下载日志已记录，仅供内部参考

公司评级	增持（首次）
报告日期	2026 年 10 月 11 日

基础数据

10 月 09 日收盘价（元）	13.21
总市值（亿元）	369.72
总股本（亿股）	27.99

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：史一粟
S0190523110001
shiyisu@xyzq.com.cn

分析师：蔡屹
S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：李怡然
S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇
S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

鄂尔多斯(600295.SH)

轻重双主业布局分红强劲，电冶化工降本增效具备弹性

投资要点：

服装+电冶化工双主业布局，2025 年归母净利润重回增长。鄂尔多斯自 1980 年长期深耕羊绒产业，2003 年围绕矿产资源开发—电—电冶及化工打造第二主业，重点推动一体化及精细运营。2025 年 8 月，公司硅基合金创新工厂作为一体化标杆项目顺利投产；同年公司电冶化工板块优势集中显现，板块毛利率同比提升 4.29pct 至 18.48%，助力 2025 年公司归母净利润同比+27.9%至 23.63 亿元。2026 年 H1，公司实现归母净利润 14.16 亿元，同比+43.19%，经营优势进一步放大。我们认为公司两大主业未来均存亮点：

- **电冶化工：煤电一体化和资源高效转化构筑自身成本护城河，同时产品价格具备看涨期权。**一方面，公司在精益运营下通过资源循环利用和产业链延伸进一步降低主要产品单位成本，以硅铁为例，2021-2025 年公司硅铁单吨成本从 5933 元/吨下降至 4681 元/吨。另一方面，公司权益煤炭产量约 1000 万吨/年，产量与自身发电用煤炭需求基本匹配；而电力成本均占硅铁、电石等核心产品生产成本的 50%及以上，自备电力为公司产品带来显著成本节约，且后续电力新能源化后可进一步降低。我们判断，尽管硅铁与氯碱化工产品供需宽松格局短期或难以扭转，但随着电力供需改善及电力市场化改革推动，电价企稳将为电冶化工产品价格提供底部支撑，且或将推动硅铁价格进一步向上。2026 年硅铁价格中枢已连续三个季度实现上涨，公司具备成本优势的同时产品价格具备看涨期权。
- **服装业务品牌价值逐步凸显，持续维持高毛利能力。**公司服装业务依托于优质羊绒资源和持续抬升的品牌价值，近年已构筑起多品牌矩阵精准覆盖不同消费群体，并通过技术改进等生产四季服装拓宽羊绒应用边界。同时公司在拓展产品品类的同时并没有牺牲盈利水平，反而依托全产业链优势和品牌价值持续体现使得 2022 年后公司服装业务毛利率持续抬升，至 2025 年已达 59.80%。

控股股东及一致行动人持股比例 72.84%，连续 3 年维持 70%以上高比例派息。公司现金创造能力强且净现金流已转正。2026H1，公司资产负债率仅有 43.60%，财务费用率 0.17%，货币资金 70.43 亿元。公司控股股东及一致行动人合计持有公司 72.84%股份，大股东分红意愿较强，公司 2023-2025 连续三年维持 70%以上派息比例，股息率回报均在 5%以上。

首次覆盖，给予“增持”评级。当前公司可定义为拥有坚实利润壁垒的一体化公司，行业产品价格存在潜在上行可能，同时兼具分红能力。预测公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 30.31 亿/31.91 亿/35.07 亿元，分别同比+28.3%/+5.3%/+9.9%，分别对应 2026 年 10 月 9 日收盘价的 PE 估值为 12.2x/11.6x/10.5x。

风险提示：宏观环境变化风险，政策风险，产品价格风险，成本波动风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	25741	27345	29164	31070
同比增长	-9.4%	6.2%	6.6%	6.5%
归母净利润（百万元）	2363	3031	3191	3507
同比增长	27.9%	28.3%	5.3%	9.9%
毛利率	25.3%	26.2%	25.8%	26.0%
ROE	10.8%	13.5%	13.8%	14.8%
每股收益（元）	0.84	1.08	1.14	1.25
市盈率	15.6	12.2	11.6	10.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 鄂尔多斯：服装+电冶化工双轮驱动，近年维持高派息比例.....4
（一） 鄂尔多斯：服装+电冶化工双主业布局，股权结构及管理层稳定.....4
（二） 财务分析：电冶业务条线周期波动下，现金流仍保持韧性.....5
（三） 分红派息：2023-2025 年度连续高比例派息，股东回报持续强化.....10
二、 电冶化工业务：煤电一体化与资源高效转化构筑成本护城河，行业成本上行或将支撑产品价格.....11
（一） 核心阿尔法来源：煤电一体化+单位成本下降共同构筑成本壁垒.....11
（二） 硅铁与氯碱化工行业：供需宽松格局短期难以扭转，成本端提供底部支撑.....18
三、 服装业务：全产业链与品牌价值构筑核心壁垒，持续维持高毛利率.....24
四、 盈利预测与投资建议.....27
五、 风险提示.....30

图目录

图 1、 鄂尔多斯发展历程.....4
图 2、 鄂尔多斯股权结构图（截至 2026 年中报）.....5
图 3、 受周期影响公司营收波动较大.....6
图 4、 2025 年公司归母净利润重新进入增长区间.....6
图 5、 对联营企业和合营企业的投资收益成为公司归母净利润的重要来源.....6
图 6、 公司主要产品毛利率在 2025 年实现改善.....7
图 7、 公司营业成本 2023-2025 年实现连续压降.....7
图 8、 公司毛利润各业务板块占比.....7
图 9、 公司毛利润各业务板块贡献（亿元）.....7
图 10、 服装板块持续保持较高毛利率.....8
图 11、 公司盈利水平受产品周期影响较大.....8
图 12、 公司经营性净现金流保持韧性（亿元）.....8
图 13、 截至 26H1 公司在手现金保持充沛.....8
图 14、 公司资产负债率水平呈下降趋势.....9
图 15、 公司财务费用率下降明显.....9
图 16、 公司过往年份存在一定体量的信用减值及资产减值损失.....10
图 17、 公司股东回报持续强化.....10
图 18、 鄂尔多斯电力冶金集团循环经济产业链示意图.....11
图 19、 鄂尔多斯核心优势来源于高度一体化带来的成本优势.....12
图 20、 2021-2025 年鄂尔多斯硅铁单吨成本及单吨其他成本变化（元/吨）.....13
图 21、 公司自有煤炭与联营煤炭共同构成全产业链的稳定器.....14
图 22、 公司硅铁生产工艺流程图.....14
图 23、 公司 2025 年硅铁产量占全国产量比重超过 30%.....15
图 24、 公司硅铁业务单吨成本持续下降.....15
图 25、 2025 年公司硅铁业务毛利率实现回升.....15
图 26、 公司 PVC、电石、尿素生产工艺流程图.....16
图 27、 2022-2025 年公司电石单吨成本实现下降&毛利率修复.....17
图 28、 2022-2025 年公司 PVC 单吨成本持续下降&毛利率修复.....17

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29、 2022-2025 年公司烧碱单吨成本持续下降&毛利率修复 17
图 30、 公司自主研发全球首套电石法无汞 PVC 工业化生产技术 17
图 31、 2010-2025 年我国粗钢生产量及增速.....19
图 32、 2010-2025 年我国镁锭生产量及增速.....19
图 33、 2021 年初至今内蒙古硅铁出厂价格变化.....19
图 34、 硅铁生产成本构成：电力占绝对主导.....20
图 35、 我国电量平衡测算表.....21
图 36、 2024-2025 年各省非水消纳责任权重与高耗能产业绿电消费比例情况 22
图 37、 2026 年初至今硅铁价格已上涨 10.04%.....22
图 38、 硅铁成本端兰炭价格 2026 年内大幅上涨.....22
图 39、 国内 PVC 需求持续小于当月产量.....23
图 40、 进入 2026 年 PVC 开工率整体走低 23
图 41、 PVC 市场价格中枢不断下移.....23
图 42、 烧碱价格中枢呈下降趋势.....23
图 43、 电石价格中枢呈现持续走低趋势（元/吨）.....24
图 44、 世界羊绒主产地分布.....25
图 45、 鄂尔多斯品牌价值不断提升.....25
图 46、 公司建立起多品牌矩阵 25
图 47、 2024 年鄂尔多斯春夏时装秀在上海举办，着力拓宽羊绒应用边界 .26
图 48、 公司门店近年逐步转为以直营及控股门店为主，强化品牌价值.....27
图 49、 公司服装业务毛利率近年以来持续抬升 27
图 50、 2025 年公司服装计算均价超 1000 元/件.....27
图 51、 鄂尔多斯 PE-Band.....29
图 52、 鄂尔多斯 PB-Band.....29
图 53、 公司净现金流逐年改善（亿元）.....30
图 54、 公司历年分红政策下股息率具备吸引力 30

表目录

表 1、 公司董事会及高管成员构成 5
表 2、 国家层面对于高耗能行业节能减排做出明确要求.....18
表 3、 公司核心产品及整体盈利预测结果（百万元）.....28

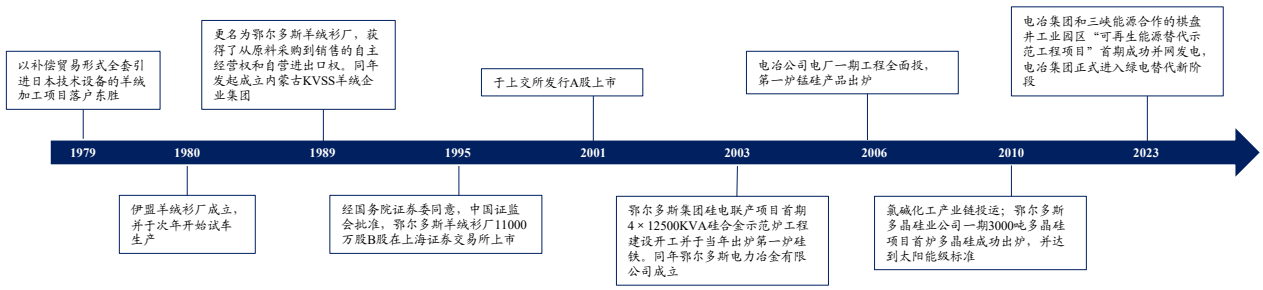
下载日志已记录，仅供内部参考

一、鄂尔多斯：服装+电冶化工双轮驱动，近年维持高派息比例

（一）鄂尔多斯：服装+电冶化工双主业布局，股权结构及管理层稳定

公司前身为伊克昭盟羊绒衫厂，现已形成服装+电冶化工双主业布局。公司全名为内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司，前身为 1980 年成立的伊克昭盟羊绒衫厂，依托鄂尔多斯当地优质白绒山羊资源进行羊绒制品深加工，并借助改革开放红利逐步完成从单一纺织制造企业向综合产业集团升级。公司于 1995 年以募集 B 股方式设立、2001 年发行 A 股上市。2003 年，公司成立电冶公司着手打造循环经济产业，依托鄂托克旗棋盘井园区丰富的煤炭、硅石、石灰石资源，逐步打造了“矿产资源开发—电—硅系合金”和“矿产资源开发—电—氯碱化工”两大循环生产线。公司现已成长为全球最大的羊绒类服装生产和销售企业，并在电力冶金化工板块建立了一体化优势。

图1、鄂尔多斯发展历程

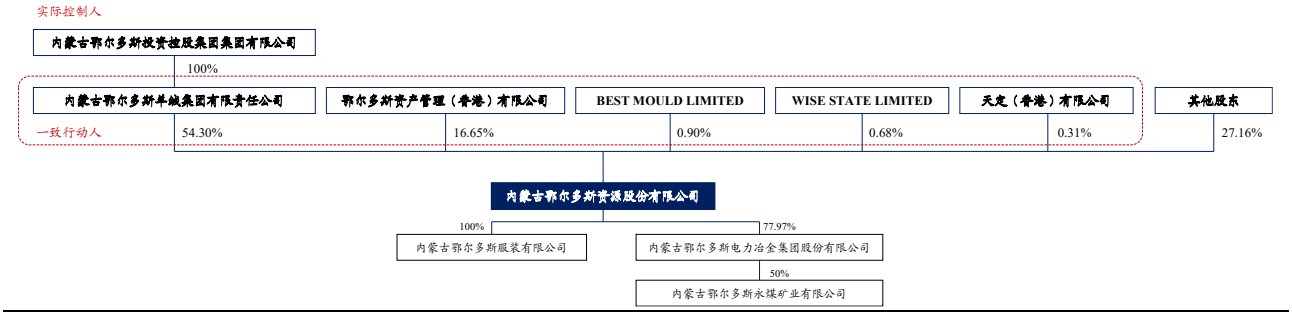


数据来源：鄂尔多斯公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司控股股东为鄂尔多斯羊绒集团，股权整体保持高度集中。截至 2026 年半年报，内蒙古鄂尔多斯羊绒集团直接持有公司 54.30%的股份、为公司控股股东，内蒙古鄂尔多斯投资控股集团持有羊绒集团 100%股权、为公司实际控制人，其中内蒙古鄂尔多斯投资控股集团由王林祥等 5 个自然人受职工委托持股。此外，根据公司于 2024 年 10 月 1 日公告的《关于补充确认控股股东一致行动人的公告》，天定（香港）有限公司、BEST MOULD LIMITED 和 WISE STATE LIMITED 被补充确认、与鄂尔多斯资产管理（香港）有限公司同为控股股东的一致行动人。截至 2026 年半年报，控股股东及一致行动人合计持有公司 72.84%股份，其余 16.29%为 A 股流通股、10.87%为 B 股流通股，股权整体保持高度集中。

