

民爆基石业务稳健增长，军工板块驱动发展

■ 证券研究报告

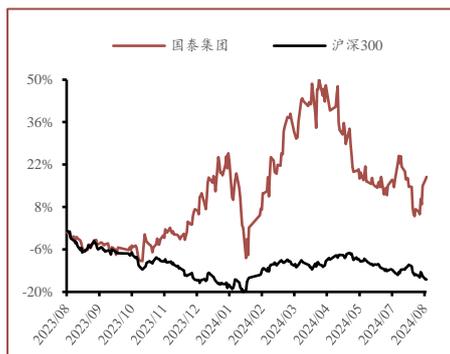
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-08-06

收盘价(元)	10.27
流通股本(亿股)	6.21
每股净资产(元)	5.10
总股本(亿股)	6.21

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002

shewc@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **民爆一体化为核心，军工新材料和数字产业为支撑：**公司是江西省民爆一体化龙头，江西省国资委是实控人。公司以民爆一体化业务为核心，2023 年民爆业务营收占比 68.68%，布局军工新材料产业和轨交自动化及信息化产业，打造第二增长极。
- ❖ **民爆行业整合稳步推进，公司区位与产能优势显著：**民爆行业具有许可证壁垒和区域性特征，工信部目标到 2025 年，生产企业数量减少到少于 50 家。公司是江西唯一民爆生产企业，工业雷管产能利用率 100%，区位和产能优势显著，其民爆产品远期受益于“十四五”期间重大基建工程项目推进。
- ❖ **军工血脉深厚，军工新材料业务多点开花：**公司前身为江西国防科工办下属企业，一大批高管、技术人员具有丰富的军工行业从业经验。控股子公司澳科新材与下游军工主机厂配套研发的丝团、AK18 等产品已陆续向下游客户交付；全资子公司三石有色钽铌项目设计产能 1040 吨/年，预计年均营收 2.56 亿元，净利润 0.30 亿元，2024 年年底达产；全资子公司新余国泰已研制并稳定量产 6 种型号的无人靶机火箭助推器产品，可满足不同型号的无人机需求。
- ❖ **含能新材料产线建设，预期业绩高增长：**2024 年 5 月 9 日，公司公告其全资子公司九江国泰拟新建两条含能新材料生产线，合计年产能 3000 吨~4300 吨，已取得国家有关部门核准，预计 2025 年下半年开始交付产品，达产后每年为公司增加 7.5 亿元营收，相当于 2023 年总营收的 29.52%。
- ❖ **投资建议：**公司是江西省内唯一民爆生产企业，其含能材料产线启动建设，将增强公司军工新材料板块产值和盈利能力。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 27.49/34.68/42.01 亿元，归母净利润分别为 3.35/4.05/5.16 亿元，对应 PE 分别为 19.03/15.74/12.36 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**项目建设不及预期；原材料价格波动；大股东质押风险；股东减持风险；商誉减值风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2152	2541	2749	3468	4201
收入增长率(%)	8.27	18.05	8.20	26.12	21.15
归母净利润(百万元)	144	305	335	405	516
净利润增长率(%)	-40.15	112.00	10.05	20.90	27.32
EPS(元/股)	0.24	0.49	0.54	0.65	0.83
PE	33.50	21.22	19.03	15.74	12.36
ROE(%)	5.03	9.77	10.01	11.19	13.01
PB	1.75	2.07	1.90	1.76	1.61

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 06 日收盘价计算)

内容目录

1	江西省民爆一体化龙头，全产业链发展模式.....	5
1.1	“一体两翼”发展格局，“民爆+非民爆”双核驱动发展.....	5
1.2	民爆产业链延伸，收购子公司拓展非民爆业务.....	5
1.3	国资控股，子公司各司其职、互为支撑.....	6
1.4	民爆业务为业绩压舱石，非民爆业务发展加速.....	7
2	民爆行业改革发展，公司受益于产业链延伸.....	9
2.1	行业受严格管制，安全性为改革主线.....	9
2.2	行业运行平稳，企业利润增加.....	11
2.3	区位+产能+技术，公司竞争优势凸显.....	14
2.3.1	江西唯一民爆生产企业，区位及产能优势显著.....	14
2.3.2	产业链上游延伸，解决芯片“卡脖子”问题.....	14
2.3.3	远期：受益于江西省重大基建工程项目推进.....	15
3	军工新材料需求持续增长，公司板块日渐成熟.....	15
3.1	澳科新材：新型钨合金材料领域的研究者和制造者.....	15
3.2	拓泓新材、三石有色：钽铌金属产销研齐头并进.....	16
3.3	新余国泰：无人机火箭助推器市场空间广阔.....	17
3.4	九江国泰：含能材料产线建设，推动业绩强增长.....	18
4	深耕轨交智能供电产业，公司行稳致远.....	18
5	盈利预测.....	19
6	公司估值.....	21
7	风险提示.....	22

图表目录

图 1.	公司构建“一体两翼”的发展格局.....	5
图 2.	上市后不断延伸产业链.....	6
图 3.	公司第一大股东为军工控股，子公司各司其职（截至 2024 年一季报）.....	6
图 4.	公司营收长期维持增长.....	7
图 5.	归母净利润受商誉减值影响波动，2023 年修复.....	7
图 6.	民爆产品收入为公司主要营收来源.....	7

图 7. 钽铌氧化物与高氯酸钾的收入占比上升.....	7
图 8. 2023 年净利率比上年增长 5.48pct	8
图 9. 民爆业务毛利率呈下降趋势.....	8
图 10. 期间费用率降低.....	8
图 11. 研发投入持续增长.....	8
图 12. 公司营收以及营收增速与同行业其他公司对比（亿元）	8
图 13. 公司 2023 年盈利能力处于行业内领先水平.....	9
图 14. 公司研发费用率与同行业相比处于前列.....	9
图 15. 民爆行业产业链.....	9
图 16. 民爆行业各环节存在严格的许可证制度.....	10
图 17. 公司旗下江铜民爆现场混装乳化炸药车.....	10
图 18. 公司电子雷管.....	10
图 19. 硝酸铵占据工业炸药成本的 44.3%.....	11
图 20. 2024 年上半年民爆行业生产总值呈缩量下行态势.....	12
图 21. 民爆行业总体利润保持稳定增长.....	12
图 22. 2018-2023 年现场混装炸药产量及占比逐年上升	12
图 23. 2023 年电子雷管置换加快（亿发）	12
图 24. 2023 年以来，粉状硝酸铵价格呈下降趋势（元/吨）	13
图 25. 江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划.....	15
图 26. 钨合金材料破甲后的弹口与弹道.....	16
图 27. 导电纤维弹的破坏机理.....	16
图 28. 2016-2023 年我国城轨交通累计运营线路长度	18
图 29. 2016-2023 年我国城轨交通新增运营线路长度	18
图 30. 太格时代产品解决方案.....	19
表 1. 国家政策逐步推进，以安全性为主线.....	11
表 2. 2023 年公司的生产总值排名第 11，前 20 名占行业生产总值比例为 80.73%	13
表 3. 从许可产能和利用率情况来看，公司产能利用率较高.....	14
表 4. 瑞梅铁路与长赣高铁项目进展.....	15
表 5. 钽、铌产品主要用于高技术领域行业.....	16
表 6. 钽铌高端产品领域的竞争主要集中在几家头部企业之间.....	17
表 7. 新余国泰小型固体火箭发动机产品专利.....	17
表 8. 含能新材料生产线项目主要情况.....	18

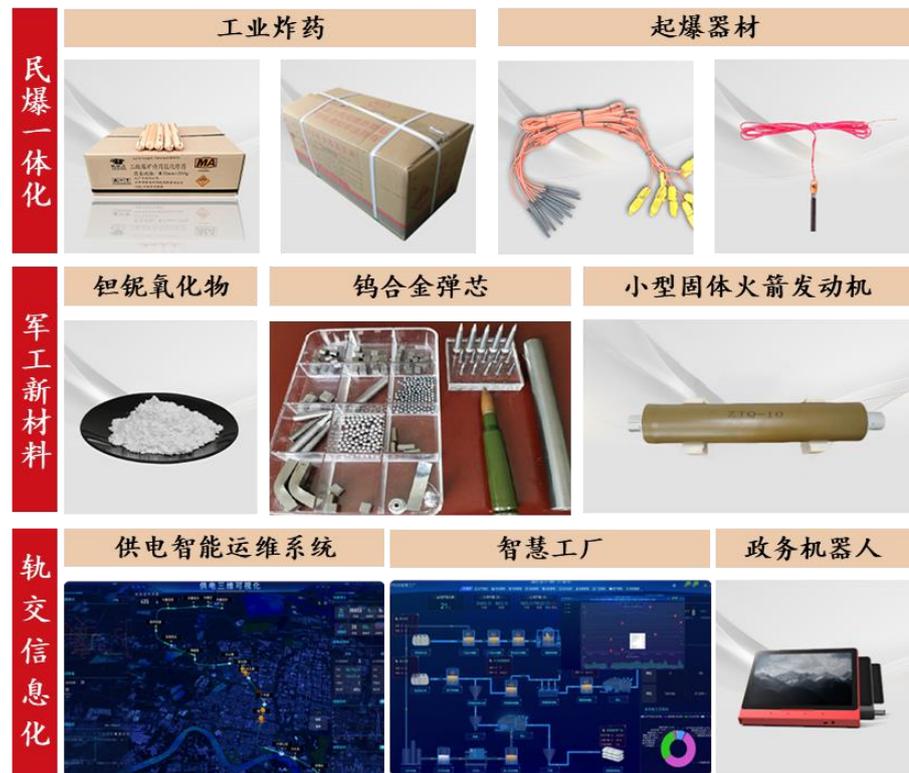
表 9. 公司业务拆分.....	21
表 10. 可比公司估值表.....	22

