

国泰集团 (603977)

证券研究报告
2025年03月27日

区域民爆龙头多元化布局，下游需求牵引助力腾飞

区域龙头深耕民爆产业，一体两翼多元化布局促增长

国泰集团以民爆一体化为核心业务，涵盖工业炸药、工业雷管及爆破工程等，同时积极拓展军工新材料和轨交自动化及信息化产业，形成了“一体两翼”的发展格局。公司作为江西省唯一的民爆生产企业，公司在区域内具有显著的市场优势，其产品广泛应用于矿山开采、基础设施建设等领域。公司外延军工新材料产业加快发展，军工业务由多个控股子公司开展，在军工领域多点布局，着力打造公司发展新支柱。

聚焦民爆主业，盈利能力较为稳定

2024年前三季度公司实现营收17.04亿元，同比减少5.92%；实现归母净利润2.19亿元，同比减少3.16%，主要系民爆产品单价下滑等多因素影响。2021年至2023年公司营业收入从19.88亿元增长至25.41亿元，CAGR达13.06%，整体呈现稳步增长态势。我们认为，伴随未来下游需求的逐步提升，公司营业收入和归母净利润有望回暖，且2024年H1民爆产品销量平稳，军工新材料等业务取得重大突破，公司的多业务布局或将使其全年延续营收利润增长趋势。

多维度布局军品业务，下游需求有望提高

我国2024年军费预算为16655.4亿元人民币，同比增长7.2%，增幅与2023年持平。2010年至2017年中国年度国防费构成中装备费支出占比持续维持在33.2%以上，整体上呈现上升趋势。我们认为，我国军费增速连续三年增速超7%，同时国防费中装备费用支出比例呈现上升趋势，我国装备采购额有望持续提升，公司产品或将受益于下游高景气度，有望实现迅速放量。

2024年5月9日，公司增资34,000万元建设年产3,000吨-4,300吨（多品种柔性）含能新材料生产线项目，其中001线预计2025年6月投产，年产能2500吨；003线预计2026年中期投产，年产能500吨-1800吨。我们认为，增产项目有望显著提升公司（多品种柔性）含能新材料产能，提升公司含能材料供给侧能力，未来或将增厚公司收入，为公司营收和利润的后续增长提供坚实动力。

行业供给侧集中度提升，水运项目概念催化

江西省加快基础设施建设，公司民爆或乘东风。赣粤运河是推进长江、珠江两大水系运河连通的战略性工程，是国家高等级航道网“四纵四横两网”中的纵三——浙赣粤通道的重要组成部分。浙赣粤运河总计划投资3200亿元，全长1988公里，其中赣粤运河1288公里，规划投资匡算约1500亿元。我们认为，浙赣粤大运河建设的推进有望极大拉动民爆产业下游需求，或将提高行业整体景气度，从而有望推动公司民爆一体化业务规模步入快速增长区间。

盈利预测与建议：综合公司各业务发展形式，以及下游需求政策以及基建工程规划，我们假设公司民爆一体化业务基本盘规模得到可观扩张，公司军工新材料业务及其他业务发展持续较快。在此假设下预测2024-2026年公司净利润分别为3.20亿元、3.96亿元和5.04亿元，对应EPS分别为0.51元/股、0.64元/股、0.81元/股。对应目前PE为24.67、19.92、15.63倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、市场竞争风险、需求不及预期的风险、项目建设进度不达预期的风险、股价波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,152.49	2,541.01	2,749.40	3,430.71	4,401.33
增长率(%)	8.27	18.05	8.20	24.78	28.29
EBITDA(百万元)	661.06	620.51	569.09	682.68	843.03
归属母公司净利润(百万元)	143.72	304.61	319.51	395.74	504.43
增长率(%)	(40.13)	111.95	4.89	23.86	27.46
EPS(元/股)	0.23	0.49	0.51	0.64	0.81
市盈率(P/E)	54.85	25.88	24.67	19.92	15.63
市净率(P/B)	2.76	2.53	2.36	2.19	2.00
市销率(P/S)	3.66	3.10	2.87	2.30	1.79
EV/EBITDA	7.51	10.76	12.89	10.69	7.88

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.69元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	621.24
流通A股股本(百万股)	621.24
A股总市值(百万元)	7,883.56
流通A股市值(百万元)	7,883.56
每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	32.28
一年内最高/最低(元)	15.35/8.93

作者

王泽宇	分析师
SAC执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
唐婕	分析师
SAC执业证书编号：S1110519070001	tjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 区域龙头深耕民爆产业，一体两翼多元化布局促增长	4
2. 聚焦民爆主业，盈利能力较为稳定	7
3. 多维度布局军品业务，下游需求有望提高	8
3.1. 军费预算维持高增速，下游装备需求持续提升	8
3.2. 含能材料需求凸显，公司产能建设加速	9
3.3. 军工新材料业务有望受益于装备费用占比的不断攀升	10
3.4. 布局数字产业，聚焦军用仿真	11
4. 行业供给侧集中度提升，水运项目概念催化	12
4.1. 民爆行业总体稳中向好，供给端集中度持续提高	12
4.2. 民爆一体化产能利用充分，基础设施建设利好未来需求	13
5. 盈利预测和投资建议	14
5.1. 核心假设	14
5.2. 相对估值	15
6. 风险提示	15
6.1. 原材料价格波动风险	15
6.2. 市场竞争风险	15
6.3. 需求不及预期的风险	16
6.4. 项目建设进度不达预期的风险	16
6.5. 股价波动风险	16

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（部分）	4
图 3：公司各子公司业务范围	5
图 4：公司 2021-2024 年前三季度营业收入情况（亿元）	7
图 5：公司 2021-2024 年前三季度归母净利润情况（亿元）	7
图 6：公司 2021-2024 年前三季度净利率与毛利率情况	8
图 7：公司 2021-2024 年前三季度期间费用率情况	8
图 8：公司 2021-2023 年公司营业收入构成	8
图 9：公司 2021-2023 年主营业务毛利率	8
图 10：2015-2024 年我国军费预算情况（中央本级支出安排）	8
图 11：2024 年初，乌军称装备的美制 M109 自行榴弹炮每门每天只能分到几枚炮弹，弹药供不应求	10
图 12：美国 BLU-109 战斗部侵爆毁伤过程	10
图 13：公司小型固体火箭发动机产品	11
图 14：民爆行业产业链	12