下载日志已记录，仅供内部参考

图2、鄂尔多斯股权结构图（截至 2026 年中报）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

新一代管理层已稳定任职，业务组织端通过事业部化实现“战略统一、运营分治”。2014 年公司首任董事长王林祥先生离任后由张奕龄先生接任，之后王臻女士于 2015 年成为公司董事长、现已连续任职 11 年。王臻女士于 2006 进入公司，曾任公司总经理、服装公司核心经营管理岗位，具备丰富的一线运营管理经验。高管方面，总经理张磊先生来自服装营销体系，副总经理王鹏先生和鲁卫东先生来自电冶化工板块，高度匹配公司双轮驱动业务布局。据公司《投资者关系活动记录表（2026 年 1 月 30 日）》，公司业务按照事业部制划分，两大业务板块分别配置独立的采购、生产、销售专业团队，支撑各业务线自主高效推进。公司通过将两大主业事业部化实现“战略统一，运营分治”。

表1、公司董事会及高管成员构成

姓名	职务	主要经历	年龄	持股数量
董事会（不含职工与独立董事）				
王臻	董事长	曾任公司总经理及服装业务核心管理岗位	46	255.38
张晓慧	董事	曾任下属公司核心管理岗位	62	1.35
郭升	董事	曾任集团及下属公司财务条线核心岗位	52	0.00
王鹏	董事	曾任电冶业务条线核心管理岗位	54	1.00
张磊	董事	曾任服装营销核心管理岗位	51	12.92
高级管理人员				
张磊	总经理	曾任服装营销核心管理岗位	51	12.92
王鹏	副总经理	曾任电冶业务条线核心管理岗位	54	1.00
鲁卫东	副总经理	曾任电冶业务条线核心管理岗位	61	0.00
刘建国	财务总监	曾在服装及电冶业务担任核心管理岗位	60	0.00
郭升	董事会秘书	曾任集团及下属公司财务条线核心岗位	52	0.00

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：持股数量单位为万股，数据截至 2026H1

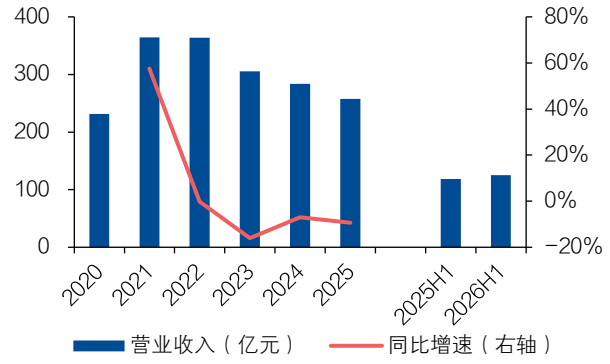
（二）财务分析：电冶业务条线周期波动下，现金流仍保持韧性

公司营收主要来自羊绒服装与电冶化工业务，同时参股公司贡献投资收益。公司在服装产业领域已依托内蒙古当地优质羊绒资源构建起从牧场到终端零售的全产

下载日志已记录，仅供内部参考

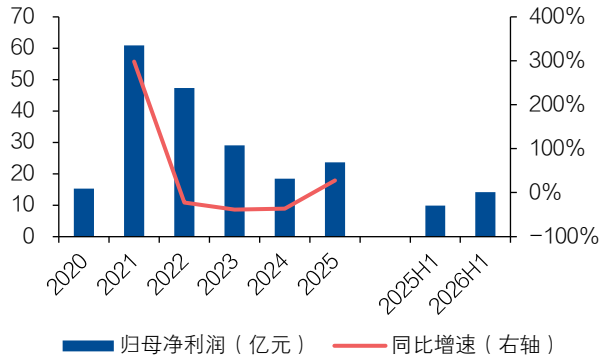
业链体系，并在电力冶金化工领域依托鄂尔多斯当地丰富的矿产资源打造循环经济产业园，故公司营收及毛利润主要来自服装业务和电力冶金化工业务。同时公司通过子公司电冶集团参股永煤矿业 50%股权，确认投资收益，成为公司归母净利润的重要来源。受电冶业务周期波动影响，公司近年营收及归母净利润波动较大，2025 年因主要产品及公司毛利率大幅增长提振，归母净利润重新进入增长区间，同比+27.9%至 23.63 亿元。

图3、受周期影响公司营收波动较大



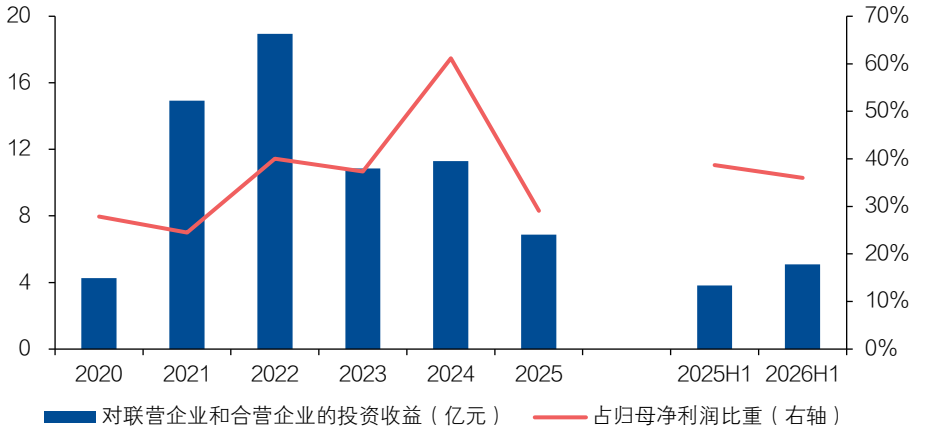
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2025 年公司归母净利润重新进入增长区间



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

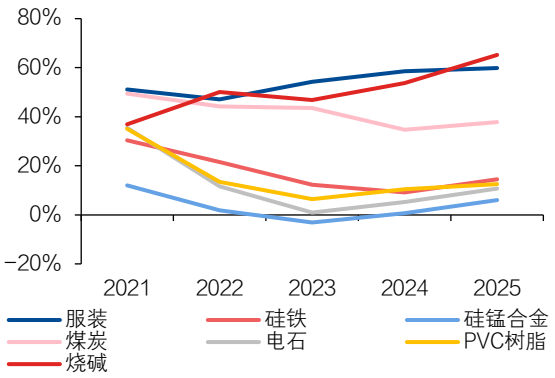
图5、对联营企业和合营企业的投资收益成为公司归母净利润的重要来源



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

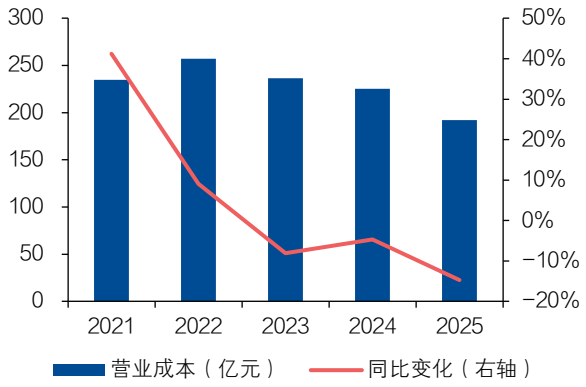
下载日志已记录，仅供内部参考

图6、公司主要产品毛利率在 2025 年实现改善



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

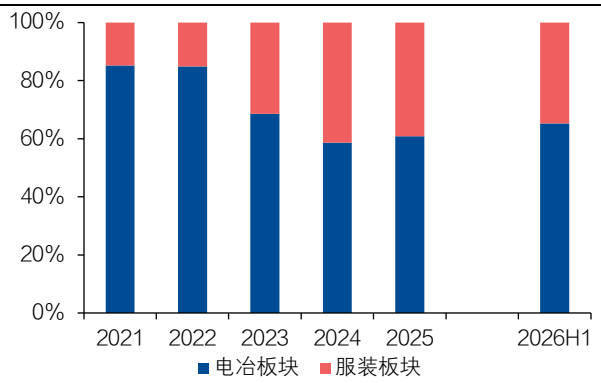
图7、公司营业成本 2023-2025 年实现连续压降



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

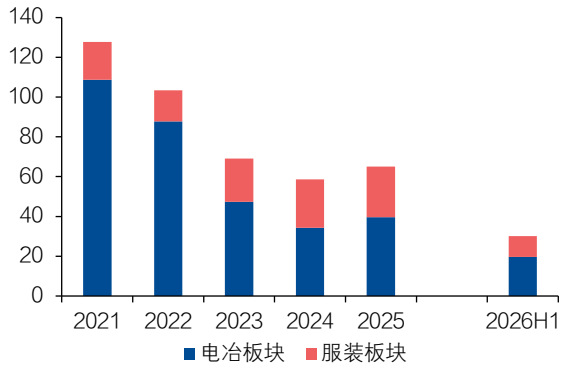
分业务板块来看，电冶板块毛利润贡献波动较大，服装近年成为提供稳定增长的业务板块。公司电冶板块主要产品包括硅铁、PVC 树脂、煤炭、硅锰合金、电石、烧碱、多晶硅等，受行业周期影响产品价格及实现利润水平波动较大，电冶板块整体毛利润贡献从 2021 年的 108.78 亿元下降至 2025 年的 39.67 亿元，毛利率由 33.60%下降至 18.48%。服装业务方面持续保持高毛利率水平，2021-2025 年毛利润贡献由 18.85 亿元上升至 25.47 亿元，2025 年毛利率高达 59.80%。

图8、公司毛利润各业务板块占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

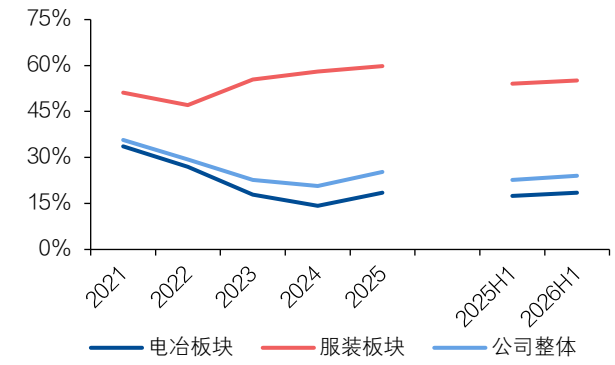
图9、公司毛利润各业务板块贡献（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

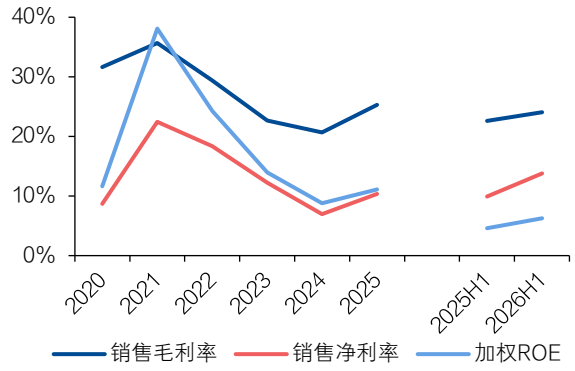
下载日志已记录，仅供内部参考

图10、服装板块持续保持较高毛利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

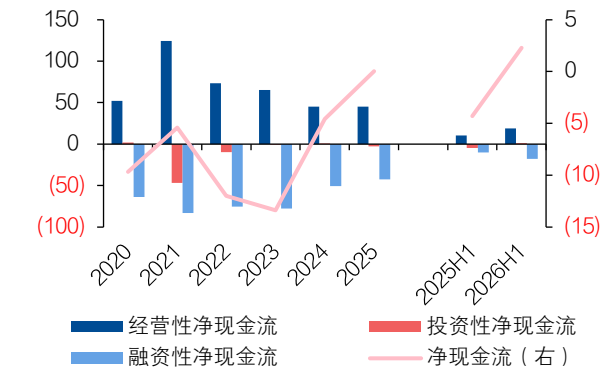
图11、公司盈利水平受产品周期影响较大



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

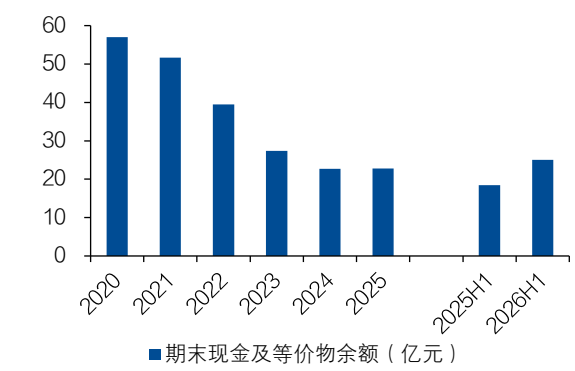
周期下行阶段现金流仍有韧性，报表质量显著改善。2022 年以来硅铁、PVC 等产品价格从高位回落，公司利润水平逐步回归，显示公司盈利能力对周期品价格中枢具有较高敏感性。但在周期品价格下行阶段，公司仍保持了充裕的现金流创造属性：2023-2025 年公司经营性净现金流分别为 65.09 亿/45.15 亿/45.18 亿元，2026 年上半年为 18.75 亿元，同比+81.33%，充分展现服装业务托底及电冶板块长期进行效率升级带来的稳定经营优势。2020-2025 年，除 2021 年因收购永煤矿业股权投资性净现金流流出 46.90 亿元以外，其余年份公司投资性净现金流已维持低位，公司已从高资本开支驱动增长进入存量优化时代。反映在报表质量上，公司资产负债率已从 2020 年的 61.00%下降至 2025 年的 41.67%，截至 2026 年 H1 期末现金及等价物余额 25.01 亿元。周期属性之外，公司通过服装业务与一体化低成本优势的电冶业务建立了现金流护城河。

