

2023年04月03日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

同益中 (688722)

2022 年报点评：产销两旺、量价齐升，归母净利润增长 226%

报告摘要

◆ **事件**：公司 3 月 31 日公告，2022 年实现营收 (6.16 亿元, +86.26%)，归母净利润 (1.71 亿元, +226.25%)，毛利率 (39.87%, +8.25pcts)，净利率 (27.82%, +11.95pcts)。

◆ **UHMWPE 纤维全产业链布局，轻量化应用前景广阔**：超高分子量聚乙烯 (UHMWPE) 纤维是武器装备、航空航天、国际航运、远洋作业、海洋工程等领域轻量化的重要应用材料，是现代国防必不可少的战略物资。公司专业从事 UHMWPE 纤维及其复合材料 (无纬布和防弹制品)，并进行全产业链布局，是业内少数可以规模化生产的企业。

◆ **产销两旺、量价齐升，公司业绩快速增长**。2022 年，公司业绩全面大幅增长，营收 (6.16 亿元, +86.26%)，归母净利润 (1.71 亿元, +226.25%)、毛利率 (39.87%, +8.25pcts)、净利率 (27.82%, +11.95pcts) 等**指标均创历史新高**。主要得益于公司订单快速增长，产销两旺、量价齐升。单看 22Q4，营收 (1.58 亿元，同比+71.60%，环比-9.85%)，归母净利润 (0.37 亿元，同比+230.05%，环比-36.99%)，毛利率 (39.08%，同比+11.24pcts，环比-0.86pcts)，净利率 (23.52%，同比+11.33pcts，环比-10.02pcts) 同比向好，但环比下降，我们认为主要是 22Q4 生产交付波动所影响。具体板块来看：

1、**UHMWPE 纤维**：2022 年收入 (2.57 亿元, +14.54%) 稳定增长，收入占比 (41.66%, -26.09pcts) 快速下降，主要是复材业务的扩张导致，产量 (3754.10 吨, +10.21%) 增加，销量 (2843.31 吨, -4.86%) 略降，受益于价格 (9.03 万元/吨) 的增长，毛利率 (36.58%+7.11pcts) 得到了大幅提高。

2、**复合材料业务**：2022 年收入 (3.43 亿元, +251.09%) 快速提升，收入占比 (55.70%, +26.15pcts) 超过纤维，成为第一收入贡献板块，毛利率 (43.10%, +4.43pcts) 增长，同样受益于价格的增长，市场供不应求。其

投资评级

买入

首次评级

2023 年 03 月 31 日

收盘价(元): 20.58

目标价(元): 27

公司基本数据

总股本(百万股)	224.67
总市值(百万)	4,623.64
流通股本(百万股)	124.65
流通市值(百万)	2,565.22
12 月最高/最低价(元)	23.11/10.00
资产负债率(%)	16.59
每股净资产(元)	5.23
市盈率(TTM)	26.98
市净率(PB)	3.94
净资产收益率(%)	14.59

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

梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@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

中无纬布方面，受益于场需求旺盛，订单充沛以及扩产（800吨，+500吨）和产能挖潜，产量（984.33，+86.36%）、销量（718.26，+198.59%）双爆发。

◆ **规模效应费率下降**：2022年公司三费率（5.84%，-2.78pcts）快速下降，主要是公司业务快速增长，带来的规模效应的体现。具体来看，**销售费用**（0.13亿元，+59.81%）增长主要是人员成本及预提产品质量保证金（430.25万元，+76.25%）增加所致，**管理费用**（0.29亿元，+23.44%）增加主要是人员成本及中介机构咨询费等增加所致，**财务费用**（-0.06亿元，-93.31%）减少主要是现金管理取得收益增加所致。

◆ **持续增加研发投入，提升创新能力和竞争力**：2022年公司坚持创新驱动发展战略，持续加大研发投入（0.30亿元，+36.52%），研发创新主要围绕五个方面：①不断研发高品质新产品，持续拓展新应用领域；②持续提升产品核心性能，满足更多中高端客户的需求；③解决纤维产品本身痛点难点问题，提高抗蠕变性能，降低产品CV值；④持续提升防弹制品的轻量化和柔软性；⑤提高生产效率、降低生产成本。

◆ **合同负债、现金流增加，凸显公司需求旺盛**。公司合同负债（1.05亿元，+407.55%）大幅增长，反映了下游对公司产品的强劲需求，同时公司经营现金流量（2.34亿元，+257.42%）快速增长，一方面是公司销售收入的快速扩张，另一方面也是在当前供不应求的情况下，公司回款及时的表现。

