

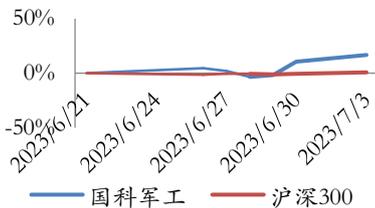
## 国内重要的弹药装备企业

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-03

收盘价（元）	59.13
近12个月最高/最低（元）	59.13/48.95
总股本（百万股）	146.67
流通股本（百万股）	33.16
流通股比例（%）	22.61
总市值（亿元）	86.73
流通市值（亿元）	19.61

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓承佯

执业证书号：S0010523030002

电话：18610696630

邮箱：dengcy@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 深耕国防科技工业领域数十年

公司建立了产品设计、制造、试验一体化的科研生产技术能力体系，形成了公司科研生产速度快，效率高的技术能力体系优势；公司掌握了多项核心技术，其中首创的多项核心技术处于行业领先地位，确立了公司细分领域的产品技术优势。

#### ● 产品技术水平获终端客户认可

军事装备是一国国防科技体系、技术水平与工业制造能力的最终体现，是多学科融合、新材料运用和高新技术研发应用的集中体现。公司产品融合并集成了新材料、高端装备智能制造、新一代电子信息等高新技术，是相关武器装备系统中的核心/关键装备或核心环节，目前产品技术水平和性能已得到了终端客户的认可。

#### ● 行业景气度望助推公司稳健发展

进入二十一世纪，军事装备的变革日新月异，我军也在现代化与信息化改革的道路上衔枚疾进，武器装备技术水平不断提升，武器弹药系统也迎来重大变革。作为导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制及弹药装备领域重要企业，公司有望凭借较强的军品技术攻关和配套研制能力，未来有望充分享受到行业红利。

#### ● 投资建议

基于下游航空航天行业的高景气度，伴随募投产能的逐渐释放，公司将充分享受景气红利。我们预计2023-2025年公司归母净利润为1.44/1.88/2.45亿元，对应市盈率为60.10、46.17、35.47倍，首度覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

募投项目产能释放缓慢、下游需求不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	837	1083	1396	1792
收入同比（%）	24.5%	29.3%	28.9%	28.3%
归属母公司净利润	111	144	188	245
净利润同比（%）	46.6%	30.4%	30.3%	30.2%
毛利率（%）	37.1%	36.9%	37.4%	38.2%
ROE（%）	16.3%	16.7%	17.8%	18.7%
每股收益（元）	1.00	0.98	1.28	1.67
P/E	0.00	60.17	46.17	35.47
P/B	0.00	10.05	8.21	6.63
EV/EBITDA	0.35	42.26	34.40	27.16

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 深耕国防科技工业领域数十年 .....	4
2 行业迎来规模增长与结构升级 .....	10
2.1 国家战略发展支持重要行业 .....	10
2.2 我国国防预算保持高速增长 .....	11
2.3 装备建设费用投入稳步提升 .....	13
3 深厚技术积累和创新研发能力 .....	14
4 财务分析 .....	20
4.1 收入利润分析：主营业务增长迅速 .....	20
4.2 成本费用分析：研发投入力度较高 .....	20
5 盈利预测与估值 .....	22
5.1 盈利预测 .....	22
5.2 公司估值 .....	23
风险提示 .....	23
财务报表与盈利预测 .....	24

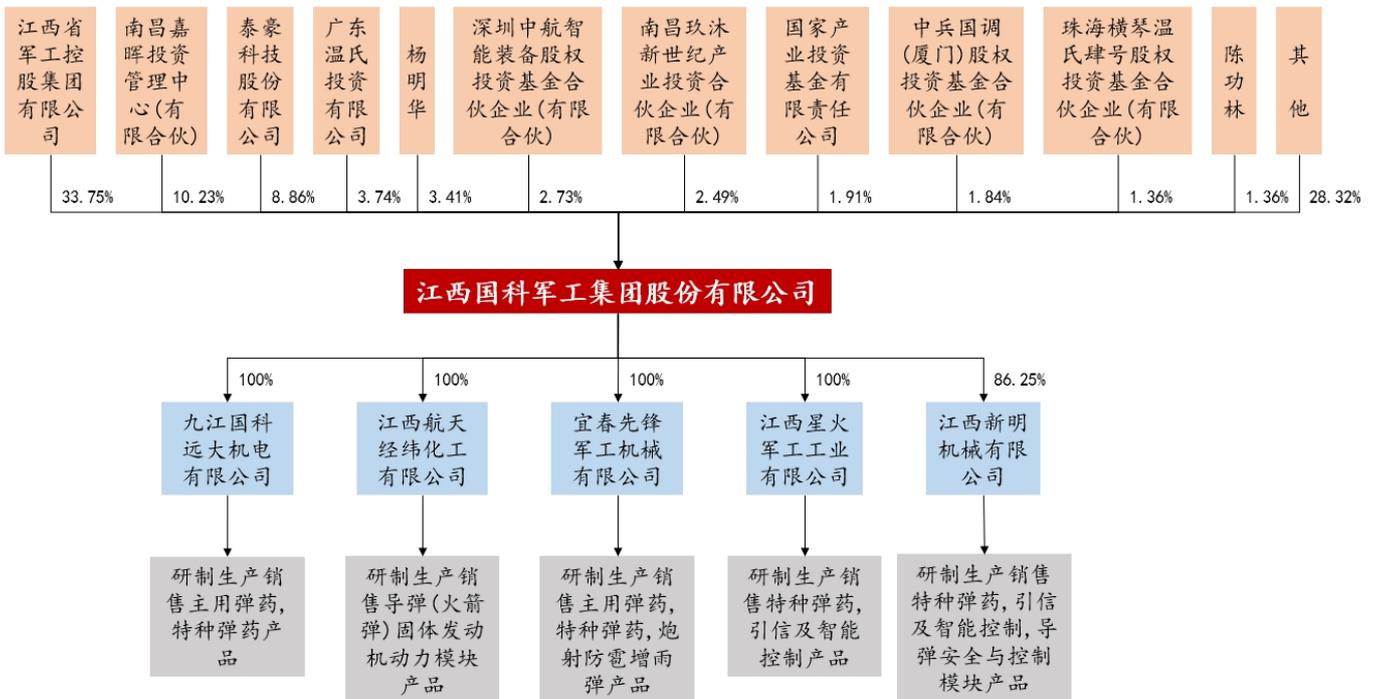
## 图表目录

图表 1 公司股权结构.....	4
图表 2 公司主要产品.....	5
图表 3 公司主要产品在行业内配套层级情况.....	5
图表 4 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品及其具体功能介绍.....	6
图表 5 公司产品在导弹武器系统中的作用示意图.....	6
图表 6 公司主要导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品.....	7
图表 7 公司主要导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品.....	7
图表 8 公司弹药装备-军用产品情况.....	8
图表 9 公司弹药装备-民用产品情况.....	9
图表 10 近五年行业主要产业政策.....	10
图表 11 2021 年国防开支预算（单位：亿美元）.....	11
图表 12 2021 年人均国防支出（单位：美元/人）.....	12
图表 13 2021 年国防开支占 GDP 比重（单位：%）.....	12
图表 14 2010 年至 2017 年我国国防费用各项开支占比情况（单位：亿元）.....	13
图表 15 公司主要产品系列及其应用范围（示例）.....	14
图表 16 军品“批产一代、研制一代、预研一代、探索一代”研产体系.....	15
图表 17 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品中高性能材料核心技术及具体表征.....	15
图表 18 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品中安全高效制备核心技术及具体表征.....	16
图表 19 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品中控制技术及其具体表征.....	16
图表 20 公司弹药装备及引信与智能控制产品中功能提升技术及其具体表征.....	17
图表 21 公司弹药装备及引信与智能控制产品中威力提升技术及其具体表征.....	17
图表 22 公司弹药装备及引信与智能控制产品中精度提升技术及其具体表征.....	17
图表 23 公司弹药装备及引信与智能控制产品中精确炸点控制技术及其具体表征.....	18
图表 24 公司主要能力认定情况.....	18
图表 25 公司在研项目情况.....	19
图表 26 近几年公司经营情况.....	20
图表 27 近几年公司营收构成（亿元）.....	20
图表 28 近几年各项业务毛利率（单位：%）.....	21
图表 29 近几年营业成本中各业务占比（单位：%）.....	21
图表 30 近几年三费情况（单位：%）.....	21
图表 31 近几年研发费用情况.....	21
图表 32 2021 年-2025 年公司业绩拆分及盈利预测.....	22
图表 33 可比公司估值情况（截至 2023 年 7 月 3 日收盘）.....	23