图12、公司经营性净现金流保持韧性（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

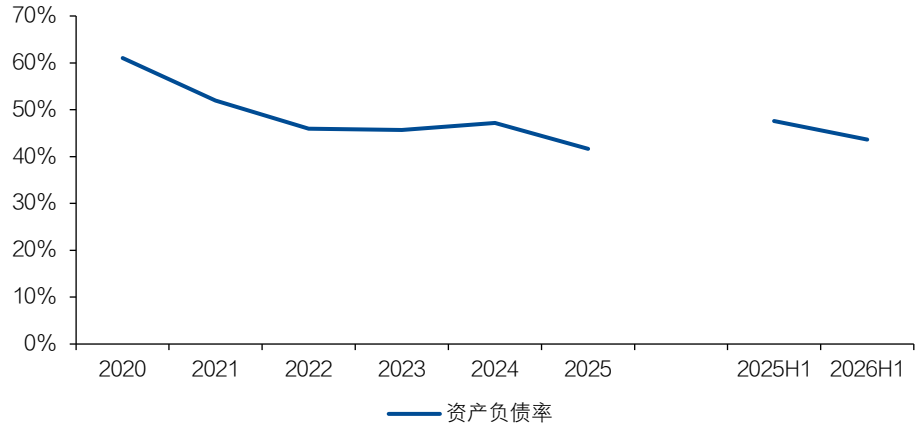
图13、截至 26H1 公司在手现金保持充沛



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

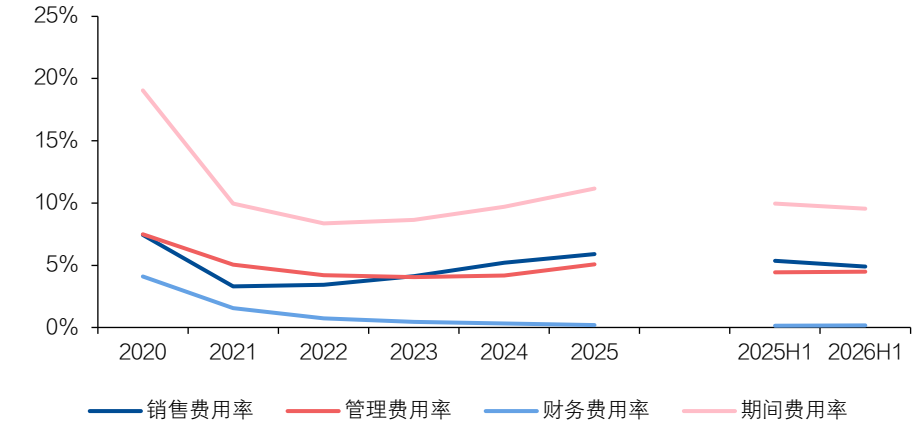
图14、公司资产负债率水平呈下降趋势



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资产负债率的下降同时带来财务费用率大幅下降，销售&管理费用率有所上升。伴随公司资产负债率、公司贷款规模的持续下降及利率的下降，公司财务费用由 2020 年的 9.52 亿元下降至 2025 年的 0.53 亿元，财务费用率由 4.11%下降至 0.21%。管理费用及销售费用近年呈上升趋势，2025 年公司管理费用率和销售费用率分别为 5.07%和 5.89%，期间费用率为 11.17%。

图15、公司财务费用率下降明显



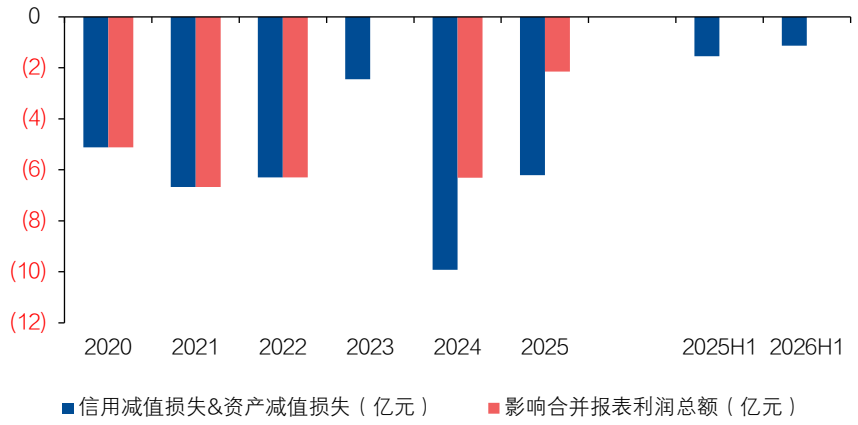
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司计提信用减值损失及资产减值损失数额拖累整体业绩水平，2025 年影响已减小。据公司过往年份《关于计提信用减值损失和资产减值损失的公告》，公司各年度会对应收账款及其他应收款坏账计提信用减值损失，对固定资产、在建工程、存货跌价及合同履约成本、预付账款计提资产减值损失，并将对应的存货转销金额计入当期损益。2025 年公司计提值损失&资产减值损失合计 6.22 亿元，但考虑

下载日志已记录，仅供内部参考

到存货转销金额后对合并报表净利润的影响为减少 2.15 亿元，相较于过往年份有所减小。

图16、公司过往年份存在一定体量的信用减值及资产减值损失

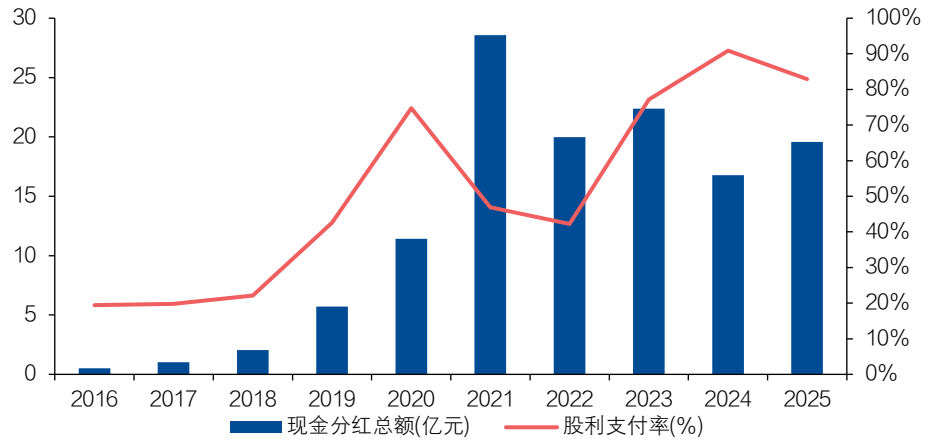


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2023 年度影响合并报表利润总额数据缺失

（三）分红派息：2023-2025 年度连续高比例派息，股东回报持续强化

公司 2023-2025 年度分红率保持在 70%以上，2021 年以来股东回报持续强化。公司自 2001 年 A 股上市以来每年分红，截至 2025 年度已累计现金分红 145.44 亿元。2021 年后，伴随公司资本开支的收缩与资产负债率的下降，公司经营所产生的现金流更易转化为分红，2023-2025 年度分红率分别为 77.11%/90.92%/82.92%，持续高比例回报股东。同时考虑到公司已处于资本开支下行、资产负债率改善、经营现金流稳定的阶段，高分红属性具备一定持续性基础。

图17、公司股东回报持续强化



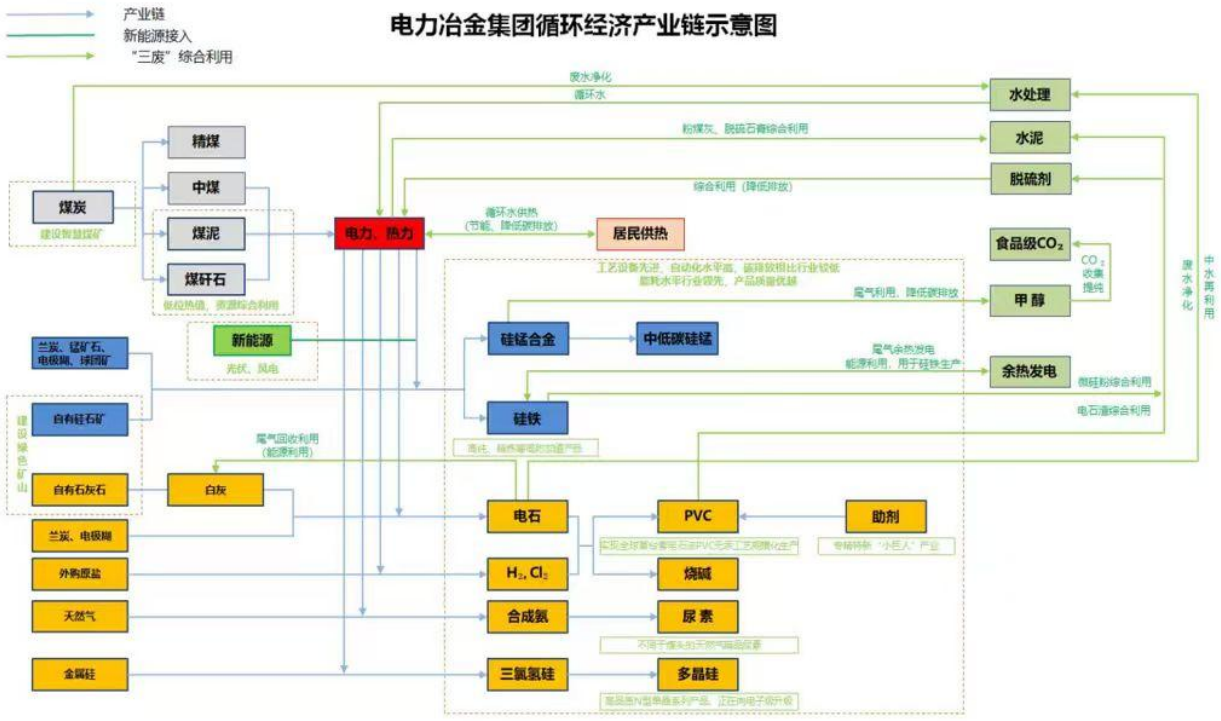
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

二、电冶化工业务：煤电一体化与资源高效转化构筑成本护城河，行业成本上行或将支撑产品价格

鄂尔多斯电力冶金化工板块的核心阿尔法来自于煤电一体化布局和资源高效转化的成本优势。公司在电力冶金化工板块的主要产品包含硅铁、硅锰、电石、PVC、烧碱及多晶硅等，表面种类繁多，其实均建立在“煤炭资源-自备电力-下游产品”纵横交织的一体化循环经济体系内。据公司公告，公司在电力冶金化工板块构建了“矿产资源开发-清洁能源供应（火电+新能源）-绿色低碳冶金化工”循环经济产业链，实现“资源-产品-再生资源”可持续循环，即将煤炭、电力、矿石等关键要素资源内生化，显著压低终端产品的单位成本，并通过余热、尾气、废渣等的循环利用把传统重化工的副产物转为新的成本红利和环保优势，从而在行业中建立起低成本+绿色低碳的核心优势，在行业景气低位时仍能维持盈利韧性。

图18、鄂尔多斯电力冶金集团循环经济产业链示意图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）核心阿尔法来源：煤电一体化+单位成本下降共同构筑成本壁垒

梳理公司核心资源：自有矿产和自备电力形成煤电一体化，构成第一道成本护城河。公司自 2003 年在棋盘井建设循环经济产业园以来已形成“矿产资源开发-电-硅系合金”和“矿产资源开发-电-氯碱化工”两条生产主线。展开来看，公司在上游通过开采煤炭、硅石、石灰石、盐等资源保障原料供给，中游自备电力作为

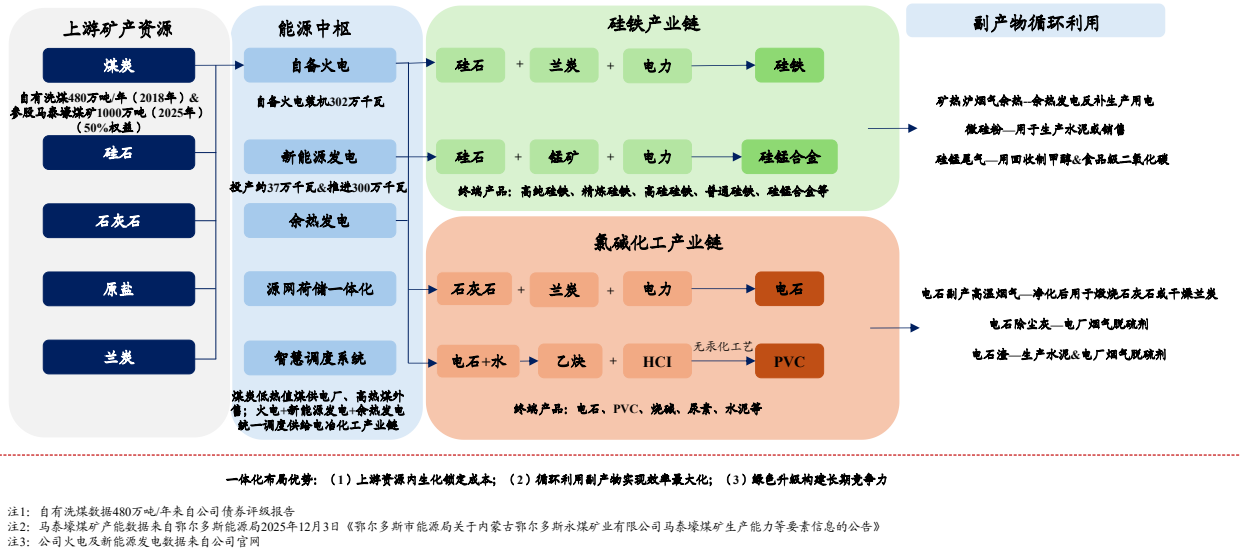
下载日志已记录，仅供内部参考

能源中枢，下游围绕硅铁、硅锰、电石、PVC、烧碱、化肥、水泥等形成产业共生体系。

公司成本优势首先来自于上游煤炭和电力的内生化。

- 煤炭资源的内生化与合理分配：据公司债券评级报告，截至 2018 年底公司拥有煤炭储量 2.05 亿吨，可采储量 1.01 亿吨，煤种为低硫原煤，公司具有洗煤能力 480 万吨；公司参股的马泰壕煤矿约 1000 万吨产能（公司权益 500 万吨）。公司将自有煤矿洗选出来的精煤对外销售，联营煤矿的高热值动力煤、化工煤可根据市场情况对外销售或供给公司。而公司电力机组主要使用低热值煤，年均煤炭需求约 1100-1200 万吨。公司将高附加值精煤与优质动力煤优先外销或贡献投资收益，低热值电煤支撑自备电体系，最终再把电力成本优势传导到硅铁、电石、PVC 等高耗能产品上。
- 电力的内生化与绿色低碳转型：公司电厂处于孤网运行，自备火电装机约 3020MW 和新能源机组约 400MW，合计年均发电量 200 亿度，电厂统一调度。

图19、鄂尔多斯核心优势来源于高度一体化带来的成本优势



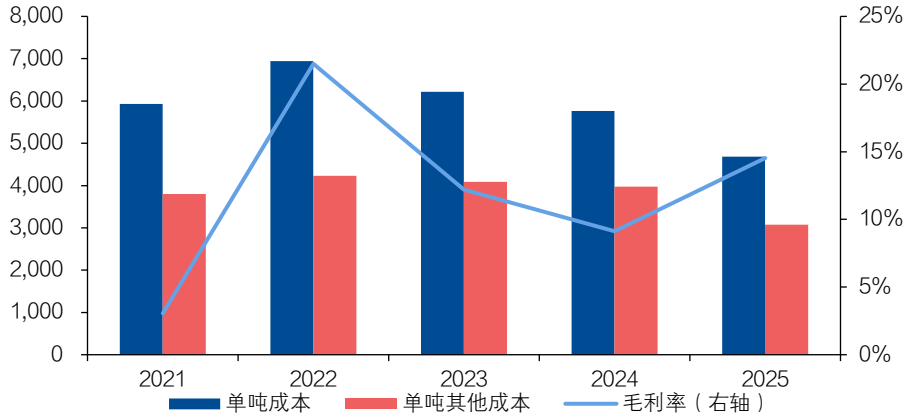
注1：自有洗煤数据480万吨/年来自公司债券评级报告
注2：马泰壕煤矿产能数据来自鄂尔多斯能源局2025年12月3日《鄂尔多斯市能源局关于内蒙古鄂尔多斯永煤矿业有限公司马泰壕煤矿生产能力等要素信息的公告》
注3：公司火电及新能源发电数据来自公司官网

数据来源：公司债券评级报告，鄂尔多斯市能源局，公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理绘制

公司煤炭产量与消耗量基本锁定形成固定成本，煤电一体化为公司电冶化工产品带来显著成本优势。硅铁产品平均电耗为 8000 度左右，电力成本主导硅铁生产成本。按公司年报披露计算，公司 2025 年度计算硅铁单位其他成本（不包含原料）仅 3074 元/吨，自 2022 年起连续下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

图20、2021-2025 年鄂尔多斯硅铁单吨成本及单吨其他成本变化（元/吨）

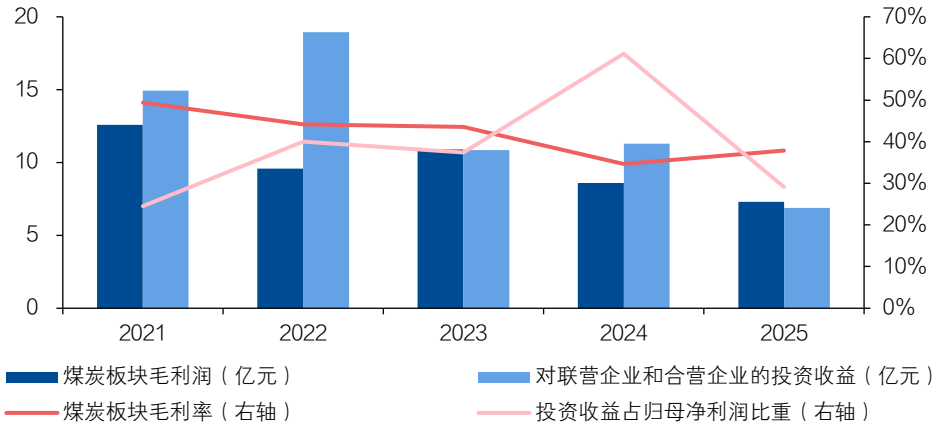


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：成本数据根据公司公告测算得出

同时自有及联营公司的煤炭可共同视作公司全产业链的成本稳定器，潜在支撑公司各业务利润释放稳定。公司煤炭业务的特殊性来自于：（1）自有煤矿主要生产焦煤、可采选精煤，联营公司煤矿产出高热值动力煤和化工煤；（2）公司电力机组主要使用低热值煤。故从经营角度看，公司煤炭业务本质上形成煤种价值最大化分配，通过对外销售高价值量的精煤和高卡煤获得利润，使用和采购低热值煤支撑电厂运行，并同时提供额外利润来源。而电厂运行又为下游产品带来显著成本优势。故公司煤炭板块的利润来源于自有煤矿洗选利润+联营煤矿投资收益+对其他产品成本的间接支持。而在煤价上升周期，一方面公司外购电煤成本增加，另一方面增厚公司自有煤矿和联营煤矿的利润，形成有效对冲。从公司煤炭业务单吨成本来看，2021 年/2025 年单吨煤炭成本分别为 765.72 元/吨和 531.12 元/吨，波动较大来源于外购原煤价格变动后带来的洗选后精煤营业成本变动，但同时也可说明公司可以通过煤种分流、外售和内部配煤进行动态调整，煤炭波动对整体利润的冲击被显著削弱。2021-2025 年，公司煤炭业务的毛利润贡献与联营公司投资收益并不同向变动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图21、公司自有煤炭与联营煤炭共同构成全产业链的稳定器



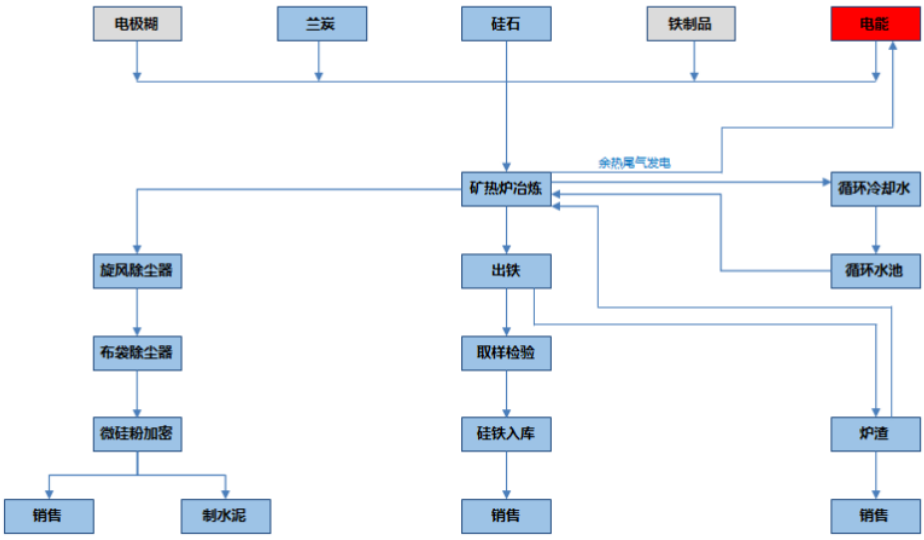
数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的第二道成本护城河来自于产品精益运营铸就形成持续下降的产品单位成本优势：

（1）硅铁：通过循环利用与产业链延伸持续降低生产成本

公司 2025 年硅铁产量占全国产量的 30%。据 iFind，2025 年全国硅铁产量 541.59 万吨；据公司年报 2025 年公司硅铁产量 162.55 万吨，公司硅铁市占率达 30.01%。

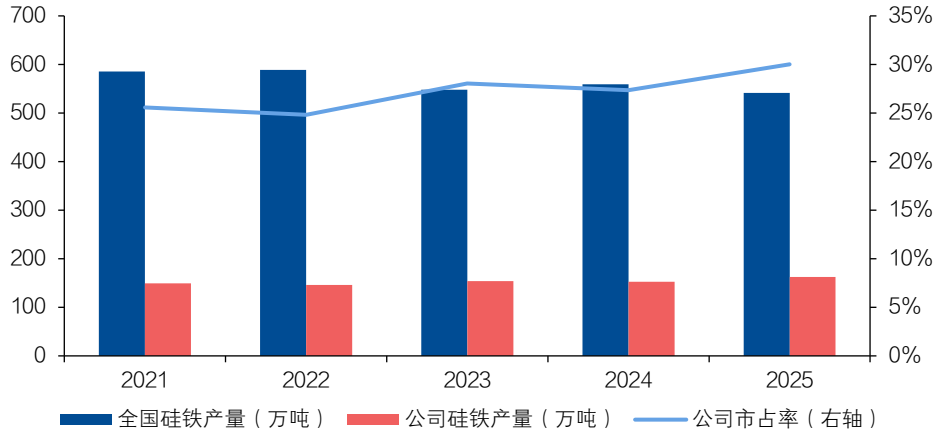
图22、公司硅铁生产工艺流程图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

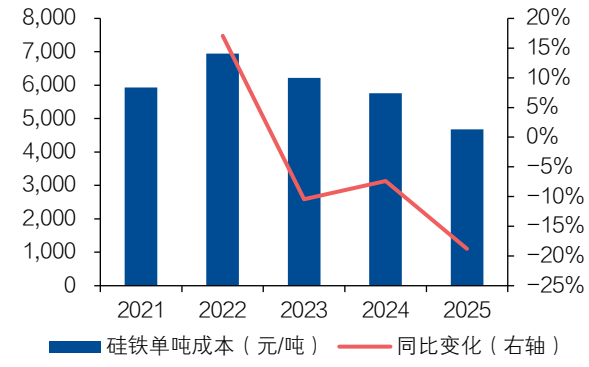
图23、公司 2025 年硅铁产量占全国产量比重超过 30%



数据来源：iFind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

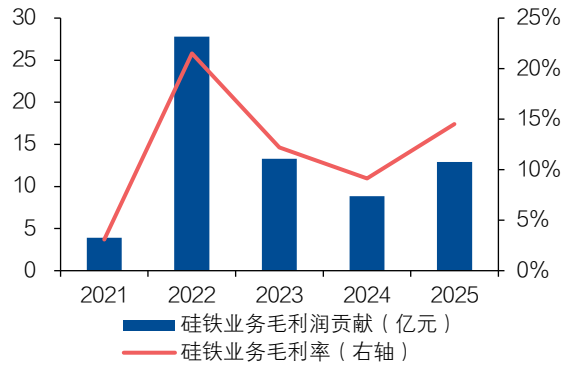
2021-2025 年，公司硅铁业务单吨成本从 5933.41 元下降至 4681.06 元，2025 年硅铁业务毛利率同比提升 5.40pct 至 14.52%，**在硅铁价格整体偏弱背景下实现毛利率逆势上升。**2021-2025 年，公司硅铁产量整体保持稳定，经营重心逐步转向“存量优化”：2025 年 5 月公司硅基合金创新工厂完成全面验收，同时实施矿热炉烟气余热发电、微硅粉资源化利用、硅锰尾气制取甲醇及食品级二氧化碳等循环利用与产业链延伸项目达成资源价值最大化。公司硅铁业务一方面在硅铁价格偏弱背景下相较行业仍保持竞争优势，另一方面也将在硅铁价格上行时保留充分利润弹性。

