

公司区域优势显著，作为龙头有望实现强者恒强

2025 年 08 月 15 日

► **事件：**公司披露 2025 年半年度报告：2025 年上半年实现营业收入 26.80 亿元，yoy-4.96%；实现归母净利润 2.33 亿元，yoy-40.64%；扣非净利润 2.23 亿元，yoy-40.89%。其中，2025Q2 实现营收 15.55 亿元，yoy-5.11%，qoq+38.40%；实现归母净利润 1.67 亿元，yoy-37.20%，qoq+156.93%；扣非净利润 1.62 亿元，yoy-37.65%，qoq+161.94%。

► **公司区域优势显著。**需求端，民爆行业地域性显著，产品具有销售半径。公司所在地新疆，资源禀赋优异，煤炭预测资源量约占全国的 40%，煤层气预测资源量约占全国的 26%，而民爆的下游主要应用方向就是煤矿等各类矿山开采，因此新疆对于民爆的需求会持续处于高位，根据中爆协的数据，2025 年上半年，新疆地区炸药总产量达到 25.41 万吨，同比增长 9.63%，销量 25.25 万吨，同比增长 10.18%，累计产销量排名全国第二。并且公司具备炸药主要原材料硝酸铵的生产、外售能力，随着区域民爆景气度提升，公司硝酸铵板块业绩也将受益。后续随着雅下水电站、新藏铁路等项目落地施工，公司民爆、硝酸铵等相关板块盈利能力或将持续提升。

► **行业龙头有望实现强者恒强。**供给端，考虑到民爆的特殊性，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能，并且头部企业产能有望通过收并购集中，实现强者恒强，2025 年 2 月，工信部《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》的出台，目标到 2027 年底形成 3 至 5 家具有国际竞争力的大型民爆企业。广东宏大并购公司后，计划将向公司注入自身炸药产能，公司的国际竞争力有望进一步提升。

► **投资建议：**公司地处新疆，区域优势显著，并且作为龙头企业之一有望实现强者恒强的局面。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.93、8.26、10.85 亿元，现价 (2025/8/14) 对应 PE 分别为 16X、11X、9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游矿山景气度不及预期；区域投资环境不及预期；原材料价格波动风险；安全、环保等政策变动的风险。

推荐

维持评级

当前价格：

8.70 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 刘隆基

执业证书：S0100524080006

邮箱：liulongji@mszq.com

相关研究

1.雪峰科技 (603227.SH) 首次覆盖报告：新疆煤炭驱动民爆高景气，强强联合供给新看点 -2024/09/10

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,101	6,037	6,721	7,725
增长率 (%)	-13.1	-1.0	11.3	14.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	668	593	826	1,085
增长率 (%)	-21.7	-11.3	39.3	31.4
每股收益 (元)	0.62	0.55	0.77	1.01
PE	14	16	11	9
PB	1.9	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 08 月 14 日收盘价）

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	6,101	6,037	6,721	7,725
营业成本	4,685	4,719	5,030	5,602
营业税金及附加	57	56	62	72
销售费用	60	60	67	77
管理费用	370	368	410	471
研发费用	18	30	34	39
EBIT	929	831	1,149	1,500
财务费用	12	15	8	0
资产减值损失	-24	-18	-19	-21
投资收益	22	21	24	27
营业利润	931	823	1,150	1,511
营业外收支	1	3	1	2
利润总额	932	826	1,151	1,513
所得税	176	156	218	286
净利润	756	670	934	1,227
归属于母公司净利润	668	593	826	1,085
EBITDA	1,322	1,230	1,560	1,912

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,004	1,547	2,098	2,813
应收账款及票据	1,145	941	1,047	1,204
预付款项	187	142	151	168
存货	448	433	462	514
其他流动资产	696	772	831	922
流动资产合计	3,480	3,834	4,589	5,620
长期股权投资	46	46	46	46
固定资产	3,306	3,357	3,397	3,424
无形资产	558	558	558	558
非流动资产合计	4,410	4,477	4,504	4,531
资产合计	7,890	8,310	9,093	10,152
短期借款	121	180	170	165
应付账款及票据	668	620	661	736
其他流动负债	810	822	840	877
流动负债合计	1,599	1,622	1,671	1,778
长期借款	234	188	178	168
其他长期负债	260	248	248	248
非流动负债合计	494	436	426	416
负债合计	2,093	2,058	2,097	2,194
股本	1,072	1,072	1,072	1,072
少数股东权益	890	967	1,075	1,216
股东权益合计	5,797	6,252	6,996	7,958
负债和股东权益合计	7,890	8,310	9,093	10,152

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	-13.10	-1.05	11.33	14.93
EBIT 增长率	-21.29	-10.54	38.24	30.51
净利润增长率	-21.69	-11.32	39.32	31.39
盈利能力 (%)				
毛利率	23.21	21.83	25.16	27.48
净利率	10.96	9.82	12.29	14.05
总资产收益率 ROA	8.47	7.13	9.08	10.69
净资产收益率 ROE	13.62	11.22	13.95	16.10
偿债能力				
流动比率	2.18	2.36	2.75	3.16
速动比率	1.39	1.58	1.93	2.31
现金比率	0.63	0.95	1.25	1.58
资产负债率 (%)	26.53	24.76	23.06	21.61
经营效率				
应收账款周转天数	50.89	48.37	41.86	41.23
存货周转天数	36.59	33.60	32.01	31.35
总资产周转率	0.79	0.75	0.77	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.55	0.77	1.01
每股净资产	4.58	4.93	5.53	6.29
每股经营现金流	0.66	1.15	1.13	1.34
每股股利	0.20	0.18	0.25	0.32
估值分析				
PE	14	16	11	9
PB	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.04	7.56	5.96	4.86
股息收益率 (%)	2.30	2.04	2.84	3.73

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	756	670	934	1,227
折旧和摊销	393	398	410	412
营运资金变动	-487	134	-171	-236
经营活动现金流	705	1,236	1,207	1,435
资本开支	-109	-437	-431	-430
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-100	-436	-407	-403
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-170	-3	-30	-25
筹资活动现金流	-518	-258	-248	-317
现金净流量	88	542	551	715

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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