

2023年04月13日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

甘化科工 (000576)

2022 年年报点评：聚焦军工产业元年，内生增长与外延扩张齐头并进

报告摘要

◆ 事件：公司4月8日公告，2022年实现营业收入（4.45亿元，-17.46%），归母净利润（1.19亿元，+274.81%），扣非归母净利润（0.99亿元，+757.04%），毛利率（60.35%，+19.93pcts），净利率（26.65%，+19.36pcts）。

◆ 公司营收利润均快速增长，军工业务收入创历史新高

2022年，公司营业收入（4.45亿元，-17.46%）有所下降，毛利率（60.35%，+19.93pcts）快速提升，我们认为主要是由于公司在本年度停止开展毛利率较低的食糖类业务，聚焦军工主业提升盈利能力所致。公司归母净利润（1.19亿元，+274.81%）实现高速增长，净利率（26.65%，+19.36pcts）显著提升，我们认为主要是由于公司上年度计提商誉减值5766.89万元以及运营效率改善所致。

从2022Q4单季度来看，公司营业收入（1.51亿元，+100.97%）与归母净利润（0.47亿元，同比增加1.12亿元）实现大幅增长，毛利率（62.76%，-4.52pcts），净利率（29.96%，+115.79pcts）。2022Q4公司盈利能力出现提升，我们认为主要是由于2021Q4公司计提商誉减值5766.89万元以及公允价值变动损失4573.56万元等因素所导致。

从产品看，2022年5月公司终止了食糖贸易业务后，聚焦于军工制造业，目前的主营业务包含电源及相关产品、高性能特种合金材料制品两大类，具体情况如下：

① 公司电源及相关产品体量占比最大（营收占比61.96%），2022年收入（2.76亿元，+44.20%）实现高速增长，主要原因为本期军工订单增加，毛利率（79.72%，-4.06pcts）有所下降；

② 高性能特种合金材料制品（营收占比30.03%），2022年收入（1.34亿元，+6.72%）稳中有升，毛利率（32.94%，-8.60pcts）有所下降。

投资评级

买入

维持评级

2023年04月12日

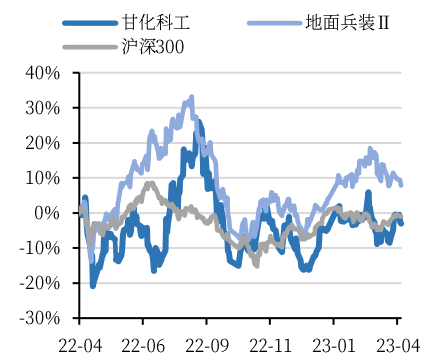
收盘价(元): 11.63

目标价(元): 15.07

公司基本数据

总股本(百万股)	442.86
总市值(百万)	5,150.48
流通股本(百万股)	429.49
流通市值(百万)	4,994.96
12月最高/最低价(元)	15.39/9.14
资产负债率(%)	10.85
每股净资产(元)	3.96
市盈率(TTM)	43.13
市净率(PB)	2.94
净资产收益率(%)	6.80

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

整体来看，我们认为，2022 年公司在停止盈利能力较差的食糖业务后，净利润与毛利率均呈现快速增长态势，在军工电源和导弹市场目前呈现快速发展，以及公司产品线积极拓展下，公司整体收入与利润有望维持快速增长。

◆ 不断加大研发投入，有望为未来业绩带来新增量空间

费用方面，2022 年，公司三费率（20.73%，+3.45pcts）有所上升。具体来看，销售费用率（6.78%，+1.62pcts）、管理费用率（13.63%，+0.74pcts）、财务费用率（0.31%，+1.08pcts）均有所增长，财务费用增长主要系存款收益减少以及租赁支出摊销至财务费用金额增加所致。同时，公司持续加大研发投入（0.73 亿元，+43.83%），研发费用率（16.35%，+6.97pcts）创近六年新高。而从研发人员（166 人，+36.07%）出现大幅增长来看，公司在聚焦军工制造领域后，正在不断扩充研发人员规模。而从公司研发项目来看，公司的研发投入集中于丰富全国化产品线，提高产品多元性，我们认为，公司在军工电源和新材料领域的竞争力有望得到进一步加强，将为公司带来更多的增量收入空间和盈利空间。