图24、公司硅铁业务单吨成本持续下降



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：成本数据根据公司公告测算得出

图25、2025 年公司硅铁业务毛利率实现回升



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

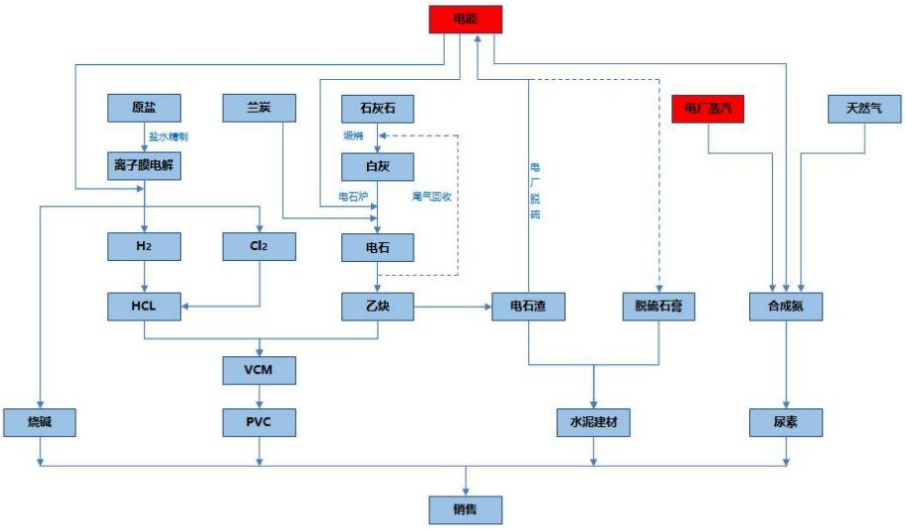
（2）氯碱化工：通过资源高效循环利用形成成本竞争优势

公司在氯碱化工产业链打造一体化产线，生产电石、PVC、烧碱等核心产品同时实现副产物进一步利用。公司氯碱产业链以石灰石、兰炭、天然气等为原料，

下载日志已记录，仅供内部参考

产出电石、PVC、烧碱等核心产品，并将副产物如电石废渣等用于水泥、脱硫剂生产，形成氯碱化工“石灰石-电石-PVC/水泥”纵向一体化产业链。据公司年报，公司通过电石副产的富含 CO 高温烟气净化后用于石灰石煅烧与兰炭烘干，电石除尘灰、电石渣分别用于电厂烟气脱硫及水泥生产，实现资源高效循环利用。本质上公司构建氯碱化工产业链的思路与硅铁产业链相同，均通过上游资源如煤炭、电能和石灰石等锁定成本，再通过多种副产物循环利用提升整体利用效能。

图26、公司 PVC、电石、尿素生产工艺流程图

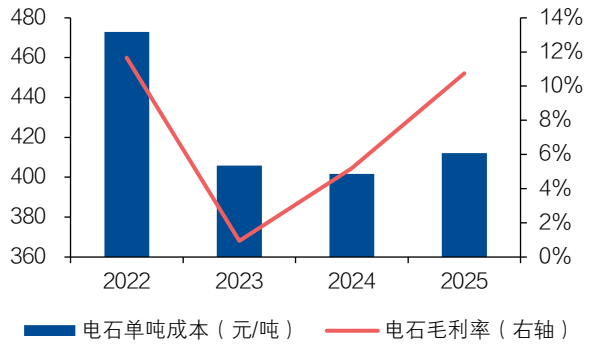


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司氯碱化工主要产品均实现毛利率提升和单位成本压降。公司一体化优势显著，在氯碱化工行业整体价格承压背景下 2025 年电石、PVC 和烧碱均实现毛利率的提升，且各产品单位成本均实现压降：2022-2025 年，公司单吨电石成本从 472.86 元下降至 412.09 元，单吨 PVC 成本从 5708.34 元下降至 3782.95 元，单吨烧碱成本从 1558.99 元下降至 914.43 元。此外，公司自主研发建设全球首个电石法 PVC 绿色无汞化生产示范工厂，当前无汞化 PVC 产能约 40 万吨，工厂投产以来在催化剂寿命延长、降损和高效余热利用上持续突破，催化剂使用寿命已由设计值 8000 小时提升至 1.85 万小时以上。未来 PVC 行业竞争的门槛正逐步转向无汞化、低碳化，无汞化技术将直接提升公司氯碱业务的可持续竞争力。

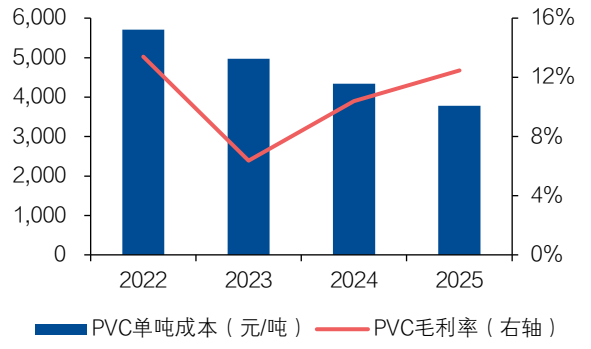
下载日志已记录，仅供内部参考

图27、2022-2025 年公司电石单吨成本实现下降&毛利率修复



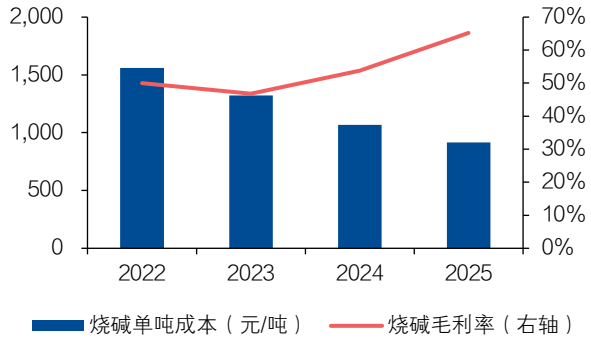
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：成本数据根据公司公告测算得出

图28、2022-2025 年公司 PVC 单吨成本持续下降&毛利率修复



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：成本数据根据公司公告测算得出

图29、2022-2025 年公司烧碱单吨成本持续下降&毛利率修复



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：成本数据根据公司公告测算得出

图30、公司自主研发全球首套电石法无汞 PVC 工业化生产技术



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

除煤电一体化和产品精细化运营构筑成本护城河外，公司还整体向绿色低碳转型来打造低碳竞争优势。公司从电力绿色转型和电冶化工技术改造两方面打造低碳竞争优势：（1）电力绿色转型：公司着力将目前依托“煤-电-高耗能产品”建立起来的成本优势向多能互补电力转型，利用园区“源网荷储”独特优势推进风光火储一体化多能互补新型电力系统建设，打造工业绿色微电网。目前公司与三峡新能源合作的 37 万千瓦风光项目已并网发电，正稳步推进 300 万千瓦新能源项目建设，预计全部建成后可年发绿电 95 亿千瓦时。（2）电冶化工技术改造：公司投入大量资金对现有设备及工艺进行升级改造，着力提高生产指标和能效水平。据鄂托克旗委宣传部，公司硅基合金智能化创新工厂实现单位产品能耗与二氧化碳排放总量下降 35%，冶炼单元人均效能提升 50%，土地利用效率提升 40%。此外在氯碱化工领域，公司全球首套电石法 PVC 无汞催化规模化工业生产示范装置已稳定运行多年。在国家政策层面积极推动节能降碳背景下，公司低碳转型已具备先发优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2、国家层面对于高耗能行业节能减排做出明确要求

名称	发布日期	针对行业	主要内容
《2030 年前碳达峰行动方案》	2021/10/24	工业领域	部署“碳达峰十大行动”，实施工业领域碳达峰行动，推动石化化工、建材等行业碳达峰，坚决遏制“两高”项目盲目发展
《国家发展改革委等部门关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》	2021/10/18	电石、合成氨、水泥、烧碱等高耗能行业	到 2025 年电石等重点行业达到标杆水平的产能比例超 30%，到 2030 年，达到标杆水平企业比例大幅提升
《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》	2022/2/3	电石、烧碱、合成氨、水泥、现代煤化工（甲醇）等 17 个行业	分行业给出改造升级路径：电石行业推广密闭式电石炉、炉气综合利用；烧碱行业推广离子膜电解槽升级、余压余热回收；水泥行业推广高效篦冷机、替代燃料；要求基准水平以下产能在规定时限内改造升级或淘汰
《工业领域碳达峰实施方案》	2022/7/7	工业领域	到 2025 年，规模以上工业单位增加值能耗较 2020 年下降 13.5%，单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降
《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	2023-12-27 发布，2024-02-01 施行	电石、烧碱、聚氯乙烯等	限制类：新建乙炔法（聚）氯乙烯、烧碱（40%以上采用工业废盐的离子膜装置除外）、电石（等量替换的除外）等；淘汰类：隔膜法烧碱生产装置、高汞催化剂（氯化汞含量 6.5%以上）及使用高汞催化剂的乙炔法 PVC 生产装置
《2024—2025 年节能降碳行动方案》	2024/5/23	石化化工、建材、有色金属（多晶硅）等	石化化工节能降碳行动：严控电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，新建改扩建项目须达能效标杆水平和环保绩效 A 级；到 2025 年底电石、合成氨行业能效标杆水平以上产能占比超 30%；新建多晶硅项目能效须达行业先进水平；新建改扩建水泥项目须达能效标杆水平

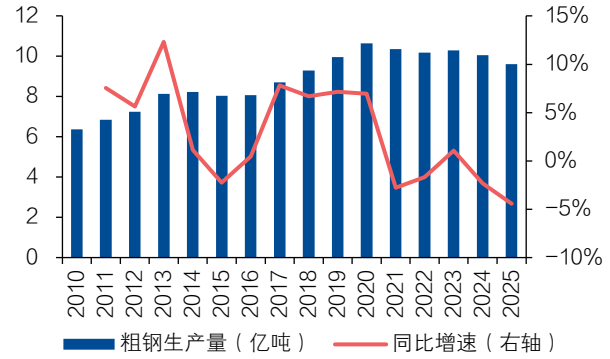
数据来源：商务部官网，中国政府网，国家发展改革委官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）硅铁与氯碱化工行业：供需宽松格局短期难以扭转，成本端提供底部支撑

硅铁主要应用于钢铁及金属镁行业，需求受下游景气度影响大。硅铁主要用于钢铁冶炼及某部分生产镁工艺的脱氧还原剂，故其下游需求与地产链及制造业景气度高度相关。2025 年，全国粗钢产量 9.61 亿吨，同比-4.41%；镁锭产量 95 万吨，同比-0.31%。下游偏弱直接压制硅铁价格，截至 2026 年 9 月 30 日内蒙古硅铁（75A）出厂价 6250 元/吨，相较 2021 年 9 月高点约 20000 元/吨已大幅回落。据公司 2026 年中报，硅铁钢铁行业刚需支撑偏弱，金属镁整体消费复苏力度有限，行业整体盈利承压、企业分化加剧，具备稳定电价优势、能效达标的合规头部企业抗风险能力更强。

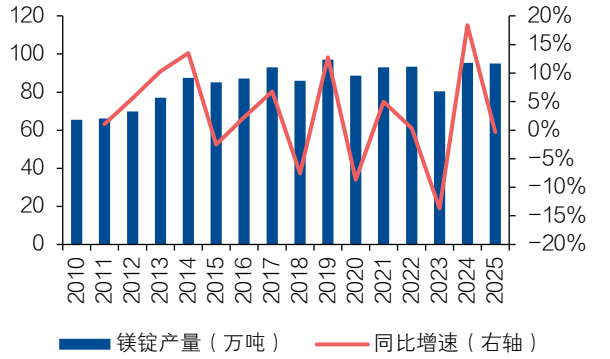
下载日志已记录，仅供内部参考

图31、2010-2025 年我国粗钢生产量及增速



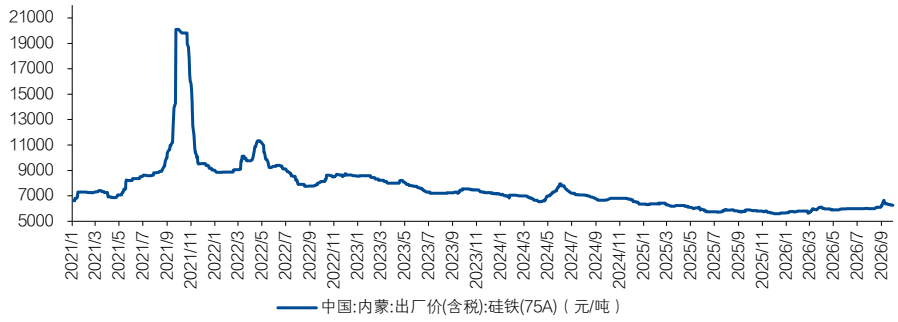
数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、2010-2025 年我国镁锭生产量及增速



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、2021 年初至今内蒙古硅铁出厂价格变化

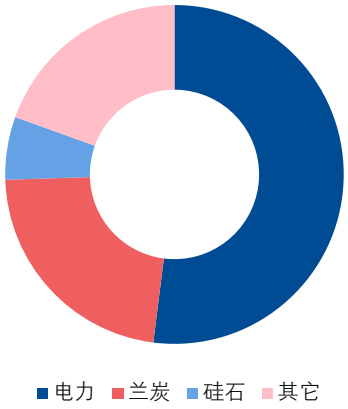


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

硅铁产业分布与能源及资源分布高度相关，电力主导生产成本。据期货日报网，硅铁成本构成包括电力（占比 50%-54%）、兰炭（占比 20%-25%）、硅石（占比 5%-7%）及其他（期货日报网数据日期为 2023 年 10 月，实际构成占比可能因价格变化而发生变化），电力成本主导硅铁生产成本。据智研咨询，由于硅铁生产高度依赖电力、煤炭及硅石资源，故我国硅铁产能主要分布在内蒙古、宁夏、陕西、青海、甘肃，上述产区产量占比常年超过 90%。且近年由于内蒙古持续推进绿电转型、依托新能源降低用电成本，硅铁生产逐渐向内蒙古集中。

下载日志已记录，仅供内部参考

图34、硅铁生产成本构成：电力占绝对主导



数据来源：期货日报网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：期货日报网数据日期为 2023 年 10 月，实际构成占比可能因价格变化而发生变化

硅铁价格受成本端支撑或有上行空间。在电力端，电力新增装机降速，2026 年前 8 月全国光伏新增装机量 97.19GW，同比-58.24%，火电投产高峰也有望于年内收尾，我们测算 2027 年起我国火电利用小时数降幅收窄，全国电量供需格局有望改善。此外全国各省可再生能源消纳责任权重逐步提升，高耗能行业被设置绿电消费比例要求。电量供需格局改善叠加绿电消费比例要求推动，电价端有望企稳（具体参照我们于 2026 年 6 月发布的研究报告《电力行业专题：短期有压，长期有光》）。在兰炭端，2026 年年初至 9 月 30 日，中国内蒙古兰炭平均价上涨 53.14%。受成本上行提供价格底部支撑影响，硅铁平均价格已连续三个季度实现上涨：2026 年 Q3 中国内蒙古硅铁（75A）出厂均价 6134.85 元/吨，26Q1 均价和 26Q2 均价分别为 5828.64 元/吨和 5967.54 元/吨，9 月 30 日价格相较年初提升 10.04%。而公司在硅铁成本端具备较固定的煤炭&电力成本和持续下行的单吨生产成本，若行业端硅铁受成本端带动均价提升，公司硅铁产品或将获取显著利润弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图35、我国电量平衡测算表

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总装机量（万千瓦）	**237692**	**256405**	**291960**	**334857**	**389128**	**424868**	**457863**	**490490**	**523232**	**555849**
总发电量（亿度）	**83768**	**86941**	**92887**	**99128**	**104165**	**108866**	**113765**	**118884**	**124234**	**129824**
全社会用电量（亿度）	**83128**	**86372**	**92241**	**98521**	**103682**	**108866**	**113765**	**118884**	**124234**	**129824**
yoy（%）	*10.68%*	*3.90%*	*6.80%*	*6.81%*	*5.00%*	*5.00%*	*4.50%*	*4.50%*	*4.50%*	*4.50%*
火电发电量（亿度）	**56463**	**57307**	**61019**	**62069**	**61719**	**60495**	**60551**	**60871**	**61519**	**62410**
yoy（%）	***9.12%***	***1.49%***	***6.48%***	***1.72%***	***-0.56%***	***-1.98%***	***0.09%***	***0.53%***	***1.06%***	***1.45%***
占总发电量比重（%）	*67.40%*	*65.91%*	*65.69%*	*62.62%*	*59.25%*	*55.57%*	*53.22%*	*51.20%*	*49.52%*	*48.07%*
火电装机量（万千瓦）	129678	133239	139032	144445	153904	160904	164904	168904	172904	176904
yoy（绝对值，万千瓦）	*5161*	*3561*	*5793*	*5413*	*9459*	*7000*	*4000*	*4000*	*4000*	*4000*
占总装机量比重（%）	*54.56%*	*51.96%*	*47.62%*	*43.14%*	*39.55%*	*37.87%*	*36.02%*	*34.44%*	*33.05%*	*31.83%*
火电利用小时数测算（小时）	**4442**	**4359**	**4482**	**4379**	**4137**	**3843**	**3717**	**3647**	**3600**	**3568**
水电发电量（亿度）	13401	13550	12836	14239	14635	14976	15071	15166	15261	15356
yoy（%）	*-1.11%*	*1.11%*	*-5.27%*	*10.93%*	*2.78%*	*2.33%*	*0.63%*	*0.63%*	*0.63%*	*0.62%*
占总发电量比重（%）	*16.00%*	*15.59%*	*13.82%*	*14.36%*	*14.05%*	*13.76%*	*13.25%*	*12.76%*	*12.28%*	*11.83%*
水电装机量（万千瓦）	39092	41350	42154	43595	44802	45802	46802	47802	48802	49802
yoy（绝对值，万千瓦）	*2076*	*2258*	*804*	*1441*	*1207*	*1000*	*1000*	*1000*	*1000*	*1000*
其中：抽水蓄能	3639	4579	5094	5869	6594	7694	8794	9894	10994	12094
yoy（绝对值，万千	*490*	*940*	*515*	*775*	*725*	*1100*	*1100*	*1100*	*1100*	*1100*
占总装机量比重（%）	*16.45%*	*16.13%*	*14.44%*	*13.02%*	*11.51%*	*10.78%*	*10.22%*	*9.75%*	*9.33%*	*8.96%*
水电利用小时数测算（小时）	3522	3369	3074	3321	3311	3306	3255	3206	3159	3115
其中：常规水电						3700	3700	3700	3700	3700
抽水蓄能						1200	1200	1200	1200	1200
核电发电量（亿度）	4075	4178	4341	4469	4814	5096	5764	6388	6915	7439
yoy（%）	*11.28%*	*2.53%*	*3.90%*	*2.96%*	*7.70%*	*5.86%*	*13.11%*	*10.83%*	*8.25%*	*7.57%*
占总发电量比重（%）	*4.86%*	*4.81%*	*4.67%*	*4.51%*	*4.62%*	*4.68%*	*5.07%*	*5.37%*	*5.57%*	*5.73%*
核电装机量（万千瓦）	5326	5553	5691	6083	6248	6988	7983	8610	9352	9969
yoy（绝对值，万千瓦）	*337*	*227*	*138*	*392*	*165*	*740*	*995*	*626*	*742*	*618*
占总装机量比重（%）	*2.24%*	*2.17%*	*1.95%*	*1.82%*	*1.61%*	*1.64%*	*1.74%*	*1.76%*	*1.79%*	*1.79%*
核电利用小时数测算（小时）	7901	7681	7721	7592	7808	7700	7700	7700	7700	7700
风电发电量（亿度）	6556	7624	8858	9968	11274	14000	16400	18800	21200	23600
yoy（%）	*40.54%*	*16.29%*	*16.19%*	*12.53%*	*13.10%*	*24.18%*	*17.14%*	*14.63%*	*12.77%*	*11.32%*
占总发电量比重（%）	*7.83%*	*8.77%*	*9.54%*	*10.06%*	*10.82%*	*12.86%*	*14.42%*	*15.81%*	*17.06%*	*18.18%*
风电装机量（万千瓦）	32848	36544	44134	52068	64001	76001	88001	100001	112001	124001
yoy（绝对值，万千瓦）	*4695*	*3696*	*7590*	*7934*	*11933*	*12000*	*12000*	*12000*	*12000*	*12000*
占总装机量比重（%）	*13.82%*	*14.25%*	*15.12%*	*15.55%*	*16.45%*	*17.89%*	*19.22%*	*20.39%*	*21.41%*	*22.31%*
风电利用小时数测算（小时）	2149	2197	2196	2072	1943	2000	2000	2000	2000	2000
光伏发电量（亿度）	3270	4276	5833	8383	11724	14299	15979	17659	19339	21019
yoy（%）	*25.24%*	*30.76%*	*36.41%*	*43.71%*	*39.86%*	*21.96%*	*11.75%*	*10.51%*	*9.51%*	*8.69%*
占总发电量比重（%）	*3.90%*	*4.92%*	*6.28%*	*8.46%*	*11.26%*	*13.13%*	*14.05%*	*14.85%*	*15.57%*	*16.19%*
光伏装机量（万千瓦）	30656	39261	60949	88666	120173	135173	150173	165173	180173	195173
yoy（绝对值，万千瓦）	*5313*	*8605*	*21688*	*27717*	*31507*	*15000*	*15000*	*15000*	*15000*	*15000*
占总装机量比重（%）	*12.90%*	*15.31%*	*20.88%*	*26.48%*	*30.88%*	*31.82%*	*32.80%*	*33.68%*	*34.43%*	*35.11%*
光伏利用小时数测算（小时）	1168	1223	1164	1121	1123	1120	1120	1120	1120	1120

数据来源：中国电力知库，兴业证券经济与金融研究院整理测算

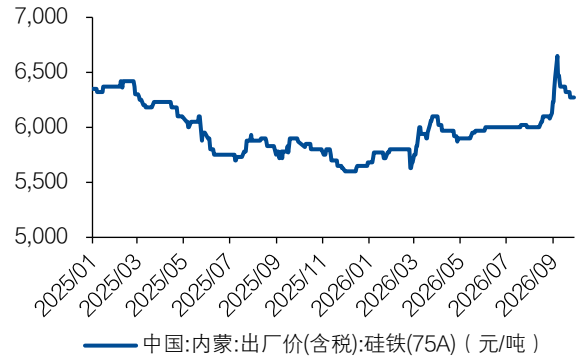
下载日志已记录，仅供内部参考

图36、2024-2025 年各省非水消纳责任权重与高耗能产业绿电消费比例情况

	2024年非水可再生能源消纳责任权重	2025年非水可再生能源消纳责任权重	非水电消纳责任权重同比变化（pct）	2025 年电解铝行业绿色电力消费比例	2025 年钢铁行业绿色电力消费比例	2025 年多晶硅行业绿色电力消费比例	2025 年水泥行业绿色电力消费比例
北京	23.8%	28.9%	5.1	30.60%	30.60%	30.60%	30.60%
天津	22.2%	28.9%	6.7	29.70%	29.70%	29.70%	29.70%
河北	23.7%	27.9%	4.2	29.20%	29.20%	29.20%	29.20%
山西	26.5%	28.1%	1.6	29.40%	29.40%	29.40%	29.40%
山东	19.5%	25.6%	6.1	26.20%	26.20%	26.20%	26.20%
内蒙古	27.0%	30.0%	3.0	30.70%	30.70%	30.70%	30.70%
辽宁	21.0%	25.1%	4.1	28.40%	28.40%	28.40%	28.40%
吉林	30.0%	30.0%	0.0	39.00%	39.00%	39.00%	39.00%
黑龙江	30.0%	30.0%	0.0	38.60%	38.60%	38.60%	38.60%
上海	8.0%	10.7%	2.7	33.10%	33.10%	33.10%	33.10%
江苏	16.1%	20.2%	4.1	27.50%	27.50%	27.50%	27.50%
浙江	12.3%	15.1%	2.8	26.10%	26.10%	26.10%	26.10%
安徽	20.3%	24.3%	4.0	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%
福建	11.5%	14.5%	3.0	25.20%	25.20%	25.20%	25.20%
江西	18.0%	22.4%	4.4	33.90%	33.90%	33.90%	33.90%
河南	28.0%	36.2%	8.2	36.20%	36.20%	36.20%	36.20%
湖北	17.5%	22.3%	4.8	42.80%	42.80%	42.80%	42.80%
湖南	22.5%	25.7%	3.2	50.50%	50.50%	50.50%	50.50%
重庆	9.0%	10.8%	1.8	34.20%	34.20%	34.20%	34.20%
四川	9.5%	11.9%	2.4	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
陕西	20.5%	24.1%	3.6	30.10%	30.10%	30.10%	30.10%
甘肃	27.5%	30.0%	2.5	53.60%	53.60%	53.60%	53.60%
青海	30.0%	30.0%	0.0	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
宁夏	30.0%	30.0%	0.0	34.20%	34.20%	34.20%	34.20%
新疆	13.5%	21.4%	7.9	29.70%	29.70%	29.70%	29.70%
广东	9.0%	12.9%	3.9	31.60%	31.60%	31.60%	31.60%
广西	16.5%	23.1%	6.6	50.80%	50.80%	50.80%	50.80%
海南	17.5%	23.8%	6.3	27.20%	27.20%	27.20%	27.20%
贵州	16.5%	19.6%	3.1	41.30%	41.30%	41.30%	41.30%
云南	18.1%	28.7%	10.6	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

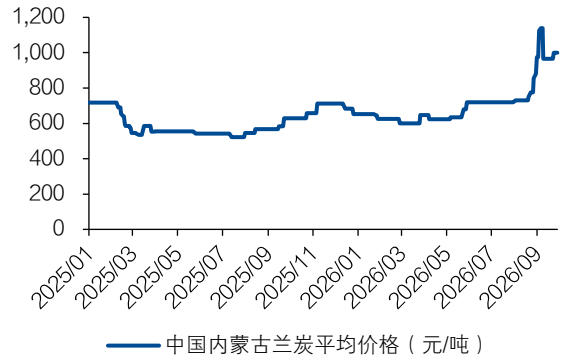
数据来源：国家发展改革委，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、2026 年初至今硅铁价格已上涨 10.04%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

图38、硅铁成本端兰炭价格 2026 年内大幅上涨



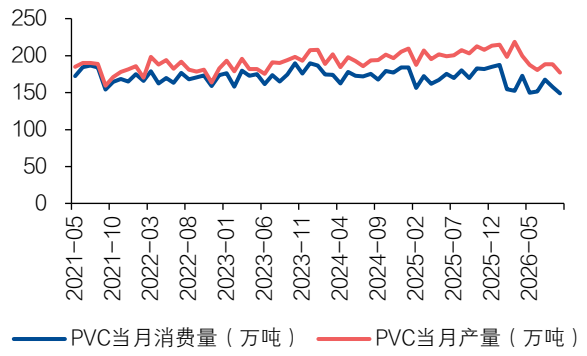
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2026 年 9 月 30 日

氯碱化工产业链方面，受产能扩张、需求分化、宏观政策等多重影响产品价格普遍承压，电力成本占比较大产品价格或将同样受电价企稳支撑。据公司年报，电石和 PVC 受下游需求难以支撑和新增产能释放影响，市场持续供过于求，价格中

下载日志已记录，仅供内部参考

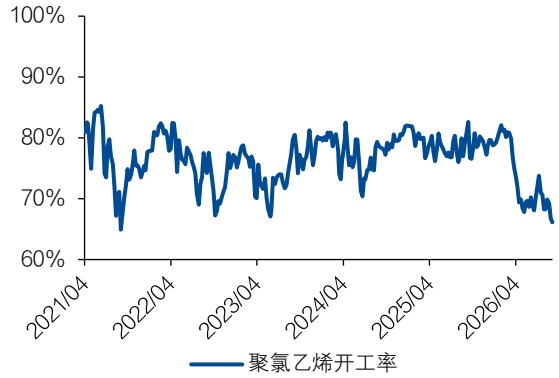
枢持续下移，行业普遍陷入亏损。烧碱方面，行业依托于氯碱平衡机制维持运行，氧化铝、新能源等领域需求提供一定支撑，但因市场供过于求仍呈现价格中枢下降趋势。据君正集团年报，电石产品中燃动费成本占比为 50%；据隆众资讯电石法 PVC 成本中电石占比 65-70%、直接电力占比 5.9%；据乔玉元《隔膜法与离子膜法生产烧碱工艺对比分析》，离子膜法成品碱成本中直接燃料动力占成本比重 68.2%、隔膜法直接动力占成本比重 77.5%。电力亦是氯碱化工产品中最核心的成本构成，若电价企稳或将对产品价格产生支撑。

图39、国内 PVC 需求持续小于当月产量



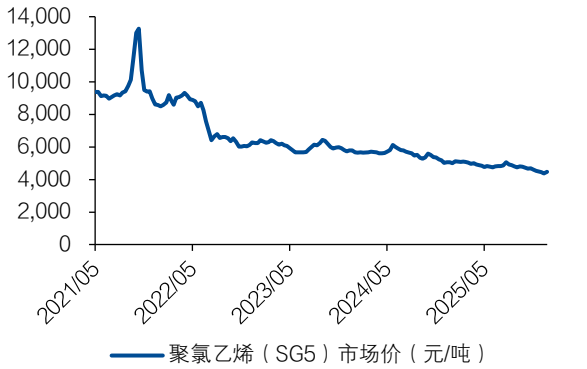
数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、进入 2026 年 PVC 开工率整体走低



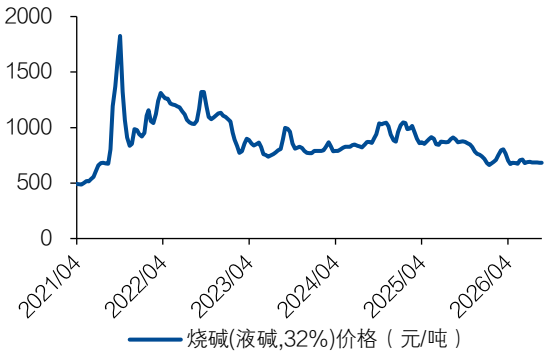
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、PVC 市场价格中枢不断下移



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

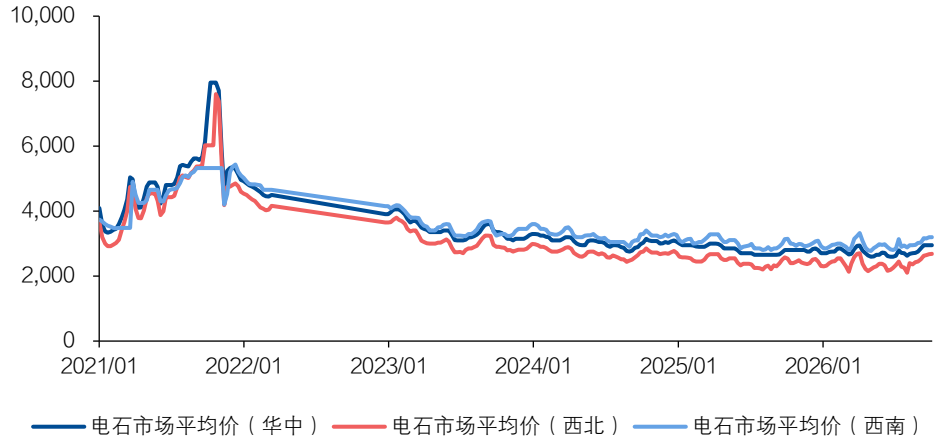
图42、烧碱价格中枢呈下降趋势



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图43、电石价格中枢呈现持续走低趋势（元/吨）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、服装业务：全产业链与品牌价值构筑核心壁垒，持续维持高毛利率

依托内蒙古优质羊绒资源，公司已在服装领域构建全产业链体系。据鄂尔多斯官网，绒山羊主要分布在北纬 35°-55°、东经 5°-120°之间的特定地区，而内蒙古鄂尔多斯被认为是世界上最好的羊绒产地。公司前身是内蒙古自治区第一个引进外资项目伊克昭盟羊绒衫厂，历经 40 余年发展已建立起从牧场建设、原料采购、分梳染色、纺纱编织、成衣制造到品牌运营、终端零售的全产业链体系。公司羊绒制品产销量居世界第一，并能依托资源及全产业链优势构造了持续出产稳定货品的基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

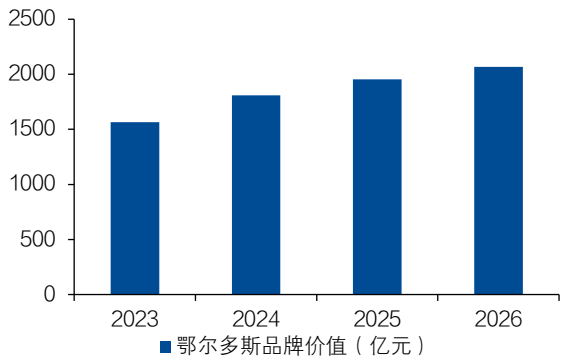
图44、世界羊绒主产地分布



数据来源：鄂尔多斯官网，兴业证券经济与金融研究院整理

品牌价值持续抬升，构建多品牌矩阵精准覆盖不同消费群体。“鄂尔多斯”品牌诞生于 1988 年，曾获纺织行业第一个“中国驰名商标”，2026 年品牌价值达 2068.36 亿元，连续 19 年稳居纺织服装行业品牌价值榜首（数据来自于公司年报援引世界品牌实验室发布的《中国 500 强最具价值品牌》榜单）。依托“鄂尔多斯”品牌，公司建立起“ERDOS”、“鄂尔多斯 1980”、“BLUE ERDOS”、“erdos KIDS”四大羊绒服装品牌，分别定位为羊绒时装品牌、经典羊绒品牌、年轻时装品牌和羊绒童装品牌，各品牌定位明确、精准覆盖不同消费群体；同时公司布局 KVSS，定位世界高端羊绒供应品牌。

图45、鄂尔多斯品牌价值不断提升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据来自公司年报援引世界品牌实验室发布的《中国 500 强最具价值品牌》榜单

图46、公司建立起多品牌矩阵



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

着力破除季节性约束，拓展羊绒应用边界。传统认知中羊绒天然存在季节属性、主要应对秋冬保暖需求，由此带来多数羊绒品牌面临摆脱销售集中、库存波动和消费者群体单一的问题。除建立四大品牌精准覆盖不同消费群体外，公司也通过技术和产品升级不断拓宽羊绒应用边界。公司生产技术已实现从秋冬粗纺产品为主向高支精纺、轻薄型、四季服装的重大跨越。2024 年 ERDOS 品牌首次举办春夏时装秀，成为公司突破羊绒材质季节局限、成功拓展春夏市场影响力的标志性事件。

图47、2024 年鄂尔多斯春夏时装秀在上海举办，着力拓宽羊绒应用边界

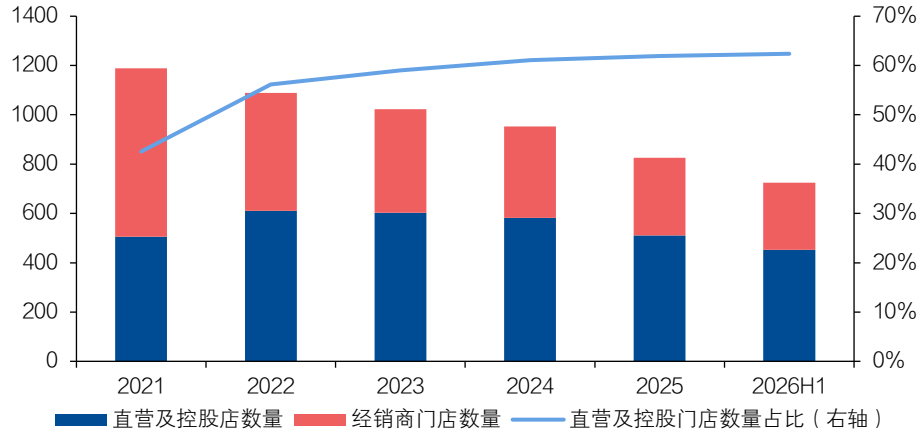


数据来源：鄂尔多斯公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

建立全渠道销售体系及产业链数字化布局，高端定位提升同时维持较广的消费者覆盖。截至 2026 年中报公司门店数量 725 家，以公司直营及控股门店为主。同时公司通过线上布局天猫、京东等平台，搭配微商城小程序，及短视频、直播等数字化营销手段构建起了全渠道销售体系，维持较广的销售网络和消费者覆盖。此外公司积极推动产业化数字布局，通过构建智能物流、仓配一体化、全域数字化经营中台等释放全产业链协同效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

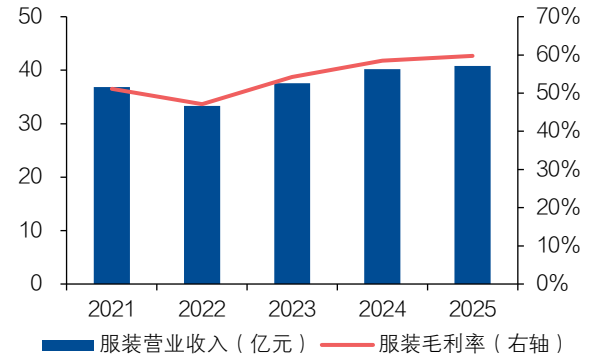
图48、公司门店近年逐步转为以直营及控股门店为主，强化品牌价值



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：单位为家

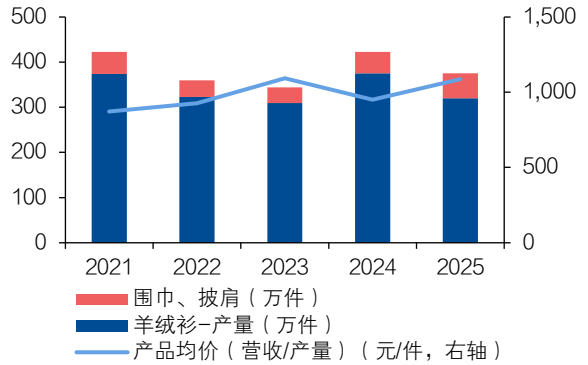
全产业链优势叠加品牌价值持续体现，公司服装业务毛利率重新抬升。公司在拓展产品品类的同时并没有牺牲盈利水平，2022 年后公司服装业务毛利率持续提升，至 2025 年已达 59.80%，充分证明公司拓展羊绒产品应用边界并没有以牺牲毛利率作为代价，而是通过全产业链布局带来的经营韧性和品牌认知提升、产品力优化和渠道效率增强。从产品产量来看，公司 2025 年羊绒衫及围巾披肩产量相较 2024 年有所下滑，但产品单价有所提升，展现品牌价值的同时高度契合公司生产端“以销定产”的生产组织模式。

图49、公司服装业务毛利率近年以来持续抬升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、2025 年公司服装计算均价超 1000 元/件



