内蒙一机(600967)

报告日期：2023 年 04 月 25 日

业绩符合预期，陆装龙头内需外贸双驱动

——内蒙一机点评报告

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

- **2022 年、2023 年 Q1 公司归母净利分别同比增长 10%、4%**

  公司 2022 年共实现营收 143.5 亿元，同比增长 3.85%；实现归母净利 8.23 亿元，同比增长 10.27%。2023 年一季度公司实现营收 25.9 亿元，同比减少 7.52%；实现归母净利 2.14 亿元，同比增长 3.75%。

- **2022 年业绩稳步增长，盈利水平持续提升**

  2022 年公司克服疫情、需求波动、供应链不确定等不利因素影响，仍实现营收、利润的稳步增长。Q1-Q4 公司营收同比增速分别为 47%、19%、32%、-33%，归母净利同比增速分别为 17%、10%、19%、0%。

  2022 年公司毛利率、净利率分别达到 11.45%、5.74%，同比提升 1.09、0.31pct。费用端，2022 年公司持续加大研发投入力度，研发费用率 4.03%，同比增长 0.97pct；销售费用率 0.18%同比持平；管理费用率 3.07%，同比下降 0.25pct；财务费用率-0.55%。同比提升 1.02pct，主要系公司理财收入从利息收入计入投资收益。**随着提质增效的不断推进，公司作为下游主机厂盈利水平仍有提升空间。**

- **2023 年预计关联交易销售额大幅提升，股权激励奠定业绩基础**

  受外贸产品新增订货等因素影响，公司 2023 年预计关联销售额达 85 亿元，相比 2022 年预计关联销售额增长 55%，相比 2022 年实际关联销售额增长 371%，叠加公司一季度合同负债 44 亿元，我们判断公司在手订单饱满，全年业绩将提速。

  此前公司限制性股票解锁的业绩考核条件明确提出：以 2019 年为基数，2021/2022/2023 年净利润 CAGR 不低于 10%，且不低于同行业均值。

- **陆军装备龙头，内需外贸双驱动**

  内需持续：现代战争对陆军的防空、体系作战能力提出新要求。以 99 式为代表的我国第三代主战坦克，自 20 世纪 90 年代研发至今已超过 20 年，这期间无人机等新技术层出不穷，**未来我国新一代主战坦克、步兵战车等装备具换装需求。**

  外贸接力：根据 SIPRI 数据，自 2019 年至今，我国来自巴基斯坦的 VT-4 坦克订单数量达 679 辆，其中截至 2022 年已交付 96 辆。参考 2016 年我国 VT-4 坦克首次出口泰国，58 辆坦克及其配套设备对应合同金额 3 亿美元，**中巴 VT-4 项目已创下我国坦克出口数量及金额的新里程碑，公司外贸业务有望逐渐步入收获期。**

- **低估值、安全边际高：PE 估值最低的国防主机厂之一**

  安全边际高：账上大量现金，估值水平显著低于国防整机企业。公司 PE 估值为 4 大国防整机（航发动力、中航西飞、中航沈飞、洪都航空）的 1/4 左右。

- **内蒙一机：预计 2023-2025 年归母净利复合增速 16%，持续推荐**

  预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.8/11.4/13.0 亿元，同比增长 19%/16%/14%，CAGR=16%，对应 PE 为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：1）出口需求及交付低于预期；2）新型坦克装甲车列装低于预期。**

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14349	16358	18321	20153
(+/-) (%)	4%	14%	12%	10%
归母净利润	823	976	1136	1297
(+/-) (%)	10%	19%	16%	14%
每股收益(元)	0.48	0.57	0.67	0.76
P/E	20	17	14	12
ROE	7.7%	8.6%	9.5%	10.1%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

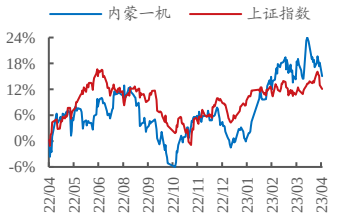
分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：刘村阳
执业证书号：S1230522100001
liucunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥9.46
总市值(百万元)	16,117.75
总股本(百万股)	1,703.78