图 15：2021-2024H1 民爆行业生产总值（单位：亿元） 12

图 16：江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要中水运规划示意图 13

表 1：公司主营产品 5

表 2：2010-2017 年中国年度国防费构成（单位：亿元） 9

表 3：含能材料代际划分 9

表 4：公司钽铌氧化物产能情况 11

表 5：军事仿真 2018-2021 年主要行业政策 11

表 6：“十四五”民爆行业发展部分主要预期指标 13

表 7：公司民爆业务产能与产销率情况 13

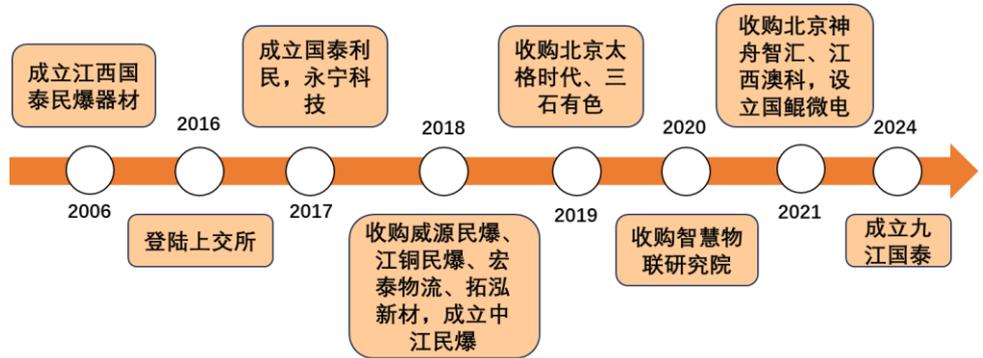
表 8：公司各业务盈利预测（单位：百万元） 14

表 9：可比公司 PE 预测（Wind 一致预期，截止 2025/3/26） 15

1. 区域龙头深耕民爆产业，一体两翼多元化布局促增长

国泰集团以民爆一体化为核心业务，涵盖工业炸药、工业雷管及爆破工程等，同时积极拓展军工新材料和轨交自动化及信息化产业，形成了“一体两翼”的发展格局。公司成立于2006年，2016年在上海证券交易所上市。作为江西省唯一的民爆生产企业，公司在区域内具有显著的市场优势，其产品广泛应用于矿山开采、基础设施建设等领域。公司外延军工新材料产业加快发展，军工业务由多个控股子公司开展，在军工领域多点布局，着力打造公司发展新支柱。

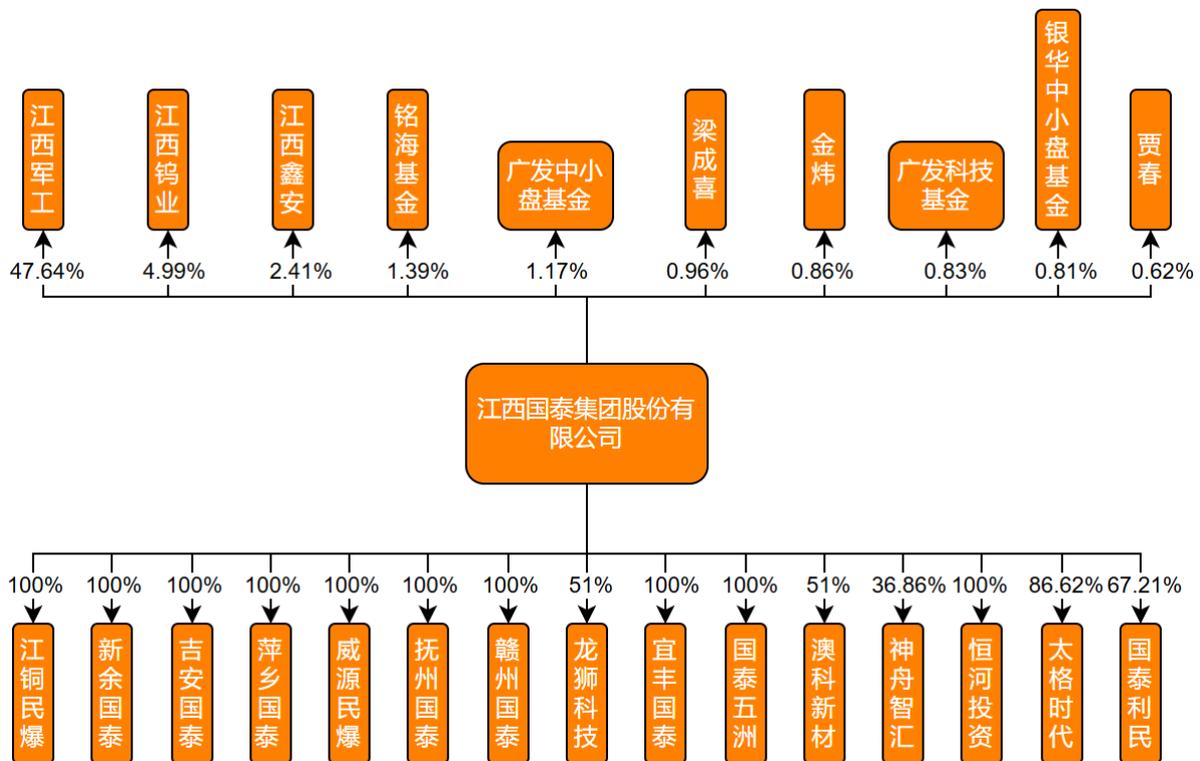
图 1：公司发展历程



资料来源：国泰集团官网，公司公告，天风证券研究所

截止 2024 年三季报，国泰集团的控股股东为江西省军工控股集团有限公司（江西军工产业投资平台），直接持股比例为 47.64%，实际控制人是江西省国有资产监督管理委员会。公司第二大股东为江西钨业集团有限公司，持股比例为 4.99%，其实际控制权归属于江西省国有资产监督管理委员会。我们认为，公司股权结构较为集中，背靠江西省国资委，或有利于公司整体运营。

