仅供内部参考，请勿外传

财通证券 CAITONG SECURITIES

拟注入石墨资产，开启新材料第二曲线

宁夏建材（600449）

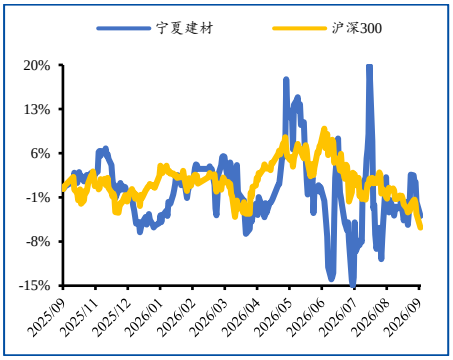
证券研究报告

水泥 / 公司深度研究报告 / 2026.09.28

投资评级:增持（首次）

基本数据	2026-09-28
收盘价（元）	12.42
流通股本（亿股）	4.78
每股净资产（元）	15.40
总股本（亿股）	4.78

最近 12 月市场表现



分析师 王涛
SAC 证书编号：S0160526020003
wangtao01@ctsec.com

分析师 朱健
SAC 证书编号：S0160524120002
zhujian@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **西北建材龙头，“石墨新材料+数字经济”再启航：**公司是中国建材集团旗下从事水泥相关业务的西北建材龙头；除传统主业外，公司也通过“我找车”平台提供物流交易、运输过程管理及车后服务，同时近期公司拟收购控股股东石墨业务主体；后续公司有望形成水泥为主业+石墨新材料双主业，和数字经济赋能共存的业务体系。水泥业务为公司提供了较好的安全垫和现金流，但公司总体产能扩张机会较小；综合来看，水泥业务是公司业绩的稳定器，但中长期成长性有待第二成长曲线。数字物流业务，公司通过赛马物联运营“我找车”平台，深耕制造业大宗整车运输；公司持续调整业务组合，推动业务毛利率回升，同时压降成本费用，带动赛马物联亏损收窄，经营质量逐步改善。

- **石墨业务：拟注入石墨资产，前景广阔增量大：**宁夏建材拟收购中建材石墨 100%股权，若收购顺利落地，公司有望依托标的现有资源、产能及加工能力切入新能源材料领域。人造石墨领域，中建材石墨积极推进电池客户的直接认证，同时通过自主工艺改进与双基地布局，推动降本并提升成本竞争力。天然石墨领域，中建材石墨旗下的拥有全球知名“柳毛”天然大鳞片石墨矿，其可依托自有高品位、大储量的矿山生产石墨精粉，并向球形石墨及天然石墨负极材料、高端柔性石墨制品、超高纯石墨等加工延伸。

- **投资建议：**鉴于石墨资产受让事项仍处于意向阶段，后续仍存在不确定性，因此暂不考虑受让对公司业绩的影响。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1.11/1.14 和 1.18 亿元，最新收盘价对应 PE 为 53/52/50 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**需求不及预期风险、错峰生产执行不及预期风险、石墨资产注入进展不及预期风险。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	8,653	5,173	3,804	3,857	3,918
收入增长率（%）	-16.9	-40.2	-26.5	1.4	1.6
归母净利润（百万元）	241	182	111	114	118
净利润增长率（%）	-18.8	-24.6	-38.9	2.0	4.2
EPS（元）	0.50	0.38	0.23	0.24	0.25
PE	30.0	32.5	53.4	52.3	50.2
ROE（%）	3.3	2.5	1.5	1.5	1.6
PB	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 28 日收盘价计算）

内容目录

1 西北建材龙头，“石墨新材料+数字经济”再启航 4
1.1 股权结构稳定，中建材背景赋能整合资源 5
1.2 水泥主业承压，多元业务前景广阔 6
2 水泥业务：区域供需格局边际改善，盈利水平或筑底回稳 8
2.1 行业：区域供需格局改善，水泥盈利或逐步企稳 8
2.2 公司：宁夏水泥龙头，盈利水平处于行业中游 10
3 数字物流业务：行业规模稳步扩张，公司调结构高质量发展 11
3.1 行业：需求持续增长，数字化提升效率 11
3.2 公司：深耕大宗运输，调结构提质量 12
4 石墨业务：拟注入石墨资产，前景广阔增量大 13
4.1 行业：人造石墨电池首选，天然石墨前景广阔 13
4.1.1 人造石墨：供需双增，成本领先者有望胜出 13
4.1.2 天然石墨：多行业使用，应用前景广阔 15
4.2 公司：拟注入石墨资产，新材料业务添增量 16
5 盈利预测及投资建议 18
6 风险提示 21

图表目录

图 1：宁夏建材基础建材主业，持续拓展新材料及数字经济领域（截止 2025 年末） 4
图 2：宁夏建材进入多元转型期 5
图 3：公司股权结构集中，实控人为中建材（截止 2026 年 8 月 17 日） 5
图 4：公司营收主业近几年承压 6
图 5：公司利润率逐步企稳 6
图 6：公司基础建材业务贡献主要利润，数字物流业务优结构调规模 7
图 7：公司各业务毛利率逐步企稳 7
图 8：公司期间费用率明显下降 7
图 9：公司各费用率整体处于下降 7
图 10：公司归母净利润承压 8
图 11：公司经营现金流净额逐步转好 8
图 12：宁夏水泥产量有所下滑 9
图 13：宁夏固定投资同比增长 9

图 14：宁夏地产投资同比下滑明显 9
图 15：2025 年宁夏产能格局较为集中 10
图 16：宁夏地区熟料产能整体处于下滑 10
图 17：宁夏水泥价格与全国水泥价格走势基本一致 10
图 18：宁夏水泥库存与全国库存趋同 10
图 19：公司水泥熟料业务逐步企稳 11
图 20：公司水泥熟料业务销量企稳回升 11
图 21：中国公路营业性货运量保持稳步增长 12
图 22：中国智慧物流市场规模快速扩张 12
图 23：数字物流营收持续收缩，毛利率逆势回升 13
图 24：赛马物联净利润亏损逐步收窄 13
图 25：人造石墨负极产业链 14
图 26：2025 年人造石墨占负极材料总出货量的九成以上 14
图 27：人造石墨负极成品价格呈波动回升趋势 15
图 28：天然石墨产业链 16
图 29：中建材石墨营收保持快速增长 16
图 30：中建材石墨净利润保持快速增长 16

表 1：天然石墨与人造石墨特点对比 13
表 2：负极企业产能对比 17
表 3：主要天然石墨企业资源基础、产业链布局及规模对比 18
表 4：天然石墨下游应用 18
表 5：公司收入分拆 20
表 6：公司费用率情况 21
表 7：可比公司估值表 21

1 西北建材龙头，“石墨新材料+数字经济”再启航

立足基础建材主业，持续拓展新材料及数字经济领域。宁夏建材是中国建材旗下的 A 股上市公司。公司主营业务涵盖水泥及水泥熟料、商品混凝土和骨料的制造与销售，同时运营“我找车”数字物流平台与数据中心业务，形成“基础建材+数字经济+新材料”多元驱动格局。

图1: 宁夏建材基础建材主业，持续拓展新材料及数字经济领域（截止 2025 年末）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

从公司过往的发展历史看，可分为初创上市、资本扩张与整合、数字化及新材料拓展三个阶段。

- **初创上市期（1998-2006 年）：扎根宁夏，奠定水泥主业基础**

1998 年 12 月，宁夏建材集团股份有限公司由宁夏赛马水泥（集团）有限责任公司等五家企业发起设立。2003 年 8 月，公司公开发行 4,800 万股 A 股并在上海证券交易所上市。2006 年，公司完成股权分置改革及资本公积转增股本。

- **并购扩张期（2007-2017 年）：借助资本市场扩大产能，形成跨区域布局。**

2008 年，公司公开增发 5,091.79 万股，募集资金净额 7.15 亿元。2011 年，公司向中材股份发行股份，换股吸收合并原宁夏建材集团，进一步理顺股权和资产关系。2017 年，中国建材股份换股吸收合并中材股份获批；2019 年相关工商注销完成后，中国建材股份正式成为公司控股股东。

- **多元化转型升级期（2018-至今）：推进传统产能升级，培育数字业务并拟进入石墨新材料领域。**

基础建材方面，公司通过产能减量置换建成吴忠赛马、青水股份新二代水泥熟料生产线，数字业务方面，赛马物联运营的“我找车”平台于 2023 年取得 AAAA 级物流企业资质。

2026 年 8 月，公司与控股股东中国建材股份签署股权转让意向协议，拟受让中建材石墨 100%股权，并将主营业务拓展至石墨新材料的研发、生产及销售。目前该交易仍处于意向阶段，中建材石墨尚未纳入公司合并报表。

图2: 宁夏建材进入多元转型期



数据来源：公司公告、公司官网、财通证券研究所

1.1 股权结构稳定，中建材背景赋能整合资源

公司股权结构集中，实控人为中建材。截至 2026 年 8 月 17 日，公司股权结构清晰：中国建材为公司控股股东，直接持有公司 49.03%的股权；国新投资有限公司作为第二大股东直接持有公司 1.06%的股权，股权结构相对稳定。其余股东以机构投资者、自然人股东与公众投资者为主，其中香港中央结算有限公司（陆股通）持股 0.90%，深圳市九博投资有限公司持股 0.33%，孙云霞、甘永杰、林伟诚、林丽娜、蔡晓钧、贾华章等自然人，单一持股比例均不足 1%，分布较为分散。前十大股东合计持股 54.64%。