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：产品均价为根据公司公告数据测算得出

四、盈利预测与投资建议

我们依据以下假设对公司未来三年主营业务做出预测：

（1）电冶业务：产量方面，考虑到硅铁及氯碱化工整体需求端较为疲软，结合 26H1 数据，我们预测 2026-2028 年每年硅铁、煤炭产量同比+5%，电石

下载日志已记录，仅供内部参考

产量同比+15%，PVC 树脂和烧碱产量同比-3%和-5%；单吨成本方面基本假设维持 26H1 水平；价格方面，考虑到煤价在 2026 年出现了较大涨幅，预计煤炭年度价格中枢为 1000 元/吨，其余产品价格基本维持。

（2）服装业务：根据公司历年及 26H1 财报，预测 2026-2028 年羊绒衫及围巾、披肩总产量分别同比-10%/+10%/+10%，单价产品均价分别为 1400 元/1450 元/1450 元，单价平均成本假设为 600 元；

综合以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 30.31 亿/31.91 亿/35.07 亿元，分别同比+28.3%/+5.3%/+9.9%，分别对应 2026 年 10 月 9 日收盘价的 PE 估值为 12.2x/11.6x/10.5x。

表3、公司核心产品及整体盈利预测结果（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
服装				
收入	4082.46	4653.32	5301.46	5831.61
成本	1641.25	1994.28	2193.71	2413.08
毛利	2,441.21	2,659.04	3,107.75	3,418.53
毛利率	59.80%	57.14%	58.62%	58.62%
占营收比例	15.86%	17.02%	18.18%	18.77%
硅铁				
收入	8901.63	9387.26	10035.84	10725.80
成本	7609.06	7680.49	8064.51	8467.74
毛利	1,292.57	1,706.78	1,971.33	2,258.06
毛利率	14.52%	18.18%	19.64%	21.05%
占营收比例	34.58%	34.33%	34.41%	34.52%
硅锰合金				
收入	973.72	1000.13	1000.13	1000.13
成本	914.87	903.03	903.03	903.03
毛利	58.85	97.10	97.10	97.10
毛利率	6.04%	9.71%	9.71%	9.71%
占营收比例	3.78%	3.66%	3.43%	3.22%
煤炭				
收入	1928.32	2368.49	2486.91	2611.25
成本	1198.05	1326.35	1392.67	1462.30
毛利	730.27	1,042.13	1,094.24	1,148.95
毛利率	37.87%	44.00%	44.00%	44.00%
占营收比例	7.49%	8.66%	8.53%	8.40%
电石				
收入	821.23	1227.30	1411.40	1623.11
成本	732.98	1125.03	1293.78	1487.85
毛利	88.25	102.28	117.62	135.26
毛利率	10.75%	8.33%	8.33%	8.33%
占营收比例	3.19%	4.49%	4.84%	5.22%
PVC 树脂				
收入	4392.15	4337.14	4207.03	4080.82
成本	3844.23	3728.96	3617.09	3508.57
毛利	547.91	608.19	589.94	572.24
毛利率	12.47%	14.02%	14.02%	14.02%
占营收比例	17.06%	15.86%	14.43%	13.13%
烧碱				

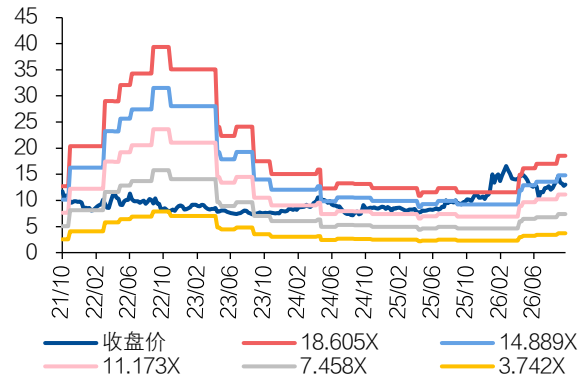
下载日志已记录，仅供内部参考

收入	1783.58	1256.55	1193.72	1134.04
成本	620.26	418.85	397.91	378.01
毛利	1,163.32	837.70	795.82	756.02
毛利率	65.22%	66.67%	66.67%	66.67%
占营收比例	6.93%	4.60%	4.09%	3.65%
公司总体				
营业收入	25,741.18	27,345.44	29,163.83	31,069.83
Yoy	-9.4%	6.2%	6.6%	6.5%
营业成本	19,227.33	20,179.92	21,639.85	23,001.65
Yoy	-14.69%	4.95%	7.23%	6.29%
毛利润	6513.85	7165.5157	7523.981193	8068.176816
Yoy	11.06%	10.00%	5.00%	7.23%
毛利率	25.31%	26.20%	25.80%	25.97%
归母净利润	2363	3031	3191	3507
Yoy	27.9%	28.3%	5.3%	9.9%

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：仅列出核心业务预测数据，各细项相加不等于公司整体的财务数据

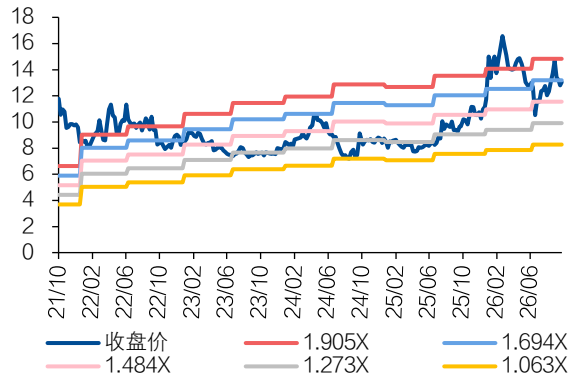
图51、鄂尔多斯 PE-Band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026 年 10 月 9 日

图52、鄂尔多斯 PB-Band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026 年 10 月 9 日

当前公司可定义为拥有坚实利润壁垒的一体化公司，行业产品价格存在潜在上行可能，同时兼具分红能力，当前时点具备投资性价比，首次覆盖给予“增持”评级。公司的核心看点来自于：

（1）**拥有坚实利润壁垒**：公司通过煤电一体化将电冶化工行业成本端占比较大的燃动成本锁定，且自备电力成本低于电网采购，建立第一道成本护城河。同时公司在细分产品项持续精细化运营，通过提高资源循环利用效率和延伸产业链进一步降低单位产品成本，形成第二道成本护城河。双重成本护城河作用下，2025 年公司在电冶化工产品价格低迷时仍实现毛利率和归母净利润水平的显著抬升，构成坚实利润壁垒。

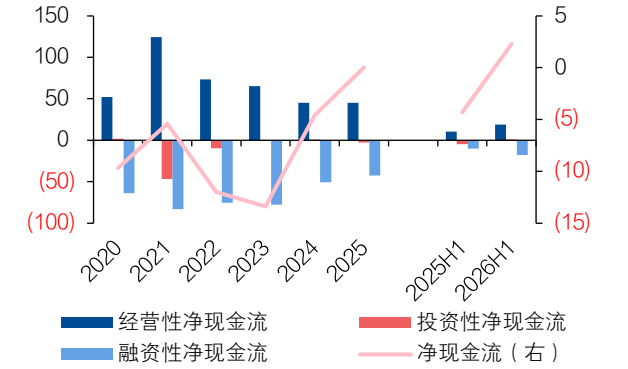
（2）**电冶化工行业产品价格存在潜在上行可能**：据公司年报，硅铁和氯碱化工行业均面临短期供需宽松形势无法改善、行业利润空间持续压缩的局面。但从短期来看，硅铁行业冶炼成本中电价、兰炭价格中枢的企稳或上移对

下载日志已记录，仅供内部参考

产品价格提供底部支撑，而公司单吨生产成本进一步下降背景下具备潜在利润弹性。

（3） **保持高分红比例**：从公司财务报表上来看，公司投资性净现金流已大幅收缩，每年仅有维护性和提升现有工艺流程的资本开支，2023-2025 年投资性净现金流分别仅为-0.83 亿/0.76 亿/-2.69 亿元。同时截至 2025 年末公司资产负债率 41.67%，财务费用率仅有 0.21%，有息负债规模控制得当。公司净现金流改善同时 2023-2025 年度连续三年维持 70%以上分红比例，股息率维持在 5%以上。

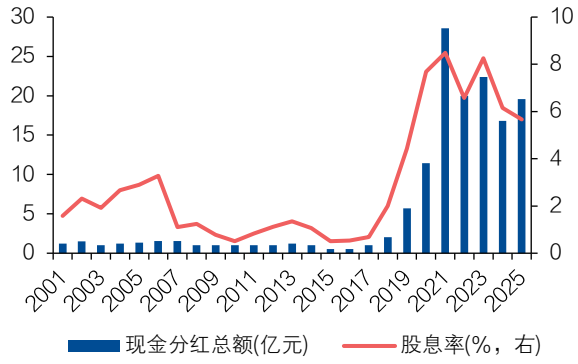
图53、公司净现金流逐年改善（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：净现金流=经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额+筹资活动现金流量净额

图54、公司历年分红政策下股息率具备吸引力



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

五、风险提示

（一） **宏观环境变化风险。**公司包含服装及电冶化工在内的主要产品与宏观经济运行高度关联，若宏观环境发生变化将可能影响公司相关产品的需求量，进而影响公司营收及利润水平；

（二） **政策风险。**公司电冶化工板块所生产的高耗能产品高度受政策约束，若相关行业政策发生变动，将可能影响公司相关产品的开工率及价格，进而对公司经营业绩产生影响；

（三） **产品价格风险。**公司产品种类较多，若产品价格发生剧烈波动将可能影响公司业绩；

（四） **成本波动风险。**公司核心竞争力在于通过产业一体化建立了产品优势，若一体化失效导致产品成本发生波动将可能影响公司相关产品利润。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**11938**	**15093**	**18414**	**21860**
货币资金	5430	8546	11702	14997
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1759	1869	1993	2124
预付款项	217	228	245	260
存货	3877	3769	3763	3738
其他	654	681	711	742
非流动资产	**33615**	**32380**	**31077**	**29696**
长期股权投资	11322	11322	11322	11322
固定资产	16289	15286	14070	12715
在建工程	562	281	141	70
无形资产	1674	1738	1792	1836
商誉	94	94	94	94
其他	3673	3659	3659	3659
资产总计	**45552**	**47473**	**49491**	**51557**
流动负债	**15682**	**16065**	**17040**	**17959**
短期借款	1590	1590	1590	1590
应付票据及应付账款	10306	10817	11599	12329
其他	3787	3658	3851	4041
非流动负债	**3298**	**3805**	**3805**	**3805**
长期借款	1483	1483	1483	1483
其他	1815	2322	2322	2322
负债合计	**18980**	**19870**	**20846**	**21765**
股本	2799	2799	2799	2799
未分配利润	13635	13776	13930	14101
少数股东权益	4780	5169	5579	6029
股东权益合计	**26572**	**27603**	**28645**	**29792**
负债及权益合计	**45552**	**47473**	**49491**	**51557**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	2363	3031	3191	3507
折旧和摊销	2957	2421	2503	2581
营运资金的变动	-1101	317	510	468
经营活动产生现金流量	**4518**	**5543**	**6034**	**6424**
资本支出	-867	-1190	-1189	-1188
长期投资	-212	0	0	0
投资活动产生现金流量	**-269**	**-172**	**-189**	**-188**
债权融资	-2603	250	0	0
股权融资	234	0	0	0
融资活动产生现金流量	**-4245**	**-2249**	**-2688**	**-2941**
现金净变动	7	3116	3156	3294

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**25741**	**27345**	**29164**	**31070**
营业成本	19227	20180	21640	23002
税金及附加	727	772	823	877
销售费用	1516	1777	1837	1864
管理费用	1108	1177	1255	1337
研发费用	198	211	225	239
财务费用	53	54	7	-40
投资收益	793	1200	1200	1200
公允价值变动收益	-38	0	0	0
信用减值损失	21	5	5	5
资产减值损失	-642	-500	-500	-500
营业利润	**3333**	**4186**	**4408**	**4844**
营业外收支	-70	0	0	0
利润总额	**3264**	**4186**	**4408**	**4844**
所得税	598	767	807	887
净利润	2666	3420	3601	3957
少数股东损益	303	389	409	450
归属母公司净利润	**2363**	**3031**	**3191**	**3507**
EPS(元)	**0.84**	**1.08**	**1.14**	**1.25**

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-9.4%	6.2%	6.6%	6.5%
营业利润增长率	17.6%	25.6%	5.3%	9.9%
归母净利润增长率	27.9%	28.3%	5.3%	9.9%
盈利能力				
毛利率	25.3%	26.2%	25.8%	26.0%
归母净利率	9.2%	11.1%	10.9%	11.3%
ROE	10.8%	13.5%	13.8%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	41.7%	41.9%	42.1%	42.2%
流动比率	0.76	0.94	1.08	1.22
速动比率	0.48	0.67	0.83	0.98
营运能力				
资产周转率	54.8%	58.8%	60.2%	61.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.84	1.08	1.14	1.25
每股经营现金	1.61	1.98	2.16	2.30
估值比率(倍)				
PE	15.6	12.2	11.6	10.5
PB	1.7	1.6	1.6	1.6

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

,谨本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn