

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |               |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元)     | 32.56         |
| 总股本/流通股本(亿股) | 7.60 / 6.51   |
| 总市值/流通市值(亿元) | 247 / 212     |
| 52周内最高/最低价   | 33.82 / 17.82 |
| 资产负债率(%)     | 60.3%         |
| 市盈率          | 27.56         |
| 第一大股东        | 广东省环保集团有限公司   |

研究所

分析师: 鲍学博  
SAC 登记编号: S1340523020002  
Email: baoxuebo@cnpsec.com  
分析师: 马强  
SAC 登记编号: S1340523080002  
Email: maqiang@cnpsec.com

广东宏大(002683)

矿服民爆一体化龙头，深耕军工谱新篇

● 投资要点

广东宏大创立于1988年，是广东省环保集团有限公司控股企业，是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。公司以矿山工程服务、民用爆破器材生产与销售、防务装备为三大主业，为客户提供民用爆破器材产品（含现场混装）、矿山基建剥离、矿井建设、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务，同时研发并销售导弹武器系统、精确制导弹药等防务装备产品。

**防务装备业务是公司战略转型重点方向。**公司是广东省承担武器装备科研生产任务的唯一省属军工企业，是全国地方重点军工企业。在防务装备板块，公司布局了国内及国际军贸两大市场，产品包含传统弹药和智能武器装备。近几年，公司在传统单兵弹药的基础上，转型以XD-1/XD-1A和XK-2等为代表的高端防务装备，自主研发的超声速巡航导弹武器系统赢得国际市场强烈反响。我们认为，导弹是军贸市场的重要产品类型，超声速巡航导弹、多功能空地导弹等产品军贸市场需求旺盛，公司成长空间广阔。2024年，公司实现对江苏红光的全资控股，江苏红光以黑索今为主要产品，而在常规武器的基本装药中，以黑索今为基的混合炸药是国内外发展的重点。俄乌战争经验表明，现代战争对于弹药的需求量依然巨大。

**民爆领域，公司拥有69.75万吨工业炸药产能，位居国内前列，收购秘鲁EXSUR开启国际化发展新征程。**国内民爆行业重组整合稳步推进，产业集中度持续提高，公司工业炸药产能69.75万吨，产能具有地域和品类优势，产能利用率仍有提升潜力。公司有约45%的工业炸药产能在内蒙、甘肃和新疆地区。从产品品类上看，公司混装炸药产能占比远超行业水平。公司混装炸药产能可以跨区域调配，通过混装业务切入终端市场，与矿服业务板块协同，发挥矿服民爆一体化优势。2025年1月，公司收购秘鲁EXSUR公司51%股权，正式进军秘鲁民爆市场，加速民爆业务国际化布局。

**矿服领域，公司是国内龙头企业，国际化加快布局、智能化初见成效。**公司是目前国内实力最强、规模最大的矿服领军企业。公司以矿业管家服务管理为客户创造价值，运营海内外在建矿山逾百座。近几年，国内采矿业固定资产投资完成额稳步增长，公司秉承“大项目、大客户”战略，聚焦新疆、内蒙、西藏等富矿带重点区域，持续优化矿服业务矿种结构，现矿服业务矿种以金属矿为主，其次为煤炭、砂石骨料等，抗风险、抗周期能力有所提升。此外，公司加快国外市场布局。2024年，公司矿山开采收入108.11亿元，同比增长21%，

公司海外市场营收 13.56 亿元，同比增长 44%。截至 2024 年末，公司矿服业务在手订单超 300 亿元，矿服业务收入有望保持较快增长。

我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 11.73、13.83、16.09 亿元，对应当前股价 PE 估值分别为 21、18、15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 风险提示

防务产品军贸市场拓展不及预期；矿服、民爆业务国内市场竞争加剧；矿服、民爆业务国外市场拓展不及预期；原材料价格波动等。

### ■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 13652   | 21522   | 24737   | 28211   |
| 增长率(%)        | 17.61   | 57.65   | 14.94   | 14.04   |
| EBITDA（百万元）   | 2083.16 | 3233.17 | 3683.26 | 4088.38 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 897.77  | 1172.58 | 1383.21 | 1609.09 |
| 增长率(%)        | 25.39   | 30.61   | 17.96   | 16.33   |
| EPS(元/股)      | 1.18    | 1.54    | 1.82    | 2.12    |
| 市盈率（P/E）      | 27.56   | 21.10   | 17.89   | 15.38   |
| 市净率（P/B）      | 3.81    | 3.51    | 3.23    | 2.95    |
| EV/EBITDA     | 11.16   | 8.22    | 6.66    | 5.45    |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 1 三大业务板块协同并进，业绩持续较快增长 .....               | 6  |
| 1.1 矿服民爆一体化领军企业，战略转型军工前景广阔.....           | 6  |
| 1.2 发挥混合所有制体制优势和矿服民爆一体化服务模式优势.....        | 8  |
| 1.3 营收规模扩大，业绩较快增长 .....                   | 9  |
| 2 防务装备：战略转型布局防务装备，以高端武器和含能材料为方向.....      | 11 |
| 2.1 战略转型布局防务装备，研发项目累计开支超 10 亿元.....       | 11 |
| 2.2 高端武器频亮相，军贸市场前景广阔 .....                | 13 |
| 2.3 收购江苏红光，进军高能炸药领域 .....                 | 14 |
| 3 民爆：市场集中度持续提升，公司 69.75 万吨工业炸药产能全国领先..... | 15 |
| 3.1 工业炸药总产量基本稳定，市场集中度持续提升 .....           | 16 |
| 3.2 工业炸药产能全国领先，收购秘鲁 EXSUR 开启国际化发展新征程..... | 18 |
| 4 矿服：国内龙头企业，国际化、智能化发展空间广阔.....            | 20 |
| 4.1 矿服行业稳步增长，向国际化、技术密集、大型化、智能化发展.....     | 20 |
| 4.2 矿服收入较快增长，国际化加快布局、智能化逐见成效.....         | 22 |
| 5 盈利预测与评级.....                            | 25 |
| 6 风险提示.....                               | 26 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司防务装备产品示例.....                 | 6  |
| 图表 2: 公司乳化炸药生产线和装车机器人.....            | 7  |
| 图表 3: 公司全球业务布局.....                   | 7  |
| 图表 4: 公司股权结构图.....                    | 8  |
| 图表 5: 矿山民爆一体化服务示意图.....               | 9  |
| 图表 6: 近几年公司营收.....                    | 9  |
| 图表 7: 2024 年公司分业务营收（亿元）及占比.....       | 9  |
| 图表 8: 近几年公司销售毛利率.....                 | 10 |
| 图表 9: 公司分业务毛利率.....                   | 10 |
| 图表 10: 近几年公司费用率.....                  | 10 |
| 图表 11: 近几年公司研发投入.....                 | 10 |
| 图表 12: 近几年公司归母净利润.....                | 11 |
| 图表 13: 公司军品科研项目开发支出.....              | 12 |
| 图表 14: 黑索今产品.....                     | 12 |
| 图表 15: 宏大防务营收和净利润.....                | 13 |
| 图表 16: 江苏红光业绩承诺.....                  | 13 |
| 图表 17: 全球军贸市场各类武器装备份额（2020-2024）..... | 13 |
| 图表 18: 中国出口各类武器装备份额（2020-2024）.....   | 13 |
| 图表 19: 公司智能武器装备产品.....                | 14 |
| 图表 20: 炸药种类.....                      | 15 |
| 图表 21: 民爆器材分类.....                    | 16 |
| 图表 22: 2020 年工业炸药销售流向结构图.....         | 16 |
| 图表 23: 全国工业炸药产量.....                  | 17 |
| 图表 24: 全国工业雷管产量.....                  | 17 |
| 图表 25: 2024 年工业炸药分品类产量（万吨）及份额.....    | 17 |
| 图表 26: 工业雷管分品类产量（亿发）.....             | 17 |
| 图表 27: 工业炸药年产量.....                   | 18 |
| 图表 28: 2024 年工业炸药产量份额.....            | 18 |
| 图表 29: 混装炸药年产量.....                   | 18 |
| 图表 30: 2021 年现场混装炸药产量占比.....          | 18 |
| 图表 31: 广东宏大工业炸药许可产能.....              | 19 |
| 图表 32: 公司部分子公司及其工业炸药产能.....           | 20 |
| 图表 33: 广东宏大民爆器材收入.....                | 20 |
| 图表 34: 广东宏大民爆器材毛利率.....               | 20 |
| 图表 35: 中国采矿业固定资产完成额及同比增速.....         | 21 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 36: 2024 年民爆生产企业集团爆破服务收入占比..... | 21 |
| 图表 37: 矿服行业发展趋势.....               | 22 |
| 图表 38: 广东宏大矿山开采收入.....             | 23 |
| 图表 39: 广东宏大矿山开采毛利率.....            | 23 |
| 图表 40: 公司前五大客户收入占比（2024 年）.....    | 23 |
| 图表 41: 公司境外收入.....                 | 23 |
| 图表 42: 近几年雪峰科技营收.....              | 24 |
| 图表 43: 近几年雪峰科技归母净利润.....           | 24 |
| 图表 44: 悟空爆破大模型与传统爆破设计对比.....       | 24 |
| 图表 45: 智能矿山建设内容.....               | 25 |
| 图表 46: 智能矿山场景图.....                | 25 |
| 图表 47: 分产品收入预测.....                | 26 |

## 1 三大业务板块协同并进，业绩持续较快增长

### 1.1 矿服民爆一体化领军企业，战略转型军工前景广阔

广东宏大创立于 1988 年，是广东省环保集团有限公司控股企业，是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。公司以矿山工程服务、民用爆破器材生产与销售、防务装备为三大主业，为客户提供民用爆破器材产品（含现场混装）、矿山基建剥离、矿井建设、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务，同时研发并销售导弹武器系统、精确制导弹药等防务装备产品。

**防务装备板块是公司战略转型的重点，产业布局不断完善。**公司是广东省承担武器装备科研生产任务的唯一省属军工企业，是全国地方重点军工企业。在防务装备板块，公司布局了国内及国际军贸两大市场，产品包含传统弹药和智能武器装备。近几年，公司在传统单兵弹药的基础上，转型高端防务装备建设，自主研发的超声速巡航导弹武器系统赢得国际市场强烈反响。2024 年，公司实现对江苏红光的全资控股，全面进军炸药领域；2025 年 3 月，公司再收购了军工集团 10% 股权，对军工集团持股比例提升至 65%，公司有望结合广东省优势产业和集团优势资源，壮大公司防务装备板块。此外，2024 年公司设立参股子公司北京宏大天力，围绕弹药产业链开展相关配套系统业务，提升公司竞争力。

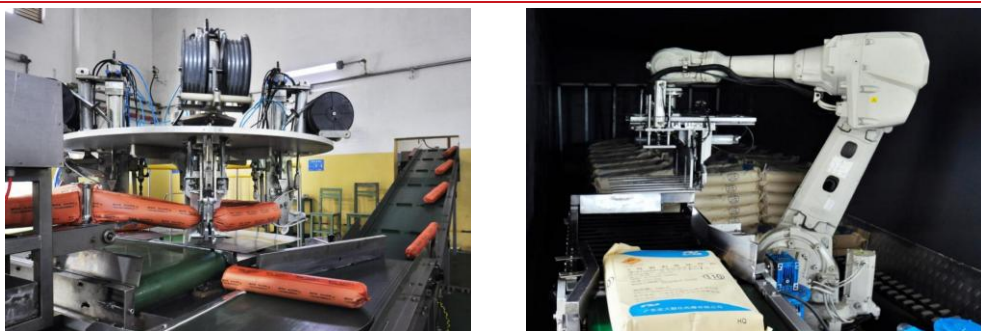
图表1：公司防务装备产品示例



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

**民爆器材板块，公司工业炸药产能 69.75 万吨全国领先，加快海外市场布局。**民爆器材生产与销售是公司传统业务之一，是公司矿服业务的上游环节，现金流好，毛利率较高。公司民爆业务覆盖民爆产品生产、销售、流通及使用环节，推动实现一体化服务模式。截至 2024 年末，公司拥有工业炸药产能 58 万吨，位居全国前列，2025 年 2 月，公司收购雪峰科技 21% 股权，雪峰科技成为公司控股子公司，公司拥有的合并工业炸药产能提升至 69.75 万吨。公司加快布局海外民爆市场，逐步建立中亚、非洲区域民爆物品销售渠道，2025 年 1 月，公司收购秘鲁 EXSUR 公司 51% 股权正式进军秘鲁民爆市场，开启了国际化发展的新征程。此外，公司民爆自动化智能制造全国领先，率先实现了 5 人以下自动化智能生产，被评为全国民爆行业智能制造暨少人化、无人化推广示范单位。

图表2：公司乳化炸药生产线和装车机器人



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**矿山工程服务板块，公司是国内龙头企业，秉承“大项目、大客户”战略在手订单充足。**公司矿服业务涵盖地质勘探、方案设计与优化、矿山建设、采矿、选矿、环境治理及矿山整体运营管理等服务。公司秉承“大项目、大客户”战略，聚焦新疆、内蒙、西藏等富矿带重点区域，持续优化矿服业务矿种结构，现矿服业务矿种以金属矿为主，其次为煤炭、砂石骨料等，抗风险、抗周期能力有所提升。另一方面，公司在全球矿业服务领域持续深耕，先后在巴基斯坦、塞尔维亚、马来西亚、老挝、圭亚那、哥伦比亚、几内亚、刚果布等“一带一路”沿线国家承接矿服工程。公司年露天采剥总量超 20 亿吨，年地下开采总量超 5000 万吨，具备同时建设 6 条千米级以上竖井的装备能力。截至 2024 年末，公司在手矿服订单逾 300 亿元。

公司矿服实力全国领先，完成了亚洲最大露天煤矿采剥工程（国家能源集团黑岱沟露天煤矿采剥工程）、中国第一大铜矿采剥工程（西藏巨龙铜业驱龙露天采剥工程）、世界最高海拔地下矿山（宝翔矿业纳如松多铅锌矿）、世界最高海拔地面站（西藏玉龙地面站），并在海外完成巴基斯坦塔尔煤田、哥伦比亚武里蒂卡金矿采矿工程、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿采矿工程等典型工程项目。

图表3：公司全球业务布局



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

**军贸牵引、矿服先行、民爆落地，三大业务板块协同并进。**防务板块，公司实现由传统单兵弹药向高端防务装备转型升级，自主研发超声速巡航导弹武器系统，实现跨越式发展；民爆板块，目前公司拥有持证产能 69.75 万吨，稳居全国前列；矿服板块，公司项目遍布全国及海

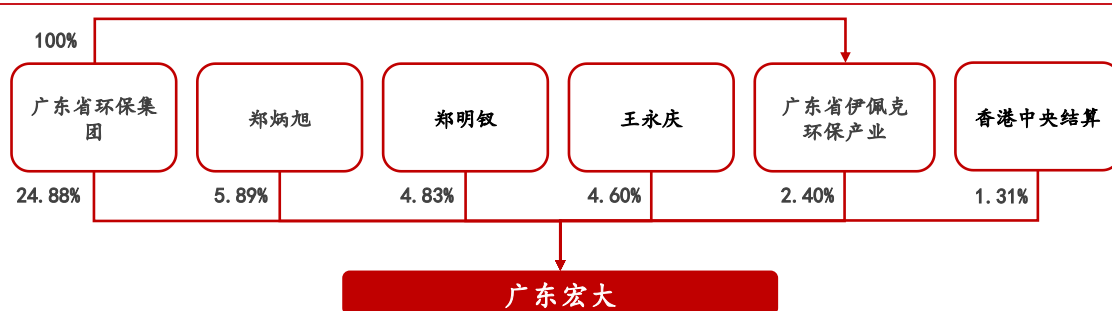
外 20 多个国家和地区，是国内行业龙头。在防务装备、民用爆破器材和矿服行业，公司创造了多个行业第一，包括全球首款固冲超声速巡航导弹、全球民爆行业首座灯塔工厂、全球首座露天开采全生产工序智能矿山等。

## 1.2 发挥混合所有制体制优势和矿服民爆一体化服务模式优势

公司是广东省属国资广东环保集团下属的国有控股公司，建立“国有控股、管理层参股”的多元化股权结构，具有混合所有制的体制机制优势。公司特有的持股结构，保证了公司管理层与股东利益一致，有利于实现公司股东利益和利润目标最大化。

公司实控人广东省环保集团直接持有公司 24.88%的股份，并通过其下属全资子公司广东省伊佩克环保产业有限公司持有公司 2.40%的股份，合计持股 27.28%。郑炳旭先生、郑明钊先生和王永庆先生分别持有公司 5.89%、4.83%和 4.60%的股份，郑明钊先生与厦门鑫祥景贸易发展有限公司构成一致行动人，合计持有公司 5.68%的股份。

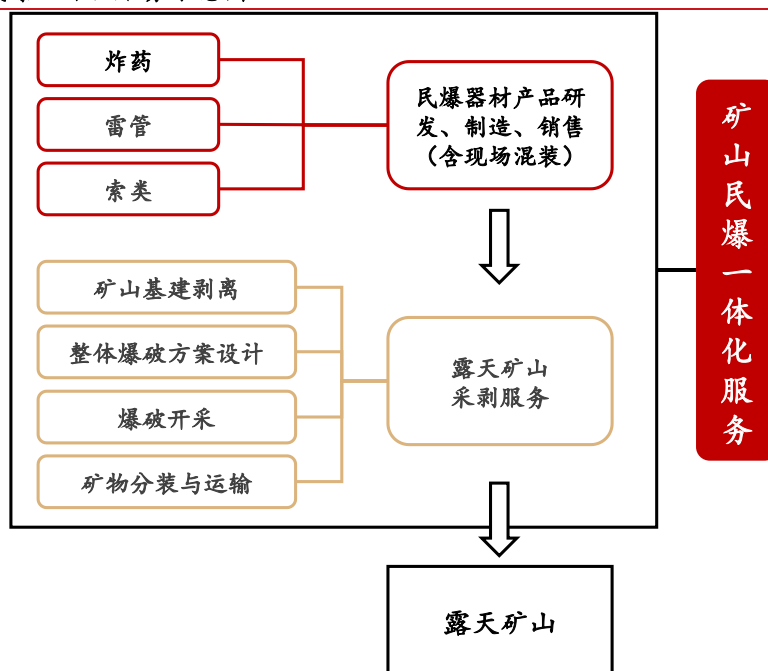
图表4：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司致力推行矿服民爆一体化服务模式，为客户提供更安全、高效的服务。公司以大中型露天矿山为主要业务领域，为客户提供民爆器材产品（含现场混装）、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务，成功打造了“整体化、精准化、个性化、安全化”，以爆破技术为核心的“矿山民爆一体化”服务模式。矿山民爆一体化服务业务模式极大提高了矿山采剥的本质安全水平，大幅提升资源开采效率，实现业主综合经济效益最大化，同时，最大限度地减少了对环境的污染和破坏。公司已在露天矿山开采领域发展成为我国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一。

图表5：矿山民爆一体化服务示意图

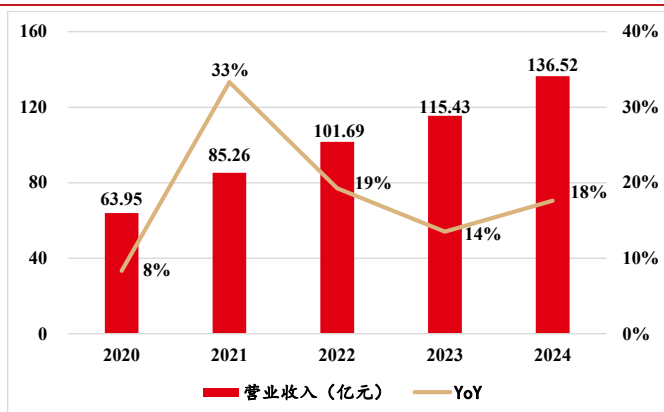


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.3 营收规模扩大，业绩较快增长

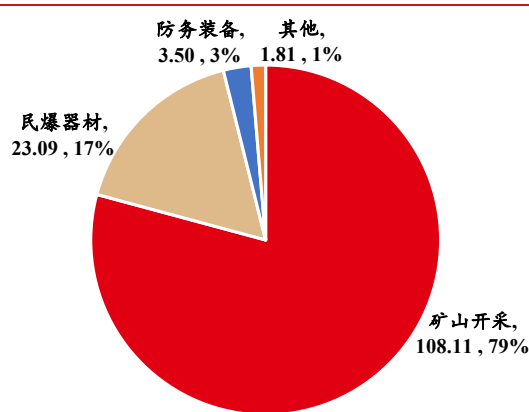
近几年，公司营收保持较快增长。2024 年，公司实现营业收入 136.52 亿元，同比增长 18%。从收入构成看，2024 年，公司矿山开采业务收入 108.11 亿元，同比增长 21%，占营收的 79%；民爆器材销售收入 23.09 亿元，同比增长 1%，占营收的 17%；防务装备收入 3.50 亿元，同比增长 48%，占营收的 3%；其他收入 1.81 亿元，同比增长 17%，占营收的 1%。

图表6：近几年公司营收



资料来源：iFind，中邮证券研究所

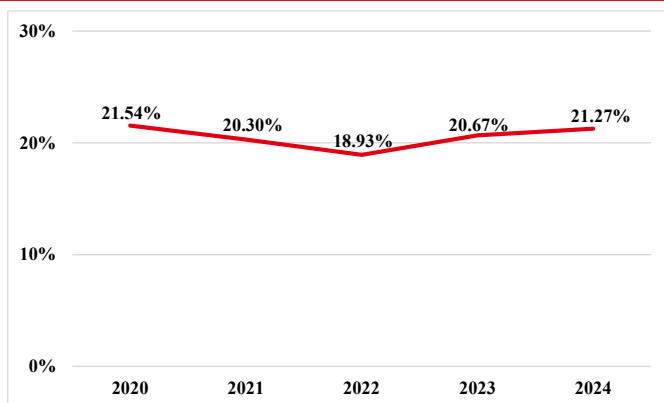
图表7：2024 年公司分业务营收（亿元）及占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

