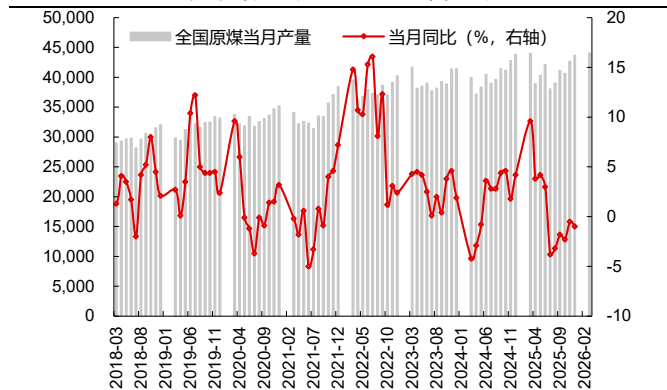


资料来源：Wind，长江证券研究所

在需求改善大背景下，考虑到国内供给仍面临制约，叠加进口供给受到海外政策扰动+需求竞争或加剧影响或也延续负增，2026 年动力煤整体供需格局系统性改善有望持续演绎，并且当前时点，煤炭低库存环境下，若旺季供需错配加剧，煤价上行空间有望打开。具体来看：

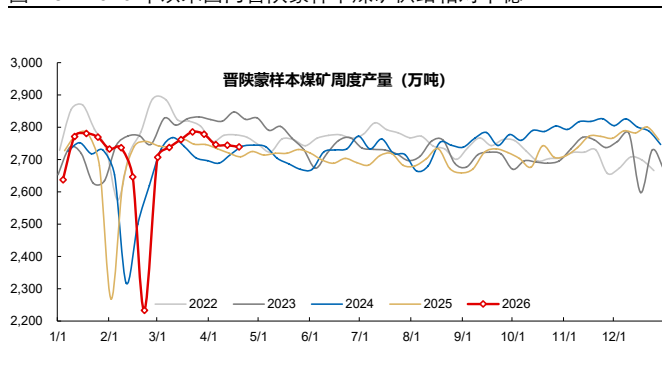
- 年初以来产地端供给相对平稳，安监常态化或将持续制约国内供给。2025 年 7 月国家能源局发布超产核查通知掀开煤炭反内卷序幕，2026 年初国家发改委针对过去几年保供核增煤矿实际表现情况进一步给出了核减产能的意见，因此整体上国内煤炭供给端已经由过去保供为主的思路转向重点关注稳产限产，因此 2026 年以来，国内煤炭产地端供给相对平稳，并且展望全年来看，安监常态化下国内煤炭供给或将持续受限。

图 27：2026Q1 全国原煤产量同比+0.1%（单位：万吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：2026 年以来国内晋陕蒙样本煤矿供给相对平稳



资料来源：中国煤炭市场网，长江证券研究所

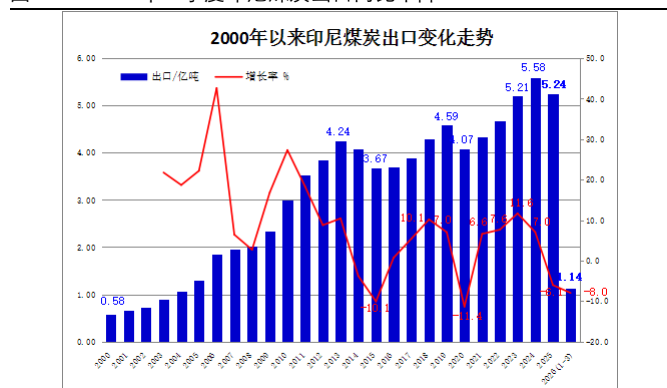
表 10：2026 年 1-3 月分省市原煤产量前十

排名	地区	产量（万吨）	同比（%）
1	内蒙古	33594.1	1.7
2	山西	32536.1	-0.1
3	陕西	19215.8	4.2
4	新疆	13591.4	-4.6
5	贵州	3774.9	4.5
6	河南	2658.9	1.6
7	安徽	2638.6	-0.9
8	宁夏	2498.5	-0.3
9	山东	2117.8	-2.5
10	甘肃	1737.6	-2.3

资料来源：国家统计局，长江证券研究所

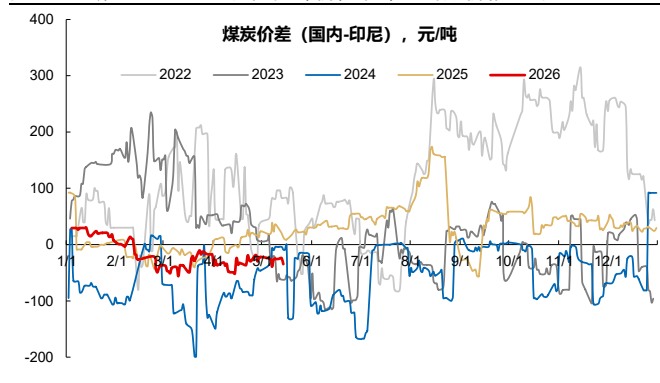
- 进口供给受到海外政策扰动+需求竞争或加剧影响或也将延续负增，进一步限制动力煤供给空间。2026 年印尼政策端缩减煤炭生产配额，叠加美伊冲突下海外煤价涨幅明显高于国内，进口持续倒挂下进口动力煤性价比偏弱，因此截止 2026 年 3 月末，国内动力煤进口累计同比-3.8%。并且展望后续，短期海外煤炭供给无法释放叠加欧洲煤炭库存明显偏低，后续补库需求或进一步抬升海外煤价中枢，国内进口负增或将延续，甚至有望扩大负增速。

图 29：2026 年一季度印尼煤炭出口同比下降 8.0%



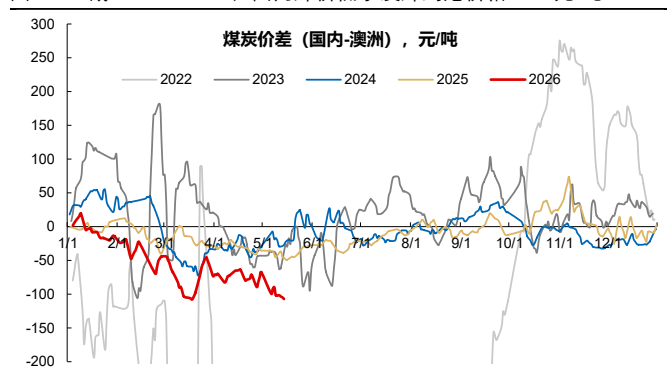
资料来源：中国煤炭经济研究会，印度尼西亚国家统计局，长江证券研究所

图 30：截止 2026/5/14，国内煤价低于印尼到港价格 35 元/吨



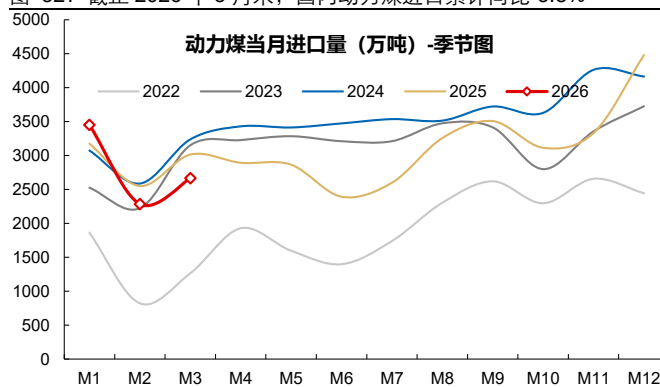
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：截止 2026/5/14，国内煤价低于澳煤到港价格 107 元/吨