◆ **产能“内外兼修”，持续助力业绩增长**。纤维方面，2022年产能为3320吨，山东二期2240吨产能正在建设，预计2023年底完成建设并部分投产。此外，公司以1.8亿元增资持有优和博新材料70%股权，优和博已取得年产3000吨UHMWPE纤维的建设手续，一期千吨产能已达产，二期千吨产能预计2023上半年投产，随后预计开始建设三期千吨产能。随着“内外”产能的全部落地，预计公司将形成8560吨的UHMWPE纤维年产能；复合材料方面，2022年中无纬布产能达到800吨，正在建设的2000吨产能预计2023年底将陆续释放，防弹制品产能落地后，防弹板增加50万块，头盔增加18万顶。

◆ **投资建议：**

- 1、UHMWPE纤维在防弹装备的渗透率提升、国产替代以及外贸需求增加的环境下，公司有望充分受益；
- 2、公司产能内外兼修，持续打开公司盈利天花板，公司业绩的长期增长可期；

3、公司加大市场开拓力度，持续开拓水泥增强、雷达罩等新应用领域市场，增加新的利润增长点。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 8.22 亿元、10.74 亿元和 13.64 亿元，归母净利润分别为 2.14 亿元、2.83 亿元和 3.68 亿元，EPS 分别为 0.95 元、1.26 元和 1.64 元，我们给予“买入”评级，目标价 27 元，对应 2023-2025 年预测 EPS 的 28 倍、21 倍及 16 倍 PE。

◆ 风险提示

原材料价格上涨，产能建设不及预期，产品价格波动风险等。

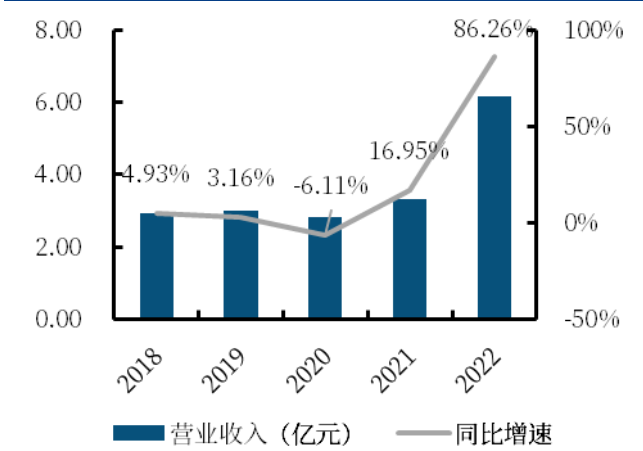
财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	330.90	616.35	821.94	1073.99	1363.51
增长率（%）	16.95	86.26	33.36	30.67	26.96
归母净利润（百万元）	52.53	171.37	214.43	283.39	368.29
增长率（%）	-7.72	226.25	25.12	32.16	29.96
毛利率（%）	31.62	39.87	40.02	40.49	41.35
每股收益(元)	0.23	0.76	0.95	1.26	1.64
市盈率 PE	88.02	26.98	21.56	16.32	12.55
市净率 PB	4.62	3.94	3.33	2.76	2.27
净资产收益率 ROE（%）	5.25	14.59	15.44	16.94	18.05

资料来源：iFind，中航证券研究所

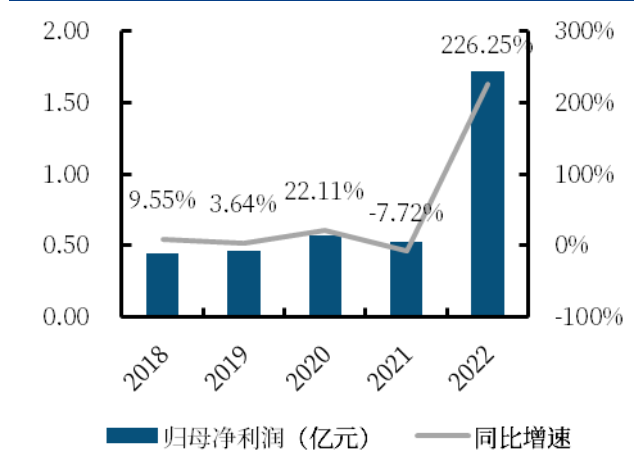
各业务预测表（百万元）		2022A	2023E	2024E	2025E
UHMWPE 纤维	营收	256.77	319.87	395.40	478.92
	成本	162.85	203.57	254.50	311.82
	营收增长率	14.54%	24.57%	23.61%	21.12%
	毛利率	36.58%	36.36%	35.63%	34.89%
复合材料	营收	343.33	480.94	651.13	848.89
	成本	195.35	272.56	362.63	459.38
	营收增长率	251.09%	40.08%	35.39%	30.37%
	毛利率	43.10%	43.33%	44.31%	45.89%
其他业务	营收	16.25	21.12	27.46	35.69
	成本	12.39	16.90	21.97	28.56
	营收增长率	81.81%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	23.73%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营收	616.35	821.94	1073.99	1363.51
	成本	370.59	493.03	639.10	799.75
	营收增长率	86.26%	33.36%	30.67%	26.96%
	毛利率	39.87%	40.02%	40.49%	41.35%

资料来源：iFind，中航证券研究所

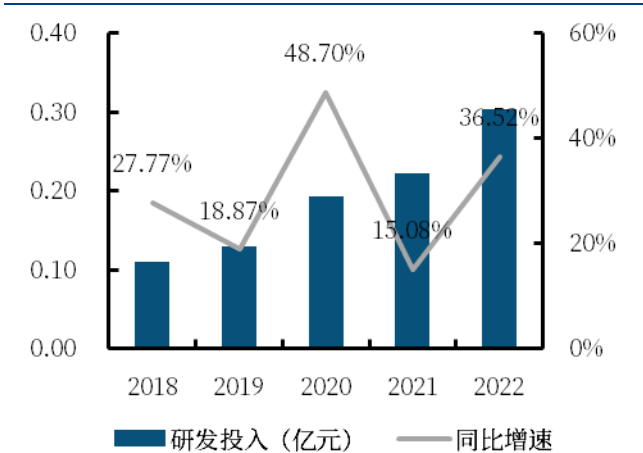
● 公司主要财务数据

图1 公司近5年营业收入及增速情况


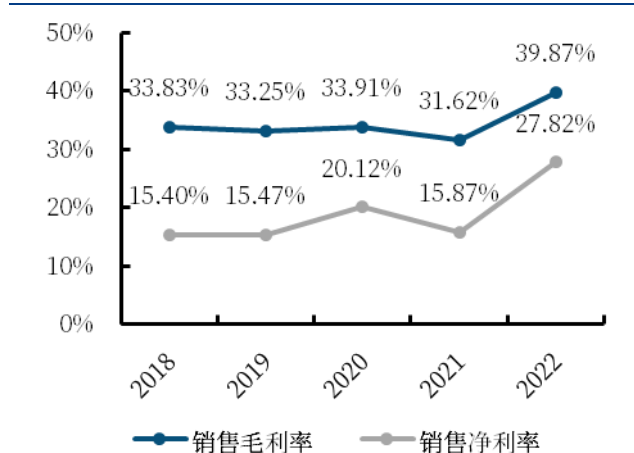
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司近5年归母净利润及增速情况


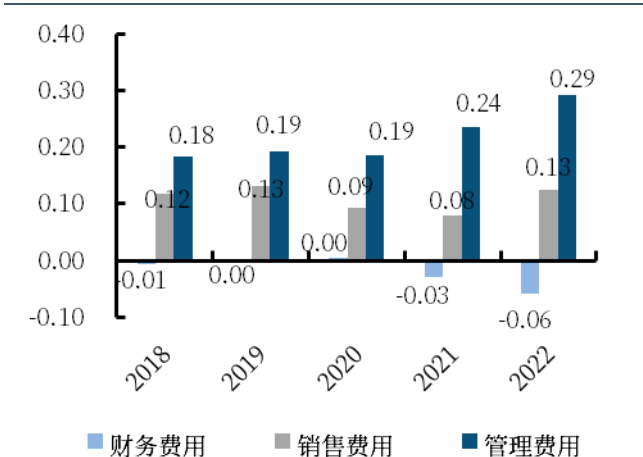
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司近5年研发投入情况


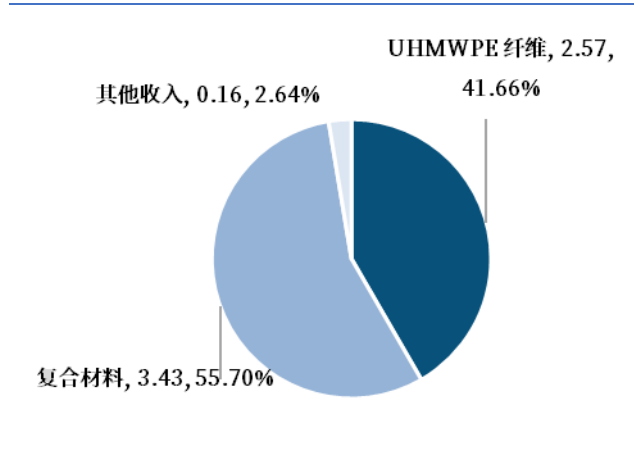
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司近5年毛利率及净利率情况


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5: 公司近5年三费情况 (亿元)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6: 公司2022年产品结构 (亿元)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (百万元)

单位:百万元	单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	282.94	330.90	616.35	821.94	1,073.99	1,363.51
减: 营业成本	187.00	226.26	370.59	493.03	639.10	799.75
税金及附加	3.93	4.01	7.70	10.11	13.22	16.78
主营业务利润	92.01	100.64	238.05	318.79	421.67	546.97
减: 销售费用	9.29	7.86	12.56	15.62	19.33	23.18
管理费用	18.51	23.64	29.18	36.99	47.26	58.63
研发费用	19.37	22.29	30.44	39.04	50.48	63.40
财务费用	0.44	-2.98	-5.77	-2.41	-2.61	-3.22
经营性利润	44.39	49.83	171.65	229.55	307.22	404.98
加: 资产减值损失	0.00	0.16	-1.02	-0.41	-0.54	-0.68
信用减值损失	0.08	-0.06	0.15	0.10	0.13	0.17
其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.34	1.12	2.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.85	4.06	9.45	8.61	9.10	7.65
资产处置收益	0.00	0.19	0.00	0.09	0.11	0.13
其他收益	13.82	2.88	18.17	7.37	8.17	9.18
营业利润	65.49	58.18	200.51	245.31	324.19	421.41
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	0.19	0.60	0.04	0.37	0.44	0.35
减: 营业外支出	0.12	0.04	2.15	0.45	0.52	0.57
利润总额	65.56	58.74	198.40	245.23	324.10	421.20
减: 所得税	8.64	6.21	26.91	30.65	40.51	52.65
净利润	56.92	52.53	171.49	214.58	283.59	368.55
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.12	0.15	0.20	0.26
归属母公司股东净利润	56.92	52.53	171.37	214.43	283.39	368.29
资产负债表						
货币资金	147.88	315.52	728.47	684.41	808.63	1,029.80
交易性金融资产	201.30	300.12	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	1.33	3.88	7.17	9.23	12.21	15.69
应收账款	7.42	13.23	7.66	9.68	12.95	16.81
预付账款	1.74	4.94	61.21	81.63	106.66	135.41
其他应收款	0.77	0.91	4.00	5.33	6.96	8.84
存货	98.95	114.82	133.44	155.34	210.12	273.89
其他流动资产	9.06	2.23	5.47	7.29	9.52	12.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	2.80	2.68	2.56	2.22	1.88	1.54
固定资产和在建工程	281.67	285.45	425.36	677.93	828.50	962.43
无形资产和开发支出	44.14	43.15	82.89	79.71	76.53	73.35
其他非流动资产	3.76	6.21	32.68	32.58	32.48	32.48
资产总计	800.83	1,093.15	1,490.89	1,745.35	2,106.44	2,562.34
短期借款	0.00	0.00	3.01	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	30.36	22.92	38.75	51.55	66.82	83.62
预收账款	0.11	0.15	0.00	0.22	0.29	0.37
合同负债	9.31	20.68	104.99	140.00	182.94	232.25
其他应付款	16.40	21.82	35.51	46.01	59.64	74.63
长期借款	0.00	1.85	0.07	0.07	0.07	0.07
其他负债	23.69	24.90	65.02	49.37	54.97	61.14
负债合计	79.87	92.31	247.34	287.23	364.73	452.08
股本	168.50	224.67	224.67	224.67	224.67	224.67
资本公积	468.71	639.90	642.39	642.39	642.39	642.39
留存收益	83.75	136.28	307.65	522.08	805.47	1,173.76
归属母公司股东权益	720.96	1,000.84	1,174.71	1,389.13	1,672.52	2,040.82
少数股东权益	0.00	0.00	68.84	68.99	69.19	69.44
股东权益合计	720.96	1,000.84	1,243.55	1,458.12	1,741.71	2,110.26
负债和股东权益合计	800.83	1,093.15	1,490.89	1,745.35	2,106.44	2,562.34
投入资本(IC)	414.22	436.69	610.61	897.07	1,094.25	1,285.06
现金流量表						
自由现金流	30.25	15.69	128.45	-81.54	76.14	168.31
经营性现金净流量	83.88	63.87	230.47	220.86	293.93	382.95
投资性现金净流量	-226.89	-126.58	228.43	-264.32	-172.32	-165.00
筹资性现金净流量	-84.29	229.30	-51.76	-0.60	2.61	3.22
现金流量净额	-228.45	166.02	409.37	-44.06	124.22	221.17
货币资金的期初余额	376.16	147.62	315.26	728.47	684.41	808.63
货币资金的期末余额	147.88	315.52	728.47	684.41	808.63	1,029.80
企业自由现金流	30.25	15.69	128.45	-81.54	76.14	168.31
权益自由现金流	29.87	20.21	134.67	-82.44	78.43	171.12

资料来源: 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, liyuq@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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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