

潞安环能 (601699.SH)

2026 年 06 月 05 日

山西喷吹煤龙头，周期上行业绩弹性领跑

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号: S0790525070003

日期	2026/6/4
当前股价(元)	19.30
一年最高最低(元)	19.76/10.31
总市值(亿元)	577.34
流通市值(亿元)	577.34
总股本(亿股)	29.91
流通股本(亿股)	29.91
近 3 个月换手率(%)	84.81

● 山西喷吹煤龙头，周期上行业绩弹性领跑，维持“买入”评级

公司是连续多年稳占市占率第一的煤龙头公司，也是全行业唯一一家享受 15% 的优惠所得税率的国家级高新技术企业。作为纯煤标的（营收占比 94%），具备较强的“高 Beta”属性，2026 年煤价周期性上行，叠加公司百亿级优质探矿权注入，有望实现产量与业绩的双重释放。我们上调 2026-2027 年并新增 2028 年公司盈利预测，预计 2026-2028 年公司实现归母净利润为 37.59/41.21/46.85 亿元（2026 年/2027 年原值 32.14/36.07 亿元），同比+237.1%/+9.6%/+13.7%；EPS 分别为 1.26/1.38/1.57 元；对应当前股价 PE 为 15.4/14.0/12.3 倍，维持“买入”评级。

● 喷吹煤领域龙头地位稳固，资源接续打开长期增长空间 d

公司产品具备“五高五低”的突出特性，在高炉喷吹应用中具备更高的置换效率与使用价值。连续多年稳占市占率第一位置，资源稀缺性带来更强的客户粘性与市场议价能力。公司累计投入百亿资金获取上马、苏村等优质探矿权，新增资源量超 13 亿吨，并依托现有矿区进行低成本接续开采，有效延长矿井服务年限。在建矿井合计约 850 万吨/年产能将逐步释放，为长期发展注入强劲动力。

● 纯血煤炭基因叠加唯一一家高新企业税收优势，周期回暖下盈利修复可期

公司以煤炭为绝对主业，2025 年煤炭业务营收占比达 94.3%，是行业内煤炭业务纯度最高的标的之一，业绩与煤价高度相关，具备较强的“高 Beta”属性。同时作为行业唯一的国家级高新技术企业，公司享受 15% 的优惠所得税率，较同业低 10 个百分点，税收红利直接增厚净利润，进一步强化业绩弹性。在定价机制上，公司仅 20% 的动力煤执行量价双锁保供长协，剩余部分采取灵活定价，从而充分释放煤价上行的业绩弹性。随着 2025 年下半年煤价政策底的确立及能源价格中枢的上移，公司正处于业绩修复的关键窗口期，具备较大盈利改善空间。

● 财务状况健康稳健，高分红与低负债彰显投资价值

公司资产负债率已降至 41.56%，经营性现金流充裕，财务结构健康，抗风险能力突出。延续高分红传统，股利支付率常年维持在 50% 以上，股息率具备吸引力。

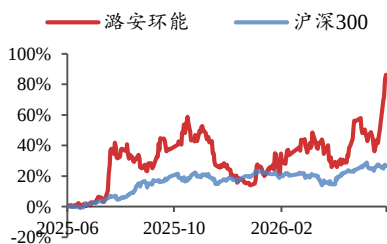
● **风险提示：**煤价大幅波动风险、产能投放不及预期、下游需求复苏不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	35,850	27,820	35,176	37,494	39,305
YOY(%)	-16.9	-22.4	26.4	6.6	4.8
归母净利润(百万元)	2,450	1,115	3,759	4,121	4,685
YOY(%)	-69.1	-54.5	237.1	9.6	13.7
毛利率(%)	36.9	33.0	39.6	41.4	42.0
净利率(%)	6.8	4.0	10.7	11.0	11.9
ROE(%)	6.0	1.3	6.4	6.3	6.2
EPS(摊薄/元)	0.82	0.37	1.26	1.38	1.57
P/E(倍)	23.6	51.8	15.4	14.0	12.3
P/B(倍)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

内容目录

1、山西喷吹煤龙头，兼享高新企业税收优势.....	4
1.1、山西省国资委直管核心资产，治理结构扁平高效保障稳健运营.....	4
1.2、煤炭主业营收占比超 94%，纯煤标的业绩弹性纯粹且突出.....	5
1.3、煤炭行业唯一国家级高新认证，坐享 10%税率差红利.....	7
2、稀缺煤种禀赋，产能扩张打开长期成长空间.....	8
2.1、煤炭资源储备充足，在建产能稳步释放打开增量空间.....	8
2.2、产品结构持续优化，长协定价兼顾稳量与价格弹性.....	10
3、主营业务聚焦喷吹煤，周期与业务协同发力.....	12
3.1、喷吹煤市占率行业领先，冶金用煤领域议价能力强劲.....	12
3.2、周期性底部夯实，叠加能源价格抬升加持.....	14
4、“底子厚”兼具“弹性高”的攻守辩证法.....	15
4.1、煤炭业务规模优势突出，综合盈利水平领跑行业.....	15
4.2、财务结构优异，具备较强抗风险能力.....	18
5、盈利预测与投资建议.....	19
5.1、盈利预测.....	19
5.2、估值分析与投资建议.....	21
6、风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1：公司持续推进资源整合与产业链延伸，产能规模逐步扩大.....	4
图 2：截至 2026 年一季度，公司实际控制人为山西省国资委，控股股东潞安矿业持股比例 61.44%.....	5
图 3：2026 年 Q1 公司营收同比+4.24%.....	5
图 4：2026 年 Q1 公司毛利同比+1.11%.....	5
图 5：2026 年 Q1 公司归母净利润同比+9.40%.....	6
图 6：2026 年 Q1 公司盈利能力触底回升.....	6
图 7：2025 年煤炭业务营收占比高达 94.28%.....	6
图 8：2025 年焦炭业务营收占比 4.15%.....	6
图 9：2025 年公司煤炭业务毛利率 34.38%.....	7
图 10：2025 年公司焦炭业务处于亏损状态.....	7
图 11：2026 年 Q1 公司期间费用率 17.1%.....	7
图 12：2026 年 Q1 公司现金净流量 38.2 亿元.....	7
图 13：2025 年公司高新技术企业税收优惠为公司节省 1.19 亿元.....	8
图 14：公司煤层具有“五高五低”特性.....	9
图 15：2024-2025 年公司煤炭产销小幅走弱.....	11
图 16：混煤及喷吹煤为公司两大主要产品.....	11
图 17：公司高附加值喷吹煤产量占比不断提升.....	11
图 18：2025 年公司混煤及喷吹煤产量占比超过 93%.....	11
图 19：2025 年公司喷吹煤收入占比近 60%.....	11
图 20：2025 年公司喷吹煤毛利率为 38.49%.....	11
图 21：2025 年喷吹煤平均吨钢销售单价为 730 元/吨.....	12
图 22：2025 年喷吹煤平均吨钢毛利为 281 元/吨.....	12

图 23: 2025 年喷吹煤平均吨钢成本为 449 元/吨	12
图 24: 公司煤炭收入利润随市场波动	12
图 25: 喷吹煤代替焦炭吨铁成本降低约 35 元/吨	13
图 26: 潞安常村煤与有关矿区喷吹煤的工艺性能对比	14
图 27: 2025 年 7 月煤炭价格见到“政策底”	14
图 28: 公司煤炭产品单价不高, 但以量补价	15
图 29: 公司煤炭开采具有一定成本优势	15
图 30: 公司吨煤销售单价低于同业公司产品	16
图 31: 公司销售毛利率明显高于同业公司	16
图 32: 公司煤炭业务占总营收比重最高	16
图 33: 公司吨煤毛利率处于行业中等水平	17
图 34: 公司净利率处于同业内中等偏高水平	18
图 35: 公司税金及附加占营业总收入比重较高	18
图 36: 公司资产负债率降幅显著	18
图 37: 公司 2022 年起净负债率持续为负	18
图 38: 公司 2025 年现金分红率超过 50%	19
表 1: 公司主体矿井	9
表 2: 公司整合矿区	10
表 3: 业绩随煤价波动弹性显著高于同行	17
表 4: 预计未来两年公司煤炭产销小幅增长, 销售单价逐步回升	20
表 5: 受益于煤炭价格周期性回升, 2026-2028 年公司营收利润有望同比好转	20
表 6: 鉴于煤炭业务周期性回暖预期, 给予公司一定估值溢价 (2026 年 06 月 03 日收盘价)	21

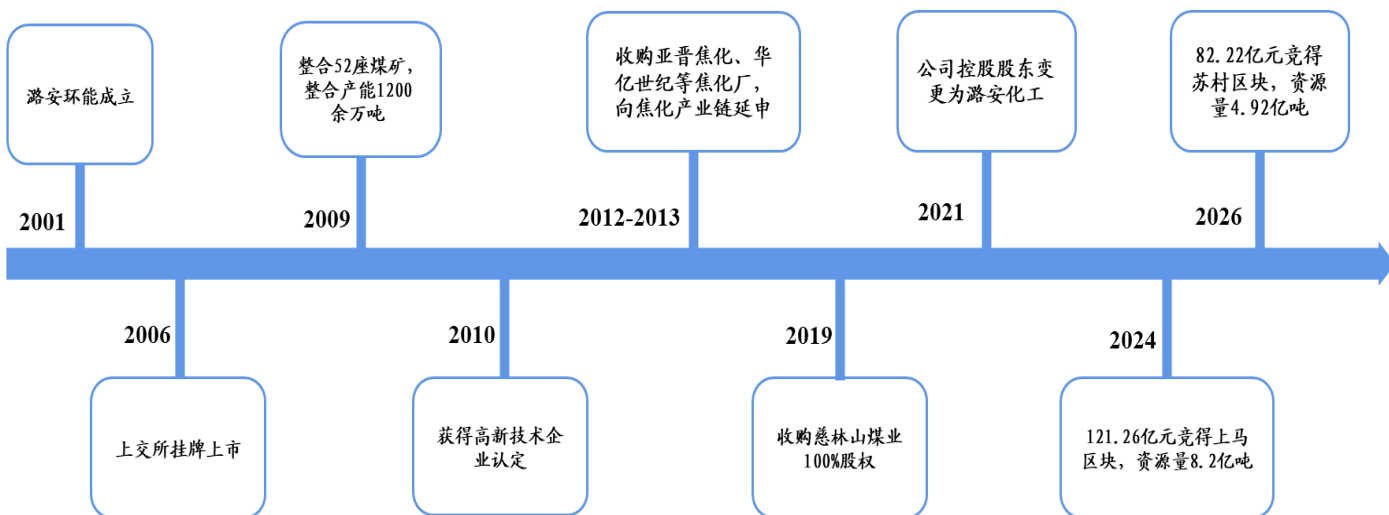
1、山西喷吹煤龙头，兼享高新企业税收优势

1.1、山西省国资委直管核心资产，治理结构扁平高效保障稳健运营

山西潞安环保能源开发有限公司（简称潞安环能），主营业务为煤炭采选，位于山西省东南部上党盆地北缘，所辖煤田属沁水煤田东部边缘中段，总面积约为 1334 平方公里，地质总储量 98.15 亿吨，可采储量 56.65 亿吨。煤炭产品属特低硫、低磷、低灰、高热量的优质动力煤和炼焦配煤，主要有混煤、洗精煤、喷吹煤、洗混块等 4 大类煤炭产品以及焦炭产品，主要应用于发电、动力、炼焦、钢铁行业。