1 江西省民爆一体化龙头，全产业链发展模式

1.1 “一体两翼”发展格局，“民爆+非民爆”双核驱动发展

国泰集团成立于2006年，并于2016年11月在上海证券交易所实现首发上市；现已构建以民爆一体化主业为核心、以军工新材料产业和轨交自动化及信息化产业为支撑的“一体两翼”发展格局。公司主要产品为工业炸药、起爆器材、轨交智能供电系统及运维服务、智慧党建、钽铌氧化物、钨合金弹芯等。

图1.公司构建“一体两翼”的发展格局



数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.2 民爆产业链延伸，收购子公司拓展非民爆业务

上市前：2006年，经原国防科学技术工业委员会民爆器材监督管理局批准，公司成立；2013年，公司申报上市；2016年，在上海证券交易所挂牌上市；

上市后：通过投资设立永宁科技、国泰利民、中江民爆、三石有色、国鲲微电，收购威源民爆、江铜民爆，宏泰物流、拓泓新材、太格时代、智慧物联研究院、神舟智汇、澳科新材，不断延伸产业链；

2024年5月，公司公告通过威源民爆以自有资金对九江国泰进行增资，用于建设年产3000吨-4300吨（多品种柔性）含能新材料生产线。

图2.上市后不断延伸产业链



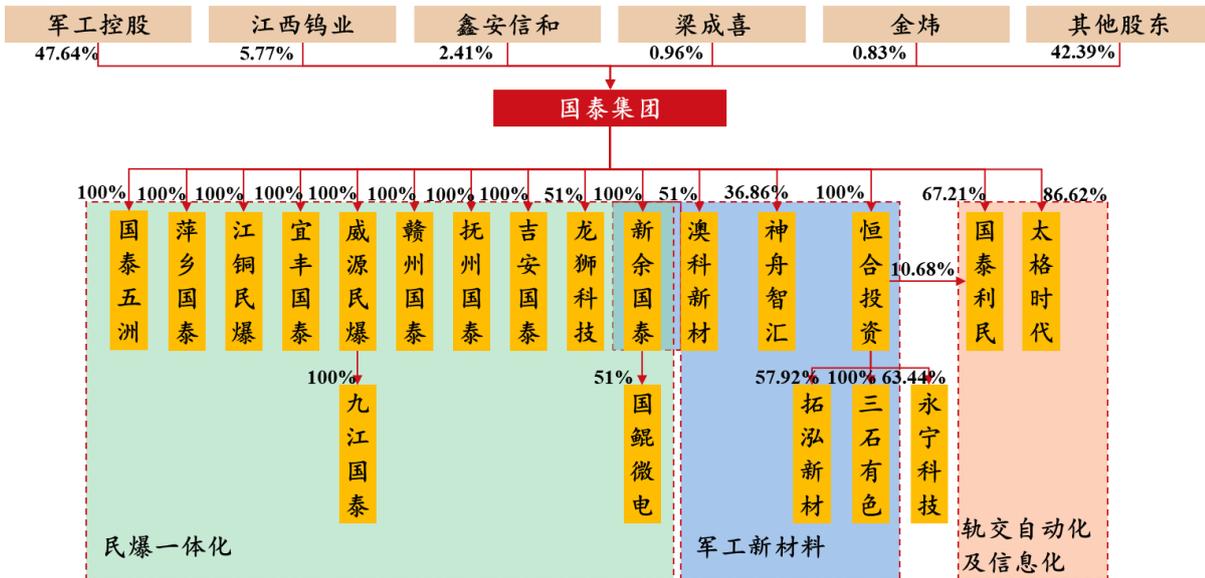
数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.3 国资控股，子公司各司其职、互为支撑

截至2024年一季度，公司的第一大股东为江西省军工控股集团有限公司，实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会。

公司“一体两翼”发展格局通过下设子公司实现。1) 民爆一体化板块，下设江铜民爆、新余国泰、吉安国泰、萍乡国泰、威源民爆、抚州国泰、赣州国泰、龙狮科技、宜丰国泰、国泰五洲等。2) 军工新材料板块，依托控股子公司澳科新材、三石有色、拓泓新材和联营企业神舟智汇。3) 轨交电气自动化与信息化板块，控股子公司太格时代致力于轨道交通领域的电气化工程和信息化工程业务，国泰利民公司主要从事党务软件、基层治理、数字工厂（MOM）等SaaS化软件产品的开发销售工作。

图3.公司第一大股东为军工控股，子公司各司其职（截至2024年一季度）



数据来源：iFinD、财通证券研究所

1.4 民爆业务为业绩压舱石，非民爆业务发展加速

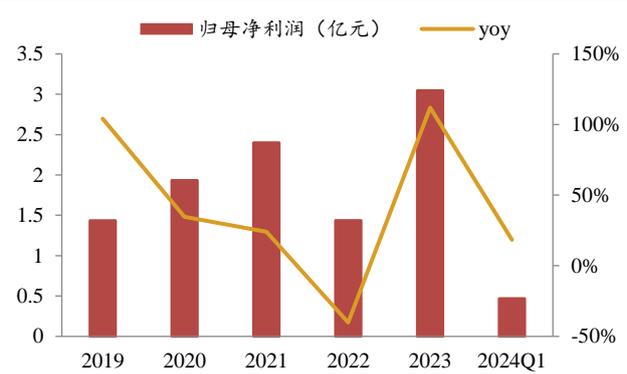
公司营收稳健增长，盈利能力显著修复。2022 年公司表现归母净利润受控股子公司太格时代计提商誉减值损失的影响出现下滑，2023 年以来，公司未发生商誉减值，同时民爆产品及高氯酸钾销售收入增长，2024 年一季度公司实现营业收入 4.89 亿元，同比增长 5.28%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 18.41%。

图4.公司营收长期维持增长



数据来源：iFinD、财通证券研究所

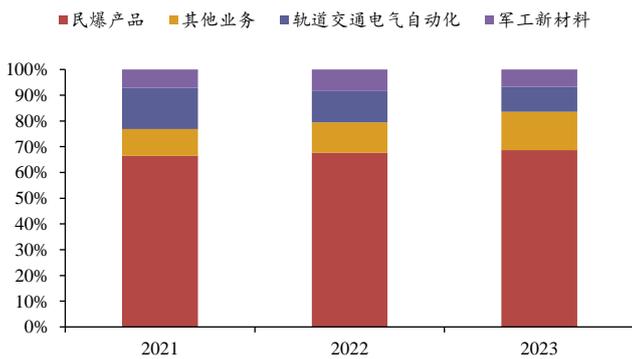
图5.归母净利润受商誉减值影响波动，2023年修复



数据来源：iFinD、财通证券研究所

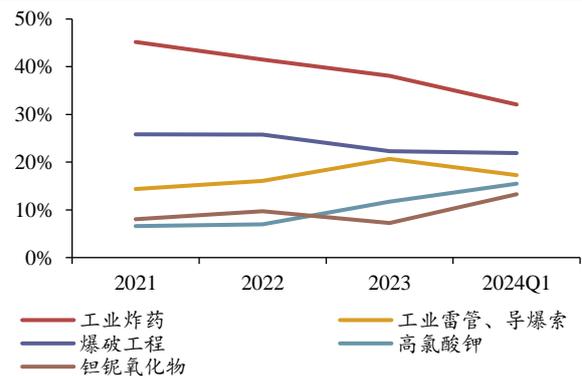
民爆产品为公司业绩压舱石，高氯酸钾业务占比明显上升。分行业情况来看，公司民爆产品营收占比始终保持在 66%以上，2023 年为 68.68%。从主要产品的收入实现情况来看，2024 年一季度钽铌氧化物和高氯酸钾产品营收占比增加，钽铌氧化物的营收为 58.64 百万元，占主要产品营收的 13.27%；高氯酸钾营收 70.32 百万元，占比 15.49%。