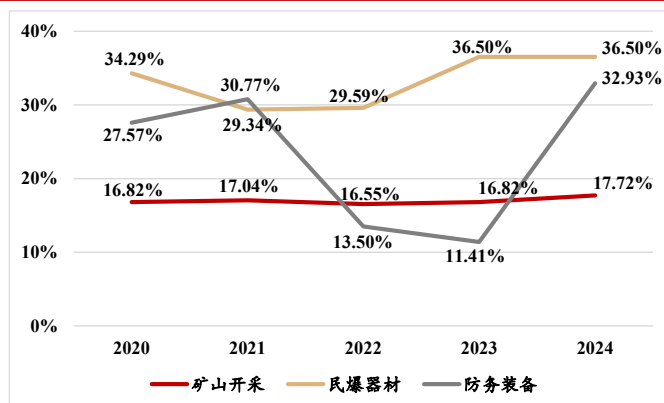
2022 年以来，公司销售毛利率逐年回升。2024 年，公司销售毛利率 21.27%，同比提高 0.60pcts。分业务看，公司矿山开采业务毛利率相对稳定，保持在 17%左右；民爆器材销售业务毛利率自 2022 年以来有明显提升，2023 年和 2024 年民爆器材销售毛利率均为 36.50%；2024 年，防务装备业务毛利率 32.93%，同比提高 21.53pcts。

图表8：近几年公司销售毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

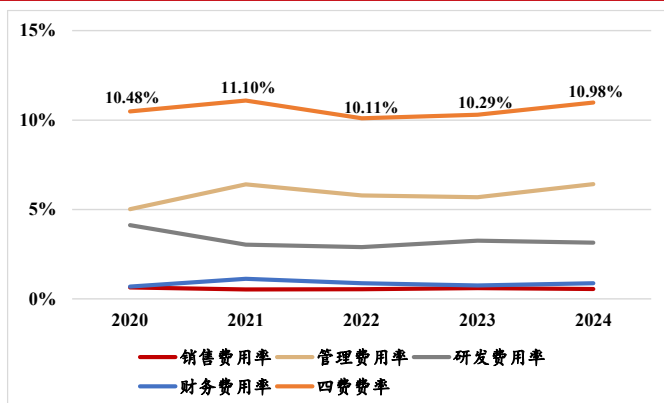
图表9：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

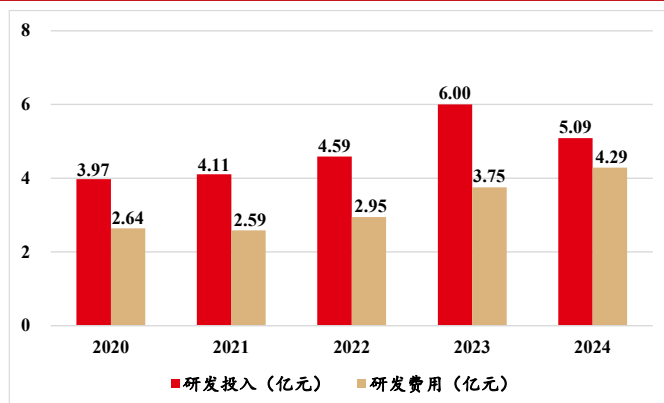
持续投入研发，四费费率维持在11%左右。近几年，公司费用率较为稳定，四费费率维持在11%左右。2024年，公司四费费率10.98%，同比提高0.69pcts，主要由于公司管理费用率同比提高0.73pcts为6.42%。2024年，公司研发投入5.09亿元，其中研发费用4.29亿元，同比增长14%。

图表10：近几年公司费用率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

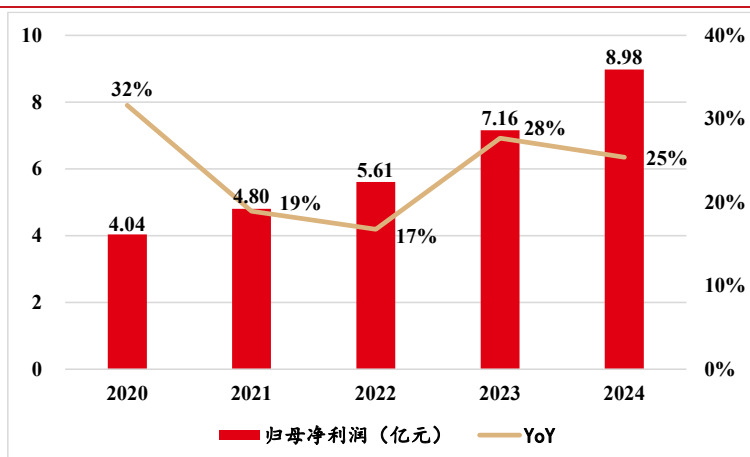
图表11：近几年公司研发投入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2022年以来，公司毛利率提升，费用率基本稳定，利润实现较快增长。2024年，公司实现归母净利润8.98亿元，同比增长25%。

图表12：近几年公司归母净利润



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2 防务装备：战略转型布局防务装备，以高端武器和含能材料为方向

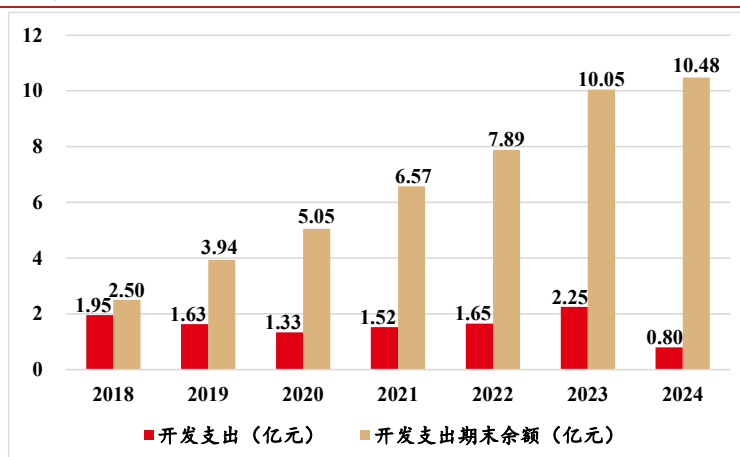
### 2.1 战略转型布局防务装备，研发项目累计开支超 10 亿元

公司将防务装备业务作为战略转型重点方向。公司是广东省承担武器装备科研生产任务的唯一省属军工企业，是全国地方重点军工企业。公司以子公司宏大防务科技为平台，布局了国内及国际军贸两大市场，产品包含传统弹药和智能武器装备等。在国内市场，公司主要围绕传统弹药产品、智能弹药产品等进行布局，2023 年和 2024 年公司陆续完成江苏红光股权收购，业务范围拓展到黑索今的生产和销售。在国际市场，主要围绕高端智能武器装备，包括 XD-1 项目、XK 项目等。

在传统弹药方面，公司自主研发提升产线自动化水平。公司持续加大研发投入，自主研发了国内首条、国际领先的某型产品全自动化生产线，均实现了关节机器人流水化生产，开创了传统弹药类武器装备无人化高效生产的先例。

在智能武器装备方面，公司持续加大研发投入，提升市场开拓能力。根据公司公告，公司在军品科研项目累计开发支出超 10 亿元。2024 年，公司军品科研项目开发支出 0.80 亿元，期末余额为 10.48 亿元。此外，公司参展“2024 年珠海航展”、“2025 年阿布扎比国际防务展”等，提升市场开拓能力、增强国际市场影响力。

图表13：公司军品科研项目开发支出



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2023 年和 2024 年，公司陆续完成江苏红光股权收购，业务范围拓展到黑索今的生产和销售。2023 年，公司完成了收购江苏红光化工有限公司 54% 的股权，2024 年公司完成江苏红光剩余 46% 股权的收购，江苏红光成为宏大防务科技全资子公司。江苏红光主要产品黑索今是基础含能材料，广泛地应用于战斗部装药、推进剂、混合炸药、雷管、起爆具、射孔弹制造、超硬材料加工等领域。此外，公司还参与设立了北京宏大天力科技有限公司，开展相关配套系统研制业务，提升公司整体竞争实力。

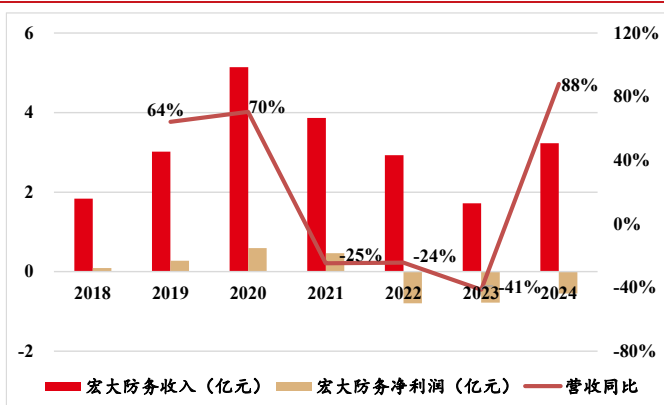
图表14：黑索今产品



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2024 年，公司防务装备板块实现营业收入 3.50 亿元，同比增长 48%。子公司宏大防务 2024 年实现收入 3.23 亿元，同比增长 88%，实现净利润-0.55 亿元。

图表15：宏大防务营收和净利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：2022 年之前为明华机械

图表16：江苏红光业绩承诺

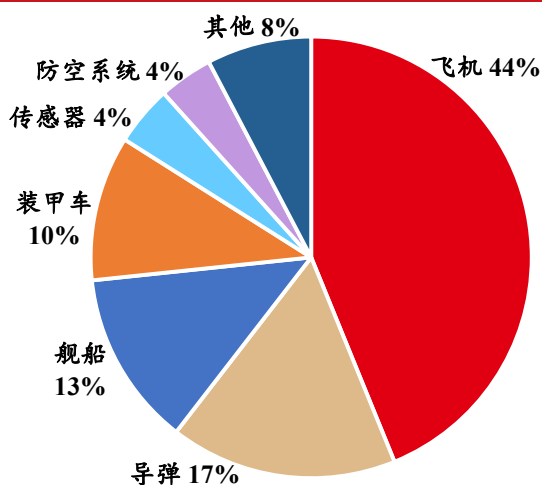
| 年份   | 业绩承诺                                                                                   | 完成业绩 (万元) |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2023 | 2023 年、2024 年及 2025 年，扣除非经常性损益后实现的每年平均净利润达到 4000 万元 (即业绩承诺期扣除非经常性损益后实现的累计净利润达到 1.2 亿元) | 7679.58   |
| 2024 |                                                                                        | 6535.41   |
| 2025 |                                                                                        | —         |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.2 高端武器频亮相，军贸市场前景广阔

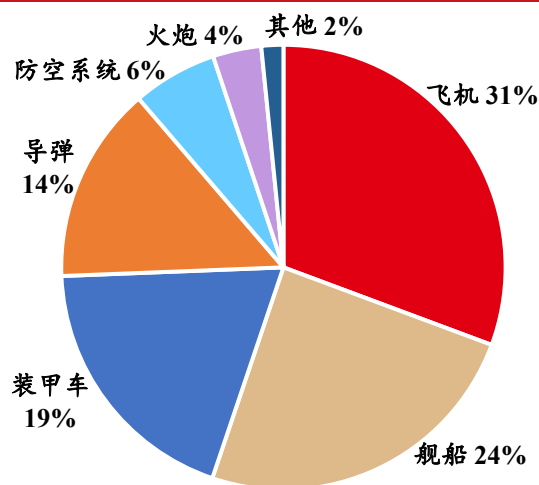
导弹是军贸市场的重要产品类型。根据 SIPRI，2020-2024 年，全球军贸市场各类武器装备中导弹占比 17%，中国对外出口的各类武器装备中导弹占比 14%。

图表17：全球军贸市场各类武器装备份额 (2020-2024)



资料来源：SIPRI，中邮证券研究所

图表18：中国出口各类武器装备份额 (2020-2024)



资料来源：SIPRI，中邮证券研究所

公司智能武器装备以 XD-1/XD-1A 和 XK-2 等为代表。2024 年珠海航展上，广东宏大展出了包括 XD-1 (陆基)、XD-1A (空基) 超声速巡航导弹、XK-2 多用途导弹、小型察打一体旋翼无人机蜂群武器系统等一系列智能化装备，代表了广东宏大在防务装备领域的最新成就，也体现了公司在智能化、无人化装备研发上的领先地位。

图表19：公司智能武器装备产品



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**1) XD-1 和 XD-1A 超声速巡航导弹：**2018 年 5 月，广东宏大公告称，收到国家和广东省有关部门关于原则支持开展 XD-1 项目科研生产有关事项的复函，XD-1 项目成为全国首例由省属国企开展的核心军工项目。据广东宏大介绍，区别于同类产品，XD-1 和 XD-1A 的技术亮点在于采用固体发动机，固体火箭冲压发动机作为动力装置，重量更轻、体积更小、飞行速度也更快，能达到 3.5 马赫的巡航速度，还可以实现超声速机动变轨，它可应用于军舰和军用车辆的发射系统，也可挂载在多种主力战机上。这款导弹具备俯冲攻击和掠海攻击能力，可以从高空垂直俯冲攻击目标，也可以贴近海面水平飞行，对敌舰进行精确打击。

**2) XK-2 多用途导弹：**XK-2 导弹重量为 50 公斤，口径 180 毫米，具备全球同类导弹中最远的射程，达到 50 公里，是传统导弹射程的 3-5 倍。XK-2 导引头、战斗部等组件均采用模块化设计，可以根据不同的作战需求进行灵活更换，适配不同目标。同时，XK-2 引入了 AI 识别技术，能够在多目标环境中**自主选择目标**，也可在直升机、地面车辆、无人机等多种平台上挂载，并在国内多个主流无人机平台上完成了挂载和测试，展示了极强的兼容性和应用潜力。

**超声速巡航导弹市场需求旺盛，以印度和俄罗斯联合研制的布拉莫斯为例，截至 2024 年 9 月订单总量约 75 亿美元。**布拉莫斯航空航天公司（BrahMos Aerospace）为俄印合资，生产超音速巡航导弹，导弹可从潜艇、舰艇、飞机或地面平台发射。2022 年 1 月，布拉莫斯航空航天公司与菲律宾国防部签署供应总额 3.75 亿美元的 3 个营岸基反舰导弹系统的合同，根据 SIPRI，该订单为 60 枚。2024 年 2 月，印度政府批准了一笔采购 200 多枚增程“布拉莫斯”超音速巡航导弹的订单，价值近 200 亿卢比（约合 2.4 亿美元）。根据俄罗斯卫星通讯社，截至 2024 年 9 月初，布拉莫斯航空航天公司订单总量约 75 亿美元。

**多功能空地导弹市场空间广阔，以美国洛·马公司 AGM-114 “地狱火”导弹为例，不完全统计 2020-2024 年订单约 8000 枚。**AGM-114 地狱火导弹（AGM-114 Hellfire）是一种多平台发射的美制反坦克导弹，AGM 意为“空对地”，即后来的空对面导弹。地狱火导弹最初是专门为 AH-64 阿帕奇武装直升机设计的空对地导弹，主要用来对付敌方坦克及其他装甲目标。后期型号也被用于无人机攻击，精确打击高价值目标。1990 年海湾战争期间，美军发射了 4000 多枚地狱火导弹，命中率高达 98%，摧毁大量坦克、装甲车和各种加固的点目标。根据 SIPRI，不完全统计 2020-2024 年 AGM-114 导弹订单约 8000 枚。

### 2.3 收购江苏红光，进军高能炸药领域

2024 年，公司下属子公司宏大防务科技完成江苏红光剩余 46% 股权的收购，江苏红光成为宏大防务科技全资子公司，主要产品黑索今是基础含能材料，广泛地应用于战斗部装药、推进剂、混合炸药、雷管、起爆具、射孔弹制造、超硬材料加工等领域。2023 年 10 月，公司子公司宏大防务出资 2.76 亿元收购江苏红光 54% 股权，2024 年 9 月，宏大防务完成对江苏红光剩余 46% 股权收购。

在常规武器的基本装药中，以黑索今为基的混合炸药是国内外发展的重点，典型代表是美国的 A、B、C 炸药（A 炸药用在炮弹及航弹的单体装药，B 炸药是指用途最广的熔铸炸药，C 炸药用于水下爆炸和某些火箭弹战斗部装药）系列和原苏联的 A-LX-I、A-LX-H 等系列炸药。

图表20：炸药种类

| 分类  | 代表性炸药           | 主要特点                             | 用途                   |
|-----|-----------------|----------------------------------|----------------------|
| 起爆药 | 雷汞、氯化铅、梯恩尔      | 感度最灵敏，受轻微的撞击、摩擦或火花即能爆炸，极易由燃烧转为爆轰 | 装填雷管和火帽              |
|     | 黑索今、太恩、特屈儿      | 威力最大、感度比起爆药小，容易由燃烧转为爆轰           | 装填雷管、导爆索、特种弹药和配制混合炸药 |
| 破坏药 | 梯恩梯、梯黑炸药        | 威力中等，感度通常也中等，能由燃烧转为爆轰            | 装填弹药、地雷、材料爆破，制作混合炸药  |
|     | 硝铵炸药、乳化石炸药      | 威力较小，感度通常较迟钝，能由燃烧转为爆轰            | 用于土石爆破               |
| 火药  | 无烟火药（胶体火药）      | 感度较灵敏，主要爆炸形式是燃烧，不易由燃烧转为爆轰        | 主要用作发射药              |
|     | 有烟火药（黑火药）       | 火焰感度、机械感度灵敏，爆炸形式是燃烧，能由燃烧转为爆轰     | 用作延期药、导火索药芯等         |
|     | 照明剂、燃烧剂、发烟剂、信号剂 | 感度一般迟钝，燃烧产生烟火，不易由燃烧转为爆轰          | 装填烟火器材               |

资料来源：陕西省国生商会，中邮证券研究所

俄乌战争经验表明，现代战争对于弹药的需求量依然巨大。俄乌战争已成“弹药消耗战”。2022 年，根据俄罗斯塔斯社报道，乌克兰国防部副部长安娜·马利亚尔在接受乌克兰电视台采访时称，乌克兰武装部队每天使用 5000 到 6000 枚炮弹，而据她估计，俄罗斯武装部队使用的炮弹数量是乌军的 10 倍以上。2025 年，军事专家王云飞表示，乌克兰正面临一场弹药消耗与供应能力的“拉锯战”，目前，乌军每日消耗 5000-6700 发炮弹，若要压制俄军火力，每天需要炮弹至 1 万发。而美方即使在年底前将月产提升至 10 万发，依旧难以支撑乌军全线作战。相比之下，俄军炮弹月产量高达 25 万发，弹药库存或为美欧总和三倍。

### 3 民爆：市场集中度持续提升，公司 69.75 万吨工业炸药产能全国领先

### 3.1 工业炸药总产量基本稳定，市场集中度持续提升

民用爆破器材是各种工业火工品、工业炸药及制品的总称，是具有易燃易爆危险属性的特殊商品。民用爆破器材行业作为国家的基础性行业，其产品广泛应用于矿山开采、铁路道路、水利水电工程、基础设施建设等多个国民经济领域，被称为“能源工业的能源，基础工业的基础”。民爆器材产品包括工业炸药、起爆器材等，以工业炸药为主。

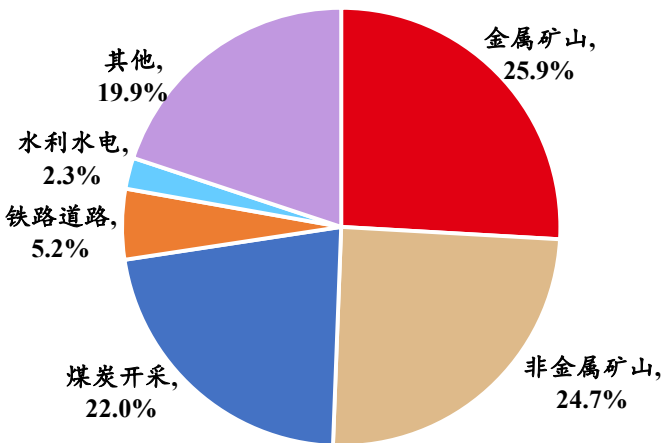
图表21：民爆器材分类

| 分类     | 介绍                                                               |
|--------|------------------------------------------------------------------|
| 工业炸药   | 包括硝化甘油炸药、铵梯炸药、铵油炸药、乳化炸药、水胶炸药等。                                   |
| 起爆器材   | 起爆材料如火雷管、电雷管、磁电雷管、导爆管雷管、继爆管等；传爆材料如导火索、导爆索、导爆管等。                  |
| 专用民爆器材 | 如油气井用起爆器、射孔弹、复合射孔器、修井爆破器材、点火药盒、地震勘探用震源药柱、震源弹、特种爆破用矿岩破碎器材、中继起爆具等。 |

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

民用爆炸器材主要用于煤炭、金属和非金属矿山的开采，三类矿山共占民爆产品销售总量的 70% 以上。根据中国爆破器材行业协会《民爆行业经济运行分析报告》，2020 年，国内用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药量占炸药总销量的 72.6%，其中，用于金属矿山的量占炸药总量的 25.9%，用于非金属矿山的量占炸药总量的 24.7%，用于煤炭开采的两占炸药总量的 22.0%。

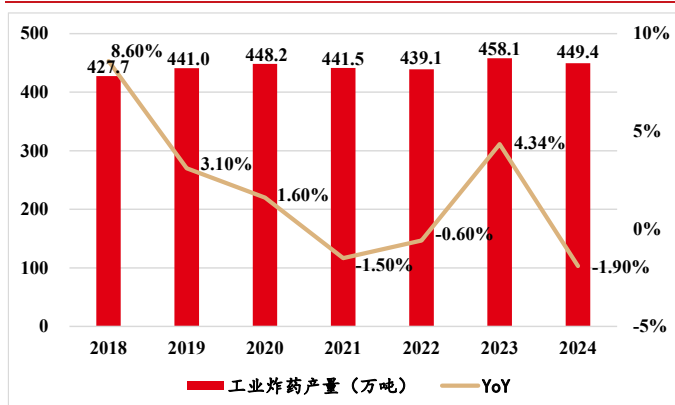
图表22：2020 年工业炸药销售流向结构图



资料来源：《民爆行业经济运行分析报告》-中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

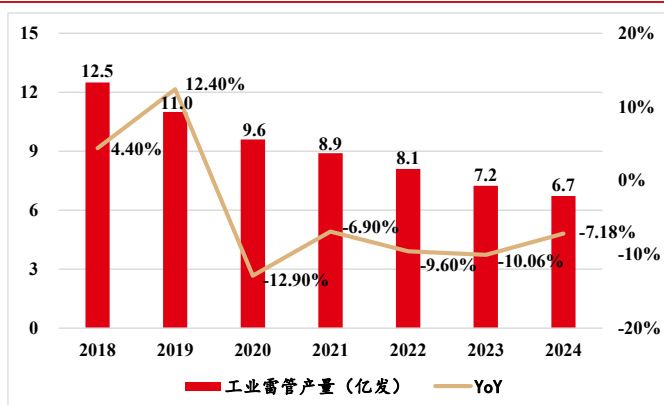
全国工业炸药总产量基本稳定，炸药雷管消耗比逐年下降。2024 年，全国工业炸药产、销量分别为 449.37 万吨和 448.50 万吨，同比分别减少 1.90% 和 1.70%，其中：现场混装炸药累计产量 166.34 万吨，同比增长 14.45%。随着产品结构调整和爆破方式的改变，炸药雷管消耗比逐年下降，在基本稳定的市场需求下，雷管产量总体呈现下降态势。2024 年，工业雷管产、销量分别为 6.72 亿发和 6.58 亿发，同比分别减少 7.18% 和 9.79%。

图表23：全国工业炸药产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

图表24：全国工业雷管产量

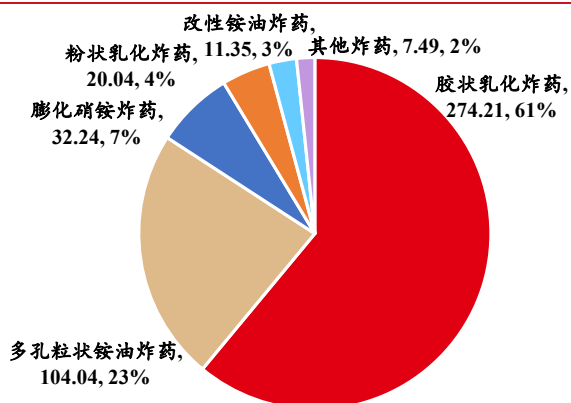


资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

工业炸药又称民用炸药，是以氧化剂和可燃剂为主体，按照氧平衡原理构成的爆炸性混合物。工业上常用的有粉状硝酸类炸药（如铵梯炸药、铵油炸药、铵松蜡炸药、膨化硝酸炸药、粉状乳化炸药等）、含水硝酸类炸药（如浆状炸药、水胶炸药、重铵油炸药、乳化炸药等）、硝化甘油炸药等。目前，铵梯炸药和硝化甘油炸药已基本退出了民爆器材产品市场，性能更为安全可靠的膨化硝酸炸药和乳化炸药已成为应用最为广泛的工业炸药品种。

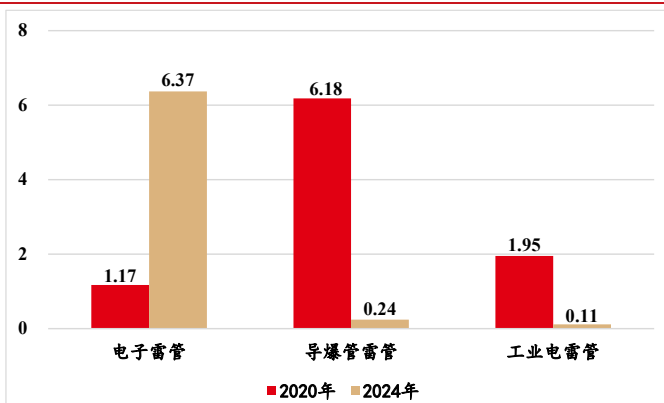
从产品类型看，工业炸药以胶状乳化炸药为主，电子雷管基本实现全面替代。2024 年，工业炸药中，胶状乳化炸药产量 274.21 万吨，同比下降 0.99%，胶状乳化炸药产量占炸药总产量的 61.02%，同比增加 0.2 个百分点；多孔粒状铵油炸药产量 104.04 万吨，同比增加 0.89%，多孔粒状铵油炸药产量占炸药总产量的 23.15%，同比增加 0.6 个百分点；粉状炸药（包括膨化硝酸、粉状乳化炸药、改性铵油等）总产量为 63.63 万吨，同比减少 6.81%。从工业雷管品种产量变化情况看，2024 年工业雷管总产量为 6.72 亿发，其中 95% 为电子雷管产品，电子雷管已基本实现全面替代。

图表25：2024 年工业炸药分品类产量（万吨）及份额



资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

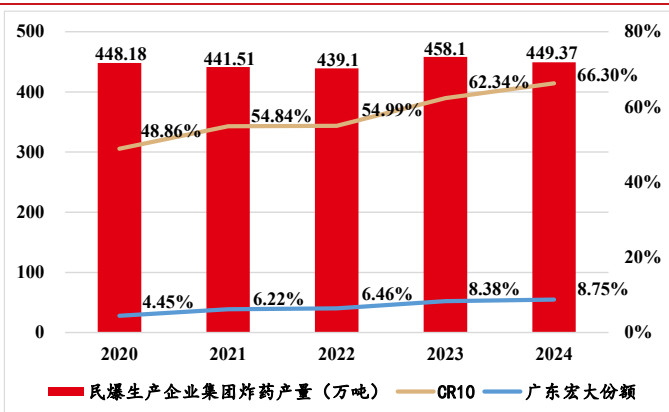
图表26：工业雷管分品类产量（亿发）



资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

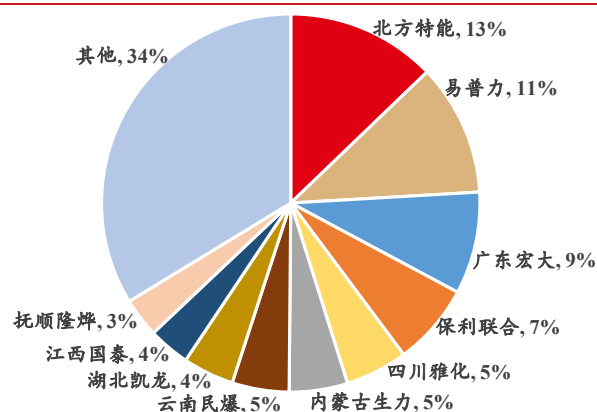
民爆行业重组整合稳步推进，产业集中度持续提高。根据中国爆破器材行业协会，2024 年，民爆生产企业集团合计工业炸药产量 449 万吨，行业排名前 10 家民爆生产企业合计炸药产量占比 66.30%，相较于 2020 年的 48.86% 提升 17.44 个百分点。2024 年，广东宏大的工业炸药产量占比全行业的 8.75%，广东宏大和新疆雪峰合计工业炸药产量占比全行业的 11.41%。

图表27：工业炸药年产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

图表28：2024 年工业炸药产量份额

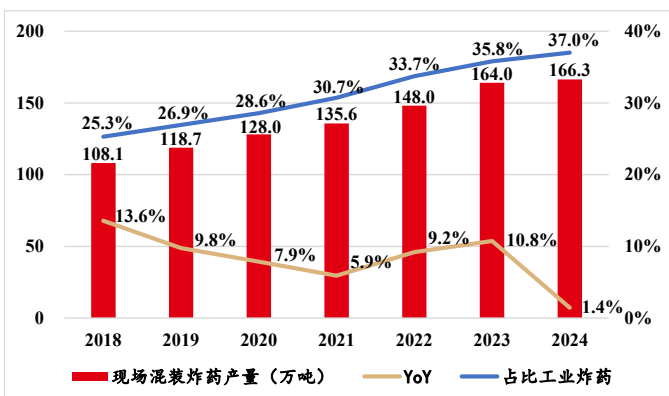


资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

现场混装炸药（包括现场混装乳化炸药、现场混装铵油炸药和现场混装粒状铵油炸药三个品种）是“十四五”时期产品结构调整的主要方向。工业炸药按生产方式可分为固定生产线生产和现场混装两种，其中，现场混装方式具有机械化、高效率作业，同时也省去了工业炸药的众多储存、流通环节，大大提高了工业炸药使用的安全性，同时降低了流通成本。现场混装炸药具有高安全性、高效率 and 低成本等优势，近几年，现场混装炸药产量呈逐年增长态势。2024 年，现场混装炸药产量 166.34 万吨，占工业炸药产量的 37%。相比 2020 年 28.6% 的占比提升 8.4 个百分点。

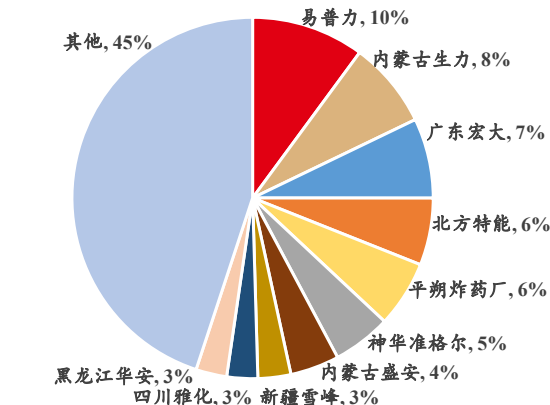
现场混装作业主要集中在北方煤炭大省，从 2022 年统计数据看，现场混装炸药年产量超过 10 万吨省份有：内蒙、山西、新疆和辽宁，4 个省份合计产量 110 万吨，占现场混装炸药总产量的 74%。现场混装炸药产量较大的企业包括易普力、内蒙古生力、广东宏大、北方特能等，2021 年，易普力产量 16.8 万吨、内蒙古生力产量 12.9 万吨、广东宏大产量 11.9 万吨、北方特能产量 10.0 万吨。

图表29：混装炸药年产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

图表30：2021 年现场混装炸药产量占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

### 3.2 工业炸药产能全国领先，收购秘鲁 EXSUR 开启国际化发展新征程

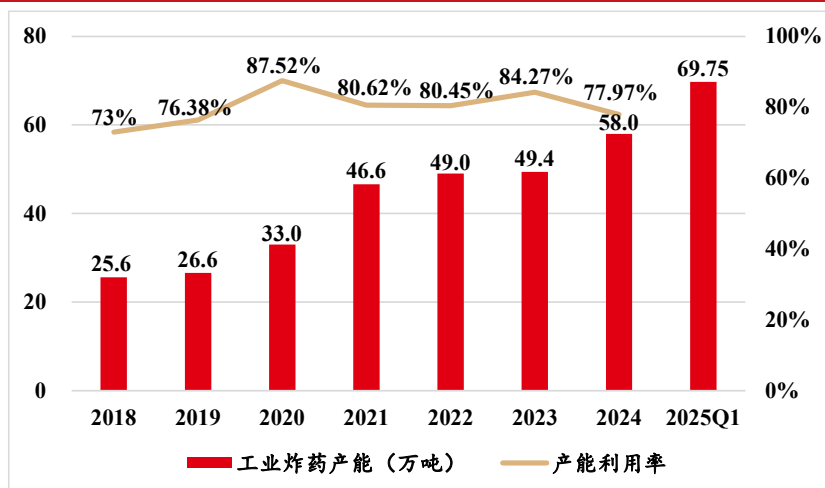
公司民爆产品以工业炸药为主。根据公司 2024 年年报，截至 2024 年末，公司拥有产能包括工业炸药 58 万吨，电子雷管 3334 万发，导爆管雷管、工业电雷管 2000 万发，塑料导爆索

7000 万米，中继起爆器 200 吨。实际生产产品为工业炸药和电子雷管，2024 年产能利用率分别为 77.97%和 56.18%。

为打造国内领先的矿山民爆一体化服务企业，公司自 2006 年起正式由爆破服务领域向其上游的民爆器材研发、生产、销售领域延伸。2006 年，公司正式开始从事工业炸药现场混装业务；2007 年，公司设立宏大增化，进军固定生产线民爆器材的研发、生产和销售，并于 2008 年将宏大增化纳入合并范围，民爆销售收入由 2007 年的 1158 万元增加至 2008 年的 9765 万元。2010 年，公司收购力拓厂和明华公司，民爆器材销售收入由 2009 年的 1.03 亿元增加至 2010 年的 5.58 亿元。

收购完善民爆业务布局，公司工业炸药产能 69.75 万吨。2018 年，公司工业炸药许可产能合计 25.6 万吨，其中广东省内产能 12.4 万吨，广东省外产能 13.2 万吨（辽宁省 8 万吨）。2020 年，公司开始进军内蒙古市场，收购内蒙古日盛民爆集团 51%股权，截至 2020 年底，公司工业炸药在证产能 33 万吨，其中广东省内产能 13.4 万吨，广东省外产能 19.6 万吨（收购内蒙古日盛民爆集团，增加 6.4 万吨产能）。2021 年，公司收购吉安化工以及兴安民爆，产能增加 13.2 万吨，合计工业炸药许可产能 46.6 万吨；2024 年，公司收购宜兴市阳生化工和青岛盛世普天科技两家企业控股权，新增炸药产能 8.2 万吨，并于 2025 年 2 月完成对雪峰科技控股股权的收购，公司拥有炸药产能提升至 69.75 万吨。

图表31：广东宏大工业炸药许可产能



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司工业炸药产能具有地域和品类优势，产能利用率仍有提升潜力。截至 2025Q1 末，公司拥有合并工业炸药产能 69.75 万吨，位居全国前列，产能遍布全国各地，包括广东、内蒙、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地区。公司有约 45%的工业炸药产能在内蒙、甘肃和新疆地区。从产品品类上看，公司混装炸药产能占比远超行业水平。2024 年末，公司混装炸药许可产能 33.6 万吨，占比接近 58%，远超过“十四五”民用爆破物品行业安全发展规划提出的混装比例 35%的目标。2024 年，公司工业炸药许可产能 58 万吨，产能利用率 77.97%，其中固定线产 23.6 万吨，产能利用率 87.80%，混装产能 34.4 万吨，产能利用率 70.60%。考虑到公司工业炸药产能具有西部地区许可产能较多，混装炸药许可产能占比较高的优势，产能利用率仍有提升潜力。

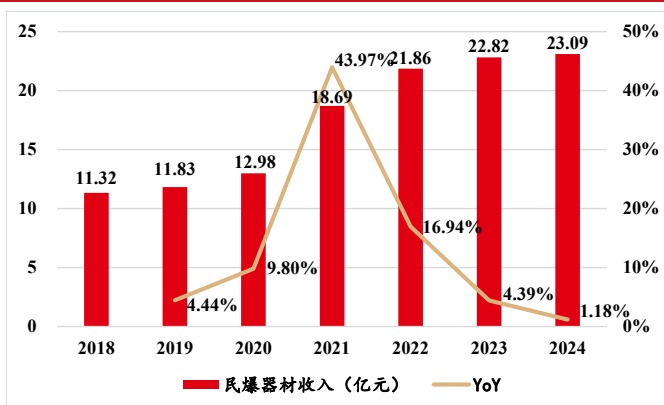
图表32：公司部分子公司及其工业炸药产能

| 地区  | 子公司  | 收购产能（万吨） | 备注                                                   |
|-----|------|----------|------------------------------------------------------|
| 内蒙古 | 日盛民爆 | 6.4      | 2020 年收购                                             |
|     | 吉安化工 | 8.5      | 2021 年收购，2024 年因宏大民爆产能转入，原两条合计 1.75 万吨生产线扩能至 2.15 万吨 |
| 甘肃  | 兴安民爆 | 4.7      | 2021 年收购                                             |
| 新疆  | 雪峰科技 | 11.75    | 2025 年收购                                             |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

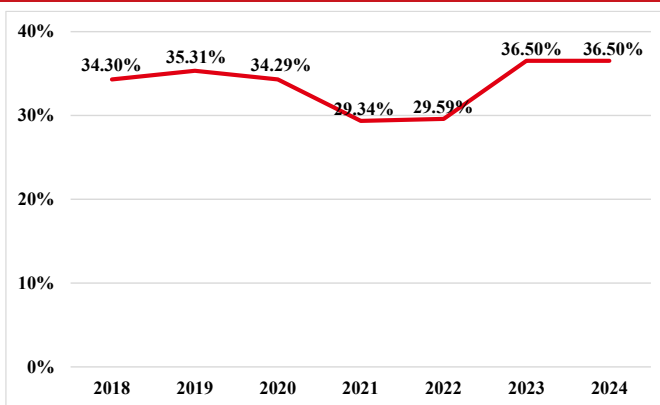
民爆收入稳健增长，盈利能力维持稳定。近几年，公司民爆器材收入稳健增长，2024 年，公司民爆器材收入 23.09 亿元，同比增长 1%，民爆器材毛利率 36.50%，同比持平。

图表33：广东宏大民爆器材收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表34：广东宏大民爆器材毛利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

收购秘鲁 EXSUR，开启国际化发展新征程。2025 年 1 月，公司收购秘鲁 EXSUR 公司 51% 股权。秘鲁矿产资源储量丰富，矿业开采是秘鲁的重要支柱产业，收购 EXSUR 标志着公司正式进军秘鲁民爆市场，公司亦在当地承接矿服业务，有利于促进公司在当地矿服民爆业务协同，加速民爆业务国际化布局。此外，公司在赞比亚投资建设炸药厂，以满足公司当地矿山项目需求，同时辐射周边地区民爆市场。

## 4 矿服：国内龙头企业，国际化、智能化发展空间广阔

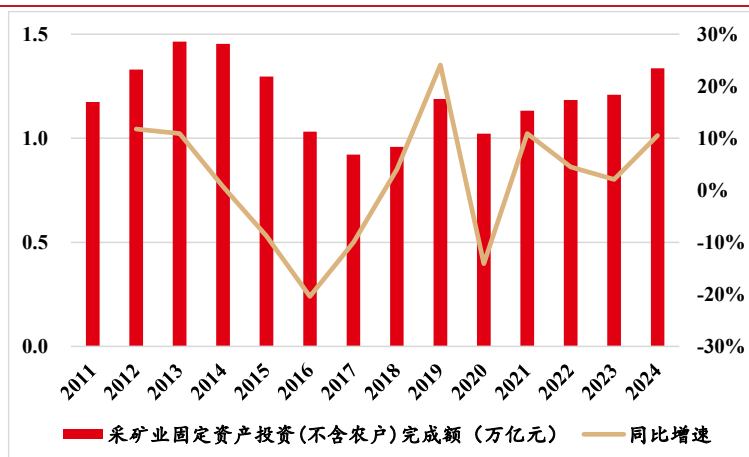
### 4.1 矿服行业稳步增长，向国际化、技术密集、大型化、智能化发展

从产业链看，矿服行业上游主要为民爆产品、燃油原料、工程施工设备等，矿服行业下游主要集中在能源、金属、非金属等矿产资源，属于国民经济的基础性原材料，与国家宏观经济紧密相关。

近几年，我国采矿业固定资产投资完成额稳步增长。2021-2024 年，我国采矿业固定资产投资（不含农户）完成额同比持续增长。2023 年，全国采矿业固定资产投资（不含农户）完成额约 1.2 万亿元，同比增长 2.1%。采矿业固定资产投资主要包括煤炭、石油和天然气、黑色

金属矿、有色金属矿和非金属矿等几个方向，2023 年，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业固定资产投资（不含农户）同比增速分别为 12.1%、15.2%、-6.8%、42.7%、16.2%。2024 年，全国采矿业固定资产投资（不含农户）完成额约 1.3 万亿元，同比增长 10.5%。

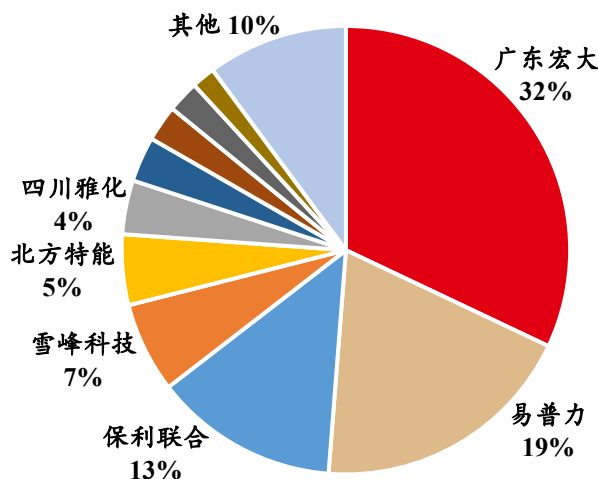
图表35：中国采矿业固定资产投资完成额及同比增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

爆破服务市场集中度较高，广东宏大为行业龙头。根据中国爆破器材行业协会，2024 年，行业排名前 20 家民爆生产企业集团合计爆破服务收入 349 亿元，约占行业爆破服务收入的 99%，前 10 家企业合计爆破服务收入 316 亿元，约占行业爆破服务收入的 90%。在民爆生产企业集团爆破服务收入中，广东宏大以 32% 行业收入占比位居第一位。

图表36：2024 年民爆生产企业集团爆破服务收入占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，中邮证券研究所

根据普华有策《2025-2031 年矿山服务行业深度调研及投资前景预测报告》，矿山服务业呈现低端服务市场逐步萎缩、高端服务企业不断涌现、矿山服务市场国际化、竞争焦点向技术密集/知识密集转变、开采深度由浅向深转变、开采规模大型化发展、矿山开发绿色智能化转型的发展趋势。

图表37：矿服行业发展趋势

| 序号 | 趋势                    | 概述                                                                                                                                                                    |
|----|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 低端服务市场逐步萎缩，高端服务企业不断涌现 | 由于大型深部矿山开采周期长、环境复杂，且对安全、环保要求高，矿山服务企业需具备高资质、施工能力和行业经验等。随着我国经济转型和政策支持矿山重组合并，小型矿山开发受到限制，低端服务市场逐渐萎缩，高端矿山服务企业逐步增多，但由于高门槛，短期内数量不会大幅增加。                                      |
| 2  | 矿山服务市场国际化             | 随着经济全球化步伐加快、国家“走出去”战略的深入推进以及中国矿产资源对外依存度不断提升，中国矿山开发企业将大力寻求海外项目发展，中国矿山服务企业也跟随着国内大型矿山开发企业走向国际；另一方面，国际大型矿业公司也在寻求技术和资金实力雄厚、业务效率高、行业内信誉度高的中资矿山服务商，这为公司矿山服务业务拓展国际市场创造了有力的条件。 |
| 3  | 竞争焦点向技术密集、知识密集转变      | 国际矿山开发新技术、新工艺正在不断涌现，深井建设施工与开采技术、数字化矿山管理技术、自动化、智能化开采技术等日益成熟，矿山服务业的科技含量不断提升，科技已经成为国内外矿山服务竞争的新标杆，矿山服务业开始由劳动密集型向技术知识密集型转变。                                                |
| 4  | 开采深度由浅向深转变，开采规模大型化发展  | 随着浅部资源的枯竭，深部矿山的开发逐步推进。信息技术和矿山开采工艺的进步，使得矿山开发向深部、大型化、机械化方向发展。然而，新建深井矿山及老矿山向深部资源过渡面临高压、高温、通风、提升和地下水等技术难题，这些问题成为矿山开发的关键竞争壁垒。掌握相关技术将为企业占领深部矿山市场提供先机。                       |
| 5  | 矿山开发绿色智能化转型           | 矿山企业正在推动技术与装备升级，采用膏体充填等绿色采矿工艺，实现低生态危害、零排放、低能耗和高效率，促进矿山绿色化发展。同时，智能化矿山通过物联网、大数据和云计算等技术，实现远程化、无人化作业，提升生产效率、减少人员需求、降低成本，并改善工作环境与安全性。                                      |

资料来源：普华有策，中邮证券研究所

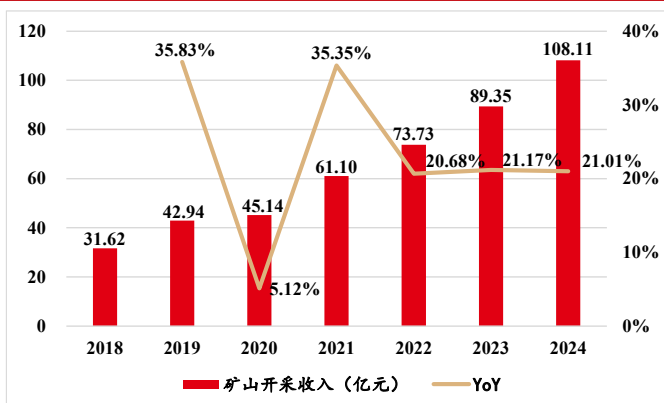
#### 4.2 矿服收入较快增长，国际化加快布局、智能化逐见成效

公司矿山服务以宏大爆破为核心平台，是目前国内实力最强、市场规模最大的矿服领军企业。公司矿山工程服务主要采用工程施工总承包服务模式为客户提供采矿服务，部分施工领域采用专业分包模式。公司矿服业务涵盖地质勘探、方案设计与优化、矿山建设、采矿、选矿、环境治理及矿山整体运营管理等服务，同时提供包括混装炸药、新能源装备、矿业开发咨询、投融资方案设计与优化等增值服务。

广东宏大以矿业管家服务管理为客户创造价值，运营海内外在建矿山逾百座，服务矿山有黑色、有色、建材、新能源、化工等，施工遍布新疆、西藏、内蒙等国内重点区域，以及海外老挝、马来西亚、巴基斯坦、塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那、刚果(布)、几内亚等二十多个国家和地区。

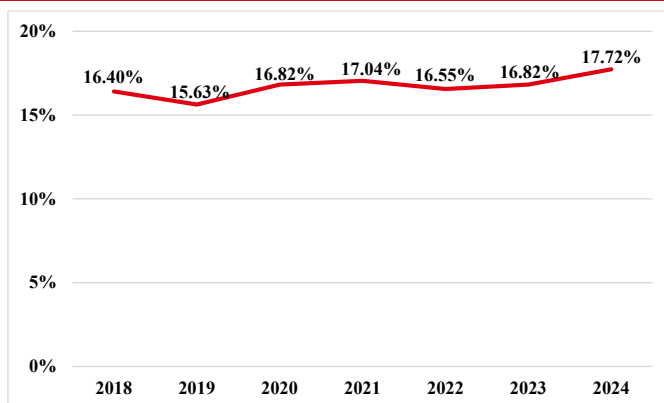
**矿服收入较快增长，在手订单充足。**公司拥有矿山工程施工总承包和爆破作业“双一级”资质，成功打造以先进爆破技术为核心的“矿山民爆一体化”服务模式。公司矿服收入稳步增长，2024 年矿山开采收入 108.11 亿元，同比增长 21%。截至 2024 年末，公司矿山开采业务在手订单超 300 亿元，新签订单稳中有增。盈利能力方面，公司矿山开采业务保持 17%左右的毛利率，2024 年矿山开采业务毛利率 17.72%，同比提高 0.90pcts。

图表38：广东宏大矿山开采收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

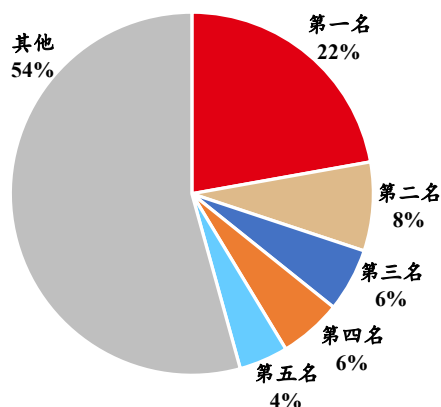
图表39：广东宏大矿山开采毛利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

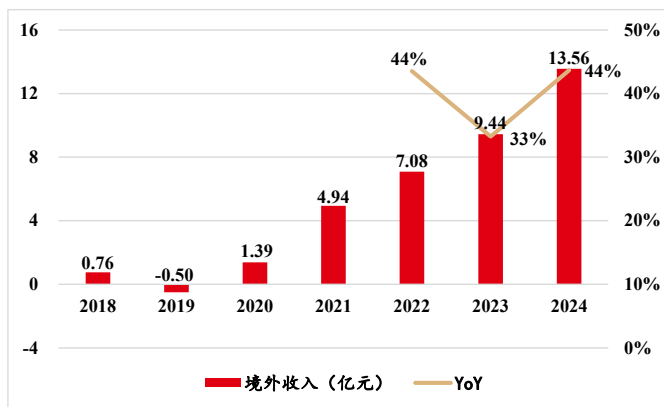
公司秉承“大项目、大客户”战略，国内市场聚焦新疆、内蒙、西藏等富矿带重点区域，国外市场加快布局。公司矿服业务的市场份额逐步扩大，大客户数量和大项目占比逐年稳步提升。2024年，公司前五大客户收入62.38亿元，占公司当年收入的46%，新疆、西藏营收增长显著，分别同比增长96%和32%。公司加快出海步伐，2024年公司海外市场营收13.56亿元，同比增长44%。此外，公司在赞比亚投资建设炸药厂，以满足公司当地矿山项目需求，同时辐射周边地区民爆市场。

图表40：公司前五大客户收入占比（2024年）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

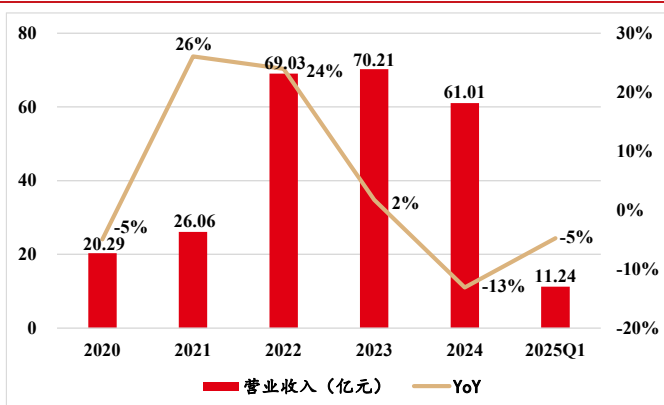
图表41：公司境外收入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

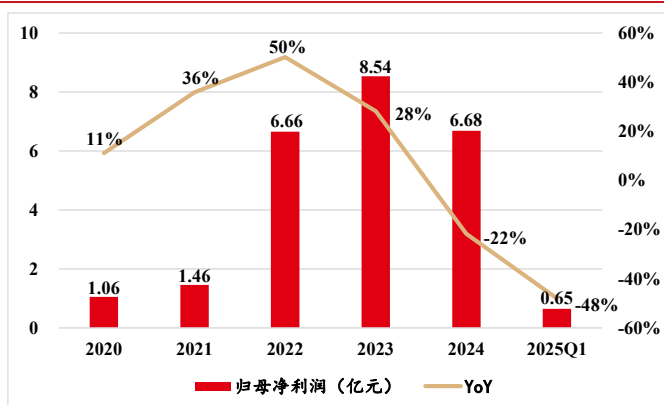
收购雪峰科技，提升矿服民爆业务规模，增厚公司利润。2025年2月，公司收购雪峰科技21%股权事项已完成过户，雪峰科技成为公司控股子公司。民爆产品方面，雪峰科技是新疆爆破器材行业规模较大、品种较全的生产企业，拥有年产11.95万吨工业炸药、1890万发电子雷管、1200万米导爆索生产能力，2024年雪峰科技民爆产品收入4.88亿元；爆破服务方面，2024年雪峰科技爆破服务收入22.72亿元。此外，雪峰科技的化工产品、LNG产品、商品贸易和运输服务2024年分别贡献收入25.79亿元、3.51亿元、2.82亿元和0.88亿元。2024年，雪峰科技实现营收61.01亿元，实现归母净利润6.68亿元。

图表42：近几年雪峰科技营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表43：近几年雪峰科技归母净利润



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

推出“悟空爆破大模型”，矿服行业向智能化升级。2024年11月，公司推出基于人工智能技术、面向爆破业务的大模型平台-“悟空爆破大模型”。“悟空爆破大模型”通过对爆破行业6大类15小类、70年来爆破和采矿领域期刊、数万余路视频以及公司海量专业报告等亿级数据的训练，可明显提升爆破岩石块度的准确性，降低人为错误发生概率。目前已研发的“爆破设计”“边坡裂缝”和“爆破百通”等应用，在专业知识问答、爆破方案自动生成、安全保障、作业智能化推进、资源高效利用等特定领域任务中展现出了卓越的处理能力。

图表44：悟空爆破大模型与传统爆破设计对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

率先打造全产业链智能矿山建设，市场竞争力有望提升。公司以信息化、数字化、智能化技术为依托，从理论创新与场景建设出发，涵盖智能矿山管理平台、智能装药车、智能堵塞车、无线智能起爆器材、爆破安全智能管理、爆破效果智能评价技术，致力于打造全球首座露天开采全工序智能矿山，助力矿山智能化发展。

广东肇庆大排矿山建设了涵盖矿山透明地质、智能数据管理、智能穿孔、智能爆破、智能铲装、纯电动矿卡自动驾驶、智能安全管理等开采全部关键工序的智能化，实现了从“0到1”的突破，“非煤矿山智能爆破”项目成功入选国家矿山安全监察局矿山领域机器人典型应用场景目录。南宁马脚山矿无人驾驶项目使得作业人员数量减少了90%，矿车的年度运营成本显著降低了80%，年度二氧化碳排放量也减少了70%，综合设备运行效率则提升了20%，实现了露天矿山无人驾驶运输的常态化运行，为智能矿山建设树立了新的标杆。

**图表45：智能矿山建设内容**


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

**图表46：智能矿山场景图**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 5 盈利预测与评级

公司为矿服民爆一体化龙头企业，并且战略转型布局防务装备。

**1) 矿服业务：**近几年，国内采矿业固定资产投资完成额稳步增长，公司秉承“大项目、大客户”战略，聚焦新疆、内蒙、西藏等富矿带重点区域，持续优化矿服业务矿种结构，现矿服业务矿种以金属矿为主，其次为煤炭、砂石骨料等，抗风险、抗周期能力有所提升。此外，公司加快国外市场布局。截至 2024 年末，公司矿服业务在手订单超 300 亿元，矿服业务收入有望保持较快增长。

**2) 民爆器材业务：**近几年公司民爆器材业务收入稳健增长。截至 2024 年末，公司工业炸药产能 58 万吨，位居国内前列。公司工业炸药产能利用率仍有提升潜力，一方面，公司在西部富矿地区拥有的工业炸药许可产能较多，另一方面，公司混装炸药许可产能占比高，可以跨区域调配，通过混装业务切入终端市场，与矿服业务板块协同，发挥矿服民爆一体化优势。2025 年，公司完成雪峰科技 21% 股份收购，工业炸药产能提升至 69.75 万吨。

**3) 防务装备业务：**防务装备是公司战略转型的重点方向，在传统单兵弹药的基础上，高端智能武器的国际市场是公司重点发展的方向之一。公司智能武器装备以 XD-1/XD-1A 和 XK-2 等为代表，参加了 2024 年珠海航展、2025 年阿布扎比防务展等，赢得国际市场强烈反响。此外，2024 年，公司实现对江苏红光的全资控股，全面进军炸药领域。

**4) 雪峰科技业务：**雪峰科技拥有化工产品、矿服、民爆三大主业。在民爆行业，民爆企业集团纷纷将产能从东南沿海向中西部富矿区转移和调整。公司收购雪峰科技，有助于公司优化产能布局，将部分地区富余产能转移至新疆、内蒙古等富矿带地区。化工产品包括尿素、硝酸铵、三聚氰胺、复合肥等，硝酸铵为工业炸药上游产品。雪峰科技矿服、民爆业务以及化工硝酸铵产品均有望受益于公司的产能布局优化和协同。

我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 11.73、13.83、16.09 亿元，对应当前股价 PE 分别为 21、18、15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表47：分产品收入预测**

| 年份            | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>矿山开采</b>   |           |           |           |           |
| 营业收入/百万元      | 10,811.42 | 12,733.05 | 14,813.23 | 17,008.63 |
| 毛利率           | 17.72%    | 17.75%    | 17.77%    | 17.79%    |
| <b>民爆器材销售</b> |           |           |           |           |
| 营业收入/百万元      | 2,308.78  | 2,408.30  | 2,512.80  | 2,622.53  |
| 毛利率           | 36.50%    | 36.55%    | 36.59%    | 36.63%    |
| <b>防务装备</b>   |           |           |           |           |
| 营业收入/百万元      | 350.26    | 402.80    | 563.91    | 733.09    |
| 毛利率           | 32.93%    | 32.93%    | 32.93%    | 32.93%    |
| <b>雪峰科技</b>   |           |           |           |           |
| 营业收入/百万元      | 6,101.20  | 5,796.14  | 6,665.56  | 7,665.39  |
| 毛利率           | 23.21%    | 23.00%    | 23.00%    | 23.00%    |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 6 风险提示

防务产品军贸市场拓展不及预期；矿服、民爆业务国内市场竞争加剧；矿服、民爆业务国外市场拓展不及预期；重大事故风险；原材料价格波动等。

## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元)    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 主要财务比率         | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>利润表</b>   |       |       |       |       | <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入         | 13652 | 21522 | 24737 | 28211 | 营业收入           | 17.6% | 57.6% | 14.9% | 14.0% |
| 营业成本         | 10748 | 16886 | 19437 | 22191 | 营业利润           | 20.5% | 79.4% | 17.9% | 16.3% |
| 税金及附加        | 56    | 118   | 136   | 155   | 归属于母公司净利润      | 25.4% | 30.6% | 18.0% | 16.3% |
| 销售费用         | 75    | 143   | 164   | 188   | <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 管理费用         | 876   | 1314  | 1446  | 1590  | 毛利率            | 21.3% | 21.5% | 21.4% | 21.3% |
| 研发费用         | 429   | 493   | 543   | 597   | 净利率            | 6.6%  | 5.4%  | 5.6%  | 5.7%  |
| 财务费用         | 119   | 125   | 105   | 84    | ROE            | 13.8% | 16.7% | 18.0% | 19.2% |
| 资产减值损失       | -61   | -96   | -110  | -125  | ROIC           | 9.0%  | 13.1% | 13.9% | 14.4% |
| 营业利润         | 1370  | 2458  | 2898  | 3370  | <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业外收入        | 7     | 14    | 14    | 14    | 资产负债率          | 60.3% | 64.0% | 61.7% | 59.4% |
| 营业外支出        | 15    | 21    | 21    | 21    | 流动比率           | 1.51  | 1.50  | 1.62  | 1.73  |
| 利润总额         | 1362  | 2451  | 2891  | 3364  | <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 所得税          | 190   | 392   | 463   | 538   | 应收账款周转率        | 5.80  | 6.66  | 5.91  | 5.98  |
| 净利润          | 1172  | 2059  | 2429  | 2825  | 存货周转率          | 27.48 | 37.12 | 38.09 | 45.36 |
| 归母净利润        | 898   | 1173  | 1383  | 1609  | 总资产周转率         | 0.76  | 0.95  | 0.91  | 0.94  |
| 每股收益(元)      | 1.18  | 1.54  | 1.82  | 2.12  | <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| <b>资产负债表</b> |       |       |       |       | 每股收益           | 1.18  | 1.54  | 1.82  | 2.12  |
| 货币资金         | 2883  | 5434  | 7461  | 9724  | 每股净资产          | 8.54  | 9.27  | 10.09 | 11.05 |
| 交易性金融资产      | 1413  | 1413  | 1413  | 1413  | <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| 应收票据及应收账款    | 3434  | 5343  | 6071  | 6852  | PE             | 27.56 | 21.10 | 17.89 | 15.38 |
| 预付款项         | 70    | 109   | 126   | 144   | PB             | 3.81  | 3.51  | 3.23  | 2.95  |
| 存货           | 391   | 519   | 502   | 477   | <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       |
| 流动资产合计       | 10889 | 16529 | 19768 | 23328 | 净利润            | 1172  | 2059  | 2429  | 2825  |
| 固定资产         | 2752  | 2651  | 2418  | 2154  | 折旧和摊销          | 637   | 657   | 687   | 640   |
| 在建工程         | 172   | 155   | 140   | 126   | 营运资本变动         | -172  | -591  | -225  | -243  |
| 无形资产         | 532   | 504   | 477   | 449   | 其他             | 139   | 378   | 244   | 271   |
| 非流动资产合计      | 8763  | 9126  | 8738  | 8398  | 经营活动现金流净额      | 1776  | 2502  | 3135  | 3493  |
| 资产总计         | 19652 | 25655 | 28507 | 31726 | 资本开支           | -652  | -1514 | -307  | -307  |
| 短期借款         | 763   | 884   | 884   | 884   | 其他             | -2202 | 889   | 113   | 113   |
| 应付票据及应付账款    | 3325  | 5223  | 6012  | 6864  | 投资活动现金流净额      | -2854 | -625  | -194  | -194  |
| 其他流动负债       | 3119  | 4947  | 5336  | 5756  | 股权融资           | 40    | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计       | 7207  | 11054 | 12232 | 13504 | 债务融资           | 2270  | 1302  | 0     | 0     |
| 其他           | 4634  | 5354  | 5354  | 5354  | 其他             | -1466 | -632  | -914  | -1037 |
| 非流动负债合计      | 4634  | 5354  | 5354  | 5354  | 筹资活动现金流净额      | 844   | 670   | -914  | -1037 |
| 负债合计         | 11841 | 16409 | 17586 | 18859 | 现金及现金等价物净增加额   | -236  | 2550  | 2028  | 2262  |
| 股本           | 760   | 760   | 760   | 760   |                |       |       |       |       |
| 资本公积金        | 3198  | 3198  | 3198  | 3198  |                |       |       |       |       |
| 未分配利润        | 2433  | 2793  | 3214  | 3704  |                |       |       |       |       |
| 少数股东权益       | 1318  | 2205  | 3250  | 4467  |                |       |       |       |       |
| 其他           | 102   | 290   | 498   | 739   |                |       |       |       |       |
| 所有者权益合计      | 7812  | 9246  | 10920 | 12868 |                |       |       |       |       |
| 负债和所有者权益总计   | 19652 | 25655 | 28507 | 31726 |                |       |       |       |       |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048