



江南化工 (002226.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

炸药产能持续扩张,继续看好公司长期成长性

事件：

2025 年 5 月 9 日，江南化工及全资子公司北方爆破与楚天化工共同签署《安徽江南化工股份有限公司、北方爆破科技有限公司与湖北楚天化工有限公司关于湖北东神楚天化工有限公司、湖北帅力化工有限公司、河南华通化工有限公司之重组协议》。《重组协议》约定江南化工拟以其持有的湖北帅力 30%股权和河南华通 75.5%股权出资，北方爆破拟以其持有的湖北帅力 51%股权出资，楚天化工拟以其持有的东神楚天 90%股权出资共同新设一家有限责任公司进行重组合作。江南化工和北方爆破合计持有新设立公司的股权比例不低于 51%，楚天化工持有新设公司的股权比例不高于 49%，江南化工是新设公司的实际控制人。本次交易完成后，东神楚天、湖北帅力和河南华通将成为新设立公司的控股子公司。

点评：

公司炸药产能有望进一步扩张，行业优势地位凸显。根据公司公告，东神楚天拥有工业炸药许可产能 3.05 万吨，其中改性铵油炸药 1.2 万吨、乳化炸药（胶状）1.4 万吨、乳化炸药（胶乳）（混装）4000 吨（混装车 2 台）、中继起爆具 500 吨，2024 年分别实现营收和净利润 2.36 亿元、3689 万元。根据 24 年年报，公司已拥有工业炸药许可产能 76.55 万吨，本次交易完成后，东神楚天将纳入公司合并报表范围，增加公司工业炸药产能约 3.05 万吨/年，炸药总产能有望接近 80 万吨/年，产能优势得到进一步增强，业务区域布局持续完善。此外，楚天化工承诺东神楚天在 2025 年度、2026 年度和 2027 年度累积实现的净利润总额不低于 9591.72 万元（特指东神楚天相关年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）。

盈利预测、估值与评级：

公司炸药产能有望持续扩张，行业领先地位进一步巩固，区域布局持续完善，预计 2025-2027 年公司实现营业收入 105.49、116.91、128.64 亿元，实现归母净利润 10.31、11.95、13.80 亿元，同比增长 15.74%、15.88%、15.48%，维持“买入”评级。

风险提示：

下游需求不及预期；原材料价格波动；安全生产风险；地缘政治风险。

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）：5.43 元

相关报告：

1.《江南化工：“内需+出海”双轮驱动，兵器工业集团民爆核心平台成...》，2025.4.28



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,895	9,481	10,549	11,691	12,864
营业收入增长率	26.29%	6.59%	11.26%	10.83%	10.04%
归母净利润(百万元)	773	891	1,031	1,195	1,380
归母净利润增长率	70.96%	15.26%	15.74%	15.88%	15.48%
摊薄每股收益(元)	0.292	0.336	0.389	0.451	0.521
每股经营性现金流净额	0.43	0.41	0.75	0.88	0.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.87%	9.42%	10.02%	10.65%	11.22%
P/E	15.01	16.11	13.95	12.04	10.42
P/B	1.33	1.52	1.40	1.28	1.17

来源：公司年报、国金证券研究所


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	7,043	8,895	9,481	10,549	11,691	12,864
增长率	26.3%	26.3%	6.6%	11.3%	10.8%	10.0%
主营业务成本	-5,024	-6,273	-6,629	-7,302	-8,045	-8,800
%销售收入	71.3%	70.5%	69.9%	69.2%	68.8%	68.4%
毛利	2,019	2,622	2,852	3,246	3,646	4,064
%销售收入	28.7%	29.5%	30.1%	30.8%	31.2%	31.6%
营业税金及附加	-61	-71	-80	-89	-98	-108
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-99	-134	-164	-181	-210	-238
%销售收入	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
管理费用	-586	-775	-891	-960	-1,052	-1,145
%销售收入	8.3%	8.7%	9.4%	9.1%	9.0%	8.9%
研发费用	-176	-228	-301	-306	-345	-386
%销售收入	2.5%	2.6%	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,097	1,413	1,416	1,711	1,940	2,187
%销售收入	15.6%	15.9%	14.9%	16.2%	16.6%	17.0%
财务费用	-149	-144	-118	-121	-95	-68
%销售收入	2.1%	1.6%	1.2%	1.2%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-184	-82	-75	0	0	0
公允价值变动收益	52	-58	74	0	0	0
投资收益	21	11	33	33	33	33
%税前利润	2.4%	0.9%	2.4%	2.0%	1.8%	1.5%
营业利润	872	1,211	1,411	1,622	1,878	2,152
营业利润率	12.4%	13.6%	14.9%	15.4%	16.1%	16.7%
营业外收支	-5	20	-3	0	0	0
税前利润	867	1,231	1,408	1,622	1,878	2,152
利润率	12.3%	13.8%	14.9%	15.4%	16.1%	16.7%
所得税	-247	-231	-276	-318	-368	-422
所得税率	28.4%	18.8%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
净利润	621	1,000	1,132	1,304	1,510	1,730
少数股东损益	168	226	241	273	315	350
归属于母公司的净利润	452	773	891	1,031	1,195	1,380
净利率	6.4%	8.7%	9.4%	9.8%	10.2%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	621	1,000	1,132	1,304	1,510	1,730
少数股东损益	168	226	241	273	315	350
非现金支出	807	768	765	672	710	752
非经营收益	102	197	32	121	101	85
营运资金变动	-61	-819	-853	-114	22	-116
经营活动现金净流	1,469	1,145	1,077	1,984	2,342	2,451
资本开支	-588	-736	-505	-769	-828	-828
投资	-52	39	-362	0	0	0
其他	1	17	13	33	33	33
投资活动现金净流	-639	-681	-855	-736	-795	-795
股权募资	0	0	9	0	0	0
债权募资	43	757	237	-265	-864	-29
其他	-590	-1,670	-449	-354	-397	-422
筹资活动现金净流	-547	-913	-203	-620	-1,261	-450
现金净流量	324	-442	26	628	287	1,205

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,213	1,941	1,931	2,546	2,823	4,022
应收款项	3,522	4,339	5,159	5,284	5,503	5,879
存货	478	587	813	840	882	916
其他流动资产	839	736	1,002	976	1,002	1,029
流动资产	7,053	7,603	8,905	9,646	10,210	11,846
%总资产	44.3%	45.4%	47.4%	49.2%	50.3%	53.8%
长期投资	144	110	150	150	150	150
固定资产	6,637	6,833	7,172	7,043	7,131	7,179
%总资产	41.7%	40.8%	38.2%	35.9%	35.1%	32.6%
无形资产	1,514	1,546	2,081	2,329	2,362	2,393
非流动资产	8,873	9,146	9,873	9,970	10,089	10,165
%总资产	55.7%	54.6%	52.6%	50.8%	49.7%	46.2%
资产总计	15,926	16,749	18,778	19,616	20,299	22,011
短期借款	891	2,036	2,029	1,774	910	881
应付款项	1,441	1,536	1,918	1,940	2,168	2,405
其他流动负债	420	613	708	698	778	862
流动负债	2,752	4,184	4,655	4,412	3,856	4,148
长期贷款	2,965	2,506	2,917	2,917	2,917	2,917
其他长期负债	440	193	258	237	228	221
负债	6,157	6,883	7,830	7,565	7,001	7,286
普通股股东权益	8,765	8,715	9,462	10,292	11,225	12,301
其中：股本	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649
未分配利润	3,231	3,853	4,527	5,331	6,263	7,339
少数股东权益	1,004	1,151	1,486	1,759	2,074	2,424
负债股东权益合计	15,926	16,749	18,778	19,616	20,299	22,011

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.171	0.292	0.336	0.389	0.451	0.521
每股净资产	3.309	3.290	3.572	3.886	4.237	4.644
每股经营现金净流	0.555	0.432	0.406	0.749	0.884	0.925
每股股利	0.060	0.060	0.080	0.086	0.099	0.115
回报率						
净资产收益率	5.16%	8.87%	9.42%	10.02%	10.65%	11.22%
总资产收益率	2.84%	4.62%	4.75%	5.26%	5.89%	6.27%
投入资本收益率	5.74%	7.94%	7.12%	8.17%	9.06%	9.45%
增长率						
主营业务收入增长率	8.67%	26.29%	6.59%	11.26%	10.83%	10.04%
EBIT 增长率	-14.46%	28.76%	0.22%	20.82%	13.42%	12.74%
净利润增长率	-57.04%	70.96%	15.26%	15.74%	15.88%	15.48%
总资产增长率	4.19%	5.17%	12.11%	4.46%	3.48%	8.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	140.8	125.2	145.5	146.0	135.0	130.0
存货周转天数	31.7	31.0	38.5	42.0	40.0	38.0
应付账款周转天数	59.8	62.6	73.2	74.0	75.0	76.0
固定资产周转天数	333.5	270.5	263.0	225.0	196.4	171.3
偿债能力						
净负债/股东权益	13.30%	23.47%	24.26%	14.81%	4.84%	-3.96%
EBIT 利息保障倍数	7.4	9.8	12.0	14.1	20.4	32.0
资产负债率	38.66%	41.10%	41.70%	38.57%	34.49%	33.10%

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	2	10	12	12	14
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.20	1.20	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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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