图6.民爆产品收入为公司主要营收来源



数据来源：iFinD、财通证券研究所

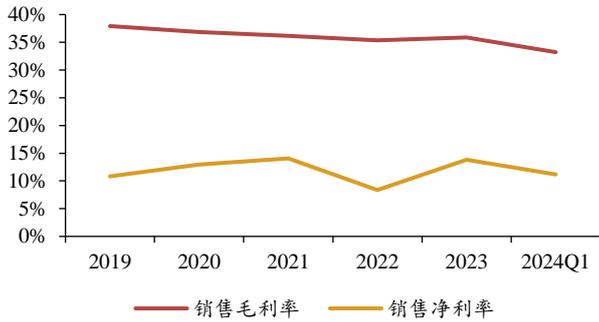
图7.钽铌氧化物与高氯酸钾的收入占比上升



数据来源：公司公告、财通证券研究所

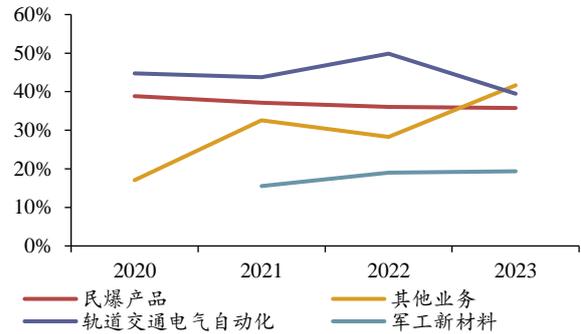
民爆产品毛利率下降导致综合毛利率呈下降趋势，轨交自动化及信息化业务毛利率较高，军工新材料业务毛利率逐年上升。由于受省内及省外占比结构、脚线长度和新会计准则影响，民爆产品毛利率逐年下降，由于其业务占比最高，公司综合毛利率呈下降趋势；净利率受 2022 年子公司太格时代计提商誉减值损失影响，呈波动态势。

图8.2023年净利率比上年增长5.48pct



数据来源：iFinD、财通证券研究所

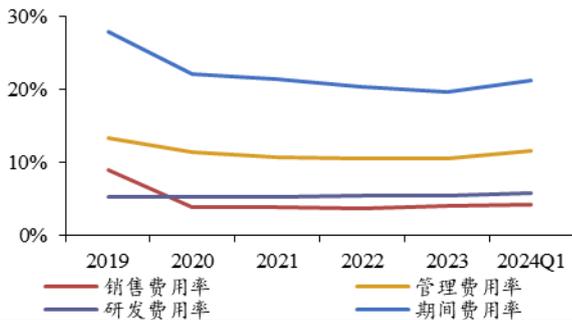
图9.民爆业务毛利率呈下降趋势



数据来源：iFinD、财通证券研究所

期间费用率逐年下降，研发费用率稳步提升。2020年，公司开始执行新的收入准则，将与销售相关的运输装卸费计入营业成本，期间费用率大幅下降。2019-2023年，公司不断加大研发投入，研发费用从2019年的0.75亿元增加至2023年的1.38亿元，研发费用率从2019年的5.21%上升至2023年的5.44%。

图10.期间费用率降低



数据来源：公司公告、财通证券研究所

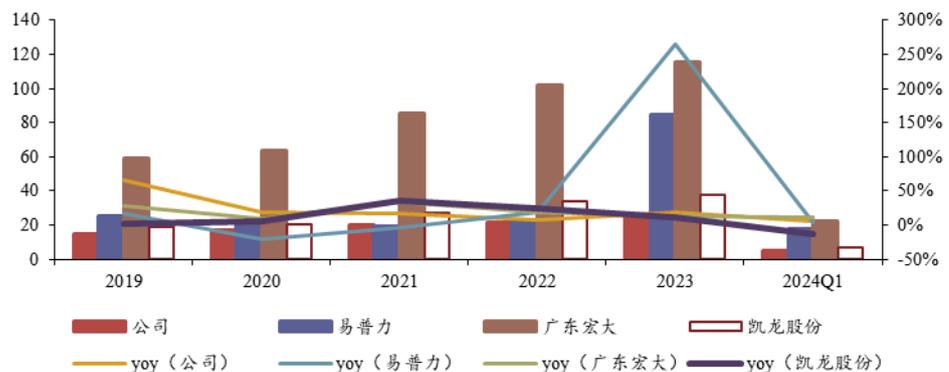
图11.研发投入持续增长



数据来源：公司公告、财通证券研究所

与同行业相比，公司2019-2021年营收增速都处于较高水平，但2021-2022年，由于公司面对全球新冠疫情持续蔓延、大宗商品价格大幅上涨、经济下行压力加大、主要原材料价格高位运行等不利因素，导致公司营收增速放缓。随着民爆行业产品结构调整，公司营收高增速有望恢复。

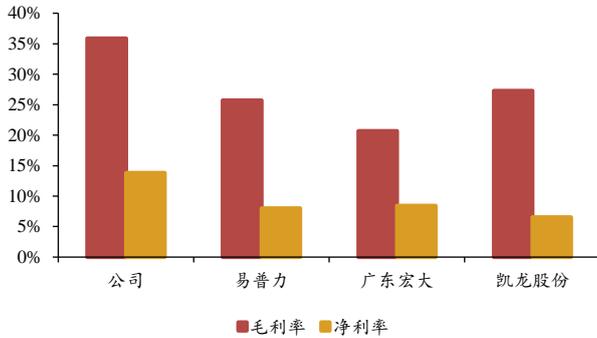
图12.公司营收以及营收增速与同行业其他公司对比 (亿元)



数据来源：iFinD、财通证券研究所

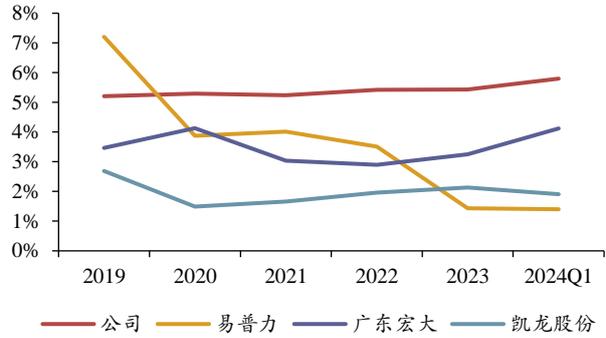
同行业相比，公司的盈利能力、研发能力位于前列。从盈利层面来看，2023 年公司综合毛利率和净利率分别为 35.88%/13.84%，在行业内处于领先水平。从研发费用率来看，2019 年公司该项指标位于行业中上游，而后逐年上升，2023 年达到 5.44%，处于行业较高水平。

图13.公司 2023 年盈利能力处于行业内领先水平



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图14.公司研发费用率与同行业相比处于前列



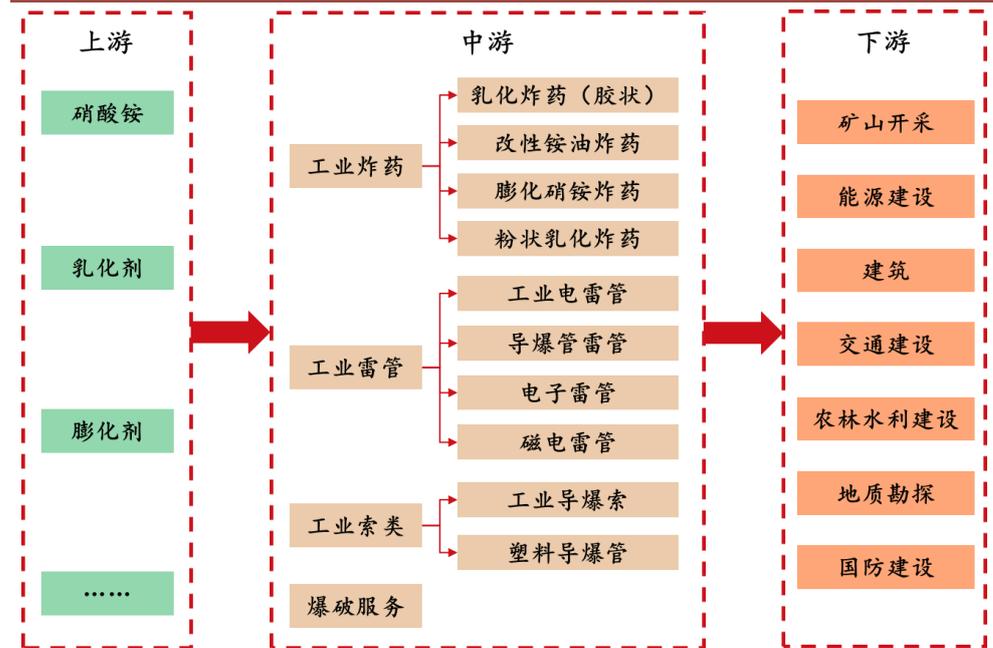
数据来源：iFinD、财通证券研究所

2 民爆行业改革发展，公司受益于产业链延伸

2.1 行业受严格管制，安全性为改革主线

民爆行业是国家的基础性行业，在资源开发和基础设施建设领域具有不可替代的作用，被称为“能源工业的能源，基础工业的基础”。其产品广泛应用于矿山开采、能源建设、建筑、交通、水利、地质勘探和国防等领域。民爆物品主要有工业炸药、工业雷管、工业索类三大类。

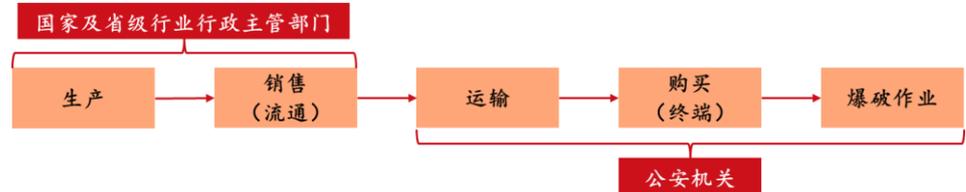
图15.民爆行业产业链



数据来源：华经情报网、财通证券研究所

民爆器材属于易燃易爆的危险品，尤其是工业炸药产品属于危险化学品，涉及公共安全，其生产、销售、购买、运输、爆破、储存所有流程都由政府部门严格监管，行业实行严格的生产许可、销售许可以及工程资质认证许可证制度。

图16.民爆行业各环节存在严格的许可证制度



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

区域性是民爆行业的重要特征。1) 安全性因素：对于民爆行业企业而言，运输距离越长，安全风险相对越高。2) 民爆产品远距离运输直接成本高：根据公司招股书披露数据，对于 1000 公里的运输里程，每吨工业炸药物流成本约为 890 元，约占每吨工业炸药毛利的 30%。3) 法律法规对民爆物品运输严格监管，单车最高运输量不超过 10 吨，最高车速为 60km/h。由于上述三种原因，从实践情况来看，工业炸药产品销售半径一般为 1200 公里以内，故形成了一定的区域性供需关系格局。

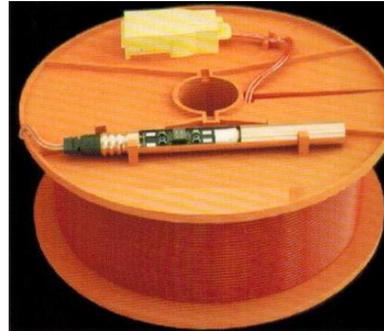
现场混装炸药和数码电子雷管替换为行业主要发展方向。1) 现场混装技术将制药、装药同时在爆破现场进行，减少了炸药制备、储存、运输、使用及中转过过程中的不安全因素，大幅度降低爆破成本，成为当今工业炸药生产技术的发展趋势。2) 电子雷管用电子芯片(模块)取代了传统雷管中的化学延期体，具有延期精度高、安全性好、网络可检测等优点。此外，中国的电子雷管内置密码和身份码，能够从技术上最大程度地实现对雷管爆破作业的监控管理。

图17.公司旗下江铜民爆现场混装乳化炸药车



数据来源：公司官网、财通证券研究所

图18.公司电子雷管



数据来源：公司官网、财通证券研究所

工信部已对现场混装炸药占比以及数码电子雷管替代普通工业雷管提出了明确的要求。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出，到 2025 年，企业现场混装炸药许可产能占比 $\geq 35\%$ ；严格执行工业雷管减量置换为数码电子雷管政策，

除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外,2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售除数码电子雷管外的其它工业雷管。

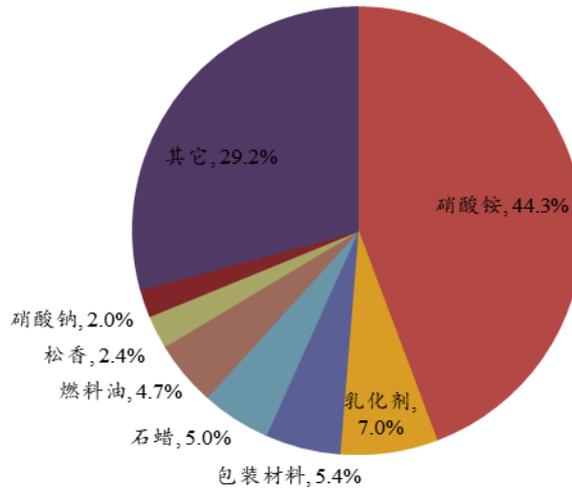
表1.国家政策逐步推进,以安全性为主线

发布时间	政策文件	主要内容
2018.11	《关于推进民爆行业高质量发展的意见》	将普通雷管转型升级为数码电子雷管的按 10:1 比例将普通雷管产能置换为数码电子雷管产能;对于拆除基础雷管生产线的,拆除部分产能置换比例调整为 5:1;对拆除整条雷管生产线的,拆除部分产能置换比例调整为 3:1;对于撤销生产厂点的撤销部分产能置换比例调整为 2:1
2021.12	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	全面推广工业数码电子雷管,除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外,2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管
2023.3	《关于进一步做好民爆行业有关重点工作的通知》	鼓励、引导生产企业主动参与行业重组整合工作,提升自动化生产水平,减少企业数量;落实“2025年企业现场混装炸药许可产能占比不低于35%”的工作目标,加快推广现场混装作业方式,置换混装炸药产能,争取在2024年6月底前达到目标
2024.4	《推动工业领域设备更新实施方案》	实施“机械化换人、自动化减人”和“机器人替人”工程,重点对工业炸药固定生产线、现场混装炸药生产点及现场混装炸药车、雷管装填装配生产线等升级改造

数据来源:华经产业研究院、公司公告、金奥博年报、财通证券研究所

民爆行业的上游主要为生产所需的硝酸铵、乳化剂和油性材料等原材料供应行业,其中硝酸铵为工业炸药最主要的原材料,其价格的波动对工业炸药的成本产生重大影响。根据华经产业研究院 2021 年报告,硝酸铵占工业炸药成本的 44.3%。

图19.硝酸铵占据工业炸药成本的 44.3%



数据来源:华经产业研究院、财通证券研究所

行业集中度低、产能过剩的特点突出,政策指引下,产业链一体化是重要趋势。

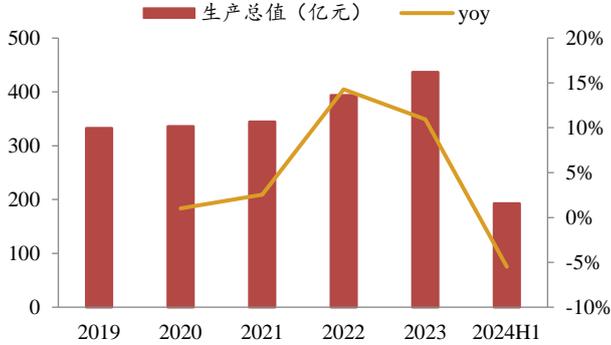
《“十四五”民用爆炸物品行业发展规划》提出“十四五”期间的行业发展目标,最终到 2025 年,民爆生产企业数量预期减少到少于 50 家,排名前 10 的民爆企业行业生产总值预期占比大于 60%。

2.2 行业运行平稳,企业利润增加

整体来看,根据中国爆破器材行业协会数据,2023 年以来民爆行业总体运行呈现经济指标稳步增长、电子雷管全面替代、主材价格逐月下降、企业重组整合稳步

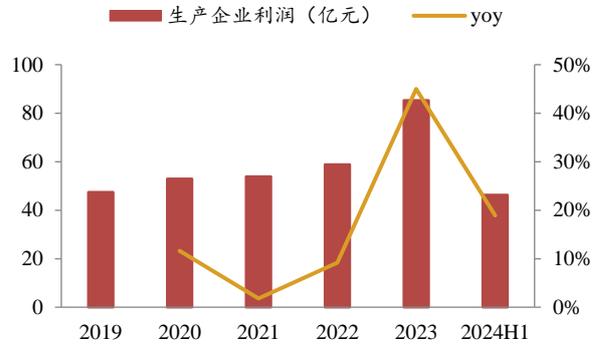
推进的运行态势。2024 上半年，民爆行业生产企业累计完成生产总值 192.55 亿元，同比下降 5.49%；累计实现利润总额 46.26 亿元，同比增长 18.92%。

图20.2024 年上半年民爆行业生产总值呈缩量下行态势



数据来源：中国爆破行业器材协会、财通证券研究所

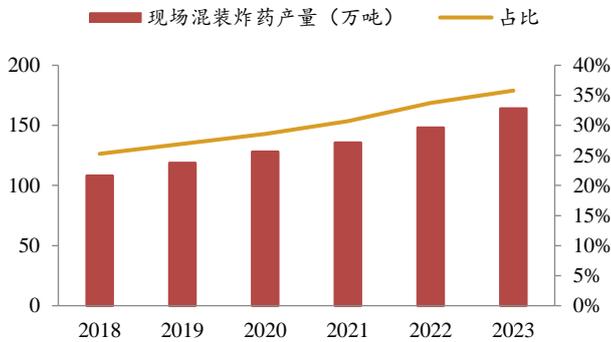
图21.民爆行业总体利润保持稳定增长



数据来源：中国爆破行业器材协会、财通证券研究所

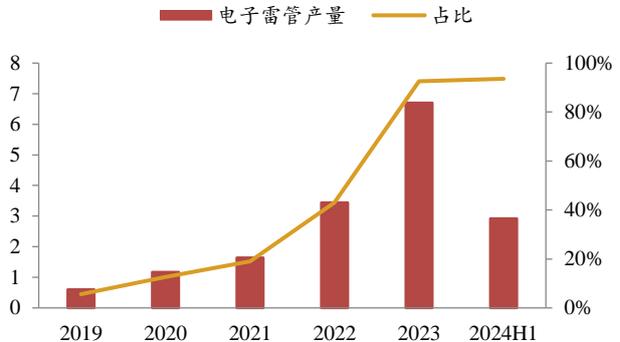
从现场混装炸药和电子雷管发展程度来看，2023 年，民爆生产企业现场混装炸药累计产量为 163.97 万吨，同比增长 10.76%；工业雷管累计产量为 7.24 亿发，同比减少 10.06%，其中电子雷管产量为 6.70 亿发，同比增长 94.89%，占雷管总产量的 92.54%，所占比例比 2022 年增加 50 个百分点，电子雷管已实现全面替代普通雷管。

图22.2018-2023 年现场混装炸药产量及占比逐年上升



数据来源：中国爆破器材行业协会、财通证券研究所

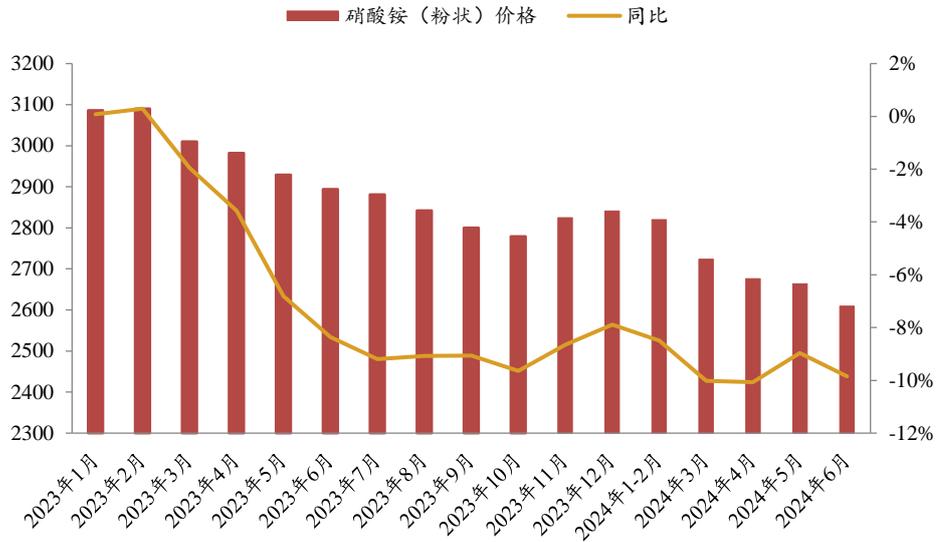
图23.2023 年电子雷管置换加快（亿发）



数据来源：中国爆破器材行业协会、财通证券研究所

从上游来看，根据中国爆破器材行业协会数据，近一年硝酸铵总体价格呈下降趋势，截止至 2024 年 6 月末，粉状硝酸铵价格为 2609 元/吨，同比下降 9.85%。硝酸铵作为民爆产品主要原材料，其价格下行使得公司民爆产品成本降低，综合毛利率提升。

图24.2023 年以来，粉状硝酸铵价格呈下降趋势（元/吨）



数据来源：中国爆破器材行业协会、财通证券研究所

竞争格局：市场较为分散，主要生产企业份额差距相对较小。近年来，随着民爆企业集团重组整合稳步推进，行业集中度持续提升。根据中国爆破器材行业协会数据，2023 年有 20 余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议，**产业集中度进一步提升**。行业排名前 20 家企业集团合计生产总值达 352 亿元，约占行业总产值的 81%，所占比例比 2022 年增长约 5 个百分点；行业排名前 20 家企业集团合计炸药产量达 381 万吨，约占行业总产量的 83%，所占比例比 2022 年增长约 5 个百分点。

表2.2023 年公司的生产总值排名第 11，前 20 名占行业生产总值比例为 80.73%

序号	集团名称	生产总值 (亿元)	序号	集团名称	生产总值 (亿元)
1	北方特种能源集团有限公司	44.5	11	江西国泰集团股份有限公司	14.8
2	易普力股份有限公司	42.26	12	新疆雪峰科技（集团）股份有限公司	12.72
3	广东宏大爆破股份有限公司	26.87	13	山西壶化集团股份有限公司	10.07
4	保利联合化工控股集团股份有限公司	26.22	14	深圳市金奥博科技股份有限公司	9.97
5	四川雅化实业集团股份有限公司	25.78	15	福建海峡科化股份有限公司	9.79
6	云南民爆集团有限责任公司	23.13	16	山西省民爆集团有限公司	8.02
7	内蒙古生力民爆股份有限公司	20.12	17	重庆顺安爆破器材有限公司	6.97
8	抚顺隆辉化工有限公司	20.06	18	浙江新联民爆器材有限公司	6.87
9	湖北凯龙化工股份有限公司	17.52	19	四川石油射孔器材有限责任公司	5.71
10	前进民爆股份有限公司	15.4	20	平朔多种经营开发公司炸药厂	5.65
前 20 名生产总值合计 (亿元)					352.44
行业生产总值合计 (亿元)					436.58
前 20 名占行业生产总值比例					80.73%

数据来源：中国爆破器材行业协会、财通证券研究所

2.3 区位+产能+技术，公司竞争优势凸显

2.3.1 江西唯一民爆生产企业，区位及产能优势显著

公司下属新余国泰是江西省唯一的电子雷管生产企业，目前许可产能 2927 万发，自主研发的电子雷管自动装配生产线达到国内领先水平，对江西省及周边省份的民爆市场有较强的调控能力和影响力。

根据公司《关于收到调整公司雷管生产许可能力复函的自愿性信息披露公告》，公司于 2024 年 5 月收到国家工信部门的批复，同意公司将部分导爆管雷管置换为 217 万发电子雷管，公司电子雷管产能增加至 2727 万发，另有导爆管雷管产能 200 万发（仅用于出口）。同行业公司相比，公司民爆物品许可产能较高，同时起爆器材产能利用率可达 100%。

表3.从许可产能和利用率情况来看，公司产能利用率较高

	产品类别	许可产能	2023 年产能利用率
公司	工业炸药（吨）	174000	93.48%
	工业雷管（万发）	2727	100%
	工业导爆索（万米）	200	100%
易普力	工业炸药（吨）	521500	89.97%
	电子雷管（万发）	6450	79.36%
	导爆管雷管（万发）	2000	1.60%
	工业导爆索（万米）	2000	28.35%
广东宏大	工业炸药（吨）	494000	84.27%
	电子雷管（万发）	3334	53.66%
保利联合	工业炸药（吨）	464500	74.80%
	电子雷管（万发）	17265	56.56%
	导爆索（万米）	2000	16.50%
雅化集团	工业炸药（吨）	260500	93.79%
	工业雷管（万发）	8777	77.06%
	工业导爆索（万米）	2300	56.41%
	塑料导爆管（万米）	10000	100.00%
金奥博	工业炸药（吨）	83500	83.87%
	电子雷管（万发）	7167	44.98%
	普通雷管（万发）	3850	0.98%
	塑料导爆管（万米）	6000	2.51%
壶化股份	工业炸药（吨）	78000	70.92%
	起爆具（吨）	2300	34.75%
	普通工业雷管（万发）	2000	38.33%
	数码电子雷管（万发）	5880	67.27%

数据来源：各公司年报、财通证券研究所（注：2024 年 5 月 6 日，公司电子雷管产能增加至 2727 万发）

2.3.2 产业链上游延伸，解决芯片“卡脖子”问题

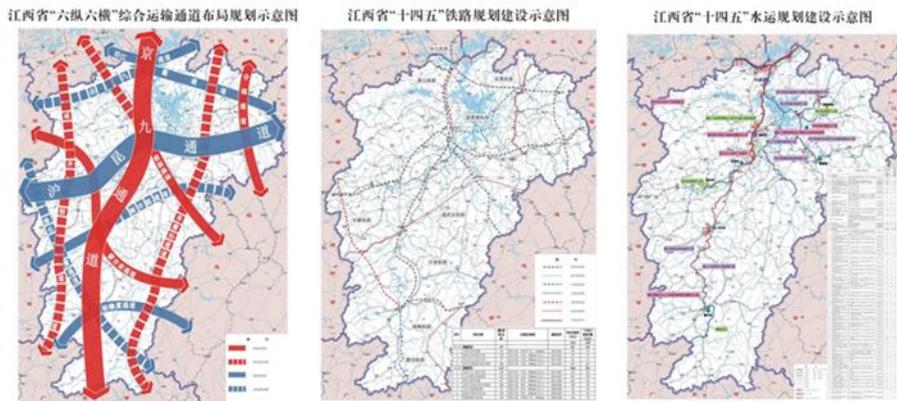
电子雷管的核心是芯片，内部存储电子雷管的序列号、延期时间、起爆密码等信息，具有逻辑控制、精确延时、定时起爆等功能。芯片采用供电线和通信线复合的双绞线接口方式；储能电容储存断电后延期模块工作所需的电能以及点燃药头所需的电能；采用电子开关以及升压电路对起爆储能电容充电，使其只有在起爆准备（连接、检测、延期时间设定、充电等）完成后，才处于待起爆状态。

