



易普力 (002096.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

民爆矿服龙头，西部大开发助力成长

投资逻辑

公司为中国能建旗下爆破服务平台，重组后规模优势显著。公司成立于 1993 年，2023 年实现重组上市，实控人为国资委。重组前截至 2022 年底，原南岭民爆工业炸药产能 17.3 万吨；重组完成后据 24 年年报披露，截至 25 年 3 月公司工业炸药生产许可产能为 58.15 万吨（含收购河南松光民爆 51% 股权产能新增 6 万吨）。据中爆协统计，2024 年公司生产总产值、工业炸药年产量及爆破服务收入排名均位列行业第二。2024 年公司营业总收入 85 亿元，同比增长 1.4%，归母净利润 7.1 亿元，同比增长 12.5%。

行业供给格局持续改善，公司前瞻布局西部高增长地区。“准入资质”与“政策”构成行业主要壁垒的同时推动格局持续优化，2025 年 2 月工信部再次发文提出到 2027 年底形成 3 到 5 家具有较强国际竞争力的大型民爆企业。需求端来看各地区景气分化较为明显，煤化工大发展背景下新疆地区将持续受益，资源开发和水利基建为西藏地区带来显著增量。公司通过调增产能重点布局新疆基地，使得新疆地区混装炸药产能提升显著，截至 2025 年 1 季度公告已披露的新疆地区项目订单合同金额已经达到 127.64 亿元。西藏区域目前工业炸药许可产能合计 8.3 万吨，其中公司在西藏区域产能布局为 2.5 万吨。依托先发优势公司有望快速承接这一轮西部大开发带来的增量需求，从而实现收入增长和盈利改善。

发挥央企优势把握出海机遇，公司海外业务具备增长潜力。“一带一路”沿线铜、金、镍、铝土矿、铁矿石、锡、钾盐等重要固体矿产资源较丰富，无论是从资源储量、产量还是消费量的角度都在全球范围内占据重要地位。公司紧抓“走出去”的发展机遇，积极开拓海外市场，根据自身优势与发展特点进行国际化布局，2024 年海外收入为 4.2 亿元，收入占比为 5%。未来在上游企业加速出海的背景下，公司海外业务预计也将步入增长期。

盈利预测、估值和评级

公司为国内民爆龙头企业，工业炸药和雷管产能位居行业前列，未来随着新疆西藏西部地区的深化布局，叠加并购带来的协同效应，业绩有望持续增长。我们预测 2025-2027 年公司的归母净利润分别为 8.57、9.94、11.25 亿元。考虑到公司在行业内的龙头地位和未来的成长性，我们给予公司 2025 年 20 倍的 PE，目标价 13.81 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期、原材料价格波动风险、重大安全事故风险、地缘政治风险、政策变化风险、市场竞争风险。

国金证券研究所

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

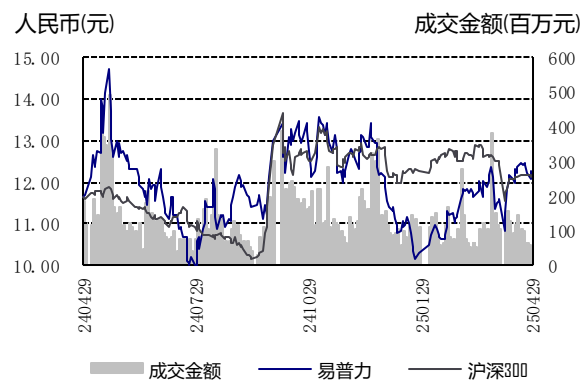
chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

liyang10@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.26 元

目标价 (人民币)：13.81 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,428	8,546	10,116	11,363	12,297
营业收入增长率	265.75%	1.40%	18.38%	12.32%	8.22%
归母净利润(百万元)	634	713	857	994	1,125
归母净利润增长率	1228.80%	12.49%	20.15%	16.02%	13.21%
摊薄每股收益(元)	0.511	0.575	0.691	0.801	0.907
每股经营性现金流净额	0.58	0.54	0.42	0.84	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.08%	9.56%	10.75%	11.60%	12.17%
P/E	23.99	21.33	17.75	15.30	13.51
P/B	2.18	2.04	1.91	1.77	1.65

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、中国能建旗下唯一爆破服务平台，重组上市跻身行业头部.....	4
二、国内民爆供给侧格局持续向好，在手订单充裕重点发力西部.....	7
2.1 供给：准入严格，政策驱动行业格局持续优化.....	7
2.2 需求：景气度呈现区域分化，重点关注需求高增长地区.....	12
2.3 新疆：煤化工大发展背景下将持续受益.....	13
2.4 西藏：资源开发和水利基建带来需求增量.....	16
三、海外市场前景广阔，受益上游矿企出海.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议及估值.....	21
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 公司股权结构（截至 2024 年报）	4
图表 2： 公司炸药产能规模行业领先.....	4
图表 3： 公司合并前后营收结构有所改变	5
图表 4： 公司营业总收入稳步增长（亿元）	5
图表 5： 公司归母净利润有所波动（亿元）	5
图表 6： 公司销售毛利率相对稳定	6
图表 7： 公司销售费用率小幅回落	6
图表 8： 公司管理费用率有所回落	6
图表 9： 公司研发费用率在合并后持续提升	6
图表 10： 公司营业总收入体量位于行业前列（亿元）	6
图表 11： 公司营业收入同比变化相对温和	6
图表 12： 公司归母净利润体量位于行业前列（亿元）	7
图表 13： 公司归母净利润同比变化相对温和	7
图表 14： 公司销售毛利率位于行业中游	7
图表 15： 公司销售净利率提升显著	7
图表 16： 民爆行业从生产到终端爆破作业全流程均受到有关部门监管	8
图表 17： 营业性爆破作业单位资质标准	8
图表 18： 矿山工程施工总承包资质标准	9
图表 19： “十一五”以来民爆行业政策中多次明确提升行业集中度的目标	10
图表 20： “十四五”民爆行业发展主要预期指标	11



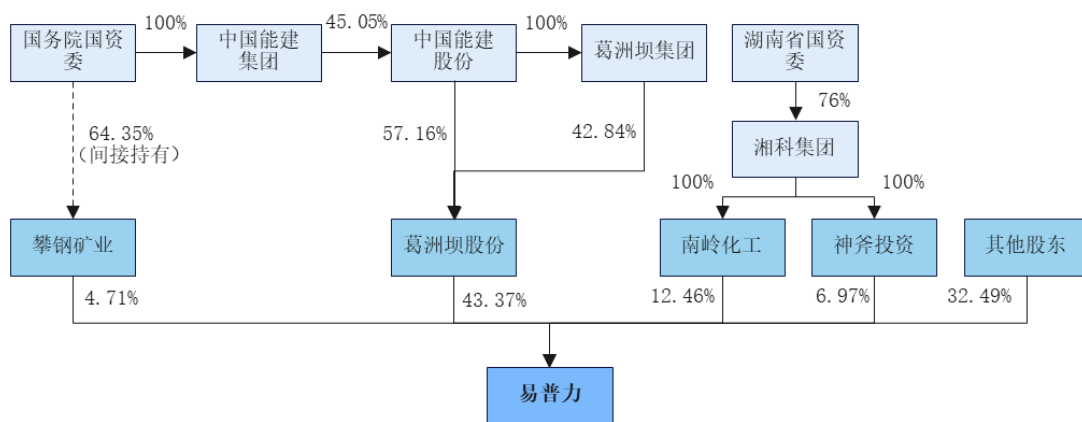
图表 21:	2022 年下半年开始国内硝酸铵价格进入下行区间 (元/吨)	11
图表 22:	24 年国内民爆行业生产企业生产总值小幅回落	11
图表 23:	国内民爆行业生产企业利润总额稳步增长	11
图表 24:	行业前 20 家生产企业的生产总值占比持续提升	12
图表 25:	北方特种能源与易普力市占率领先 (2024 年)	12
图表 26:	国内民爆企业积极推进并购重组	12
图表 27:	矿山开采相关所需的炸药量占比最高	13
图表 28:	部分省份民爆生产总值同比增速显著分化	13
图表 29:	2024 年民爆生产总值前十大地区情况	13
图表 30:	我国煤炭消费量占比仍然过半	14
图表 31:	2017 年以来我国原煤产量呈现稳步上行趋势	14
图表 32:	国内煤炭行业固定资产投资完成额持续增长	14
图表 33:	我国核心产煤区产量合计占比高 (2024 年)	14
图表 34:	新疆原煤产量持续增长	14
图表 35:	新疆原煤年产量同比增速持续领先	14
图表 36:	新疆煤炭资源开发布局	15
图表 37:	疆煤外运量 (铁路) 持续提升	15
图表 38:	易普力新疆在手订单丰富	16
图表 39:	公司在新疆地区产能布局较为前瞻	16
图表 40:	围绕“十四五”规划的相关要求有关部门和地方政府先后出台相关政策规划或推进有关项目建设	17
图表 41:	西藏地区主要铜矿采选规划	17
图表 42:	西藏自治区标准以上河流在各水系中分布数量图	18
图表 43:	公司西藏地区的工业炸药许可产能规模优势领先 (万吨)	18
图表 44:	工信部先后出台有关政策鼓励民爆企业出海并积极参与“一带一路”建设	19
图表 45:	“一带一路”沿线重要固体矿产资源储量、产量、消费量占全球比例较高	19
图表 46:	国内民爆企业海外布局情况	20
图表 47:	公司分业务盈利预测	20
图表 48:	可比公司估值比较	21



一、中国能建旗下唯一爆破服务平台，重组上市跻身行业头部

公司是中国能建旗下唯一的上市公司和唯一民爆服务平台，原为中国能建旗下核心民爆资产。公司通过国内首例“A+H 股分拆+借壳上市”模式完成重组，成为央企改革与央地合作的标杆案例。2021 年，中国能建吸收合并葛洲坝后，为解决民爆业务独立性与融资瓶颈问题，启动对易普力的分拆重组，响应民爆行业“十四五”规划对产业集中度提升的政策要求。重组交易分为三阶段：中国能建分拆易普力优质资产；南岭民爆（原湖南国资委控股）以发行股份方式收购易普力 95.54% 股权；配套募资 13.39 亿元用于偿债补流，最终实现“A+H 分拆+借壳上市”一体化操作。2023 年 5 月“南岭民爆”更名为“易普力”。重组后，中国能建通过葛洲坝间接持股 43.37%，掌握实际控制权，实控人为国务院国资委，湖南省国资委为第二大股东，形成央地协同治理架构。这一结构既保障了中国能建的决策权，又通过地方国资资源强化区域市场整合能力。依托大股东中国能建全球领先的综合能源基建地位，易普力实现了国内外业务深度协同，加速渗透国内外基建领域，不断夯实行业地位。

图表1：公司股权结构（截至 2024 年报）



来源：同花顺、国金证券研究所

公司重组后产能规模行业领先，区域覆盖面较广。重组前截至 2022 年底，原南岭民爆工业炸药产能 17.3 万吨；重组完成后截至 2024 年，公司的工业炸药许可产能达 52.15 万吨（收购河南松光民爆 51% 股权产能新增 6 万吨后可达到 58.12 万吨），其中包装炸药许可产能 25.1 万吨、混装炸药许可产能 27.05 万吨，包装炸药产能占比为 48%，混装炸药产能占比为 52%。混装炸药产能主要分布在新疆、四川、西藏、内蒙古、山西、重庆、湖南、广西、广东区域。据中国爆破器材行业协会统计，2024 年易普力生产总值、工业炸药年产量及爆破服务收入排名均位列行业第二。从销售端来看，国内市场公司民爆业务覆盖国内 20 余个省、自治区、直辖市，实现了湖南、湖北、四川、重庆、广西等市场的跨省连片，在新疆、内蒙古、西藏等西部矿业大省布局成效显著，在 7 个全国炸药用量排名靠前的省份均有产能和业务布局；国际市场紧跟中资企业海外工程开展国际化业务，业务已布局多个“一带一路”沿线国家，为中资企业承建的巴基斯坦、马来西亚、纳米比亚、利比里亚等国别的多个水电工程项目和矿山开采项目提供专业爆破工程服务，市场主要分布在东南亚、中亚、非洲等地。

图表2：公司炸药产能规模行业领先

公司	工业炸药（万吨）	电子雷管（万发）	导爆索（万米）
易普力	52.15	6450	2000
江南化工	76.55	3670	5700
保利联合	46.85	16165	2000
广东宏大	58	3334	-
雅化集团	26.05	-	2300
壶化股份	7.8	5880	-