图 2：公司股权结构（部分）

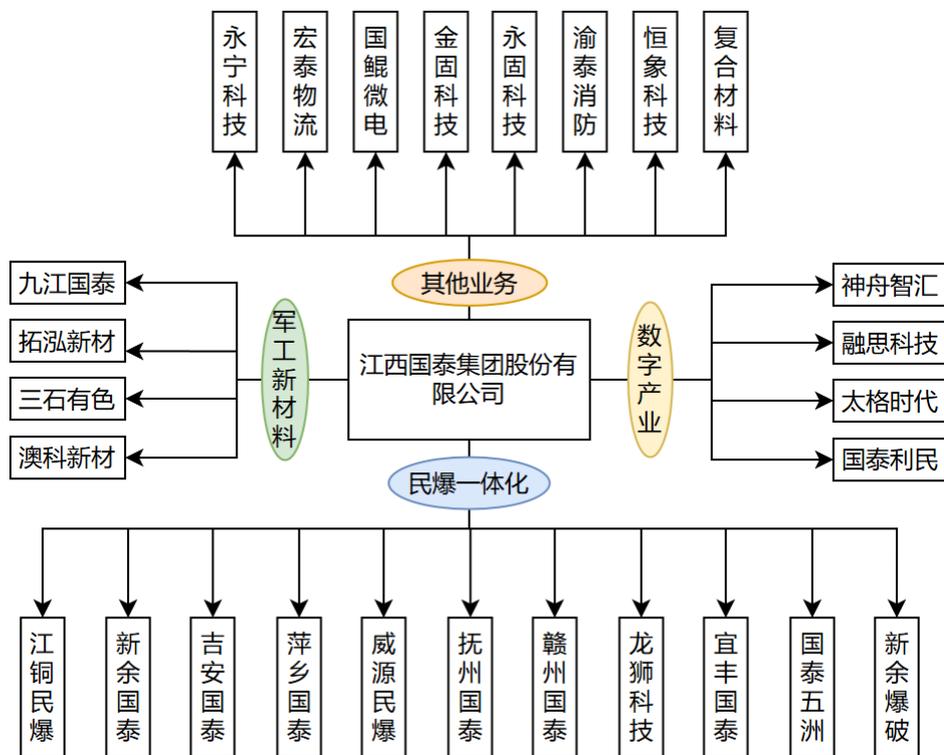


资料来源：wind，天风证券研究所

备注：截止 2024 年 9 月 30 日

民爆一体化产业为主体，军工新材料和轨交自动化及信息化产业为两翼。在民爆一体化领域，公司提供工业炸药、雷管等产品，并为矿山和基建项目提供爆破服务。军工新材料方面，通过子公司拓泓新材和三石有色主营钽铌湿法冶炼业务，澳科新材专注于钨基毁伤材料和非金属纤维材料的研发，同时神舟智汇负责军事模拟仿真系统的开发。轨道交通自动化及信息化板块中，太格时代子公司提供电气化工程和信息化工程服务，而国泰利民子公司则专注于开发和销售 SaaS 化软件产品。此外，公司还依托永宁科技开展高氯酸钾业务，并利用宏泰物流进行物流业务。

图 3：公司各子公司业务范围



资料来源：国泰集团官网，公司公告等，天风证券研究所

表 1：公司主营产品

所属门类	产品名称	产品实例
工业炸药	三级煤矿许用乳化炸药	
	直径 120mm2 号岩石乳化炸药	
	包装乳化粒状铵油炸药	
	直径 32mm2 号岩石乳化炸药	

	直径 70mm2 号岩石乳化炸药	
	膨化硝酸铵炸药	
起爆器材	数码电子雷管	
	磁电雷管	
	导爆管	
	工业导爆索	
	起爆母线	
信息化产品	赣鄱党建云	
	江西国资安全监管平台	
	流动 e 站-永丰	
	政务机器人	

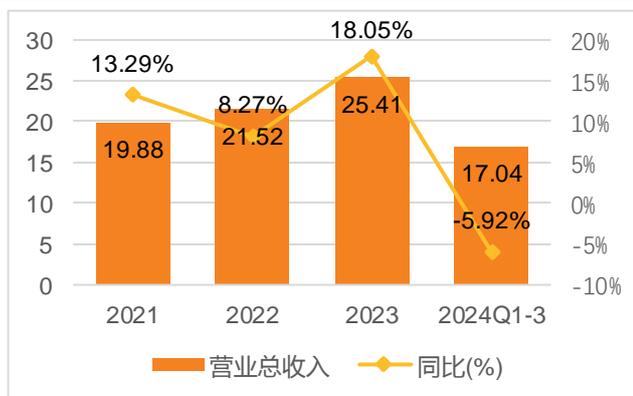
军工新材料	氟钽酸钾	
	氧化铈	
	氧化钽	
	小型固体火箭发动机	
	军用钨基新型毁伤材料	

资料来源：国泰集团官网，天风证券研究所

2. 聚焦民爆主业，盈利能力较为稳定

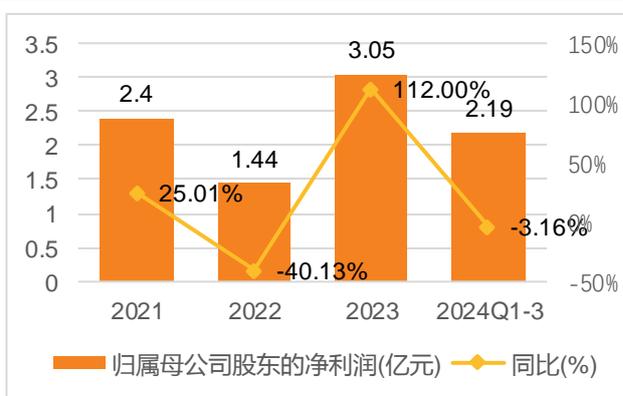
营收利润短期承压，多业务布局或提升整体业绩。2024 年前三季度公司实现营收 17.04 亿元，同比减少 5.92%；实现归母净利润 2.19 亿元，同比减少 3.16%，公司民爆一体化产业受行业波动影响，收入有所下降，但受益于原材料下跌因素影响，利润略有增长；轨交信息化产业及军工新材料产业收入确认集中反映在四季度。2021 年至 2023 年公司营业收入从 19.88 亿元增长至 25.41 亿元，CAGR 达 13.06%，整体呈现稳步增长态势。**我们认为，伴随未来下游需求的逐步提升，公司营业收入和归母净利润有望回暖，且 2024 年 H1 民爆产品销量平稳，军工新材料等业务取得重大突破，公司的多业务布局或将使其全年延续营收利润增长趋势。**

图 4：公司 2021-2024 年前三季度营业收入情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司 2021-2024 年前三季度归母净利润情况（亿元）

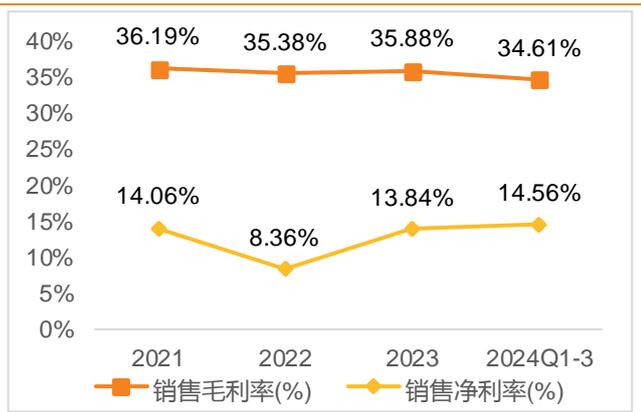


资料来源：wind，天风证券研究所

利润率较为稳定，期间费用有望改善。2021 到 2023 年，公司综合毛利率相对稳定在 35% 左右，在 2024 年前三季度出现小幅下降，主要系工业炸药、电子雷管、高氯酸钾等产品单价下降导致营业收入下降所致；2022 年公司净利率受太格时代业绩影响出现较大回落，此后呈现持续增长态势。2021-2023 年公司期间费用率呈逐步下降趋势，2024 年前三季度公司期间费用率略有回升，主要系财务费用同比上调较高所致。**我们认为，伴随未来公司**

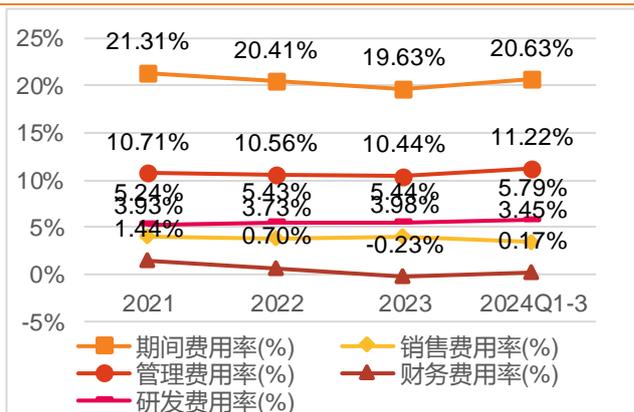
降本增效工作的逐步推进，叠加公司产能逐步拓展带来的规模效应，公司期间费用率有望回落，公司利率水平或将回暖。

