



广东宏大 (002683.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

民爆矿服龙头，军工布局成长

老牌矿服龙头、在手订单充足，并购雪峰增厚业绩

广东宏大以矿服业务起家，2023 年市占率已达 28%，公司矿服业务以金属矿为主，深度合作紫金矿业等金属矿头部业主。

2024 年 7 月，广东宏大以现金方式收购雪峰科技 21% 股权、收购对价 22.06 亿元，2025 年 2 月股权转让完毕。2023 年雪峰科技营收 70.21 亿元，归母净利 8.54 亿元，目前工业炸药产能 11.75 万吨/年。收购雪峰、打开新疆区域增长空间：①打造“广东+新疆”跨省国资委合作新模式，②有望实现核心原材料硝酸铵自供。2025 年起宏大并表雪峰归母净利的 21%，增厚业绩。

聚焦新疆、西藏、出海高景气市场

(1) 新疆：煤化工发展有利消纳疆煤，需求从“煤化工→煤矿→民爆”逐级传导。公司将闲置/收购产能转移至富矿区域新疆。

(2) 西藏：区域基建弹性突出，水电+铜矿增强民爆需求预期。

(3) 海外：矿企+建筑央企拥有全球市场布局优势，民爆企业“借船出海”具备优势，2020-2024 年公司海外业务收入 CAGR 达 76.8%，除矿服业务外，公司在赞比亚+秘鲁同步布局炸药产能。

军工防务“1+N”战略布局

公司军工防务板块“1+N”战略布局，前期受下游用户需求计划影响，2024 年已重回增长。2023-2024 年收购江苏红光 100% 股权，整体收购对价 5.11 亿元，切入高毛利市场（2022 年江苏红光净利率 41%）。2024 年江苏红光扣非净利润为 0.65 亿元，成为公司防务板块的业绩重要增量。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司①矿服市占率全国第一，在手订单充足，并购雪峰后业绩具备弹性，②深度合作紫金等金属矿头部业主，聚焦新疆、西藏、出海高景气市场，③军工防务“1+N”战略布局开拓第二曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.04、14.02 和 16.20 亿元，现价对应动态 PE 分别为 17x、15x、13x，给以 2025 年 25 倍估值，目标价 39.60 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

下游矿山景气不及预期；西部地区煤炭及矿业开采节奏不及预期；海外市场开拓风险；收购整合不及预期；重大安全、环保事故风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险。

国金证券研究所

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：赵铭 (执业 S1130524120004)

zhaoming@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.45 元

目标价 (人民币)：39.60 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,543	13,652	22,002	25,281	28,520
营业收入增长率	13.51%	18.27%	61.17%	14.90%	12.81%
归母净利润(百万元)	716	898	1,204	1,402	1,620
归母净利润增长率	27.68%	25.39%	34.12%	16.42%	15.57%
摊薄每股收益(元)	0.942	1.181	1.584	1.845	2.132
每股经营性现金流净额	1.86	2.34	1.45	3.52	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.07%	13.83%	16.83%	17.53%	18.06%
P/E	29.13	23.24	17.33	14.88	12.88
P/B	3.22	3.21	2.92	2.61	2.33

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 民爆行业：供给端重点是整合加速，需求端重点是西藏新疆高景气	4
1.1 民爆供给端：政策持续支持整合，地方优质资产被关注	4
1.2 民爆需求端：煤炭、矿山资本开支景气高，尤其在“西部大开发”区域	5
2 广东宏大：矿服市占率全国第一，民爆聚焦新疆、西藏、出海	6
2.1 老牌矿服龙头，国内市占率稳居第一，深度合作紫金等头部业主	6
2.2 新疆区域：煤化工加强疆煤消纳，并购雪峰实现产业链一体化	7
2.3 西藏：水电+铜矿带来需求弹性	10
2.4 “一带一路”出海：赞比亚+秘鲁布局炸药产能	12
3 广东宏大：军工防务“1+N”战略布局	13
3.1 “1+N”战略布局	13
3.2 收购江苏红光，切入高毛利市场	13
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议及估值	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：“十四五”民爆行业发展主要预期指标	4
图表 2：民爆头部企业收购情况一览	5
图表 3：2024 年我国煤炭开采固定资产投资同比+9.4%	5
图表 4：2024 年我国采矿业固投增速同比+10.5%	5
图表 5：2024 年 10 个省/直辖市/自治区的民爆生产总值同比正增长	6
图表 6：2023 年民爆行业爆破服务 CR10 达 87%	6
图表 7：2019-2024 年广东宏大爆破服务市占率稳步提升	6
图表 8：2009-2024 年公司矿服板块收入及 yoy	7
图表 9：2019 年新华都工程前四大合同收入客户均来自于紫金矿业，合计收入占比达 92%	7
图表 10：20H1 期末新华都为紫金矿业应付账款余额第一	7
图表 11：2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，同比+18.4%	8
图表 12：2024 年中国原煤产量 47.59 亿吨，同比+2.2%	8
图表 13：2019-2024 年新疆区域民爆生产总值 CAGR 达 22.4%	8
图表 14：2019-2024 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 20.2%	8
图表 15：新疆煤化工项目每万吨煤炭对应投资额测算	9



图表 16:	2019-2024 年公司西北区域收入 CAGR 达 40.9%.....	9
图表 17:	2023 年雪峰科技营收 70.21 亿元, 同比+2%.....	10
图表 18:	2023 年雪峰科技归母净利 8.54 亿元, 同比+28%.....	10
图表 19:	2019-2023 年雪峰科技民爆业务收入及 yoy.....	10
图表 20:	2019-2023 年雪峰科技炸药产能仅增加 1 万吨.....	10
图表 21:	2024 年西藏全区固定资产投资同比+19.6%, 2025 年 1-2 月同比+35.8%.....	11
图表 22:	2019-2024 年西藏区域民爆生产总值及 yoy.....	11
图表 23:	2019-2024 年西藏区域工业炸药产量 CAGR 达 26.3%.....	11
图表 24:	巴基斯坦塔尔露天煤矿剥离工程 (宏大是项目最大的爆破施工承包商)	12
图表 25:	紫金集团塞尔维亚 Timok 铜金矿项目 1#探矿竖井系统工程.....	12
图表 26:	2020-2024 年公司海外业务收入 CAGR 达 76.8%.....	12
图表 27:	2024 年公司防务板块重回增长, 实现营收 3.5 亿元、同比+48%.....	13
图表 28:	2023-2024 年江苏红光扣非净利润分别为 0.77、0.65 亿元.....	14
图表 29:	公司盈利预测拆分 (不含雪峰科技并表)	15
图表 30:	雪峰科技盈利预测拆分	16
图表 31:	公司盈利预测拆分	16
图表 32:	可比公司估值比较 (市盈率法)	17



1 民爆行业：供给端重点是整合加速，需求端重点是西藏新疆高景气

1.1 民爆供给端：政策持续支持整合，地方优质资产被关注

根据工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，除对重组整合、拆线撤点减证等给予支持政策外，产能过剩品种的民爆物品许可产能、原则上不新增。同时民爆行业供给端行政审批壁垒高，生产、销售、运输和爆破作业，均须取得相应许可证。

政策支持整合，供给侧迈向头部集中。根据工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则，支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合。

- 2015-2020 年，民爆行业生产企业（集团）数量由 145 家减少至 76 家，生产总值 CR10 由 41% 提升至 49%，淘汰关闭生产场点 28 个、拆除生产线 89 条、压减包装型工业炸药许可产能 39 万吨。
- 根据工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求，包装型工业炸药生产线最小许可产能由 10000 吨/年提升至 12000 吨/年，企业数量由 2020 年的 76 家预期下降至 2025 年的 50 家，生产总值 CR10 由 2020 年的 49% 预期上升至 2025 年的 60%。根据民爆协数据，2024 年生产企业生产总值 CR10 已达 62.5%，提前达成“十四五”规划要求。

图表1：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

序号	指标	2020 年	2025 年	属性
1	重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
2	企业安全生产标准化二级及以上达标率（%）	-	100	约束性
3	龙头骨干企业研发经费占营业收入比重（%）	2.8	3.5	预期性
4	现有危险岗位操作人员机器人替代比例（%）	-	≥40	预期性
5	包装型工业炸药生产线最小许可产能（吨/年）	> 10000	≥12000	约束性
6	企业现场混装炸药许可产能占比（%）	≥30	≥35	约束性
7	生产企业（集团）数量	76	≤50	预期性
8	排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比（%）	49	≥60	预期性