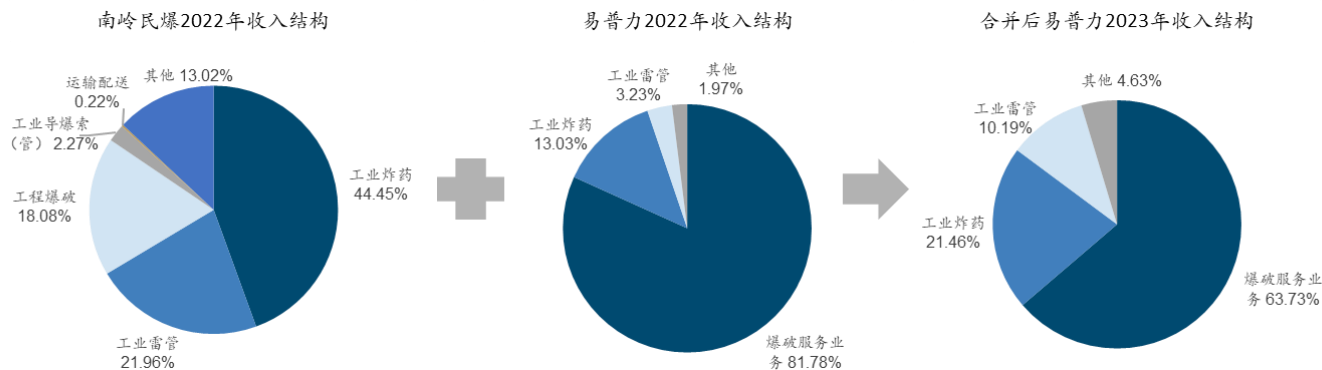
来源：各公司公告、国金证券研究所（雅化集团为 2024 年半年报数据，其他均为 2024 年报数据）

完成重组后爆破服务成为公司的主要收入来源，产品结构也得到进一步丰富。根据重组前 2022 年披露数据来看，南岭民爆收入中工业炸药、工业雷管、工程爆破、工业导爆索的



占比分别为 44%、22%、18%、2%；易普力收入中爆破服务、工业炸药、工业雷管的占比分别为 82%、13%、3%。根据 2023 年报数据显示，完成重组后公司收入结构中爆破服务占比达到 64%，工业炸药占比达到 21%，工业雷管占比达到 10%，公司产能规模提升的同时收入结构也进一步优化。

图表3：公司合并前后营收结构有所改变

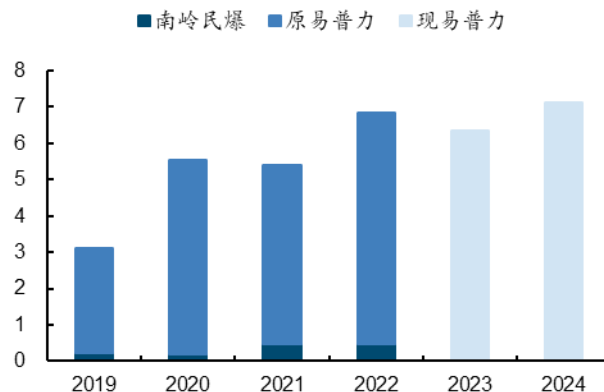
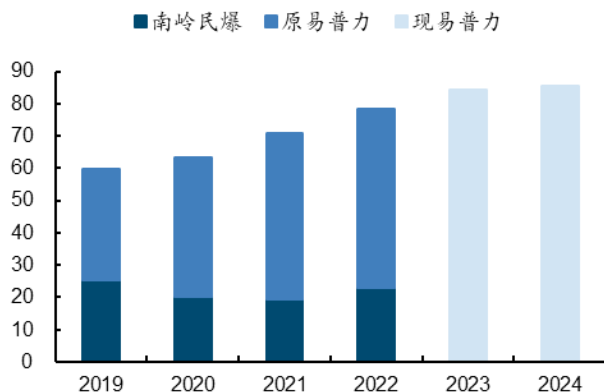


来源：公司公告、国金证券研究所

公司重组后营收稳步增长，利润端受非经营损益影响出现阶段性回落。2023 年公司营业收入为 84.28 亿元，同比上升 52.90%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 6.29 亿元，同比上升 26.77%；综合毛利率为 25.69%，同比上升 2.53pct。主要原因除合并因素外，一是销售业务取得较好成绩，带动利润增长，二是公司矿山总承包业务同比增长，爆破量增加，营业收入增加，带动利润增长。2024 年公司实现营业总收入 85.46 亿元，同比增长 1.40%，归母净利润 7.13 亿元，同比增长 12.49%。

图表4：公司营业总收入稳步增长（亿元）

图表5：公司归母净利润有所波动（亿元）



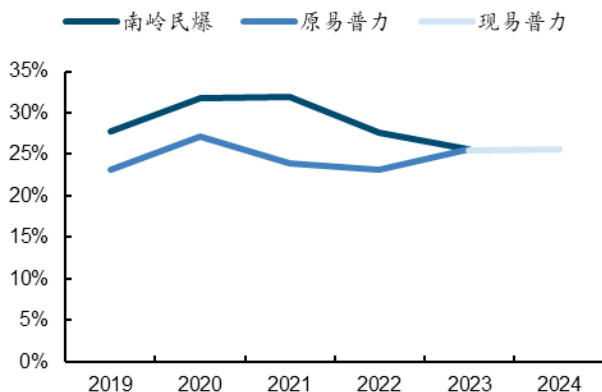
来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

重组后上市公司的费用管控显著优化，管理和销售端费用率下滑的同时研发费用率提升。从合并前后报表数据来看，原易普力相对南岭民爆的费用控制能力更强，销售费用率原易普力基本维持在 1%左右，南岭民爆在 2020-2022 年期间在 4%左右波动，合并后 2024 年销售费用率小幅下滑至 1.3%；管理费用率原易普力维持在 6-7%，南岭民爆管理费用率在 2019-2021 年期间在 10%以上，合并后 2024 年管理费用率下滑至 8.9%；研发费用率在合并后有所提升，从 2023 年的 4.1%提升至 2024 年的 4.9%。

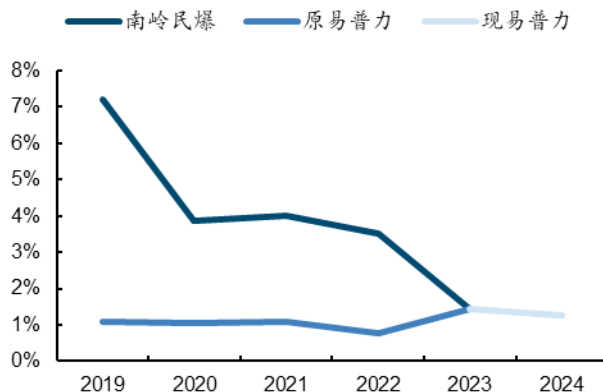


图表6：公司销售毛利率相对稳定



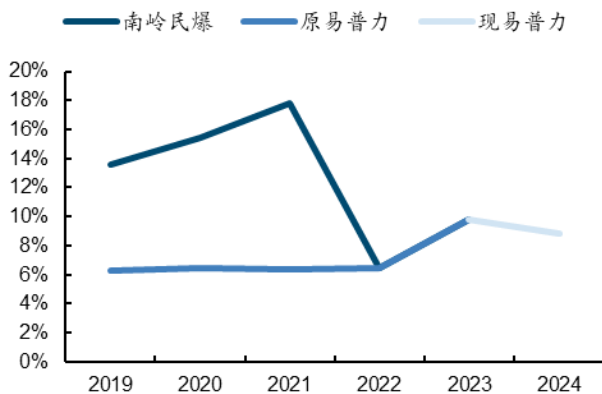
来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

图表7：公司销售费用率小幅回落



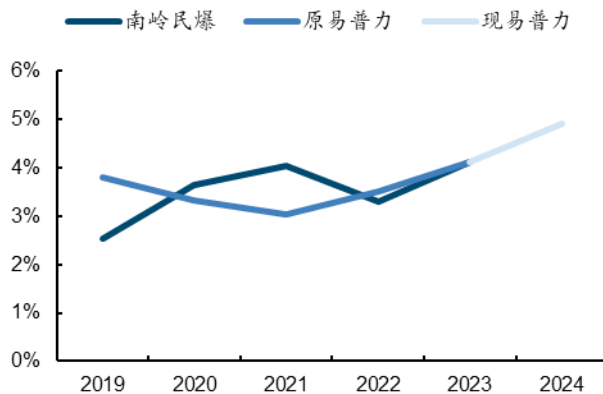
来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

图表8：公司管理费用率有所回落



来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

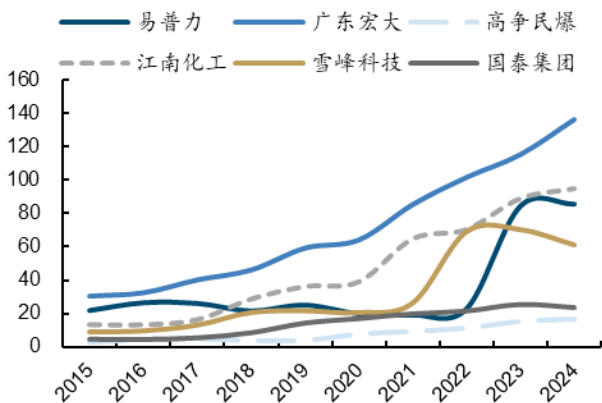
图表9：公司研发费用率在合并后持续提升



来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

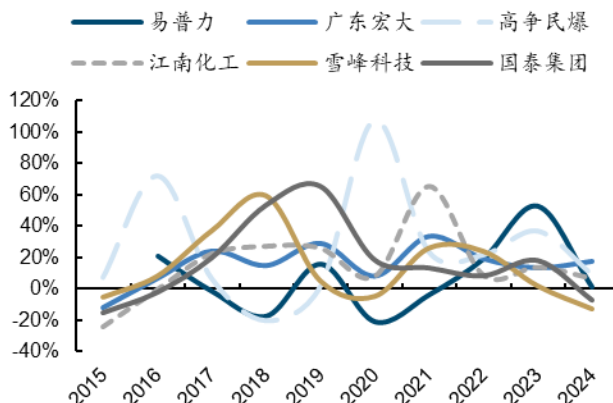
公司收入和利润体量行业领先，盈利能力在重组后显著提升。完成重组后公司收入利润规模显著提升，2024 年底营业总收入和归母净利润仅次于广东宏大和江南化工；从收入和利润变化情况来看，2024 年行业有所分化，国泰集团和雪峰科技收入利润都是负增长，公司业绩变化相对温和且实现了正增长；从盈利角度来看，公司销售毛利率和净利率位于行业中游，重组后净利率提升较为明显。

