

民爆与新能源双轮驱动，公司业绩展现韧性

投资要点:

- **事件:** 江南化工发布 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, 同比减少 11.40%; 2025 年三季度实现营业收入 22.71 亿元, 同比增长 0.95%, 环比减少 12.71%, 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比减少 28.47%, 环比减少 15.47%。
- **公司在民爆业务领域具有较为完善的业务布局, 覆盖了民爆产品的生产、销售以及工程施工服务等多个环节。** 其业务范围广泛, 国内业务覆盖安徽、新疆、陕西等多个省、自治区、直辖市, 并在新疆等资源大省进行了重点战略布局, 能够充分受益于当地的基础设施建设和矿产资源开发等需求。公司是国内民爆产品品种最齐全的企业之一, 拥有工业炸药生产许可产能 77.75 万吨, 处于行业第一梯队。国际业务方面, 公司在蒙古、纳米比亚、刚果(金)、塞尔维亚等“一带一路”沿线地区均有布局, 承接了多个战略性矿山开采项目的爆破一体化服务。2025 年 10 月 11 日公司发布公告, 拟以公开摘牌方式参与重庆顺安爆破器材有限公司 100%股权转让, 标的公司拥有年产 7.3 万吨工业炸药(其中混装炸药 2.19 万吨)等, 通过本次交易, 公司可以进一步开发重庆、四川、贵州、云南市场。
- **地域优势凸显价值, 新能源业务稳健发展。** 公司新能源业务涉及风力发电、光伏发电的项目开发、建设及运营, 盾安新能源拥有多年清洁能源开发经验。截至 2025 年 6 月末, 新能源累计装机约 106 万千瓦。截至 2025 年 6 月末, 共拥有 16 个已并网的风电场项目及 2 个已并网的光伏电站项目。公司新能源产业布局全国, 目前在内蒙古、新疆、宁夏、贵州、甘肃、山西等资源优势区拥有优质风、光伏发电场。
- **双主业驱动展现业绩韧性, 费率优化提升效率。** 今年以来, 民爆行业总体运行平稳, 公司在核心区域以及重点省份拓展开发, 巩固市场地位。新能源公司通过物联网、大数据等技术赋能, 提高管理水平, 进而增强风场运营的效益与盈利能力。在此背景下, 公司各项费率呈下降趋势, 今年前三季度公司销售、管理、财务三项费用率分别 1.59%、8.83%、1.29%, 分别同比-0.02pp、+0.22pp、-0.14pp, 费用控制良好。2025 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 30.24%、12.70%, 盈利能力较好。
- **盈利预测与投资建议:** 民爆与新能源双主业发展, 随着行业整合推进, 民爆行业有望向龙头集中, 叠加新能源持续布局, 看好公司长期成长。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 13.91%, 给予 2025 年 24 倍 PE, 目标价 8.16 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 爆破工程订单不及预期风险; 海外市场拓展下降风险; 民爆需求下降风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	94.81	106.02	118.70	133.04
增长率	6.59%	11.83%	11.96%	12.08%
归属母公司净利润(亿元)	8.91	9.13	11.21	13.17
增长率	15.26%	2.52%	22.72%	17.46%
每股收益EPS(元)	0.34	0.34	0.42	0.50
净资产收益率 ROE	10.34%	9.77%	10.91%	11.60%
PE	19	18	15	13
PB	1.76	1.64	1.50	1.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 钱伟伦
执业证号: S1250525070005
电话: 13122028826
邮箱: qwl@swsc.com.cn

分析师: 甄理
执业证号: S1250525050004
电话: 021-68413856
邮箱: zhli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.49
流通 A 股(亿股)	26.49
52 周内股价区间(元)	5.1-7.14
总市值(亿元)	166.35
总资产(亿元)	200.82
每股净资产(元)	3.87

相关研究

目 录

1 江南化工：民爆与新能源双轮驱动，公司业绩展现韧性	1
1.1 海内外协同发力，民爆与新能源双轮驱动	1
1.2 营收稳健增长，盈利能力彰显韧性	3
2 盈利预测与估值	4
2.1 盈利预测	4
2.2 相对估值	5
3 风险提示	5

图 目 录

图 1：国内布局.....	1
图 2：国外布局.....	2
图 3：新能源业务	2
图 4：公司营业收入.....	3
图 5：公司归母净利润	3
图 6：公司各项费率控制良好.....	3
图 7：公司毛利率、净利率	3

表 目 录

表 1：公司民爆行业产品产能情况	2
表 2：业务拆分.....	4
表 3：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值	6