图3: 公司股权结构集中，实控人为中建材（截止 2026 年 8 月 17 日）



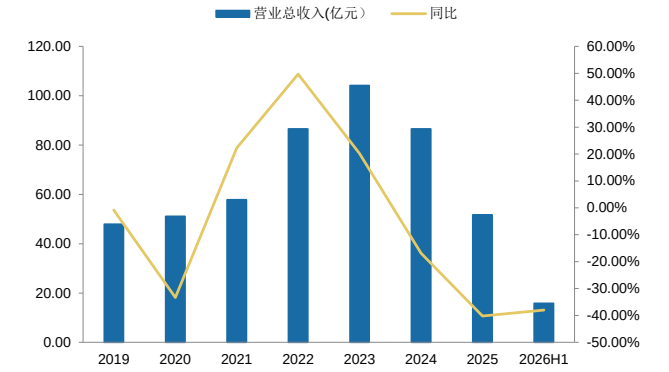
数据来源：同花顺 iFinD，财通证券研究所

1.2 水泥主业承压，多元业务前景广阔

主业承压营收下滑，结构调整利润率企稳。2021—2025 年，公司营业收入由 57.83 亿元降至 51.73 亿元，CAGR 为-2.7%，受下游需求持续疲软影响，水泥业务收入下滑。2026H1 公司实现营业收入 15.86 亿元，同比下降 37.95%，主要系数字物流业务收入下降；同期建材行业收入 12.46 亿元，同比下降 1.07%，整体相对平稳。

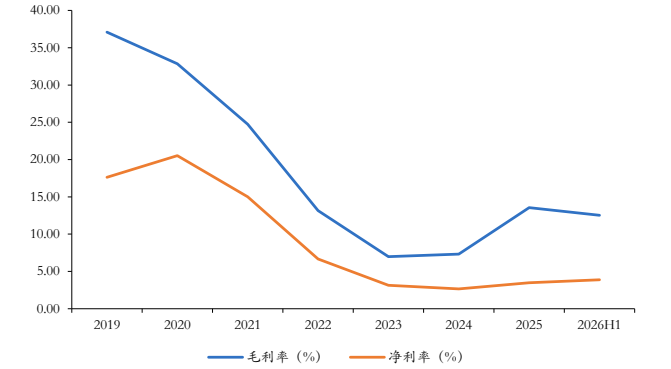
公司 2021—2025 年综合毛利率分别为 24.73%、13.17%、6.97%、7.33%和 13.56%。2021—2023 年毛利率持续下降，主要受基础建材需求及产品价格下行，以及低毛利数字物流业务收入占比快速提升影响；2026 年上半年，公司综合毛利率为 12.54%，同比提升 1.84 个百分点，系下游水泥降幅收窄加之低毛利率业务占比下降。

图4: 公司营收主业近几年承压



数据来源：Wind，财通证券研究所

图5: 公司利润率逐步企稳

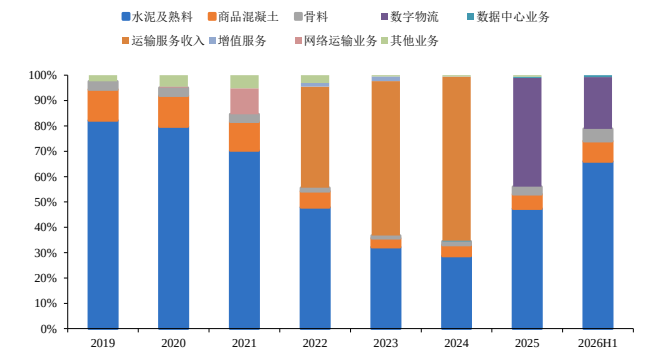


数据来源：Wind，财通证券研究所

分业务看，基础建材业务贡献主要利润，数字物流业务优结构调规模。2021—2025 年，公司基础建材业务收入由 48.93 亿元降至 28.98 亿元，CAGR 为-12.3%；毛利由 13.36 亿元降至 6.50 亿元，占主营业务毛利比重均在 93%以上（2021 年最低，为 93.4%），仍是公司主要盈利来源。同期，数字物流业务收入由 5.90 亿元增至 22.20 亿元，CAGR 为 39.3%；2023—2024 年收入分别为 65.38 亿元和 56.09 亿元，占公司营收的 62.8%和 64.8%，成为主要收入来源，而 2025 年公司数字物流主动精简业务规模，以规模换盈利质量，主动出清低毛利的业务。

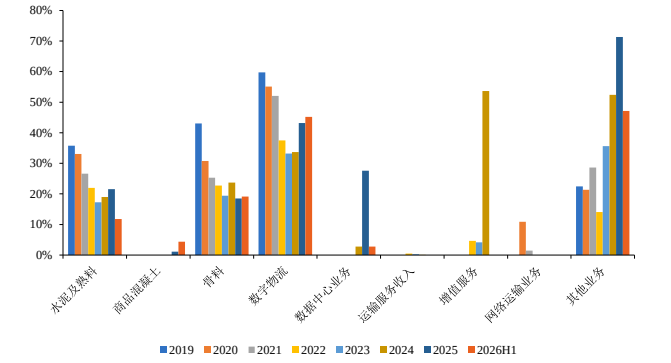
2026 年上半年，公司基础建材业务实现收入 12.46 亿元，同比下降 1.07%；实现毛利 1.82 亿元，同比下降 30.23%，贡献公司毛利的 91.4%，毛利率同比下降 6.10 个百分点至 14.58%。数字物流业务实现收入 3.23 亿元，同比下降 74.58%；实现毛利 0.14 亿元，同比增长 253.19%，毛利率同比提升 4.06 个百分点至 4.37%，业务规模收缩但盈利质量有所改善。

图6: 公司基础建材业务贡献主要利润，数字物流业务优结构调规模



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7: 公司各业务毛利率逐步企稳



数据来源：Wind，财通证券研究所

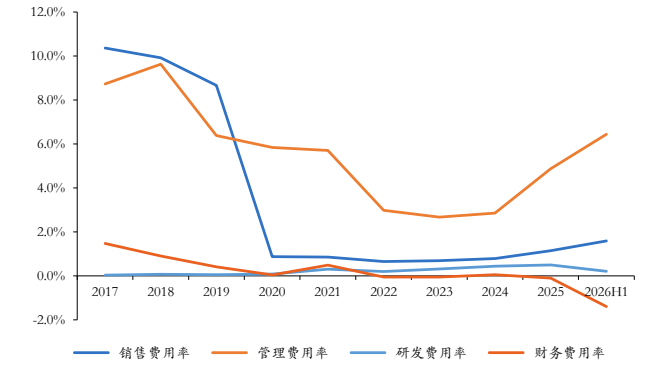
费用率受规模影响有所上升，管理费用率变化明显。2021—2025 年期间费用率受营收规模影响先下后上，2021 至 2023 年由 7.37%降至 3.64%，后因营收下滑升至 2025 年的 6.42%。2026H1 公司销售、管理、研发及财务费用合计 1.09 亿元，同比下降 23.57%，期间费用率同比提升 1.29 个百分点至 6.84%。财务费用率转负主要系利息收入增加。

图8: 公司期间费用率明显下降



数据来源：Wind，财通证券研究所

图9: 公司各费用率整体处于下降

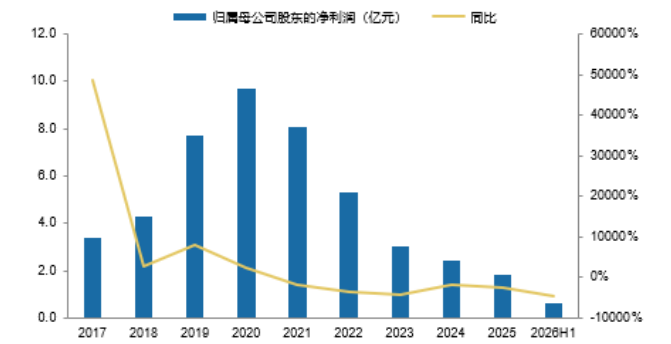


数据来源：Wind，财通证券研究所

净利润受业务影响承压，现金货币资金储备充裕。2021—2025 年，公司归母净利润由 8.01 亿元降至 1.82 亿元，复合增速为-30.9%；2025 年归母净利润同比下降 24.57%，主要受到主业下游需求疲软，盈利能力下滑，加之固定资产减值准备增加等因素影响。2026H1 公司实现归母净利润 0.58 亿元，同比下降 45.29%，主要系水泥销售价格下降，销量增长未能完全抵消价格下行影响。

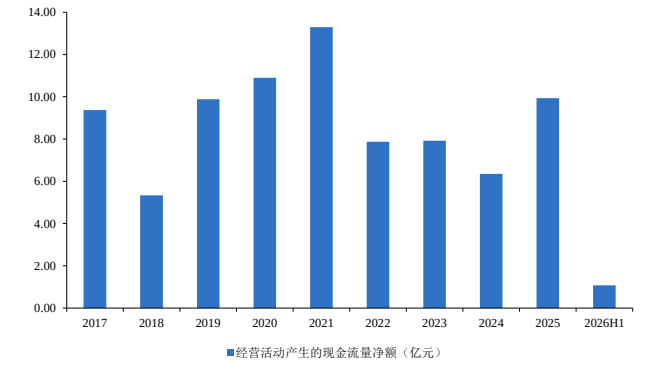
2021—2025 年，公司经营活动现金流净额分别为 13.30、7.87、7.92、6.35 和 9.93 亿元；截至 2025 年末，公司货币资金达 33.28 亿元，同比增长 274.99%，现金储备较为充沛。2026H1 公司经营活动现金流净额为 1.08 亿元，同比下降 69.66%，主要受收入下滑影响，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 30.13%；期末现金及现金等价物余额为 30.62 亿元，较年初下降 6.93%，资金储备变化不大。

图10: 公司归母净利润承压



数据来源：Wind，财通证券研究所

图11: 公司经营现金流净额逐步转好



数据来源：Wind，财通证券研究所

2 水泥业务：区域供需格局边际改善，盈利水平或筑底回稳

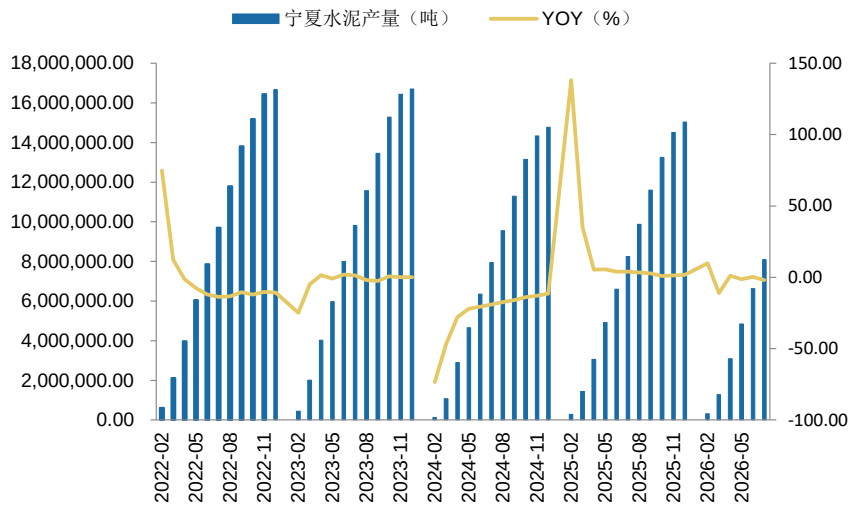
2.1 行业：区域供需格局改善，水泥盈利或逐步企稳

需求：依托新基建和新能源，需求逐步企稳。水泥需求主要来自于基建、地产和制造业；基建方面，宁夏固定资产投资保持稳健增长；地产方面，以保交付为主，未有明显改善。受此影响宁夏整体需求相对好于全国，2025 年宁夏水泥产量较 2023 年累计下降 10.06%，同期全国水泥产量由 20.2 亿吨降至 16.9 亿吨，累计下降 16.3%。具体看，

固定投资方面，2026 年 1-7 月宁夏固定资产投资延续稳健增长态势，同比增长 8.0%，投资结构持续优化；投资增长核心逻辑彻底切换，由过去的工业电力单驱动，转变为数字基建+新能源+民生基建多轮驱动。信息传输、软件和信息技术服务业投资持续高增，成为第三产业最大增量；民间投资活力显著修复，同比大幅增长 25.7%，市场主体投资信心持续回暖。

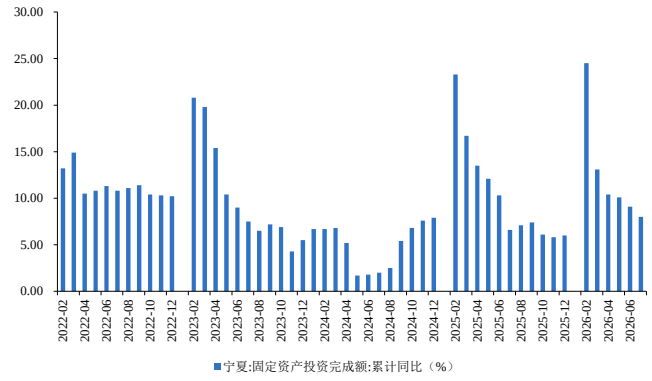
地产投资方面，2026 年 1-7 月，宁夏房地产开发投资弱势延续，累计完成投资额 122.92 亿元，同比下降 26.2%，降幅与 2025 全年基本持平，下行态势尚未企稳。当前市场完全进入存量时代，全区土地出让规模持续低位，行业投资全部集中于存量在建项目收尾交付。

图12: 宁夏水泥产量有所下滑



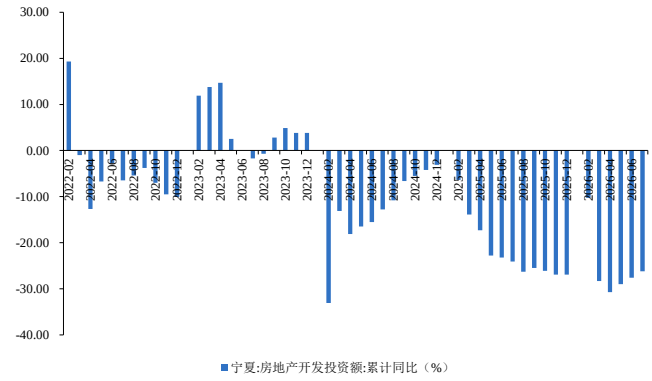
数据来源：Wind、财通证券研究所

图13: 宁夏固定投资同比增长



数据来源：Wind、财通证券研究所

图14: 宁夏地产投资同比下滑明显

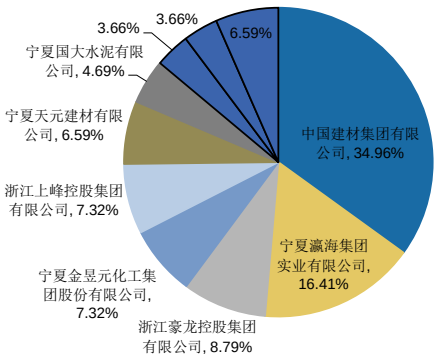


数据来源：Wind、财通证券研究所

供给：行业集中度高，供给弹性依赖错峰。宁夏水泥行业整体呈现总产能充裕、集中度较高，但供给弹性变量较多的格局，截至 2025 年末，全区熟料总产能 2116 万吨/年，在产熟料生产线共 23 条，政策层面严格落实产能置换，不再新增熟料产能，行业以存量产线升级、落后产能淘汰为主。截至 2025 年末，宁夏建材在宁夏的熟料产能合计 739.8 万吨，全区 CR3 约 60%，市场集中度处于较高水平。同时，北方地区整体产能充裕，近两年采暖季停窑 136—163 天（2024—2025 年采暖季停窑 163 天为峰值），2026 年非采暖季错峰约 80 天并已写入官方文件，区域供给变化更多受制于错峰强度。

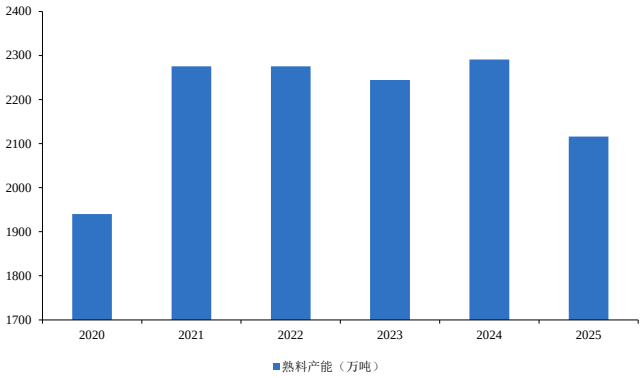
具体看，近几年宁夏水泥错峰生产呈现采暖季先加码后回归常态、非采暖季制度逐步完善的特征：2024—2025 年采暖季错峰提前至 10 月 20 日启动，停窑 163 天，为近年峰值；2025—2026 年采暖季回归 11 月中旬启动，停窑时长回落至 136 天。非采暖季方面，2026 年将 80 天错峰写入官方文件。整体来看，错峰机制逐步完善，区域供给根据当地需求调整，支撑水泥价格。

图15: 2025 年宁夏产能格局较为集中



数据来源：中国水泥网、财通证券研究所

图16: 宁夏地区熟料产能整体处于下滑

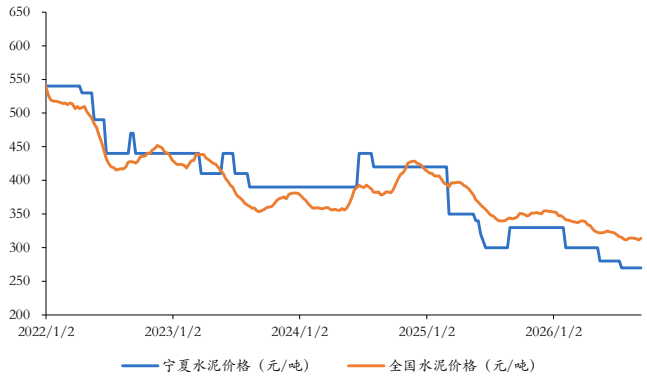


数据来源：中国水泥网、财通证券研究所

宁夏水泥价格与全国总体联动，2025 年以来分化明显加大。价格端，2022-2025 年整体进入下行通道，宁夏与全国水泥价格中枢持续回落，2022 年两地价格同步大幅下跌，全国水泥价格跌幅大于宁夏；2023-2024 年宁夏水泥价格维持区间震荡，错峰生产带来阶段性脉冲式反弹，但反弹高度有限，全国水泥均价走势和宁夏趋势基本一致。2025 年起宁夏水泥价格开启新一轮快速下行，下跌幅度显著超过全国，年末价格已经明显低于全国水泥均价。2026 年，宁夏水泥价格延续下行趋势，价格中枢进一步下探，宁夏水泥价格低于全国。

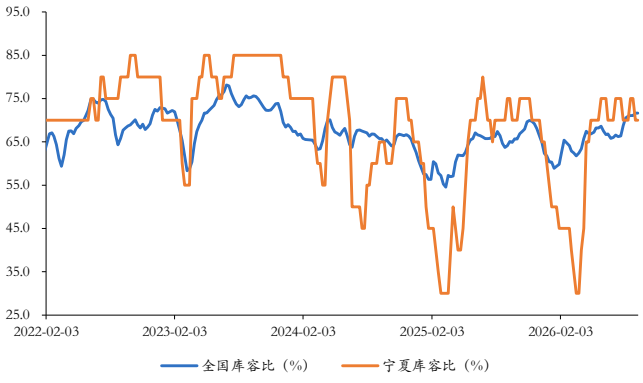
库存端，2022-2024 年宁夏库容比波动幅度显著大于全国库容比，季节性特征极强，采暖季停产后库存快速去化、库容比大幅下探，复产之后库存快速累积冲高；全国库存波动相对温和，周期波动更平缓。2025 年宁夏库容比多次出现深度探底，低点显著低于全国水平，反映区域阶段性短期去库力度强，但库存反弹同样迅速。2026 年宁夏库容比的剧烈波动特征有所收敛，全年大部分时间库容比抬升，和全国库容比走势逐步趋同。

图17: 宁夏水泥价格与全国水泥价格走势基本一致



数据来源：数字水泥网、财通证券研究所

图18: 宁夏水泥库存与全国库存趋同



数据来源：数字水泥网、财通证券研究所

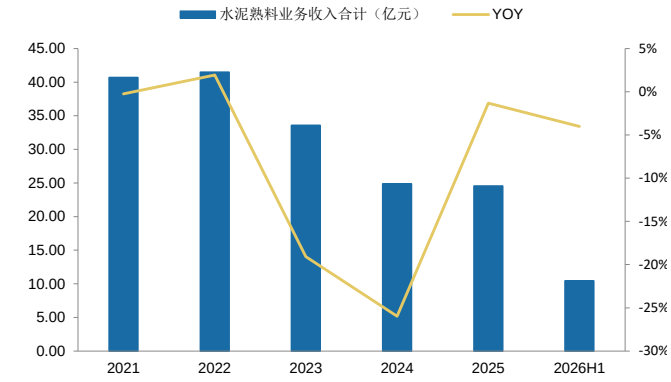
2.2 公司：宁夏水泥龙头，盈利水平处于行业中游

产能布局：以宁夏为核心、甘蒙为延伸，区域市场控制力较强。公司产能布局以宁夏为核心，并向甘肃、内蒙古延伸。截至 2026H1，公司拥有 13 家水泥生产企业，水泥熟料产能 1620 万吨/年、水泥粉磨产能 2330 万吨/年，覆盖宁夏五市，以

及甘肃天水、白银和内蒙古乌海、赤峰等市场，形成“宁夏核心市场+甘肃和内蒙古周边市场”的产能布局，区域市场地位稳固。产能结构方面，公司持续通过减量置换和技术改造优化存量生产线；吴忠赛马及青水股份已建成新二代水泥熟料生产线；天水中材正将原有 2500 吨/日熟料生产线升级为 4000 吨/日新型干法生产线，并配套建设 6MW 余热发电系统。

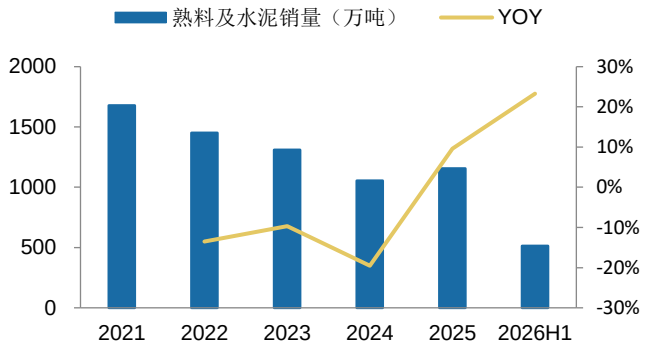
销量方面，2022-2024 年公司水泥熟料合计销量持续下行，从 1451 万吨回落至 1054 万吨，主要系熟料外销规模大幅收缩加之本地水泥需求走弱；2025 年触底反弹，合计销量回升至 1155 万吨，依靠水泥销量修复实现以量补价。2026 上半年水泥熟料销量高增 23%，水泥熟料合计销量 513 万吨，系下游 AI 基建和绿色产业建设带动水泥需求，加之宁夏在 2025 年提出退出债务高风险省份，相关基建等项目或正常推动。

图19: 公司水泥熟料业务逐步企稳



数据来源：wind、财通证券研究所

图20: 公司水泥熟料业务销量企稳回升



数据来源：公司公告、财通证券研究所

受下游影响盈利持续承压，公司盈利能力处于中游。2022-2026H1 公司水泥熟料业务受地产基建需求下行加之行业供需不匹配，公司盈利能力持续承压。2022 年公司水泥熟料吨毛利达到 62.8 元/吨，而 2023 年受需求走弱、熟料外销大幅下滑影响，吨毛利快速回落至 44 元附近；2024-2025 年依托煤炭成本下行，吨毛利在 44~46 元区间低位小幅修复，价格端缺乏弹性；2026 上半年虽然水泥销量显著增长，但区域水泥价格下跌，吨毛利大幅回落至 24 元/吨。

从公司整体的水泥盈利水平看，宁夏建材 2022 年吨毛利 62.8 元处于中游偏下，2023-2025 年回落至 44-46 元区间后企稳，但 2026 上半年进一步下探至 24 元，量增价减、盈利快速收缩。

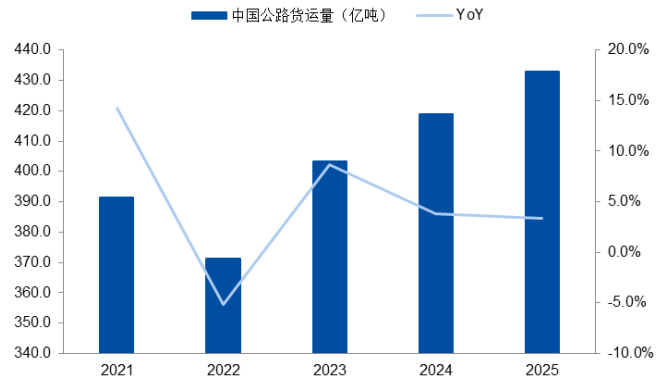
3 数字物流业务：行业规模稳步扩张，公司调结构高质量发展

3.1 行业：需求持续增长，数字化提升效率

公路货运需求保持增长，整车运输占据主导，制造业为其最大需求来源。2025 年，全国公路营业性货运量达 432.9 亿吨，同比增长 3.4%。从运输组织方式看，公路货运主要分为整车运输和零担运输，其中整车运输通常为单一货主提供专车运输服务，适用于大批量货物的直接运输。据 Mordor Intelligence 测算，按外包运输服务收入计，2025 年整车运输占中国公路货运市场的 78.8%，是主要的运输形式。从下游行业看，2025 年中国整车公路运输市场中，制造业为第一大需求领域，占整体市场的 44.2%。

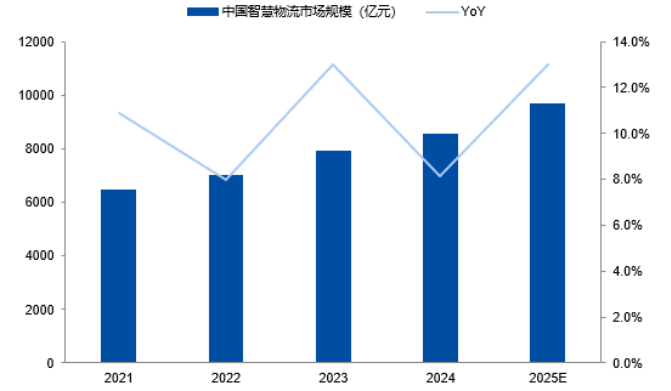
数字物流提升资源配置效率，市场规模稳步扩张。数字物流利用物联网、大数据、云计算等技术，采集、传输和分析货物、车辆及作业信息，实现运输、仓储、配送等环节的信息互通与协同调度。通过减少人工沟通和重复作业、优化运力及仓储资源配置，数字物流能够提高物流运营效率、增强物流过程透明度，并促进物流资源共享与生产运输协同。效率与协同优势推动数字物流应用持续推广，带动对应市场规模快速扩张。据中商产业研究院数据，我国智慧物流市场规模由 2021 年的 6477 亿元增长至 2025 年的 9655 亿元(2025 年为预计数)，CAGR 约 10.5%。

图21: 中国公路营业性货运量保持稳步增长



数据来源：iFind，财通证券研究所

图22: 中国智慧物流市场规模快速扩张



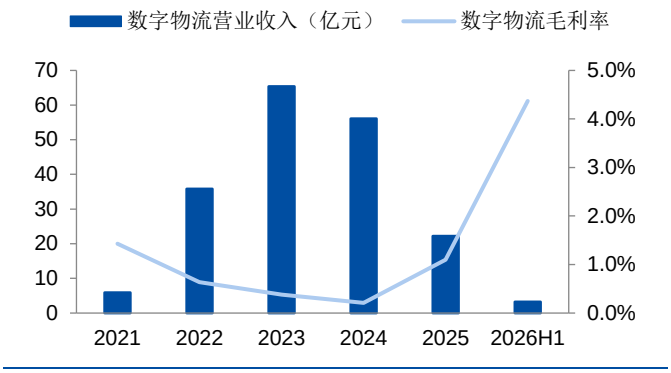
数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

3.2 公司：深耕大宗运输，调结构提质量

宁夏建材通过控股子公司赛马物联运营“我找车”平台，深耕制造业大宗整车运输。公司数字物流业务主要面向制造业线路相对固定、多次往返的大宗整车运输需求，依托“我找车”平台整合社会运力，通过智能调度和在途跟踪优化运输安排。平台还可对接货主生产经营系统，促进生产与运输协同，提高运输效率和交付及时性。据公司 2025 年度 ESG 报告披露，平台在水泥企业上线后，在途运输时间普遍缩短 1.0—1.5 天，到货准时率由 65.0%提升至 87.5%。

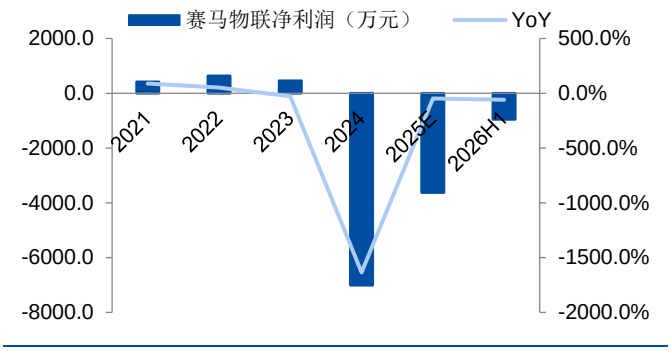
数字物流业务收入持续收缩，业务结构优化推动经营质量改善。2025E、1H2026 公司数字物流业务分别实现收入 22.2 亿元、3.2 亿元；毛利率分别为 1.10%和 4.37%。同期，运营主体赛马物联净利润分别为-3624.4 万元和-953.1 万元。数字物流业务收入收缩主要受到客户采销运量下降及主动优化业务结构的共同影响。在相关运输需求承压的背景下，公司持续调整业务组合，并于 2026 年上半年筛选优质客户，推动业务毛利率回升，同时压降成本费用，带动赛马物联亏损收窄，经营质量逐步改善。

图23: 数字物流营收持续收缩，毛利率逆势回升



数据来源：iFind，财通证券研究所

图24: 赛马物联净利润亏损逐步收窄



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 石墨业务：拟注入石墨资产，前景广阔增量大

4.1 行业：人造石墨电池首选，天然石墨前景广阔

石墨具有耐高温、导电导热和润滑等特性，可按来源分为天然石墨和人造石墨。天然石墨由含碳物质经长期地质作用形成，经采选、提纯及加工后用于耐火、密封和负极等领域，通常无需高温石墨化，成本相对较低，其中鳞片石墨的导电导热和润滑性能较好。

人造石墨主要以石油焦、针状焦等为原料，经焙烧和高温石墨化等工序制备，能耗较高，但产品性能可通过原料配方和工艺进行调整。人造石墨在循环寿命、高温及倍率性能方面更具优势，更适用于长循环和快充等场景。

表1: 天然石墨与人造石墨特点对比

对比维度	天然石墨	人造石墨
制备	采选、提纯，一般无石墨化工序	石油焦、针状焦等与煤沥青，经成型、焙烧、石墨化等工序制备，能耗较高
成本	较低，通常无需石墨化环节	较高，石墨化为主要成本
克容量（mAh/g）	355—370	280—365
压实密度（g/cm³）	1.6—1.8	1.4—1.7
循环寿命	相对较短，倍率及循环性能偏弱	长循环、高温及高倍率性能占优
导电导热	相同纯度、粒度下，鳞片石墨表现较好	相对较低
润滑性	鳞片石墨摩擦系数较小	相对较差

数据来源：翔丰华招股说明书，《高科技与产业化》，财通证券研究所

4.1.1 人造石墨：供需双增，成本领先者有望胜出

人造石墨负极主要应用于动力电池、储能电池及消费电池。人造石墨负极产业链上游主要为石油焦、针状焦等焦类原料，中游经预处理、造粒、石墨化及后续加工制成人造石墨负极材料，下游通过电池制造进入不同终端市场。其中，动力电

池主要配套新能源汽车，储能电池用于风光发电配储、电网调峰及工商业和户用储能，消费电池则面向智能手机、笔记本电脑及可穿戴设备等消费电子产品。

图25: 人造石墨负极产业链

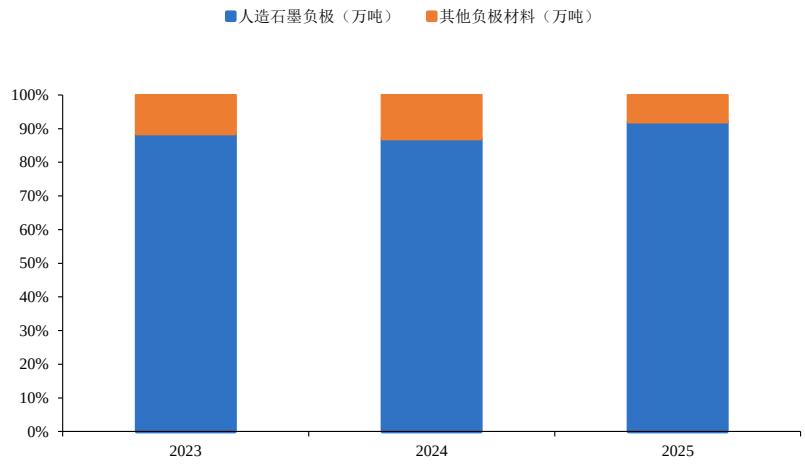


数据来源：尚太科技 2025 年报，财通证券研究所

需求端来看，动力与储能电池需求增长带动人造石墨负极出货扩张。根据高工锂电（GGII）数据，2023—2025 年我国人造石墨负极出货量由 146 万吨增长至 267 万吨，2025 年占负极材料总出货量的九成以上。

人造石墨负极的需求增长主要来自动力与储能两端。在动力领域，2025 年我国新能源汽车销量同比增长 28.2%，单车平均带电量同比也有提升，共同拉动动力电池需求，同期我国动力电池出货量达 1.1TWh，同比增长 41%；在储能领域，2025 年我国储能锂离子电池出货量达 630GWh，同比增长 85%，为人造石墨负极带来需求增量。

图26: 2025 年人造石墨占负极材料总出货量的九成以上

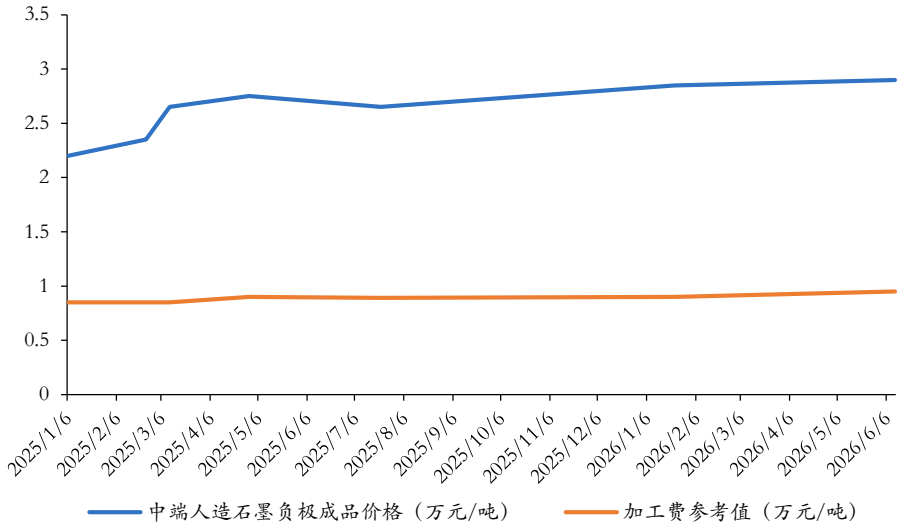


数据来源：尚太科技年报，高工锂电（GGII），财通证券研究所

供给端来看，人造石墨负极产能规模较大，石墨化配套不足制约供给释放。2026 年上半年，我国人造石墨负极成品产能约 450—500 万吨/年，配套石墨化产能约 420—460 万吨/年，石墨化产能相对偏紧，限制了部分成品产能的充分释放。行业主要供给企业包括杉杉股份、贝特瑞、中科电气、尚太科技和璞泰来等。

价格端来看，人造石墨负极成品价格整体呈波动回升趋势。人造石墨负极报价由2025年1月6日的2.20万元/吨升至2026年6月11日的2.90万元/吨，期间虽有阶段性回调，但整体呈回升态势。加工费方面，石墨化是人造石墨负极生产中成本最高的加工环节，2025年以来其加工费整体上行。2026年上半年，保温料、电阻料等辅料价格上涨抬升了石墨化加工成本，部分加工企业利润承压，提价意愿增强。同时，负极材料开工提升带动石墨化委外需求增加，而独立石墨化产能扩张有限，部分高规格产线供应偏紧，进一步支撑加工费上涨。

图27: 人造石墨负极成品价格呈波动回升趋势



数据来源：Mysteel，财通证券研究所
注：石墨化加工费参考值取对应周或最近一期周评，采用坩埚炉主流单价或报价区间中点。

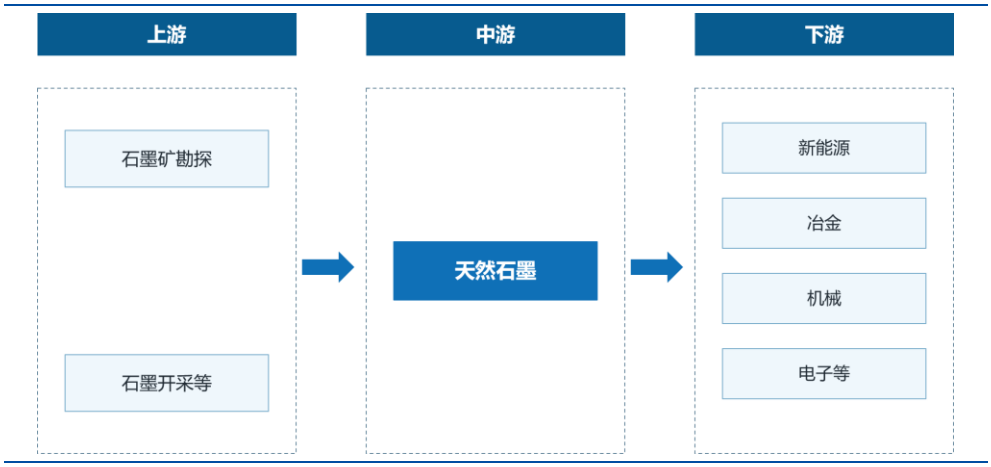
未来，无人机、智能机器人等新兴终端有望拓宽人造石墨负极的应用空间。高倍率人造石墨负极已具备无人机电池应用基础，未来可随植保、巡检等专用机型的发展扩大配套范围，满足起降和负载作业中的大功率放电需求。智能机器人及新一代消费电子则需要在有限体积和重量下实现更长续航，人造石墨可通过与硅基材料复配，参与高能量密度电池方案开发，为轻量化、长续航终端提供材料配套。

4.1.2 天然石墨：多行业使用，应用前景广阔

天然石墨主要应用于新能源、冶金、机械及电子等领域。天然石墨产业链上游以石墨矿勘探和开采为主，中游通过选矿获得石墨精矿，再根据用途进行提纯、球形化及膨胀等深加工，下游通过不同石墨产品进入各类终端市场。其中，新能源领域主要使用天然石墨负极材料，冶金领域使用含石墨的耐火制品及增碳剂，机械领域使用石墨密封、润滑材料，电子领域则使用石墨导电材料等。

天然石墨市场表现分化，在新材料等领域优势明显。2025年，鳞片石墨整体供应较为充裕，耐火材料、铸造等传统领域需求增长乏力，普通石墨精粉价格承压。相较之下，高品质大鳞片石墨供给相对偏紧，下游需求较为旺盛。新能源领域，人造石墨负极凭借较好的倍率性能、循环稳定性及较低的膨胀率，更能适配动力电池快充和储能电池长循环要求，对天然石墨形成替代，使天然石墨负极出货量在锂电池市场扩张背景下仍有所下降。在化工和复合材料领域，鳞片石墨粉体作为导电填料，赋予材料导电、抗静电性能。

图28: 天然石墨产业链



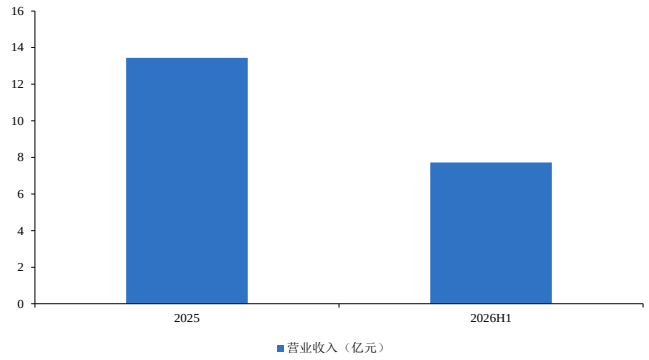
数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

4.2 公司：拟注入石墨资产，新材料业务添增量

宁夏建材拟收购中建材石墨，有望拓展公司盈利来源。中建材石墨新材料有限公司（以下简称“中建材石墨”）系公司本次拟受让的石墨业务主体。2026 年 8 月，宁夏建材披露拟受让中国建材股份持有的中建材石墨 100%股权。中建材石墨通过天然石墨资源整合与恒科联合重组，逐步形成天然石墨采选、精深加工以及人造石墨负极制造的业务布局。若收购顺利落地，宁夏建材有望依托标的现有资源、产能及加工能力切入新能源材料领域，并承接后续扩产与产品升级带来的增长空间。

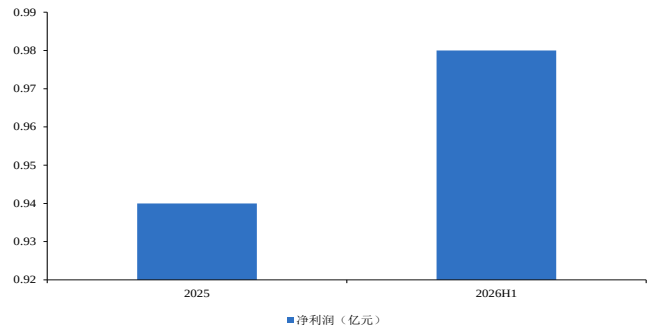
工艺升级与业务放量推动中建材石墨盈利提升。2025、1H2026 中建材石墨分别实现营业收入 13.4、7.7 亿元，净利润 0.9、1.0 亿元，2026 年上半年净利润已超过 2025 年全年水平。中建材石墨盈利改善的重要推动来自工艺优化与产能利用率提升，中建材石墨通过推进工艺升级、加强设备全生命周期管理，带动石墨化及负极定制业务产能利用率显著提升，相关业务销量同比增长 124%，成为业绩增长的重要驱动。

图29: 中建材石墨营收保持快速增长



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图30: 中建材石墨净利润保持快速增长



数据来源：公司公告、财通证券研究所

人造石墨：立足负极加工，逐步拓展电池客户直供。中建材石墨以内蒙古恒科和河北恒科为人造石墨业务载体，提供石墨化加工与负极定制服务。截至 2026 年 5 月，中建材石墨拥有 12 万吨石墨化和 6 万吨负极定制能力，已形成一定的制造规模。

中建材石墨通过自主工艺改进与双基地布局，推动负极加工降本并提升成本竞争力。从工艺来看，中建材石墨围绕缩短加工周期、提升单炉产出的目标持续优化生产流程。内蒙恒科公开的专利申请提出取消传统坩埚、提高炉内空间利用率的方案，该方案较传统坩埚法实现吨电耗降低 40%以上、单炉产能提升 25%以上，显著降低成本，提高了生产效率，后续大规模实际落地有望持续带来成本优势。区位优势方面，内蒙古乌兰察布基地较低的电价有助于降低石墨化工序的用电成本，河北唐山基地的区域位置，有利于缩短原料运输距离、降低物流成本。除此之外，中建材石墨积极参与前沿技术研发。

表2: 负极企业产能对比

企业	负极业务规模	石墨化产能
中建材石墨	负极定制能力 6 万吨/年	12 万吨/年
尚太科技	2025 年负极材料销量 34.35 万吨	约 30.10 万吨/年
中科电气	2025 年负极材料销量 36.33 万吨	28 万吨/年

数据来源：公司公告，财通证券研究所
注：尚太科技石墨化产能为 2025 年 1-9 月产能年化

天然石墨：中建材石墨依托自有矿山生产石墨精粉，并向球形石墨及天然石墨负极材料加工延伸。2022 年，中国建材通过增资取得原北汽体系黑龙江普莱德的控制权，相关天然石墨资产由此纳入中国建材体系，重组后更名为中建材黑龙江石墨新材料有限公司。

中建材石墨以柳毛石墨矿为资源基础，通过矿石开采和浮选加工生产石墨精粉，精粉既可对外销售用于耐火材料等工业领域，也可进一步加工为球形石墨，为天然石墨负极材料生产提供原料。在球形石墨业务基础上，中建材石墨继续布局提纯及负极材料加工环节，2025 年披露的球形石墨、提纯石墨及天然石墨负极材料产能分别为 3 万吨/年、2 万吨/年和 1 万吨/年。

表3: 主要天然石墨企业资源基础、产业链布局及规模对比

企业	资源基础	天然石墨产业链布局	规模
中建材石墨（黑龙江基地）	柳毛石墨矿，具有大鳞片石墨资源	采选、球形石墨、提纯石墨及天然石墨负极材料	2025 年披露球形石墨、提纯石墨及负极材料产能分别为 3、2、1 万吨/年；2026 年 8 月新增 10 万吨/年精粉产线投产
五矿石墨	整合开发萝北云山石墨矿	采矿、选矿、球形石墨、高纯石墨，并拓展天然负极等深加工产品	2025 年 8 月披露已建成 28 万吨/年石墨选厂、10 万吨/年球形石墨及 8 万吨/年高纯石墨生产线
中国石墨（02237.HK）	拥有北山矿场采矿权	自有矿山、选矿及球形石墨加工，销售精矿、球形石墨及其副产品	2025 年鳞片石墨精矿产量约 5.76 万吨、销量 4.60 万吨
贝特瑞	业务覆盖天然石墨矿山开采环节	已形成从矿山开采到天然石墨负极成品的完整产业链	--

数据来源：公司公告、亚洲金属网、中国建材报网，财通证券研究所

膨胀石墨产品及高纯化技术研发为中建材石墨拓展下游应用提供了基础。柳毛矿的大鳞片石墨适宜用于制备可膨胀石墨，后者可用于阻燃材料，也可进一步膨胀加工，作为柔性石墨制品的原料。中建材石墨已参与《可膨胀石墨》国家标准起草，产品范围亦包含膨胀石墨。在此基础上，通过压延、复合等加工可制成密封材料、导热材料及氢能源双极板材料，将石墨原料进一步转化为具有特定用途的功能材料。

高纯石墨方向则着重提升材料纯度，为进一步降低杂质含量、开发更高纯度的石墨产品积累技术基础。此外，柔性石墨制品、及半导体用等静压特种石墨及核级石墨可作为中建材石墨后续业务拓展的潜在方向，有望进一步丰富石墨材料产品布局。

表4: 天然石墨下游应用

产品方向	加工路径及主要用途	公司情况
可膨胀石墨及膨胀石墨	鳞片石墨经插层处理制成可膨胀石墨，可用于阻燃材料，也可进一步膨胀加工，作为柔性石墨制品的原料	柳毛矿拥有大鳞片石墨资源，具备往膨胀石墨延伸的有利条件。公司参与《可膨胀石墨》国家标准起草
高纯及核用石墨粉	通过提纯降低杂质含量，为半导体、核工业等领域的材料开发提供高纯碳原料	—
柔性石墨制品	膨胀石墨经压延、复合等加工，制成密封材料、导热材料及双极板材料等产品	公司潜在目标方向

数据来源：亚洲金属网、全国标准信息公共服务平台，财通证券研究所

5 盈利预测及投资建议

公司以基础建材业务为核心，产品主要包括水泥及熟料、骨料和商品混凝土，并通过控股子公司赛马物联开展数字物流业务。其中，水泥及熟料是公司的核心产品，公司依托自备矿山、熟料生产线及水泥粉磨产能，形成较为完整的水泥产业链；骨料业务依托公司的石灰石资源和生产基地布局，与水泥主业形成资源协同；商品混凝土业务进一步向产业链下游延伸，主要服务于区域基础设施、工业项目

及房地产建设；数字物流业务则通过“我找车”平台，为制造业及大宗商品客户提供物流交易、运力匹配和运输过程管理等服务。结合各项业务的经营特点，我们对水泥及熟料、骨料和商品混凝土采用“销量、单位售价和单位成本”的方式进行预测，对数字物流业务采用“营业收入增速和毛利率”的方式进行预测。基于区域市场需求、公司产能及销量变化、产品价格与成本走势，以及数字物流业务结构调整情况，我们对公司各项业务作出如下假设与预测：

（1）水泥及熟料：

考虑宁夏区域水泥需求韧性较强，公司水泥及熟料销量有望逐步恢复；同时，水泥价格短期仍有压力，后续随着错峰生产持续推进及供需关系改善，价格有望逐步企稳。我们预计公司 2026—2028 年水泥及熟料销售收入增速分别为-2.76%/5.61%/2.59%；毛利率分别为 12.21%/12.31%/12.41%。

（2）商品混凝土：

商品混凝土需求主要来自区域地产、基础设施和工业项目。考虑宁夏重点项目持续落地，公司商品混凝土销量有望企稳，产品价格和单位成本整体保持稳定。我们预计公司 2026—2028 年商品混凝土销售收入增速分别为 7.33%/10.72%/5.68%；毛利率分别为 18.26%/18.36%/18.45%，处于相对稳定水平并呈小幅改善。

（3）骨料：

随着宁夏算力基础设施、新材料和绿电配套制造等项目持续推进，相关厂房、园区及配套工程建设有望带动骨料需求增长。考虑公司骨料产能逐步释放、销量保持增长，产品价格总体稳定，我们预计公司 2026—2028 年骨料销售收入增速分别为 20.00%/10.92%/6.30%；毛利率分别为 43.75%/43.80%/44.08%。

（4）数字物流

公司持续调整数字物流业务结算模式，主动压降低毛利业务规模并优化客户结构，预计短期内业务收入仍将收缩，但随着业务结构调整逐步完成，收入降幅有望收窄。我们预计公司 2026—2028 年数字物流业务收入增速分别为-60%/-15%/-5%；随着公司进一步提升业务质量和运营效率，毛利率分别为 3.00%/3.50%/4.00%。

（5）石墨业务（拟收购，还未注入）

石墨业务受让主体为中建材石墨，目前中建材石墨拥有 12 万吨石墨化产能和 6 万吨负极定制产能，若后续成功导入下游电池客户，公司或持续提升产能规模，叠加技术降本等优势，石墨业务营收业绩有望大幅增长。而从目前业绩情况看，2025、1H2026 中建材石墨分别实现营业收入 13.4、7.7 亿元，净利润 0.9、1.0 亿元，仅今年上半年就已实现去年全年利润，业务增速显著。

整体营业收入：综合各业务预测结果，我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 38.04/38.57/39.18 亿元，同比增速分别为-26.48%/1.41%/1.58%；综合毛利率分别为 12.07%/12.76%/13.15%。2026 年收入下降主要系公司继续压降数字物流业务规模，预计该业务收入同比下降 60%；骨料和商品混凝土业务增长对收入形成一定支撑。2027—2028 年，随着数字物流业务降幅收窄，水泥及熟料、骨料和商品混凝土业务保持增长，公司营业收入逐步企稳，综合毛利率小幅改善。鉴于石墨资产受让事项仍处于意向阶段，本次盈利预测暂不考虑石墨业务并表影响。

费用率：2025 年公司销售/管理/研发费用率分别为 1.15%/4.87%/0.50%。假设，公司 2026—2028 年销售费用率分别为 1.62%/1.61%/1.60%，管理费用率分别为 6.55%/6.50%/6.40%，研发费用率分别为 0.19%/0.20%/0.21%。

税率：根据公司过往经营情况及模型假设，我们假设公司 2026—2028 年所得税率均为 20%。

归母净利润：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 1.11/1.14 和 1.18 亿元，同比增速分别为-35.99%、2.03%、4.15%。

表5: 公司收入分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
水泥及熟料					
营业收入（亿元）	24.85	24.52	23.84	25.81	25.83
YOY	-25.97%	-1.32%	-2.76%	5.61%	2.59%
毛利率	19.0%	21.6%	12.21%	12.31%	12.41%
骨料					
营业收入（亿元）	1.23	1.53	1.83	2.03	2.16
YOY	13.33%	24.11%	20.00%	10.92%	6.30%
毛利率	33.7%	43.2%	43.75%	43.80%	44.08%
商品混凝土					
营业收入（亿元）	3.74	2.93	3.14	3.48	3.68
YOY	3.17%	-21.67%	7.33%	10.72%	5.68%
毛利率	23.7%	18.5%	18.26%	18.36%	18.45%
数字物流					
营业收入（亿元）	56.09	22.20	8.88	7.55	7.17
YOY	-16.87%	-40.22%	-60%	-15%	-5%
毛利率	7.33%	13.56%	3.00%	3.50%	4.00%
数据中心					
营业收入（亿元）	0.25	0.27	0.28	0.29	0.31
YOY		12.05%	2.00%	4.00%	6.00%
毛利率	2.77%	27.62%	4.00%	3.50%	4.00%
其他业务					
营业收入（亿元）	0.38	0.28	0.06	0.04	0.03
YOY	-15.13%	-26.07%	-50%	-30%	-20%
毛利率	52%	71%	45%	45%	45%
合计					
总收入（亿元）	86.53	51.73	38.04	38.57	39.18
YOY	-16.87%	-40.22%	-26.48%	1.41%	1.58%
毛利率	7.33%	13.56%	12.07%	12.76%	13.15%
归母净利润（亿元）	2.41	1.82	1.11	1.14	1.18
YOY	-18.82%	-24.57%	-35.99%	2.03%	4.15%

数据来源：Wind，财通证券研究所

表6: 公司费用率情况

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.79%	1.15%	1.62%	1.61%	1.60%
管理费用率	2.86%	4.87%	6.55%	6.50%	6.40%
研发费用率	0.44%	0.50%	0.19%	0.20%	0.21%
所得税率	19.06%	16.31%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind，财通证券研究所