图表10：公司营业总收入体量位于行业前列（亿元）



来源：同花顺、国金证券研究所

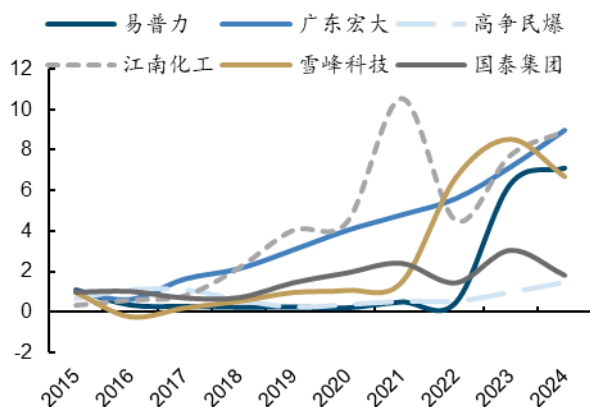
图表11：公司营业收入同比变化相对温和



来源：同花顺、国金证券研究所

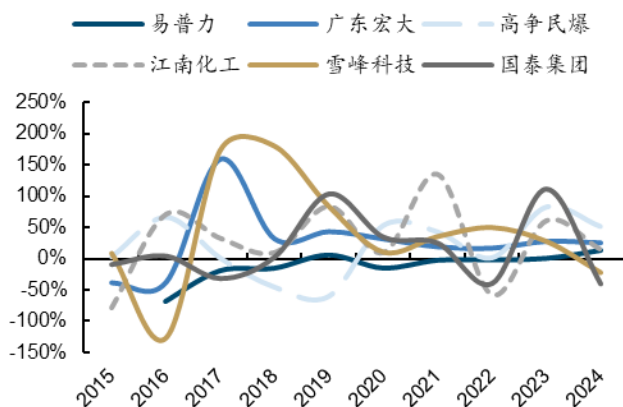


图表12：公司归母净利润体量位于行业前列（亿元）



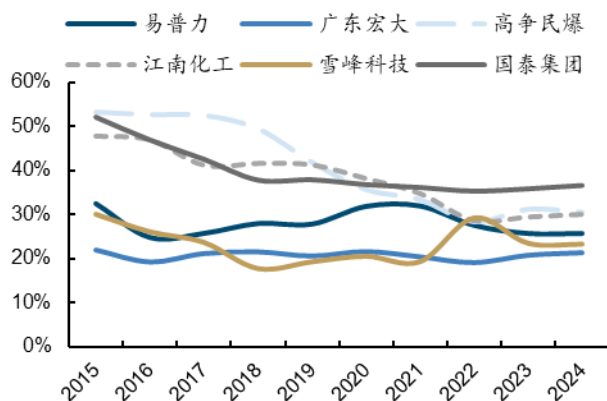
来源：同花顺、国金证券研究所

图表13：公司归母净利润同比变化相对温和



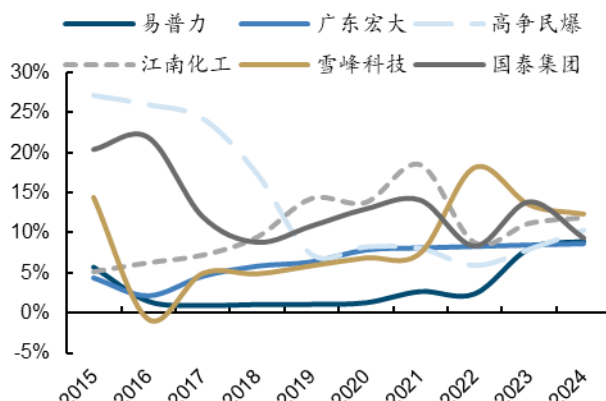
来源：同花顺、国金证券研究所

图表14：公司销售毛利率位于行业中游



来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

图表15：公司销售净利率提升显著



来源：同花顺、公司公告、国金证券研究所

二、国内民爆供给侧格局持续向好，在手订单充裕重点发力西部

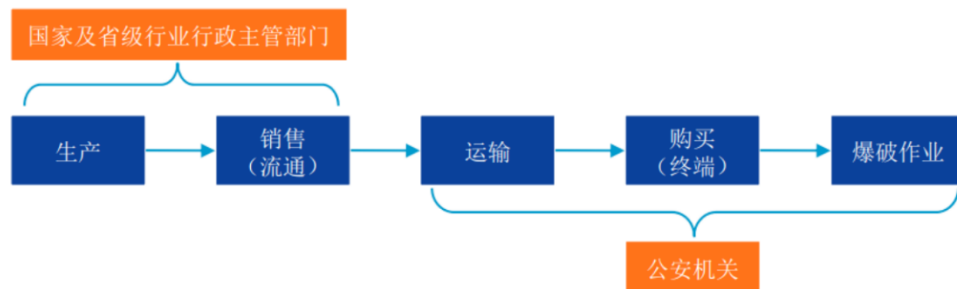
2.1 供给：准入严格，政策驱动行业格局持续优化

民爆全产业链监管严格，各项资质构成进入行业的核心壁垒。根据南岭民爆公司公告，我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行许可证制度，所有流程都由主管部门严格监管，形成了该行业的资质壁垒。未经许可，任何单位或者个人不得生产、销售、购买、运输民爆物品，不得从事爆破作业。根据《民用爆炸物品安全管理条例》以及《民用爆炸物品生产许可实施办法》等有关规定：

- ①生产：从事民用爆炸物品生产的企业在取得经民爆行业主管部门核发的《民用爆炸物品生产许可证》后方可按照核定的品种和产量进行生产，《民用爆炸物品生产许可证》有效期为3年。有效期届满需要继续从事民用爆炸物品生产的，应当在有效期届满前3个月向工业和信息化部申请延续，并提交相关材料。
- ②销售：从事民用爆炸物品销售的企业在取得所在省、自治区、直辖市人民政府民爆行业主管部门核发的《民用爆炸物品销售许可证》后方可销售民用爆炸物品，民用爆炸物品生产企业凭《民用爆炸物品生产许可证》，可以销售本企业生产的民用爆炸物品；
- ③运输：运输民用爆炸物品的企业需取得公安机关核发的《民用爆炸物品运输许可证》后方可按照许可的品种、数量运输；
- ④爆破作业：从事爆破作业的单位在取得公安机关核发的《爆破作业单位许可证》后方可按照其资质等级承接爆破作业项目。



图表16: 民爆行业从生产到终端爆破作业全流程均受到有关部门监管



来源: 壹化股份招股说明书、国金证券研究所

爆破服务资质要求较为严格, 利好头部企业扩大领先优势。不同于民用爆炸物品生产许可的申请, 爆破服务作为民爆企业一体化的核心环节对于企业在资产实力、项目经验、人员配置等方面都提出了更为严格的要求。例如对于矿山总承包资质而言, 不同的资质标准可承接的工程范围具备显著差异, 这从根本上决定了具备一级资质的头部企业具备承接各项大型项目工程的资格, 而中小型企业则不具备可竞争性, 因此对于爆破服务而言, 严格的资质要求形成了行业的天然壁垒, 进而有利于头部企业扩大优势, 提升行业集中度。

图表17: 营业性爆破作业单位资质标准

标准	一级资质	二级资质	三级资质	四级资质
仓库	a) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库;	a) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库;	a) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库;	a) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库;
资产	b) 注册资金2000万元以上, 净资产不低于2000万元, 其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于1000万元;	b) 注册资金1000万元以上, 净资产不低于1000万元, 其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于500万元;	b) 注册资金300万元以上, 净资产不低于300万元, 其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于150万元;	b) 注册资金100万元以上, 净资产不低于100万元, 其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于50万元;
项目经验	c) 近3年承担过的A级爆破作业项目的设计施工不少于10项, 或B级及以上爆破作业项目的设计施工不少于20项, 工程质量达到设计要求, 未发生重大及以上爆破作业责任事故;	c) 近3年承担过的B级及以上爆破作业项目的设计施工不少于10项, 或C级及以上爆破作业项目的设计施工不少于20项, 工程质量达到设计要求, 未发生重大及以上爆破作业责任事故;	c) 近3年承担过的C级及以上爆破作业项目的设计施工不少于10项, 或D级及以上爆破作业项目的设计施工不少于20项, 工程质量达到设计要求, 未发生重大及以上爆破作业责任事故;	-
人员	d) 技术负责人具有理学、工学学科范围高级技术职称, 有10年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历, 且主持过的A级爆破作业项目的设计施工不少于5项, 或B级及以上爆破作业项目的设计施工不少于10项; e) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于30人(其中, 高级爆破工程技术人员不少于9人, 中级爆破工程技术人员不少于6人), 爆破员不少于10人, 安全员不少于2人, 保管员不少于2人;	d) 技术负责人具有理学、工学学科范围高级技术职称, 有7年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历, 且主持过的B级及以上爆破作业项目的设计施工不少于5项, 或C级及以上爆破作业项目的设计施工不少于10项; e) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于20人(其中, 高级爆破工程技术人员不少于6人, 中级爆破工程技术人员不少于4人), 爆破员不少于10人, 安全员不少于2人, 保管员不少于2人;	d) 技术负责人具有理学、工学学科范围高级技术职称, 有5年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历, 且主持过的C级及以上爆破作业项目的设计施工不少于5项, 或D级及以上爆破作业项目的设计施工不少于10项; e) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于10人(其中, 高级爆破工程技术人员不少于3人, 中级爆破工程技术人员不少于2人), 爆破员不少于10人, 安全员不少于2人, 保管员不少于2人;	c) 技术负责人具有理学、工学学科范围中级及以上技术职称, 有3年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历; d) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于5人(其中, 中级爆破工程技术人员不少于2人, 初级爆破工程技术人员不少于1人), 爆破员不少于10人, 安全员不少于2人, 保管员不少于2人;
设备	f) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。	f) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。	f) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。	e) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。

来源: 《爆破作业单位资质条件和管理要求》、国金证券研究所


图表18：矿山工程施工总承包资质标准

标准	一级资质标准	二级资质标准	三级资质标准
企业资产	净资产1亿元以上。	净资产 4000万元以上。	净资产 800万元以上。
企业主要人员	(1) 矿业工程专业一级注册建造师不少于12人机电工程专业一级注册建造师不少于3人。 (2) 技术负责人具有10年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有矿建工程专业高级职称；矿山工程相关专业中级以上职称人员不少于60人，且专业齐全 (3) 持有岗位证书的施工现场管理人员不少于50人，且施工员、质量员、安全员、机械员、造价员、劳务员等人员齐全 (4) 经考核或培训合格的中级工以上技术工人不少于 150 人。	(1) 矿业工程专业注册建造师不少于10人，机电工程专业注册建造师不少于2人； (2) 技术负责人具有8年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有矿建工程专业高级职称或矿业工程专业一级注册建造师执业资格；矿山工程相关专业中级以上职称人员不少于25人，且专业齐全。 (3) 持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 30人，且施工员、质量员、安全员、机械员、造价员、劳务员等人员齐全 (4) 经考核或培训合格的中级工以上技术工人不少于 75 人。	(1) 矿业工程专业注册建造师不少于4人，机电工程专业注册建造师不少于1人。 (2) 技术负责人具有5年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有矿建工程专业中级以上职称或矿业工程专业注册建造师执业资格；矿山工程相关专业中级以上职称人员不少于10人，且专业齐全 (3) 持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 15人，且施工员、质量员、安全员、机械员、造价员、劳务员等人员齐全。 (4) 经考核或培训合格的中级工以上技术工人不少于 30 人。 (5) 技术负责人(或注册建造师)主持完成过本类别资质二级以上标准要求的工程业绩不少于2项。
企业工程业绩	近10年承担过下列5类中的2类或某1类的3项工程的施工总承包或主体工程承包，工程质量合格。 (1) 100万吨/年以上铁矿采、选工程； (2) 100万吨/年以上有色砂矿或60万吨/年以上有色脉矿采、选工程； (3) 120万吨/年以上煤矿工程或 300万吨/年以上洗煤工程； (4) 60万吨/年以上磷矿、硫铁矿或 30万吨/年以上铀矿工程； (5) 20万吨/年以上石膏矿、石英矿或 70万吨/年以上石灰石矿等建材矿山工程	近10年承担过下列5类中的2类或某1类的2项工程的施工总承包或主体工程承包，工程质量合格。 (1) 60万吨/年以上铁矿采、选工程； (2) 60万吨/年以上有色砂矿或 30 万吨/年以上有色脉矿采、选工程； (3) 45 万吨/年以上煤矿工程或 150万吨/年以上洗煤工程； (4) 30万吨/年以上磷矿、硫铁矿或 20万吨/年以上铀矿工程； (5) 10万吨/年以上石膏矿、石英矿或 40万吨/年以上石灰石矿等建材矿山工程。	-
承包工程范围	可承担各类矿山工程的施工。	可承担下列矿山工程(不含矿山特殊法施工工程)的施工： (1) 120万吨/年以下铁矿采、选工程； (2) 120万吨/年以下有色砂矿或70万吨/年以下有色脉矿采、选工程； (3) 150万吨/年以下煤矿矿井工程(不含高瓦斯及(煤)岩与瓦斯(二氧化碳)突出矿井、水文地质条件复杂以上的矿井、立井井深大于600米的工程项目)或 360万吨/年以下洗煤工程； (4) 70万吨/年以下磷矿、硫铁矿或 36 万吨/年以下铀矿工程； (5) 24万吨/年以下石膏矿、石英矿或80万吨/年以下石灰石矿等建材矿山工程	(1) 70万吨/年以下铁矿采、选工程； (2) 70万吨/年以下有色砂矿或 36 万吨/年以下有色脉矿采、选工程； (3) 60万吨/年以下煤矿矿井工程(不含高瓦斯及(煤)岩与瓦斯(二氧化碳)突出矿井、水文地质条件复杂以上的矿井、立井井深大于600米)或180万吨/年以下洗煤工程； (4) 36 万吨/年以下磷矿、硫铁矿或 24 万吨/年以下铀矿工程； (5) 12万吨/年以下石膏矿、石英矿或 48 万吨/年以下石灰石矿等建材矿山工程

来源：《建筑业企业资质标准》、国金证券研究所

基于我国民爆行业在之前的发展阶段存在工艺技术装备相对落后,企业之间产品结构雷同,中、低档产品生产能力过剩且市场竞争激烈的情况,有关部门从“十一五”时期就开始陆续出台相关政策,明确提出压缩企业数量、促进企业重组整合、形成规模化、集约化格局的目标,以提高行业集中度为核心的政策导向贯穿了二十年的行业政策。2025 年 2 月工信部再次发布《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》,提出到 2027 年底形成 3 到 5 家具有较强国际竞争力的大型民爆企业(集团)。


图表19：“十一五”以来民爆行业政策中多次明确提升行业集中度的目标

发布时间	政策名称	发文单位	相关内容
2006年7月	《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》	国防科工委	企业数量大幅压缩。通过深化结构调整，促进企业重组整合，培育一批十万吨级炸药和数亿发雷管的优势骨干生产企业，形成规模化、集约化生产格局。目前民爆生产企业400家，流通企业1700家。到2008年底，生产企业数量要减少100家以上，流通企业数量要减少500家以上，2010年底生产企业数量进一步减少到200家以内，流通企业数量进一步减少到800至1000家以内。
2011年11月	《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》	工信部	(1) 明确提出“产业集中度大幅提高。深入推进产业组织结构调整重组，做强做大优势企业，提高产业集中度，促进规模化和集约化经营；着力培育3-5家具有自主创新能力和国际竞争力的龙头企业，打造20家左右跨地区、跨领域具备一体化服务能力的骨干企业，引领民爆行业实现跨越式发展。”的发展目标。 (2) 发展重点与主要任务中指出“继续推进重组整合。支持企业借助资本市场平台开展并购重组，鼓励以产业链为纽带的上下游企业资源整合和延伸，推进一体化进程，使优势资源向龙头和骨干企业集中，进一步提高产业集中度，优化产业布局；以骨干企业为载体，建立较为完备的科研生产基地，实现民爆行业集约化、规模化发展。”
2016年10月	《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020年）》	工信部	(1) 发展目标提出“产业集中度进一步提高。培育3至5家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，扶持8至10家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业。排名前15家生产企业生产总值在全行业占比突破60%。” (2) 主要任务提出“提高产业集中度。按照企业自愿、政府引导、市场化运作的原则，鼓励龙头、骨干企业开展兼并重组，引导停产半停产、连年亏损、资不抵债等生存状态恶化的企业参与整合或退出市场，推进规模化发展。发挥重组企业协同效应，在统一标准、综合管理、技术创新、规模生产、集中采购与销售等方面资源优势互补，形成一批具有国际竞争力的企业集团，提升民爆行业的国际竞争力。”
2018年11月	《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》	工信部	(1) 引导生产企业开展重组整合。年产10000吨及以下的低水平工业炸药生产线应进行合并升级改造，或将其产能转换为现场混装炸药生产能力。对实施重组整合并拆除生产线、撤销生产厂点的企业，结合市场需求给予一定的现场混装炸药产能支持。采取精准有效措施，扶持具有较强创新能力、生产社会急需新型产品的“小精尖”企业发展。除上述情况外，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能。 (2) 鼓励销售企业开展重组整合。强化统筹规划、合理布局，支持销售企业充分利用良好的仓储、运输、配送能力，创新服务模式，积极与上下游企业重组整合；在确保落实安全主体责任的前提下探索同一区域销售企业共用民爆物品库房，减少危险仓储点。逐步淘汰安全投入保障不足的销售企业，对于存在安全隐患拒不整改的依法关停。 (3) 推进民爆生产、销售企业与爆破作业单位重组整合。积极推进民爆生产、爆破服务一体化发展，延伸产业链，与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接，完善一体化服务机制，提升一体化服务水平，实现民爆行业由生产型制造向服务型制造升级转换。 (4) 支持企业实施兼并重组。鼓励行业龙头骨干企业强强联合，做大做强；鼓励龙头骨干企业兼并重组处于停产半停产、连年亏损、安全投入不足等生存状态恶化的企业并对其实施并线或技术改造。对于实质性重组整合其他企业的，支持其在总产能不变的前提下，根据市场需求跨区域调整产能和在工业炸药不同品种间进行产能转换。
2021年11月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	工信部	结构调整取得新成效。产业集中度持续提高，企业数量进一步减少，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（集团）。产能布局更加合理，产品结构更加优化，产能严重过剩矛盾得到有效化解。
2025年2月	《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》	工信部	到2027年底，民爆产品无人化生产线广泛应用，高危险性生产工房、工序现场实现无固定岗位操作人员；产业集中度进一步提升，形成3到5家具有较强国际竞争力的大型民爆企业（集团）。

来源：国防科工委、工信部、国金证券研究所

“十四五”时期继续以深化供给侧结构性改革为主线，行业格局持续优化。根据工信部发布的《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，“十四五”时期我国民爆行业的发展目标之一是“产业集中度持续提高，企业数量进一步减少，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（集团）”。从具体指标而言，2025年我国民爆行业生产企业数量预期将从2020年的76个下降到2025年的50个以内，排名前10家民爆企业行业生产总值占比预期将从2020年的49%提升至60%以上。在供给侧改革持续进行的背景之下，龙头企业市场份额有望进一步提升，而生产规模较小且在安全生产等方面无法达到政策约束性要求的中小企业可能会面临加速出清。



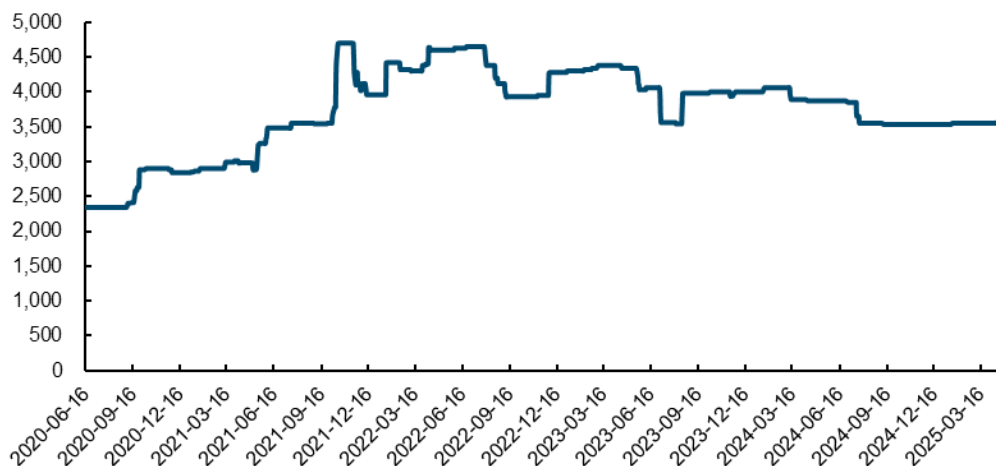
图表20：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

指标	2020年	2025年	属性
重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率(%)	—	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重(%)	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例(%)	—	≥40	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

来源：工信部、国金证券研究所

行业整体景气度持续提升，生产企业利润总额稳步增长。根据中国爆破器材行业协会的数据，2016年至2024年国内民爆行业生产企业生产总值由252亿元增长至417亿元，年均复合增长率约为7%，生产企业利润总额由33.6亿元增长至96.4亿元，年均复合增长率约为14%。2024年民爆生产企业累计完成生产、销售总值分别为417亿元和411亿元，同比分别下降4.5%和5.3%。作为工业炸药的重要上游原材料，硝酸铵价格持续下行，支撑行业盈利能力持续修复，因而国内民爆生产企业利润总额逆势增长13%达到96.4亿元。

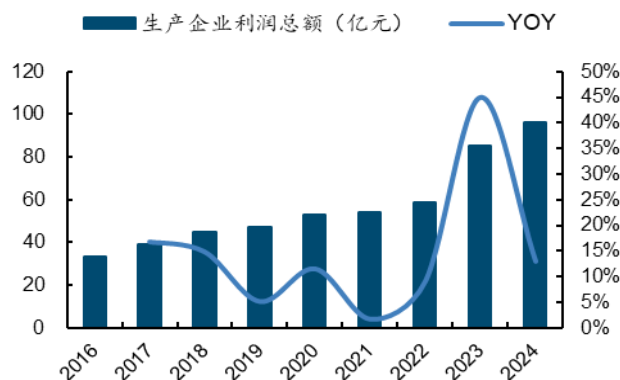
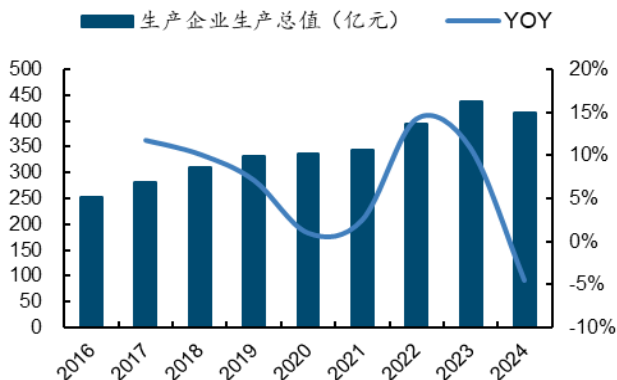
图表21：2022年下半年开始国内硝酸铵价格进入下行区间（元/吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

图表22：24年国内民爆行业生产企业生产总值小幅回落

图表23：国内民爆行业生产企业利润总额稳步增长



来源：中国爆破器材行业协会、国金证券研究所

来源：中国爆破器材行业协会、国金证券研究所

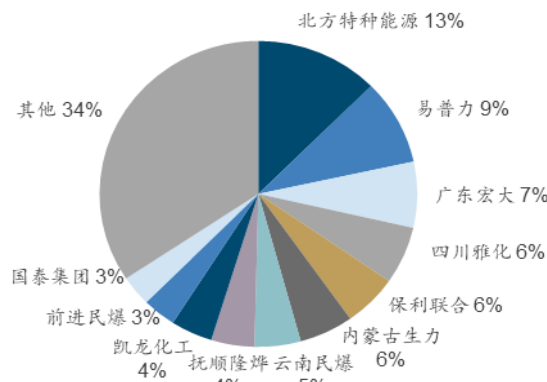
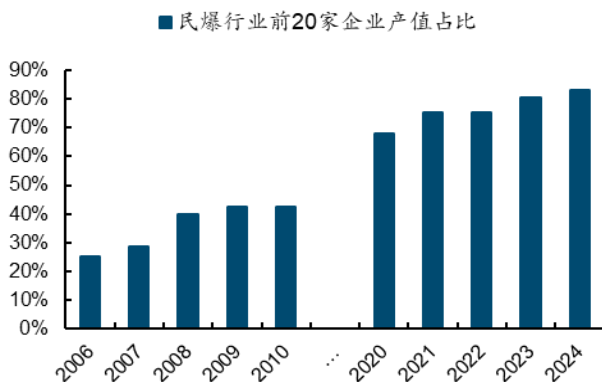
在政策的长期引导下，我国民爆行业集中度持续提升。根据工信部以及中国爆破器材行业协会数据，2006年排名前20家生产企业的生产总值占全行业总产值比例仅有25.1%，2010年提升至42.6%，而2024年这一比例已经提升至83.2%。从行业竞争格局来看，2024年



北方特种能源集团有限公司和易普力市占率较为领先,生产总值占全行业产值的比例分别为 13%与 9%,广东宏大、四川雅化、保利联合生产总值占比均在 6%左右,龙头企业在行业的话语权与相对优势逐步凸显。

图表24: 行业前 20 家生产企业的生产总值占比持续提升

图表25: 北方特种能源与易普力市占率领先 (2024 年)



来源: 工信部、中国爆破器材行业协会、国金证券研究所

来源: 中国爆破器材行业协会、国金证券研究所

从供给侧的角度而言,不同于其他多数周期性化工品,民爆物品本身易燃、易爆和高度危险的特点决定了其受法律法规和相关部门强监管的行业属性,因此民爆行业的资质要求构筑了进入行业的天然壁垒。另一方面近年来有关部门先后出台相关政策持续推进行业产品结构优化,同时鼓励兼并重组、提升行业集中度并提出明确目标,行业供给侧的竞争格局在政策的有效引导下持续向好,龙头企业优势逐步凸显。

图表26: 国内民爆企业积极推进并购重组

收购方	公告时间	收购标的	股权占比 (%)	收购价格 (亿元)	许可产能 (万吨)
广东宏大	2020-11	日盛民爆	51%	2.55	6.4
	2021-03	吉安化工	46.1746%	6.93	8.5
	2021-05	兴安民爆	51%	1.70	4.7
	2024-07	雪峰科技	21%	22.05	11.75
	2024-09	盛世普天	51%	1.53	4.5
江南化工	2023-03	北方民爆	100%	5.44	7.8
	2023-04	江兴民爆	94.39%	4.70	8
	2023-12	朝阳红山	70%	2.00	2.7
	2024-10	红旗民爆	35.9721%	3.52	11.4
壶化股份	2021-02	全盛化工	51%	1.02	2
	2025-01	天宁化工*	98.699963%	3.63	3.6
易普力	2025-03	松光民爆*	51%	3.16	6
凯龙股份	2025-03	东神天神	51%	1.81	-

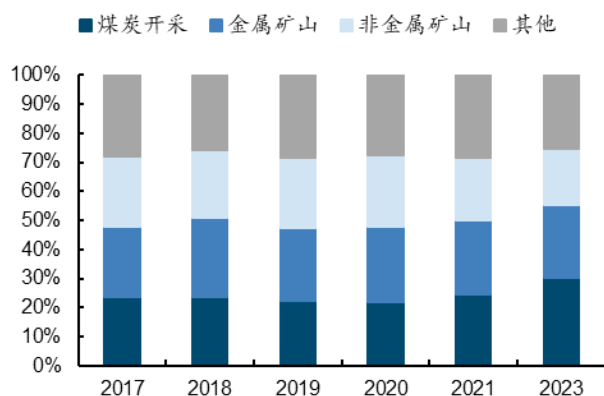
来源: 各公司公告、国金证券研究所 (注: 上表标有*部分收购尚未完成, 具体进展以各公司公告为准)

2.2 需求: 景气度呈现区域分化, 重点关注需求高增长地区

煤炭、金属以及非金属矿山开采所需工业炸药占比在 70%以上, 铁路道路、水利水电等基建需求占比较低。根据中国爆破器材行业协会数据, 2021 年我国工业炸药销售流向主要集中在煤炭、金属与非金属矿山的开采领域, 占比分别为 24.4%/25.6%/21.5%, 合计占当年工业炸药总销量的 71.5%, 铁路道路与水利水电需求占比合计约为 8.1%。从变化趋势来看, 2020 年以来煤炭开采领域需求占比呈现增长趋势, 2023 年工业炸药需求占比约为 30.4%, 相较于 2020 年提升 8.4 个百分点, 而金属与非金属矿山占比出现一定程度的下行。

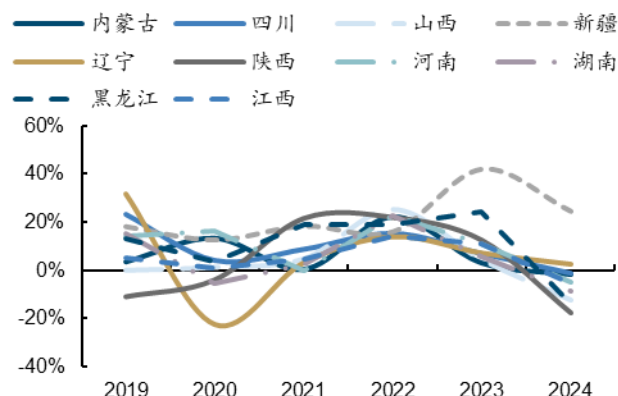


图表27：矿山开采相关所需的炸药量占比最高



来源：中国爆破器材行业协会、江南化工公司公告、国金证券研究所

图表28：部分省份民爆生产总产值同比增速显著分化



来源：中国爆破器材行业协会、国金证券研究所

区域性是民爆行业的重要特征，各地区需求景气的分化较为明显。供给端来看，民爆器材购销一般采用“就近就地”的原则，主要是由于民爆物品具备易燃、易爆、高度危险的特点。我国法律法规对民爆物品的运输实行严格监管，对包括单车运输量、行驶速度、行驶路线、中途停靠等均作出了细致严格的规定，导致民爆物品长距离运输成本较高，因此从安全性、成本等多方面考虑，除部分具备现场混装一体化服务能力的大型民爆企业具备面向全国乃至全球矿山市场的展业能力外，大多数企业仍存在受许可产能所在地和运输半径限制，业务局限于在各自所在及周边省份。需求端来看，由于我国的矿产资源分布布局，不同省份的资源禀赋存在较大差异，因此国内民爆物品以及爆破服务的需求呈现明显的地域性特点。根据中国爆破器材行业协会数据，2024 年国内民爆生产总产值前五位分别为新疆、内蒙古、四川、山西、辽宁，合计产值占总产值的 38.2%，前十位合计占比约为 63.7%，从产值增速角度来看新疆地区民爆生产总产值呈现加速上行趋势，具备较强的成长性。

图表29：2024 年民爆生产总产值前十大地区情况

地区	生产总值 (亿元)	同比	产值占全国比例	销售总值 (亿元)	同比
新疆区	43.24	24.6%	10.37%	42.13	21.8%
内蒙古	42.32	-1.5%	10.15%	42.14	-1.2%
四川省	40.79	-1.2%	9.78%	40.70	-0.8%
山西省	32.94	-12.1%	7.90%	30.84	-14.5%
辽宁省	24.00	2.5%	5.76%	23.78	4.3%
河南省	19.43	-4.7%	4.66%	18.93	-11.1%
陕西省	18.22	-17.5%	4.37%	17.85	19.2%
江西省	15.24	-5.6%	3.66%	14.89	-9.7%
湖南省	14.95	-8.5%	3.59%	14.93	19.4%
湖北省	14.63	-7.2%	3.51%	14.37	-8.0%
国内合计	416.95	-4.5%	100%	411.42	-5.3%

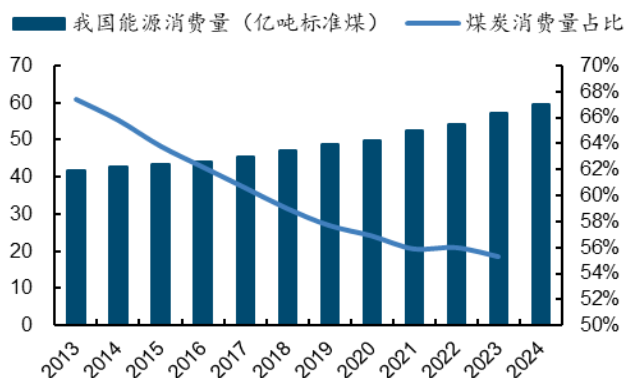
来源：中国爆破器材行业协会、国金证券研究所

2.3 新疆：煤化工大发展背景下将持续受益

现阶段我国煤炭主体能源地位稳固，在能源保供中发挥“压舱石”和“稳定器”作用。作为民爆行业下游主要需求端之一，煤炭行业的发展趋势尤为关键。从我国的能源消费结构来看，尽管近年来天然气、水电、核电、风电、太阳能发电等清洁能源消费量占比持续提升导致煤炭消费量占比呈现下行趋势，但根据国家统计局数据，2023 年我国煤炭消费量占能源消费量比例仍高达 55.3%。此外，我国原煤产量从 2017 年就开始呈现稳步上行趋势，2024 年我国原煤产量约为 47.8 亿吨，同比增长 1.2%。因此基于政策端的规划以及当前我国的能源消费结构，现阶段煤炭作为保障性主体能源的地位较为稳固。

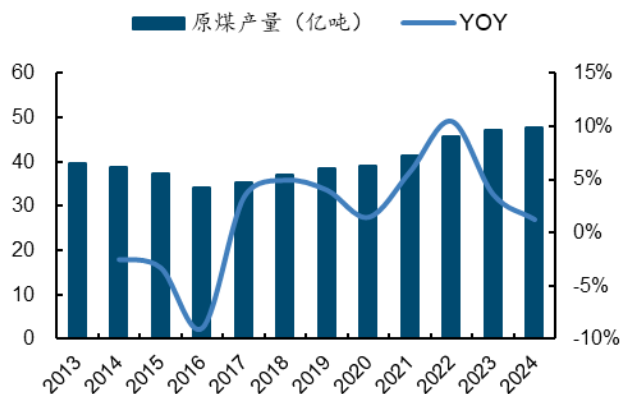


图表30：我国煤炭消费量占比仍然过半



来源：同花顺、国金证券研究所

图表31：2017年以来我国原煤产量呈现稳步上行趋势



来源：同花顺、国金证券研究所

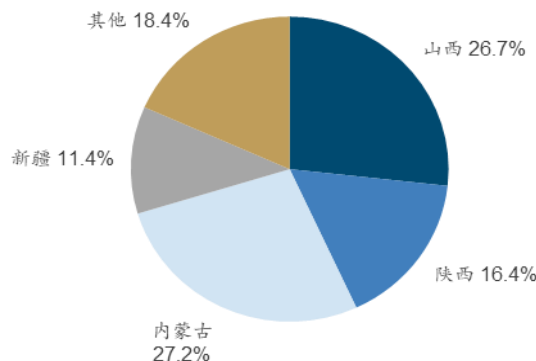
煤炭开采及洗选业固定资产投资完成额持续增长，新疆地区原煤产量增速明显。在能源保供需求下，我国煤炭行业持续加大投资力度，根据国家统计局数据，国内煤炭开采及洗选业固定资产投资实际完成额从2021年开始同比持续增长，其中2024年全年累计同比增长9%。而从我国煤炭生产的区域分布来看，四个主要煤炭产区（山西、陕西、内蒙古和新疆）2024年煤炭产量合计占全国总产量的比例高达82%，但从增速来看新疆地区的煤炭产量增速明显领先其他三大产区，未来有望为国内煤炭供给贡献重要边际增量。作为民爆行业的主要下游之一，煤炭行业的固定资产投资与产量上行有望拉动整体需求，同时新疆地区近年来煤炭产量的高增速将有利于在该地区开展相关业务的民爆企业。

图表32：国内煤炭行业固定资产投资完成额持续增长



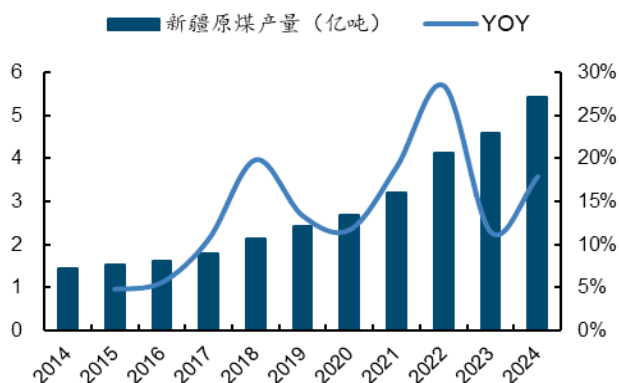
来源：同花顺、国金证券研究所

图表33：我国核心产煤区产量合计占比高（2024年）



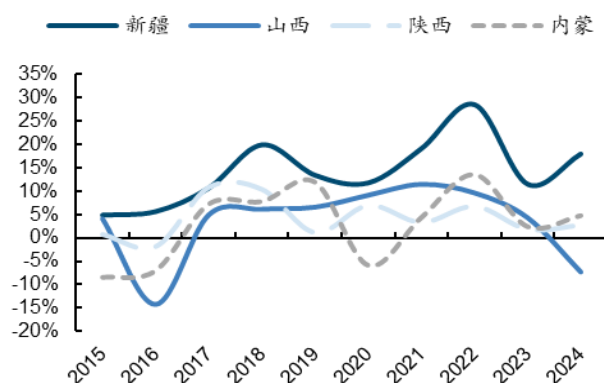
来源：同花顺、国金证券研究所

图表34：新疆原煤产量持续增长



来源：同花顺、国金证券研究所

图表35：新疆原煤年产量同比增速持续领先



来源：同花顺、国金证券研究所



新疆地区煤炭资源丰富，具有埋藏浅、开采条件简单等优势。根据《“十四五”以来新疆煤炭地质工作进展及发展方向》中相关数据，新疆 2000 米以浅含煤面积 $6.95 \times 10^4 \text{km}^2$ ，煤炭预测资源总量 $2.19 \times 10^{12} \text{t}$ ，占全国煤炭预测总量的 40%，位居全国第一。其中，600 米和 1000 米以浅煤炭资源量占比分别为 27.4% 和 50.8%，中浅部煤炭资源较为丰富，有利于煤炭资源的经济高效开采。

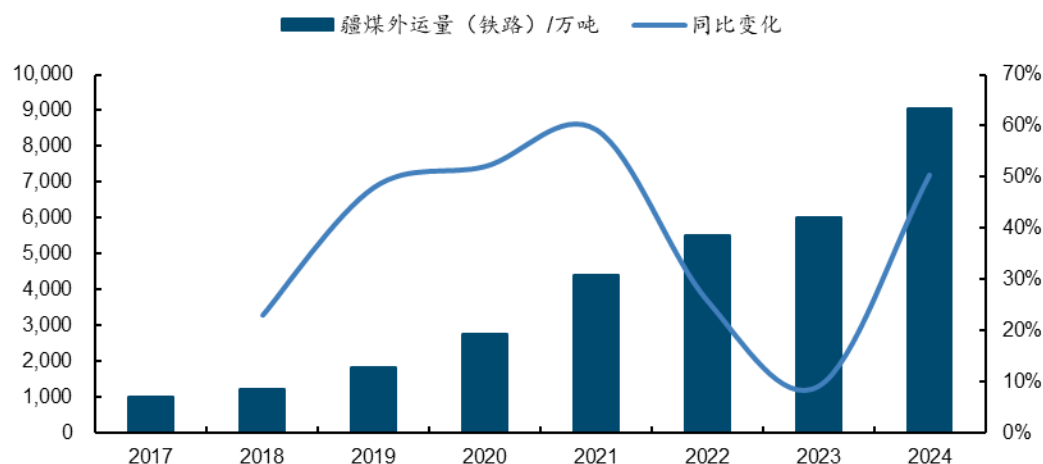
图表36：新疆煤炭资源开发布局

地区	资源开发布局
准噶尔区	包括昌吉州、塔城地区等地，累计查明资源量约 2747 亿吨，占全区查明资源量的 61%。煤种以长焰煤、不粘煤和弱粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤。要根据现代煤化工、煤电产业布局，结合特高压通道煤炭需求，充分利用存量产能，统筹淮南煤田中小煤矿整合，促进煤炭资源集约开发。
吐哈区	包括吐鲁番市、哈密市等地，累计查明资源量约 1407 亿吨，占全区查明资源量的 31%。煤种以长焰煤和不粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤。要统筹“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工示范项目，有序建设配套煤矿，打造哈密综合能源示范基地，推进区域煤炭集运中心建设。
库拜区	主要为阿克苏地区，累计查明资源储量约 46 亿吨，占全区查明资源量的 1%。煤种以气煤、瘦煤、焦煤为主，是优质的炼焦和配焦用煤。要以消化现有存量项目为主，原则上不再布局焦煤项目，重点满足南疆民生用煤需求。
伊犁区	主要为伊犁州，累计查明资源储量约 273 亿吨，占全区查明资源量的 6%。煤种以长焰煤、不粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤。要坚持生态优先，煤炭生产以满足区内现代煤化工项目和民生需求为主，同时保障博州煤炭供应。
巴州及南疆三地州	主要包括巴州、喀什地区、和田地区及克州，累计查明资源量约 26 亿吨，占全区查明资源量的 0.6%。煤种以长焰煤、不粘煤为主，是优质的动力、民生用煤。要根据资源条件，适度新增产能，提升煤炭就地供应保障能力。

来源：《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》、国金证券研究所

政策引导下疆煤外运量快速提升，新疆地区煤炭保供能力进一步增强。政策方面，《新疆维吾尔自治区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》明确提出“以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设，实施‘疆电外送’‘疆煤外运’、现代煤化工等重大工程。”此外，《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》中提出“高标准规划建设一批大型现代化煤矿，增产能、增产量、增储备，有效支撑“疆电外送”“疆煤外运”煤制油气战略基地等重大战略实施，服务和保障国家发展大局”。与此同时，随着出疆铁路、公路等基础设施不断完善，新疆煤炭参与中东部地区市场消费程度不断增加，根据新疆煤炭交易中心数据，2024 年疆煤铁路外运量同比增长 50% 达到 9060 万吨，约为 2017 年的 9 倍。

图表37：疆煤外运量（铁路）持续提升



来源：新疆煤炭交易中心、国金证券研究所

公司积极布局新疆，在手项目合同金额超过百亿。公司通过调增产能重点布局新疆基地，2022 年底公司在新疆地区具备 6.7 万吨混装炸药产能，2023 年至 2024 年上半年期间累计调增了 5.6 万吨混装炸药产能至新疆，使得新疆地区混装炸药产能提升显著。截至 2025 年 1 季度，公司公告已披露项目订单合同金额已经超过 300 亿，其中新疆地区项目订单合同金额已经达到 127.64 亿元，未来随着在手项目的陆续推进，公司新疆地区业务将同步实现快速增长。


图表38：易普力新疆在手订单丰富

项目(合同)名称	合同金额
国能新疆准东能源有限责任公司 2023 年至 2027 年钻爆工程合同（一标段）	12.67
新疆天池能源有限责任公司南露天煤矿 2024 年至 2028 年钻爆工程承包合同	9.68
新疆天池能源有限责任公司将军戈壁一号露天煤矿 2024 年至 2028 年钻爆工程承包合同	6.73
新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023 年至 2025 年生产剥离钻爆工程承包合同	3.86
新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023 年至 2024 年基建剥离钻爆工程承包合同	3.15
国网能源哈密煤电有限公司大南湖二矿 2023-2027 年钻爆工程施工合同	2.79
新疆兖矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目钻爆剥离工程 PC 总承包合同	47.13
国能新疆矿业红沙泉二矿有限公司 2023 年至 2026 年钻爆工程（二标段）施工合同	6.28
新疆金能矿业有限公司露天煤矿 2024-2026 年采场爆破工程承包合同	3.58
新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同补充协议	1.33
国家能源集团新疆公司黑山露天矿 2024 年-2026 年爆破工程一标段施工合同	13.11
新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿 2024 年至 2026 年矿山施工总承包工程合同及补充协议	9.04
新疆公司红沙泉露天煤矿 2024 年至 2026 年钻爆工程（一标段）施工合同	7.2
新疆准东西黑山矿区中联润世露天煤矿 2025 年至 2026 年钻爆工程合同	1.09
合计	127.64

来源：公司公告、国金证券研究所

图表39：公司在新疆地区产能布局较为前瞻

公司	新疆业务布局
易普力	截至 2022 年 12 月拥有混装炸药产能 6.7 万吨，23 年至 24 年年中调增 5.6 万吨。
广东宏大	截至 24 年 5 月，公司在西藏、新疆、甘肃地区合计拥有 11.1 万吨产能。2024 年新疆地区矿服业务营收同比增长 96.09%。
雪峰科技	截止 2024 年末公司工业炸药总产能 11.95 万吨，公司民爆产品的生产以及爆破服务业务集中分布在全疆各区域范围内。
江南化工	截至 2024 年 11 月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力 20.75 万吨（含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的 2 万吨工业炸药生产许可能力）。
凯龙股份	根据公司 2024 年年报，公司在新疆的民用爆炸物品产能为 6.01 万吨。

来源：各公司公告、国金证券研究所

2.4 西藏：资源开发和水利基建带来需求增量

政策明确未来基础设施建设布局方向，西藏地区有望迎来增量。《中华人民共和国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》中提出“面向服务国家重大战略，实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程，推进重大科研设施、重大生态系统保护修复、公共卫生应急保障、重大引调水、防洪减灾、送电输气、沿边沿江沿海交通等一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设。”围绕“十四五”规划的相关要求，有关部门和地方政府先后出台了《西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划》、《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》等一系列针对特定区域、细分领域与具体项目的基建规划，未来随着重大项目的推进有望为民爆行业贡献关键边际增量。



图表40：围绕“十四五”规划的相关要求有关部门和地方政府先后出台相关政策规划或推进有关项目建设

政策文件	相关内容
《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》	优化主干线大通道，有序推进长江干线、西江航运干线、京杭运河、淮河干流等干线航道扩能升级，构建横贯东西、辐射南北的水运主通道。长江干线，重点提升上游等级、打通中游瓶颈、优化下游通道，加快推进三峡水运新通道前期工作和建设，合理开发利用长江口航道。西江航运干线，重点加快一级航道上延至南宁，稳步推进船闸扩能，优化出海航道通航条件。京杭运河、淮河干流，重点推动船闸扩能和航道整治工程。持续推进平陆运河建设，指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证。
《西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划》	《规划》指出，到 2025 年，川藏铁路雅安至林芝段、新藏铁路日喀则至佩枯错段、滇藏铁路波密至然乌段顺利实施，青藏铁路格拉段完成电气化改造，新藏铁路佩枯错至和田段、拉林铁路复线改造、吉隆口岸铁路力争开工建设，全区铁路已建在建总规模达到4000公里左右。到2035年，西藏自治区铁路网总规模达到5000公里以上，其中复线里程1000公里左右，形成以拉萨为中心，覆盖区内全部地级行政区，便捷连通新疆、青海、四川、云南等相邻省区和沿边主要陆路口岸，届时拉萨与京津冀、长三角、粤港澳大湾区主要城市之间均可在20小时以内到达，与成都之间可在12小时左右到达，与贵阳、昆明之间可在15小时左右到达，形成覆盖广泛、出行便捷、能力充足的现代化铁路网。
《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》	（一）西线通路畅通工程：建成自贡至宜宾铁路，加快建设隆黄铁路叙永至毕节段、隆昌至叙永铁路扩能改造，开工建设黄桶至百色铁路、成渝铁路成都至隆昌扩能改造、南昆铁路百色至威舍段增建二线，规划研究成都铁路枢纽东南环线、南宁铁路枢纽南环线外移建设。加快建设G80 广昆高速公路百色至南宁段扩容等工程。 （二）中线通路扩能工程：建成贵阳至南宁高铁、重庆铁路枢纽东环线，建设黔桂铁路增建二线、泸州至遵义铁路、重庆鱼嘴铁路货运站南场站等项目，规划研究重庆至贵阳高铁。加快 G75 兰海高速公路重庆至南宁段、G93渝遂高速公路扩容。 （三）完善东线通路。以提升既有线能力为重点，进一步完善自重庆经怀化、柳州至北部湾出海口东通路。加快建设重庆至黔江高铁，释放既有干线铁路货运能力。按照渝怀铁路双线运输能力要求，加快沿线站点扩能改造，促进点线衔接协调。推进G72 泉南高速公路广西段扩容等项目和普通国省道建设，提升干线公路通行能力。

来源：国家发改委、国家铁路局、西藏自治区发改委、国金证券研究所

铜矿资源开采持续推进，民爆需求预计得到较强支撑。紫金矿业公告披露，巨龙铜矿二期改扩建工程计划 2025 年底建成投产，达产后整体年采选矿石量将超过 1 亿吨、年矿产铜将达 30-35 万吨；三期工程规划若获得批准，最终可望实现年采选矿石量约 2 亿吨、年矿产铜 60 万吨规模。朱诺铜矿在 2025 年全面开工建设，计划 2026 年底建成投产，规划达产后采选规模为 1800 万吨/年，年矿产铜 7.6 万吨；还有紫金矿业主导建设的雄村铜矿规划建成 1200 万吨/年采选规模，达产后预计年均产铜 4.6 万吨。西部矿业公告显示，玉龙铜矿的三期工程 3000 万吨扩能项目按计划开展中。未来随着多个铜矿采选项目的持续推进，西部地区民爆需求预计快速增长。

图表41：西藏地区主要铜矿采选规划

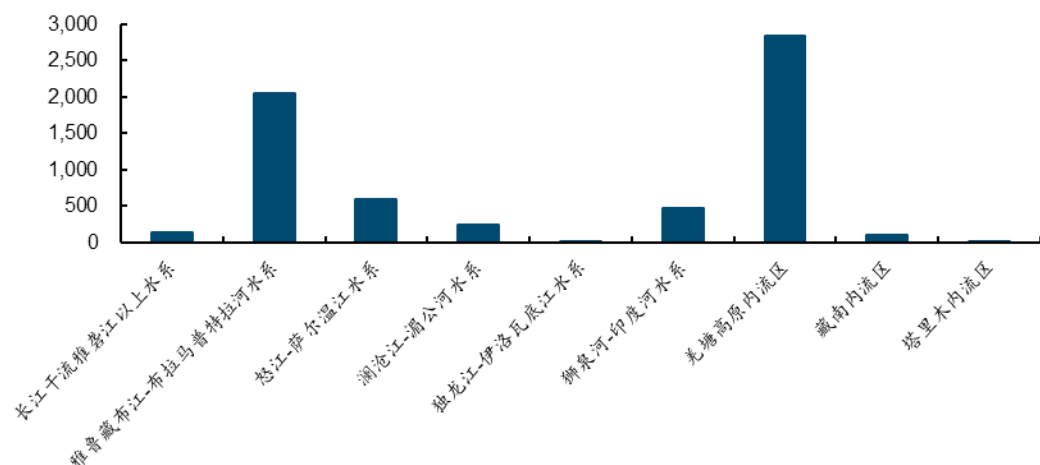
铜矿	采选计划
巨龙铜矿	2025 年计划矿产铜 17 万吨；二期改扩建工程计划 2025 年底建成投产，达产后整体年采选矿石量将超过 1 亿吨、年矿产铜将达 30-35 万吨；三期工程规划若获得批准，最终可望实现年采选矿石量约 2 亿吨、年矿产铜 60 万吨规模，成为全球采选规模最大、品位最低、海拔最高的铜矿山。
朱诺铜矿	2025 年全面开工建设，计划 2026 年底建成投产，规划达产后采选规模为 1800 万吨/年，年矿产铜 7.6 万吨。
雄村铜矿	公司主导项目建设，规划建成 1200 万吨/年采选规模，达产后预计年均产铜 4.6 万吨。
玉龙铜矿	二期改扩建项目完成后矿石处理能力提升至 2280 万吨/年，三期工程 3000 万吨扩能项目按计划开展中。

