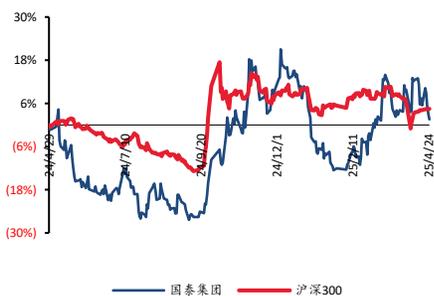


## 民爆一体化+军工新材料+轨交业务，一体两翼发展稳步推进

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	6.21/6.21
总市值/流通(亿元)	77.9/77.9
12个月内最高/最低价(元)	15.35/8.93

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523010001

**事件：**国泰集团近期发布 2024 年报，期间公司实现营业收入 23.54 亿元，同比下降 7.34%；归母净利润 1.81 亿元，同比下降 40.84%。公司拟每 10 股派现 0.9 元（含税）。

**点评：**

**商誉减值导致利润大幅下滑。**公司 2024 年实现营业收入 23.54 亿元，同比下降 7.34%；归母净利润 1.81 亿元，同比下降 40.84%。其中，Q4 单季归母净利润亏损 3777.68 万元，同比降幅达 147.29%。公司全年营收同比下降主要因轨交自动化业务收入下滑 40.55%及民爆省内市场收缩。业绩下滑主要系对控股子公司太格时代计提 1.15 亿元商誉减值所致，若剔除该非经常性因素，扣非净利润同比降幅收窄至约 20%。分业务来看，民爆一体化业务营收 **16.46 亿元**（同比-5.70%），毛利率受益于原材料硝酸铵价格下降提升 4.41 个百分点至 40.24%；军工新材料业务营收 2.69 亿元（同比+55.21%），其中含能材料项目（九江国泰）建设顺利，001 线预计 2025 年 9 月底建成投产；轨交自动化及信息化业务营收 **1.45 亿元**（同比-40.55%），受太格时代拖累明显下滑并导致大额商誉减值。

**浙赣粤运河开工有望拉动民爆需求，含能材料投产有望带动军工材料业务增长。**公司作为江西省唯一民爆生产企业，区域优势显著，浙赣粤运河项目若顺利开工，有望拉动江西区域民爆需求，为公司民爆业务带来较大增长。另一方面，含能材料项目（九江国泰）进展顺利，该项目为国家有关部门核准项目，技术壁垒和准入门槛高。公司计划建设多条产线，其中 001 线（年产能 2500 吨）预计 2025 年 9 月底建成投产，003 线（年产能 500-1800 吨）预计 2026 年中期投产。含能材料市场需求旺盛，供应持续紧张，该项目投产后有望显著增厚公司业绩，成为未来重要的利润增长点。另外，三石有色年产 700 吨项目已获安全生产许可，新产品电子级氟钼酸钾顺利打开销路，澳科新材多个项目实现批量生产，AK59 产品进入初样阶段。公司军工新材料业务未来增长潜力巨大。

**投资建议：**

国泰集团是江西省唯一民爆生产企业，已经形成了“民爆一体化、军工新材料、轨交业务”一体两翼发展的产业格局，浙赣粤运河开工有望拉动民爆需求，含能材料投产有望带动军工材料业务增长，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.49/0.56/0.62 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**

宏观经济不及预期；行业竞争加剧；不可抗力风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,354	2,681	3,057	3,503
营业收入增长率(%)	-7.34%	13.88%	14.01%	14.60%
归母净利(百万元)	181	302	348	388
净利润增长率(%)	-40.84%	66.84%	15.40%	11.35%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.49	0.56	0.62
市盈率(PE)	44.66	25.83	22.39	20.10

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,150	936	1,181	1,179	1,238
应收和预付款项	887	943	1,072	1,222	1,401
存货	283	297	330	376	434
其他流动资产	226	425	528	672	808
流动资产合计	2,547	2,602	3,112	3,449	3,881
长期股权投资	144	139	138	134	131
投资性房地产	7	6	6	6	6
固定资产	967	1,640	1,879	2,132	2,404
在建工程	568	164	132	106	88
无形资产开发支出	358	441	436	445	461
长期待摊费用	26	25	23	20	18
其他非流动资产	3,336	3,272	3,782	4,118	4,549
资产总计	5,406	5,687	6,395	6,960	7,656
短期借款	985	746	902	929	911
应付和预收款项	369	456	506	575	664
长期借款	135	335	446	595	748
其他负债	343	467	524	597	692
负债合计	1,832	2,004	2,378	2,696	3,015
股本	621	621	621	621	621
资本公积	1,324	1,324	1,324	1,324	1,324
留存收益	1,149	1,237	1,506	1,677	1,970
归母公司股东权益	3,119	3,214	3,483	3,654	3,947
少数股东权益	455	469	534	610	693
股东权益合计	3,574	3,683	4,017	4,264	4,641
负债和股东权益	5,406	5,687	6,395	6,960	7,656

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	372	267	485	562	680
投资性现金流	-402	-403	-424	-503	-597
融资性现金流	582	-163	123	8	-49
现金增加额	552	-299	184	67	34

**利润表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,541	2,354	2,681	3,057	3,503
营业成本	1,628	1,492	1,657	1,883	2,175
营业税金及附加	18	16	18	21	24
销售费用	101	98	112	127	146
管理费用	265	283	323	368	422
财务费用	-6	3	44	50	55
资产减值损失	0	-118	3	4	1
投资收益	6	2	3	3	4
公允价值变动	-1	0	0	0	0
营业利润	406	269	447	517	575
其他非经营损益	-3	-2	-1	-2	-2
利润总额	404	267	446	515	573
所得税	51	48	79	92	102
净利润	353	220	367	423	471
少数股东损益	47	39	65	75	84
归母股东净利润	306	181	302	348	388

**预测指标**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.93%	36.65%	38.19%	38.39%	37.91%
销售净利率	12.02%	7.68%	11.25%	11.38%	11.06%
销售收入增长率	18.05%	-7.34%	13.88%	14.01%	14.60%
EBIT 增长率	20.40%	-2.23%	26.67%	15.27%	11.20%
净利润增长率	112.65%	-40.84%	66.84%	15.40%	11.35%
ROE	9.79%	5.62%	8.66%	9.52%	9.82%
ROA	6.81%	3.96%	6.07%	6.34%	6.45%
ROIC	7.35%	6.58%	7.41%	7.93%	8.10%
EPS (X)	0.49	0.29	0.49	0.56	0.62
PE (X)	21.22	44.66	25.83	22.39	20.10
PB (X)	2.07	2.50	2.24	2.13	1.97
PS (X)	2.54	3.42	2.91	2.55	2.22
EV/EBITDA (X)	13.08	16.43	11.14	9.72	8.59

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。