股票走势图



相关报告

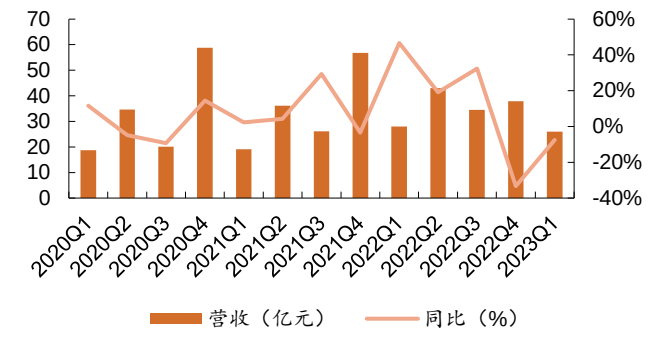
1 《中巴 VT-4 坦克军贸订单达 679 辆，陆装龙头内需外贸双驱动》 2023.03.28
2 《签铁路货车采购合同，陆军装备龙头军品民品双驱动——内蒙一机点评报告》 2022.12.14
3 《三季报业绩稳健增长符合预期，陆装龙头内需外贸双驱动——内蒙一机点评报告》 2022.10.21

1 2022 年业绩稳步增长，产品结构变化增厚盈利水平

公司 2022 年共实现营收 143.5 亿元，同比增长 3.85%；实现归母净利 8.23 亿元，同比增长 10.27%。Q1-Q4 公司营收同比增速分别为 47%、19%、32%、-33%，归母净利同比增速分别为 17%、10%、19%、0%。

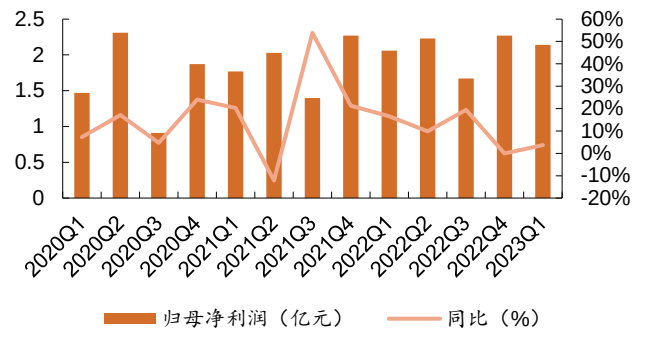
2023 年一季度公司实现营收 25.9 亿元，同比减少 7.52%；实现归母净利 2.14 亿元，同比增长 3.75%。

图1： 公司 2022 年/2023Q1 营收同比增长 4%/-8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 公司 2022 年/2023Q1 归母净利同比增长 10%/4%

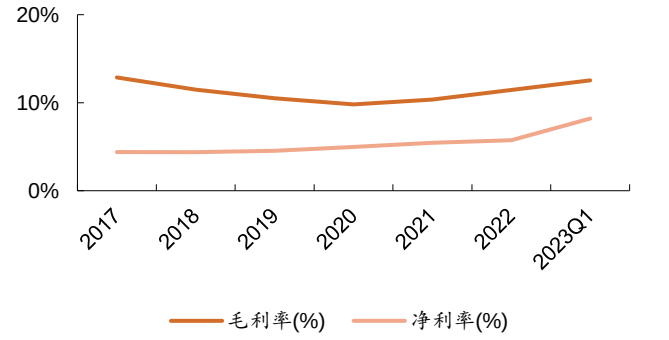


资料来源：Wind，浙商证券研究所

盈利能力：受益产品结构变化及提质增效的不断推进， 2022 年公司毛利率、净利率分别达到 11.45%、5.74%，同比提升 1.09、0.31pct。

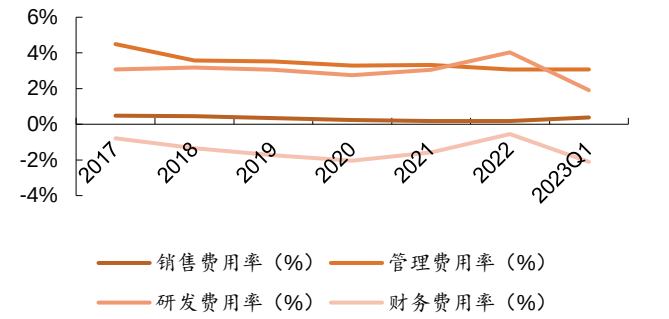
期间费用： 2022 年公司持续加大研发投入力度，研发费用率 4.03%，同比增长 0.97pct；销售费用率 0.18%同比持平；管理费用率 3.07%，同比下降 0.25pct；财务费用率-0.55%。同比提升 1.02pct，主要系公司理财收入从利息收入计入投资收益。

