



江南化工 (002226.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

行业景气承压，三季度业绩同比下滑

业绩简评

2025 年 10 月 24 日，公司披露 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 68.85 亿元，同比增长 2.78%；实现归母净利润 6.64 亿元，同比下降 11.40%。2025 年第三季度，公司实现营业收入 22.71 亿元，同比增长 0.95%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比下降 28.47%；实现扣非后归母净利润 2.08 亿元，同比下降 20.02%。

经营分析

民爆行业景气度承压，公司前三季度业绩同比下滑。根据中爆协数据，2025 年前三季度，国内民爆生产企业累计完成生产、销售总值分别为 287.35 亿元和 285.47 亿元，同比分别下降 4.60% 和 3.38%；累计实现利润总额 68.40 亿元，同比下降 2.54%。分地区来看，国内主要民爆需求区域前三季度生产销售总值出现不同程度下滑，其中新疆地区 1-9 月民爆生产和销售总值分别为 29.83、29.16 亿元，同比下降 6.65%、2.27%；内蒙古地区 1-9 月民爆生产和销售总值分别为 28.84、28.47 亿元，同比下降 4.04%、4.51%。在民爆行业整体产销规模与盈利能力承压的背景下，公司前三季度业绩同比出现一定程度下滑。

拟公开摘牌重庆顺安爆破器材有限公司 100% 股权，持续扩大炸药产能优势。根据公司 25 年 10 月公告，重庆市能源投资集团有限公司持有重庆顺安爆破器材有限公司 100% 股权，公司拟以公开摘牌方式参与本次股权转让，转让底价为 100,000.00 万元，最终金额以竞价结果确定。顺安爆破拥有年产 7.3 万吨工业炸药（其中混装炸药 2.19 万吨）、6680 万发工业雷管（其中电子雷管 2730 万发、导爆管雷管 2500 万发、电雷管 1450 万发）、2000 万米塑料导爆管的生产许可能力。若本次交易完成，公司可以进一步挖掘在重庆、四川、贵州、云南等地区的市场机遇，同时为公司打造西南地区民爆板块布局提供重要支撑，同时进一步扩大产能优势。

盈利预测、估值与评级

考虑到现阶段民爆行业景气度承压，我们调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 9.23、10.66、12.33 亿元（相较预测前值下调幅度分别为 6.8%、7.0%、6.8%），当前市值对应 PE 分别为 18.88、16.36、14.13 倍，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）：6.58 元

相关报告：

- 《江南化工公司点评：业绩同比小幅增长，国际业务布局持续加速》，2025.8.30
- 《江南化工公司点评：炸药产能持续扩张，继续看好公司长期成长性》，2025.5.10
- 《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	9,913	11,013	12,174
营业收入增长率	26.29%	6.59%	4.56%	11.09%	10.54%
归母净利润(百万元)	773	891	923	1,066	1,233
归母净利润增长率	70.96%	15.26%	3.64%	15.39%	15.74%
摊薄每股收益(元)	0.292	0.336	0.349	0.402	0.466
每股经营性现金流净额	0.43	0.41	0.87	0.82	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.87%	9.42%	9.07%	9.68%	10.30%
P/E	15.01	16.11	18.88	16.36	14.13
P/B	1.33	1.52	1.71	1.58	1.46

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	9,913	11,013	12,174
增长率		26.3%	6.6%	4.6%	11.1%	10.5%
主营业务成本	-5,024	-6,273	-6,629	-6,898	-7,612	-8,367
%销售收入	71.3%	70.5%	69.9%	69.6%	69.1%	68.7%
毛利	2,019	2,622	2,852	3,015	3,401	3,808
%销售收入	28.7%	29.5%	30.1%	30.4%	30.9%	31.3%
营业税金及附加	-61	-71	-80	-83	-93	-102
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-99	-134	-164	-159	-187	-207
%销售收入	1.4%	1.5%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%
管理费用	-586	-775	-891	-872	-969	-1,071
%销售收入	8.3%	8.7%	9.4%	8.8%	8.8%	8.8%
研发费用	-176	-228	-301	-307	-330	-365
%销售收入	2.5%	2.6%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,097	1,413	1,416	1,594	1,821	2,062
%销售收入	15.6%	15.9%	14.9%	16.1%	16.5%	16.9%
财务费用	-149	-144	-118	-126	-115	-104
%销售收入	2.1%	1.6%	1.2%	1.3%	1.0%	0.9%
资产减值损失	-184	-82	-75	0	0	0
公允价值变动收益	52	-58	74	17	0	0
投资收益	21	11	33	11	11	11
%税前利润	2.4%	0.9%	2.4%	0.7%	0.6%	0.6%
营业利润	872	1,211	1,411	1,496	1,717	1,969
营业利润率	12.4%	13.6%	14.9%	15.1%	15.6%	16.2%
营业外收支	-5	20	-3	1	0	0
税前利润	867	1,231	1,408	1,497	1,717	1,969
利润率	12.3%	13.8%	14.9%	15.1%	15.6%	16.2%
所得税	-247	-231	-276	-293	-337	-386
所得税率	28.4%	18.8%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
净利润	621	1,000	1,132	1,203	1,381	1,583
少数股东损益	168	226	241	280	315	350
归属于母公司的净利润	452	773	891	923	1,066	1,233
净利率	6.4%	8.7%	9.4%	9.3%	9.7%	10.1%

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	1,203	1,381	1,583
少数股东损益	168	226	241	280	315	350
非现金支出	807	768	765	676	719	761
非经营收益	102	197	32	133	154	156
营运资金变动	-61	-819	-853	293	-87	-290
经营活动现金净流	1,469	1,145	1,077	2,306	2,166	2,210
资本开支	-588	-736	-505	-1,017	-878	-878
投资	-52	39	-362	-4	0	0
其他	1	17	13	11	11	11
投资活动现金净流	-639	-681	-855	-1,010	-867	-867
股权募资	0	0	9	0	0	0
债权募资	43	757	237	89	49	94
其他	-590	-1,670	-449	-365	-399	-438
筹资活动现金净流	-547	-913	-203	-276	-350	-344
现金净流量	324	-442	26	1,020	949	999

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	2,938	3,877	4,870
应收款项	3,522	4,339	5,159	4,936	5,151	5,528
存货	478	587	813	850	938	1,031
其他流动资产	839	736	1,002	958	983	1,009
流动资产	7,053	7,603	8,905	9,682	10,950	12,438
%总资产	44.3%	45.4%	47.4%	48.6%	51.3%	54.2%
长期投资	144	110	150	153	153	153
固定资产	6,637	6,833	7,172	7,289	7,418	7,506
%总资产	41.7%	40.8%	38.2%	36.6%	34.8%	32.7%
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	10,220	10,379	10,496
%总资产	55.7%	54.6%	52.6%	51.4%	48.7%	45.8%
资产总计	15,926	16,749	18,778	19,901	21,329	22,934
短期借款	891	2,036	2,029	1,564	1,613	1,707
应付款项	1,441	1,536	1,918	2,017	2,184	2,310
其他流动负债	420	613	708	655	729	809
流动负债	2,752	4,184	4,655	4,235	4,526	4,826
长期贷款	2,965	2,506	2,917	3,481	3,481	3,481
其他长期负债	440	193	258	236	227	221
负债	6,157	6,883	7,830	7,953	8,234	8,528
普通股股东权益	8,765	8,715	9,462	10,182	11,013	11,975
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	5,247	6,078	7,040
少数股东权益	1,004	1,151	1,486	1,766	2,081	2,431
负债股东权益合计	15,926	16,749	18,778	19,901	21,329	22,934

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.171	0.292	0.336	0.349	0.402	0.466
每股净资产	3.309	3.290	3.572	3.844	4.158	4.521
每股经营现金净流	0.555	0.432	0.406	0.870	0.818	0.834
每股股利	0.060	0.060	0.080	0.077	0.088	0.102
回报率						
净资产收益率	5.16%	8.87%	9.42%	9.07%	9.68%	10.30%
总资产收益率	2.84%	4.62%	4.75%	4.64%	5.00%	5.38%
投入资本收益率	5.74%	7.94%	7.12%	7.50%	8.01%	8.42%
增长率						
主营业务收入增长率	8.67%	26.29%	6.59%	4.56%	11.09%	10.54%
EBIT 增长率	-14.46%	28.76%	0.22%	12.57%	14.29%	13.19%
净利润增长率	-57.04%	70.96%	15.26%	3.64%	15.39%	15.74%
总资产增长率	4.19%	5.17%	12.11%	5.98%	7.17%	7.53%
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	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	59.8	62.6	73.2	82.0	80.0	76.0
固定资产周转天数	333.5	270.5	263.0	242.9	211.3	183.4
偿债能力						
净负债/股东权益	13.30%	23.47%	24.26%	14.48%	6.41%	-0.41%
EBIT 利息保障倍数	7.4	9.8	12.0	12.6	15.8	19.9
资产负债率	38.66%	41.10%	41.70%	39.96%	38.61%	37.19%

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	0	0	2	2	8
增持	0	2	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.67	1.67	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。

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：北京市东城区建国门内大街 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