# 1 深耕国防科技工业领域数十年

公司是我军重要的武器装备供应商之一。公司自成立以来，一直深耕于国防科技工业领域，专注于导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品及弹药装备的研发、生产与销售，以军用产品为主，辅以少量民用产品业务。公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块，多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制、空中格斗、空面（地、舰）与舰舰攻防等作战场景，承担了军方多项重点型号的科研生产任务和国家重点工程任务。公司坚持“机制创新”和“技术创新”双轮驱动，充分利用国有军工企业“混改”所带来的管理机制创新，建立起以技术创新为导向的科研生产经营模式。公司基于自身核心技术成果，遵循军品“批产一代、研制一代、预研一代、探索一代”发展路径，建立起相应的技术研发及产业转化机制，研发技术成果产业化情况良好。

图表 1 公司股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

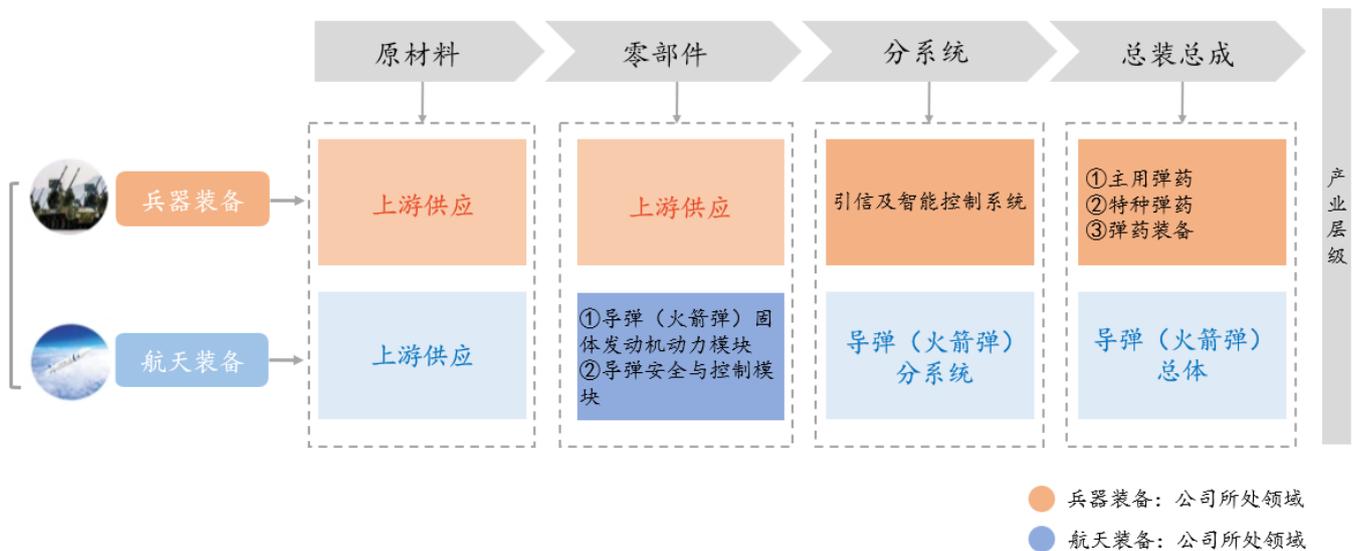
公司产品主要分为两大类：一是导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品，二是弹药装备产品。公司产品与技术历获国家国防科工委、兵器工业部、航天航空工业部、工业和信息化部及中国兵器工业集团有限公司、中国兵器装备集团有限公司等国家、省部级各等级奖项；公司产品在多次对外防御作战中因表现突出、保障有力而受到表彰，参加了包括“抗日战争胜利 70 周年”、“建军 90 周年”、“建国 70 周年”及“建党 100 周年”等在内的多次阅兵、专项展示、军事演习任务和重大活动保障。

图表 2 公司主要产品

序号	产品类型	细分产品	主要用途描述
1	导弹(火箭弹) 固体发动机动力与控制产品	导弹(火箭弹) 固体发动机动力模块	为导弹、火箭弹提供飞行动力
		导弹安全与控制模块	保证导弹、火箭弹在发射前的安全及发射时可靠点火
2	弹药装备	①主用弹药 ②特种弹药	用于毁伤敌有生力量、装备与设施或使其失去或降低战斗能力
		引信与智能控制产品	保证弹药在预定点可靠引爆及引爆前的安全
		炮射防雷增雨弹	用于防雷减灾等

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 3 公司主要产品在行业内配套层级情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**在导弹（火箭弹）固体发动机动力领域**，公司是国内少数从事导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品科研生产的企业之一，动力模块产品广泛应用于各类导弹、火箭弹系统动力，凭借多年自主研发积累，在高性能材料技术与安全高效制备技术等产品研制与生产全领域形成了完善的自主技术体系，具有全产品自主研发技术能力，掌握多项核心技术，部分技术达到国际领先水平。

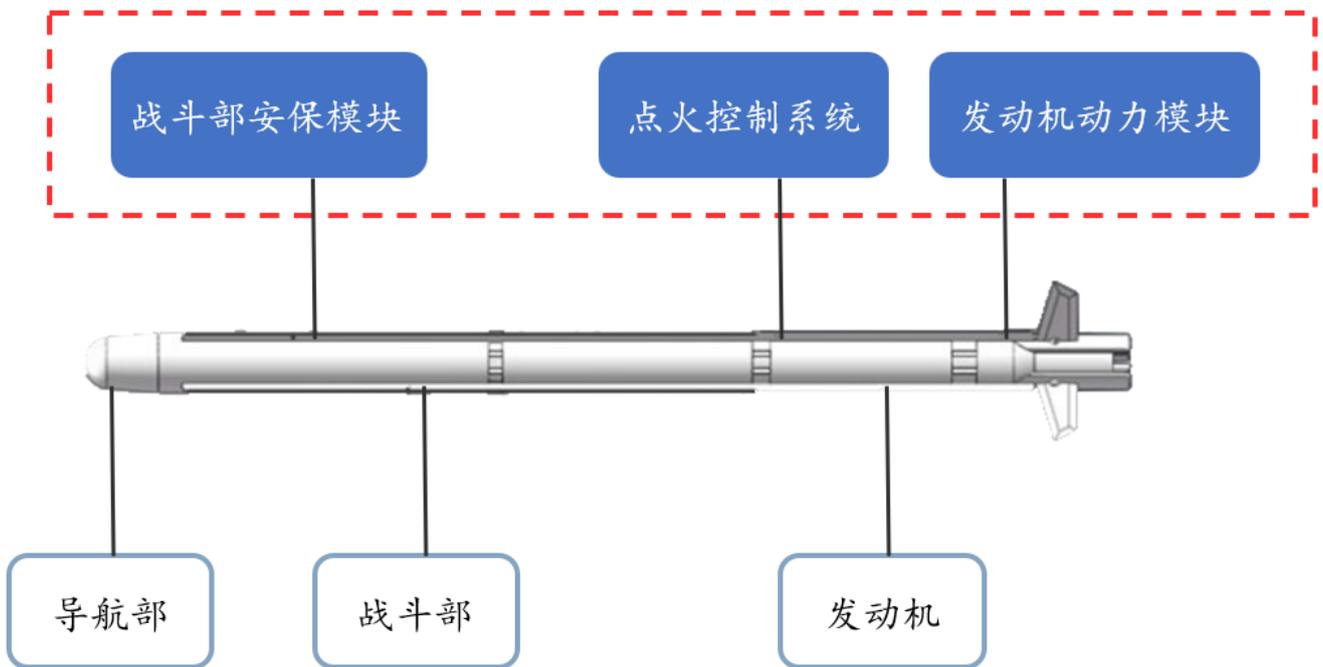
导弹（火箭弹）以其远距离、精确制导的打击能力，契合远程精确打击的作战样式变化需求，已成为现代及未来战争争夺制海权、制空权和对地攻击的核心装备。导弹主要由导航部、战斗部、发动机及控制舱等构成。发动机是导弹的推进系统，为导弹系统提供飞行动力。目前主流的导弹发动机根据其推进方式主要分为固体发动机、液体发动机、涡轮发动机及冲压发动机等。固体发动机以其储存运输方便、可靠性高、反应速度快及初始推力大的特点成为导弹、火箭弹最广泛应用的核心动力系统。导弹（火箭弹）固体发动机安全与控制产品，作为实现战斗功能的重要模块，满足现代战争条件下强电磁干扰、快速变化的极端环境温度、大过载等恶劣环境下，保证导弹（火箭弹）储存、运输、发射等过程中的安全性及规定时点稳定、可靠作用。

图表 4 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品及其具体功能介绍

产品名称	功能及原理
固体发动机动力模块	<p>产品介绍：指按导弹（火箭弹）战术指标要求，研制的不同成份的推进剂材料，按照特定的工艺经过物理与化学反应后浇注成特定形状并经固化，并与隔热结构、衬层结构等结合构成置于发动机壳体内部的部件。</p> <p>主要功能：为导弹（火箭弹）提供飞行的动力，决定了导弹的速度与最大射程。</p>
导弹安全与控制模块	<p>点火控制系统：为固体发动机在发射前（包括储存、运输过程）提供安全保险功能；在发射状态下可靠点燃固体发动机。</p>
	<p>战斗部安保机构：为导弹战斗部爆炸前（包括储存、运输、飞行过程中等）的提供安全保险功能，以及战斗部到达目标时按预定的时间或程序可靠引爆功能。</p>

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 5 公司产品在导弹武器系统中的作用示意图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

在导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制领域，公司产品主要包括各型固体发动机动力模块，适配于不同口径、射程、燃速或其他技术要求的导弹、火箭弹，承担了 Yx 系列、Px 系列等多项国家重要列装导弹和军贸 C 系列导弹、WS 系列火箭弹等多项固体发动机装药的研制批产任务。截至 2022 年末，公司导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品主要包括军方定型列装批产产品 10 型，型号研制项目 11 项，军贸定型及型号产品 5 型；导弹（火箭弹）安全控制模块产品主要包括军方定型列装批产产品 3 型，型号研制产品 4 型。

图表 6 公司主要导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品

产品名称	产品图示	产品特性	产品主要技术
ZB026/JW-固体发动机动力模块		1、大幅降低产品体积及重量； 2、大幅提高总装产品机动性和突防能力； 3、低温、高频震动环境下能量保持率高，工作可靠。	1、新型隔热复合材料技术； 2、高性能复合推进剂技术； 3、高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术； 4、中小口径发动机动力模块高效制造技术； 5、新型包覆套材料、成型与可修复技术。
YD040/XM-点火控制系统		1、复杂姿态、极端环境下的稳定发射点火，安全性高； 2、抗干扰能力强。	1、直列式抗干扰高压起爆技术； 2、全电子安全保险技术； 3、并行冗余起爆技术。 4、高压起爆之电压精准控制技术。
ZT025/JW-固体发动机动力模块		1、实现燃速精确控制、具备超远距离续航能力； 2、动力模块能量高，使导弹具有高突防速度； 3、环境适应性强，可承受极低工作环境温度。	1、高性能复合推进剂技术； 2、高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术； 3、绝热层高质量高效制造技术。
ZT005/JW-发动机动力模块		1、燃烧快、推力大、可短时达到数倍音速； 2、环境适应性强，可承受极低工作环境温度。	1、高性能复合推进剂技术； 2、高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术； 3、绝热层高质量高效制造技术。
远程火箭弹-发动机动力模块		1、燃速精确控制； 2、推力大、装填密度大。	1、高性能动力模块助剂技术； 2、绝热层高质量高效制造技术。
YA033/XM 战斗部安保机构		1、实现全弹道安全； 2、保险机构适应超高音速环境； 3、发火机构冗余设计，作用可靠性高。	1、全弹道安全闭锁技术； 2、高过载结构设计及材料技术； 3、抗超高（冲击）过载缓冲技术。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 7 公司主要导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品

分类	类别	应用
主用弹药	穿甲弹、破甲弹、攻坚弹、榴弹、多功能弹	防空反导、装甲突击、火力压制
特种弹药	发烟弹、训练弹、定深弹等	训练、特种作战、海洋调查
引信及智能控制产品	机械引信、机电引信、智能化引信	各类弹种（不含穿甲弹）
民用产品	炮射防雹增雨弹	防雹减灾等

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

在弹药装备领域，公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，主要产品包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、

反恐处突、海洋调查等多个领域。通过长期研发及型号迭代，公司围绕弹药建立并完善了自有技术体系，拥有各类型弹药的完整研发技术能力。

弹药装备(军用产品)方面，公司产品主要包括防空反导弹药、各型特种弹药、弹药引信、弹药智能控制产品等。截至2022年末，公司弹药装备产品主要包括军方定型列装批产产品11型，型号研制项目9项，军贸定型产品3型。

图表8 公司弹药装备-军用产品情况

产品名称	产品图示	产品特性	产品主要技术
DJ014/X F型弹药		1、该产品为某新型防空系统主用弹药，实现多种功能于一体，能有效应对低空来袭的各类空中目标，实现命中即摧毁的毁伤效果； 2、该产品应用首创技术解决了某重大实战应用难题，是目前某类型弹药中威力最大、效费比最高的产品。	1、多弹种总体设计技术； 2、战斗部高效复合毁伤技术； 3、整体脱壳技术； 4、纯铁导带脱碳技术； 5、多功能战斗部设计技术。
DJ022/J K型弹药		1、该产品为某防空系统主用弹药，运用了创新的装药结构，显著提高了小口径弹药的初速； 2、集多功能于一体，能有效应对低空来袭的各类空中目标，实现命中即摧毁的毁伤效果。	1、多弹种总体设计技术； 2、战斗部高效复合毁伤技术； 3、多功能战斗部设计技术。
DZ024/X M声源定深弹		1、公司是国内最重要的海洋声学调查定深弹供应商； 2、可实现超大水深高水压下精确引爆。	高水压解保及起爆技术。
DZ025/X HZ产品		手持使用时耐受高温、使用简便，能够在极短时间内完成破拆任务，有效提高该类型作战效能。	1、高速高温火焰集束设计技术； 2、轻薄壳体高温隔热设计技术。
YT038/X M弹药引信与战斗部组件		1、是某新型破甲弹的引战组件； 2、能在高速飞行状况下，可靠、精准地识别目标，并精确定距起爆一级战斗部； 3、能根据弹速变化智能决策，控制高速下的二级引信在预定位置精确起爆主战斗部。	1、C&R双模复合目标探测技术； 2、大炸高聚能装药战斗部设计技术； 3、抗超高(冲击)过载缓冲技术。
YD041/X M智能引信		配套于某型弹炮结合武器系统的智能弹药，实现精确炸点控制，用于精确打击来袭目标。	1、抗超高(冲击)过载缓冲技术； 2、引信复合定距技术。
YA029/X H火箭弹引信		1、机电引信：瞬发度高，具有碰炸、大着角发火、擦地炸、自毁等多渠道发火特性，能打击不同介质目标且可靠性高； 2、安全起爆装置：国内某新型弹药随进子弹用抗超高过载安全起爆装置，具有高安全性和高作用可靠性。	1、高瞬发度技术； 2、抗超高(冲击)过载缓冲技术。
YA034/X M系列干扰弹安保机构		产品性能上可实现在干扰弹脱离机体足够距离后稳定点燃，并在短时间内达到足够辐射强度。	1、冗余保险技术； 2、耐高温起爆技术。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

弹药装备（民用产品）方面，公司民用领域弹药装备产品主要为炮射防雹增雨弹产品，广泛应用于我国各地防雹减灾等。该产品是一种新型、安全可靠的民用天气作业产品，技术源自成熟的军用炮弹技术，自 2018 年开始生产销售，目前是国内仅有的四家定点生产企业之一。该产品系行业首型 B 级弹（高炮形式作业），弹丸通过延时引信和射角的控制，达到预定高度后爆炸，进而将碘化银催化剂粉碎成微粒，散布在云层中作为凝结核达到防雹降雨的目的，具有消雹效果好、性价比高、安全可靠高等优良特性。

图表 9 公司弹药装备-民用产品情况

产品名称	产品图示	产品特性	应用场景
炮射防雹增雨弹		1、国内首型防雹增雨 B 级弹药； 2、产品销售全国前二名供应商之一（全国四家）； 3、哑火率低； 4、破片质量小，安全性高。	

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 2 行业迎来规模增长与结构升级

从建国至今，我国始终坚持和平发展的基本道路，在以有力手段维护国防安全的基础上，奉行积极的军事防御策略，根据国家面临安全形势和国际形势的不断发展变化，我国军事战略方针的主要内容已经发生了多次重大的改革调整。我国经济实力、科技实力、综合国力在“十三五”时期跃上了新的台阶，已成为世界第二大经济体，但国防投入与之相比还不匹配。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》提出，2027 年实现建军百年奋斗目标，2035 年基本实现国防和军队现代化。面对国防和军队现代化的需求，我国国防建设和军工行业规模将快速增长，并同时进行结构性转型升级，军工行业在数量、质量和结构三方面均将进一步提升，并迎来时代性的发展机遇。

### 2.1 国家战略发展支持重要行业

近年来，政府主管部门出台了一系列行业发展政策，规范了我国军工行业的发展运营，为未来国防科技工业深度发展提供了良好的政策环境，充分支持了行业与领域高质量、快速发展。

图表 10 近五年行业主要产业政策

序号	名称	主要内容	实施时间
1	《关于构建新型军事训练体系的决定》	坚持实战实训、联战联训、科技强训、依法治训，发扬优良传统，强化改革创新，加快构建新型军事训练体系，全面提高训练水平和打赢能力。	2021 年
2	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	提高国防和军队现代化质量效益，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展；促进国防实力和经济实力同步提升，优化国防科技工业布局，加快标准化通用化进程。	2020 年
3	《国务院办公厅关于推进人工影响天气工作高质量发展的意见》(国办发〔2020〕47 号)	锚定 2035 年达到世界先进水平的发展目标，明确未来一段时间尤其是“十四五”期间人工影响天气的工作定位、发展方向、重点任务、保障措施和部门职责分工等，为人工影响天气工作高质量发展提供政策保障。	2020 年
4	《新时代的中国国防》	构建现代化武器装备体系，完善优化武器装备体系结构，统筹推进各军兵种武器装备发展，统筹主战装备、信息系统、保障装备发展，全面提升标准化、系列化、通用化水平。加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系。	2019 年
5	中共中央《十九大报告》	确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升；力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。	2017 年
6	《中央军委关于深化国防和军队改革的意见》	坚持创新驱动。贯彻科技强军战略，充分发挥军事理论创新、军事技术创新、军事组织创新、军事管理创新的牵引和推动作用，努力实现我军现代化建设跨越式发展，谋取更大军事竞争优势。	2016 年

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

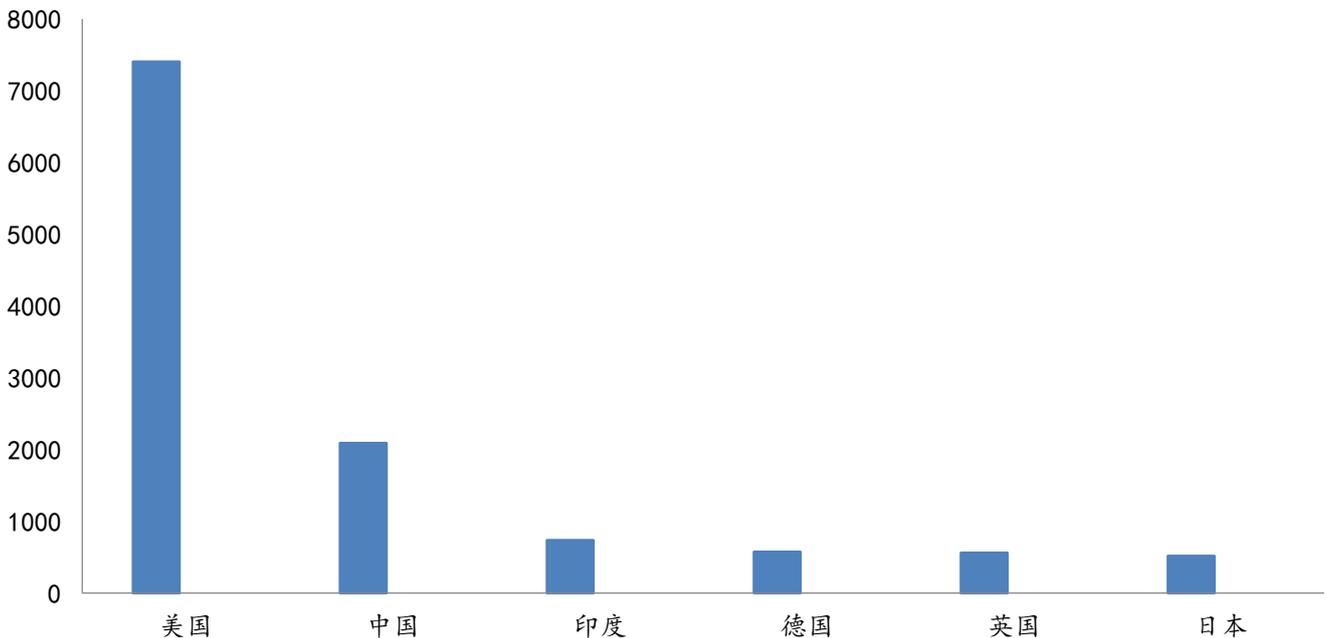
国防科技工业作为国家的战略性高科技产业，承担富国强军使命，是国家科技创新体系和先进制造业的重要组成部分。《新时代的中国国防》提出，“构建现代化武器装备体系。完善优化武器装备体系结构，统筹推进各军兵种武器装备发展”；《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》提出，“加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。”

## 2.2 我国国防预算保持高速增长

根据国务院新闻办公室的数据，我国2019年、2020年和2021年的国防预算分别为1.19万亿元、1.27万亿元、1.36万亿元，相较于前一年国防预算的增长幅度分别为7.5%、6.6%、6.9%，均高于同期GDP增速。我国国防预算2015年之前连续五年保持两位数增长，自2016年起，由于受到军改等因素的影响，国防预算的增长幅度进行了一定程度的放缓，维持在6.6%-8.1%的区间，但仍高于同期GDP增速。

与其他主要国家相比较，根据中国国防部、世界银行及Global Firepower排行榜（世界最著名最权威的军事排行榜之一）的统计数据，在国防预算支出总额方面，美国长期保持领先，而中国也稳居世界第二。2021年世界国防支出预算总额约为1.94万亿美元，其中美国国防预算总额为7,405亿美元，占比38.17%，约为中国的3.5倍。中国国防预算总额约为2,090亿美元，占比10.77%。

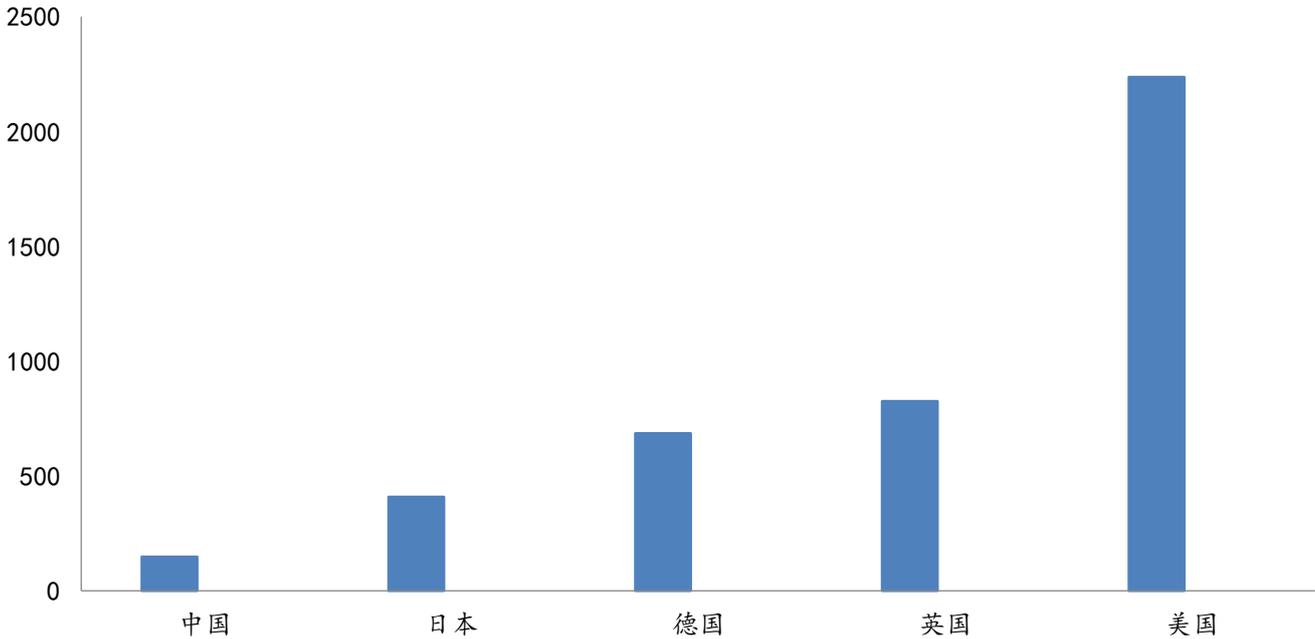
图表 11 2021 年国防开支预算（单位：亿美元）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

在人均国防支出方面，中国与世界发达国家存在着较大差距。2021年美国的人均国防开支为每人2,237.1美元，英国的人均国防开支为每人825.5美元，德国的人均国防开支为每人685.5美元，日本的人均国防开支为每人408.8美元，而中国的人均国防开支每人仅148.0美元。