图3： 公司 2022 年毛利率、净利率同比提升 1.09、0.31 pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 公司 2022 年期间费用率 6.73%，同比提升 1.74 pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1: 可比公司估值（市值数据截至 2023 年 4 月 24 日收盘）

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600893.SH	航发动力	1,152	12.68	15.60	19.61	24.90	91	74	59	46
000768.SZ	中航西飞	689	5.23	8.84	11.08	14.96	132	78	62	46
600760.SH	中航沈飞	1,117	23.05	28.09	34.69	44.99	48	40	32	25
600316.SH	洪都航空	177	1.41	1.87	2.24	2.89	126	95	79	61
			PE 平均值				99	72	58	45
600967.SH	内蒙一机	161	8.23	9.76	11.36	12.97	20	17	14	12

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	14458	20594	24894	25487
现金	4676	7952	11098	11310
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	1945	1999	2485	2662
其它应收款	28	15	20	26
预付账款	1477	4086	4140	3866
存货	3494	4468	4869	5225
其他	2838	2075	2283	2399
非流动资产	8820	7055	7723	7287
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1816	1723	1626	1515
无形资产	2103	1937	1772	1609
在建工程	416	412	394	363
其他	4485	2982	3931	3799
资产总计	23277	27649	32617	32774
流动负债	11688	15558	19745	19011
短期借款	25	25	25	25
应付款项	5866	8334	9114	9475
预收账款	5403	6791	10142	9037
其他	394	407	464	474
非流动负债	599	470	526	532
长期借款	0	0	0	0
其他	599	470	526	532
负债合计	12288	16028	20271	19543
少数股东权益	47	47	48	48
归属母公司股东权益	10942	11574	12298	13182
负债和股东权益	23277	27649	32617	32774

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(4397)	1857	3306	401
净利润	824	976	1137	1297
折旧摊销	274	198	199	199
财务费用	(79)	(90)	(138)	(164)
投资损失	(255)	(255)	(255)	(255)
营运资金变动	(4579)	507	3730	(443)
其它	(582)	522	(1365)	(233)
投资活动现金流	(721)	1678	112	58
资本支出	(12)	(19)	0	26
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(709)	1697	111	33
筹资活动现金流	74	(259)	(271)	(248)
短期借款	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	69	(259)	(271)	(248)
现金净增加额	(5043)	3276	3146	212

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14349	16358	18321	20153
营业成本	12706	14452	16140	17694
营业税金及附加	22	25	28	31
营业费用	25	28	29	30
管理费用	440	458	513	528
研发费用	578	671	769	867
财务费用	(79)	(90)	(138)	(164)
资产减值损失	12	(10)	(19)	(6)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	255	255	255	255
其他经营收益	8	8	10	9
营业利润	907	1088	1262	1437
营业外收支	(4)	(4)	(4)	(4)
利润总额	903	1084	1258	1433
所得税	79	107	121	135
净利润	824	976	1137	1297
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利润	823	976	1136	1297
EBITDA	1109	1189	1316	1465
EPS（最新摊薄）	0.48	0.57	0.67	0.76

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	3.85%	14.00%	12.00%	10.00%
营业利润	8.46%	19.94%	16.03%	13.82%
归属母公司净利润	10.27%	18.54%	16.43%	14.12%
获利能力				
毛利率	11.45%	11.65%	11.90%	12.20%
净利率	5.74%	5.97%	6.20%	6.44%
ROE	7.69%	8.63%	9.48%	10.14%
ROIC	6.60%	7.42%	7.89%	8.37%
偿债能力				
资产负债率	52.79%	57.97%	62.15%	59.63%
净负债比率	0.30%	0.20%	0.17%	0.18%
流动比率	1.24	1.32	1.26	1.34
速动比率	0.94	1.04	1.01	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.64	0.61	0.62
应收账款周转率	15.67	15.70	17.65	16.25
应付账款周转率	5.23	5.62	5.66	5.47
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.57	0.67	0.76
每股经营现金	-2.58	1.09	1.94	0.24
每股净资产	6.42	6.79	7.22	7.73
估值比率				
P/E	19.58	16.52	14.19	12.43
P/B	1.47	1.39	1.31	1.22

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上;
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％;
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动;
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn