

2025 年 04 月 18 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 17 日

收盘价（元） 9.85
一年内最高/最低（元） 10.29/5.96
总市值（百万元） 10,556.17
流通市值（百万元） 9,594.64
总股本（百万股） 1,071.69
资产负债率（%） 26.53
每股净资产（元/股） 4.58

资料来源：聚源数据

雪峰科技 (603227.SH)

——年报靴子落地，静待民爆产能大增长开启

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报，实现收入 61.01 亿元，同比下降 13.10%，归母净利润 6.68 亿元，同比下降 21.69%；其中单四季度实现收入 15.41 亿元，同比下滑 5.54%，归母净利润 6657 万元，同比下滑 42.89%。业绩略低于预期。公司 2024 年年度权益分配预案拟每 10 股派发现金股利 2.00 元人民币。
- **民爆业务产能优化，重点项目到期叠加民爆产品价格下滑致使营收下滑，原料端下滑致使毛利率提升。1) 产能布局优化，炸药产销略增：**工业炸药总产能由 11.75 万吨/年提升至 11.95 万吨/年，混装炸药产能占比提升至 70%，工业炸药产销量 11.95 万吨，同比增加 3.28%，其中包装炸药产销量 4.80 万吨（同比持平），混装炸药 7.15 万吨（+5.61%，注：括号内均为同比，下同）。工业电子雷管产量 1148 万发，同比下滑 24.87%，销量 1005.92 万发，同比下滑 28.20%，销量下滑是由于疆内电子雷管市场竞争加剧。**2) 重点项目到期叠加民爆产品价格下滑致使营收下滑：**爆破服务+民爆产品收入 27.61 亿元，减少 3.84 亿元，同比下滑 12.21%，其中民爆产品营收下滑 21.76%，爆破服务营收下滑 9.85%。营收下滑一方面系圣雄土方挖运项目合同到期，收入较上年同期减少 2.72 亿元，另一方面系民爆产品价格下降（炸药平均价格 8449 元/吨，同比下滑 1.46%，雷管平均价格 18.12 万元/万发，同比下降 13.08%）。**3) 原料端下滑致使毛利率提升：**爆破服务毛利率 24.34%，同比提升 3.51 个百分点，主要系减少毛利较低的土方挖运项目，同时上游硝酸铵产品平均成本降低，爆破服务耗用的自产炸药成本降低，导致爆破服务毛利增加；民爆产品毛利率 55.43%，同比提升 3.14 个百分点，主要是由于公司生产炸药所耗用的原材料硝酸铵产量较上年增加，平均成本降低，导致炸药产品毛利增加。
- **化工业务产品价格下行，营收和盈利能力双降。全年玉象胡杨营收 28.29 亿，同比下滑 20.12%，净利润 3.57 亿元，同比下滑 29.43%。1) 硝酸铵产销大幅增长，其余产品均有下滑：**尿素产量 61.62 万吨（+0.03%）、销量 26.83 万吨（-15.51%）；硝酸铵产量 44.93 万吨（+35.94%）、销量 44.88 万吨（+38.83%）；复合肥产量 10.84 万吨（-30.01%）、销量 12.63 万吨（-25.64%）；三聚氰胺产量 17.95 万吨（-1.72%）、销量 18.07 万吨（-7.53%）。硝酸铵产销大幅增长主要由于新疆炸药产量的明显增长叠加年初公司建立硝酸铵销售工作协调机制，多措并举，市场占有率提升。受硝酸铵产销量增长的影响，生产结构调剂下复合肥产销量较上年同期均有所减少。**2) 产品全年均价不同程度下滑：**硝酸铵全国全年表观消费量同比下降 9.8%，全国市场均价 2497 元/吨，同比下跌 10.3%；三聚氰胺受下游需求不振、产能扩增等影响，全国全年市场均价 6198 元/吨，同比下跌 14%；尿素新增产能集中投放、库存高位、出口受限的局面下全国全年尿素市场均价 2096 元/吨，同比下跌 14%。**3) 化工业务毛利率 19.21%，同比下滑 3.11 个百分点。**
- **LNG 盈利能力大幅下滑。**公司 LNG 产量 9.89 万吨（-8.09%）、销量 9.11 万吨（-15.37%），营收同比增加 14.65%，但受原料气价格上涨的影响，毛利率-2.2%，同比下滑 19.18 个百分点。
- **期间费用率小幅上升，净利率下滑。**公司全年期间费用率 7.55%，同比增加 1.07 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.99%、6.07%、0.29%、0.20%，分别同比+0.36%、+1.11%、-0.15%、-0.25 个百分点。销售净利率 12.38%，同比下降 1.17 个百分点。
- **盈利预测与评级：**随着宏大入主，公司有望开启民爆产能大增长时代，长期增长天花板打开。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.51、10.71、15.15 亿元，对应 4 月 17 日 PE 14、10、7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新疆煤炭增产不及预期；新疆民爆产能过度增长；市场竞争加剧

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,021	6,101	5,969	6,876	8,243
同比增长率（%）	1.72%	-13.10%	-2.16%	15.19%	19.89%
归母净利润（百万元）	854	668	751	1,071	1,515
同比增长率（%）	28.19%	-21.69%	12.37%	42.57%	41.51%
每股收益（元/股）	0.80	0.62	0.70	1.00	1.41
ROE（%）	19.03%	13.62%	13.61%	16.75%	19.87%
市盈率（P/E）	12.37	15.79	14.05	9.86	6.97

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,004	2,009	3,248	4,818
应收票据及账款	1,655	1,370	1,579	1,893
预付账款	187	203	233	280
其他应收款	78	64	74	89
存货	448	469	510	576
其他流动资产	109	80	92	111
流动资产总计	3,480	4,195	5,736	7,765
长期股权投资	46	60	74	88
固定资产	3,314	3,054	2,840	2,620
在建工程	24	71	69	67
无形资产	558	547	545	538
长期待摊费用	31	16	0	0
其他非流动资产	437	437	426	420
非流动资产合计	4,410	4,184	3,953	3,732
资产总计	7,890	8,379	9,689	11,497
短期借款	121	121	321	521
应付票据及账款	668	625	680	768
其他流动负债	810	667	734	839
流动负债合计	1,599	1,413	1,735	2,129
长期借款	236	201	177	159
其他非流动负债	258	258	258	258
非流动负债合计	494	460	436	417
负债合计	2,093	1,872	2,170	2,546
股本	1,072	1,072	1,072	1,072
资本公积	1,574	1,574	1,574	1,574
留存收益	2,261	2,873	3,746	4,980
归属母公司权益	4,907	5,519	6,392	7,626
少数股东权益	890	987	1,127	1,325
股东权益合计	5,797	6,507	7,519	8,951
负债和股东权益合计	7,890	8,379	9,689	11,497

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	756	793	1,154	1,657
折旧与摊销	393	359	365	355
财务费用	12	11	10	13
投资损失	-22	-24	-24	-24
营运资金变动	-508	103	-180	-266
其他经营现金流	75	68	68	68
经营性现金净流量	705	1,311	1,394	1,803
投资性现金净流量	-100	-122	-122	-122
筹资性现金净流量	-518	-185	-33	-112
现金流量净额	88	1,004	1,239	1,570

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,101	5,969	6,876	8,243
营业成本	4,685	4,449	4,840	5,469
税金及附加	57	55	64	77
销售费用	60	59	68	82
管理费用	370	362	417	500
研发费用	18	18	20	24
财务费用	12	11	10	13
资产减值损失	-24	-23	-18	-20
信用减值损失	-14	-14	-15	-16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	22	24	24	24
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	4	1	1	1
其他收益	44	43	43	43
营业利润	931	1,046	1,491	2,111
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	5	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	932	1,047	1,493	2,112
所得税	176	198	282	399
净利润	756	849	1,210	1,713
少数股东损益	87	98	140	198
归属母公司股东净利润	668	751	1,071	1,515
EPS(元)	0.62	0.70	1.00	1.41

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-13.10%	-2.16%	15.19%	19.89%
营业利润增长率	-20.09%	12.38%	42.62%	41.54%
归母净利润增长率	-21.69%	12.37%	42.57%	41.51%
经营现金流增长率	-35.23%	85.87%	6.31%	29.39%
盈利能力				
毛利率	23.21%	25.47%	29.61%	33.66%
净利率	12.38%	14.22%	17.61%	20.78%
ROE	13.62%	13.61%	16.75%	19.87%
ROA	8.47%	8.96%	11.05%	13.18%
估值倍数				
P/E	15.79	14.05	9.86	6.97
P/S	1.73	1.77	1.54	1.28
P/B	2.15	1.91	1.65	1.38
股息率	0.00%	1.32%	1.88%	2.66%
EV/EBITDA	8	8	6	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。