1 江南化工：民爆与新能源双轮驱动，公司业绩展现韧性

1.1 海内外协同发力，民爆与新能源双轮驱动

公司在民爆业务领域具有较为完善的业务布局，覆盖了民爆产品的生产、销售以及工程施工服务等多个环节。其业务范围广泛，国内业务覆盖安徽、新疆、陕西等多个省、自治区、直辖市，并在新疆等资源大省进行了重点战略布局，能够充分受益于当地的基础设施建设和矿产资源开发等需求。公司是国内民爆产品品种最齐全的企业之一，拥有工业炸药生产许可产能 77.75 万吨，处于行业第一梯队。国际业务方面，公司在蒙古、纳米比亚、刚果（金）、塞尔维亚等“一带一路”沿线地区均有布局，承接了多个战略性矿山开采项目的爆破一体化服务。2025 年 10 月 11 日公司发布公告，拟以公开摘牌方式参与重庆顺安爆破器材有限公司 100%股权转让，标的公司拥有年产 7.3 万吨工业炸药（其中混装炸药 2.19 万吨）等，通过本次交易，公司可以进一步开发重庆、四川、贵州、云南市场。

图 1：国内布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：国外布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 1：公司民爆行业产品产能情况

主要产品	许可产能	产能利用率
工业炸药及制品	77.75 万吨	39.51%
工业导爆索	5700 万米	24.38%
数码电子雷管	3670 万发	29.11%
安全气囊用点火具	1.4 亿发	43.80%
震源管雷管	4000 万发	0
塑料导爆管	3.1 亿米	0

数据来源：公司2025 半年报，西南证券整理

地域优势凸显价值，新能源业务稳健发展。公司新能源业务涉及风力发电、光伏发电的项目开发、建设及运营，盾安新能源拥有多年清洁能源开发经验。截至 2025 年 6 月末，新能源累计装机约 106 万千瓦。截至 2025 年 6 月末，共拥有 16 个已并网的风电场项目及 2 个已并网的光伏电站项目。公司新能源产业布局全国，目前在内蒙古、新疆、宁夏、贵州、甘肃、山西等资源优势区拥有优质风、光发电电场。

图 3：新能源业务



光伏电站



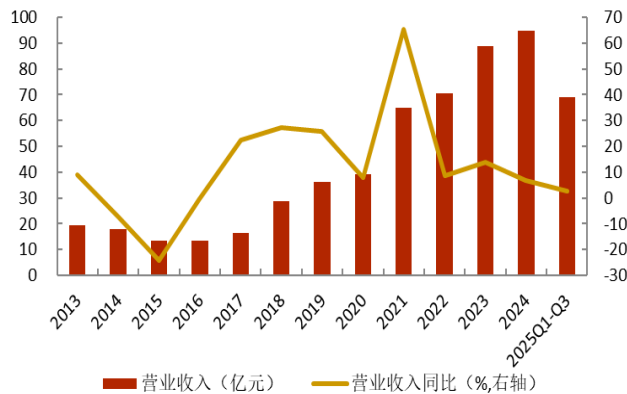
风电场

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 营收稳健增长，盈利能力彰显韧性

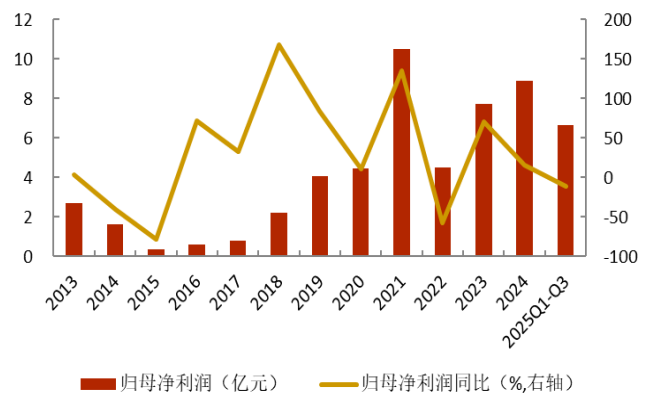
双主业驱动展现业绩韧性，费率优化提升效率。今年以来，民爆行业总体运行平稳，公司在核心区域以及重点省份拓展开发，巩固市场地位。新能源公司通过物联网、大数据等技术赋能，提高管理水平，进而增强风场运营的效益与盈利能力。在此背景下，公司各项费率呈下降趋势，今年前三季度公司销售、管理、财务三项费用率分别 1.59%、8.83%、1.29%，分别同比-0.02pp、+0.22pp、-0.14pp，费用控制良好。2025 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 30.24%、12.70%，盈利能力较好。

图 4：公司营业收入



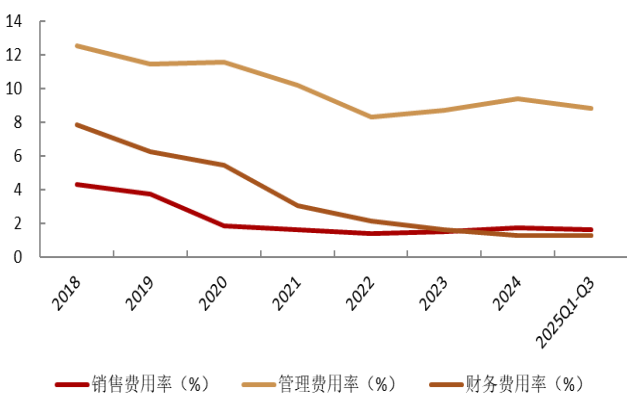
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司归母净利润



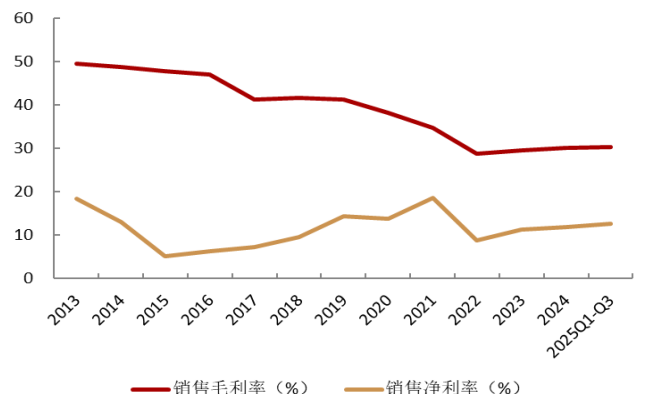
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司各项费率控制良好



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司毛利率、净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司持续巩固重点领域市场份额，爆破工程有望保持快速增长，毛利率维持较好水平，预计 2025-2027 年营收分别为 58.7 亿元、67.5 亿元、77.6 亿元，分别同比+15.0%、+15.0%、+15.0%；毛利率分别为 22.0%、22.0%、22.0%。

假设 2：民爆具有严格准入资质，随着行业集中度提升，公司民用炸药有望保持增长；预计 2025-2027 年营收分别为 30.2 亿元、33.2 亿元、36.5 亿元，分别同比+10.0%、+10.0%、+10.0%；毛利率分别为 44.0%、45.0%、46.0%。

假设 3：公司有望同通过技术赋能，提高发电效率，预计 2025-2027 年新能源营收分别为 8.2 亿元、8.6 亿元、9.0 亿元，分别同比+5.0%、+5.0%、+5.0%；毛利率分别为 43.0%、43.0%、43.0%。

表 2：业务拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入（亿元）	94.8	106.0	118.7	133.0
yoy	6.6%	11.8%	12.0%	12.1%
营业成本（亿元）	66.3	73.5	82.3	92.2
毛利率	30.1%	30.6%	30.7%	30.7%
爆破工程				
收入（亿元）	51.0	58.7	67.5	77.6
yoy		15.0%	15.0%	15.0%
成本（亿元）	40.0	45.8	52.7	60.5
毛利率	21.6%	22.0%	22.0%	22.0%
民用炸药				
收入（亿元）	27.4	30.2	33.2	36.5
yoy		10.0%	10.0%	10.0%
成本（亿元）	15.9	16.9	18.2	19.7
毛利率	42.2%	44.0%	45.0%	46.0%
新能源发电				
收入（亿元）	7.8	8.2	8.6	9.0
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	4.5	4.7	4.9	5.1
毛利率	42.1%	43.0%	43.0%	43.0%
其他				
收入（亿元）	8.6	9.0	9.5	9.9
yoy		5.0%	5.0%	5.0%
成本（亿元）	5.9	6.2	6.5	6.9

	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	30.8%	31.0%	31.0%	31.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取民爆行业的 3 家公司进行对比，2024 年平均 PE 为 29 倍，根据 wind 一致预期，2025 年平均 PE 为 25 倍。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002683	广东宏大	40.27	1.18	1.45	1.79	2.15	22.42	27.87	22.45	18.71
002096	易普力	13.81	0.57	0.70	0.81	0.93	20.67	19.76	17.08	14.92
603977	国泰集团	13.35	0.29	0.49	0.66	0.83	44.51	27.03	20.17	16.02
平均值							29.20	24.89	19.90	16.55
002226	江南化工	6.28	0.34	0.34	0.42	0.50	18.67	18.21	14.84	12.63

数据来源：Wind，截至2025/11/5，广东宏大、易普力、国泰集团参考Wind一致预期，西南证券整理

民爆与新能源双主业发展，随着行业整合推进，民爆行业有望向龙头集中，叠加新能源持续布局，看好公司长期成长。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 13.91%，给予 2025 年 24 倍 PE，目标价 8.16 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