来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，国金证券研究所

24H2 以来民爆行业收购节奏加速，大型并购频发，例如：

- 2024 年 7 月，广东宏大以现金方式收购雪峰科技 21% 股权、收购对价 22.06 亿元，雪峰科技工业炸药产能 11.75 万吨/年。2025 年 2 月股权转让完毕；
- 2024 年 7 月，凯龙股份拟以自有资金 1.58 亿元收购君安爆破 51% 的股权，君安爆破占据武穴地区绝大部分矿山爆破业务市场，2023 年武穴地区工业炸药消耗量超 1 万吨，2024 年 1-6 月君安爆破收入 1.31 亿元、净利润 0.39 亿元；
- 2024 年 8 月，江南化工拟以 3.52 亿元现金收购宝鸡市国资委及宝鸡工发集团合计持有的红旗民爆 35.97% 股份，红旗民爆工业炸药产能 11.4 万吨/年。
- 2025 年 3 月，易普力公告拟以 3.16 亿元现金收购河南省松光民爆 51% 股权，对应标的总对价约 6.2 亿元。2024 年松光民爆归母净利 0.47 亿元（未经审计），对应收购 PE 约 13.1X，炸药产能 6 万吨，每万吨炸药产能收购对价约 1.03 亿元；
- 2025 年 3 月，凯龙股份公告拟以 1.81 亿元收购湖北东神天神，对应标的总对价约 3.55 亿元。2024 年东神天神净利润 0.36 亿元（未经审计），对应收购 PE 约 9.9X。

行业整合加速，体现 2 大特点，①头部企业强者恒强，②地方优质资产被关注：

- 收购方大多为全国化布局民爆公司，民爆行业现金流优，除收购外资本开支较少（行业内禁止新增产能）。同时新疆、西藏地区（矿山+基建）民爆高景气，2024 年新疆、西藏区域民爆生产总值同比增速分别为 24.6%、36.0%，头部企业收购扩充产能后，有意愿以及能力将闲置产能转移至高景气的新疆、西藏区域；
- 收购对价提高，体现民爆供给端严禁新增背景下、优质并购标的稀缺，一级市场收购



价值提升。

图表2：民爆头部企业收购情况一览

	2023 年归母净利润（亿元）	2023 年净现比	在手现金（亿元，截至 24Q3 期末）	2023 年末炸药产能（万吨）	2024、2025 年已公告收购/拟收购产能（万吨）
广东宏大	7.16	1.97	23.94	49.4	19.75 万吨（阳生化工 3.5 万吨+盛世普天 4.5 万吨+雪峰科技 11.75 万吨）
易普力	6.34	1.14	25.72	52.15	6 万吨（松光民爆 6 万吨）
江南化工	7.73	1.48	22.10	59.15	15.6 万吨（集团资产庆阳民爆 4.4 万吨+陕西红旗民爆 11.4 万吨）
凯龙股份	1.75	2.79	13.10	24.40	拟收购君安爆破+湖北东神天神，2 家企业均未披露产能

来源：广东宏大、易普力、江南化工、凯龙股份公司公告，国金证券研究所

1.2 民爆需求端：煤炭、矿山资本开支景气高，尤其在“西部大开发”区域

工业炸药下游应用领域 70%以上来源于矿山开采，2020 年金属矿山、非金属矿山、煤炭开采分别占工业炸药下游应用领域的 25.9%、24.7%、22%，其余应用领域主要为基建，铁路道路、水利水电分别占 5.2%、2.3%。

煤炭与矿山投资受产品价格驱动。2016-2018 年金属矿山、煤炭开采受供给侧改革影响，资本开支下滑。“新旧能源”切换背景下，2022 年以来金属矿山、煤炭开采领域资本开支实现逆势增长，2022 年我国煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为 24.4%、4.5%，2023 年煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为 12.1%、2.1%。铜矿资本开支力度与铜价具有一定相关性，2024 年以来采矿业资本开支加速，2024 年煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为 9.4%、10.5%。

图表3：2024 年我国煤炭开采固定资产投资同比+9.4%

图表4：2024 年我国采矿业固投增速同比+10.5%



来源：wind，国金证券研究所



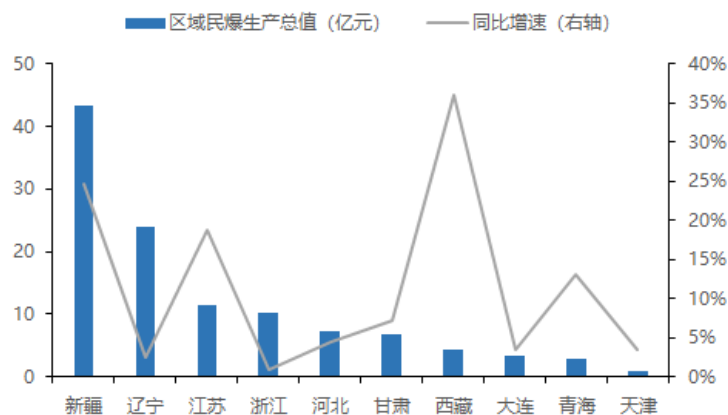
来源：wind，国金证券研究所

区域景气分化明显，西部区域民爆增速突出，重点区域看新疆、西藏。2024 年民爆行业生产总值为 417.0 亿元、同比-4.5%，西藏（生产总值为 4.3 亿元、同比+36.0%）是民爆行业生产总值同比增速最高的区域，煤炭大省新疆生产总值为 42.2 亿元、同比+24.6%。背后逻辑为：

- 区域矿产资源丰富；
- 地区基建落后、“补短板”效应明显；
- “西部大开发”背景下，国家重点矿山及工程投资有意向中西部区域倾斜。



图表5：2024年10个省/直辖市/自治区的民爆生产总产值同比正增长



来源：中爆协，国金证券研究所

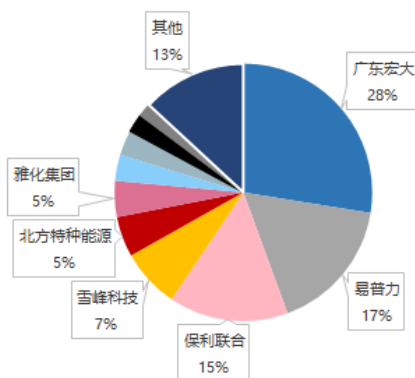
2 广东宏大：矿服市占率全国第一，民爆聚焦新疆、西藏、出海

2.1 老牌矿服龙头，国内市占率稳居第一，深度合作紫金等头部业主

爆破服务下游客户主要为各类矿山业主，矿山爆破一体化服务处于矿山资源开采产业链中游，根据业主需要、在不同项目上采用差异化服务模式，整体承担矿山开采工程或部分承包与爆破服务相关的工程环节。

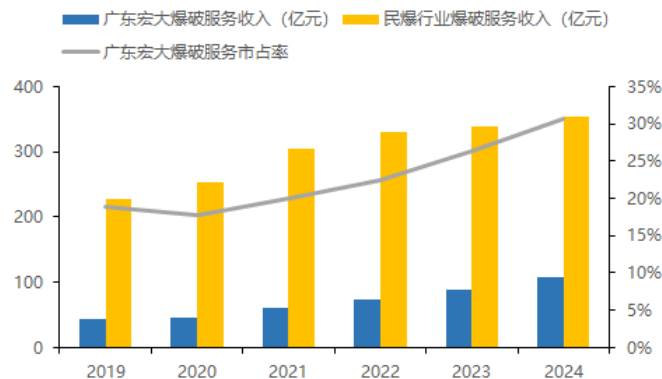
下游矿山客户高度集中，因此爆破服务行业集中度天然较高，2023年民爆行业爆破服务CR10达87%，其中广东宏大、易普力、保利联合市占率分别为28%、17%、15%，公司爆破服务市占率稳步提升。

图表6：2023年民爆行业爆破服务CR10达87%



来源：中爆协，国金证券研究所

图表7：2019-2024年广东宏大爆破服务市占率稳步提升



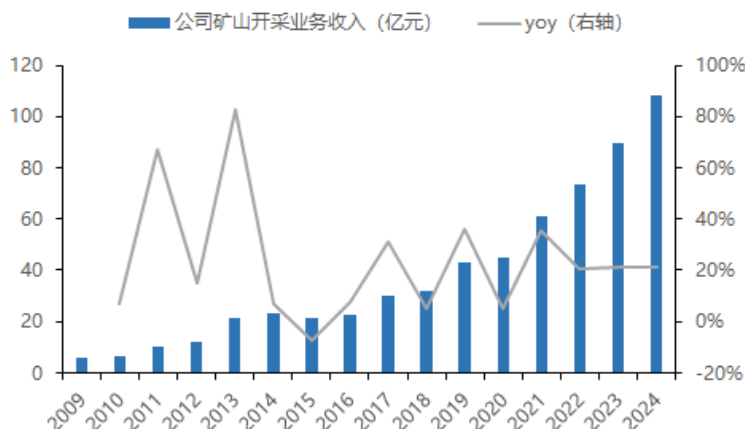
来源：中爆协，公司公告，国金证券研究所

注：中爆协统计爆破服务收入与公司报表披露存在小幅出入，此处取公司报表披露的“爆破服务”收入作为分子

公司以矿服业务起家，矿服板块主要以宏大工程本部、新华都工程（全资子公司）、涟邵建工（全资子公司）为主体。截至2024年末，公司矿服板块在手订单逾300亿元（按照2024年矿服业务108.1亿元收入测算，当年在手订单可保证2.78年营收，公司未定期披露在手订单金额，根据2022年8月投资者问答、当时公司矿服板块在手订单超100亿元），每年新签订单稳中有增，服务矿种以金属矿为主，其次为煤炭、砂石骨料等。



图表8：2009-2024 年公司矿服板块收入及 yoy



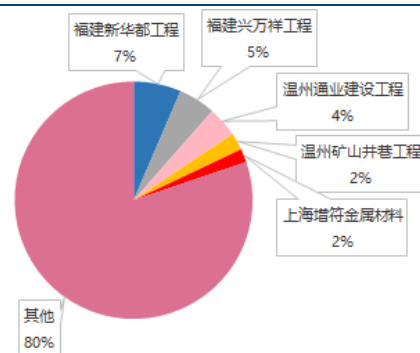
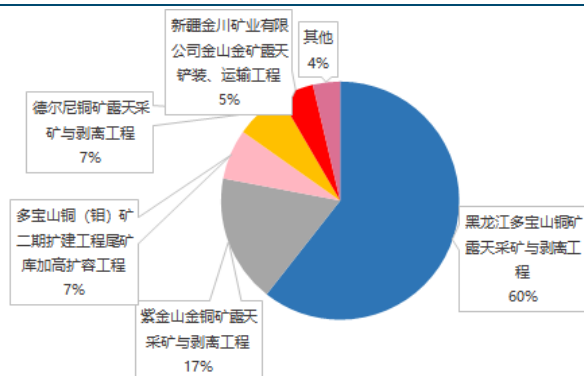
来源：公司公告，国金证券研究所

矿山投资开发兼具资本密集型与长周期投入特点，中大型矿山开发项目一般需要 3-7 年建设期，认证周期较长。专业矿山开发服务商在完成矿山工程建设项目并获得矿山业主认可后，有望进一步承接该矿山的采矿运营项目，运营合作关系往往伴随矿山服务年限到期而终止、期间可达数十年，而更换服务商成本高、风险大，容易导致项目进度滞后、建设成果未达预期、开采效率下降等后果，因此矿山业主对矿山开发服务商具有高度黏性，选定后不轻易变更。

公司秉承“大项目、大客户”战略，加强大客户、大项目管理。主要服务矿种以金属矿为主、煤矿和砂石骨料矿次之，深度合作紫金矿业等金属矿头部业主。2016 年 5 月，公司收购新华都工程 100% 股权。新华都工程是紫金矿业最早、也是最长期的合作伙伴之一，目前承担紫金矿业旗下紫金山金铜矿、多宝山铜业、陇南紫金、青海德尔尼铜矿、西藏巨龙矿业等多个项目的开采任务。例如截至 20H1 期末，新华都为紫金矿业应付账款余额第一名、占比达 6.45%。

图表9：2019 年新华都工程前四大合同收入客户均来自紫金矿业，合计收入占比达 92%

图表10：20H1 期末新华都为紫金矿业应付账款余额第一



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：广东宏大、紫金矿业公司公告，国金证券研究所

注：多宝山、紫金山、德尔尼均为紫金矿业旗下项目

2.2 新疆区域：煤化工加强疆煤消纳，并购雪峰实现产业链一体化

前文已述，区域景气度分化明显，新疆、西藏区域民爆增速突出，因此考验头部民爆公司区域布局能力，将其闲置及低效产能转移至新疆、西藏等西部富矿地区。

（新疆煤化工部分，详细内容请参考我们外发报告《建材建筑行业研究：新疆煤化工，顺风启航》）

“天时地利人和”皆备，新疆作为煤炭资源大省、成本优势显著，水资源、运输问题逐步改善，同时煤炭及煤化工是新疆优势产业，“九大产业集群”中位列前位，我们预计新疆



煤化工将进入高速发展期。根据我们不完全统计，仅考虑煤制气+煤制油+煤制甲醇+煤制烯烃项目，新疆煤化工合计投资额可达 6318 亿元。

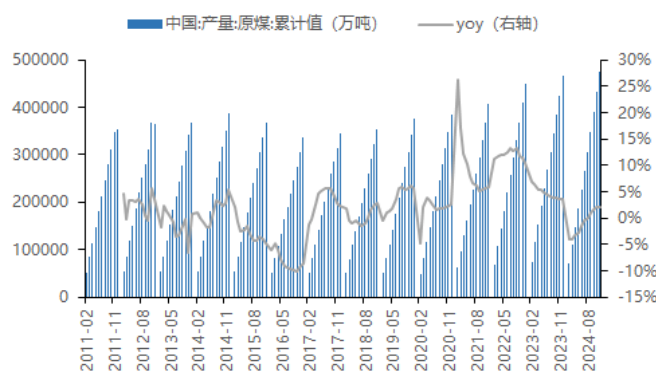
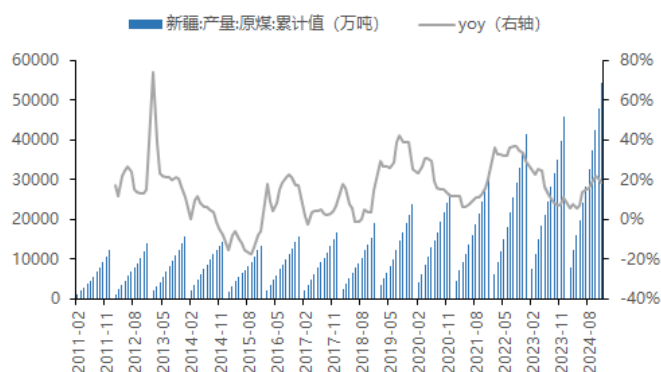
民爆上游主要为矿山开采、新疆区域主要为煤矿，而煤化工项目为疆煤提供消化渠道，逻辑体现为“煤化工->煤矿->民爆”逐级传导。

2022 年 5 月，新疆自治区印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，明确全面加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年煤炭产能达到 4.6 亿吨/年以上。新疆作为本轮煤炭行业的重要保供基地：

- 2019-2024 年新疆原煤产量 CAGR 达 17.9%，远高于同期全国原煤产量 CAGR 的 4.9%；
- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨（已提前达到 2025 年煤炭产能达 4.6 亿吨以上的目标）、同比+18.4%，同期全国原煤产量 47.59 亿吨、同比+2.2%。

图表11：2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，同比+18.4%

图表12：2024 年中国原煤产量 47.59 亿吨，同比+2.2%



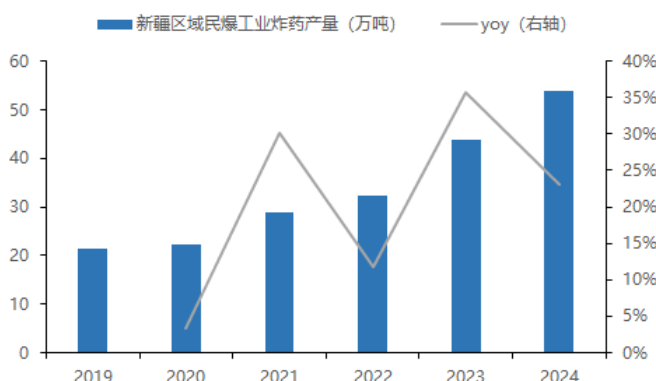
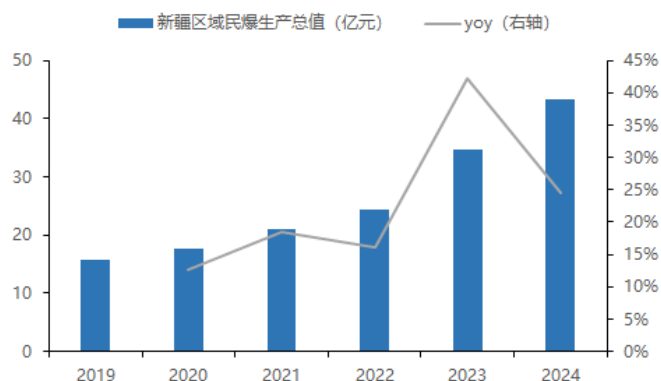
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

受益煤炭产能快速释放，新疆民爆市场步入高速发展阶段。2019-2024 年新疆区域民爆生产总产值 CAGR 达 22.4%，同期全国民爆生产总产值 CAGR 为 4.6%，2019-2024 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 20.2%，同期全国民爆生产总产值 CAGR 为 0.4%。截至 2024 年末，新疆区域民爆生产总产值排名全国第一、工业炸药产量排名全国第二。

图表13：2019-2024 年新疆区域民爆生产总产值 CAGR 达 22.4%

图表14：2019-2024 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 20.2%



来源：民爆协，国金证券研究所

来源：民爆协，国金证券研究所

未来煤化工项目为疆煤提供消化渠道的背景下，新疆民爆市场持续扩容可期。疆煤及新疆民爆弹性测算：

- 选取 3 个煤制气、2 个煤制油、1 个煤制烯烃项目，6 个项目合计投资额 2010 亿元、合计耗用 6411 万吨煤炭，对应每万吨煤炭对应投资额约 3135 万元。第 3 章中我们统计，仅考虑煤制气+煤制油+煤制甲醇+煤制烯烃项目，新疆煤化工合计投资额可达



6318 亿元，则对应新增煤炭耗用量约 2.02 亿吨；

- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，仅考虑新疆煤化工项目，假设以上 2.06 亿吨煤矿项目按照 3-4 年时间建设（上游煤矿项目一般需提前建设，因此建设周期可能比煤化工更短）、同时满产释放，则对应 2027-2028 年新疆原煤产量有望达到 7.47 亿吨。实际煤矿增量预计将更高，因为除煤化工外，疆煤还有外运、发电等其他消化渠道，随着铁路通道继续扩能，疆煤外运增量可期；
- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨、对应区域内民爆工业炸药产量 53.93 万吨，假设 2027-2028 年新疆原煤产量达到 7.47 亿吨、同时炸药产量同比例扩容，则 2027--2028 年新疆区域内民爆工业炸药产量有望达 74.47 万吨。

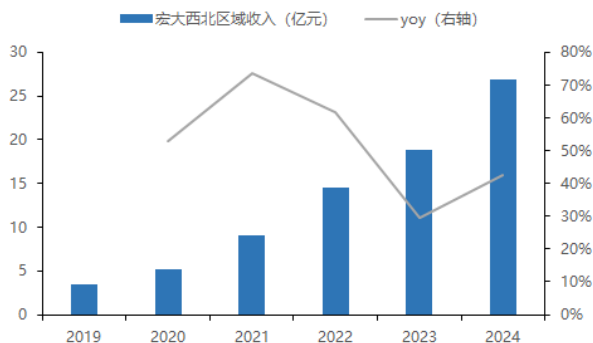
图表15：新疆煤化工项目每万吨煤炭对应投资额测算

对应投资企业	项目	所在区域	投资额（亿元）	配套煤矿	每万吨煤炭对应投资额（万元）
国家能源集团	国家能源集团新疆能源有限责任公司 40 亿立方米/年煤制天然气项目（一期 20 亿立方米，对应 167.9 亿投资额）	准东	250	年就地转化原煤量 1612 万吨/年	1553
中国华能集团	中国华能新疆准东公司 40 亿立方米煤制天然气项目（一期 20 亿立方米）	准东	260	准东大井矿区六号井 1000 万吨/年矿井配套项目	2600
中煤集团	中煤集团条湖 40 亿方/年煤制天然气项目	哈密	320	中煤条湖一号井工矿，设计消纳原煤 1000 万吨/年	3200
国家能源集团	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司负责建设的哈密能源集成创新基地项目（一阶段煤制油工程）	哈密	567	建设年产 1500 万吨岔哈泉一号露天矿配套煤矿	3780
内蒙古伊泰集团	伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目	伊犁	183	伊泰伊犁矿业有限公司年产 450 万吨煤矿项目于 2023 年 3 月开工建设，2025 年将建成达产	4067
	伊吾疆纳新能源有限公司风光多能互补制绿色低碳高值煤基化学品新材料项目	哈密	430	原煤及燃煤需求总量约为 849 万吨	5059
合计			2010	6411	3135

来源：兵团第十三师官网，煤化工信息网，“新疆发展改革委”、“石油和化工园区”、“煤炭深加工现代煤化工”、“化化网煤化工”等微信公众号，国金证券研究所

2022 年宏大工程将新疆昌吉吉木萨尔生产点混装年产能从 1.7 万吨扩能至年产 3.6 万吨，扩充产能来自宏大韶化膨化线拆除的 1.8 万吨+宏大工程哈密生产点 0.1 万吨，2024 年公司收购阳生化工（总产能 3.7 万吨，2024 年 4 月并表），将其 1.4 万吨富余产能转移至新疆地区。闲置/收购产能转移至富矿区域新疆，带动该市场营收持续高增。2023 年公司新疆市场营收同比+177%，2024 年新疆市场营收同比+96%，2024 年公司西北区域收入达 26.88 亿元、同比+42.7%，2019-2023 年公司西北区域收入 CAGR 达 51.3%。

图表16：2019-2024 年公司西北区域收入 CAGR 达 40.9%



来源：公司公告，国金证券研究所



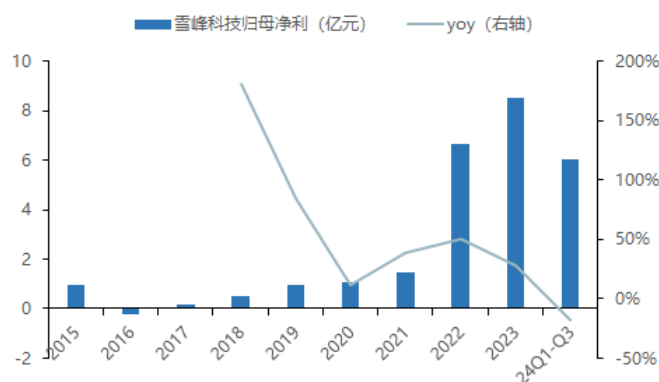
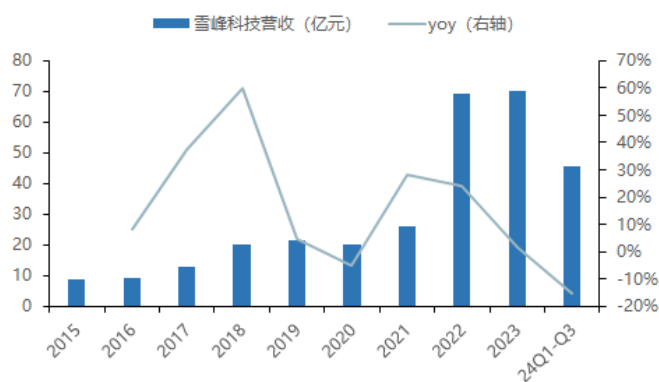
2024 年 7 月雪峰科技公告，控股股东新疆农牧投拟以 22.06 亿总转让价，向广东宏大转让 21% 股权（原第一大股东新疆农牧投持股 34.13%），2025 年 2 月股权转让完毕。2023 年雪峰科技营收 70.21 亿元，同比+2%，归母净利 8.54 亿元，同比+28%。雪峰科技目前工业炸药产能 11.75 万吨/年、电子雷管产能 1890 万发/年，2023 年雪峰科技爆破服务收入 25.21 亿元、民爆产品收入 6.24 亿元。

新疆区域增量空间由收购雪峰打开，收购重点关注 2 个方向，①打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，②实现核心原材料硝酸铵自供：

- 宏大收购雪峰，是粤疆两地持续推进高质量合作的缩影，近年来广东-新疆经贸合作取得扎实合作成果；
- 硝酸铵是工业炸药生产最重要的原材料，呈现区域性特点、生产市场较为集中。公司是新疆唯一的硝酸铵生产企业，2023 年硝酸铵销量 32.33 万吨、其中自用 10 万吨左右，其余销售到疆内其他民爆企业，硝酸铵自供一体化优势明显。