现金流方面，2022 年，公司经营活动产生的现金流量净额（-0.53 亿元，-144.08%）大幅减少，主要系军品收入规模增长，公司积极备货，采购支出增加以及应收票据较多所致；投资活动产生现金流量净额（0.84 亿元，+122.92%）大幅增长，主要系上期购买理财产品较多以及上期支付股权转让款项 1.12 亿元所致；筹资活动产生现金流量净额（-0.07 亿元，+95.41%）大幅上升，主要系上期支付购买少数股东股权款项 6833.60 万元以及上期分配股利 9657.73 万元所致。

其他财务数据方面，2022 年末，公司应付账款（0.31 亿元，+41.62%）、存货（1.59 亿元，+39.52%）快速增长，其中，发出商品 0.14 亿元（-3.83%），2023 年有望较快兑现至利润表，同时，存货中的原材料（0.76 亿元，+82.74%）和库存商品（0.39 亿元，+155.73%）也出现大幅增长，我们判断，公司在手订单或意向客户需求充足，目前正在积极备货备产，同时提前储备原材料也将继续有助于毛利率维持在一定水平。

◆ 坚定转型军工，内生增长与外延扩张并举

甘化科工原名广东甘化，成立之初，主营业务为要从事 LED 产业、生化产业和糖纸贸易业务。发展过程中，①随着 LED 产业竞争加剧，公司于 2018 年 2 月 11 日挂牌出售子公司德力光电（LED 业务主体），退出 LED 产业；②纸张贸易业务方面，受宏观经济影响，造纸行业正处于去产能、调

结构的转型期，呈低位运行态势，国内纸制品消费需求乏力，纸品市场已基本饱和，公司于 2017 年下半年结束了纸张贸易，退出纸张产业；③生化产业方面，由于公司生产所需的蒸汽无法满足，生产成本大幅上升，公司于 2018 年 5 月末停止了生物中心的生产，退出生化产业；④食糖贸易方面，由于盈利能力不强，且与公司发展战略不匹配，公司于 2022 年 5 月结束了食糖贸易业务。

公司从 2018 年开始坚定转型，围绕军工、新材料、高端制造逐步发力。

① 收购沈阳含能 70%股权：公司先后于 2018 年 9 月 13 日作价 1.84 亿收购沈阳含能金属材料有限公司 45%股权，2019 年 3 月 7 日作价 1.02 亿收购沈阳含能 25%的股权，2021 年 8 月 10 日作价 0.68 亿收购沈阳含能 20%的股权，收购完成后持有沈阳含能 90%股权。2022 年沈阳含能营收 1.21 亿 (-4.91%)，净利润 0.29 亿 (-16.42%)。

② 收购四川升华电源：公司于 2018 年 12 月 6 日作价 6.60 亿四川升华电源科技有限公司 100%股权。2022 年四川升华营收 2.76 亿元 (+44.32%)，净利润 1.01 亿元 (+56.04%)。

③ 增资沈阳非晶：2022 年，公司收购福建将乐卓越金属材料有限公司 100%股权，通过增资方式取得沈阳非晶金属材料制造有限公司 33.34%股权，通过子公司福建卓越间接持有沈阳非晶 23.33%股权，共计持有沈阳非晶 56.67%股权。沈阳非晶 2022 年营收 0.15 亿元，净利润-0.08 亿元。

④ 战略投资锆威特半导体：2020 年 9 月、10 月以及 2021 年 10 月，在以自有资金收购锆威特半导体股权及对其增资后，目前公司共持有锆威特半导体 19.10%股权。锆威特 2022 年营收 2.35 亿元 (+12.23%)，净利润 0.61 亿元 (+26.07%)。锆威特在功率半导体及模拟集成电路设计领域拥有强大的研发团队和丰富的产业资源。开发的 SiC 功率器件已成功实现产业化，公司所处行业市场规模大，未来发展态势持续向好。通过对锆威特实施战略投资，有望对公司电源板块的技术、研发工作产生积极的协同效应，将加快公司核心器件国产化步伐，有效提升产品竞争力。2022 年 12 月，锆威特 IPO 申请已通过上交所科创板上市委员会审核，上市后可持续给公司带来较好的投资收益。

◆ 聚焦军工产业，有助于公司享受军工产业高景气发展红利

公司通过数次剥离和并购，目前形成了电源及相关业务产品、以及高性能特种合金材料制品两大业务板块的产业格局。

① 军工电源及相关产品业务

公司电源及相关产品业务由全资子公司升华电源和四川甘华承担。升华电源以模块电源系统和定制电源系统两大类产品，建成了可靠性高、质量稳定、技术先进、应用范围广泛、规格品种齐全电源产品线，主要服务于机载、舰载、弹载等多种武器平台，主要客户涵盖国内知名军工企业、军工科研院所、军工厂等。四川甘华主要从事电力设备、蓄电池、电子元器件、电子产品及配件等产品的研发、销售业务，目前致力于电源相关产品及前瞻电源技术的研发、推广及应用。

电源行业在航空、航天及军工领域中的应用处于较快发展阶段，航空航天及军工领域对于电源产品的要求更加严格，产品技术含量、附加值比其他行业高，因此，吸引了很多国外电源供应商。随我国军工电子元器件国产化率在“十四五”的逐步提高，军工电子相关企业将有望在武器装备信息化过程中享受“质”与“量”带来的增速外，额外受益于国产替代这一加速度。我们认为，公司一直致力于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产、销售和服务，已经建成了可靠性高、质量稳定、技术先进、应用范围广泛、规格品种齐全的电源产品线，具备一定的进口替代能力。同时受益于航空、舰船、雷达、导弹等武器系统型号增加以及国产化力度提升，有望进一步增强盈利能力。

② 高性能特种合金材料制品业务

公司高性能特种合金材料制品业务由控股子公司沈阳含能和沈阳非晶承担。沈阳含能主要承担各种规格钨合金预制破片的研发及制造，产品系列涵盖钨柱、钨环、钨球等，特性为高密度、抗拉强度大、弹性模量高、热膨胀系数低以及良好的导热性、导电性等，主要应用于国防科技领域，为海、陆、空、火箭、战略支援等多部队装备的炮弹、火箭弹及导弹产品进行配套。沈阳非晶主要从事非晶合金材料研发、制造、销售等业务，产品为非晶合金复合体，主要应用于军工、航空航天、石油化工等领域。

从需求侧看：以我国导弹市场为例，“十四五”以来，导弹产业在实战化演习消耗、新型号批产放量的背景下，产业的高景气度已经在市场上逐渐形成共识。从中长期看，无论是内需还是军贸，导弹需求的持续性在军工板块各细分赛道中都相对具有优势。

从供给侧看：受到疫情、限电等因素下的供给交付波动影响，导弹产业2022年出现阶段性波动，但下游需求旺盛没有出现变化，我们认为，随着供给的扰动逐步消散，企业业绩将稳定提升。我们认为公司高性能特种合金材料制品受益于军队备战，炮弹、火箭弹及导弹大量消耗，有望跟随军工产业快速增长，呈现景气度抬升。

◆ 积极推进股权激励，激发公司长期发展活力

报告期内，公司将 2021 年限制性股票激励计划中预留的 45.90 万股授予 22 位激励对象，授予价格为 5.23 元，约占本激励计划授予限制股票的 10.46%。并对第一个限售期的相关业绩完成情况进行了考核，对达到考核要求的 117.44 万股限制性股票申请解除了限售。

我们认为公司有序推进推行股权激励措施，一方面是基于对公司未来几年业务稳健发展的信心，另一方面，可进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，谋求长远发展。

◆ 投资建议

公司自 2018 年来围绕军工、新材料、高端制造领域，坚定转型，目前公司聚焦于军工业务，坚持内生式增长与外延式扩张并举，产业发展逻辑较为清晰：

1. 2022 年公司在停止盈利能力较差的食糖业务后，聚焦于军工业务，净利润与毛利率均呈现快速增长态势，同时公司积极拓展产品线，有利于公司整体收入与利润的快速增长；

2. 2022 年公司不断加大研发投入，研发人员数量大幅提升，致力于高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产、销售和服务，具备一定的进口替代能力。同时受益于航空、舰船、雷达、导弹等武器系统型号增加以及国产化力度提升，有望进一步增强盈利能力；

3. 公司高性能特种合金材料制品受益于军队备战，炮弹、火箭弹及导弹大量消耗，有望跟随军工产业快速增长，呈现景气度抬升；

4. 公司投资的锆威特 IPO 申请已通过上交所科创板上市委员会审核，有望持续给公司带来较好的投资收益。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 5.08 亿元、6.11 亿元和 7.32 亿元，归母净利润分别为 1.35 亿元、1.67 亿元及 2.09 亿元，EPS 分别为 0.31 元、0.38 元、0.47 元，我们维持“买入”评级，目标价格 15.07 元，分别对应 49 倍、40 倍及 32 倍 PE。

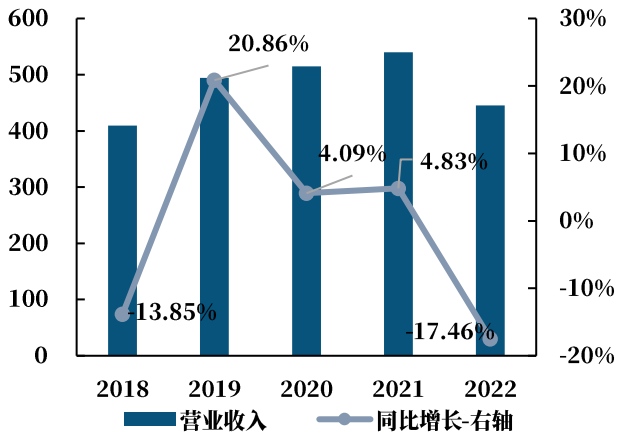
◆ 风险提示

公司下游需求不及预期，军工电源市场拓展不及预期，下游客户集中度较高。

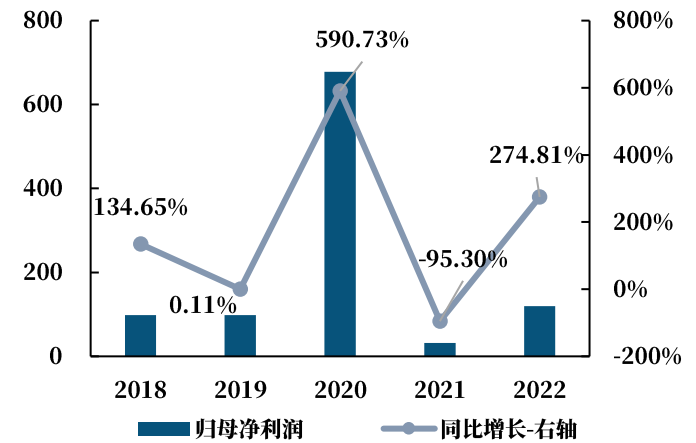
财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	539.63	445.38	508.12	610.81	731.88
增长率（%）	4.83	(17.46)	14.09	20.21	19.82
归母净利润（百万元）	31.86	119.41	135.38	166.84	209.06
增长率（%）	(95.30)	274.81	13.37	23.24	25.31
毛利率（%）	40.42	60.35	64.46	62.66	60.47
每股收益（元）	0.07	0.27	0.31	0.38	0.47
市盈率 PE	165.84	44.25	39.03	31.67	25.27
市净率 PB	3.26	3.01	2.80	2.58	2.35
净资产收益率 ROE（%）	1.97	6.80	7.18	8.16	9.32

资料来源：Wind，中航证券研究所

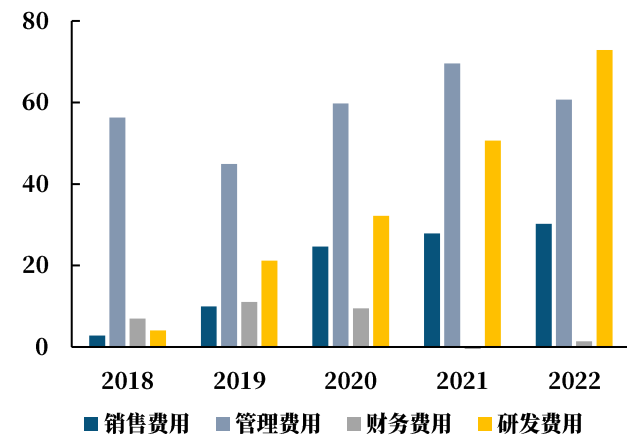
● 2018-2022 年公司年报主要财务数据

图1 公司年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)


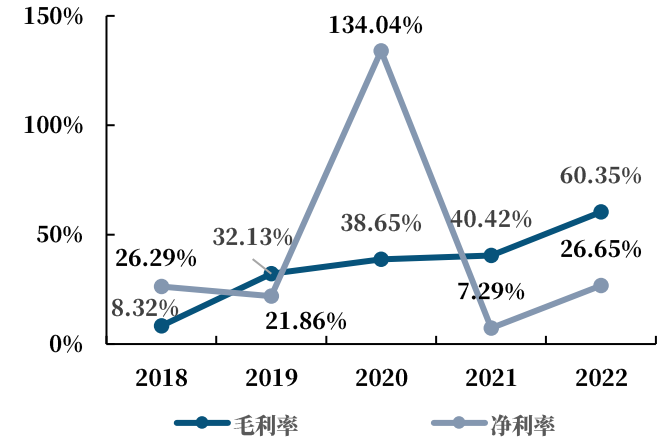
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


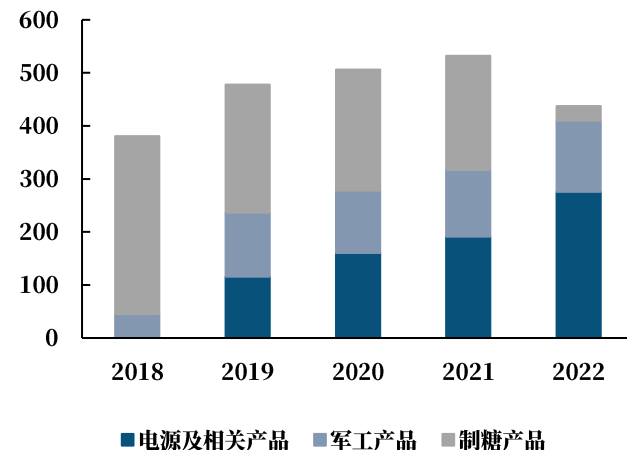
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图3 公司年报费用情况 (单位: 百万元)


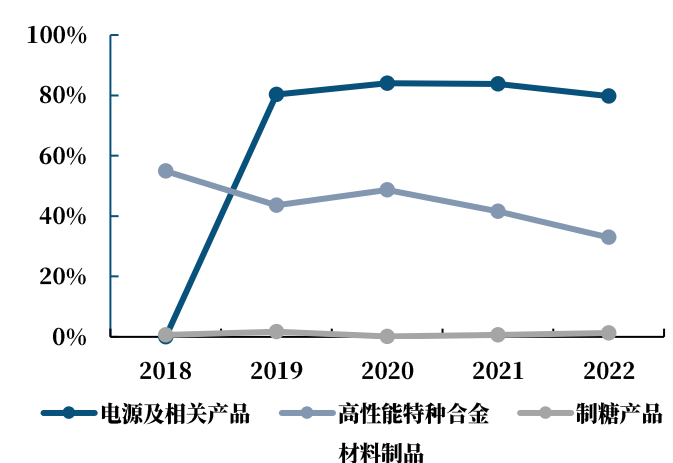
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图4 公司年报毛利率及净利率情况 (单位: 百万元; %)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图5 公司年报各业务收入情况 (单位: 百万元)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图6 公司年报各业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所



财务报表与财务指标

报表预测		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	514.78	539.63	445.38	508.12	610.81	731.88
减: 营业成本	315.80	321.49	176.60	180.61	228.09	289.33
税金及附加	2.35	2.62	2.86	2.69	3.24	3.88
主营业务利润	196.63	215.52	265.92	324.82	379.49	438.67
减: 销售费用	24.65	27.85	30.20	30.49	35.43	36.59
管理费用	59.72	69.55	60.72	63.51	73.30	80.51
研发费用	32.16	50.64	72.84	81.30	87.65	102.46
财务费用	9.52	-4.14	1.40	2.10	1.37	0.52
经营性利润	70.58	71.62	100.77	147.42	181.74	218.58
加: 资产减值损失	0.00	-57.67	-4.19	-25.41	-29.32	-24.52
信用减值损失	0.96	-3.28	-8.35	-5.08	-5.50	-6.59
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	4.48	29.40	17.36	22.52	29.28	38.05
公允价值变动损益	-23.46	-1.96	-3.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	818.35	-0.04	0.02	-0.01	-0.01	-0.01
其他收益	15.18	11.87	10.32	12.45	12.45	12.45
营业利润	886.08	49.94	112.93	151.89	188.65	237.97
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	1.67	0.82	16.57	6.35	6.35	6.35
减: 营业外支出	0.03	0.11	0.16	0.10	0.10	0.10
利润总额	887.72	50.64	129.34	158.15	194.90	244.22
减: 所得税	197.72	11.29	10.65	13.02	16.05	20.11
净利润	690.00	39.35	118.69	145.13	178.86	224.12
减: 少数股东损益	11.86	7.49	-0.72	9.75	12.01	15.05
归属母公司股东净利润	678.14	31.86	119.41	135.38	166.84	209.06
资产负债表						
货币资金	461.54	122.85	141.64	145.79	210.38	287.97
交易性金融资产	190.85	292.48	292.23	292.23	292.23	292.23
应收票据	97.75	77.93	156.16	178.15	214.16	256.61
应收账款	64.22	93.66	151.47	172.81	207.73	248.91
预付账款	32.12	12.59	2.58	2.94	3.53	4.23
其他应收款	2.14	2.86	3.57	4.07	4.89	5.86
存货	81.90	114.07	159.14	162.76	205.54	260.74
其他流动资产	47.64	151.30	4.82	65.00	78.13	93.62
长期股权投资	128.61	157.86	164.44	176.79	192.85	213.72
金融资产投资	36.00	20.00	22.00	22.00	22.00	22.00
投资性房地产	23.26	23.30	22.58	19.58	16.58	13.58
固定资产和在建工程	32.88	99.06	115.70	110.17	104.63	99.07
无形资产和开发支出	721.39	658.49	729.58	727.75	725.93	724.10
其他非流动资产	22.99	28.02	40.78	34.49	27.31	27.31
资产总计	1,943.28	1,854.46	2,006.68	2,114.53	2,305.90	2,549.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	8.40	10.37	24.09	11.76	14.85	18.83
应付账款	10.81	21.57	30.55	16.51	20.85	26.45
预收账款	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	2.19	24.63	5.52	10.55	12.68	15.20
其他应付款	68.71	100.64	88.89	62.25	78.61	99.72
长期借款	0.00	60.90	60.07	47.35	34.77	22.67
其他负债	116.54	5.65	8.59	37.79	44.07	51.80
负债合计	206.66	223.75	217.71	186.20	205.83	234.69
股本	442.86	442.86	442.86	442.86	442.86	442.86
资本公积	760.36	704.25	708.69	708.69	708.69	708.69
留存收益	507.58	474.06	603.20	732.80	892.52	1,092.66
归属母公司股东权益	1,710.80	1,621.18	1,754.75	1,884.35	2,044.08	2,244.22
少数股东权益	25.82	9.53	34.22	43.97	55.99	71.04
股东权益合计	1,736.62	1,630.71	1,788.98	1,928.33	2,100.06	2,315.26
负债和股东权益合计	1,943.28	1,854.46	2,006.68	2,114.53	2,305.90	2,549.95
投入资本(IC)	1,099.70	1,310.24	1,437.71	1,566.46	1,671.30	1,808.92
现金流量表						
资本支出	122.65	17.68	28.88	0.25	0.25	0.25
自由现金流	-132.08	-140.65	73.21	25.82	85.61	102.11
短期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	-68.42	60.90	-0.83	-12.72	-12.58	-12.09
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	86.80	0.00	0.00	5.78	7.12	8.92
长期投资	-332.33	-351.73	113.80	6.78	9.27	12.51
经营性现金净流量	-0.16	120.38	-53.07	18.24	76.65	86.87
投资性现金净流量	522.84	-368.63	84.50	6.51	9.01	12.25
筹资性现金净流量	-201.66	-143.27	-6.58	-20.60	-21.07	-21.53
现金流量净额	320.95	-391.53	24.84	4.15	64.59	77.59
货币资金的期初余额	140.09	461.03	69.51	94.35	98.50	163.09
货币资金的期末余额	461.03	69.51	94.35	98.50	163.09	240.68
企业自由现金流	-132.08	-140.65	73.21	25.82	85.61	102.11
权益自由现金流	-207.90	-76.53	71.10	11.17	71.77	89.55

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637