爆破工程订单不及预期风险；海外市场拓展下降风险；民爆需求下降风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	94.81	106.02	118.70	133.04	净利润	11.32	11.62	14.33	16.90
营业成本	66.29	73.54	82.31	92.23	折旧与摊销	6.77	6.90	7.08	7.24
营业税金及附加	0.80	0.88	0.99	1.11	财务费用	1.18	1.45	1.10	0.65
销售费用	1.64	1.91	1.99	2.31	资产减值损失	-0.75	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	11.93	13.78	14.84	15.97	经营营运资本变动	-7.12	-0.63	-6.17	-6.67
财务费用	1.18	1.45	1.10	0.65	其他	-0.64	1.39	0.41	0.52
资产减值损失	-0.75	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	10.77	20.53	16.56	18.44
投资收益	0.33	0.10	0.19	0.19	资本支出	-7.12	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.74	0.00	0.00	0.00	其他	-1.42	0.00	0.09	0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8.55	-1.00	-0.91	-0.91
营业利润	14.11	14.76	17.87	21.17	短期借款	6.48	-2.55	-1.00	-2.00
其他非经营损益	-0.03	0.19	0.10	0.14	长期借款	4.11	0.10	0.10	0.10
利润总额	14.08	14.95	17.97	21.31	股权融资	0.16	0.00	0.00	0.00
所得税	2.76	3.33	3.63	4.41	支付股利	-1.85	-1.86	-2.02	-2.63
净利润	11.32	11.62	14.33	16.90	其他	-10.92	-10.38	-1.02	-0.62
少数股东损益	2.41	2.49	3.12	3.73	筹资活动现金流净额	-2.03	-14.69	-3.94	-5.15
归属母公司股东净利润	8.91	9.13	11.21	13.17	现金流量净额	0.26	4.85	11.71	12.38
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19.31	24.16	35.86	48.24	成长能力				
应收和预付款项	49.69	51.16	56.93	64.25	销售收入增长率	6.59%	11.83%	11.96%	12.08%
存货	8.13	11.70	13.10	14.68	营业利润增长率	16.48%	4.64%	21.01%	18.48%
其他流动资产	11.92	7.78	8.27	8.84	净利润增长率	13.29%	2.62%	23.34%	17.88%
长期股权投资	1.22	1.22	1.22	1.22	EBITDA 增长率	9.74%	4.75%	12.71%	11.56%
投资性房地产	0.12	0.12	0.12	0.12	获利能力				
固定资产和在建工程	71.71	67.26	62.71	58.10	毛利率	30.08%	30.64%	30.66%	30.67%
无形资产和开发支出	19.26	17.97	16.59	15.12	三费率	15.55%	16.16%	15.11%	14.22%
其他非流动资产	6.41	6.36	6.30	6.25	净利率	11.94%	10.96%	12.08%	12.70%
资产总计	187.78	187.72	201.11	216.82	ROE	10.34%	9.77%	10.91%	11.60%
短期借款	11.55	9.00	8.00	6.00	ROA	6.03%	6.19%	7.13%	7.79%
应付和预收款项	18.56	19.35	22.36	24.67	ROIC	9.38%	9.22%	11.24%	12.73%
长期借款	29.17	29.27	29.37	29.47	EBITDA/销售收入	23.27%	21.80%	21.94%	21.84%
其他负债	19.03	11.09	9.98	11.00	营运能力				
负债合计	78.30	68.72	69.71	71.13	总资产周转率	0.53	0.56	0.61	0.64
股本	26.49	26.49	26.49	26.49	固定资产周转率	1.41	1.59	1.88	2.26
资本公积	18.44	18.44	18.44	18.44	应收账款周转率	2.34	2.32	2.38	2.39
留存收益	48.77	56.04	65.23	75.77	存货周转率	9.36	7.37	6.60	6.61
归属母公司股东权益	94.62	101.66	110.93	121.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.80%	—	—	—
少数股东权益	14.86	17.35	20.47	24.20	资本结构				
股东权益合计	109.48	119.00	131.39	145.69	资产负债率	41.70%	36.61%	34.66%	32.81%
负债和股东权益合计	187.78	187.72	201.11	216.82	带息债务/总负债	52.00%	55.69%	53.61%	49.86%
					流动比率	1.91	2.57	3.02	3.48
					速动比率	1.74	2.25	2.68	3.10
					股利支付率	20.81%	20.38%	18.01%	19.96%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	0.34	0.34	0.42	0.50
EBITDA	22.06	23.11	26.05	29.06	每股净资产	3.57	3.84	4.19	4.59
PE	18.67	18.21	14.84	12.63	每股经营现金	0.41	0.78	0.63	0.70
PB	1.76	1.64	1.50	1.37	每股股利	0.07	0.07	0.08	0.10
PS	1.75	1.57	1.40	1.25					
EV/EBITDA	8.51	7.42	6.10	4.97					
股息率	1.11%	1.12%	1.21%	1.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn