

2025年04月29日

国泰集团 (603977.SH)

——民爆业务彰显韧性，扣非归母净利润增长

投资评级：买入（维持）

投资要点：

- **事件：**公司发布2025年一季报，实现收入4.83亿元，同比下降1.26%，归母净利润4308.39万元，同比下降8.23%，扣非后归母净利润3965.63万元，同比增长17.09%，业绩符合预期。
- **一季度民爆业务整体增长，炸药产销增长且盈利能力提升。**1) 炸药营收保持增长，电子雷管营收下降：公司实现民爆业务（民爆产品+爆破工程）营收3.27亿元，同比增长1.40%。实现民爆产品营收2.13亿元，同比下降4.78%，其中包装炸药营收1.54亿元，同比增长5.75%；电子雷管营收5701万元，同比下降23.78%。公司实现爆破工程营收1.14亿元，同比增加15.31%。2) 炸药产销保持增长，电子雷管产销下降：公司实现包装炸药产量2.64万吨，同比增长12.17%，实现销量2.49万吨，同比增长7.06%；实现电子雷管产量470万发，同比下降20.27%，实现销量437万发，同比下降18.7%。公司实现爆破工程1425万立方米，同比增加18.62%。3) 产品价格有所下降：公司包装炸药不含税均价6172元/吨，同比下降1.23%；电子雷管不含税均价13.06万元/万发，同比下降6.75%。4) 炸药原料端降幅明显：硝酸铵不含税均价1909元/吨，同比下降24.13%，正是由于原料端价格降幅大于炸药价格降幅，我们判断一季度公司工业炸药盈利能力提升。
- **军工新材料钽铌氧化物营收下滑明显。**公司自产氧化铌+自产氟钽酸钾营收合计2087万元，同比下降64.03%，营收下滑主要是由于产销下滑明显，产品均价均同比增加。
- **毛利率小幅下滑，期间费用率稳定，专项补助导致净利润波动，扣非后归母净利润保持增长。**公司一季度毛利率32.72%，同比下降0.5个百分点。期间费用率21.2%，同比基本持平，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为3.84%、11.77%、4.78%、0.81%，分别同比下降0.35、增加0.14、下降1.02、增加1.26个百分点。销售净利率8.22%，同比下降2.94个百分点。公司扣非后归母净利润保持增长，净利润小幅下滑主要是由于上年同期收到省级工业发展专项计划资金1000万元所致。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.18、4.53、5.86亿元，对应4月28日PE 24、17、13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游采矿业需求不及预期；大运河项目建设进度低于预期；原料硝酸铵涨价

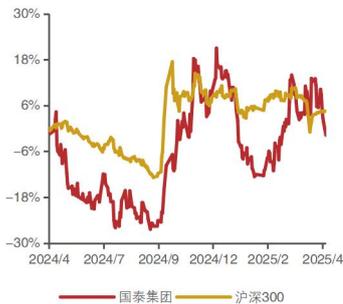
证券分析师

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

联系人

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

市场表现：



基本数据 2025年04月28日

收盘价(元)	12.13
一年内最高/最低(元)	15.35/8.93
总市值(百万元)	7,535.66
流通市值(百万元)	7,535.66
总股本(百万股)	621.24
资产负债率(%)	36.28
每股净资产(元/股)	5.25

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,541	2,354	2,695	3,272	3,793
同比增长率(%)	18.05%	-7.34%	14.45%	21.44%	15.91%
归母净利润(百万元)	306	181	318	453	586
同比增长率(%)	112.65%	-40.84%	75.86%	42.41%	29.46%
每股收益(元/股)	0.49	0.29	0.51	0.73	0.94
ROE(%)	9.79%	5.62%	9.18%	11.86%	13.70%
市盈率(P/E)	24.66	41.69	23.71	16.65	12.86

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	936	992	606	760
应收票据及账款	981	966	1,173	1,360
预付账款	39	41	50	58
其他应收款	47	65	79	91
存货	297	316	366	407
其他流动资产	300	182	221	256
流动资产总计	2,602	2,563	2,495	2,932
长期股权投资	139	141	142	143
固定资产	1,666	1,782	2,126	2,321
在建工程	164	232	250	100
无形资产	434	446	482	513
长期待摊费用	25	22	19	15
其他非流动资产	657	678	674	674
非流动资产合计	3,085	3,302	3,694	3,767
资产总计	5,687	5,865	6,188	6,699
短期借款	746	646	446	346
应付票据及账款	455	541	626	697
其他流动负债	412	358	417	466
流动负债合计	1,613	1,545	1,488	1,509
长期借款	346	287	233	160
其他非流动负债	45	45	45	45
非流动负债合计	390	331	278	205
负债合计	2,004	1,877	1,766	1,714
股本	621	621	621	621
资本公积	1,324	1,324	1,324	1,324
留存收益	1,269	1,517	1,872	2,331
归属母公司权益	3,214	3,463	3,817	4,276
少数股东权益	469	525	605	709
股东权益合计	3,683	3,988	4,422	4,985
负债和股东权益合计	5,687	5,865	6,188	6,699

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	220	328	487	644
折旧与摊销	116	138	163	181
财务费用	3	1	1	-1
投资损失	-2	-9	-9	-9
营运资金变动	-194	127	-175	-163
其他经营现金流	125	53	53	53
经营性现金净流量	267	638	519	706
投资性现金净流量	-403	-353	-553	-253
筹资性现金净流量	-163	-230	-353	-299
现金流量净额	-299	56	-386	154

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,354	2,695	3,272	3,793
营业成本	1,492	1,757	2,031	2,263
税金及附加	16	18	22	26
销售费用	98	108	131	152
管理费用	283	269	327	379
研发费用	131	148	180	209
财务费用	3	1	1	-1
资产减值损失	-118	-3	-4	-4
信用减值损失	-3	-3	-4	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	9	9	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	56	45	45	45
营业利润	269	441	628	812
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	4	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	267	440	627	811
所得税	48	66	94	122
净利润	220	374	533	689
少数股东损益	39	56	80	103
归属母公司股东净利润	181	318	453	586
EPS(元)	0.29	0.51	0.73	0.94

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-7.34%	14.45%	21.44%	15.91%
营业利润增长率	-33.77%	63.95%	42.28%	29.40%
归母净利润增长率	-40.84%	75.86%	42.41%	29.46%
经营现金流增长率	-28.15%	139.16%	-18.70%	35.95%
盈利能力				
毛利率	36.65%	34.79%	37.93%	40.35%
净利率	9.34%	13.88%	16.27%	18.18%
ROE	5.62%	9.18%	11.86%	13.70%
ROA	3.18%	5.42%	7.32%	8.75%
估值倍数				
P/E	41.69	23.71	16.65	12.86
P/S	3.20	2.80	2.30	1.99
P/B	2.34	2.18	1.97	1.76
股息率	0.00%	0.92%	1.30%	1.69%
EV/EBITDA	23	14	11	8

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）。