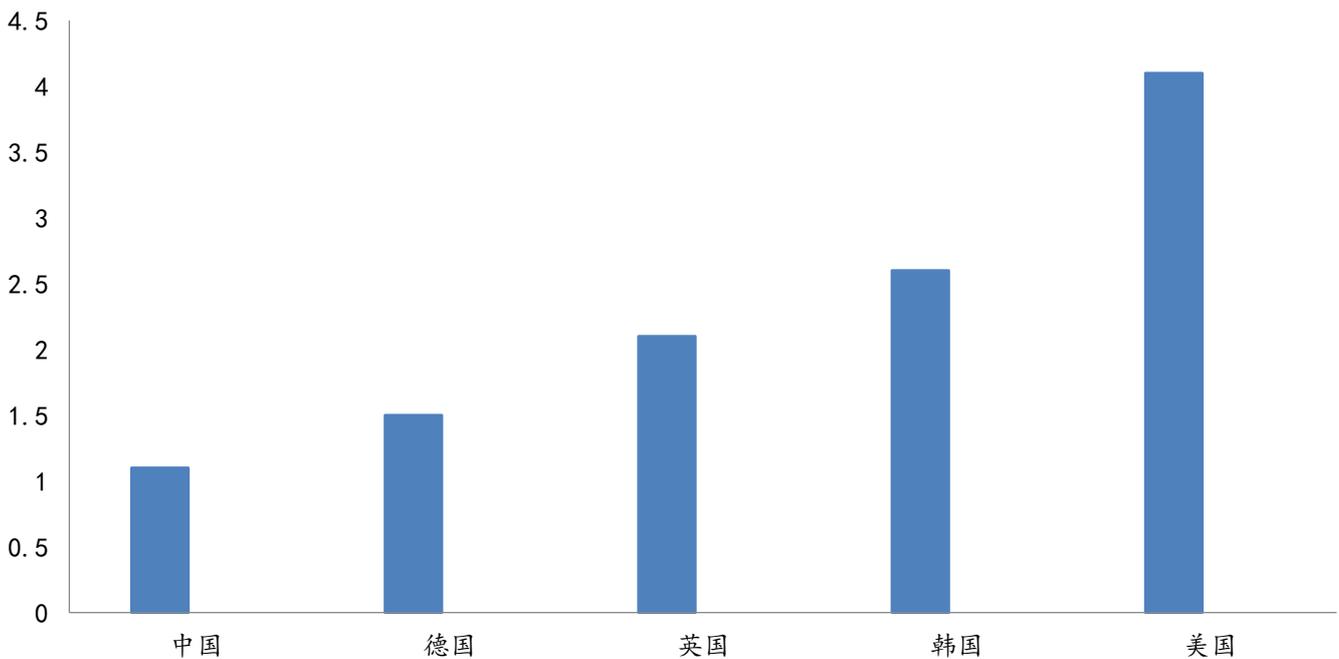
图表 12 2021 年人均国防支出 (单位: 美元/人)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

在国防开支占 GDP 比重方面, 中国也仍存在较大的成长空间。2021 年美国国防开支占 GDP 比重为 4.1%, 韩国国防开支占 GDP 比重为 2.6%, 英国国防开支占 GDP 比重为 2.1%, 而中国国防开支占 GDP 的比重仅为 1.1%。

图表 13 2021 年国防开支占 GDP 比重 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

通过对比可以发现，我国的国防总体支出虽然在全球处于较高的水平，但是与美国相比仍然存在着较大的差距，且我国人均军费水平及军费占 GDP 比例相较于其他国家也处于较低的水平，这一差距充分表明我国对于国防科技工业的投入还有巨大的提升空间。为保卫国家主权、安全与发展利益，我国国防建设将持续加强，预期国防预算稳步增长，我国的军工行业必将迎来稳定高速的发展。

### 2.3 装备建设费用投入稳步提升

2015 年 11 月 24 日，中央军委改革工作会议在京召开，正式启动了新一次面向全方位的国家军队体制改革，目标以市场的需求端引导和影响国防军工行业的发展方向，同时也为国防科技工业改革提供了完善的政策指导和保障。2016 年中央军委发布了《关于深化国防和军队改革的意见》，并明确提出“优化军种比例，减少非战斗机构和人员，压减军官岗位，优化武器装备规模结构，减少装备型号种类，淘汰老旧装备，发展新型装备”的目标。2019 年《新时代的中国国防》“加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系”。随着军改进程的不断推进，各项措施陆续落地，军队体制改革大幅优化了组织、管理体系，军方在不断裁减冗员的同时需保证综合战斗能力不断提高，因此，装备减少型号、旧装备淘汰等进一步激发了对现代先进军事装备的需求，未来中国武器装备费用有相对提高的趋势。

国防部 2019 年发布的《新时代的中国国防》白皮书中，对近年来我国国防费用构成进行了披露，按用途划分，主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成，其中装备费用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输、储存等。

图表 14 2010 年至 2017 年我国国防费用各项开支占比情况（单位：亿元）

项目 年度	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	
2010	1,859.31	34.9	1,700.47	31.9	1,773.59	33.2	5,333.37
2011	2,065.06	34.3	1,899.43	31.5	2,063.42	34.2	6,027.91
2012	1,955.72	29.2	2,329.94	34.8	2,406.26	36.0	6,691.92
2013	2,002.31	27.0	2,699.71	36.4	2,708.60	36.6	7,410.62
2014	2,372.34	28.6	2,679.82	32.3	3,237.38	39.1	8,289.54
2015	2,818.63	31.0	2,615.38	28.8	3,653.83	40.2	9,087.84
2016	3,060.01	31.3	2,669.94	27.4	4,035.89	41.3	9,765.84
2017	3,210.52	30.8	2,933.50	28.1	4,288.35	41.1	10,432.37

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

我国装备费占国防预算的比重已经从 2010 年的 33.2% 增长至 2017 年的 41.1%，装备投入复合增速达到 13.44%。2018 年至 2021 年，国防费用仍不断保持稳定高速增长，这表明随着军改推进，机关非战斗部队逐步精简，国防支出的重心向加大武器装备建设方向发展。但同时对比美国军费结构，我国军队装备经费仍有较大提升空间，装备订购费预期有持续增长的趋势。

### 3 深厚技术积累和创新研发能力

公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块，多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制、空中格斗、空面（地、舰）与舰舰攻防等作战场景，承担了军方多项重点型号的科研生产任务和国家重点工程任务，是我军重要的武器装备供应商之一。

图表 15 公司主要产品系列及其应用范围（示例）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司在军工领域深耕多年，产品跟随军事科技发展不断进行迭代和优化，形成了两大产品系列自主可控的技术体系，具备较强的军品技术攻关和配套研制能力，在数个细分产品领域形成持续性竞争优势，遵循军品“批产一代、研制一代、预研一代、探索一代”研产体系。

图表 16 军品“批产一代、研制一代、预研一代、探索一代” 研产体系

产品序列	批产一代/ 列装定型	研制一代/ 型号研制	预研一代/ 工程研制	探索一代/ 关键技术研究
导弹（火箭弹） 固体发动机动力 与控制产品	13型	15型	14型	12型
弹药装备	11型	9型	26型	21型
数量合计	24型	24型	40型	33型

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

在导弹（火箭弹）固体发动机动力模块领域，其产品性能的高低，直接关系到导弹装备整体的作战效能，其先进性主要由推进剂配方和装填工艺决定，主要有以下几个关键方面：1) 固体推进剂必须具有足够高的能量性能，满足导弹的射程和推力；推进剂成型药柱必须具有良好的力学性能，保证发动机各种力学环境下结构完整性；推进剂必须具有优良的工艺性能，以便于发动机药柱制造成型；推进剂必须具备稳定燃烧特性，保证发动机工作状态正常；推进剂必须具有优良的安全性能，保证生产过程安全可靠；推进剂必须具有良好的耐老化性能，保证发动机具有较长的使用寿命。2) 发动机隔热结构必须具备较高的耐烧蚀和耐冲刷性能，及与发动机壳体良好的粘接性，保证发动机工作过程的热防护和结构完整性。3) 发动机衬层结构必须具备与推进剂良好的粘接性和相容性，保证导弹发动机的工作可靠性。

图表 17 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品中高性能材料核心技术及具体表征

序号	核心技术	简要技术说明	对应产品
1	高性能动力模块助剂技术	根据产品工况需求、催化剂作用机理，通过对推进剂小组份催化剂配方进行交叉设计、产品性能数据对比分析、试验验证偏差分析，对复合推进剂中复杂多组元高分子化学反应速度进行有效控制研究，实现了对复合推进剂在高压工况下稳定燃烧（化学反应）和速度有效控制。可广泛应用于大推力、长时间工况固体发动机、助推器。	低燃速高能量动力模块
2	高性能复合推进剂	根据产品发展的高性能要求、高分子推进剂化学反应原理，对复合推进剂多组元主要成分、助剂组份配方采用超细粒度与不同粒度组合的氧化剂和还原剂配比组合进行设计，并通过累积的大数据进行虚拟仿真分析，实现对复合推进剂快速燃烧（化学反应）速度的精准控制和能量的最大化。可广泛应用于高燃速高能量固体发动机、助推器。	高性能动力模块
3	新型隔热复合材料技术	根据高分子材料阻燃、隔热机理，对高分子隔热材料配方进行研究，将多种高分子材料、催化剂进行创新、高效组合设计，形成高性能隔热材料。该型材料实现了在超高温环境下较长时间隔热，且质量更轻，并可根据工作需要同一固体发动机中在不同时间分段燃烧，达到对能量的有效管理。国内首创，可广泛应用于多 XX 组合固体发动机、助推器。	多 XX、多 XX 组合动力模块

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**图表 18 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品中安全高效制备核心技术及具体表征**

序号	核心技术	简要技术说明	对应产品
1	高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术	根据高性能复合推进剂制造产品性能稳定性、一致性需求，依靠几十年制备经验积累和大数据分析，构建了某部分关键制备参数的智能模型。通过对某关键制备过程关键参数进行动态监控、分析计算和模型预设，自适应调整要素、参数，实现了对某高性能复合推进剂安全、高效制造，产品性能稳定、一致性好。国内首创，可广泛应用于某类高性能固体发动机/助推器复合推进剂大批量、全天候制造。	高性能动力模块
2	新型包覆套材料、成型与可修复技术	采用高分子阻燃原理，对有机、无机材料有效配合进行配方、高效组合设计，形成高性能、可加工性优良的阻燃隔热材料。同时采用真空喷淋制备成型技术，实现了具备阻燃、轻质、可加工和修复便利等特性。国内首创，可广泛应用于包覆套成型。	包覆药柱类动力模块
3	中小口径发动机动力模块高效制造技术	对中小口径固体发动机复合推进剂全制造过程进行系统梳理分析，充分借助现有设备能力，进行制造工艺优化和工艺装备设计、定制，在多个环节实现了多发同时制造。目前国内最高效，可广泛应用于固体发动机/助推器制造。	中小口径发动机动力模块
4	绝热层高质量高效制造技术	根据绝热层物理和力学性能特征，利用非金属材料切削加工机理、工艺装备设计技术和数字化技术集成创新，开发了专用的绝热层某专用制造装备，实现了高效生产，并能使产品质量保持较高的一致性。国内首创，可广泛应用于绝热层加工，被行业相关协会推广应用。	带绝热层的动力模块

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**图表 19 公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品中控制技术及其具体表征**

序号	核心技术	简要技术说明	对应产品
1	直立式抗干扰高压起爆技术	根据新式传爆、隔爆原理，利用直立式结构和 MEMS 自主设计加工，实现强抗电磁干扰和高可靠性，且具有极短时间内起爆响应能力。应用该技术的火工装置（点火装置、安保险装置）具有很高的安全性，便于使用和运输，且特别适用于极短时间内延时起爆、多点同步起爆、恶劣环境高可靠性起爆、精细起爆等复杂起爆环境。可广泛应用于固体发动机、助推器点火和战斗部起爆。	点火控制模块
2	高压起爆之电压精准控制技术	采用高压大电流本质抗干扰能力强的技术体系，通过数模仿真模拟计算，得到最优升压控制参数，实现在极短时间内完成高电压高电流稳定控制输出，满足总体的快速稳定点火要求。可广泛应用于固体发动机、助推器、战斗部点火控制。	点火控制模块
3	全电子安全保险技术	根据引信保险机构双环境力加载解保的要求，采用微电子电路、力学传感器与控制信息联动等一体化集成设计，使保险机构能够动态感知自身运行状态与目标信息，实现了智能决策、可靠解除的保险功能。可广泛应用于某类产品作战部件安保险机构。	安全控制模块
4	全弹道安全闭锁技术	采用子弹与目标相结合的安全保险集成设计，可实现全弹道安全闭锁到达目标的智慧保险。可用于重要产品安保险机构。	安全控制模块
5	高过载结构设计及材料技术	采用高过载结构设计、缓冲结构设计、材料选型与改性技术，实现了产品的抗超高过载能力。可用于抗超高过载用各类引信。	安全控制模块

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

弹药装备行业领域的核心关键技术指标主要围绕功能提升、毁伤威力提升、精度提升以及精确炸点控制等方面开展。

**图表 20 公司弹药装备及引信与智能控制产品中功能提升技术及具体表征**

序号	核心技术	简要技术说明	对应产品
1	多弹种总体设计技术	根据毁伤不同目标的作战需求，研究目标特性及其毁伤机理，确定不同类型的战斗部，并依相关作战要求确定弹的类型（如穿甲弹、破甲弹、攻坚弹、杀伤弹、爆破弹等）以及战术技术指标，利用空气动力学、内外弹道、毁伤等相关理论进行总体设计，分配各零、组（部）件的功能及技术指标，应用材料学、力学、化学工程及控制等相关理论，进行各零、组（部）件的细化设计，并通过仿真、环境适应性等边界环境性试验及实物的靶场试验等进行验证的系列技术。	弹药
2	多功能战斗部设计技术	将两个或两个以上的弹种毁伤功能技术（如穿甲、破甲、攻坚、杀爆、燃烧等）进行集成，形成一弹多个功能的战斗部（多功能弹）技术，可实现一种弹药具备多种毁伤能力，避免了作战时弹种转换，减少了勤务处理难度。在各功能复合中，公司首次突破目前其中难度最高的两种功能复合，技术具备了工程应用价值，且已通过军方验收。	弹药
3	破片轻量化技术	基于战斗部爆炸机理的研究成果，以及对战斗部结构的创新设计和对材料特性的研究及改性，实现对杀爆功能弹片的大小与重量的精确控制。应用于民品，实现爆炸破片质量 $\leq 10g$ ，减少了安全隐患。	弹药

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**图表 21 公司弹药装备及引信与智能控制产品中威力提升技术及具体表征**

序号	核心技术	简要技术说明	对应产品
1	战斗部高效复合毁伤技术	创新了某类型战斗部的毁伤机理，推动了工程设计的总体结构及各零、组（部）件的创新，实现了毁伤效果的大幅度提升及毁伤功能的生长。该技术应用于某两型弹药装备领域，实现了对厚壁目标的有效毁伤，毁伤能力国内领先，对应产品处于国内先进水平。	弹药
2	大炸高聚能装药战斗部设计技术	该技术系公司先进聚能战斗部技术在新应用场景的再发展，通过在材料技术、药形罩结构及加工工艺技术等多方面创新，突破了大炸高条件下大穿深的技术难点，实现了小口径装药大炸高条件下的可靠击穿反应装甲，在工程应用领域处于领先水平。该技术已应用于公司某新型反坦克破甲弹。	弹药

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**图表 22 公司弹药装备及引信与智能控制产品中精度提升技术及具体表征**

序号	核心技术	简要技术说明	对应产品
1	整体脱壳技术	为满足新型脱壳穿甲弹的需求，公司突破现行脱壳理论，开创了新型整体脱壳技术，实现脱壳精确控制（脱壳距离及分散性）和对弹体的最小扰动，保证了应用本技术的新型弹药产品精度大幅度提升。	弹药
2	纯铁导带脱碳技术	该技术是公司自主创新的低碳钢脱碳工艺技术，用于制备作为新型弹药导带（导转、闭气）的纯铁材料，解决了弹药射击中铜质导带飞边对弹药精度的影响，有效提升了精度。	弹药

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**图表 23 公司弹药装备及引信与智能控制产品中精确炸点控制技术及其具体表征**

序号	核心技术	简要技术说明	对应产品
1	C&R 双模复合目标探测技术	该技术通过感知目标对自然环境中“两种场”的扰动，并且利用感知的“两种场”信息进行有机融（复）合，能够发现目标并实现对其位置的精确判定，有效提升了系统数据可信度及抗干扰性能。其中内嵌的弹道数学模型可支持系统自主决策，从而精确控制引爆时间。	智能引信、弹药
2	引信复合定距技术	该技术可利用引信系统探测的自然环境中“某场”信息确定自身的位移，并且结合基于内嵌的弹道数学模型计算的位移信息，实现弹药的精确定位、精确起爆。	智能引信、弹药
3	抗超高（冲击）过载缓冲击技术	通过结构、材料以及减震各种综合性技术措施，确保功能组件在承受发射过载、爆炸冲击、硬质目标侵彻过程产生的超高（冲击）过载条件下能够有效可靠作用。	智能引信、弹药
4	高水压解保及起爆技术	该技术涉及超大水深测量器件以及创新测量原理转换等多项关键技术点，可使弹药装备产品能承受超大水深产生的压力，具有超大水深精确（米级）测量能力，并能在超大水深环境下在预定水深可靠解除保险、可靠起爆。	智能引信、特种弹药
5	高瞬发度技术	通过系统的综合设计，使产品能够兼顾系统的稳定性与微秒级的高瞬发度，保证了战斗部高速可靠起爆，实现战斗部最大毁伤效能。	引信、弹药
6	并行冗余起爆技术	应用冗余设计理论，在引信控制与起爆（点燃）部分采用多路冗余设计及各独立控制回路过程环节之间的互为冗余设计，极大的提高了产品可靠性，大幅度下降了引信的失效概率。	智能引信、特种弹药、弹药

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

截至 2022 年末，公司先后获得国家级、省部级等科技奖项共计 21 项，其中包括 2011 年中国兵器工业集团公司科学技术奖励进步特等奖、2013 年获得中华人民共和国工业和信息化部国防科学进步奖三等奖、2013 年中国兵器装备集团公司科学技术奖励进步一等奖、2016 年中国兵器装备集团技术进步二等奖等重要奖项。

**图表 24 公司主要能力认定情况**

序号	单位	内容	颁发单位	获得时间
1	九江国科	省级企业技术中心	江西省工业和信息化厅、江西省财政厅、国家税务总局江西省税务局	2022 年 12 月
2	星火军工	江西省工程研究中心	江西省发展和改革委员会	2022 年 12 月
3	宜春先锋	江西省工程研究中心	江西省发展和改革委员会	2021 年 12 月
4	宜春先锋	第三届江西年度功勋企业	江西省工业与信息化厅、江西省发改委、江西省教育厅等单位联合颁发	2021 年 6 月
5	航天经纬	江西省工程研究中心	江西省发展和改革委员会	2020 年 12 月
6	星火军工	省级企业技术中心	省工信厅、省财政厅、省税务局	2020 年 11 月
7	航天经纬	省级企业技术中心	江西省工业和信息化厅、江西省财政厅、国家税务总局江西省税务局	2019 年 12 月
8	新明机械	省级企业技术中心	省工信厅、省财政厅、省税务局	2018 年 11 月
9	宜春先锋	省级企业技术中心	省工信厅、省财政厅、省税务局	2018 年 11 月

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

截至 2022 年末，公司主要在研项目合计 73 项，其中工程研制项目 40 项，关键技术研究 33 项。公司在新一代智能弹药及引信、高燃速导弹（火箭弹）先进动力模块与控制产品等领域持续加大研发力度，赋能公司发展。

**图表 25 公司在研项目情况**

项目类型	大类	小类	数量
工程研制	弹药类 (13 型)	新质弹药	1
		智能弹药	1
		复合功能弹药	2
		特种弹药	4
		提升型弹药	5
	武器系统 (3 型)	单兵武器	3
		提升型引信	6
	引信与智控装置 (10 型)	智能型控制装置	2
		安装置	2
		低燃速高能量大口径动力模块	5
	固体发动机动力 (14 型)	中燃速高能量动力模块	6
		高燃速高能量复合动力模块	3
		小计	40
关键技术研究	弹药与武器系统类 (11 项)	新型材料应用	4
		总体技术	4
		新型战斗部技术	3
	引信与智控类 (10 项)	专用集成功能模块	6
		控制技术	2
		超高可靠性研究	1
		多功能引信自适应技术	1
	固体发动机动力 (12 项)	发动机技术研究	1
		推进剂配方研究	3
		高性能绝热/隔热材料研究	5
		高效高质工艺研究	3
	小计	33	
	合计	73	

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

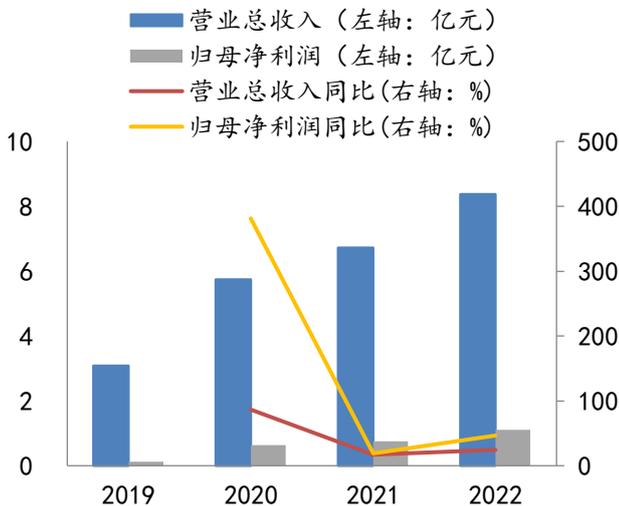
## 4 财务分析

### 4.1 收入利润分析：主营业务增长迅速

**公司主营业务增长迅速。**公司营业收入分为主营业务收入和其他业务收入，其中主营业务收入主要包括军用产品销售收入、民用产品销售收入和受托研制收入，其他业务收入主要来源于废品及少量材料的销售。2020年至2022年，公司营业收入金额分别为57,436.86万元、67,247.18万元和83,722.38万元。

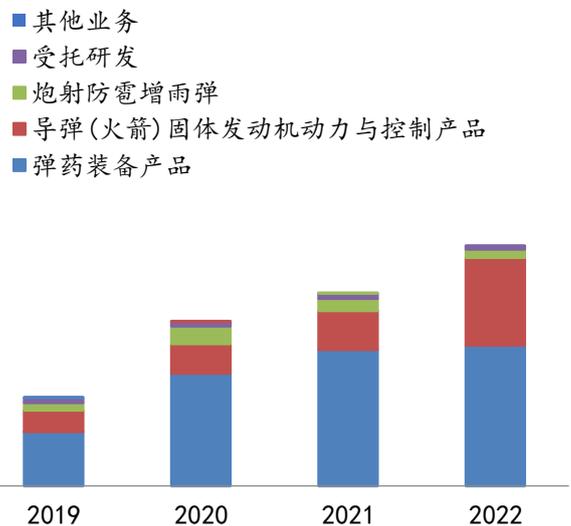
公司主营业务增长迅速，主要得益于产品序列的增加和新产品的定型生产交付。军改以来，我国武器装备更新换代速度明显加快，实战化战备训练频次显著增加。公司积极响应国防发展需求，在保持导弹（火箭弹）固体发动机动力模块及防空反导弹药领域竞争优势的同时，大力开拓产品种类和参与科研竞标，在导弹安全控制、引信及智能控制领域持续发力，各类产品收入稳步增长，有力支撑了公司业务规模的提升。

图表 26 近几年公司经营情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 近几年公司营收构成（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

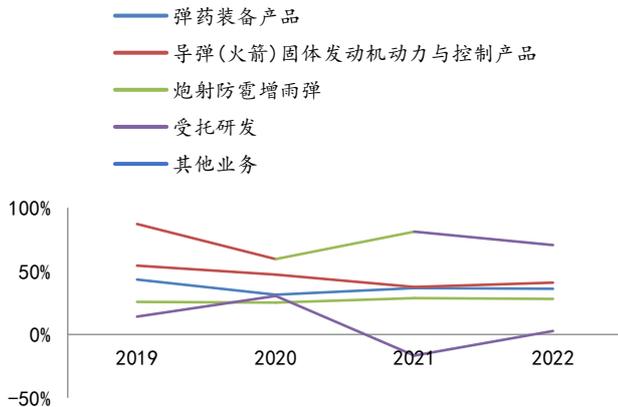
### 4.2 成本费用分析：研发投入力度较高

**毛利率方面**，公司的主营业务毛利主要来自销售军用产品，2020-2022年，军用产品毛利占主营业务毛利的比重分别为89.41%、96.06%和97.30%。公司民用产品炮射防雷增雨弹毛利金额及占比变动趋势与收入基本一致。公司受托研制业务毛利波动较大，主要原因是研制项目均为定制化服务，不同项目间由于研制进度和成本投入差异，导致毛利水平存在差异。

**主营业务成本随着公司产销规模的扩大而持续增加。**2020年至2022年，随着公司经营规模的扩大，主营业务成本也相应增长，与主营业务收入保持同步增长态势，各产品板块主营业务成本变动及占比与主营业务收入构成相匹配。

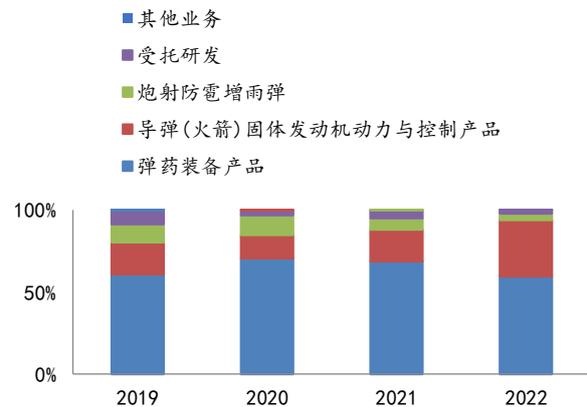
**三费方面**，2020-2022年，公司期间费用稳中有升，与公司持续增长的收入相匹配，其中管理费用占营业收入的比例较高，公司期间费用占营业收入的比重基本稳定。

图表 28 近几年各项业务毛利率 (单位: %)



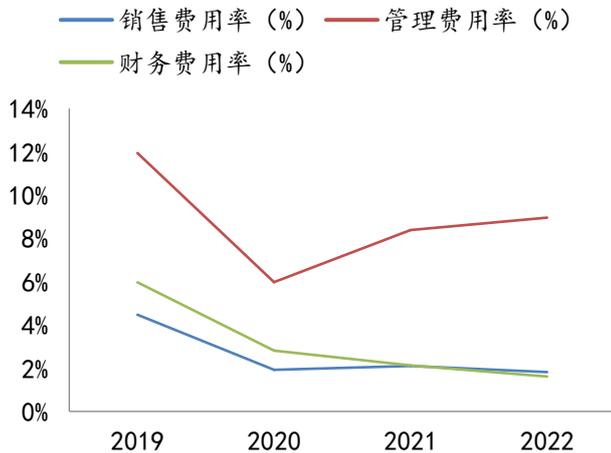
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 近几年营业成本中各业务占比 (单位: %)



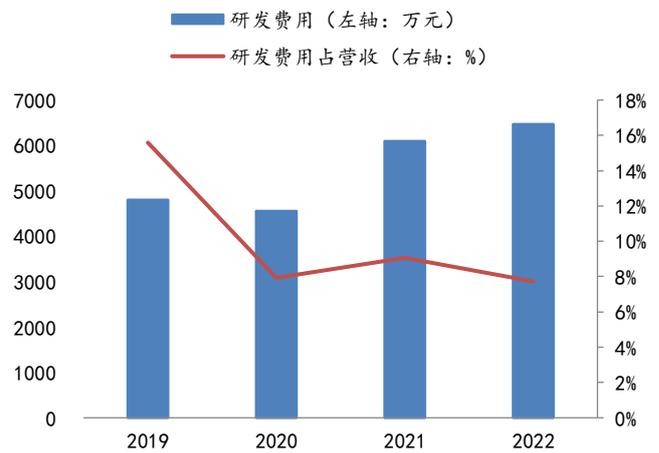
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 近几年三费情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 近几年研发费用情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

**研发费用方面**, 公司研发费用占营业收入比重与同行业可比公司相比较高。公司为保持在军品领域可持续竞争能力, 持续专注于产品技术研发, 并在新一代智能弹药及引信、高燃速导弹 (火箭弹) 先进动力模块与控制产品等领域持续加大研发力度。截至 2022 年末公司主要在研项目 73 项, 公司研究方向和研究范围较广较深, 同时聚焦于弹药、引信、动力模块与控制系统等多个领域, 因此研发费用支出相对较高。随着公司营业收入的增加, 研发费用占比虽有所下降, 但依旧维持较高的研发投入水平。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

✓ 收入端

**关键假设 1:** 基于军工下游行业的需求, 预计公司弹药装备产品、导弹(火箭)固体发动机动力与控制产品业务的增速将维持高位。

✓ 费用端

**关键假设 1:** 随着销售体系的完善及募投项目的稳步推进, 预计费用保持相对稳定。

基于上述关键假设, 我们对公司未来三年业绩做出预测。我们预计公司 2023 年/2024 年/2025 年的营业收入分别为 10.83/13.96/17.92 亿元, 同比增速为 29.3%/28.9%/28.3%。预计公司 2023 年/2024 年/2025 年归母净利润分别为 1.44/1.88/2.45 亿元, 对应增速为 30.4%/30.3%/30.2%。

图表 32 2021 年-2025 年公司业绩拆分及盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (万元)	67,247.17	83,722.39	108,284.41	139,602.36	179,161.92
YOY	17.08%	24.50%	29.34%	28.92%	28.34%
营业成本 (万元)	43,794.00	52,630.14	68,280.54	87,448.73	110,690.17
毛利润 (万元)	23,453.2	31,092.3	40,003.9	52,153.6	68,471.7
毛利率 (%)	34.88%	37.14%	36.94%	37.36%	38.22%
弹药装备产品					
营业收入 (万元)	47,465.54	49,017.55	63,722.82	82,839.66	107,691.56
YOY	20.99%	3.27%	30%	30%	30%
营业成本 (万元)	30,104.04	31,369.58	37426.69	48461.15	62537.29
毛利润 (万元)	17361.50	17647.97	26,296.1	34,378.5	45,154.3
毛利率 (%)	36.58%	36.00%	41.27%	41.50%	41.93%
导弹(火箭)固体发动机动力与控制产品					
营业收入 (万元)	13,580.91	30,570.14	39,741.18	51,663.54	66,129.33
YOY	32.14%	125.10%	30%	30%	28%
营业成本 (万元)	8,496.34	18,077.26	27094.90	35063.42	44129.57
毛利润 (万元)	5084.57	12492.88	12,646.3	16,600.1	21,999.8
毛利率 (%)	37.44%	40.87%	31.82%	32.13%	33.27%
炮射防雹增雨弹					
营业收入 (万元)	4,268.76	2,882.62	3,170.88	3,487.97	3,836.77
YOY	-30.74%	-32.47%	10%	10%	10%
营业成本 (万元)	3,045.60	2,074.65	2271.48	2488.55	2733.87
毛利润 (万元)	1223.16	807.97	899.4	999.4	1,102.9
毛利率 (%)	28.65%	28.03%	28.36%	28.65%	28.75%
受托研发					

其它业务收入 (万元)	1,823.97	1,090.66	1501.48	1472.04	1354.73
其它业务成本 (万元)	2,127.57	1,061.01	1431.86	1386.13	1228.35
毛利润 (万元)	-303.60	29.65	69.62	85.90	126.37
毛利率 (%)	-16.65%	2.72%	4.64%	5.84%	9.33%
其他业务					
其它业务收入 (万元)	107.99	161.42	148.05	139.15	149.54
其它业务成本 (万元)	20.45	47.64	55.60	49.47	61.08
毛利润 (万元)	87.54	113.78	92.45	89.68	88.46
毛利率 (%)	81.06%	70.49%	62.45%	64.45%	59.15%

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 5.2 公司估值

公司产品涉及导弹 (火箭弹) 固体发动机动力与控制及弹药装备两大领域, 以军用产品为主, 国内无相似业务类型的可比上市公司。根据产品类别及行业领域情况, 公司选取的导弹 (火箭弹) 固体发动机动力与控制领域国内同行业可比上市公司为洪都航空; 选取的弹药装备领域国内同行业可比上市公司为长城军工、中兵红箭和高德红外。2023 年可比公司 PE 均值为 59 倍。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.44/1.88/2.45 亿元, 对应市盈率为 60.10、46.17、35.47 倍, 首度覆盖给予“买入”评级。

图表 33 可比公司估值情况 (截至 2023 年 7 月 3 日收盘)

证券代码	证券简称	可比公司业务情况	PE (取一致预期)		
			2023E	2024E	2025E
600316.SH	洪都航空	教练机系列产品的设计、研制、生产、销售、维修及服务保障, 以导弹防务业务为核心的其他航空产品业务	97.78	77.97	62.83
601606.SH	长城军工	迫击炮弹、光电对抗类弹药、单兵火箭、引信及火工品等军品业务, 预应力锚具等民品业务	72.85	57.27	48.57
000519.SZ	中兵红箭	特种装备业务板块、超硬材料业务板块、专用车及汽车零部件业务板块三大业务板块	26.00	21.14	17.75
002414.SZ	高德红外	红外焦平面探测器芯片、红外热像整机及以红外热成像为核心的综合光电系统、完整装备系统总体、传统非致命性弹药及信息化弹药四大业务板块	38.86	29.84	23.66
平均值			58.87	46.56	38.20

注: 可比公司估值采用 Wind 一致预期

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 风险提示

募投项目产能释放缓慢、下游需求不及预期。



## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。