

民爆贡献稳定业绩，期待自有锂矿放量

2025 年 04 月 30 日

► **事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。**2024 年公司实现营收 77.2 亿元，同比-35.1%；归母净利 2.6 亿元，同比增长 539.6%；扣非归母净利 1.6 亿元，同比扭亏为盈。单季度看，24Q4 实现营收 17.9 亿元，同比-26.1%，环比-10.0%；归母净利 1.0 亿元，同比扭亏为盈，环比+98.1%，扣非归母净利 0.5 亿元，同比扭亏为盈，环比+40.5%；25Q1 实现营收 15.4 亿元，同比-17.0%，环比-14.2%；归母净利 0.8 亿元，同比+446.7%，环比-20.4%，扣非归母净利 0.7 亿元，同比+762.5%，环比+32.7%。

► **民爆业务贡献稳定收益，锂价下跌导致锂盐业务拖累业绩。锂盐：1) 量：**24 年锂盐销量为 4.8 万吨，同比增长 63.4%；**2) 价：**24 年国内电池级碳酸锂均价 9.0 万元，同比-64.8%，其中 24Q4 电池级碳酸锂均价 7.6 万元，环比-4.7%；25Q1 电池级碳酸锂均价为 7.5 万元，同比-26.0%，环比-0.7%，锂价继续下跌但跌幅放缓；**3) 利：**目前公司锂矿原料依赖外购，锂价与矿价走势高度同步，24 年由于锂价持续下跌，锂盐营收为 41.2 亿元，同比下滑 50.4%。25Q1 公司锂业务净利润为-0.5 亿元，同比增长 41.0%。**民爆：1) 量：**公司拥有炸药生产许可产能 26 余万吨、工业雷管许可产能近 9000 万发、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1 亿余米；**2) 利：**24 年实现营收 32.6 亿元，同比下滑 4.0%。由于硝酸铵价格的下滑，25Q1 民爆业务净利润为 1.1 亿元，同比增加 23.5%，为公司贡献稳定收益。

► **核心看点：1) 自有矿产弹性大：**2022 年公司在津巴布韦和纳米比亚布局自有锂矿，其中津巴布韦 Kamativi 矿一期采矿产能 30 万吨，2023Q4 投产，二期采矿产能 24 年底投产目前采选规模为 230 万吨，折合锂精矿约 35 万吨，未来公司还将继续扩展采选规模至 330 万吨/年，折合精矿产能约 50 万吨；**2) 锂盐龙头，产能加速扩张：**公司现有锂盐产能 9.9 万吨，预计 2025 年下半年将建成一条 3 万吨氢氧化锂产线，建成后 2025 年年底公司锂盐综合产能将达到近 13 万吨。下游绑定特斯拉、宁德等龙头客户。**3) 海外矿服业务提供新增长点：**公司将依托在民爆领域的成本及效率优势、扎根于津巴布韦和澳洲的区位优势，加大在非洲和澳洲区域民爆业务的拓展力度，实现海外矿服业务迅速发展。

► **投资建议：**公司自有矿产能陆续释放，原料保障能力逐步提升，锂盐产能持续扩张，下游绑定龙头客户，订单有保障，我们预计公司 2025-2027 年归母净利为 5.5、8.5 和 10.6 亿元，对应 4 月 30 日收盘价的 PE 分别为 24、15 和 12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**锂价超预期下跌，扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,716	8,681	10,323	12,449
增长率 (%)	-35.1	12.5	18.9	20.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	257	547	851	1,063
增长率 (%)	539.4	112.9	55.4	24.9
每股收益 (元)	0.22	0.47	0.74	0.92
PE	50	24	15	12
PB	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.20 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1.雅化集团 (002497.SZ) 2023 年三季报点评：锂盐业务成本倒挂，期待自有矿放量-2023/10/30

2.雅化集团 (002497.SZ) 2023 年半年报点评：锂价下跌盈利能力大幅下滑，期待自有锂矿投产-2023/08/27

3.雅化集团 (002497.SZ) 事件点评：拿下龙头客户长单，产能消化有保障-2023/08/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,716	8,681	10,323	12,449
营业成本	6,427	6,844	8,051	9,670
营业税金及附加	53	78	93	112
销售费用	63	87	103	124
管理费用	590	712	847	1,021
研发费用	73	87	103	124
EBIT	316	898	1,155	1,432
财务费用	22	2	4	11
资产减值损失	-292	-142	0	0
投资收益	-6	26	62	95
营业利润	299	782	1,217	1,521
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	289	782	1,217	1,521
所得税	106	235	365	456
净利润	183	548	852	1,065
归属于母公司净利润	257	547	851	1,063
EBITDA	811	1,447	1,719	2,058

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,929	1,933	1,384	1,092
应收账款及票据	1,255	1,416	1,684	2,031
预付款项	358	305	358	430
存货	1,645	1,639	2,206	2,649
其他流动资产	2,405	2,471	2,567	2,692
流动资产合计	7,592	7,764	8,200	8,895
长期股权投资	885	911	974	1,068
固定资产	2,591	2,913	3,509	4,097
无形资产	1,002	1,001	999	997
非流动资产合计	6,466	6,590	7,137	7,670
资产合计	14,058	14,354	15,337	16,565
短期借款	192	192	192	192
应付账款及票据	1,180	975	1,147	1,378
其他流动负债	1,258	1,178	1,263	1,376
流动负债合计	2,630	2,345	2,603	2,946
长期借款	327	428	428	428
其他长期负债	304	297	296	296
非流动负债合计	631	725	725	724
负债合计	3,260	3,070	3,328	3,670
股本	1,153	1,153	1,153	1,153
少数股东权益	373	373	374	376
股东权益合计	10,797	11,283	12,009	12,895
负债和股东权益合计	14,058	14,354	15,337	16,565

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-35.14	12.51	18.92	20.59
EBIT 增长率	397.05	183.87	28.59	24.03
净利润增长率	539.36	112.85	55.41	24.93
盈利能力 (%)				
毛利率	16.71	21.17	22.01	22.33
净利率	3.33	6.30	8.24	8.54
总资产收益率 ROA	1.83	3.81	5.55	6.41
净资产收益率 ROE	2.47	5.02	7.31	8.49
偿债能力				
流动比率	2.89	3.31	3.15	3.02
速动比率	2.00	2.34	2.03	1.85
现金比率	0.73	0.82	0.53	0.37
资产负债率 (%)	23.19	21.39	21.70	22.16
经营效率				
应收账款周转天数	44.42	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	93.45	95.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.54	0.61	0.70	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.47	0.74	0.92
每股净资产	9.04	9.47	10.09	10.86
每股经营现金流	0.82	0.64	0.56	0.85
每股股利	0.04	0.08	0.13	0.16
估值分析				
PE	50	24	15	12
PB	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	15.25	8.55	7.20	6.01
股息收益率 (%)	0.36	0.75	1.17	1.47

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	183	548	852	1,065
折旧和摊销	495	549	565	626
营运资金变动	-54	-528	-740	-658
经营活动现金流	944	733	650	976
资本开支	-499	-674	-1,031	-1,045
投资	-1,016	0	0	0
投资活动现金流	-1,431	-645	-1,031	-1,045
股权募资	19	0	0	0
债务募资	-736	20	0	0
筹资活动现金流	-1,027	-56	-140	-194
现金净流量	-1,543	3	-549	-292

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048