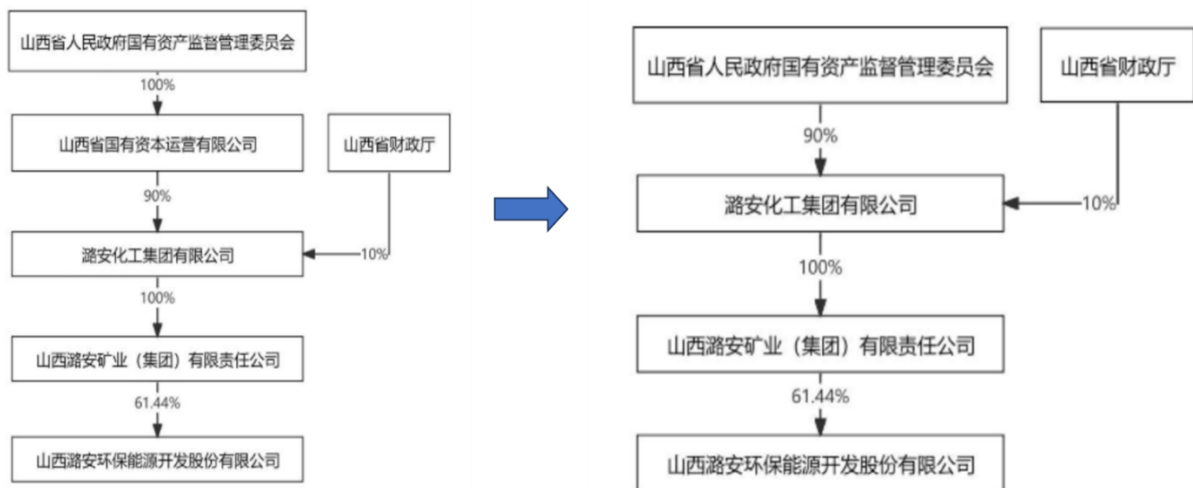
公司成立于 2001 年，由山西潞安矿业集团作为主发起人，联合其他五家单位共同发起。2006 年于上海证券交易所挂牌上市。2008 年公司余吾煤业二期工程基本完工，产能规模进一步扩大。此后公司持续推进资源整合与产业链延伸，2009 年整合 52 座煤矿，产能突破 1200 万吨；2010 年获评国家级高新技术企业；2012-2013 年收购焦化企业，向煤化工产业链延伸；2019 年收购慈林山煤业，产能再获扩充；2021 年控股股东变更为潞安化工集团，国企改革深化；2024-2026 年先后竞得上马、苏村区块，资源储备大幅夯实，为长期发展筑牢根基。

图1：公司持续推进资源整合与产业链延伸，产能规模逐步扩大



资料来源：公司公告、开源证券研究所

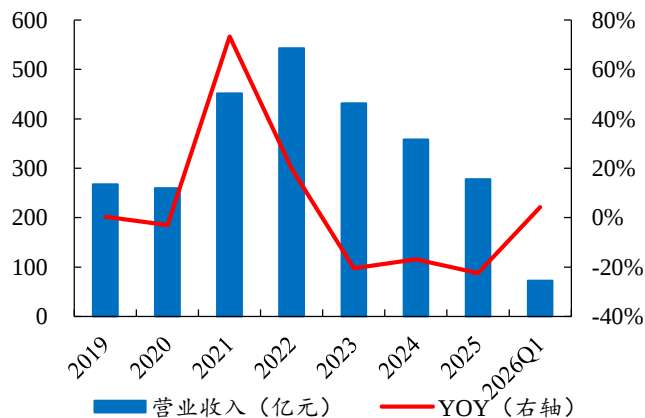
截至 2026 年一季度，公司控股股东为山西潞安矿业集团，持股比例达 61.44%，实际控制人为山西省国资委。2025 年 12 月 3 日公司发布公告，山西省国有资本运营有限公司拟将潞安化工集团有限公司 90% 股权划转至山西省人民政府国有资产监督管理委员会直接持有。直接控股股东（山西潞安矿业集团）和实际控制人（山西省国资委）均未发生变化。截至 2026 年 5 月 21 日股权划转事项已完成工商变更登记，这一变动属于国资监管体制的改革，通过撤销中间层“山西省国有资本运营有限公司”，潞安化工集团直接由山西省国资委和财政厅持股。这使得上市公司的股权结构更加扁平化，决策链条缩短。山西省国资委的直接控股强化了公司的“省属重点国企”地位，有利于公司在未来的资源获取、项目审批和产业整合中占据更有利的位置。

图2：截至 2026 年一季度，公司实际控制人为山西省国资委，控股股东潞安矿业持股比例 61.44%


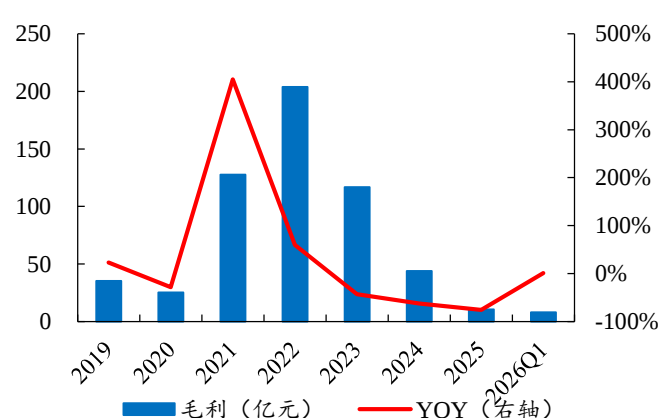
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、煤炭主业营收占比超 94%，纯煤标的业绩弹性纯粹且突出

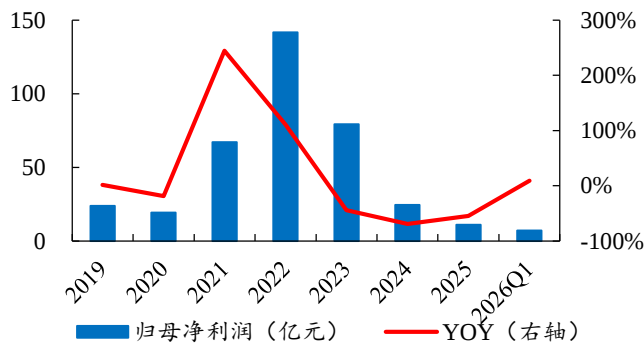
行业下行周期拖累，业绩随煤价周期波动。公司业绩波动与煤价高度相关，2021 年-2022 年煤价由于全球能源危机影响迅速上涨，营收同比分别+73.33%/19.8%，归母净利润分别大幅上涨 244.80%/110.49%。2023 年以来煤炭行业整体供需需减，价格中枢不断下移。受市场行情影响，导致公司营收与利润逐年下滑，公司煤炭产量缩减，销售单价降低，营收及归母净利润均呈现负增长。2023-2024 年营收同比分别-20.55%/-16.89%，归母净利润同比-44.1%/-69.08%。2025 年受煤价大幅下跌影响，公司业绩表现继续走弱，2025 年营收 278 亿元，同比下滑 22.40%；归母净利润 11.15 亿元，同比下滑 54.5%。公司毛利率、净利率分别从 2022 年高点 55.88%/28.81%下滑至 2025 年 32.99%/2.20%。2026 年一季度，公司业绩随煤炭价格回升而回暖，营收 72.63 亿元，同比增长 4.24%；归母净利润 7.19 亿元，同比增长 9.40%；毛利率及净利率分别回升至 36.66%/9.48%。

图3：2026 年 Q1 公司营收同比+4.24%


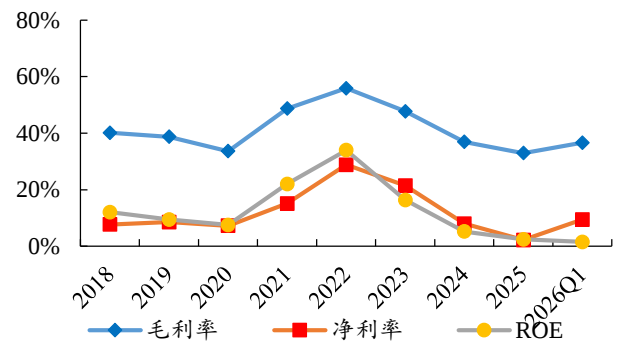
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026 年 Q1 公司毛利同比+1.11%


数据来源：Wind、开源证券研究所

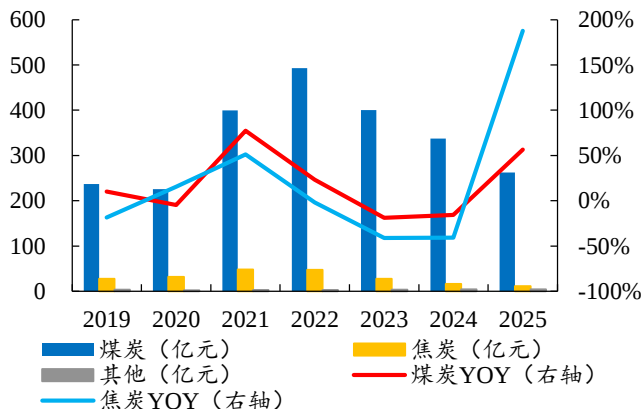
图5：2026 年 Q1 公司归母净利润同比+9.40%


数据来源：Wind、开源证券研究所

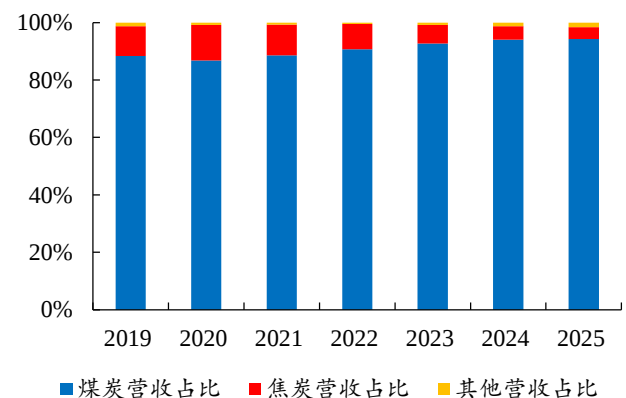
图6：2026 年 Q1 公司盈利能力触底回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

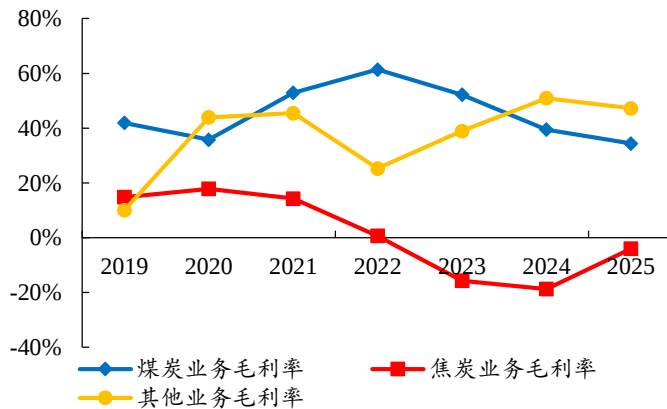
煤炭业务为绝对核心，营收占比持续提升。分业务来看，公司主要营业收入来源主要分为煤炭、焦炭两大部分，其中公司煤炭业务营收多年占据主导，且营收及利润占比持续保持增长态势，煤炭业务营收占比由 2020 年 86.79% 上升至 2025 年 94.28%。煤炭业务毛利率常年维持 30% 以上高位，即使在 2025 年煤炭低谷期仍能维持 34.38% 高位，在 2022 年煤焦高点时，毛利率高达 61.38%，公司几乎所有利润均来自于煤炭业务，煤炭业务高毛利直接决定了公司整体的盈利能力。焦炭业务受到近年来焦炭整体产能过剩，下游钢厂议价能力较强且钢厂景气度较差的影响，自 2023 年其毛利率由正转负，无法贡献正向利润。其他业务整体规模较小，2025 年其他业务营收占总营收 1.57%。公司营收结构呈现“煤炭主业高度集中、焦炭业务逐步收缩、其他业务补充”的格局。

图7：2025 年煤炭业务营收占比高达 94.28%


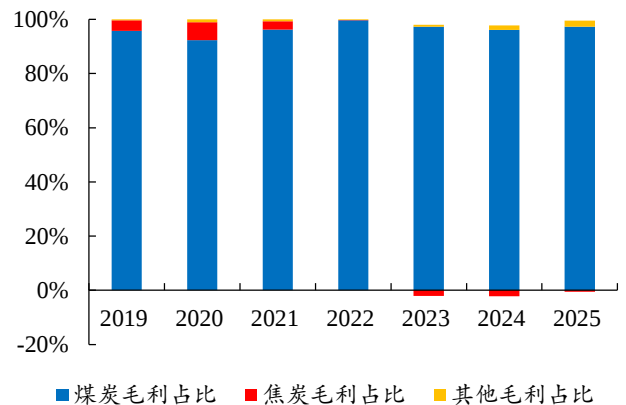
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2025 年焦炭业务营收占比 4.15%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

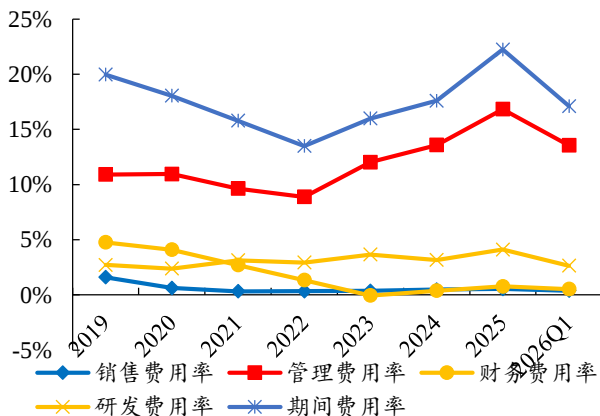
图9：2025 年公司煤炭业务毛利率 34.38%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

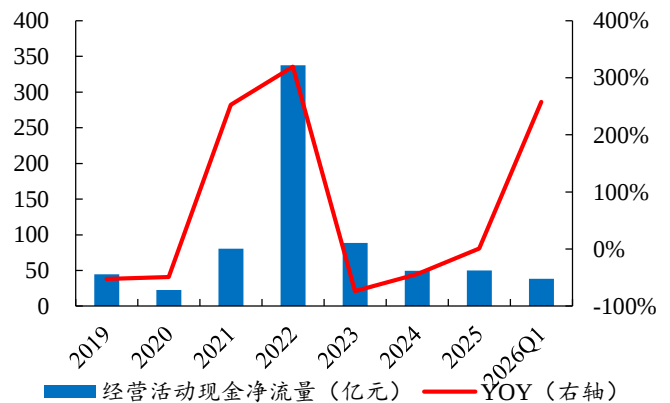
图10：2025 年公司焦炭业务处于亏损状态


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司期间费用率控制良好，现金流较为充沛。公司2025年受营收规模收缩影响，期间费用率有所上升，但销售费用率长期维持在极低水平（同比降 11.9%），财务负担因债务结构优化而大幅减轻；同时，公司在严控费用的基础上将研发费用投入增至 11.4 亿元，费用率提升至 4.1%，确保了核心技术投入。进入 2026 年一季度，公司主动降本控费成效凸显，管理费用同比增长 18.5%，整体期间费用率为 14.5%，较 2025 年全年明显下降。现金流方面，尽管 2023 至 2025 年经营现金净流量随煤价周期波动有所回落（2025 年为 50.0 亿元），但仍保持稳健水平，为高比例分红、降杠杆及智能化升级提供了充足的资金保障。

图11：2026 年 Q1 公司期间费用率 17.1%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2026 年 Q1 公司现金净流量 38.2 亿元


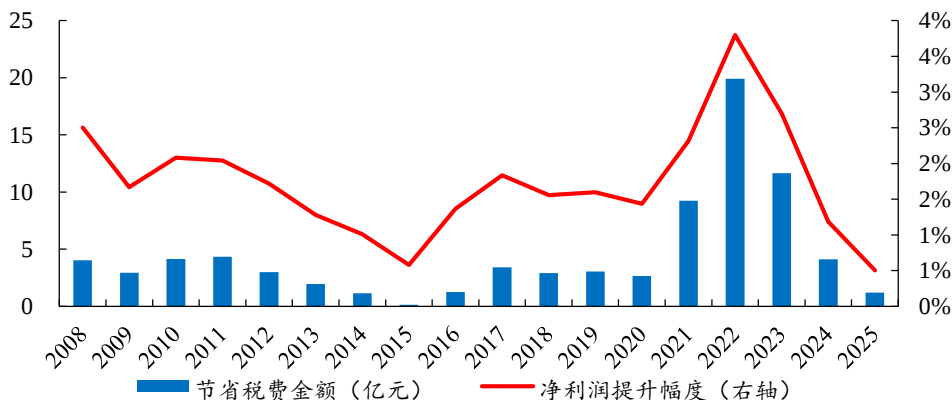
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、煤炭行业唯一国家级高新认证，坐享 10%税率差红利

“高新技术”属性构筑税收与成本双重护城河。作为全国煤炭行业唯一的国家级高新技术企业，凭借“技术+税收”双轮驱动构筑了深厚的竞争护城河。公司入选国务院国资委“创建世界一流专精特新示范企业”，其高新特质集中体现在扎实的技术研发与智能化应用上：累计拥有专利超千项，自主研发的贫煤/贫瘦煤高炉喷吹技术荣获国家科技进步二等奖；同时建成多座智能矿井，大幅提升生产效率。

税收优惠方面,公司享受 15%的企业所得税优惠税率(一般企业 25%法定税率),叠加研发费用加计扣除政策,有效减轻税负、增厚利润,形成“研发投入-技术突破-税收优惠-再投入”的良性循环。从数据来看,2011 年至 2025 年,公司累计节省税费金额超 70 亿元,其中 2022 年节省税费高达 19.91 亿元,直接推动当年净利润提升幅度达 3.80%;2025 年节省税费 1.19 亿元,净利润提升幅度为 0.51%。充分体现了税收优惠对盈利能力的实质性增厚作用。这一“技术+税收”双轮驱动模式,不仅强化了公司的财务优势,也为其持续创新与行业领先地位提供了坚实支撑。

图13：2025 年公司高新技术企业税收优惠为公司节省 1.19 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、稀缺煤种禀赋，产能扩张打开长期成长空间

2.1、煤炭资源储备充足，在建产能稳步释放打开增量空间

差异化独特资源特质，稳坐喷吹煤龙头。公司煤矿资源主要分布在长治、临汾蒲县、忻州宁武、吕梁临县四大区域，开采的煤矿以瘦煤、贫瘦煤和贫煤为主。基于公司煤矿专属的资源特性，生产喷吹煤、混煤、洗精煤、焦炭等产品。区别于中国神华、中煤能源等坐拥大规模动力煤基地，以规模化作为核心竞争力的煤炭企业。也不同于山西焦煤此类资源优势聚焦在主焦煤的企业，主焦煤具有强粘结性主要服务于炼焦环节。公司主导的喷吹煤可替代部分焦炭，具有显著的性价比优势。

得益于公司所属煤田煤层较厚，开采条件好，煤化程度较高，产出产品具有“五高五低”的特性（可磨性高、置换比高、热值高、热稳定性高、煤灰熔融性高、低灰分、低挥发分、特低氯、特低硫、特低磷），可作为高品质动力煤用于动力、发电等行业及喷吹煤用于高炉喷吹、烧结等行业。2024 年公司喷吹煤销量占全国市场 12.63%，是全国最大的喷吹煤生产基地。差异化布局意味着在喷吹煤这一细分赛道，公司利用专属资源优势巩固了自身资源储备壁垒。

图14：公司煤层具有“五高五低”特性

特性	含义	具体指标
五高	可磨性高	哈氏可磨达80以上
	置换比高	置换焦比达0.8以上
	热值高	高位发热量 (Qgr, d>7500千卡/千克)
	热稳定性高	热稳定性 (Ts+6) >90%
	煤灰熔融性高	煤灰熔融性 (ST) >1450℃
五低	低灰分	灰分 (Ad) 11.00%
	低挥发分	Vd16.00%
	特低氯	氯Cl0.04
	特低硫	全硫 (St, d) 0.4%
	特低磷	磷Pd0.002%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

主体矿井稀缺资源为“护城河”，做减法优化存量矿井。公司共拥有 23 座矿井，其中 18 座生产矿井，均为特级安全高效矿井，先进产能达到 4970 万吨/年，单井规模平均 300 万吨/年。公司现有矿井主要分为王庄、五阳、漳村、常村、余吾、潞宁、慈林山等九座主体矿井，主体矿井普遍拥有 100%权益占比且单井规模较大，多为优质喷吹煤资源，因煤质相对稀缺在下游市场拥有一定定价权。

表1：公司主体矿井

主要矿区	主要煤种	核定产能 万吨/年	权益占比	权益产能 万吨/年	煤矿状态
王庄	贫煤	710	100%	710	在产
五阳	贫瘦煤	360	100%	360	在产
漳村	贫煤	400	100%	400	在产
常村	贫煤	800	100%	800	在产
余吾	贫煤	750	100%	750	在产
潞宁	气煤、焦煤	180	57.8%	104	在产
慈林山	贫煤、无烟煤	60	100%	60	在产
慈林山-夏店	贫煤	180	100%	180	在产
慈林山-李村	贫煤	300	100%	300	在产
上马矿					规划
苏村					规划

资料来源：公司公告、开源证券研究所

整合矿井不断注入“活水”，同时耗资百亿不断拓展新储备资源。整合矿井为公司提供广阔的增长空间，通过控股及参股等方式，潞安成功将地方优质资源纳入公司体系内，迅速扩充了权益产能。公司在建及规划矿井（如忻峪煤业、元丰矿业、静安煤业、上马矿井等）合计产能约 850 万吨/年，产能有望持续提升。公司仍在积

极向外拓展新储备资源，2025 年 10 月公司公告伊田煤业拟购买高河能源产能指标 20 万吨/年、购买寺家庄煤业产能指标 20 万吨/年、购买阳泉五矿产能指标 20 万吨/年，合计 60 万吨/年。2024 年 8 月，公司以 121.26 亿元价格，拍得襄垣县上马区块煤炭探矿权（资源量 8.2 亿吨），毗邻潞安环能总部驻地和主力矿井。2026 年 3 月，以 82.22 亿元竞得襄垣县苏村区块煤炭探矿权（资源量 4.92 亿吨），紧邻五阳煤矿现有矿区范围，可依托五阳煤矿现有生产系统实现延伸接续开采，更反映出公司通过外延式扩张保障长期资源接续的战略意图。

表2：公司整合矿区

主要矿区	主要煤种	核定产能 万吨/年	权益占 比	权益产能 万吨/年	煤矿状态
上庄	贫煤	90	60%	54	在产
温庄	贫煤	120	71.6%	86	在产
伊田	肥煤	180	60%	108	在产
黑龙关	肥煤	120	55%	66	在产
黑龙	肥煤 弱肥煤	150	60%	90	在产
开拓	1/3 焦煤	90	60%	54	在产
常兴	1/3 焦煤	90	82.9%	75	在产
新良友	1/3 焦煤	60	80%	48	在产
潞宁-孟家窑	气煤、焦煤	300	100%	300	在产
潞宁-忻峪	气煤、1/3 焦煤	60	51%	31	在建
潞宁-静安	1/3 焦煤	90	51.0%	46	在建
后堡	1/3 焦煤	60	60.0%	36	在建
宇鑫	焦煤	90	70.0%	63	在建
元丰-姚家山	贫瘦煤	300	51.0%	153	规划

资料来源：公司公告、山西省自然资源厅、开源证券研究所

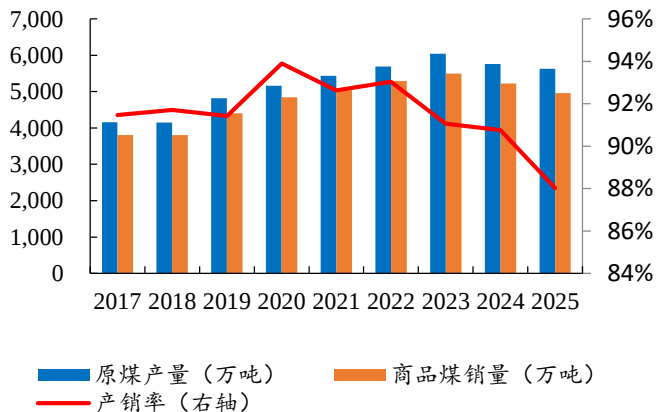
2.2、产品结构持续优化，长协定价兼顾稳量与价格弹性

公司煤炭产销规模稳健。2017-2023 年公司原煤产量从 4180 万吨逐步提升至 6040 万吨，商品煤销量同步从 3805 万吨增长至 5500 万吨，产销率长期维持 90%以上高位。随后煤炭进入调整期，叠加 24 年山西因监管政策和产能优化导致各煤气减产明显，2024 年开始公司煤炭产销出现同步下滑，24 年-25 年原煤产量小幅下滑至 5757 万吨/5630 万吨，商品煤销量受到行业下行周期影响分别下滑至 5225 万吨/4956 万吨，2025 年煤炭产销率虽有所回落但仍保持在 88.03%，产销衔接顺畅。

混煤和喷吹煤为两大核心产品。公司煤种主要分位混煤、喷吹煤、洗精煤和其他洗煤，其中混煤和喷吹为两大主要产品。2025 年公司混煤产量 2501 万吨（占比 50.00%），喷吹煤产量 2154 万吨（占比 43.07%），洗精煤（0.32%）和其他洗煤（6.61%）产量较小。混煤和喷吹两大煤种产量产品 93.07%，形成以混煤为基，喷吹为核的双轮驱动格局。从收入结构来看，2025 年混煤销售收入 96.24 亿元，占总煤炭收入 36.69%，毛利 28.25 亿元，毛利率 29.35%；喷吹煤销售收入 156.24 亿元，占比总煤炭收入 59.57%，毛利 60.13 亿元，毛利率 38.49%，体现喷吹煤相比于混煤吨煤单价高、收入高、利润高的特点。2026 年一季度，公司混煤产量 627 万吨，同比下降 1.72%；喷吹煤产量 570 万吨，同比上升 10.68%，主动加大产品附加值较高的喷吹煤产销力

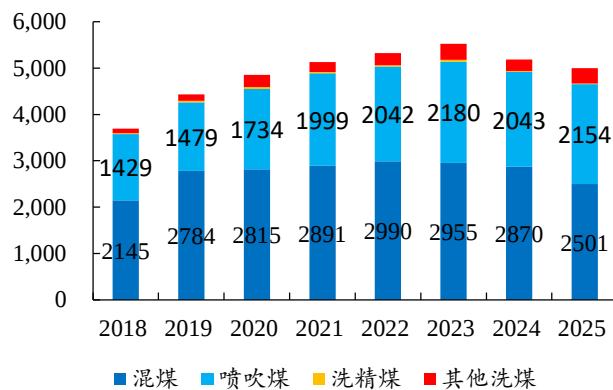
度，调整产业结构优化煤种结构，从“量价驱动”向“高质驱动”转型。

图15：2024-2025 年公司煤炭产销小幅走弱



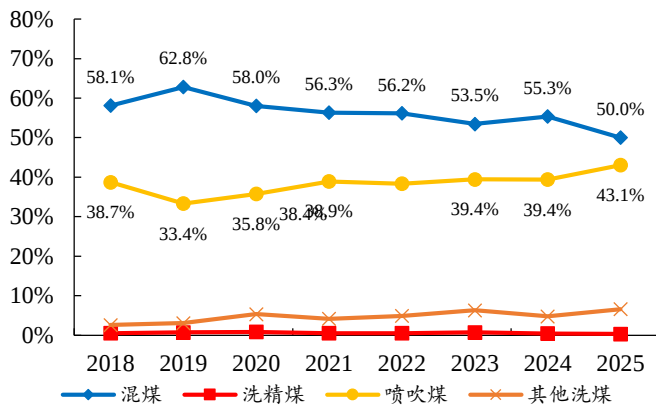
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：混煤及喷吹煤为公司两大主要产品



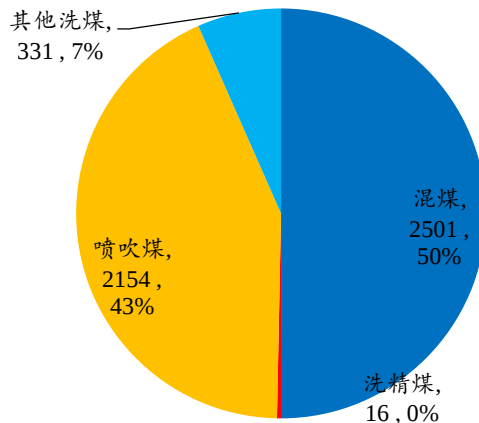
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司高附加值喷吹煤产量占比不断提升



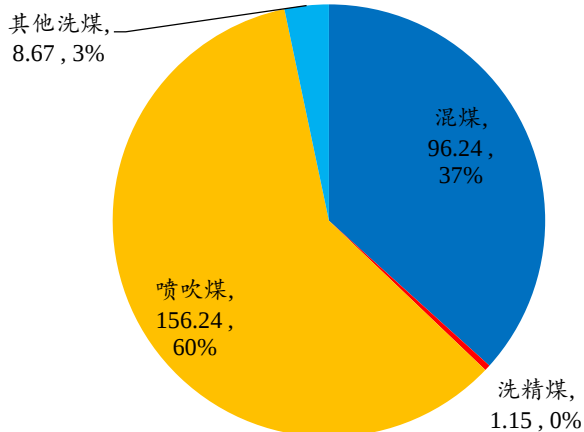
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：2025 年公司混煤及喷吹煤产量占比超过 93%



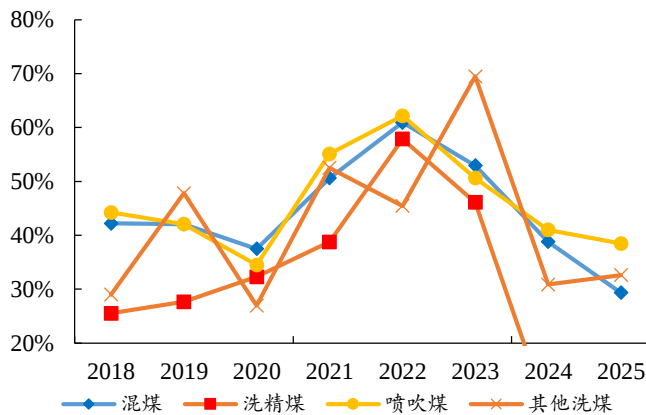
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：2025 年公司喷吹煤收入占比近 60%



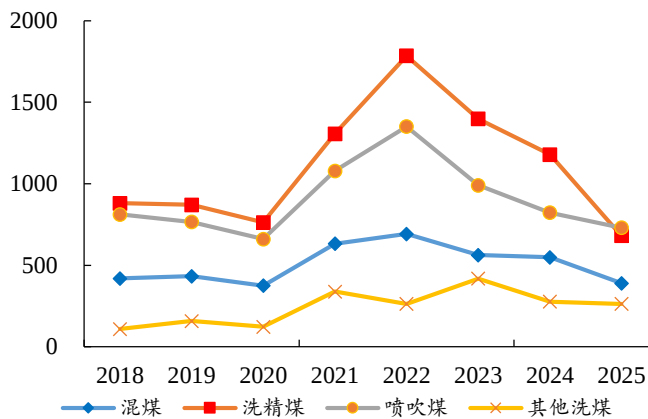
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：2025 年公司喷吹煤毛利率为 38.49%

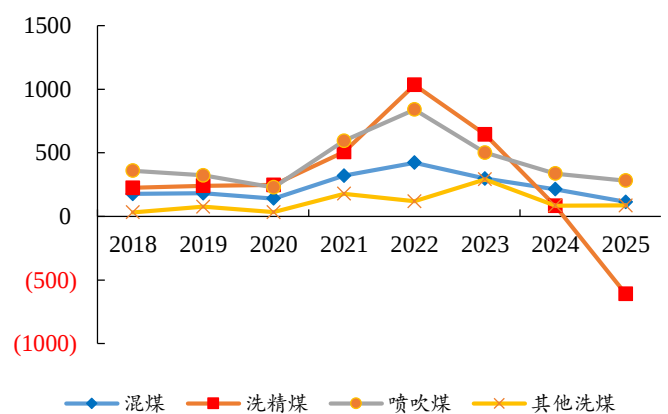


数据来源：公司公告、开源证券研究所

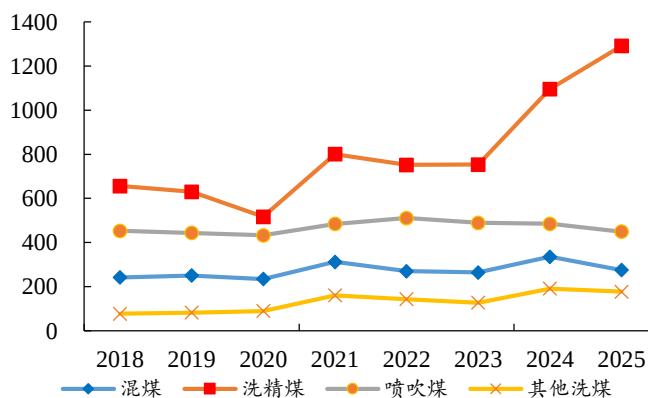
公司通过“低长协占比（约 60%）+差异化长协条款”的组合策略，显著放大了煤价上行周期的业绩弹性。其中，40%的喷吹煤长协采用“锁量不锁价”模式，仅锁定核心钢厂客户销量，价格随市场动态调整，在行业景气上行期可充分享受煤价上涨红利；20%的动力煤长协则执行“量价双锁”的发改委指导价，为公司提供了稳定的现金流底座。而剩余约 40%的现货煤量可完全随行就市，这使得在煤价上行周期中，公司业绩对煤价上涨的敏感度显著高于行业内高长协占比企业，业绩弹性优势较为突出。

图21：2025 年喷吹煤平均吨钢销售单价为 730 元/吨


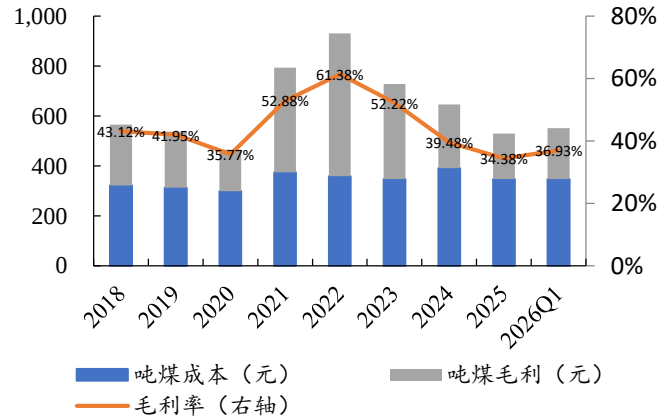
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2025 年喷吹煤平均吨钢毛利为 281 元/吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2025 年喷吹煤平均吨钢成本为 449 元/吨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司煤炭收入利润随市场波动


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、主营业务聚焦喷吹煤，周期与业务协同发力

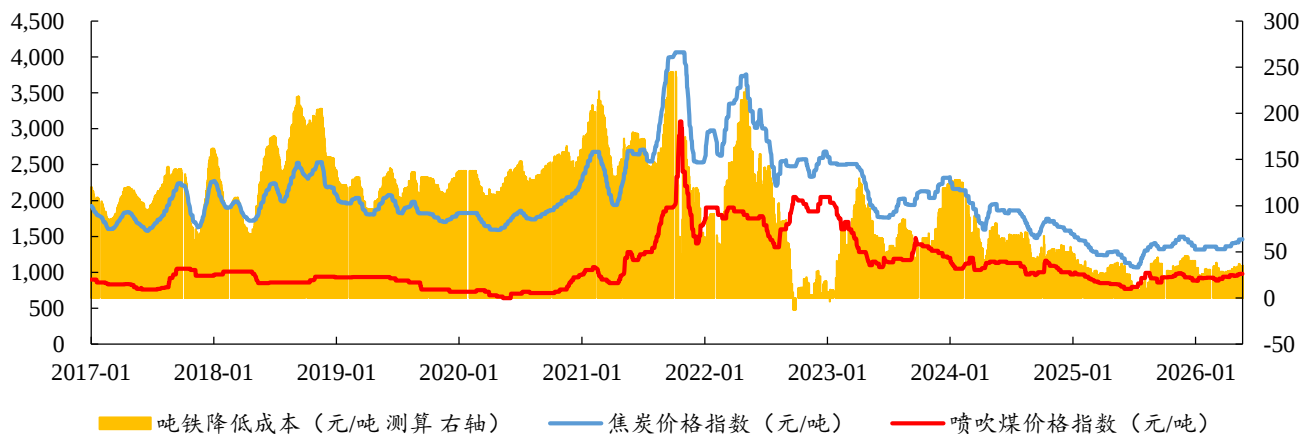
3.1、喷吹煤市占率行业领先，冶金用煤领域议价能力强

喷吹煤是指在高炉炼铁过程中，被磨制成微米级煤粉并从风口喷入炉内的特定煤种，属于冶金煤的一种。喷吹煤在高炉炼铁工艺主要用途为（1）替代焦炭燃料（2）提供还原气体（3）提升冶炼效率。喷吹煤可以有效代替价格较贵的焦炭降低生产成本，缓解优质炼焦煤资源稀缺的情况，减少污染物排放，提高高炉喷煤及降低焦比

和燃料比是高炉炼铁发展的必然趋势。

从降低成本角度，截至 2025 年 5 月 22 日，全国焦炭平均价格指数为 1458 元/吨，长治喷吹煤价格约在 980 元/吨，与焦炭价格差价 478 元/吨。采用某钢铁企业最佳焦煤置换比 0.8 焦/kg 煤，即每喷吹 1kg 煤粉可替代 0.8-0.85kg 焦炭，吨铁喷煤量 188kg/t 测算出生产 1 吨铁水可降低约 35 元成本，对于目前钢铁行业下行周期吨钢生产亏损阶段下至关重要。目前我国高炉燃料比普遍在 500/550kg/t，而国际先进水平的较比和燃料比分别降至 350kg/t 和 450kg/t，在这一差距下反映我国高炉喷煤技术仍有较大提升空间，喷煤比有望继续提高。

图25：喷吹煤代替焦炭吨铁成本降低约 35 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

潞安贫煤、贫瘦煤具有单独使用优势，属于喷吹最佳选用煤种。公司本部潞安矿区是我国最大的优质贫煤、贫瘦煤生产基地，潞安煤作为喷吹用煤具有明显的技术优势。从煤质来看，依据国家标准 GB/T 18817-2002《高炉喷吹用烟煤技术条件》进行煤质评价，潞安煤的各项指标表现优异。除钾、钠含量符合二级标准外，其余关键指标均达到特级或一级要求。从目前我国高炉喷吹用煤现状来看，无烟煤资源较为稀缺且价格相对较高，单独喷吹高挥发无烟煤存在安全隐患且存在含碳量较低等问题。综合煤质特性及经济效益考虑，贫煤、贫瘦煤因其性能介于无烟煤与高挥发分烟煤之间，成为高炉喷吹的理想煤种。潞安煤作为贫煤、贫瘦煤的典型代表，不仅煤质稳定、各项指标优异，更具备单独喷吹使用的优势。公司是首个将贫煤、贫瘦煤应用到高炉喷吹中，自主研发的高炉喷吹技术被认定为国家标准，荣获煤炭协会科技特等奖、山西省科技进步一等奖、国家科技进步二等奖。

从工艺来看，潞安常村煤对比其他煤矿在可磨性、平均粒径、比表面积、燃烧率、反应性、着火点、爆炸性等工艺性能方面优势明显。根据煤炭科学研究总院研究报告指出，潞安煤关键优势在于**（1）可磨性高**，HGI 高达 86，配入 40%潞安煤后，磨煤机满负荷产量比纯无烟煤提高约 50%，相应制粉成本降低 50%。**（2）喷吹置换比较高**，实验计算理论置换比为 0.911，喷煤比显著提高（130kg/t-158kg/t）同时入炉焦比下降（446kg/t-383kg/t）进一步降低炼铁成本。**（3）燃烧性好**，减少磨煤机损耗，提高喷吹安全性。**（4）全水分含量低**，比神华等烟煤全水分低 5%左右，降低喷吹成本。**（5）可实现单种喷吹**，省去配煤系统。**（6）喷流性好**，与相似煤种的对比为潞安常村：88.7，阳泉 83.8，京西 83.5。

图26：潞安常村煤与有关矿区喷吹煤的工艺性能对比

指 标	潞安常村煤	鹤壁煤	阳泉煤	大同煤	神华煤
哈氏可磨性指数(HGI)	86	92	60	55	56
粒径(<0.074 mm)/%	100	100	100	100	100
平均粒径/ μm	4.186	6.017	7.90	9.604	5.773
比表面积/($\text{m}^2 \cdot \text{cm}^{-3}$)	2.074	1.700	1.348	1.106	1.533
燃烧率/%	35.69	31.57	26.93	49.03	68.03
着火点/ $^{\circ}\text{C}$	376	363	384	341	335
爆炸性/mm	20(微弱)	20(微弱)	0(无)	150(弱)	600(强)

资料来源：煤炭科学研究总院

3.2、周期性底部夯实，叠加能源价格抬升加持

2025 年 6 月，煤价快速下跌至煤矿陆续开始出现亏损减产，7 月政策开始出现转向，从“保供”转变至“反内卷”。国家能源局发布《关于组织煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，以“查超产+环保+安监”多重手段实现减产，使得煤炭价格重回合理运行区间稳步运行。政策出台标志着煤炭价格“政策底”出现，继 2016 年供给侧改革后又一周周期性底部被夯实。

图27：2025 年 7 月煤炭价格见到“政策底”



资料来源：Wind、开源证券研究所

2026 年美伊冲突持续发酵，霍尔木兹海峡历史上首次被正式封闭。在以往历次中东战争和两伊战争中，霍尔木兹海峡曾受到一定影响，但从未完全、长期地正式关闭过。截至 6 月 3 日，霍尔木兹海峡已实质性受阻逾 3 个月且仍未恢复正常运转，对全球能源供应造成较大冲击，导致原油、LNG 价格大幅攀升，迫使高度依赖进口能源国家启动“燃料转换”策略。煤炭基本面从供给过剩需求弱势转化至能源供应链断裂煤炭需求增加，催化煤炭价格上方空间逐步打开。

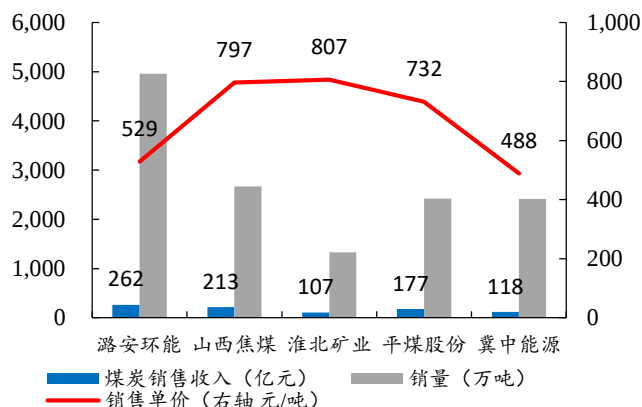
4、“底子厚”兼具“弹性高”的攻守辩证法

4.1、煤炭业务规模优势突出，综合盈利水平领跑行业

煤炭业务以量补价，成本优势显著。2025 年，公司吨煤销售单价为 529 元/吨，尽管提升了高附加值喷吹煤占比，但销售单价仍旧低于山西焦煤（797 元/吨）、淮北矿业（807 元/吨）等同业公司。销售单价较低主要受制于产品结构制约，公司主要产品为混煤（动力煤）及喷吹煤，其余同业公司均有一定炼焦煤资源，产品附加值更高。虽然喷吹煤有自身独特价值，但煤化程度不同及煤炭特性制约决定了喷吹煤价格低于优质炼焦煤。然而，公司凭借成本优势有效对冲了价格劣势，2025 年吨煤销售成本约 347 元/吨，显著低于山西焦煤（404 元/吨）、平煤股份（588 元/吨），从而维持煤炭业务单吨毛利 182 元/吨，且随着后续公司产品结构逐渐向高附加值喷吹煤调整，公司煤炭业务单吨毛利有望进一步升高。

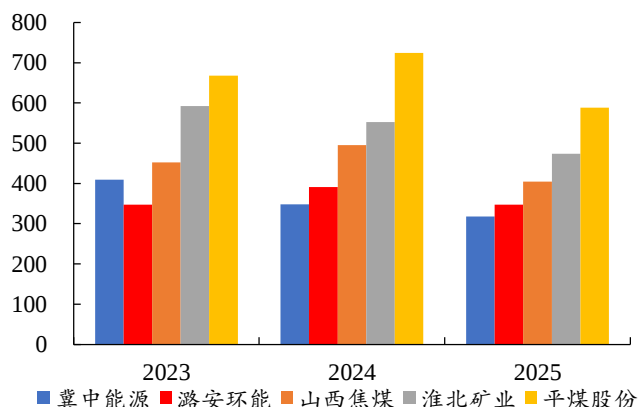
此外，公司凭借较为突出的销售规模在收入端确立了领先地位。尽管销售单价低于同业公司，但规模效应显著，2025 年公司煤炭销量（4956 万吨）遥遥领先，是第二名山西焦煤（2672 万吨）的近两倍，更是淮北矿业（1331 万吨）的三倍多。得益于公司销售规模优势，在低单价的情况下，依然能维持可观的总体营收规模。大规模生产带来了显著的规模经济效益，有效摊薄了单位成本，不仅弥补了单价劣势，更实现了成本的系统性优化，构建了“高销量、低成本、稳盈利”的坚固壁垒。

图28：公司煤炭产品单价不高，但以量补价



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图29：公司煤炭开采具有一定成本优势



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

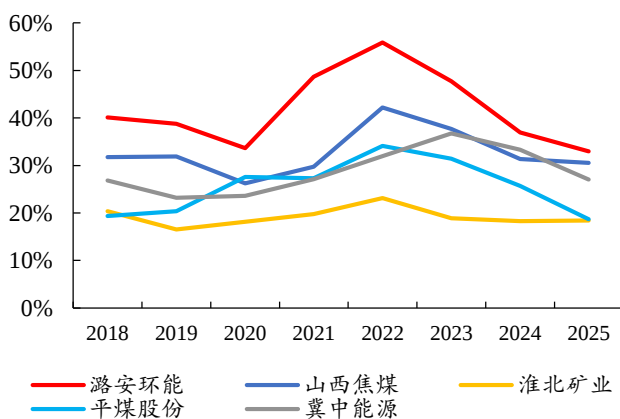
图30：公司吨煤销售单价低于同业公司产品

(元/吨)	吨煤销售单价			吨煤销售成本			吨煤销售毛利		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
潞安环能	727	646	529	348	391	347	380	255	182
山西焦煤	1107	1038	797	452	495	404	655	543	393
淮北矿业	1160	1100	807	592	553	474	567	548	333
平煤股份	983	1016	732	668	724	588	315	292	144
冀中能源	743	606	488	410	348	318	334	257	170

数据来源：Wind、开源证券研究所

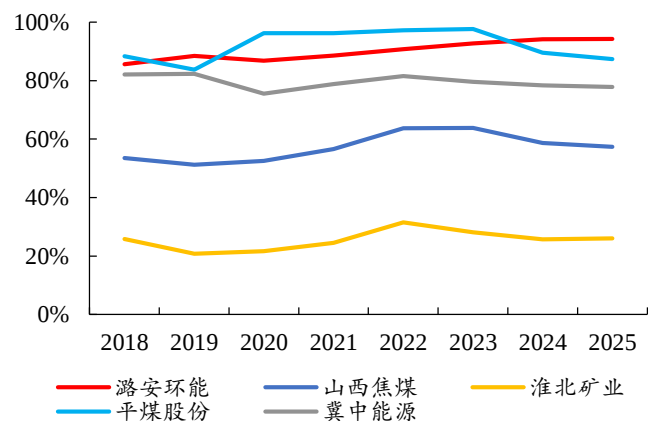
公司综合毛利率领跑同业，核心在于其煤炭业务纯粹性。公司始终坚持近乎完全聚焦于煤炭主业，煤炭业务占比始终超过 80%。煤炭行业下行周期公司逆势增加煤炭业务占比，2025 年公司煤炭业务营收占比高达 94.3%。同行业公司如山西焦煤（2025 年 57.3%）、平煤股份（2024 年 87.4%）、淮北矿业（2024 年 26.0%）均伴随焦炭、煤化工等多元业务，部分业务甚至处于亏损状态，对整体盈利造成拖累。2025 年公司销售毛利率 33.0%，明显高于山西焦煤（30.5%）、淮北矿业（18.4%）。这种“单核驱动”模式，使其能充分享受高附加值喷吹煤的价格红利，不受其他板块波动干扰。公司吨煤毛利率（2025 年 34.4%）与山西焦煤（2024 年 49.3%）、淮北矿业（41.3%）此类资源禀赋更强的煤炭企业仍有一定差距，但纯粹业务结构避免了多元化业务带来的成本摊薄与资源分散，叠加喷吹煤龙头优势，更加凸显公司“专注煤炭”的战略定力和盈利韧性。