来源：紫金矿业公司公告、西部矿业公司公告、国金证券研究所

西藏地区水资源丰富，雅鲁藏布江下游水电开发将为民爆需求带来显著增量。我国水能资源蕴藏量在 6.76 亿千瓦以上，为世界之最；西藏水能资源理论蕴藏量在 2 亿多千瓦左右，占全国的 30%，居各省区市之首。西藏水能资源主要集中分布在雅鲁藏布江、怒江、澜沧江和金沙江干流。其中，雅鲁藏布江流域干流水能资源最丰富，理论蕴藏量近 8000 万千瓦，其下游的大拐弯地区更是“世界水能富集之最”，在 50 公里直线距离内，形成了 2000 米的落差，汇集了近 7000 万千瓦的技术可开发资源，规模相当于 3 个多三峡电站（装机容量 2250 万千瓦）。但作为我国“西电东送”的能源接续基地，西藏自治区目前水电资源开发程度极低，仅为技术可开发量的 1%左右。2024 年 12 月，我国政府已核准雅鲁藏布江下游水电工程，未来随着西部地区水电工程逐渐落地，民爆需求也将随之同步高增。



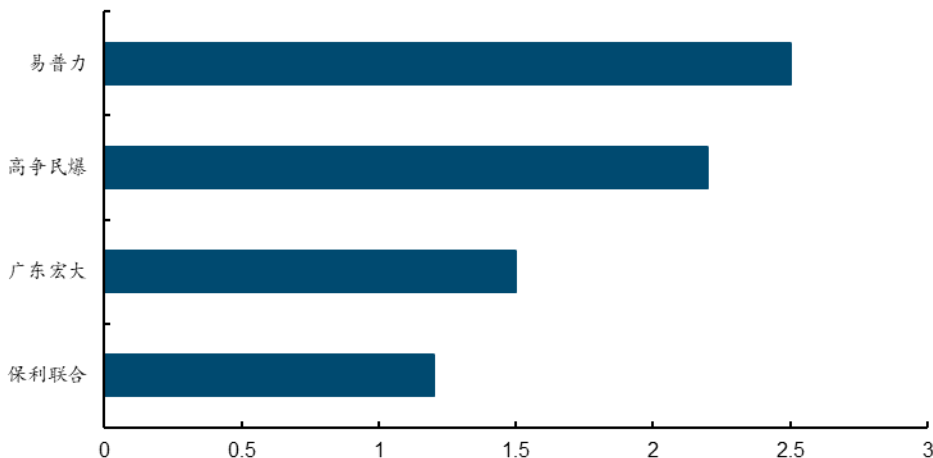
图表42：西藏自治区标准以上河流在各水系中分布数量图



来源：《西藏水电能源开发问题分析》、国金证券研究所

西藏地区竞争格局较好，公司产能规模优势领先。目前西藏地区主要有易普力、高争民爆、广东宏大及保利联合这几家企业具备工业炸药许可产能，产能分别为2.5万吨、2.2万吨、1.5万吨、1.2万吨。公司在西藏地区进行了重点布局，已在西藏林芝市、拉萨市墨竹工卡县设立分公司，主要服务于基建工程和大型矿山开采工程等项目。目前，西藏区域工业炸药许可产能合计8.3万吨/年，公司在西藏区域产能布局为2.5万吨/年，按照产能规模计算占比约为30.12%，龙头地位稳固。未来随着西藏地区增量需求的释放，公司西部地区的相关业务也将持续受益。

图表43：公司西藏地区的工业炸药许可产能规模优势领先（万吨）



来源：各公司公告、国金证券研究所

三、海外市场前景广阔，受益上游矿企出海

以“一带一路”为发展契机，提高“走出去”能力水平。近年来民爆行业有关政策始终引导并鼓励国内民爆企业加快实施“走出去”的发展战略，《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》指出“发挥比较优势，推动民爆企业加强国际合作。以“一带一路”沿线资源条件好、配套能力强、市场潜力大的国家为重点，以矿山、高铁、电力等企业“走出去”为牵引，支持优势企业到海外投资建设生产基地和开展“一体化”服务”。加快实施民爆企业出海战略一方面可以帮助国内民爆企业突破发展瓶颈，开拓海外市场，另一方面有利于扩大整个行业的整体下游需求，为国内民爆行业开辟新的成长曲线。



图表44：工信部先后出台有关政策鼓励民爆企业出海并积极参与“一带一路”建设

发布时间	政策名称	发文单位	相关内容
2011年11月	《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》	工信部	(1) 稳步发展国际贸易。逐步放宽民用爆炸物品进出口政策和简化审批程序，引导和鼓励具备条件的企业积极参与国际市场竞争，扩大民爆行业生产技术、设备及产品的出口规模，拓展国际市场。 (2) 加强国际技术交流与合作。鼓励企业在更大范围、更广领域和更高层次上开展国际技术交流与合作；鼓励企业到国外开办实业；鼓励跨国公司在国内建立民爆物品研发中心或与国内企业共建研发机构，开展关键技术攻关与技术开发合作；遵循引进、消化、提高的路径，加大引进国外先进技术成果和高端设备设施力度，注重引进先进的管理经验和经营理念。
2016年10月	《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020年）》	工信部	(1) 实施走出去战略。鼓励企业抓住“一带一路”发展机遇，发挥比较优势，寻找生存发展空间，推进国际化经营。以需求为牵引，扩大先进生产技术、设备及高端产品的出口规模，拓展国际市场。鼓励企业到国外投资，建设民爆物品生产线，开展爆破作业一体化服务。 (2) 引进先进技术和管理经验。遵循引进、消化、提高的路径，加强与国际先进企业的合资合作和技术交流，加大引进国外先进技术成果和高端设备设施力度。注重引进先进的管理经验和经营理念，提高企业生产管理和产品质量水平。
2018年11月	《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》	工信部	(1) 提高“走出去”能力水平。鼓励民爆企业主动参与“一带一路”建设，与矿山企业、工程建设企业等采取联合投标、共同开发的发展方式，大力开拓国际市场，努力推进国际化经营。鼓励企业创新商业模式，由产品贸易转换为服务贸易，到国外投资建设生产设施，提供爆破作业一体化服务。 (2) 引进国外先进技术和管理经验。遵循引进、消化吸收、再创新的路径，加强与国际先进企业的合资合作和技术交流，加大引进国外先进技术成果和高端装备力度；引进先进的管理经验和经营理念，提高企业安全生产管理和产品质量管理水平。
2022年7月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	工信部	扩大国际交流合作。发挥比较优势，推动民爆企业加强国际合作。以“一带一路”沿线资源条件好、配套能力强、市场潜力大的国家为重点，以矿山、高铁、电力等企业“走出去”为牵引，支持优势企业到海外投资建设生产基地和开展“一体化”服务。鼓励国内民爆企业参与进出口贸易，与国际先进民爆企业和技术研发机构等开展联合研发或合资合作，积极拓展产业链高端环节国际合作，加强产业链互补，提升国际化运营能力。积极开展多边交流互鉴，及时了解国际民爆领域新理念和经验，加大中国良好举措和实践的对外宣介力度。

来源：工信部、国金证券研究所

“一带一路”国家矿产资源丰富，民爆市场空间广阔。根据《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》中相关数据，“一带一路”沿线铜、金、镍、铝土矿、铁矿石、锡、钾盐等重要固体矿产资源较丰富，无论是从资源储量、产量还是消费量的角度都在全球范围内占据重要地位。与此同时，部分重要固体矿产资源是我国相对紧缺的战略大宗矿产。因此与“一带一路”沿线国家开展重要固体矿产资源的勘查开发合作，一方面有助于缓解国内大宗矿产紧缺的局面，另一方面有利于国内民爆企业加快“走出去”的步伐，借助广阔的海外市场实现进一步的发展。

图表45：“一带一路”沿线重要固体矿产资源储量、产量、消费量占全球比例较高

矿种	单位	储量	储量占世界比例/%	产量	产量占世界比例/%	消费量	消费量占世界比例/%
铜	万 t	23 269	32.3	486.4	26.3	14 502	63.7
金	t	16 400	26.1	1 008	33.6	2 430	71.1
镍	万 t	1 850	23.4	104.2	41.2	84.2	49.7
铝土矿	亿 t	53	18.9	1.14	41.7	1.4	50
铁矿石	Mt	67 800	35.7	631	28.6	1 400	73.7
铅	万 t	2 976	33.4	261.4	55.5	572.8	56.1
锌	万 t	5 200	26	607	45	856.6	62.6
锡	万 t	307	63.9	5.95	22	23.6	85
钾盐	Mt	2 582	69.8	18.99	55	26	64
磷矿	亿 t	112.2	16.3	1.4	62	1.4	72

来源：《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》、国金证券研究所

国内企业加快出海布局，头部企业海外业务营收快速提升。在行业政策指引以及“一带一路”高质量发展的大背景下，国内以易普力、广东宏大、江南化工为代表的民爆企业紧抓“走出去”的发展机遇，积极开拓海外市场，根据自身优势与发展特点进行国际化布局，2024 年易普力的海外收入为 4.2 亿元，收入占比为 5%。随着未来国内民爆企业国际化业务的持续布局，作为具备一体化业务能力以及丰富项目经验的龙头企业，公司有望快速实现海外市场的突破。



图表46：国内民爆企业海外布局情况

公司	海外布局
易普力	公司充分发挥央企优势，紧抓国家“走出去”的发展机遇，积极响应国家“一带一路”倡议，紧跟中资企业海外工程开展国际化业务，为中资企业承建的巴基斯坦、马来西亚等国别的多个水电工程项目和矿山开采项目提供专业爆破工程服务，业务已布局利比里亚、巴基斯坦、纳米比亚、马来西亚等多个“一带一路”沿线国家。
广东宏大	矿服板块方面，现海外矿服业务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，近年来，公司加快海外市场布局，预计未来海外市场份额逐步扩大。民爆板块方面，公司将重点聚焦“一带一路”沿线国家，同时结合国内矿山企业在海外市场布局，推进公司海外炸药厂的落地。
江南化工	公司充分发挥兵器工业集团独有的军贸业务优势，结合兵器工业集团海外矿产战略布局，服务“一带一路”建设，是中国民爆“走出去”的排头兵，经过多年努力，积累了一定优势，已辐射国际纳米比亚、蒙古、刚果(金)、塞尔维亚、利比亚、圭亚那等亚、非、拉、欧国家和地区。下一步公司将紧跟走出去的中资企业大型矿山、“一带一路”沿线国家基建项目，将加大海外业务拓展。

来源：各公司公告、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

爆破服务：公司工程服务主要是为基建、矿山等工程项目提供爆破设计与施工、矿山基建剥离、爆破开采、矿物分装和运输等民爆全链条服务。爆破服务工程合同周期一般在2-5年，其中大部分在手订单周期集中在3-5年。截至2024年末，公司在手订单超过300亿元，在民爆行业集中度提升的背景下，公司将依托混装炸药产能占比超过52%的规模优势，以及新疆、西藏等高景气区域布局，持续获取优质订单。从西部地区产能布局来看，2022年底公司在新疆地区具备6.7万吨混装炸药产能，2023年至2024年上半年期间累计调增了5.6万吨混装炸药产能至新疆，使得新疆地区混装炸药产能提升显著；西藏区域目前工业炸药许可产能合计8.3万吨/年，公司在西藏区域产能布局为2.5万吨/年，按照产能规模计算占比约为30.12%。未来随着在手订单的陆续执行落地，收入持续增长的同时西部地区订单占比增加也将使得盈利能力提升，预计2025-2027年可实现收入74.2、85.3、93.8亿元，毛利率分别为21%、22%、23%。

炸药：根据公司2024年年报，截至年报披露日（2025年3月29日），公司工业炸药生产许可产能为58.15万吨（含收购河南松光民爆51%股权产能新增6万吨），在民爆行业整体需求相对景气的背景下预计产能利用率将维持高位，考虑到公司西部地区订单占比有望继续提升且硝酸铵价格维持低位，预计销售价格和盈利能力都将同步改善，预计2025-2027年收入分别为15.4、16.0、16.2亿元，毛利率分别为38%、39%、40%。

雷管：公司电子雷管许可产能为6450万发，未来电子雷管可匹配下游爆破服务，推动开工率逐步提高。预计2025-2027年收入分别为7.2、7.9、8.5亿元，毛利率分别为31%、30.5%、30.0%。

费用假设：销售费用方面考虑到公司作为行业龙头，在手订单充裕，预计未来3年销售费用率维持在1.3%；随着公司的西部地区 and 海外布局进一步深化，预计管理费用率和研发费用率呈现稳中微增的状态，预计2025-2027年管理费用率分别为8.9%、9%、9.1%；研发费用率分别为4.9%、5%、5.1%。

综合以上假设，预计公司2025-2027年营业总收入分别为101.2亿元、113.6亿元、123.0亿元，同比增速分别为18.4%、12.3%、8.2%；归母净利润分别为8.6、9.9、11.3亿元，同比增速分别为20.2%、16.1%、13.3%。

图表47：公司分业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
爆破服务						
收入（亿元）	4.2	53.7	61.8	74.2	85.3	93.8
YOY	24.5%	1189.0%	15.1%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利（亿元）	0.8	10.5	12.7	15.6	18.8	21.6
毛利率	18.6%	19.5%	20.5%	21.0%	22.0%	23.0%
炸药						



	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（亿元）	10.2	18.1	13.6	15.4	16.0	16.2
YOY	0.4%	76.5%	-25.0%	13.3%	4.0%	1.6%
毛利（亿元）	3.2	6.7	5.2	5.8	6.2	6.5
毛利率	30.9%	37.0%	38.1%	38.0%	39.0%	40.0%
雷管						
收入（亿元）	5.1	8.6	5.7	7.2	7.9	8.5
YOY	55.4%	69.7%	-33.8%	27.2%	10.0%	6.9%
毛利（亿元）	1.7	2.7	1.8	2.2	2.4	2.5
毛利率	34.0%	32.0%	31.2%	31.0%	30.5%	30.0%
其他						
收入（亿元）	3.6	3.9	4.4	4.4	4.4	4.4
毛利（亿元）	0.7	1.7	2.3	2.3	2.3	2.3
毛利率	19.3%	44.1%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%
合计						
总收入（亿元）	23.0	84.3	85.5	101.2	113.6	123.0
YOY	19.3%	265.8%	1.4%	18.4%	12.3%	8.2%
毛利（亿元）	6.3	21.6	22.0	26.0	29.7	32.9
毛利率	27.5%	25.7%	25.7%	25.7%	26.2%	26.8%
费用假设						
销售费用率	3.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用率	15.5%	9.8%	8.9%	8.9%	9.0%	9.1%
研发费用率	3.3%	4.1%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%
归母净利润（亿元）	0.5	6.3	7.1	8.6	9.9	11.3
YOY	-2.7%	1228.9%	12.5%	20.2%	16.1%	13.3%

来源：公司公告、同花顺 iFind、国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

公司为国内民爆龙头，工业炸药和雷管产能位居行业前列，未来随着新疆西藏西部地区的深化布局，叠加并购带来的协同效应，公司业绩有望持续增长。基于以上假设，我们预测2025-2027年公司的归母净利润分别为8.6、9.9、11.3亿元。选取民爆企业广东宏大、国泰集团、高争民爆、江南化工和雪峰科技作为可比公司，2025年可比公司的PE中位数为19.65，平均数为21.31。考虑到公司是国内民爆行业龙头，且具备长期成长性，因此我们给予公司2025年20倍的PE，目标价13.81元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表48：可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）					PE				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
002683.SZ	广东宏大	237	7.2	9.0	12.0	14.0	16.2	33.04	26.35	19.65	16.88	14.60
603977.SH	国泰集团	78	3.0	1.8	3.6	4.7	5.6	25.72	43.34	21.96	16.77	14.04
002827.SZ	高争民爆	81	1.0	1.5	2.2	3.2	4.4	82.38	54.36	36.81	25.50	18.45
002226.SZ	江南化工	145	7.7	8.9	10.3	11.9	13.8	18.78	16.29	14.08	12.16	10.52
603227.SH	雪峰科技	106	8.5	6.7	7.5	10.7	15.2	12.37	15.79	14.06	9.86	6.97
中位数								25.72	26.35	19.65	16.77	14.04
平均数								34.46	31.23	21.31	16.23	12.92
002096.SZ	易普力	152	6.3	7.1	8.6	9.9	11.3	23.99	21.33	17.75	15.30	13.51

来源：同花顺、国金证券研究所（可比公司归母净利润中广东宏大和江南化工为国金预测值；其他为同花顺一致预测均值，数据截至2025年4月29日收盘）



五、风险提示

- 1、下游需求不及预期：民爆行业的发展与矿山开采等基础产业、基础设施建设以及国民经济发展等紧密关联，若未来出现矿山开采活基础设施建设投资节奏放缓等情况导致需求不及预期，可能导致民爆需求下滑，进一步导致公司业绩不及预期。
- 2、原材料价格波动风险：民爆物品上游原材料主要包括硝酸铵等，若上游原材料价格大幅波动，可能会导致公司毛利率下滑。
- 3、重大安全事故风险：民爆行业属于高危行业，在生产、储存、销售、运输以及工程施工等各业务环节中，都面临一定的安全生产风险。安全管理不到位、员工违章操作等都有可能引发生产安全事故，造成人员伤亡和财产损失，可能会导致公司业绩不及预期。
- 4、地缘政治风险：公司目前已在海外地区开展相关业务，若出现地缘政治风险，可能会对于公司业绩产生不利影响。
- 5、政策变化风险：国家有关部门对于民爆行业严格执行安全、质量、环保等法律法规、标准和行业政策，若未来行业政策发生变化，可能会对于公司的业绩产生负面影响。
- 6、市场竞争风险：因民爆行业主要公司在新疆、西藏都有布局产能，需求向好的同时供给也有大幅增加，因此若市场竞争加剧可能会影响公司毛利率。


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	2,304	8,428	8,546	10,116	11,363	12,297
增长率		265.8%	1.4%	18.4%	12.3%	8.2%
主营业务成本	-1,669	-6,263	-6,350	-7,519	-8,389	-9,003
%销售收入	72.5%	74.3%	74.3%	74.3%	73.8%	73.2%
毛利	635	2,165	2,195	2,597	2,974	3,294
%销售收入	27.5%	25.7%	25.7%	25.7%	26.2%	26.8%
营业税金及附加	-20	-47	-50	-61	-68	-74
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-81	-120	-108	-132	-148	-160
%销售收入	3.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-356	-825	-758	-900	-1,023	-1,119
%销售收入	15.5%	9.8%	8.9%	8.9%	9.0%	9.1%
研发费用	-76	-347	-420	-496	-568	-627
%销售收入	3.3%	4.1%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	102	826	860	1,009	1,167	1,314
%销售收入	4.4%	9.8%	10.1%	10.0%	10.3%	10.7%
财务费用	-31	-29	-14	28	34	43
%销售收入	1.4%	0.3%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-21	-23	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	4	-4	0	0	0
投资收益	15	36	39	40	40	40
%税前利润	18.3%	4.4%	4.3%	3.7%	3.2%	2.9%
营业利润	77	833	891	1,077	1,240	1,397
营业利润率	3.3%	9.9%	10.4%	10.6%	10.9%	11.4%
营业外收支	3	-15	13	0	0	0
税前利润	80	819	904	1,077	1,240	1,397
利润率	3.5%	9.7%	10.6%	10.6%	10.9%	11.4%
所得税	-25	-143	-141	-172	-198	-223
所得税率	30.8%	17.5%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	55	675	763	905	1,042	1,173
少数股东损益	8	42	50	48	48	48
归属于母公司的净利润	48	634	713	857	994	1,125
净利率	2.1%	7.5%	8.3%	8.5%	8.7%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	55	675	763	905	1,042	1,173
少数股东损益	8	42	50	48	48	48
非现金支出	113	286	290	249	251	255
非经营收益	29	3	-12	-28	-30	-31
营运资金变动	181	-243	-374	-600	-220	-212
经营活动现金净流	378	722	666	525	1,043	1,185
资本开支	-54	-142	-283	-124	-104	-94
投资	43	0	0	0	0	0
其他	6	493	30	40	40	40
投资活动现金净流	-6	351	-253	-84	-64	-54
股权募资	20	1,303	5	0	0	0
债权募资	-314	-672	-19	-8	-100	0
其他	-88	-62	-317	-355	-408	-459
筹资活动现金净流	-381	569	-332	-363	-508	-459
现金净流量	4	1,642	78	79	472	672

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	494	2,673	2,753	2,797	3,243	3,897
应收款项	730	2,336	2,778	3,399	3,761	4,070
存货	343	454	433	536	575	617
其他流动资产	123	308	221	301	329	348
流动资产	1,691	5,771	6,186	7,033	7,907	8,932
%总资产	47.8%	55.1%	56.1%	59.9%	63.4%	67.0%
长期投资	308	452	585	585	585	585
固定资产	1,112	2,120	2,068	1,974	1,854	1,719
%总资产	31.4%	20.2%	18.8%	16.8%	14.9%	12.9%
无形资产	364	1,862	1,833	1,810	1,789	1,771
非流动资产	1,846	4,702	4,840	4,715	4,567	4,406
%总资产	52.2%	44.9%	43.9%	40.1%	36.6%	33.0%
资产总计	3,537	10,473	11,027	11,748	12,474	13,338
短期借款	490	161	108	100	0	0
应付款项	440	1,430	1,493	1,732	1,888	2,003
其他流动负债	204	807	920	996	1,046	1,087
流动负债	1,134	2,398	2,522	2,828	2,933	3,090
长期贷款	135	212	171	171	171	171
其他长期负债	297	580	550	402	379	363
负债	1,566	3,191	3,242	3,401	3,483	3,624
普通股股东权益	1,909	6,978	7,458	7,972	8,568	9,243
其中：股本	371	1,240	1,240	1,240	1,240	1,240
未分配利润	796	1,783	2,242	2,756	3,352	4,027
少数股东权益	62	305	327	375	423	471
负债股东权益合计	3,537	10,473	11,027	11,748	12,474	13,338

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.128	0.511	0.575	0.691	0.801	0.907
每股净资产	5.140	5.626	6.012	6.426	6.907	7.452
每股经营现金净流	1.019	0.582	0.537	0.424	0.841	0.955
每股股利	0.030	0.205	0.230	0.276	0.321	0.363
回报率						
净资产收益率	2.50%	9.08%	9.56%	10.75%	11.60%	12.17%
总资产收益率	1.35%	6.05%	6.47%	7.29%	7.97%	8.44%
投入资本收益率	2.68%	8.71%	8.80%	9.63%	10.49%	10.97%
增长率						
主营业务收入增长率	19.33%	265.75%	1.40%	18.38%	12.32%	8.22%
EBIT 增长率	2.58%	713.03%	4.10%	17.33%	15.69%	12.63%
净利润增长率	-2.64%	1228.80%	12.49%	20.15%	16.02%	13.21%
总资产增长率	-9.18%	196.12%	5.28%	6.54%	6.19%	6.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.8	40.4	60.2	72.0	72.0	72.0
存货周转天数	126.8	23.2	25.5	26.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	51.3	37.3	62.5	63.0	61.0	60.0
固定资产周转天数	171.6	87.6	86.0	66.4	53.3	43.8
偿债能力						
净负债/股东权益	6.64%	-31.58%	-31.79%	-30.26%	-34.18%	-38.36%
EBIT 利息保障倍数	3.3	28.2	61.6	-35.5	-34.8	-30.9
资产负债率	44.29%	30.46%	29.40%	28.95%	27.92%	27.17%

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	0	8	8	8	16
增持	0	5	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.38	1.38	1.38	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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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