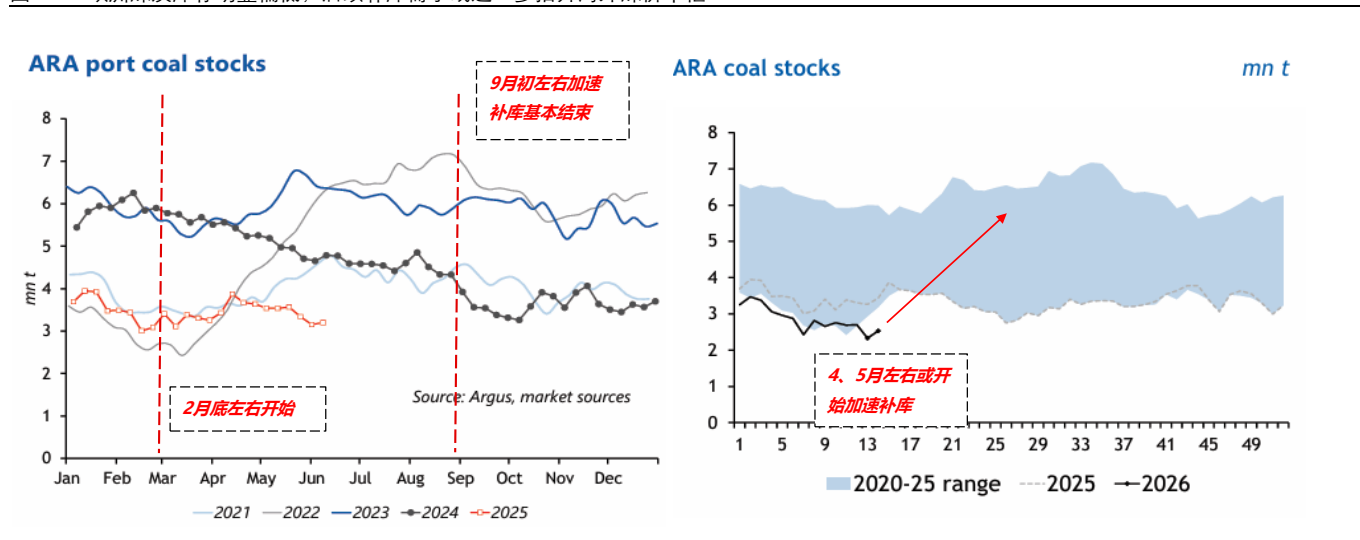
资料来源：Wind，Mysteel，长江证券研究所

图 32：截止 2026 年 3 月末，国内动力煤进口累计同比-3.8%



资料来源：煤炭资源网，长江证券研究所

图 33：欧洲煤炭库存明显偏低，后续补库需求或进一步抬升海外煤价中枢

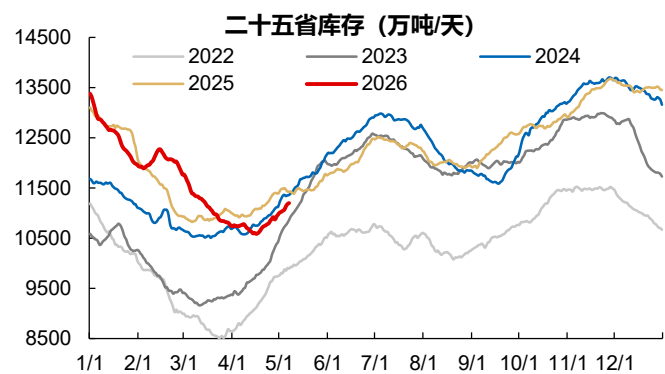


资料来源：Argus，长江证券研究所

综上所述，在供给端国内+进口均面临制约，而需求基本面修复基础下，供需格局已经呈现系统性改善，而厄尔尼诺带来的极端高温天气或将放大需求修复斜率，供需格局或将重回偏紧状态。

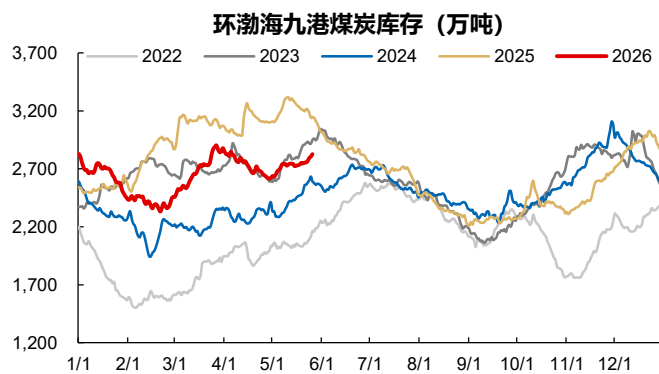
进一步来说，当前时点，由于国内下游电厂以及港口库存均已处于过去两年偏低位置，若厄尔尼诺高温预期兑现，则旺季动力煤供需错配加剧下有望迎来新一轮煤价上涨周期，并且煤价上行空间有望超预期打开。

图 34：当前全国 25 省电厂库存处于 2024 年以来最低位置



资料来源：CCTD，长江证券研究所

图 35：当前环渤海九港库存处于 2024 年以来偏低位置



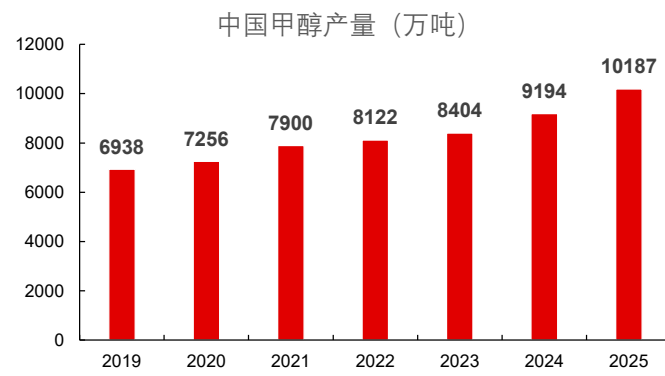
资料来源：Wind，长江证券研究所

此外，美伊冲突带来的系统性能源价值重估或将推动煤价未来几年处于高位。边际上近期美伊冲突虽在缓和，但本次冲突造成的海湾国家能源供应设施大范围损坏在短时间难以快速修复，以及全球能源库存也经历了加速消耗，更严重在于频发的地缘冲突进一步提升了全球能源安全意识，随着能源板块的定价逻辑从成本导向转向安全导向，全球补库周期及强度放大下，煤炭等传统能源将迎来系统性价值重估，或将推动煤价未来几年维持高位。

煤化工：短期供给刚性，原料涨价甲醇盈利仍扩张

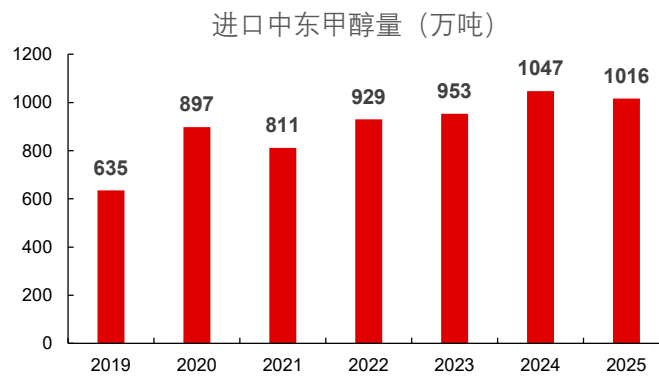
2025 年，根据 Mysteel 数据，中国甲醇产量为 10187 万吨；进口甲醇 1441 万吨，进口依赖度为 12.4%，其中进口中东甲醇量为 1016 万吨，占中国进口甲醇量的 71%。地缘冲突下，国内甲醇供给或存在刚性缺口，美伊冲突即使缓解，或仍需时间恢复生产，短期供给弹性或相对不足。

图 36：25 年中国甲醇产量为 10187 万吨



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

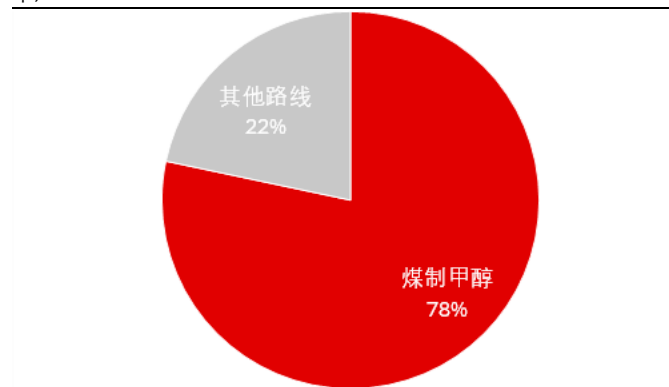
图 37：25 年进口中东甲醇量为 1016 万吨，占中国进口甲醇量的 71%



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

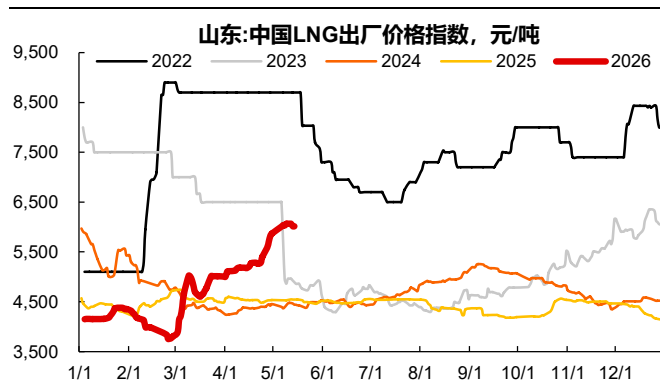
我国制取甲醇以煤制路线为主，2024 年煤制甲醇的产能占比为 78%，而其余路线主要集中在焦炉煤气制取甲醇、天然气制取甲醇两大路线。受旺季补库临近以及供给偏紧制约，近期国内气价走高，后续仍有进一步冲高可能，成本提升下或进一步提升甲醇涨价支撑。从近期天然气路线和煤制路线的毛利走势来看，煤价/天然气价格当前均处于上升通道，但是由于天然气涨价较快，从而近期对应路线毛利出现收敛，但由于煤价涨幅相对平稳，煤制路线盈利仍维持可观水平。

图 38：我国甲醇生产工艺路线中，煤制甲醇产能占比 78%（2024 年）



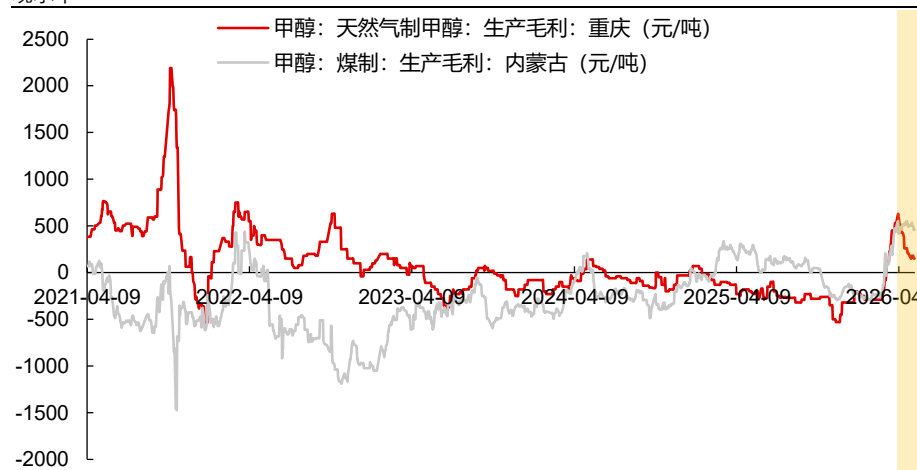
资料来源：中国化工报，长江证券研究所

图 39：近期国内 LNG 出厂价格明显走强



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：由于天然气涨价较快，近期毛利出现收敛；煤价涨幅相对平稳，煤制路线盈利仍维持可观水平



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

投资建议

整体来看，公司主要投资逻辑为：

1、行业：动力煤易涨难跌，煤化工成本优势凸显。动力煤方面，需求端 2026 年一季度全社会用电量累计同比+5.2%、火电发电量+3.7%，新能源边际替代趋缓叠加厄尔尼诺高温预期，旺季需求改善空间可期；供给端国内安监常态化制约产量释放，进口端受印尼政策扰动及海外煤价上涨影响，2026 年一季度动力煤进口累计同比-3.8%，且欧洲煤炭库存偏低、后续补库需求或进一步抬升海外煤价中枢。当前国内电厂及港口库存均处于 2024 年以来最低位置，旺季供需错配加剧下煤价上行空间有望打开，且美伊冲突带来的能源安全价值重估或将推动煤价未来几年维持高位。煤化工方面，中东占我国甲醇进口量的 71%，地缘冲突下国内甲醇供给存在刚性缺口；近期天然气价格快速上涨导致气制路线毛利收敛，而煤价涨幅相对平稳，成本优势凸显，煤制路线盈利仍维持可观水平。

2、煤炭：短看弹性，长看量增。短期看，公司煤炭销售当前以现货为主，业绩对煤价具有高弹性特征——以秦港动力煤 700 元/吨为基准，煤价每上涨 100 元/吨即可带来超 60%的利润增幅。长期看，未来集团资产注入或有望进一步打开公司成长空间。目前控股股东京能集团体外尚有参控股合计 2100 万吨/年煤炭储备产能，合计权益产能 1392 万吨、资源储量高达 65 亿吨，其中新疆汉水泉三号井田为集团 100%权益项目，核定产能 800 万吨/年，根据集团 2018 年 11 月 5 日向公司作出的避免同业竞争承诺，在其下属煤矿项目经营所需资质完备后，投入正常生产后一年内将其注入上市公司。

3、甲醇：受益涨价，弹性释放。公司控股 40 万吨甲醇项目由国泰化工运营，权益比例 96.67%，2025 年毛利率自 2019 年来再度转正为 8%。美伊冲突以来，中东甲醇供给收缩推动国内甲醇价格快速上涨，而我国甲醇生产以煤制为主（产能占比 78%），国内煤价涨幅相对平稳，价格-成本剪刀差扩大下煤制甲醇盈利明显扩张。截至 2026 年 5 月 14 日，内蒙古煤制甲醇吨毛利已达 459 元/吨，处于历史同期最高位置。2026 年公司化工板块盈利弹性有望充分释放。

考虑 2026 年煤价&甲醇价格中枢回升，预计公司 26/27/28 年归母净利润分别为 12.09/12.77/12.79 亿元，按 5/26 收盘价计算对应 PE 分别为 12.50/11.83/11.81 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

1、经济承压影响下游需求风险。若后期地产复苏较弱，钢铁需求承压下双焦市场价格存在下行风险，公司售价可能随着市场价出现下调，对业绩影响可能较大。

2、外部因素导致煤价或煤炭板块出现非季节性下跌风险。如海外地缘冲突缓和导致油价大幅回调，可能一定程度压制煤化工盈利和板块情绪，进一步使得公司估值存在调整风险。

3、煤化工盈利不及预期风险。若美伊冲突缓和超预期，甲醇供给端出现明显宽松，价格大幅回落，公司煤化工盈利存在不及预期风险。

4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计伴随 2026 年煤价&化工产品价格的上涨，公司 2026、2027 年营收 94.7、94.7 亿元，增速 17.9%、0.0%；毛利率对应 44.2%、44.2%，归母净利润 12.09、12.77 亿元，增速 135.9%、5.7%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若煤价&化工品价格上涨幅度不及预期，或公司产品溢价提升低预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2026、2027 年公司营业收入同比增速分别为 3.9%、0.0%；毛利率对应 36.0%、36.0%，则对应测算归母净利润 6.68、7.13 亿元，增速 30.3%、6.8%。

表 11：公司收入和利润的敏感性分析（单位：百万元）

指标	基准情形			悲观情形		
	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
营业收入	80.3	94.7	94.7	80.3	83.4	83.4
——yoy		17.9%	0.0%		3.9%	0.0%
毛利率	35.1%	44.2%	44.2%	35.1%	36.0%	36.0%
归母净利润	5.12	12.09	12.77	5.12	6.68	7.13
——yoy		135.9%	5.7%		30.3%	6.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8027	9468	9468	9468	货币资金	4507	4312	5237	6104
营业成本	5213	5279	5279	5279	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2814	4189	4189	4189	应收账款	94	111	111	111
%营业收入	35%	44%	44%	44%	存货	220	222	222	222
营业税金及附加	711	839	839	839	预付账款	73	74	74	74
%营业收入	9%	9%	9%	9%	其他流动资产	118	135	135	135
销售费用	150	177	177	177	流动资产合计	5011	4854	5779	6646
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	1314	1314	1314	1314
管理费用	705	832	832	832	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	9%	9%	9%	9%	固定资产合计	11872	12282	12434	12648
研发费用	8	9	9	9	无形资产	8792	8811	8829	8845
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	287	256	230	228	递延所得税资产	60	60	60	60
%营业收入	4%	3%	2%	2%	其他非流动资产	1579	2079	2579	3079
加: 资产减值损失	-109	0	0	0	资产总计	28627	29401	30995	32592
信用减值损失	4	0	0	0	短期贷款	805	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1542	1561	1561	1561
投资收益	78	92	92	92	预收账款	0	0	0	0
营业利润	939	2184	2209	2212	应付职工薪酬	85	86	86	86
%营业收入	12%	23%	23%	23%	应交税费	198	234	234	234
营业外收支	-15	-5	0	0	其他流动负债	2117	2130	2130	2130
利润总额	924	2179	2209	2212	流动负债合计	4746	4011	4011	4011
%营业收入	12%	23%	23%	23%	长期借款	5436	5436	5436	5436
所得税费用	284	670	615	616	应付债券	0	0	0	0
净利润	640	1509	1595	1596	递延所得税负债	87	87	87	87
归属于母公司所有者的净利润	512	1209	1277	1279	其他非流动负债	3353	3353	3353	3353
少数股东损益	127	300	317	318	负债合计	13622	12886	12886	12886
EPS (元)	0.36	0.84	0.89	0.89	归属于母公司所有者权益	11893	13101	14378	15657
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	3113	3413	3731	4049
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	15006	16515	18109	19706
经营活动现金流净额	1967	2657	2726	2777	负债及股东权益	28627	29401	30995	32592
取得投资收益收回现金	49	92	92	92	基本指标				
长期股权投资	1	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-46	-1365	-1147	-1256	每股收益	0.36	0.84	0.89	0.89
其他	-991	-506	-501	-501	每股经营现金流	1.37	1.85	1.89	1.93
投资活动现金流净额	-987	-1779	-1556	-1665	市盈率	29.48	12.50	11.83	11.81
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.27	1.15	1.05	0.96
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.74	5.28	4.93	4.61
银行贷款增加 (减少)	137	-805	0	0	总资产收益率	1.8%	4.1%	4.1%	3.9%
筹资成本	-948	-269	-245	-245	净资产收益率	4.3%	9.2%	8.9%	8.2%
其他	79	0	0	0	净利率	6.4%	12.8%	13.5%	13.5%
筹资活动现金流净额	-732	-1073	-245	-245	资产负债率	47.6%	43.8%	41.6%	39.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	247	-195	925	867	总资产周转率	0.28	0.32	0.31	0.29

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。