图 6：公司 2021-2024 年前三季度净利率与毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

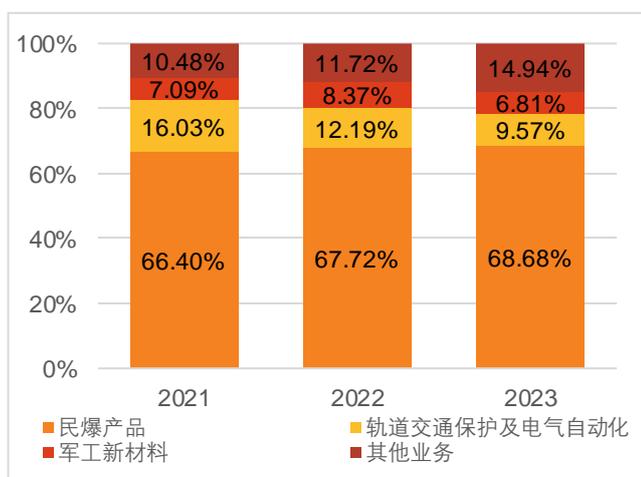
图 7：公司 2021-2024 年前三季度期间费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

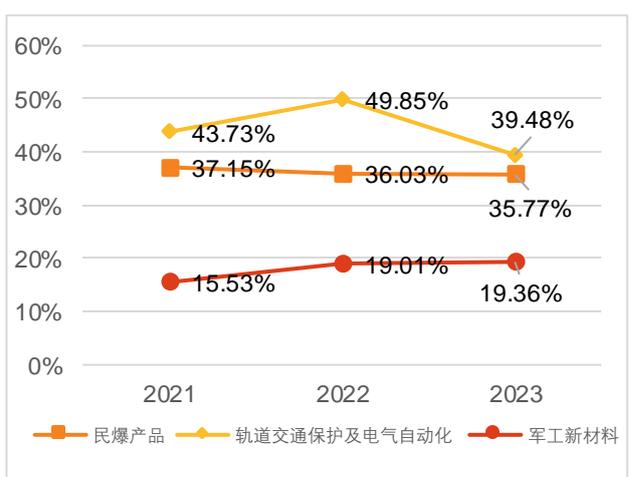
聚焦民爆主业，盈利能力稳定。2021 年至 2023 年，民爆产品收入从 13.20 亿元增长至 17.45 亿元，CAGR 为 14.98%，在总营收中占比维持在 66%以上，为公司主要营收来源，同时民爆产品毛利率水平较为稳定，2021-2023 年均维持在 35%以上。我们认为，伴随未来民爆产业集中度的进一步提升、浙赣粤运河等大型建设工程项目的逐步推进以及公司含能新材料产线的不断建设投产，公司有望进一步拓展民爆业务基本盘，或将持续增厚公司收入和利润。

图 8：公司 2021-2023 年公司营业收入构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司 2021-2023 年主营业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 多维度布局军品业务，下游需求有望提高

3.1. 军费预算维持高速增长，下游装备需求持续提升

军费预算持续增长，或提升下游装备需求。2024 年 3 月 5 日全国人大会议第二次会议上发布的政府预算草案报告披露，我国 2024 年军费预算为 16655.4 亿元人民币，同比增长 7.2%，增幅与 2023 年持平。我国 2022 年以来，军费预算增速连续第三年维持在 7%以上。随着世界地缘政治局势不断变化，下游装备需求日益凸显，伴随军费预算的不断增长，下游装备费用或将水涨船高。

图 10：2015-2024 年我国军费预算情况（中央本级支出安排）



资料来源：财政部，环球网，天风证券研究所

2019年我国国防部披露《新时代的中国国防》白皮书，其中提到2012年以来增长的国防费主要用于加大武器装备建设投入，研发采购作战飞机、导弹等新式武器装备。2010年至2017年中国年度国防费构成中装备费支出占比持续维持在33.2%以上，整体上呈现上升趋势。我们认为，我国军费增速连续三年增速超7%，同时国防费用中装备费用支出比例呈现上升趋势，我国装备采购额有望持续提升，公司产品或将受益于下游高景气度，有望实现迅速放量。

表 2：2010-2017 年中国年度国防费构成 (单位：亿元)

年度\项目	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	
2010	1859.31	34.9	1700.47	31.9	1773.59	33.2	5333.37
2011	2065.06	34.3	1899.43	31.5	2063.42	34.2	6027.91
2012	1955.72	29.2	2329.94	34.8	2406.26	36.0	6691.92
2013	2002.31	27.0	2699.71	36.4	2708.60	36.6	7410.62
2014	2372.34	28.6	2679.82	32.3	3237.38	39.1	8289.54
2015	2818.63	31.0	2615.38	28.8	3653.83	40.2	9087.84
2016	3060.01	31.3	2669.94	27.4	4035.89	41.3	9765.84
2017	3210.52	30.8	2933.50	28.1	4288.35	41.1	10432.37

备注：数据来源于中国政府向联合国提交的国防费基本数据

资料来源：国防部，天风证券研究所

3.2. 含能材料需求凸显，公司产能建设加速

含能材料指在极短时间内能够迅速释放大量能量，并对外做功的物质，常见的军用炸药、火药、发射药等均属于含能材料，是常规武器实现“远程打击、高效毁伤”的能量来源，其能量密度、安全特性、制造工艺决定了火炸药的性能和水平。

表 3：含能材料代际划分

含能材料划代	典型代表
第一代含能材料	1863 年合成的 TNT，从此以 TNT 当量为标准来表征含能材料的爆炸性能和弹药战斗部的毁伤威力
第二代含能材料	RDX、HMX，单位体积的化学能约为 TNT 的 1.4~1.6 倍
第三代含能材料	CL-20、DNTF 等，单位体积化学能约为 TNT 的 1.7~1.9 倍，以其为主要成分的炸药装药密度一般不小于 1.9g/cm ³
第四代含能材料	化学合成方式制备的离子型全氮化合物 (NA5、NC5)、共价型全氮化合物 (NL8、NL11) 和配套的新兴氧化剂 (OFN、ODC) 等，能量来源于氮-氮键能，能量释放方式发生重大变化，火炸药应用后装药密度预计不小于 2.0g/cm ³
新一代含能材料	凝聚态物理方式制备的金属氢、高张力键能释放材料等物理化学含能材料和超强氧化剂材料等为典型代表，预计能量及释放特性将发生质变

资料来源：《含能材料发展的若干思考》肖川等，天风证券研究所

回望 2024 年 1 月，俄乌冲突已超 700 天，在双方对峙区域实际上已经变成弹药消耗战，俄乌对弹药的需求都是海量。2024 年 1 月 23 日，北约签署 12 亿美元弹药协议，或将交付乌克兰 22 万发炮弹。北约秘书长也称，为能够继续支持乌克兰，增加弹药产量是必要的。2023 年 5 月《华尔街日报》报道称，俄乌冲突暴露了美国防工业基地缺乏足够生产能力来生产爆炸材料(含能材料)，美国防工业和五角大楼 2023 年已启动高端炸药生产项目，并寻求其国内供应商提供用于制造炸药和推进剂的原材料。我们认为，综合上述情况，目前局部地区冲突的连绵凸显火工品供应链重要地位，含能材料生产能力有望成为国防工业重要发展方向，含能材料下游需求或将出现较大提升。

图 11：2024 年初，乌军称装备的美制 M109 自行榴弹炮每门每天只能分到几枚炮弹，弹药供不应求



资料来源：青年参考，天风证券研究所

2024 年 5 月 9 日，公司通过全资子公司威源民爆以现金方式对九江国泰增资 34,000 万元，用于建设年产 3,000 吨-4,300 吨(多品种柔性)含能新材料生产线项目，项目规模约 12.38 亿元，包括两条含能新材料生产线(001 线和 003 线)。根据 2024 年 10 月 9 日公告披露，001 线预计 2025 年 6 月投产，年产能 2500 吨；003 线预计 2026 年中期投产，年产能 500 吨-1800 吨。我们认为，九江国泰增产项目有望显著提升公司(多品种柔性)含能新材料产能，提升公司含能材料供给侧能力，未来或将增厚公司收入，为公司营收和利润的后续增长提供坚实动力。

3.3. 军工新材料业务有望受益于装备费用占比的不断攀升

2021 年 9 月 8 日，公司以自有资金 4163.27 万元认购江西澳科新材增资后 51% 股权，澳科新材专业从事军用钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维材料科研、生产。截止 2024 年 H1，钨基新材料和丝团产品新签合同额 4096 万元，澳科新材加大产品交付力度，提前完成 AK06 产品全年任务和 AK17、AK18 产品的订单任务。我们认为，钨基材料为弹药战斗部主要材料，伴随行业下游弹药消耗的不提升，公司军工新材料业务未来市场空间较为广阔。

图 12：美国 BLU-109 战斗部侵爆毁伤过程



资料来源：《高效毁伤技术进展及未来趋势展望》王海福等，天风证券研究所

国泰集团子公司拓泓新材及三石有色聚焦钽铌、有色金属等加工销售，生产的钽铌氧化物

经过下游火冶金加工后大多进入军工航天、特种合金等领域。拓泓新材主要产品为普通氧化钽等，2024H1 上半年实现营业收入 10,946 万元，同比增长 35%。三石有色覆盖高纯氧化物及超高纯氧化物等高附加值产品，目前三石有色冶金级钽铌氧化物已进入稳定量产阶段，高纯钽铌氧化物的生产处于工艺改进过程中，待达产后折合生产氧化钽、氧化铌、氟钽酸钾产能 1,040 吨/年。

表 4: 公司钽铌氧化物产能情况

子公司	产能情况
拓泓新材	2021 年编制《年产 300 吨钽铌金属化合物项目企业环保设施提升改造环境影响说明》，已报属地环保主管部门备案，年产能 500 吨
三石有色	2014 年取得江西省环境保护厅《关于年产 700 吨钽铌稀有金属项目环境影响报告书的批复》，折合 1040 吨/年，2023 年已进入试生产阶段，年产能 1000 吨。
共计	1500 吨/年

资料来源：2023 年年报，证星之星官网，天风证券研究所

公司全资子公司新余国泰自主研发生产的小型固体火箭发动机应用于固定翼无人靶机的发射，使其迅速飞离发射器并加速达到预定飞行速度。新余国泰已取得武器装备质量体系认证及二级保密资质证书，目前已定型 8KNs 型、14KNs 型、17KNs 型、20KNs 型、28KNs 型等共 6 种型号，可满足不同型号的无人靶机发射需求，截止 2024 年 9 月底，小型固体火箭发动机业务新增 11 家优质客户，新增订单约 3500 发，2024H1 新签合同额 2600 万元，小型固体火箭推进器业务呈现产销两旺的发展势头。我们认为，伴随下游装备需求的不断攀升，公司小型固体火箭推进器业务有望迎来新的需求增长。

图 13: 公司小型固体火箭发动机产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.4. 布局数字产业，聚焦军用仿真

神舟智汇核心产品 MAXSim 是采用国际先进技术开发完成、具有完全自主可控知识产权的仿真平台系统。神舟智汇主要业务板块包括模拟训练、作战实验、兵棋推演、虚拟仿真、LVC 仿真等，公司还潜心研发了各军兵种仿真模拟训练系统、虚拟仿真系统、装甲车与飞行模拟训练系统、军用大数据管理系统、军用人工智能应用系统等。我们认为，军用信息化发展由来已久，军用仿真平台是我国军队信息化重要一环，未来发展空间广阔，收入规模有望进一步扩大。

表 5: 军事仿真 2018-2021 年主要行业政策

发布单位	发布时间	政策名称	主要相关内容
网信办、证监会	2018 年 3 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	充分发挥资本市场作用，推动网信企业加快发展。加强政策引导，促进网信企业规范发展
国防科工局	2018 年 7 月	《国防科技工业强基工程基础研究与前沿技术项目指南（2018 年）》	以增强国防基础前沿技术储备、提升国防科技工业自主创新能力为目标，突出对国防科技创新基地、国防特色学科支持
国防科工局	2018 年 11 月	《国防科技重点实验室稳定支持科研管理暂行办法》	支持实验室自主开展国防领域基础性、前沿性和探索性研究的科研投入方式，旨在培养造就高水平国防科技人才和创新团队，提升实验室的自主创新能力。
全国两会	2019 年 3 月	《2019 年“两会”报告》	继续深化国防和军队改革，加快国防科技创新步伐。

国务院	2019年7月	《新时代的中国国防》	我军机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高
中共中央	2020年10月	《“十四五”规划》	坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，加快机械化信息化智能化融合发展
中央军委	2021年2月	《关于构建新型军事训练体系的决定》	坚持实战实训、联战联训、科技强训、依法治训，发扬优良传统，强化改革创新，加快构建新型军事训练体系，全面提高训练水平和打赢能力

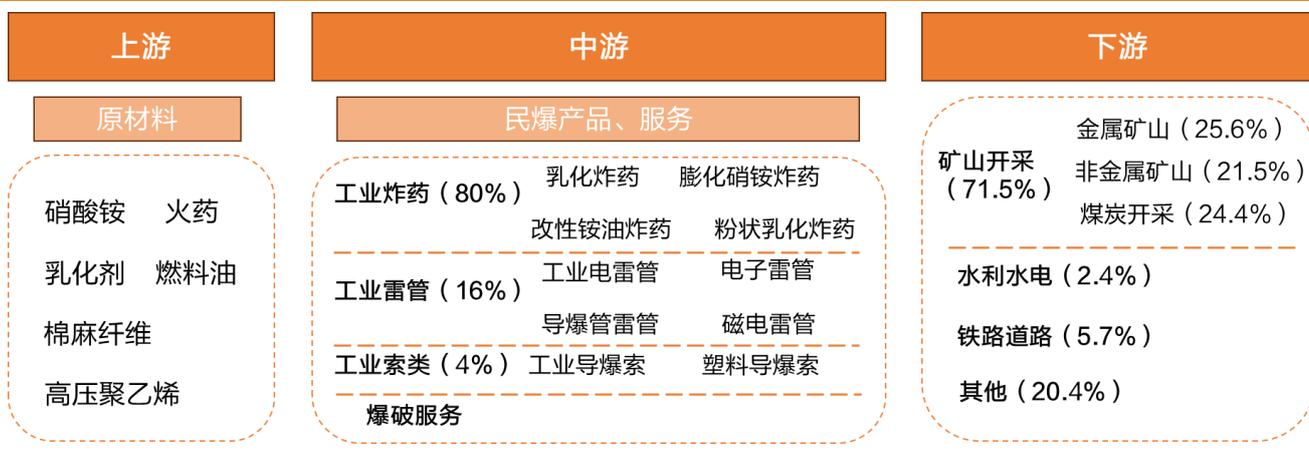
资料来源：国务院新闻办公室，华如科技招股说明书，天风证券研究所

4. 行业供给侧集中度提升，水运项目概念催化

4.1. 民爆行业总体稳中向好，供给端集中度持续提高

民爆行业的上游主要是硝酸铵、火药和乳化剂等原材料供应商；中游环节主要是民爆产品生产制造和销售服务以及爆破服务提供商。民爆产业下游需求约70%为采矿业，其中工业炸药流向金属矿山、非金属矿山和煤矿开采分别占25.6%、21.5%、24.4%。

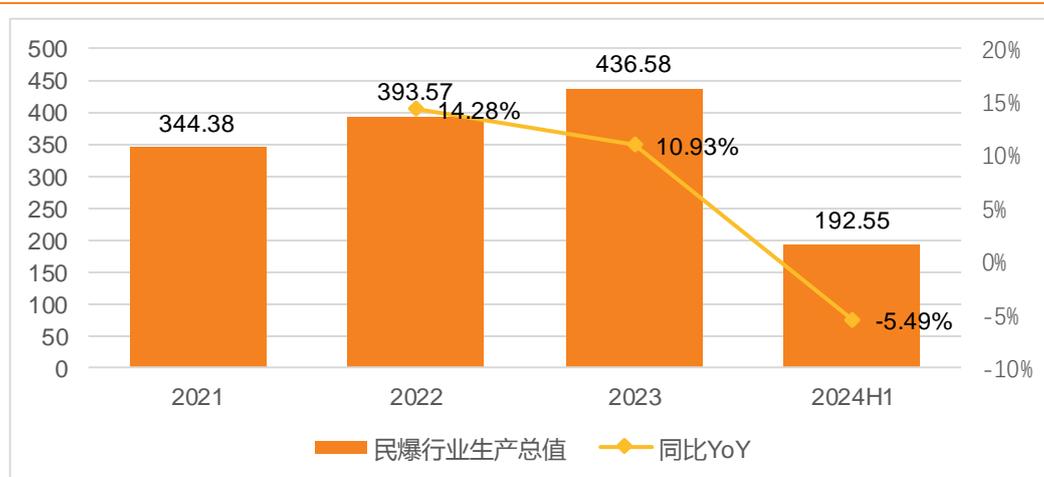
图 14：民爆行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，新财富公众号，天风证券研究所

根据中国爆破器材行业协会发布的《2023年12月民爆行业运行情况》，2023年，民爆行业总体运行情况稳中向好，主要经济指标保持增长，国内民爆生产企业工业炸药年产量为458.1万吨，同比增加4.34%。生产企业生产总值同比增长10.93%，爆破服务收入同比增长6.8%，利税总额同比增长39.97%，利润总额同比增长44.99%，高质量发展的成效逐步显现。

图 15：2021-2024H1 民爆行业生产总值（单位：亿元）



资料来源：中国民爆信息微信公众号，天风证券研究所

根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，其中明确提出“十四五”期间形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业。根据中国爆破器材行业协会数据，2023年我国民爆物品制造业生产总值为436.58亿元，前十名企业市场份额占比

为 59.98%，前 20 家企业集团生产总值达 352 亿元，约占比 81%。按照规划要求，预计民爆行业集中度上行趋势仍将持续。我们认为，江西省是全国率先完成省内民爆资产整合的省份之一，行业集中度的提高有望促进公司民爆业务的逐步整合开拓，或推动公司民爆产业进一步做优做强做大。

表 6：“十四五”民爆行业发展部分主要预期指标

指标	2020 年	2025 年	属性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重（%）	2.8	3.5	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能（吨/年）	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比（%）	≥30	≥35	约束性
生产企业（集团）数量	76	≤50	预期性
排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比（%）	49	≥60	预期性

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，天风证券研究所

4.2. 民爆一体化产能利用充分，基础设施建设利好未来需求

公司 2024 年上半年销售工业包装炸药 54084.99 吨，营业收入 33917.49 万元；销售电子雷管 1286.52 万发，营业收入 17,959.50 万元；爆破一体化服务收入 21,349.51 万元。截止 2024 年 H1 公司工业炸药生产许可能力 17.4 万吨，其中现场混装许可产能在工业炸药总许可产能中占比达到 30%，工业雷管产能 3,027 万发，产品结构满足工信部《关于推进民爆行业高质量发展的意见》要求。我们认为，公司产销情况良好，产能利用率及产销率均提升较大，未来公司也将不断加强民爆产品销售推广，有望进一步扩大市场份额。