图31：公司销售毛利率明显高于同业公司



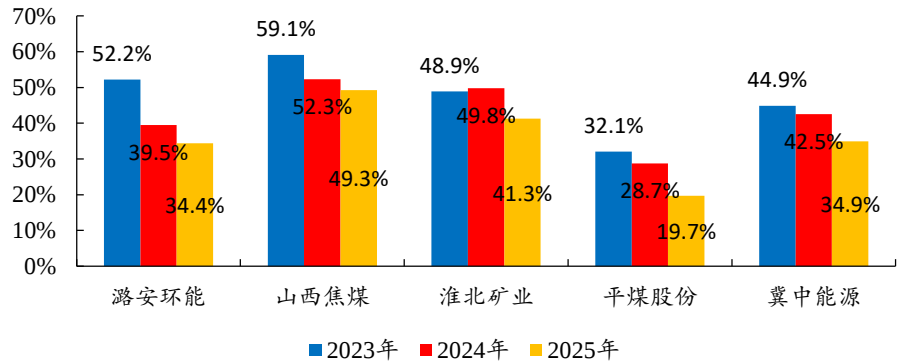
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图32：公司煤炭业务占总营收比重最高



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图33：公司吨煤毛利率处于行业中等水平



数据来源：Wind，开源证券研究所

“纯血”煤炭业务结构，造就公司业绩具备较高的“煤价弹性(高 Beta)”。煤炭行业中少有的“纯煤”标的。与同业公司相比，公司业绩对煤价波动的敏感度 (Beta 值) 显著更高。当煤炭处于上行周期时候，公司业绩增长幅度往往远超行业平均水平。以 2021 年为例，在动力煤和焦煤年度均价分别上涨 54.4%和 69.1%的背景下，公司扣非净利润增速高达 363.0%，不仅远超山西焦煤 (119.8%)、淮北矿业 (29.9%) 等同业公司，更展现出其在煤价上涨时的显著业绩弹性。而在煤价下行周期，公司业绩的波动幅度同样显著。这样的业绩弹性在 2016 年及 2021 年两轮煤价上涨周期均完全体现。这种高弹性特征，使得潞安环能成为投资者在煤价上行周期中获取超额收益的优质标的。

表3：业绩随煤价波动弹性显著高于同行

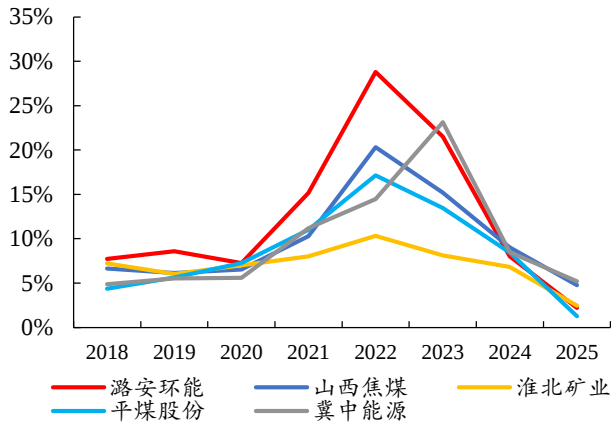
年份	年度均价增速		扣非净利润增速				
	动力煤	焦煤	潞安环能	山西焦煤	淮北矿业	冀中能源	平煤股份
2012	-14.4%	-12.0%	-33.9%	-37.0%	14.1%	-29.6%	-45.6%
2013	-16.1%	-17.6%	-40.8%	-44.0%	119.9%	-44.0%	-39.8%
2014	-12.0%	-19.0%	-35.5%	-75.0%	16.7%	-99.6%	-82.8%
2015	-20.8%	-20.0%	-89.8%	-53.4%	20.0%	-33163.7%	-1990.7%
2016	16.3%	26.1%	674.7%	300.0%	-31.0%	-112.2%	-102.6%
2017	34.0%	58.7%	258.2%	239.7%	33.7%	471.9%	2401.9%
2018	1.3%	14.3%	-3.6%	8.9%	3054.1%	-15.8%	-49.7%
2019	-9.3%	-4.9%	-18.6%	-0.3%	-6.9%	-6.0%	67.9%
2020	-2.6%	-11.8%	-17.1%	15.3%	14.9%	6.0%	39.4%
2021	54.4%	69.1%	363.0%	119.8%	29.9%	197.2%	82.9%
2022	43.9%	12.3%	75.7%	147.0%	62.3%	69.8%	93.1%
2023	-24.0%	-19.6%	-45.8%	-35.5%	-16.0%	7.9%	-29.3%
2024	-11.4%	-11.4%	-68.3%	-54.4%	-20.6%	-73.5%	-40.1%
2025	-18.5%	-25.2%	-52.5%	-54.5%	-69.2%	-44.6%	-84.8%

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利质量表现稳健，但以量补价带来税金相对较高。销售毛利率明显领先

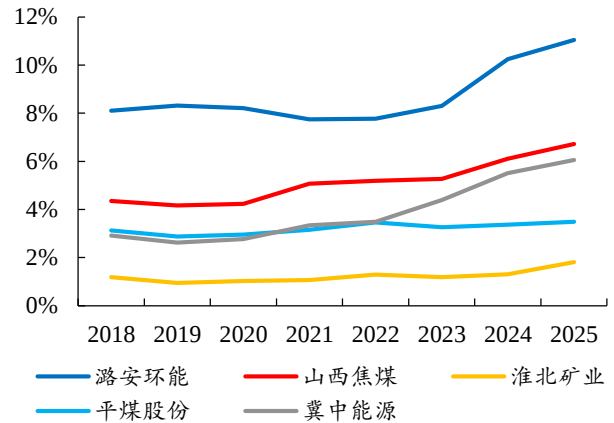
同业，净利率处于同业内中等偏低水平（2025 年 2.2%），毛利率与净利率剪刀差表现弱于同业公司。公司税金及附加占营业总收入比重（2025 年 11.0%）高于山西焦煤（6.7%）、平煤股份（3.5%）。“以量补价”的规模化经营策略使得高销量带来了高营收技术，进而导致相关税费支出占比相对提升，一定程度上的削弱了公司毛利率的领先优势。

图34：公司净利率处于同业内中等偏高水平



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图35：公司税金及附加占营业总收入比重较高

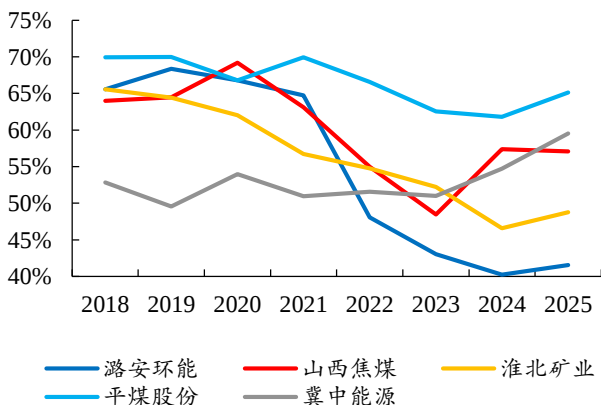


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4.2、财务结构优异，具备较强抗风险能力

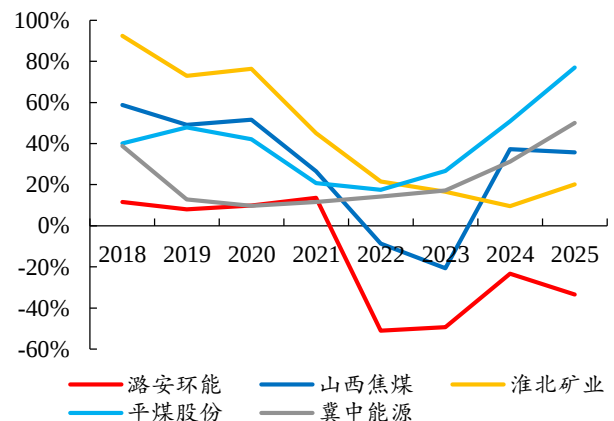
去杠杆成效显著，现金储备充沛。 优于同业的安全边际，资产负债率从 2021 年 64.8%一路下降至 2025 年 41.6%，资本结构更趋健康。净负债率自 2022 年起持续为负，保持净现金状态。

图36：公司资产负债率降幅显著



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

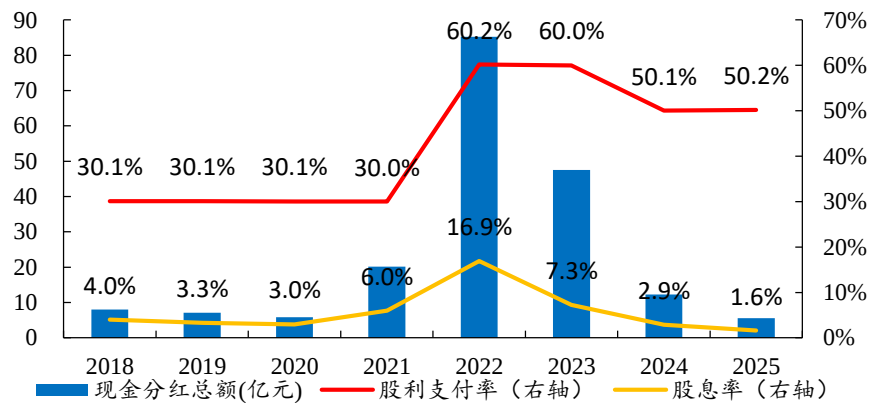
图37：公司 2022 年起净负债率持续为负



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司注重股东回报。 公司自 2006 年上市以来累计分红 258.51 亿元，平均分红率 41.24%。近年来受到煤炭行业周期性下行影响，现金分红总量随归母净利润下降而有减量，但 2025 年现金分红比例仍维持 50.2%高位。

图38：公司 2025 年现金分红率超过 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

公司以煤炭业务作为核心业务，营收占比超过 90%。公司产能置换、在建及新建产能较多，公司上马、苏村区块仍处于勘探阶段，预计 2027 年内暂无显著产量增长。其余在建矿井有望提供新增产量。我们预计 2026-2028 年市场逐步从底部周期回暖，量价回升，整体煤炭业务产量呈现 5879/6044/6264 万吨小幅回升。煤炭业务营收分别为 332/353/371 亿元，同比 26.83%/6.49%/5.13%，毛利率分别为 41.43%/43.30%/43.85%。

喷吹煤：公司有意进行产业结构优化，喷吹煤占比持续提升。且新增资源储备可生产产品多为喷吹煤。我们预计 2026-2028 年公司喷吹煤产量提升至 2400/2500/2650 万吨，预计喷吹煤业务收入分别为 201.60/215.00/227.90 亿元，同比 29.03%/6.65%/6.00%，毛利率分别为 46.52%/47.77%/47.77%。

混煤：在过去几年公司混煤产量保持相对稳定，在 2800 万吨-3000 万吨区间波动，25 年由于下游销售不畅，公司主动调低混煤业务占比，产量明显下滑至 2562 万吨，预计 26 年产量开始小幅恢复，2026-2028 年混煤产量维持 2600/2650/2700 万吨，保证公司基础产能稳定性。预计混煤业务收入分别为 119.60/127.20/132.30 亿元，同比 24.27%/6.35%/4.01%，毛利率分别为 34.78%/37.50%/38.78%。

其他煤种：公司非公司核心业务，预计 2026-2028 年维持年产量 350 万吨，营业收入 10.56/11.09/11.20 亿元，同比 7.57%/5.00%/0.97%，毛利率分别为 19.42%/23.26%/24.00%。

焦炭业务预计 2026-2028 年产量 85/90/90 万吨，营业收入 15.65/17.29/17.29 亿元，同比 28.90%/8.82%/0.00%，毛利率分别为 1.10%/2.63%/2.63%。

其他业务预计 2026-2028 年营业收入 4.36/4.36/4.36 亿元，同比保持不变，毛利率维持在 40%左右。

表4：预计未来两年公司煤炭产销小幅增长，销售单价逐步回升

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
原煤产量（万吨）	5690	6040	5757	5630	5879	6044	6264
产销率	93.0%	91.1%	90.8%	88.0%	91%	91%	91%
商品煤总销售量（万吨）	5294	5500	5225	4956	5350	5500	5700
商品煤销售总收入（亿元）	492.7	400	337.3	262	332	353	371
喷吹煤销量（万吨）	2039	2162	2048	2140	2400	2500	2650
喷吹煤销售单价（元/吨）	1351	990	822	730	840	860	860
喷吹煤占比	38.5%	39.3%	39.2%	43.2%	44.9%	45.5%	46.5%
混煤销量（万吨）	2967	2941	2903	2470	2600	2650	2700
混煤销售单价（元/吨）	692	562	549	390	460	480	490
混煤占比	56.0%	53.5%	55.6%	49.8%	48.6%	48.2%	47.4%
其他煤种销量（万吨）	288.3	395.5	273.3	346	350	350	350
其他煤种销售收入（亿元）	11.9	20.6	9.7	8.67	10.6	11.1	11.2
其他煤种销售单价（元/吨）	413	521	355	263	302	317	320
其他煤种占比	5.4%	7.2%	5.2%	7.0%	6.5%	6.4%	6.1%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表5：受益于煤炭价格周期性回升，2026-2028 年公司营收利润有望同比好转

	2025	2026E	2027E	2028E
煤炭业务				
营业收入（亿元）	261.58	331.76	353.29	371.40
YOY	-22.45%	26.83%	6.49%	5.13%
营业利润（亿元）	90.18	130.04	152.98	162.85
YOY	-32.28%	44.20%	17.64%	6.45%
毛利率	34.38%	40.09%	43.30%	43.85%
焦炭业务				
营业收入（亿元）	11.54	15.65	17.29	17.29
YOY	-30.28%	35.53%	10.54%	0.00%
营业利润（亿元）	-0.46	0.17	0.46	0.46
YOY	-85.15%	137.36%	164.71%	0.00%
毛利率	-3.99%	1.10%	2.63%	2.63%
其他业务				
营业收入（亿元）	4.36	4.36	4.36	4.36
毛利率	47.25%	40.00%	40.00%	40.00%
合计				
营业收入（亿元）	278.20	351.77	374.95	393.05
YOY	-22.40%	26.44%	6.59%	4.83%
营业利润（亿元）	91.78	139.36	155.17	165.04
YOY	-30.68%	51.84%	11.35%	6.36%
毛利率	32.99%	39.62%	41.39%	41.99%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：2026-2028 年营收细分拆分等数据为开源证券研究所主观估算

5.2、估值分析与投资建议

公司是连续多年稳占市占率第一的喷吹煤龙头公司，也是全行业唯一一家享受15%的优惠所得税率的国家级高新技术企业。作为纯煤标的(2025 年营收占比 94%)，具备较强的"高 Beta"属性，2026 年煤价周期性上行，叠加公司百亿级优质探矿权注入，实现产量与业绩的双重释放。我们上调 2026-2027 年并新增 2028 年公司盈利预测，~~预计2026-2028~~公司实现归母净利润为 37.59/41.21/46.85 亿元（2026 年/2027 年原值 32.14/36.07 亿元），同比+237.1%/+9.6%/+13.7%；EPS 分别为 1.26/1.38/1.57 元；对应当前股价 PE 为 15.4/14.0/12.3 倍，维持"买入"评级。

表6：鉴于煤炭业务周期性回暖预期，给予公司一定估值溢价（2026 年 06 月 05 日收盘价）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601666.SH	平煤股份	9.22	0.1	0.5	0.6	0.7	84.0	18.7	15.8	13.3
600985.SH	淮北矿业	16.58	0.6	1.1	1.4	1.6	19.9	14.8	11.9	10.7
000983.SZ	山西焦煤	7.78	0.2	0.5	0.6	0.6	30.4	15.7	14.2	13.5
均值							57.2			
601699.SH	潞安环能	19.30	0.4	1.3	1.4	1.6	51.8	15.4	14.0	12.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：潞安环能归母净利润及 PE 均为开源证券研究所预测值，平煤股份、淮北矿业、山西焦煤为 wind 一致预期

6、风险提示

- (1) 煤炭价格超预期下跌，对公司整体业绩表现形成一定负面影响。
- (2) 下游钢铁行业行政性限产，对喷吹煤需求量大幅下降，对公司整体销量面临下行风险。
- (3) 公司在建及新建煤矿建设进展不及预期，导致公司业绩释放不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	23751	24834	32153	31963	35162	营业收入	35850	27820	35176	37494	39305
现金	12581	18044	22815	24318	25493	营业成本	22609	18642	21241	21977	22801
应收票据及应收账款	3607	2503	4664	3255	4896	营业税金及附加	3671	3072	3469	3892	4099
其他应收款	93	123	150	141	164	营业费用	171	151	161	185	196
预付账款	111	160	182	182	200	管理费用	3732	3539	3694	4203	4511
存货	766	668	966	725	1029	研发费用	1136	1141	1282	1364	1491
其他流动资产	6594	3335	3376	3341	3380	财务费用	135	213	565	750	750
非流动资产	56534	54809	60768	62210	63705	资产减值损失	-46	-51	-46	-49	-51
长期投资	1599	1608	1643	1688	1731	其他收益	85	106	104	98	103
固定资产	27803	26380	29984	29607	28738	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	23628	23313	25595	27576	30080	投资净收益	52	55	46	51	51
其他非流动资产	3504	3508	3546	3339	3156	资产处置收益	27	204	77	103	128
资产总计	80285	79643	92921	94172	98867	营业利润	4186	1281	4851	5203	5528
流动负债	25922	27479	37574	37626	40122	营业外收入	99	48	71	73	64
短期借款	0	1201	12509	8884	14568	营业外支出	178	135	143	152	143
应付票据及应付账款	15290	16978	16046	19934	16425	利润总额	4107	1194	4780	5124	5449
其他流动负债	10632	9300	9019	8808	9129	所得税	1240	581	1582	1913	2163
非流动负债	6387	5623	5609	5590	5576	净利润	2867	613	3197	3212	3286
长期借款	20	99	84	65	51	少数股东损益	418	-502	-562	-909	-1399
其他非流动负债	6367	5525	5525	5525	5525	归属母公司净利润	2450	1115	3759	4121	4685
负债合计	32309	33102	43183	43216	45698	EBITDA	6377	3153	7539	8391	8979
少数股东权益	1772	1223	662	-247	-1646	EPS(元)	0.82	0.37	1.26	1.38	1.57
股本	2991	2991	2991	2991	2991	主要财务比率					
资本公积	1703	1709	1709	1709	1709		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
留存收益	33785	33675	35699	37982	40549	成长能力					
归属母公司股东权益	46204	45317	49077	51204	54815	营业收入(%)	-16.9	-22.4	26.4	6.6	4.8
负债和股东权益	80285	79643	92921	94172	98867	营业利润(%)	-64.3	-69.4	278.7	7.3	6.2
						归属于母公司净利润(%)	-69.1	-54.5	237.1	9.6	13.7
						获利能力					
						毛利率(%)	36.9	33.0	39.6	41.4	42.0
						净利率(%)	6.8	4.0	10.7	11.0	11.9
						ROE(%)	6.0	1.3	6.4	6.3	6.2
						ROIC(%)	5.2	0.8	4.8	5.1	4.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.2	41.6	46.5	45.9	46.2
						净负债比率(%)	-18.5		-14.9	-24.6	-15.1
						流动比率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
						速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	10.7	9.4	10.1	9.7	9.9
						应付账款周转率	1.5	1.2	1.3	1.2	1.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.82	0.37	1.26	1.38	1.57
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.67	1.14	4.17	0.73
						每股净资产(最新摊薄)	15.45	15.15	16.41	17.12	18.32
						估值比率					
						P/E	23.6	51.8	15.4	14.0	12.3
						P/B	1.2	1.3	1.18	1.13	1.05
						EV/EBITDA	7.9	14.5	6.8	5.4	5.4
现金流量表(百万元)											
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
经营活动现金流	4964	5001	3397	12478	2183						
净利润	2867	613	3197	3212	3286						
折旧摊销	2646	2420	2930	3300	3541						
财务费用	135	213	565	750	750						
投资损失	-52	-55	-46	-51	-51						
营运资金变动	-1239	1378	-3268	5247	-5375						
其他经营现金流	607	432	18	20	32						
投资活动现金流	-12823	-57	-8766	-4588	-4858						
资本支出	12996	202	8854	4697	4993						
长期投资	1	1	-35	-45	-43						
其他投资现金流	172	144	123	154	179						
筹资活动现金流	-6959	-1842	-1168	-2762	-1835						
短期借款	-1050	1201	11308	-3625	5684						
长期借款	-3	79	-14	-19	-13						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	6	5	0	0	0						
其他筹资现金流	-5912	-3127	-12462	882	-7505						
现金净增加额	-14818	3102	-6537	5128	-4510						

数据来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn