

积极拓展海外民爆，期待锂资源自给率提升

2025 年 08 月 21 日

► **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025 年上半年公司实现营收 34.23 亿元，同比下降 13.04%；归母净利 1.36 亿元，同比增长 32.87%；扣非归母净利 0.75 亿元，同比下降 0.17%。**单季度看**，25Q2 实现营收 18.86 亿元，同比-9.5%，环比+22.7%；归母净利 0.53 亿元，同比-38.90%，环比-35.37%，扣非归母净利 0.07 亿元，同比-90.02%，环比-89.86%。

► **业务成本优化，毛利率小幅提升。锂盐：1) 价：**2025H1 锂产品价格单边下行，2025Q1/2025Q2 电池级碳酸锂均价分别为 7.51 和 6.49 万元/吨，同比降低 26.11%和 38.19%，环比降低 0.70%和 13.64%。锂精矿价格同步走弱，2025Q1/2025Q2 锂辉石均价分别为 808 和 698 美元/吨，同比降低 23.92%和 41.35%，环比增长 4.46%和降低 13.61%；**2) 利：**2025H1 锂业务营收 17.64 亿元，同比下降 26.28%；归母净利亏损 1.27 亿元，拖累整体业绩。亏损主因锂价下跌压缩盈利空间，尽管自有矿提升降低原料成本，但未能完全抵消价格下滑影响。毛利率 1.63%，较上年小幅增长。**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，2025 年上半年民爆业务营收 14.65 亿元，同比增长 3.7%；**2) 利：**2025H1 公司民爆业务实现归母净利 2.53 亿元，同比增长 2.4%。公司通过出口增长和爆破服务对冲国内压力，四川区域工业炸药和工业雷管的市占率均持续提升。民爆业务毛利率 35.90%，较上年增长，为公司提供稳定现金流和盈利支撑。

► **核心看点：1) 自有矿产能逐步释放：**津巴布韦卡玛蒂维锂矿已建成年处理 230 万吨采选规模，2025 年锂精矿产量预计达 28 万吨，2026 年提升至 35 万吨，自给率提升将显著降低锂盐成本；**2) 锂盐龙头，产能加速扩张：**现有锂盐产能 9.9 万吨，雅安锂业 3 万吨生产线 9 月试产，2025 年底综合产能将达 13 万吨。同时根据海外客户的保供需求启动海外产线布局，多渠道储备稳健资源保障；**3) 海外矿服业务提供新增长点：**绑定依托新西兰、澳大利亚及津巴布韦布局，民爆海外市场份额领先，新西兰市占率达 60%，2025 年上半年积极拓展“一带一路”国家矿服业务，爆破及矿服营收同比增长 25.06%，未来将贡献增量业绩。

► **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 6.1、9.5 和 13.9 亿元，对应 8 月 20 日收盘价的 PE 分别为 27、17 和 12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**地缘政治风险，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	8,876	10,694	14,193
增长率 (%)	-35.1	15.0	20.5	32.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	257	609	947	1,386
增长率 (%)	539.4	136.8	55.5	46.4
每股收益 (元)	0.22	0.53	0.82	1.20
PE	64	27	17	12
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.18 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

- 1.雅化集团 (002497.SZ) 深度报告：民爆为盾，锂盐为矛-2025/06/10
- 2.雅化集团 (002497.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：民爆贡献稳定业绩，期待自有锂矿放量-2025/04/30
- 3.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
- 4.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

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	8,876	10,694	14,193
营业成本	6,427	6,937	8,265	10,853
营业税金及附加	53	80	96	128
销售费用	63	89	107	142
管理费用	590	728	877	1,164
研发费用	73	89	107	142
EBIT	316	978	1,272	1,804
财务费用	22	2	6	18
资产减值损失	-292	-144	0	0
投资收益	-6	36	85	195
营业利润	299	871	1,355	1,986
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	289	871	1,355	1,986
所得税	106	261	406	596
净利润	183	609	948	1,391
归属于母公司净利润	257	609	947	1,386
EBITDA	811	1,527	1,837	2,430

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,929	1,936	1,496	1,208
应收账款及票据	1,255	1,448	1,745	2,316
预付款项	358	309	368	483
存货	1,645	1,661	2,264	2,973
其他流动资产	2,405	2,483	2,589	2,794
流动资产合计	7,592	7,837	8,462	9,774
长期股权投资	885	922	1,006	1,202
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	6,600	7,170	7,804
资产合计	14,058	14,437	15,632	17,578
短期借款	192	192	192	192
应付账款及票据	1,180	988	1,177	1,546
其他流动负债	1,258	1,186	1,281	1,464
流动负债合计	2,630	2,367	2,650	3,203
长期借款	327	428	528	728
其他长期负债	304	297	296	296
非流动负债合计	631	725	825	1,024
负债合计	3,260	3,092	3,475	4,227
股本	1,153	1,153	1,153	1,153
少数股东权益	373	374	376	380
股东权益合计	10,797	11,345	12,157	13,351
负债和股东权益合计	14,058	14,437	15,632	17,578

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	15.04	20.49	32.71
EBIT 增长率	397.05	209.16	30.10	41.78
净利润增长率	539.36	136.78	55.47	46.39
盈利能力 (%)				
毛利率	16.71	21.84	22.72	23.53
净利率	3.33	6.86	8.85	9.76
总资产收益率 ROA	1.83	4.22	6.05	7.88
净资产收益率 ROE	2.47	5.55	8.03	10.68
偿债能力				
流动比率	2.89	3.31	3.19	3.05
速动比率	2.00	2.34	2.07	1.86
现金比率	0.73	0.82	0.56	0.38
资产负债率 (%)	23.19	21.42	22.23	24.05
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	0.62	0.71	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.53	0.82	1.20
每股净资产	9.04	9.52	10.22	11.25
每股经营现金流	0.82	0.64	0.58	0.70
每股股利	0.04	0.09	0.15	0.21
估值分析				
PE	64	27	17	12
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	19.49	10.35	8.61	6.51
股息收益率 (%)	0.28	0.66	1.03	1.51

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	183	609	948	1,391
折旧和摊销	495	549	565	626
营运资金变动	-54	-578	-795	-1,065
经营活动现金流	944	736	672	804
资本开支	-499	-674	-1,031	-1,044
投资	-1,016	0	0	0
投资活动现金流	-1,431	-645	-1,031	-1,044
股权募资	19	0	0	0
债务募资	-736	20	100	200
筹资活动现金流	-1,027	-56	-53	-20
现金净流量	-1,543	7	-440	-288

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