

2025 年 04 月 22 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

营业收入同比增长，民爆业务稳中求进

—江南化工（002226.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：覃前 S1050124070019

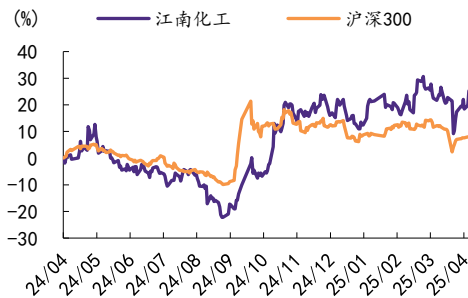
qinqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-22

当前股价（元）	5.84
总市值（亿元）	155
总股本（百万股）	2649
流通股本（百万股）	2649
52 周价格范围（元）	3.64-6.1
日均成交额（百万元）	136.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

江南化工发布 2024 年度业绩报告：2024 全年实现营业总收入 94.81 亿元，同比+6.59%；实现归母净利润 8.91 亿元，同比+15.26%。其中 2024Q4 单季度实现营业收入 27.82 亿元，同比+14.91%、环比+23.68%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比+93.40%、环比-57.44%。

投资要点

原材料成本下降，营业收入实现同比增长

公司利润实现增长的主要原因为原材料价格下降。2024 年主要硝酸铵品种价格总体呈现下降趋势，全年均价为 2596 元/吨，同比-17.40%。

分产品营业收入构成来看：1) 民爆产品生产及销售业务营收同比+6.61%；2) 爆破工程服务业务营收同比+8.25%；3) 新能源发电业务营收同比-11.32%；4) 其他民爆业务营收同比+17.69%；5) 原材料生产及销售业务营收同比+62.73%；6) 其他业务营收同比+5.06%。

持续加大研发投入，力争提升公司核心竞争力

期间费用方面，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.22/+0.69/-0.37/+0.61pct，其中研发费用率上升主要系公司持续加大研发投入，进一步增强科技创新牵引力，提升公司核心竞争力所致。

重大工程项目超额完成，民爆产业运行稳中求进

2024 年，公司民爆产业运行情况稳中向好，产能结构调整继续优化，重大工程项目获取优于上年同期，纳米比亚湖山、罗辛一体化项目进展顺利，超额完成预期经营目标。公司加大市场开发力度，积极对接大客户，加强内蒙古、四川、新疆等区域市场开发，新疆天河依托一体化全链条产业发展优势、北方爆破坚持国内国际市场双向发力，庆华汽车、安徽向科、湖北帅力、江阳爆破积极调整产品结构和市场销售策略；打造安徽、陕西、山西、西南等区域核心市场总部，推动炸药企业和爆破企业深度重组融合，优化区域产能配置，完成产能重组、注入和转移。

2025 年，公司将以创新求突破，努力开创公司高质量发展新局面。

■ 盈利预测

公司民爆行业产能结构持续优化，核心竞争力有望进一步增强，投资价值彰显。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.81、14.17、18.07 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.3、10.9、8.6 倍，首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

下游需求波动风险；产品价格下跌风险；原材料价格上涨风险；订单推进不及预期等风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	9,481	11,055	14,111	17,036
增长率（%）	6.6%	16.6%	27.6%	20.7%
归母净利润（百万元）	891	1,081	1,417	1,807
增长率（%）	15.3%	21.4%	31.1%	27.5%
摊薄每股收益（元）	0.34	0.41	0.53	0.68
ROE（%）	8.1%	9.1%	10.9%	12.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	9,481	11,055	14,111	17,036
现金及现金等价物	1,931	2,505	2,560	2,966	营业成本	6,629	7,676	9,739	11,617
应收款	4,694	5,474	6,987	8,435	营业税金及附加	80	93	119	143
存货	813	953	1,210	1,443	销售费用	164	191	244	294
其他流动资产	1,467	1,651	2,007	2,349	管理费用	891	1,039	1,326	1,601
流动资产合计	8,905	10,582	12,763	15,193	财务费用	118	107	106	94
非流动资产：					研发费用	301	351	449	542
金融类资产	360	360	360	360	费用合计	1,474	1,689	2,124	2,532
固定资产	6,830	6,580	6,223	5,841	资产减值损失	-24	-24	-24	-24
在建工程	341	136	55	22	公允价值变动	74	74	74	74
无形资产	921	875	829	785	投资收益	33	33	33	33
长期股权投资	122	122	122	122	营业利润	1,411	1,712	2,243	2,859
其他非流动资产	1,658	1,658	1,658	1,658	加：营业外收入	9	9	9	9
非流动资产合计	9,873	9,372	8,887	8,428	减：营业外支出	12	12	12	12
资产总计	18,778	19,954	21,650	23,621	利润总额	1,408	1,709	2,240	2,856
流动负债：					所得税费用	276	335	439	560
短期借款	1,155	1,155	1,155	1,155	净利润	1,132	1,374	1,801	2,297
应付账款、票据	1,488	1,744	2,213	2,640	少数股东损益	241	293	384	490
其他流动负债	1,806	1,806	1,806	1,806	归母净利润	891	1,081	1,417	1,807
流动负债合计	4,655	4,945	5,481	5,971					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	2,917	2,917	2,917	2,917	成长性				
其他非流动负债	258	258	258	258	营业收入增长率	6.6%	16.6%	27.6%	20.7%
非流动负债合计	3,175	3,175	3,175	3,175	归母净利润增长率	15.3%	21.4%	31.1%	27.5%
负债合计	7,830	8,121	8,656	9,146	盈利能力				
所有者权益					毛利率	30.1%	30.6%	31.0%	31.8%
股本	2,649	2,649	2,649	2,649	四项费用/营收	15.6%	15.3%	15.1%	14.9%
股东权益	10,948	11,834	12,994	14,475	净利率	11.9%	12.4%	12.8%	13.5%
负债和所有者权益	18,778	19,954	21,650	23,621	ROE	8.1%	9.1%	10.9%	12.5%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	41.7%	40.7%	40.0%	38.7%
净利润	1132	1374	1801	2297	营运能力				
少数股东权益	241	293	384	490	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
折旧摊销	648	501	482	456	应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
公允价值变动	74	74	74	74	存货周转率	8.2	8.2	8.2	8.2
营运资金变动	-1020	-813	-1590	-1533	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1077	1430	1151	1784	EPS	0.34	0.41	0.53	0.68
投资活动现金净流量	-855	455	439	415	P/E	17.4	14.3	10.9	8.6
筹资活动现金净流量	352	-488	-640	-816	P/S	1.6	1.4	1.1	0.9
现金流量净额	574	1,397	950	1,382	P/B	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。