表 7：公司民爆业务产能与产销率情况

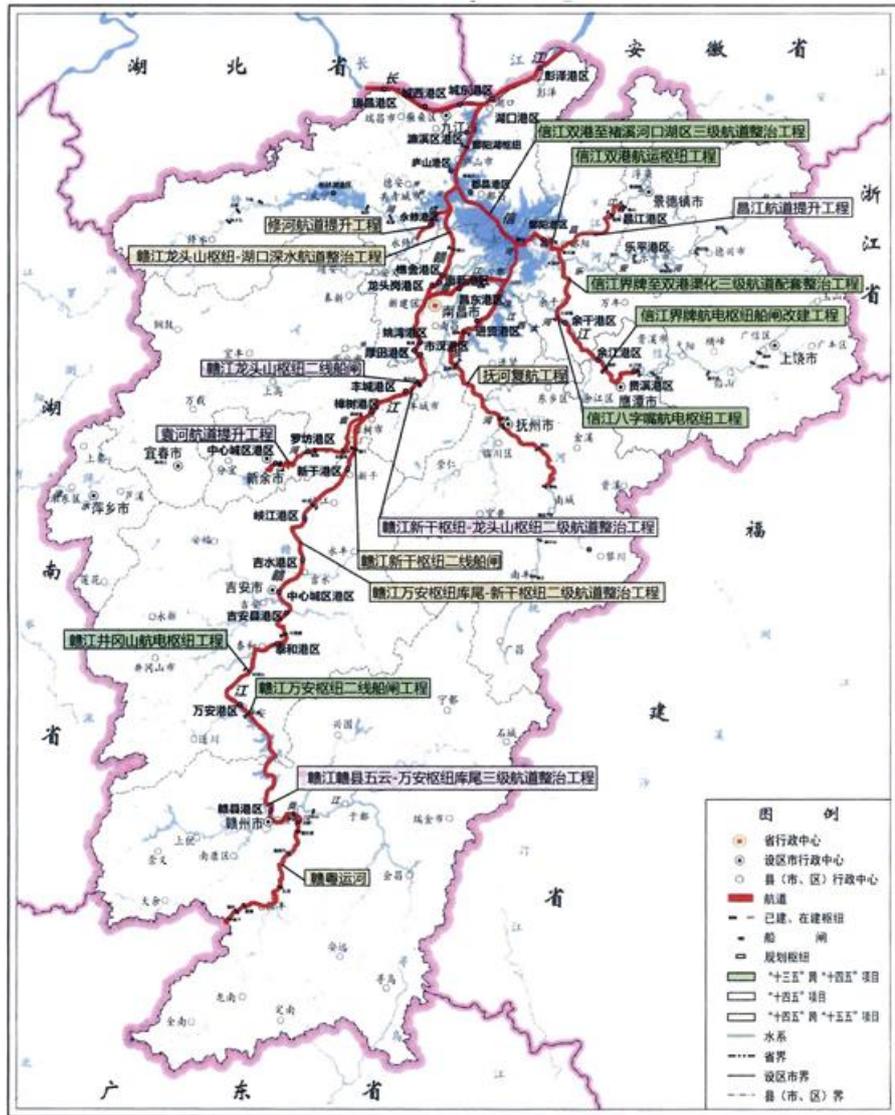
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率			产销率		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
工业包装炸药（吨）	174000	93.06%	93.06%	93.48%	95.04%	96.48%	101.02%
工业雷管（万发）	2510	54.57%	66.30%	100%	92.31%	98.87%	115.28%
工业导爆索（万米）	600	100%	100%	100%	99.8%	99.73%	100%

备注：工业雷管设计产能为 2023 年年报数据

资料来源：公司年报，天风证券研究所

江西省加快基础设施建设，公司民爆或乘东风。2021 年 2 月印发的《江西省国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提到着力构建“两横一纵多支”内河高等级航道。赣粤运河是推进长江、珠江两大水系运河连通的战略性工程，是国家高等级航道网“四纵四横两网”中的纵三——浙赣粤通道的重要组成部分。浙赣粤运河总计计划投资 3200 亿元，全长 1988 公里，其中赣粤运河 1228 公里，规划投资匡算约 1500 亿元。我们认为，浙赣粤大运河建设的推进有望拉动民爆产业下游需求，或将提高行业整体景气度，从而有望推动公司民爆一体化业务规模步入快速增长区间。

图 16：江西省国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要中水运规划示意图



资料来源：《江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，天风证券研究所

公司民爆器材产品除在省内全覆盖外，广东、浙江地区也是公司民爆器材产品销售的重点区域之一。随着浙赣粤大运河项目的推进，工业炸药及雷管的需求预计出现显著增长。我们认为，公司作为江西省内以民爆一体化为主营业务的企业，有望充分受益于江西省十四五规划中基础设施建设带来的民爆需求，或将开启公司民爆业务利润增长新曲线。

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 核心假设

综上所述，我们认为公司聚焦民爆主业，拓展军工新材料与轨交及信息化行业，形成一体两翼发展布局。公司含能材料产线以及浙赣粤大运河工程有望提升公司下游需求，公司军工新材料领域小型固体火箭发动机、钨基毁伤材料未来市场空间广阔。基于以上分析，我们假设公司未来三年总营收同比增速 8.20%/24.78%/28.29%，毛利率 36.04%/36.42%/36.41%。

表 8：公司各业务盈利预测（单位：百万元）

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
民爆					
收入	1457.70	1745.06	1,884.66	2,431.22	3,209.20
YOY	10.41%	19.71%	8.00%	29.00%	32.00%
成本	932.49	1120.85	1,206.18	1,536.53	2,021.80
毛利	525.21	624.21	678.48	894.69	1,187.41

毛利率(%)	36.03	35.77	36.00	36.80	37.00
轨交					
收入	262.37	243.22	248.08	260.49	276.12
YOY	-17.67%	-7.30%	2.00%	5.00%	6.00%
成本	131.58	147.20	141.41	148.48	157.39
毛利	130.79	96.02	106.68	112.01	118.73
毛利率(%)	49.85	39.48	43.00	43.00	43.00
军工新材料					
收入	180.24	173.05	199.01	258.71	349.26
YOY	27.78%	-3.99%	15.00%	30.00%	35.00%
成本	145.98	139.55	160.20	208.13	279.41
毛利	34.26	33.50	38.81	50.58	69.85
毛利率(%)	19.01	19.36	19.50	19.55	20.00
其他					
收入	252.18	379.68	417.65	480.29	566.75
YOY	21.12%	50.56%	10.00%	15.00%	18.00%
成本	180.83	221.63	250.59	288.18	340.05
毛利	71.35	158.04	167.06	192.12	226.70
毛利率(%)	28.29	41.63	40.00	40.00	40.00
收入总计	2152.49	2541.01	2749.40	3430.71	4401.33
毛利总计	761.61	911.78	991.02	1249.39	1602.69
毛利率	35.38%	35.88%	36.04%	36.42%	36.41%
营业收入增长率	8.27%	18.05%	8.20%	24.78%	28.29%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5.2. 相对估值

我们采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司以民爆一体化产业为核心, 我们选取广东宏大、国科军工为可比公司。参考 2025 年可比公司 PE, 考虑到公司民爆产业有望受益于江西省基础设施建设提速, 同时公司现已发展成为以民爆一体化产业为核心, 以数字产业和军工新材料产业为支撑的“一体两翼”发展格局, 我们认为 2025 年公司 PE 25-30x 为合理估值区间, 对应目标价格为 16-19.2 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 9: 可比公司 PE 预测 (Wind 一致预期, 截止 2025/3/26)

证券代码	公司	股价	预测 EPS			预测 PE		
			2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
002683.SZ	广东宏大	29.16	1.14	1.33	1.55	25.63	21.89	18.82
688543.SH	国科军工	51.28	1.13	1.37	1.76	44.31	37.39	29.02
	平均值		1.14	1.35	1.66	34.97	29.64	23.92

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 原材料价格波动风险

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, 原材料价格波动将直接影响公司生产成本, 从而对经营业绩造成影响。

6.2. 市场竞争风险

民爆行业在生产、销售、购买、运输和使用各个环节均实行许可证制度。国家对民爆行业的严格监管, 有利于保障本质安全、维护行业秩序, 但在一定程度上限制了企业根据市场情况自主扩大生产的能力; 到“十四五”末, 随着民爆产品结构将优化升级、行业竞争将更加激烈、产业集中度将持续提升, 公司将进一步提高产品、技术、服务对行业格局变化

及市场需求变化的适应性和灵活性，以更好地满足市场需求，进一步提升公司民爆一体化业务竞争能力。

6.3. 需求不及预期的风险

民爆行业下游需求受到宏观环境等因素影响，存在不确定性。当宏观经济低迷时，固定资产投资增速可能放缓，采矿业一般开工不足，从而导致对民爆产品需求降低。

6.4. 项目建设进度不达预期的风险

目前公司在建项目正按计划推进建设进度。若出现土建施工进度不及时、供应商交付设备延迟、安装调试进度不达预期等情形，会影响生产线项目如期投产。

6.5. 股价波动风险

股价存在波动变化，具有不确定性，可能会受市场多因素影响造成股价波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	951.12	1,149.77	1,754.35	1,847.60	2,556.88	营业收入	2,152.49	2,541.01	2,749.40	3,430.71	4,401.33
应收票据及应收账款	700.61	847.96	571.72	953.04	758.58	营业成本	1,391.05	1,629.18	1,758.38	2,181.31	2,798.64
预付账款	28.67	39.32	34.33	60.76	56.14	营业税金及附加	13.22	17.88	18.81	22.89	30.15
存货	231.90	283.42	158.11	326.63	295.29	销售费用	80.30	101.15	104.48	137.23	176.05
其他	239.64	226.40	92.10	160.88	161.70	管理费用	227.20	265.33	288.69	363.65	466.54
流动资产合计	2,151.94	2,546.87	2,610.59	3,348.91	3,828.59	研发费用	116.78	138.15	148.47	186.63	239.43
长期股权投资	147.78	143.64	143.64	143.64	143.64	财务费用	14.97	(5.95)	(14.47)	(23.23)	(31.28)
固定资产	910.05	966.40	888.08	809.76	731.44	资产/信用减值损失	(153.28)	(37.26)	(57.42)	(65.29)	(78.31)
在建工程	575.44	567.98	694.81	787.21	857.80	公允价值变动收益	0.34	(0.91)	0.00	0.00	0.00
无形资产	361.32	358.33	345.75	333.18	320.61	投资净收益	19.56	5.69	13.63	14.07	13.24
其他	798.61	822.07	790.29	787.16	788.61	其他	38.63	42.48	36.37	36.89	38.59
非流动资产合计	2,793.19	2,858.41	2,862.58	2,860.95	2,842.10	营业利润	214.23	405.27	437.62	547.89	695.31
资产总计	4,945.13	5,405.28	5,473.17	6,209.86	6,670.69	营业外收入	3.75	4.38	3.70	4.20	4.00
短期借款	818.34	984.95	800.00	800.00	800.00	营业外支出	3.09	7.16	7.22	5.90	5.84
应付票据及应付账款	545.40	369.33	490.57	745.22	884.63	利润总额	214.89	402.48	434.10	546.19	693.47
其他	223.11	290.75	213.86	380.21	292.46	所得税	35.02	50.71	58.07	76.97	92.62
流动负债合计	1,586.84	1,645.03	1,504.43	1,925.44	1,977.09	净利润	179.86	351.77	376.03	469.22	600.85
长期借款	0.11	135.00	80.00	80.00	80.00	少数股东损益	36.14	47.16	56.52	73.48	96.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	143.72	304.61	319.51	395.74	504.43
其他	56.94	52.15	53.72	53.91	54.18	每股收益(元)	0.23	0.49	0.51	0.64	0.81
非流动负债合计	57.04	187.15	133.72	133.91	134.18						
负债合计	1,643.89	1,832.18	1,638.15	2,059.35	2,111.27	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	443.42	454.67	492.77	543.03	608.52	成长能力					
股本	621.24	621.24	621.24	621.24	621.24	营业收入	8.27%	18.05%	8.20%	24.78%	28.29%
资本公积	1,317.98	1,323.98	1,323.98	1,323.98	1,323.98	营业利润	-32.20%	89.17%	7.98%	25.20%	26.91%
留存收益	893.34	1,148.28	1,363.67	1,634.41	1,976.97	归属于母公司净利润	-40.13%	111.95%	4.89%	23.86%	27.46%
其他	25.26	24.93	33.35	27.85	28.71	获利能力					
股东权益合计	3,301.24	3,573.10	3,835.02	4,150.51	4,559.42	毛利率	35.38%	35.88%	36.04%	36.42%	36.41%
负债和股东权益总计	4,945.13	5,405.28	5,473.17	6,209.86	6,670.69	净利率	6.68%	11.99%	11.62%	11.54%	11.46%
						ROE	5.03%	9.77%	9.56%	10.97%	12.77%
						ROIC	6.88%	12.35%	10.99%	16.14%	19.06%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	33.24%	33.90%	29.93%	33.16%	31.65%
净利润	179.86	351.77	319.51	395.74	504.43	净负债率	-3.91%	-0.74%	-22.47%	-23.00%	-36.60%
折旧摊销	83.91	93.36	90.89	90.89	90.89	流动比率	1.36	1.55	1.74	1.74	1.94
财务费用	22.55	14.21	(14.47)	(23.23)	(31.28)	速动比率	1.21	1.38	1.63	1.57	1.79
投资损失	(19.56)	(5.69)	(13.63)	(14.07)	(13.24)	营运能力					
营运资金变动	(136.19)	(312.42)	609.34	(221.05)	284.85	应收账款周转率	3.17	3.28	3.87	4.50	5.14
其它	159.12	230.30	56.52	73.48	96.42	存货周转率	10.30	9.86	12.45	14.15	14.15
经营活动现金流	289.68	371.54	1,048.17	301.76	932.07	总资产周转率	0.46	0.49	0.51	0.59	0.68
资本支出	86.00	135.21	125.26	92.21	70.32	每股指标(元)					
长期投资	2.28	(4.13)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.49	0.51	0.64	0.81
其他	(290.89)	(532.88)	(238.46)	(170.54)	(127.68)	每股经营现金流	0.47	0.60	1.69	0.49	1.50
投资活动现金流	(202.62)	(401.79)	(113.20)	(78.33)	(57.35)	每股净资产	4.60	5.02	5.38	5.81	6.36
债权融资	235.84	307.22	(216.27)	23.55	26.50	估值比率					
股权融资	145.27	(87.51)	(114.11)	(153.73)	(191.94)	市盈率	54.85	25.88	24.67	19.92	15.63
其他	(353.74)	362.44	0.00	0.00	0.00	市净率	2.76	2.53	2.36	2.19	2.00
筹资活动现金流	27.36	582.14	(330.38)	(130.18)	(165.44)	EV/EBITDA	7.51	10.76	12.89	10.69	7.88
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.53	12.55	15.34	12.33	8.83
现金净增加额	114.43	551.89	604.58	93.25	709.28						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com