

2025 年 10 月 27 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 24 日
收盘价（元）	12.30
一年内最高/最低（元）	15.35/10.67
总市值（百万元）	7,641.27
流通市值（百万元）	7,641.27
总股本（百万股）	621.24
资产负债率（%）	39.16
每股净资产（元/股）	5.39

资料来源：聚源数据

国泰集团 (603977. SH)

——民爆利润保持增长，其他业务及补助形成拖累

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，实现收入 16.01 亿元，同比下降 6.01%，归母净利润 1.9 亿元，同比下降 13.06%；其中单三季度实现收入 5.43 亿元，同比下滑 5.97%，归母净利润 6869.19 万元，同比下滑 16.24%。
- **成本下行驱动民爆主业绩维持增长。**根据三季报情况说明，公司民爆业务前三季度业绩同比有一定增长，拆分来看，销量和价格均构成拖累，增长主要来源于成本下行带来的盈利能力提升：1) **销量：**前三季度公司包装炸药销量 8.44 万吨，同比下降 2.63%；电子雷管销量 1704 万发，同比下降 11.47%；爆破工程 4526 万立方米，同比下降 2.92%。2) **价格：**前三季度公司包装炸药不含税均价 6165 元/吨，同比下降 1.74%；电子雷管不含税均价 12.78 万元/万发，同比下降 8.49%。3) **成本：**前三季度公司硝酸铵不含税均价 1830 元/吨，同比下降 19.95%，原料端价格降幅大于炸药价格降幅，盈利能力或仍有提升。
- **非民爆业务及补助构成边际拖累。**公司总体业绩水平出现一定程度的下降，主要来自非民爆业务影响：1) 公司控股子公司江西永宁科技有限责任公司、江西宏泰物流有限公司因行业竞争加剧等因素的影响，业绩有所下降；2) 控股子公司澳科新材上年三季度因长账龄应收账款大幅减少而冲回大额信用减值损失，今年前三季度业绩同比下滑；3) 公司上年同期收到省级工业发展专项计划资金 1000 万元，本年计入当期损益的政府补助较上年减少。
- **整体毛利率稳定，期间费用率小幅上升。**前三季度整体毛利率 34.91%，同比小幅提高 0.3 个百分点。期间费用率 21.95%，同比上升 1.32 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.85%、11.68%、5.87%、0.55%，分别同比上升 0.4、0.5、0.1、0.4 个百分点。
- **投资建议：**整体看，剔除补贴影响，公司利润总体相对稳定，未来主要关注点来自含能材料，进度来看，001 号生产线已于今年 9 月底开始试车，后续潜在业绩增量可期。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.55、3.37、5.04 亿元，对应 10 月 24 日 PE 30、23、15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游采矿业需求不及预期；大运河项目建设进度低于预期；原料硝酸铵涨价

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,541	2,354	2,318	2,855	3,343
同比增长率（%）	18.05%	-7.34%	-1.54%	23.17%	17.06%
归母净利润（百万元）	306	181	255	337	504
同比增长率（%）	112.65%	-40.84%	41.18%	32.12%	49.53%
每股收益（元/股）	0.49	0.29	0.41	0.54	0.81
ROE（%）	9.79%	5.62%	7.53%	9.32%	12.73%
市盈率（P/E）	25.01	42.28	29.94	22.66	15.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	936	1,010	508	523
应收票据及账款	981	831	1,024	1,199
预付账款	39	35	43	51
其他应收款	47	56	69	80
存货	297	278	335	363
其他流动资产	300	156	193	225
流动资产总计	2,602	2,367	2,172	2,442
长期股权投资	139	141	142	143
固定资产	1,666	1,782	2,126	2,321
在建工程	164	232	250	100
无形资产	434	446	482	513
长期待摊费用	25	22	19	15
其他非流动资产	657	678	674	674
非流动资产合计	3,085	3,302	3,694	3,767
资产总计	5,687	5,668	5,865	6,208
短期借款	746	646	446	346
应付票据及账款	455	476	573	621
其他流动负债	412	314	379	415
流动负债合计	1,613	1,436	1,397	1,381
长期借款	346	287	233	160
其他非流动负债	45	45	45	45
非流动负债合计	390	331	278	205
负债合计	2,004	1,767	1,675	1,586
股本	621	621	621	621
资本公积	1,324	1,324	1,324	1,324
留存收益	1,269	1,442	1,671	2,014
归属母公司权益	3,214	3,387	3,616	3,959
少数股东权益	469	514	574	663
股东权益合计	3,683	3,901	4,190	4,622
负债和股东权益合计	5,687	5,668	5,865	6,208

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	220	255	351	548
折旧与摊销	116	138	163	181
财务费用	3	1	1	2
投资损失	-2	-9	-9	-9
营运资金变动	-194	231	-145	-171
其他经营现金流	125	53	53	53
经营性现金净流量	267	668	414	604
投资性现金净流量	-403	-353	-553	-253
筹资性现金净流量	-163	-242	-363	-336
现金流量净额	-299	73	-501	15

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,354	2,318	2,855	3,343
营业成本	1,492	1,545	1,859	2,015
税金及附加	16	16	19	23
销售费用	98	93	114	134
管理费用	283	232	286	334
研发费用	131	128	157	184
财务费用	3	1	1	2
资产减值损失	-118	-3	-3	-4
信用减值损失	-3	-3	-3	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	9	9	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	56	45	45	45
营业利润	269	354	468	699
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	4	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	267	353	467	698
所得税	48	53	70	105
净利润	220	300	397	593
少数股东损益	39	45	59	89
归属母公司股东净利润	181	255	337	504
EPS(元)	0.29	0.41	0.54	0.81

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-7.34%	-1.54%	23.17%	17.06%
营业利润增长率	-33.77%	31.71%	32.00%	49.39%
归母净利润增长率	-40.84%	41.18%	32.12%	49.53%
经营现金流增长率	-28.15%	150.35%	-38.01%	45.71%
盈利能力				
毛利率	36.65%	33.38%	34.91%	39.71%
净利率	9.34%	12.95%	13.89%	17.74%
ROE	5.62%	7.53%	9.32%	12.73%
ROA	3.18%	4.50%	5.75%	8.12%
估值倍数				
P/E	42.28	29.94	22.66	15.16
P/S	3.25	3.30	2.68	2.29
P/B	2.38	2.26	2.11	1.93
股息率	0.73%	1.07%	1.41%	2.11%
EV/EBITDA	23	17	14	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。