为顺应民爆行业政策要求，满足工业数码电子雷管市场发展需要，公司全资子公司新余国泰与上海鲲程合资设立国鲲微电子，实施数码电子雷管延时控制模块项目，其中新余国泰占51%股权。目前，一期2000万发电子雷管芯片模组已达产达标，二期实现年产5000万发电子雷管芯片模组的扩能工作处于前期准备阶段。

2.3.3 远期：受益于江西省重大基建工程项目推进

根据《江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划》，“十四五”期间，江西省重大基建工程在铁路方面主要有昌景黄铁路、温武吉铁路、长赣铁路、瑞梅铁路、安景铁路等，十四五期间总投资额预计达1185亿元；在水利方面主要有浙赣粤运河、鄱阳湖水利枢纽等。此外，按照《江西省“十四五”能源发展规划》，江西将建设多个抽水蓄能电站项目。

图25.江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划



数据来源：江西省人民政府网、财通证券研究所

从项目的执行情况来看，部分项目仍处于待启动状态，已开工项目按照进度无法在十四五末期竣工，故远期来看，公司将受益于江西省重大基建工程项目推进带来的工业炸药和雷管的需求增长。

表4.瑞梅铁路与长赣高铁项目进展

项目	内容	备注
瑞梅铁路	江西-广东	江西省内新建线165.36公里，2022年江西段开工，已完成20.7%
长赣高铁	湖南-江西	已进入萍乡市《2024年市重点建设项目计划》，萍乡段预计2024年7月开工，总投资196亿元（2024年计划完成39亿元），2029年3月完工

数据来源：江西省政府网、生态环境部、萍乡市政府网、财通证券研究所

3 军工新材料需求持续增长，公司板块日渐成熟

3.1 澳科新材：新型钨合金材料领域的研究者和制造者

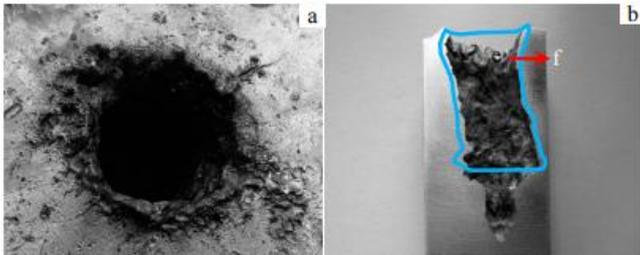
江西澳科新材料科技有限公司专业从事钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维材料的研发生产，拥有完整的钨合金材料和新型非金属纤维材料生产线，生产能力分别可达200吨和150万件；拥有武器装备科研生产单位二级保密资格、装备承

制资格和国军标质量管理体系等军品科研生产资质。2021 年公司以增资方式取得澳科新材 51% 股权。

目前澳科新材产品主要应用于海、陆、空及火箭军各类弹药的穿甲、毁伤元件及各类特种弹药。1) 军用钨基新型毁伤材料, 可同时实现穿甲、爆破、引燃、引爆, 主要产品品种为 AK17、AK06。2) 新型非金属纤维材料, 主要产品品种为 LH 丝团, 通过母弹释放子弹, 子弹抛洒导电纤维丝, 导电纤维丝具有强导电性, 搭在高压电力线路上时即产生短路现象, 甚至造成供电设施崩溃。

澳科新材作为军工装备配套零部件供应商, 直接客户为中国兵器装备集团公司、安徽长城军工股份有限公司下属单位, 最终用户为装备使用单位。根据年报, 截至 2023 年 12 月 31 日, 澳科新材 3 个项目实现批量生产、1 个项目完成状态鉴定审查、1 个项目参与竞标成功。

图26.钨合金材料破甲后的弹口与弹道



数据来源:《W-Ni-Fe 合金药型罩的破甲特性》吕翠翠、财通证券研究所

图27.导电纤维弹的破坏机理



1.母弹释放子弹

2.子弹向四面抛出

数据来源:《变电站受导电纤维弹打击的隐患和防护对策》徐宏林、财通证券研究所

3.2 拓泓新材、三石有色: 钽铌金属产销研齐头并进

钽铌是一种耐高温材料, 是高新技术产业发展的重要战略物质, 主要用于新能源电池、光学、航天航空、军工、微电子等高技术领域行业。

表5.钽、铌产品主要用于高技术领域行业

产品	应用
Ta ₂ O ₅ 及其他化合物	化合物晶体; 溅射靶材; 涂层材料; 光学玻璃; 催化剂
TaC	硬质合金添加组份
钽电容	手机、电脑、电子、数码电器等
Nb ₂ O ₅	陶瓷电容器、人工晶体、光学玻璃、化工原料、钽合金原理
钽及钽合金	超导、原子能、化工、航空航天工业等结构材料

数据来源:《钽铌工业的进步与展望》何季麟、财通证券研究所

军用方面, 随着国际局势紧张加剧, 军事竞争日益激烈, 国家战略储备量加大, 钽铌制品在军工电子元器件及高温硬质合金领域需求量激增; 民用方面, 随着科技日新月异发展, 钽铌制品在消费电子、医疗器材、半导体靶材等领域的应用稳中有增。2022 年, 美国地质调查局将钽铌等稀有金属列入《对美国安全至关重要的 50 种关键矿物目录》, 对全球优质钽铌矿的控制日益增强。

竞争格局: 从全球的市场格局来看, 钽铌高端产品领域的竞争主要集中在几家头部企业之间, 包括美国的 GAM、日本的 JX 日矿、美国的 Materion 以及我国厂商

东方钽业。东方钽业为我国钽行业的龙头，电容器级钽粉目前国内市场占有率 50% 以上。

公司下属子公司拓泓新材、三石有色主营产品为钽铌金属化合物，三石有色项目设计产能 1040 吨/年，其中氧化钽系列产品设计产能 210 吨/年，氧化铌系列产品设计产能 610 吨/年，预留氟钽酸钾产品 220 吨/年。根据公司公告，公司内部效益测算三石有色建设投产后预计年均销售收入为 2.56 亿元，年均净利润 0.30 亿元，投资收益率 25.53%，静态投资回收期税后 5.11 年。

表6.钽铌高端产品领域的竞争主要集中在几家头部企业之间

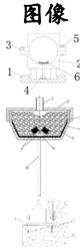
同行业公司	主要情况
美国 GAM	为冶金、电容器等各类重要应用领域客户提供钽粉、钽铌氧化物、钽铌合金产品等 集团业务涵盖功能性材料业务、薄膜材料、铜金属冶炼、钽铌业务等 产品应用于半导体、工业、航空航天、国防、汽车能源、消费电子等领域 主要从事稀有金属钽、铌、铍及合金等的研发、生产、销售和进出口业务
日本 JX 日矿	
美国 Materion	
中国东方钽业	

数据来源：东方钽业公告、财通证券研究所

3.3 新余国泰：无人机火箭助推器市场空间广阔

公司全资子公司江西新余国泰特种化工有限公司已取得武器装备科研生产单位三级保密资格认证、武器装备质量管理体系认证，是目前国内最大的小型固体火箭发动机生产企业。根据公司年报，新余国泰已研制并稳定量产 6 种型号的小型固体火箭发动机产品，可满足不同型号的无人机需求，市场空间广阔。

表7.新余国泰小型固体火箭发动机产品专利

发明名称	摘要	图像
一种助推器固定装置	该助推器固定装置，不需要双端螺杆连接，省时省力，避免拆卸螺杆造成生产效率低的问题，同时实现多种型号助推器固定的快速切换	
一种固体火箭助推器点火用的钝感型点火具	采用钝感型发火系统，满足 1A1W5min 不发火，能够适用于固体火箭助推器的点火，杯体内部密封性能好，燃气在点火具壳体内建立一定压强后产生高能量火焰喷射在助推器发射药表面，点燃发射药柱从而使固体火箭助推器迅速启动并可靠工作	
一种火箭助推器的固定装置	通过三个互成 120° 的滚轮实现对火箭助推器的支撑，并通过支撑杆可调节滚轮的位置，实现快速调节火箭助推器的水平高度	

数据来源：国家知识产权局、财通证券研究所

根据投资者关系活动记录表（20240208），2023 年公司固体火箭发动机产品已量产 3000 余发并批量供货；根据投资者关系活动记录表（20240531），2024 年年初，新余国泰成立了军工防务事务部，将此业务进行专业化管理和独立化经营，目前呈现产销两旺的发展势头。

3.4 九江国泰：含能材料产线建设，推动业绩强增长

2024年5月8日，公司发布公告，拟通过威源民爆以自有资金34000万元人民币对九江国泰进行增资，用于建设年产3000吨-4300吨（多品种柔性）含能新材料生产线项目。

表8.含能新材料生产线项目主要情况

项目地点	江西省九江市
项目内容	新建两条含能新材料生产线
年产能	合计3000吨-4300吨（多品种柔性）
项目规模	12.38亿元
资金来源	自筹资金为主，不足部分通过银行授信贷款或引进战略投资者增资

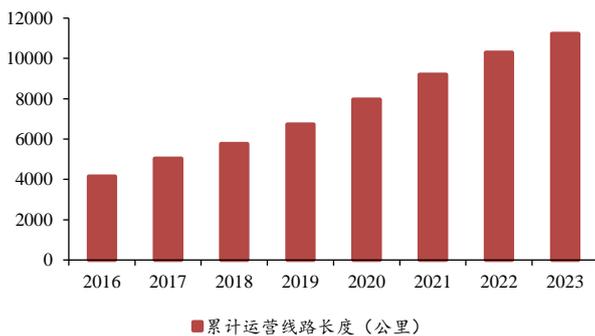
数据来源：公司公告、财通证券研究所

根据投资者关系活动记录表（20240701），2024年6月19日公司完成对江西九江国泰新材料有限公司注册资本金增至3.5亿元工作，目前正全力推进项目实施主体取得项目用地，进行项目初步设计评审以及启动项目相关招投标工作，努力按核准批文确定的时间节点建成投产，争取2025年下半年开始交付产品。

4 深耕轨交智能供电产业，公司行稳致远

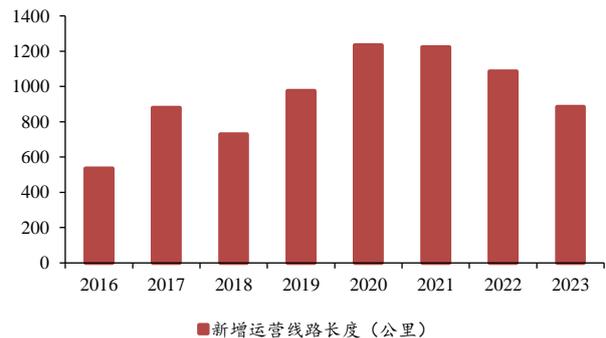
轨道交通建设是我国基建投资的重要组成部分，2021年前，在我国城市化进程快速推进及政策利好下，轨道交通新增运营线路长度保持增长趋势，对轨道交通电气自动化行业需求也不断上升，2021年后其增长放缓。根据中国城市轨道交通协会，2023年，我国城轨交通累计运营线路长度11232.7公里，新增运营线路长度884.6公里。

图28.2016-2023年我国城轨交通累计运营线路长度



数据来源：中国城市轨道交通协会、财通证券研究所

图29.2016-2023年我国城轨交通新增运营线路长度



数据来源：中国城市轨道交通协会、财通证券研究所

2024年3月，国务院审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，要求到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，涉及机械设备、医疗器械、交通运输、汽车、家用电器、轻工制造、社会服务等领域。中国高铁自2008年启动大规模建设，目前很多

设备已达到 10 年的设计使用寿命，随着大规模设备更新换代政策的启动，轨道交通设备或将优先受益。

北京太格时代自动化系统设备有限公司成立于 2004 年，从事电气化及信息化服务，是业内少有几家能够提供 300-350km/h 高铁业绩并具有 CRCC 认证的供应商，其产品铁路供电综合 SCADA 系统具有较强的竞争优势。2019 年被公司收购，成为公司的控股子公司。

图30.太格时代产品解决方案



数据来源：公司官网、财通证券研究所

5 盈利预测

公司是江西省内唯一民爆生产企业，军工新材料受益于下游需求提升与产线启动建设，轨交自动化及信息化业务则受益于政策推动。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 27.49/34.68/42.01 亿元，归母净利润分别为 3.35/4.05/5.16 亿元，整体毛利率分别为 36.94%/36.81%/37.56%。

核心假设与业绩拆分

1) 民爆一体化：

受国家政策影响，“十四五”期间矿山作业、基础设施建设项目推进使得民爆需求保持平稳，有小幅上升，我们预计 2024-2026 年民爆一体化业务总体营收分别为 17.52/18.18/18.72 亿元，工业炸药、爆破工程毛利率受原材料硝酸铵价格影响，雷管毛利率受芯片模组价格影响，由于 2024 年硝酸铵价格呈下降态势，公司自研雷管芯片使得成本下降，预计 2024-2026 年民爆一体化业务毛利率波动，分别为 39.99%/39.53%/39.05%。

2) 军工产品（不包括含能材料）：

受益于三石有色达产、新型装备的研发和列装及无人机技术的发展，我们预计2024-2026年军工新材料（不包括含能新材料）总体营收分别为**3.13/4.84/7.07亿元**，毛利率分别为**23.37%/23.27%/23.12%**。

3) 含能材料：

含能新材料生产线项目预计2025年下半年开始交付产品，按2025年年产能2500吨、均价15万元/吨计算，参考江苏红光2023年利润率水平，我们预测2025年含能新材料营业收入为3.75亿元，毛利率为40.00%；2026年产能利用率提高、收入翻番，对应含能新材料营业收入为7.50亿元，由于规模效应成本下降，2026年含能新材料毛利率为45.00%。

4) 轨交自动化及信息化：

轨交行业具有低碳、环保、高效、节能的巨大优势，产业数字化转型和数字政府建设成为未来中国发展建设重点工作，轨交自动化及信息化未来将保持小幅增长势头，我们预测2024-2026年轨交自动化及信息化业务营业收入分别为2.55/2.68/2.82亿元，毛利率逐渐恢复，分别为40.00%/41.00%/42.00%。

5) 高氯酸钾：

考虑到高氯酸钾高景气度无法长期持续，预计2024年高氯酸钾销售收入回落，而后由于永宁科技扩大产能，该产品的营收利润上升，我们预测**高氯酸钾2024-2026年营业收入分别为2.18/3.05/3.66亿元**，**同比增长-10%/40%/20%**；毛利率也呈现先降后升态势，预计2024-2026年高氯酸钾毛利率分别为35.00%/40.00%/45.00%。

6) 费用及所得税率：

销售费用方面，公司加强市场开拓，参考前三年相关费用率，给予2024-2026年3.89%/3.89%/3.91%；研发费用方面，公司研发费用已处于行业较高水平，预计2024-2026年研发费用率5.40%/5.42%/5.41%；管理费用方面，公司管理结构相对稳定，给予2024-2026年10.52%/10.50%/10.50%。公司为高新技术企业，所得税率取15.00%。

表9.公司业务拆分

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (亿元)	21.52	25.41	27.49	34.68	42.01
yoy	8.27%	18.05%	8.20%	26.12%	21.15%
毛利率	35.38%	35.88%	36.94%	36.81%	37.56%
民爆一体化					
营业收入 (亿元)	14.58	16.78	17.52	18.18	18.72
yoy	10.41%	15.08%	4.45%	3.73%	3.00%
毛利率	36.03%	36.44%	39.99%	39.53%	39.05%
军工产品 (不包括含能材料)					
营业收入 (亿元)	1.80	1.73	3.13	4.84	7.07
yoy	27.79%	-3.99%	80.74%	54.78%	46.02%
毛利率	19.01%	19.36%	23.37%	23.27%	23.12%
含能材料					
营业收入 (亿元)				3.75	7.50
yoy					100.00%
毛利率				40.00%	45.00%
轨交自动化及信息化					
营业收入 (亿元)	1.38	2.43	2.55	2.68	2.82
yoy	-56.97%	77.38%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	41.19%	39.48%	40.00%	41.00%	42.00%
高氯酸钾					
营业收入 (亿元)	1.21	2.42	2.18	3.05	3.66
yoy	19.31%	99.80%	-10.00%	40.00%	20.00%
毛利率	26.47%	46.62%	35.00%	40.00%	45.00%
其他业务 (不包括高氯酸钾)					
营业收入 (亿元)	2.56	2.05	2.11	2.17	2.24
yoy	140.41%	-20.03%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	44.29%	28.31%	30.00%	29.00%	28.00%

数据来源: iFinD、财通证券研究所

6 公司估值

公司是江西省内唯一民爆生产企业，军工新材料受益于下游需求提升与产线启动建设，轨交自动化及信息化业务则受益于政策推动。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 27.49/34.68/42.01 亿元，归母净利润分别为 3.35/4.05/5.16 亿元，对应 PE 分别为 19.03/15.74/12.36 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

公司主营业务收入以民爆产品销售收入为主。A 股中收入结构同样以民爆产品销售收入为主的主要为易普力以及凯龙股份；易普力是我国民用爆破器材行业优势骨干龙头企业，产品涵盖工业炸药、工业雷管及工业导爆索（管），是全国民爆行业产品品种规格最齐全的企业之一。凯龙股份是湖北省内最早的一批民爆器材生产企业之一，从事工业炸药生产超过 40 年，是省内龙头民爆器材生产企业。而广东宏大以矿山工程服务、民用爆破器材生产与销售、防务装备为主要业务领域，于 2023 年 9 月收购江苏红光化工有限公司，江苏红光是全国重要的军民两用基础含能材料生产企业，其主营业务与公司子公司九江国泰较为相似。采用相对法估值，2024 年行业可比企业平均 PE 为 22.41 倍，根据公司目前市值，对应当前股价是 19.03 倍 PE。

表10.可比公司估值表

股票简称	总市值 (亿元)		EPS				PE				
	2024/8/6	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
易普力	136.45	0.04	0.51	0.58	0.69	0.80	101.65	20.27	19.04	16.08	13.83
广东宏大	142.88	0.74	0.94	1.03	1.32	1.59	36.00	21.31	18.62	14.51	12.06
凯龙股份	35.64	0.27	0.35	0.25	0.4	0.48	24.85	25.86	29.56	18.39	15.24
		可比公司平均					54.17	22.48	22.41	16.33	13.71
国泰集团	63.80	0.24	0.49	0.54	0.65	0.83	44.40	20.95	19.03	15.74	12.36

数据来源: iFinD、财通证券研究所 (可比公司预测数据来自 iFinD 一致预期)

7 风险提示

- **项目建设进度不及预期:** 若出现土建施工进度不及时、供应商交付设备延迟、安装调试进度不及预期等情形, 会影响生产线项目如期投产。
- **原材料价格波动:** 公司民爆一体化业务主要原材料为硝酸铵、硝酸钠等, 受大宗原燃材料、能源价格波动影响, 原材料价格波动或将直接影响公司生产成本, 从而对经营业绩造成影响。
- **大股东质押风险:** 第三大股东江西鑫安信和投资集团有限责任公司累计质押股份占其所持公司股份总数的 86.67%, 占公司总股本的 2.09%, 大股东股票质押比例较高。
- **股东减持风险:** 公司于 2024 年 6 月 1 日公告股东江西钨业集团有限公司持股占公司总股本的 5.77%, 均为公司 IPO 前取得的股份, 拟通过集中竞价、大宗交易的方式减持不超过公司总股本 3% 的公司股份, 对公司股价有一定影响。
- **商誉减值风险:** 截至 2023 年底, 公司共有商誉 6.10 亿人民币, 若子公司业绩不及预期可能存在商誉减值风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2152.49	2541.01	2749.46	3467.50	4200.80	成长性					
减:营业成本	1391.05	1629.18	1733.92	2191.15	2622.99	营业收入增长率	8.3%	18.0%	8.2%	26.1%	21.1%
营业税费	13.22	17.88	18.67	23.45	28.64	营业利润增长率	-32.2%	89.2%	15.5%	20.8%	26.8%
销售费用	80.30	101.15	106.91	134.98	164.08	净利润增长率	-40.1%	112.0%	10.0%	20.9%	27.3%
管理费用	227.20	265.33	289.37	364.17	441.07	EBITDA 增长率	1.4%	18.3%	16.1%	16.9%	22.1%
研发费用	116.78	138.15	148.46	187.81	227.44	EBIT 增长率	0.7%	20.1%	19.9%	20.0%	25.4%
财务费用	14.97	-5.95	4.86	1.85	-5.62	NOPLAT 增长率	-5.1%	25.4%	16.6%	20.0%	25.4%
资产减值损失	-121.22	0.40	-10.22	-20.42	-30.72	投资资本增长率	13.4%	13.8%	2.0%	6.1%	3.2%
加:公允价值变动收益	0.34	-0.91	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	7.6%	8.2%	8.2%	9.0%	10.4%
投资和汇兑收益	19.56	5.69	15.42	17.56	20.06	利润率					
营业利润	214.23	405.27	468.12	565.57	717.03	毛利率	35.4%	35.9%	36.9%	36.8%	37.6%
加:营业外净收支	0.66	-2.78	0.00	0.00	0.00	营业利润率	10.0%	15.9%	17.0%	16.3%	17.1%
利润总额	214.89	402.48	468.12	565.57	717.03	净利润率	8.4%	13.8%	14.5%	13.9%	14.5%
减:所得税	35.06	50.71	70.22	84.84	107.55	EBITDA/营业收入	19.3%	19.4%	20.8%	19.3%	19.4%
净利润	143.68	304.61	335.22	405.28	516.02	EBIT/营业收入	15.3%	15.5%	17.2%	16.4%	16.9%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	951.12	1149.77	1173.15	1447.11	1512.66	固定资产周转天数	153	133	136	121	108
交易性金融资产	157.93	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	74	83	99	82	72
应收账款	615.46	728.34	805.72	961.51	1127.11	流动资产周转天数	315	333	343	307	288
应收票据	85.15	119.62	152.21	173.26	215.43	应收账款周转天数	99	95	100	92	89
预付账款	28.67	39.32	40.23	50.57	61.10	存货周转天数	54	57	60	54	53
存货	231.90	283.42	296.20	359.45	407.38	总资产周转天数	780	733	719	606	536
其他流动资产	13.36	174.59	166.59	145.66	103.57	投资资本周转天数	650	626	622	513	443
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	5.0%	9.8%	10.0%	11.2%	13.0%
长期股权投资	147.78	143.64	141.32	139.17	141.15	ROA	2.9%	5.6%	6.0%	6.7%	8.0%
投资性房地产	7.47	6.87	6.01	5.33	4.61	ROIC	6.7%	7.3%	8.4%	9.5%	11.5%
固定资产	910.05	966.40	1112.87	1214.97	1300.99	费用率					
在建工程	575.44	567.98	479.48	393.26	331.97	销售费用率	3.7%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
无形资产	361.32	358.33	350.73	343.47	336.80	管理费用率	10.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
其他非流动资产	81.02	105.51	90.47	90.47	90.47	财务费用率	0.7%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%
资产总额	4946.17	5405.28	5574.96	6091.29	6414.74	三费/营业收入	15.0%	14.2%	14.6%	14.4%	14.3%
短期债务	818.34	984.95	785.86	732.79	456.72	偿债能力					
应付账款	285.63	354.99	383.10	476.20	573.46	资产负债率	33.3%	33.9%	30.6%	30.8%	27.5%
应付票据	259.77	14.33	54.52	109.07	96.62	负债权益比	49.8%	51.3%	44.2%	44.6%	37.9%
其他流动负债	3.30	5.75	3.63	4.86	4.00	流动比率	1.36	1.55	1.77	1.89	2.22
长期借款	0.11	135.00	135.00	135.00	135.00	速动比率	1.18	1.25	1.44	1.57	1.86
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	14.57	27.76	21.39	29.18	44.23
负债总额	1644.91	1832.18	1708.03	1877.66	1763.20	分红指标					
少数股东权益	443.42	454.67	517.35	592.80	686.26	DPS(元)	0.08	0.15	0.15	0.15	0.15
股本	621.24	621.24	621.24	621.24	621.24	分红比率	0.35	0.31	0.31	0.32	0.33
留存收益	893.37	1148.28	1375.40	1646.64	1991.10	股息收益率	1.0%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
股东权益	3301.27	3573.10	3866.93	4213.63	4651.53	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.24	0.49	0.54	0.65	0.83
净利润	143.68	304.61	335.22	405.28	516.02	BVPS(元)	4.60	5.02	5.39	5.83	6.38
加:折旧和摊销	87.83	97.90	98.89	100.99	104.79	PE(X)	33.5	21.2	19.0	15.7	12.4
资产减值准备	153.28	37.26	40.93	75.01	96.24	PB(X)	1.7	2.1	1.9	1.8	1.6
公允价值变动损失	-0.34	0.91	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	22.55	14.21	22.11	19.44	16.08	P/S	2.3	2.5	2.3	1.8	1.5
投资收益	-19.56	-5.69	-15.42	-17.56	-20.06	EV/EBITDA	11.7	13.1	10.7	8.7	6.7
少数股东损益	36.14	47.16	62.68	75.45	93.45	CAGR(%)					
营运资金的变动	-133.68	-118.53	-86.14	-96.51	-183.13	PEG	—	0.2	1.9	0.8	0.5
经营活动产生现金流量	289.68	371.54	458.04	561.51	622.81	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-202.62	-401.79	-105.75	-79.11	-93.53	REP					
融资活动产生现金流量	27.36	582.14	-328.91	-208.44	-463.73						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 06 日收盘价计算)

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；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；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。