我们以公司主要业务为水泥业务以及未来拟注入的石墨业务为依据，找到与水泥行业相关的标的包括区域水泥龙头企业金隅冀东、塔牌集团和万年青，以及和石墨业务相关的贝特瑞、璞泰来和尚太科技。后续石墨业务若成功注入公司，公司营收将迎来新的增长极，并且石墨业务主体未来或直接和下游电池客户合作，相关订单迎来大幅增长，叠加产能释放和成本优势的持续凸显，公司营收和业绩有望大幅增长。

鉴于石墨资产受让事项仍处于意向阶段，后续仍存在不确定性，因此暂不考虑受让对公司业绩的影响。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 1.11/1.14 和 1.18 亿元，最新收盘价对应 PE 为 53/52/50 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表7: 可比公司估值表

代码	简称	总市值（亿元）	收盘价（元）	归母净利润（亿元）					PE				
				2024	2025	2026 E	2027E	2028E	2024	2025	2026 E	2027E	2028E
000401.SZ	金隅冀东	93	3.51	-9.91	2.19	-4.25	1.32	6.49	—	42	—	70	14
002233.SZ	塔牌集团	78	6.67	5.38	6.34	6.40	6.93	7.58	14	12	12	11	10
000789.SZ	万年青	33	4.09	0.13	0.29	0.32	0.58	0.96	254	114	103	57	34
行业估值	中位数								—	42	—	57	14
600449.SH	宁夏建材	59	12.42	2.41	1.82	1.11	1.14	1.18	24	32	53	52	50
920185.BJ	贝特瑞	221	19.4	9.30	8.75	10.54	15.21	18.40	24	25	21	15	12
603659.SH	璞泰来	446	20.8	11.91	23.59	33.04	43.62	53.95	37	19	13	10	8
001301.SZ	尚太科技	171	46.79	8.38	9.46	11.36	19.68	25.18	20	18	15	9	7
行业估值	中位数								24	19	15	10	8

注：宁夏建材为财通预测，其他可比公司预测数据为 2026 年 9 月 28 日 Wind 一致预期
数据来源：Wind、财通证券研究所

6 风险提示

需求不及预期风险。公司水泥产品需求高度依赖区域地产、基建投资，若房地产开发投资持续下行、重点基建项目推进不及预期，将直接造成水泥下游需求走弱，叠加蒙西熟料跨区域流入、区内电石渣产线灵活释放供给，加剧区域市场竞争，进而对公司产品销量、水泥售价及盈利水平形成压制。

错峰生产执行不及预期风险。公司经营高度依赖区域错峰生产政策落地，采暖季为行政强制停窑，非采暖季以行业自律错峰为主；若错峰执行力度弱化，叠加电石渣产线错峰置换、外部货源窜货，区域有效供给增加，会压制水泥价格，进而影响公司盈利修复节奏。

石墨资产注入进展不及预期风险。中建材石墨股权转让目前仅处于意向阶段，尚需审计评估、国资及上市公司内部审批，交易存在延期、方案调整甚至终止风险；若注入进度不及预期，公司新材料业务增量难以落地。同时资产完成交割后，也存在业务整合、下游客户认证推进不及预期的风险。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**8653.46**	**5173.32**	**3803.68**	**3857.35**	**3918.35**
减:营业成本	8019.24	4471.70	3344.69	3365.18	3403.21
营业税费	89.69	89.51	81.78	82.93	84.24
销售费用	68.54	59.39	61.54	62.10	62.69
管理费用	247.54	252.20	249.10	250.73	250.77
研发费用	37.87	25.93	7.33	7.84	8.06
财务费用	5.58	-5.40	-5.87	-6.38	-6.48
资产减值损失	-6.00	-141.29	-3.00	-3.00	-3.00
加:公允价值变动收益	**20.27**	**3.34**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	41.21	38.92	30.00	20.00	15.00
营业利润	**291.46**	**218.10**	**139.61**	**142.45**	**148.35**
加:营业外净收支	-5.61	-2.68	-1.97	-2.00	-2.03
利润总额	**285.85**	**215.43**	**137.64**	**140.45**	**146.33**
减:所得税	54.49	35.14	27.53	28.09	29.27
净利润	**241.42**	**182.11**	**111.23**	**113.50**	**118.25**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	887.43	3327.81	3366.26	3327.83	2959.08
交易性金融资产	2104.51	0.17	10.17	20.17	30.17
应收账款	1458.76	922.23	634.45	633.18	632.79
应收票据	106.73	106.31	95.09	97.51	100.14
预付账款	19.06	10.30	10.03	10.43	10.89
存货	249.02	197.19	148.65	158.91	170.16
其他流动资产	58.84	110.78	210.78	310.78	410.78
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	1.82	1.92	1.92	1.92	1.92
投资性房地产	49.74	48.16	48.16	48.16	48.16
固定资产	4093.68	3691.20	3390.12	3080.31	3123.50
在建工程	15.17	36.08	50.47	63.42	75.08
无形资产	641.50	639.68	629.18	616.93	602.93
其他非流动资产	1.32	0.14	0.24	0.24	0.24
资产总额	**10618.96**	**9792.57**	**9545.55**	**9579.24**	**9634.97**
短期债务	300.24	290.24	280.24	265.24	245.24
应付账款	1574.23	1043.78	891.92	878.69	888.61
应付票据	0.00	12.03	10.22	9.82	9.45
其他流动负债	9.89	38.10	40.10	42.10	44.10
长期借款	117.05	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**2963.86**	**2071.94**	**1757.13**	**1723.85**	**1709.82**
少数股东权益	**378.64**	**347.74**	**346.63**	**345.49**	**344.30**
股本	478.18	478.18	478.18	478.18	478.18
留存收益	4774.44	4856.13	4922.87	4990.97	5061.92
股东权益	**7655.10**	**7720.64**	**7788.42**	**7855.38**	**7925.14**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	241.42	182.11	111.23	113.50	118.25
加:折旧和摊销	369.78	325.41	351.36	363.43	413.55
资产减值准备	19.17	140.80	2.50	2.50	2.50
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	28.89	15.80	10.05	9.61	9.00
投资收益	-41.21	-38.92	-30.00	-20.00	-15.00
少数股东损益	-10.06	-1.83	-1.12	-1.14	-1.19
营运资金的变动	29.08	404.09	-47.17	-132.33	-110.56
经营活动产生现金流量	**634.56**	**993.16**	**392.71**	**337.57**	**418.58**
投资活动产生现金流量	**-467.37**	**2012.88**	**-289.94**	**-306.00**	**-711.03**
融资活动产生现金流量	**-255.50**	**-556.97**	**-54.32**	**-55.01**	**-56.30**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	-16.9%	-40.2%	-26.5%	1.4%	1.6%
营业利润增长率	-23.3%	-25.2%	-36.0%	2.0%	4.1%
净利润增长率	-18.8%	-24.6%	-38.9%	2.0%	4.2%
EBITDA 增长率	-10.4%	3.9%	-23.7%	3.0%	11.2%
EBIT 增长率	-27.8%	28.4%	-57.2%	1.7%	4.3%
NOPLAT 增长率	-31.6%	32.8%	-59.1%	1.7%	4.3%
投资资本增长率	-0.8%	-4.3%	0.7%	0.6%	0.6%
净资产增长率	1.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
利润率					
毛利率	7.3%	13.6%	12.1%	12.8%	13.1%
营业利润率	3.4%	4.2%	3.7%	3.7%	3.8%
净利润率	2.7%	3.5%	2.9%	2.9%	3.0%
EBITDA/营业收入	7.0%	12.2%	12.7%	12.9%	14.1%
EBIT/营业收入	2.8%	6.0%	3.5%	3.5%	3.6%
运营效率					
固定资产周转天数	175	271	335	302	285
流动营业资本周转天数	**85**	**73**	**4**	**23**	**44**
流动资产周转天数	230	354	453	451	446
应收账款周转天数	70	83	74	59	58
存货周转天数	12	18	19	16	17
总资产周转天数	455	710	915	892	883
投资资本周转天数	350	570	761	756	749
投资回报率					
ROE	3.3%	2.5%	1.5%	1.5%	1.6%
ROA	2.1%	1.8%	1.1%	1.2%	1.2%
ROIC	2.3%	3.2%	1.3%	1.3%	1.4%
费用率					
销售费用率	0.8%	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用率	2.9%	4.9%	6.5%	6.5%	6.4%
财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
三费/营业收入	3.7%	5.9%	8.0%	7.9%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	27.9%	21.2%	18.4%	18.0%	17.7%
负债权益比	38.7%	26.8%	22.6%	21.9%	21.6%
流动比率	2.04	2.63	3.11	3.30	3.24
速动比率	1.91	2.46	2.80	2.84	2.63
利息保障倍数	8.31	19.51	13.11	13.95	15.54
分红指标					
DPS(元)	0.21	0.16	0.09	0.09	0.10
分红比率	0.42	0.42	0.40	0.40	0.40
股息收益率	1.4%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.50	0.38	0.23	0.24	0.25
BVPS(元)	15.22	15.42	15.56	15.71	15.85
PE(X)	30.0	32.5	53.4	52.3	50.2
PB(X)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
P/FCF					
P/S	0.8	1.1	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	11.5	4.5	5.9	5.8	5.8
CAGR(%)					
PEG	—	—	—	25.6	12.0
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 28 日收盘价计算）

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。
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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。