图表17：2023 年雪峰科技营收 70.21 亿元，同比+2%

图表18：2023 年雪峰科技归母净利 8.54 亿元，同比+28%

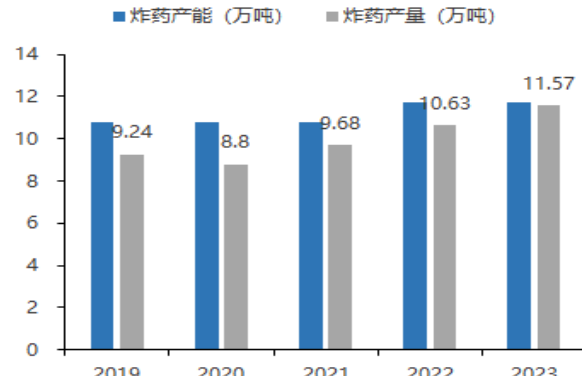
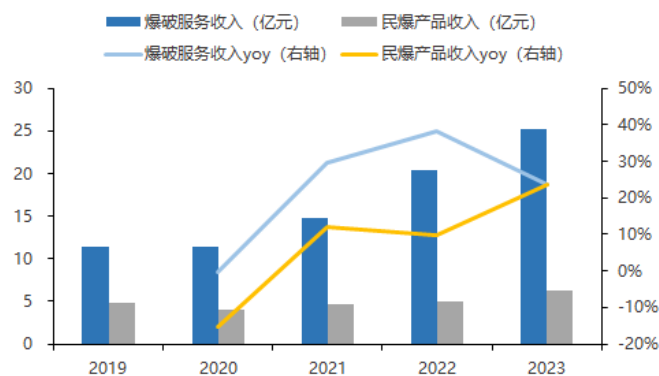


来源：雪峰科技公司公告，国金证券研究所

来源：雪峰科技公司公告，国金证券研究所

图表19：2019-2023 年雪峰科技民爆业务收入及 yoy

图表20：2019-2023 年雪峰科技炸药产能仅增加 1 万吨



来源：雪峰科技公司公告，国金证券研究所

来源：雪峰科技公司公告，国金证券研究所

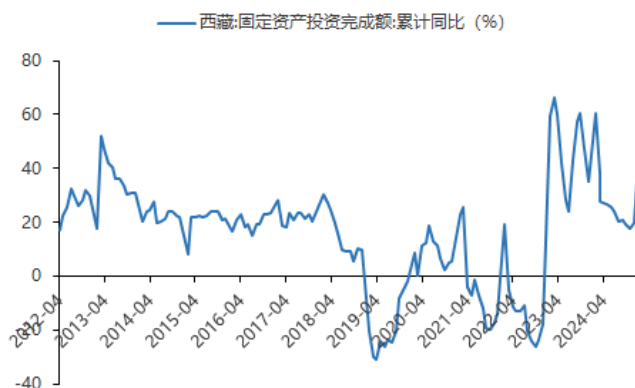
2.3 西藏：水电+铜矿带来需求弹性

西藏为全国基建区域弹性最大方向，2024 年西藏全区固定资产投资同比+19.6%，2025 年 1-2 月同比+35.8%，重点基建项目包括：

- 水利，国家“十四五”规划和 2035 远景目标中，关于大型清洁能源基地建设提及“建设雅鲁藏布江下游水电基地”等；
- 交通，铁路方面加快川藏铁路建设，推进滇藏铁路重点路段、中尼铁路日喀则至吉隆段等。公路方面加快 G318、G219 及其并行线等骨干公路改造升级等。



图表21: 2024 年西藏全区固定资产投资同比+19.6%，2025 年 1-2 月同比+35.8%



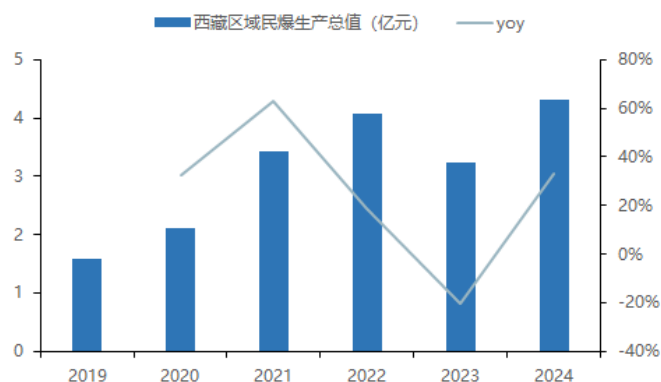
来源: wind, 国金证券研究所

西藏区域内民爆市场尚处于起量阶段，2024 年工业炸药产量为 5.15 万吨、是 2019 年的 3 倍以上，2019-2024 年西藏区域工业炸药产量 CAGR 达 26.3%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 0.4%，主要增量来自全国化企业布局，易普力、广东宏大、保利联合，目前藏内产能包括：

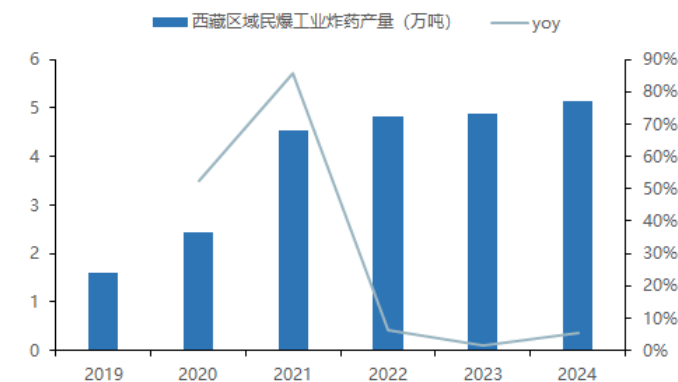
- 包装产能，①高争民爆（西藏国资委控股）胶状乳化炸药产能 1.2 万吨、2023 年产能利用率为 100%，②保利联合，控股西藏保利久联 51%股份（高争民爆持股 20%），保利久联 1.2 万吨产线已建设完成、目前处于试生产阶段；
- 混装产能，①易普力，藏内拥有 2.5 万吨/年产能的混装地面站，用于保障巨龙铜矿爆破开采需求，②广东宏大，西藏地区产能 1.5 万吨、其中 7000 吨产能处于建设阶段，③高争股份混装炸药产能 1 万吨，2023 年产能利用率为 39%。

图表22: 2019-2024 年西藏区域民爆生产总值及 yoy

图表23: 2019-2024 年西藏区域工业炸药产量 CAGR 达 26.3%



来源: 民爆协, 国金证券研究所



来源: 民爆协, 国金证券研究所

公司西藏区域增量产能主要布局水电+铜矿。2023 年公司西藏市场营收同比+65%：

- 2024 年 12 月中国政府核准雅鲁藏布江下游水电工程，有望为西藏基建带来显著弹性；
- 西藏铜矿资源开采潜力大，巨龙二期预计 2025 年底投产、关注三期规划节奏。根据藏格矿业投资者公告，巨龙铜矿二期预计于 2025 年底建成投产；后续巨龙铜矿还将进一步规划实施三期工程，若项目得到政府有关部门批准，最终评估报告报批及被审批通过后，将于 25H2 开始采矿工程建设、并于 2026 年投产。西藏巨龙二期改扩建工程目前已获有关部门核准，建成达产后总体年采选矿石量将超过 1 亿吨，年矿产铜将达 30-35 万吨，预期将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。目前公司西藏地区产能 1.5 万吨，主要为巨龙铜矿二期布局。



2.4 “一带一路”出海：赞比亚+秘鲁布局炸药产能

工业炸药下游应用领域 70%以上来源于矿山开产，其余主要为基建。资源品和建筑业对资金能力要求高，头部矿企+建筑央企拥有全球市场布局的先发优势，民爆企业可以“借船出海”：

- 跟随国内矿企出海，沉浸矿服业务，例如广东宏大海外矿服板块主要集中在塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那等“一带一路”沿线国家；
- 紧跟建筑中资企业海外工程开展国际化业务，例如易普力依托大股东中国能建全球化布局优势，先后推进中资企业承建的在巴基斯坦、马来西亚、科威特等国别的大型水电和房建爆破一体化服务项目。

图表24：巴基斯坦塔尔露天煤矿剥离工程（宏大是项目最大的爆破施工承包商）



图表25：紫金集团塞尔维亚 Timok 铜金矿项目 1#探矿竖井系统工程



来源：公司官网，国金证券研究所

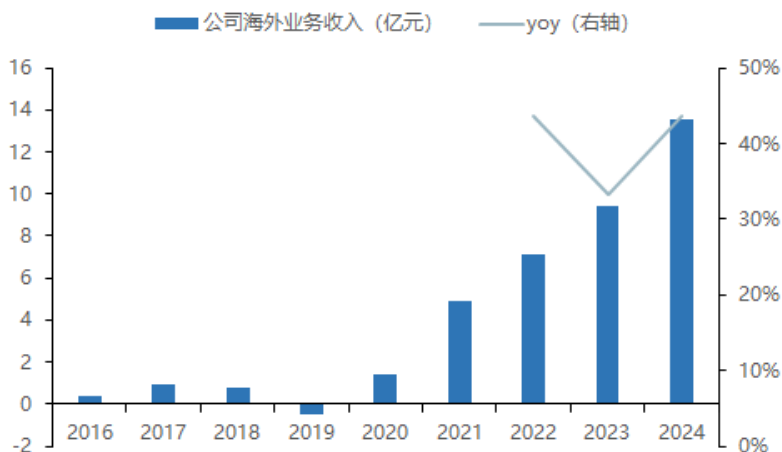
来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年公司海外地区实现营收 13.56 亿元，同比+43.7%，收入占比达 9.9%，2020-2024 年公司海外业务收入 CAGR 达 76.8%，海外矿服业务进入高速发展期。公司在巴基斯坦、塞尔维亚、马来西亚、哥伦比亚、老挝、圭亚那、哥伦比亚、几内亚、刚果布等“一带一路”沿线国家均有开展矿山工程施工服务。

除矿服业务外，公司在赞比亚+秘鲁同步布局炸药产能，推动当地民爆矿服一体化发展。

- 在赞比亚建设炸药厂（目前为建设阶段），同时辐射周边地区和国家其他矿服项目；
- 2025 年年初完成秘鲁炸药厂 EXSUR 公司 51%股权的并购，秘鲁矿产资源储量丰富，矿业开采是秘鲁的重要支柱产业。

图表26：2020-2024 年公司海外业务收入 CAGR 达 76.8%



来源：wind，国金证券研究所



3 广东宏大：军工防务“1+N”战略布局

3.1 “1+N”战略布局

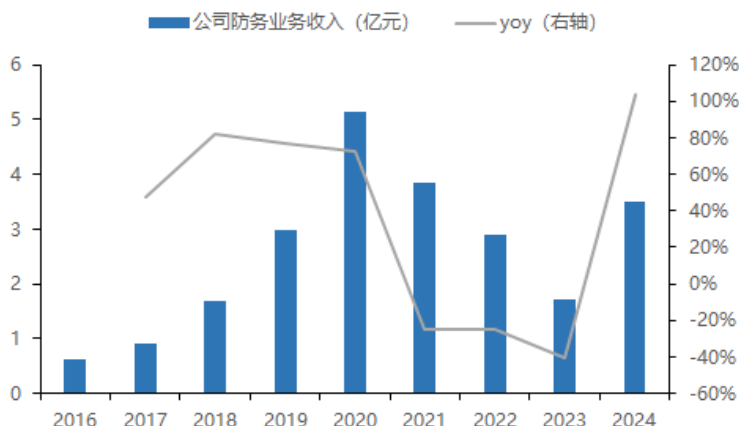
公司在军工板块搭建合伙平台，形成“1+N”战略布局：

- “1”以宏大防务公司为主，升级和拓展产品线，拟把宏大防务打造为集团军工板块的智能制造基地，保障其他军工子公司产品落地；
- “N”孵化多个智能弹药及单兵作战等前瞻性军工项目研发平台。

2020年起受下游用户需求计划影响、传统军品交付量有所减少，2024年已重回增长趋势，收购江苏红光、切入高毛利市场：

- 2017-2020年为公司防务板块高速发展期，收入从2016年的0.63亿元增长至2020年的5.13亿元，CAGR达57.4%。以2020年为例，公司国内市场产品布局包含传统弹药产品、智能弹药产品、单兵智能装备及其他产品，传统防务业务收入营收达5.14亿元、同比+70.5%；
- 防务板块收入2020年的5.13亿元下降至2023年的1.72亿元，主因系受客户需求计划影响，传统军品交付量有所减少；
- 2024年防务板块重回增长，实现营收3.5亿元、同比+48%，主因系①传统军品交付量有所增加，②并购子公司江苏红光带来收入增加。

图表27：2024年公司防务板块重回增长，实现营收3.5亿元、同比+48%



来源：wind，国金证券研究所

注：报表口径 2023 年数据未包含江苏红光全年收入（因收购 54%股权发生在 2023 年 9 月，仅 Q4 并表），同口径 2023 年防务业务收入（含江苏红光）为 2.37 亿元

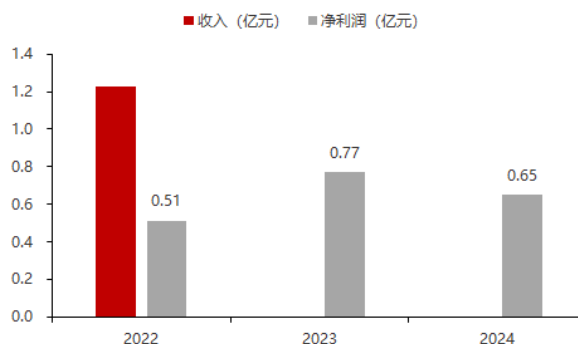
3.2 收购江苏红光，切入高毛利市场

2023 年 9 月公司下属控股子公司宏大防务科技以现金 2.76 亿元收购江苏红光 54%的股权，2024 年 1 月通过参与竞拍方式收购江苏红光剩余 46%的股权、2024 年 8 月以 2.34 亿元成交，目前江苏红光已成为公司全资子公司。公司整体收购江苏红光对价为 5.11 亿元，2024 年江苏红光扣非净利润为 0.65 亿元，对应收购 PE 约 7.8X。

收购前江苏红光 2022 年营收达 1.23 亿元，净利润 0.51 亿元，净利率达 41%。收购时宏大要求江苏红光 2023-2025 年每年扣非净利润平均值不低于 0.4 亿元，2023-2024 年江苏红光扣非净利润分别为 0.77、0.65 亿元，成为公司防务板块的业绩重要增量。



图表28：2023-2024 年江苏红光扣非净利润分别为 0.77、0.65 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2022 年为子公司江苏红光净利润口径，2023-2024 年为江苏红光扣非净利润口径

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 不考虑雪峰，原报表业务

矿山开采：2023-2024 年公司混装炸药产量分别为 21.36、24.29 万吨，每万吨混装炸药对应矿服收入分别为 4.18、4.45 亿元。截至 2024 年末，公司包装+混装总产能（不含雪峰 11.75 万吨）为 58 万吨，我们预计公司 2025-2027 年炸药产量分别为 60.83、69、77.25 万吨。国家明文支持行业混装占比提升，因此我们预计后续炸药增量主要体现在混装（矿服）板块，减去包装炸药后，我们预计 2025-2027 年混装炸药（不含雪峰）产量分别为 27.64、32.24、35.95 万吨，每万吨混装炸药对应矿服收入维持在 4.4 亿元，因此 2025-2027 年公司矿服业务收入分别为 121.63、141.85、158.18 亿元，同比增速分别为 13%、17%、12%。预计 2025-2027 年公司矿服业务毛利率维持在 18.18%，部分区域如新疆、西藏供需关系相对偏紧，毛利率有望维持。

民爆器材销售：2023-2024 年公司包装炸药产量分别为 20.27、20.72 万吨，考虑到公司包装炸药销售区域分散在全国各地，2024 年全国炸药产能呈现下滑趋势，因此我们预计后续公司包装炸药增量有限，预计 2025-2027 年包装炸药（不含雪峰）产量分别为 20.19、20.26、20.30 万吨，民爆器材销售收入维持在 19.31 亿元。预计 2025-2027 年公司民爆器材销售业务毛利率分别为 36.5%、36%、35.5%，价格端非西部区域或存在一定压力。

防务装备：2023-2024 年防务装备业务收入分别为 1.72、3.5 亿元，2024 年防务板块重回增长，主因系传统军品交付量有所增加+并购子公司江苏红光带来收入增加。考虑到公司收购江苏红光，我们预计 2025-2027 年公司防务装备业务收入分别为 4.5、5.8、7.5 亿元，同比增速保持在 29%。预计 2025-2027 年公司防务装备业务毛利率分别为 33.5%、35%、37%，随着高毛利业务占比提升，毛利率有望持续修复。

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司整体营收（不含雪峰科技并表）分别为 148.24、171.96、189.99 亿元，同比增速分别为 9%、16%、10%。



图表29：公司盈利预测拆分（不含雪峰科技并表）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
矿山开采					
收入（亿元）	89.35	108.11	121.63	141.85	158.18
YoY		21.01%	12.50%	16.62%	11.51%
工业炸药混装产量（万吨，不含雪峰）	21.36	24.29	27.64	32.24	35.95
每万吨混装产量对应矿服收入（亿元）	4.18	4.45	4.40	4.40	4.40
毛利率	16.82%	17.72%	18.18%	18.18%	18.18%
民爆器材销售					
收入（亿元）	19.76	19.90	19.31	19.31	19.31
YoY		0.74%	-3.00%	0.00%	0.00%
工业炸药包装产量（万吨，不含雪峰）	20.27	20.72	20.19	20.26	20.30
毛利率	36.28%	37.56%	36.50%	36.00%	35.50%
防务装备					
收入（亿元）	1.72	3.50	4.50	5.80	7.50
YoY		103.98%	28.48%	28.89%	29.31%
毛利率	15.14%	32.93%	33.50%	35.00%	37.00%
宏大收入（不含雪峰）					
收入（亿元）	115.43	136.52	148.24	171.96	189.99
YoY		18.27%	8.58%	16.00%	10.49%
毛利率	20.67%	21.27%	21.24%	20.93%	20.85%

来源：wind，国金证券研究所

（2）雪峰科技报表拆分（雪峰暂未披露 2024 年报，2024 年数据为预计值）

化工业务：雪峰主要化工产品包括硝酸铵、尿素、三聚氰胺、复合肥等。①硝酸铵，下游主要应用于民爆，雪峰为疆内唯一硝酸铵生产企业，我们预计疆煤产量未来能保持两位数增量，因此预计 2025-2027 年雪峰硝酸铵对外销量增速分别为 14%、12%、10%。②尿素、三聚氰胺：尿素、三聚氰胺 2024 年价格降幅较大，我们预计 2025 年或仍有一定压力，后续价格给以企稳预期，销量预计维持稳定。综合来看，我们预计 2025-2027 年雪峰化工业务收入分别为 23.88、24.67、25.42 亿元，同比增速分别为-2%、3%、3%，增量主要来自于硝酸铵业务，其他产品如尿素、三聚氰胺等给以 2025 年后稳定预期。预计 2025-2027 年雪峰化工业务毛利率分别为 21%、21.5%、22%，随着高毛利的硝酸铵业务占比提升，整体化工业务毛利率略微上升。

注：宏大收购雪峰后，雪峰部分硝酸铵预计将给宏大自用（宏大未披露目前新疆区域营收及产能，仅披露目前西藏、新疆、甘肃地区合计拥有 11.1 万吨产能，单吨工业炸药约耗用 0.71 吨硝酸铵），可能导致原先部分外销量变为集团内部消化。但考虑到疆煤产量未来能保持两位数增量，此处我们仍预计 2025-2027 年雪峰硝酸铵对外销量保持两位数增速

矿服：2023 年雪峰混装炸药销量为 6.77 万吨，每万吨混装炸药对应矿服收入为 3.72 亿元，考虑到 2024 年雪峰没有新增产能，原有产能利用率偏高（2023 年包装+混装总产能 11.75 万吨，产量为 11.57 万吨），我们预计 2024 年雪峰混装炸药销量达 7 万吨，新增有限。新疆区域内民爆主要用途为煤矿、绝大部分为混装生产，我们预计整合后雪峰炸药产量或有望迎来弹性，预计雪峰 2025-2027 年混装炸药销量分别为 8.2、10、13.2 万吨，每万吨混装炸药对应矿服收入维持在 3.72 亿元，因此 2025-2027 年公司雪峰矿服业务收入分别为 30.5、37.2、49.1 亿元，同比增速分别为 17%、22%、32%。预计 2025-2027 年公司矿服业务毛利率分别为 26%、25.5%、25.5%，新疆供需关系相对偏紧，毛利率有望维持较高水平。

民爆产品：2023 年雪峰包装炸药销量为 4.8 万吨，考虑到 2024 年雪峰没有新增产能，原有产能利用率偏高，我们预计 2024 年雪峰包装炸药销量维持在 4.8 万吨。我们预计整合后雪峰炸药产量或有望迎来弹性，预计雪峰 2025-2027 年包装炸药销量分别为 5.3、6.5、7.8 万吨，民爆产品业务收入分别为 6.96、8.53、10.24 亿元，同比增速分别为 10%、23%、20%。预计 2025-2027 年公司民爆产品业务毛利率分别为 54%、53%、52%，新疆供需关系相



对偏紧，毛利率有望维持较高水平。

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年雪峰整体营收分别为 71.79、80.86、95.21 亿元，同比增速分别为 7%、13%、18%。2023 年雪峰营收达 70.21 亿元。

图表30：雪峰科技盈利预测拆分

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
化工业务					
收入（亿元）	28.31	24.34	23.88	24.67	25.42
YoY		-14.03%	-1.89%	3.34%	3.02%
毛利率	22.32%	21.20%	21.00%	21.50%	22.00%
爆破服务					
收入（亿元）	25.21	26.04	30.50	37.20	49.10
YoY		3.30%	17.14%	21.95%	32.00%
混装炸药销量（万吨）	6.77	7.00	8.20	10.00	13.20
每万吨混装产量对应矿服收入（亿元）	3.72	3.72	3.72	3.72	3.72
毛利率	20.83%	26.50%	26.00%	25.50%	25.50%
民爆产品					
收入（亿元）	6.24	6.3	6.96	8.53	10.24
YoY		0.97%	10.42%	22.64%	20.00%
包装炸药产量（万吨）	4.80	4.80	5.3	6.5	7.8
毛利率	52.29%	55.40%	54.00%	53.00%	52.00%
雪峰收入					
收入（亿元）	70.21	67.13	71.79	80.86	95.21
YoY		-4.39%	6.94%	12.63%	17.75%
毛利率	23.42%	25.56%	25.50%	25.87%	26.30%

来源：wind，广东宏大、雪峰科技年度报告，国金证券研究所

（3）其他重要假设

费用率：①我们预计 2025-2027 年公司销售费用率均为 0.6%，公司整体销售费用率偏低；②我们预计 2025-2027 年公司管理费用率均为 6.8%，随着雪峰并表，我们预计公司整体管理费用率或略有增加；③我们预计 2025-2027 年公司研发费用率保持在 3.4%，我们认为随着公司军贸业务发展、整体研发费用率或略有增加。

少数股东权益：2023-2024 年公司少数股东损益分别为 2.56、2.74 亿元，我们预计除雪峰外的少数股东损益保持在 2.5 亿元，2025-2027 年雪峰归母净利润分别为 7.5、8.8、10.2 亿元，对应宏大少数股东损益分别为 5.93、6.95、8.06 亿元，因此 2025-2027 年宏大合计少数股权损益分别为 8.43、9.45、10.56 亿元。

图表31：公司盈利预测拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
费用率					
销售费用率	0.60%	0.55%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	5.70%	6.42%	6.80%	6.80%	6.80%
研发费用率	3.25%	3.14%	3.40%	3.40%	3.40%
少数股东损益（宏大持股雪峰 21%股权）					
少数股东损益（亿元）	2.56	2.74	8.43	9.45	10.56

来源：wind，国金证券研究所

2025 年起，雪峰收入 100%并表，归母净利润 21%并表（宏大实际控制，剩余 79%体现为少数股东权益）。根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 220.02、252.81、285.2 亿元，同比增速分别为 61%、15%、13%，2025-2027 年归母净利润分别为 12.04、



14.02 和 16.20 亿元，同比增速分别为 34%、16%、16%。

4.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括易普力（2024 年产能 52.15 万吨，同样全国布局，新疆、西藏均有产能）、江南化工（2023 年产能 59.15 万吨，全国布局）、国泰集团、高争民爆（高景气西藏区域民爆企业）。可比公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 28x、20x、15x，公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 23x、17x、15x，估值水平基本相当。

投资建议：我们看好公司①矿服市占率全国第一，在手订单充足，并购雪峰后业绩具备弹性，②深度合作紫金等金属矿头部业主，聚焦新疆、西藏、出海高景气市场，③军工防务“1+N”战略布局开拓第二曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.04、14.02 和 16.20 亿元，现价对应动态 PE 分别为 17x、15x、13x，给以 2025 年 25 倍估值，目标价 39.60 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表32：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002096.SZ	易普力	11.24	0.13	0.56	0.57	0.71	0.82	20	16	14
002226.SZ	江南化工	5.15	0.17	0.29	0.35	0.41	0.51	15	13	10
603977.SH	国泰集团	12.83	0.24	0.49	0.52	0.64	0.82	25	20	16
002827.SZ	高争民爆	23.64	0.19	0.35	0.45	0.72	1.18	53	33	20
平均值								28	20	15
002683.SZ	广东宏大	27.45	0.75	0.96	1.18	1.58	1.84	23	17	15

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 4 月 8 日收盘价；易普力、江南化工、国泰集团、高争民爆采用 wind 一致预期（180 天）；广东宏大、易普力 2024 年业绩为已披露数据

风险提示

下游矿山景气不及预期：工业炸药下游应用领域 70%以上来源于矿山开采，前文所述，2022 年以来金属矿山、煤炭开采领域资本开支实现逆势增长，拉动民爆行业需求。若下游矿山景气度不及预期，可能导致民爆行业需求走弱，公司产能利用率受到一定程度影响。

西部地区煤炭及矿业开采节奏不及预期：“西部大开发”背景下，新疆、西藏区域民爆行业景气度突出，西藏市场重点关注重点工程+巨龙铜矿进展，新疆市场煤炭建设快速释放、成为民爆产能转移重点区域。公司重点布局西藏、新疆市场，如果以上区域开发不及预期，或新增供给过多、导致区域内民爆价格出现活动，可能导致公司部分产能闲置、产能利用率受到一定程度影响。

海外市场开拓风险：民爆企业跟随国内矿山企业加速“走出去”步伐，公司加快海外市场开拓力度。但海外业务可能面临政策、地缘政治等方面风险，如果后续公司出海不及预期，可能导致公司海外业务收入增长不及预期。

收购整合不及预期：前文所述，公司 2025 年重要业绩增量来自于收购的雪峰科技并表，但如果收购后公司整合效果不及预期，可能导致雪峰科技收入/业绩增长不及预期，使得公司收入/业绩增速低于本文测算。

重大安全、环保事故风险：民爆行业供给端行政审批壁垒高，生产、销售、运输和爆破作业，均须取得相应许可证，如果出现重大安全、环保事故风险，公司可能面临行政处罚以及舆论风险。

原材料价格波动风险：民爆行业主要原材料成份是硝酸铵，如果硝酸铵价格向上大幅波动，可能导致公司毛利率、净利率水平受到一定程度影响。

商誉减值风险：截至 2024 年末，公司商誉达 20.94 亿元，前期收购标的较多，若与雪峰、江苏红光等收购标的协同效应不及预期，可能导致公司后续存在商誉减值风险，影响业绩释放。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,169	11,543	13,652	22,002	25,281	28,520
增长率		13.5%	18.3%	61.2%	14.9%	12.8%
主营业务成本	-8,244	-9,157	-10,748	-17,023	-19,590	-22,055
%销售收入	81.1%	79.3%	78.7%	77.4%	77.5%	77.3%
毛利	1,925	2,386	2,903	4,980	5,691	6,465
%销售收入	18.9%	20.7%	21.3%	22.6%	22.5%	22.7%
营业税金及附加	-44	-46	-56	-90	-104	-117
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-56	-70	-75	-132	-152	-171
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-588	-658	-876	-1,496	-1,719	-1,939
%销售收入	5.8%	5.7%	6.4%	6.8%	6.8%	6.8%
研发费用	-295	-375	-429	-748	-860	-970
%销售收入	2.9%	3.3%	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	943	1,237	1,467	2,513	2,857	3,268
%销售收入	9.3%	10.7%	10.7%	11.4%	11.3%	11.5%
财务费用	-89	-87	-119	-165	-165	-163
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-46	-137	-106	-42	-19	-22
公允价值变动收益	0	1	13	0	0	0
投资收益	151	86	91	90	90	90
%税前利润	15.6%	7.5%	6.7%	3.7%	3.2%	2.8%
营业利润	974	1,138	1,370	2,421	2,788	3,198
营业利润率	9.6%	9.9%	10.0%	11.0%	11.0%	11.2%
营业外收支	-8	-4	-8	0	0	0
税前利润	966	1,134	1,362	2,421	2,788	3,198
利润率	9.5%	9.8%	10.0%	11.0%	11.0%	11.2%
所得税	-128	-161	-190	-374	-441	-522
所得税率	13.2%	14.2%	13.9%	15.5%	15.8%	16.3%
净利润	839	972	1,172	2,047	2,347	2,676
少数股东损益	278	256	274	843	945	1,056
归属于母公司的净利润	561	716	898	1,204	1,402	1,620
净利率	5.5%	6.2%	6.6%	5.5%	5.5%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	839	972	1,172	2,047	2,347	2,676
少数股东损益	278	256	274	843	945	1,056
非现金支出	513	692	742	372	466	508
非经营收益	10	0	33	217	86	84
营运资金变动	-471	-251	-172	-1,532	-227	-249
经营活动现金净流	891	1,413	1,776	1,103	2,672	3,019
资本开支	-678	-804	-652	-1,682	-736	-736
投资	-26	-239	-1,012	-300	-150	-200
其他	1,027	767	-1,190	90	90	90
投资活动现金净流	324	-276	-2,854	-1,892	-796	-846
股权募资	1	172	40	0	0	0
债权募资	114	-371	2,270	831	-782	-759
其他	-642	-579	-1,466	-719	-736	-822
筹资活动现金净流	-528	-778	844	112	-1,519	-1,581
现金净流量	683	356	-236	-677	357	592

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,658	2,958	2,883	2,150	2,467	3,031
应收款项	3,566	3,451	4,063	5,756	6,612	7,469
存货	404	391	391	614	707	796
其他流动资产	2,424	2,269	3,552	4,489	4,998	5,552
流动资产	9,051	9,069	10,889	13,010	14,784	16,848
%总资产	59.0%	55.8%	55.4%	56.2%	58.7%	61.2%
长期投资	366	365	361	361	361	361
固定资产	2,084	2,518	2,925	6,644	6,845	7,006
%总资产	13.6%	15.5%	14.9%	28.7%	27.2%	25.5%
无形资产	2,900	3,307	3,821	2,872	2,973	3,074
非流动资产	6,281	7,190	8,763	10,122	10,411	10,661
%总资产	41.0%	44.2%	44.6%	43.8%	41.3%	38.8%
资产总计	15,333	16,259	19,652	23,131	25,195	27,509
短期借款	761	1,763	1,630	2,541	1,759	1,000
应付款项	2,873	3,162	4,190	5,721	6,592	7,464
其他流动负债	1,036	1,194	1,387	1,190	1,417	1,619
流动负债	4,671	6,119	7,207	9,452	9,768	10,084
长期贷款	3,080	1,732	4,185	4,185	4,185	4,185
其他长期负债	453	463	449	177	138	109
负债	8,204	8,315	11,841	13,814	14,091	14,378
普通股股东权益	5,933	6,470	6,494	7,156	7,997	8,969
其中：股本	749	760	760	760	760	760
未分配利润	1,756	2,222	2,433	3,155	3,997	4,969
少数股东权益	1,196	1,475	1,318	2,161	3,106	4,162
负债股东权益合计	15,333	16,259	19,652	23,131	25,195	27,509

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.749	0.942	1.181	1.584	1.845	2.132
每股净资产	7.924	8.516	8.544	9.416	10.523	11.802
每股经营现金净流	1.190	1.860	2.337	1.452	3.515	3.972
每股股利	0.300	0.560	0.200	0.634	0.738	0.853
回报率						
净资产收益率	9.45%	11.07%	13.83%	16.83%	17.53%	18.06%
总资产收益率	3.66%	4.40%	4.57%	5.21%	5.56%	5.89%
投入资本收益率	7.38%	9.18%	9.17%	13.24%	14.11%	14.93%
增长率						
主营业务收入增长率	19.26%	13.51%	18.27%	61.17%	14.90%	12.81%
EBIT 增长率	11.80%	31.23%	18.56%	71.34%	13.68%	14.39%
净利润增长率	16.78%	27.68%	25.39%	34.12%	16.42%	15.57%
总资产增长率	9.96%	6.04%	20.87%	17.70%	8.92%	9.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.0	69.1	62.9	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	18.4	15.8	13.3	13.3	13.3	13.3
应付账款周转天数	83.9	83.5	83.7	83.7	83.6	83.7
固定资产周转天数	67.9	67.7	73.6	90.8	81.9	74.7
偿债能力						
净负债/股东权益	9.52%	6.76%	19.44%	33.94%	18.58%	5.64%
EBIT 利息保障倍数	10.6	14.2	12.3	15.2	17.3	20.0
资产负债率	53.51%	51.14%	60.25%	59.72%	55.93%	52.27%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	6	9	15
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.14	1.14	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究