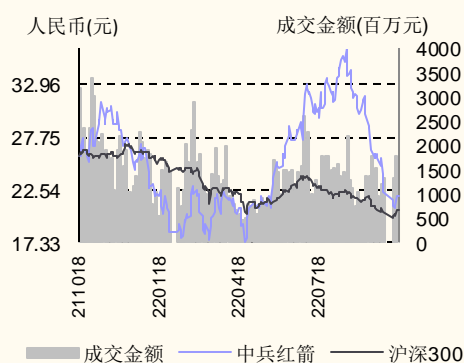


市场价格 (人民币): 21.99 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.93
已上市流通 A 股(亿股)	13.92
总市值(亿元)	306.22
年内股价最高最低(元)	36.50/17.33
沪深 300 指数	3846
深证成指	11162



相关报告

- 《业绩高增兑现，超硬材料盈利能力显著提升-中兵红箭 2Q22 业绩》，2022.8.19
- 《Q2 净利预增 67~88%，工业+培育钻产销两旺》，2022.7.1
- 《管理层人事变动，持续推动国企改革提高活力》，2022.6.7
- 《培育钻需求旺盛，1Q22 盈利水平大幅提升》，2022.4.25
- 《工业+培育钻龙头，行业上行增强业绩弹性-中兵红箭深度报告》，2022.4.22

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

caixy@gjzq.com.cn

收入同降 17%，加大研发拖累盈利同比表现

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,463	7,514	8,919	10,723	11,998
营业收入增长率	21.45%	16.26%	18.71%	20.22%	11.89%
归母净利润(百万元)	275	485	1,332	1,731	1,989
归母净利润增长率	7.58%	76.77%	174.42%	29.95%	14.94%
摊薄每股收益(元)	0.197	0.349	0.956	1.243	1.429
每股经营性现金流净额	1.29	1.13	0.91	1.33	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.22%	5.39%	13.67%	16.05%	16.61%
P/E	50.82	76.52	22.99	17.69	15.39
P/B	1.64	4.12	3.14	2.84	2.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10.17 公告 Q3 营收 16.36 亿元，同比-16.8%、21 年来单季度首次同比下滑，归母净利 1.79 亿元、同比-35.9%，预计超硬材料同比仍高增、特种装备业务拖累；毛利率仍同比+3.3PCT，净利率 10.97%，同比-3.25PCT，主要为刚性费用外，管理/研发费用分别同比增加支出 1400+/5000+ 万元（剔除该因素净利率同比+0.37PCT、归母净利同降 12.78%）。
- 环比看，收入环比-10.2%、净利环比-57.38%、毛利率环比-8.28PCT、净利率环比-12.1PCT，预计主要为特种装备 Q3 业绩环比波动较大（参考特种装备 1H21/2H21 毛利率分别为 18%/8.1%，1H20/2H20 毛利率分别为 16%/7.2%），超硬材料环比亦有波动（Q3 部分培育钻/工业钻价环比 Q2 有不同程度的下降）。

经营分析

- 超硬材料占比提升、Q3 毛利率延续同比提升态势，费用刚性+加大研发投入拖累净利同比表现：3Q22 毛利率 27.55%、同比+3.3PCT、延续同比提升态势、预计系高毛利超硬材料业务占比提升。3Q22 期间费用率 13.49%（同比+5.13PCT），其中销售/管理/研发费用率 0.9%/7.47%/7.06%，分别同比-0.11/+2/+3.76PCT，预计研发费用主要投向军工及培育钻板块。1-3Q22 存货周转天数 114 天（+2 天），应收账款周转天数 77 天（+37 天）。
- 降本增效高质发展，军品业务交付顺利。拟投资 5.2 亿元进行工业金刚石产线技术改造+“超硬材料研发中心建设项目”竣工验收，降低培育钻/工业钻生产成本、提高产品质量及生产效率；Q3 北方红阳多个重点型号项目完成工程样机性能验证，且主要战技指标均满足试验大纲要求。

投资建议

- 超硬材料龙头+智能弹药国内领先，HTHP 技术全球绝对领先、小钻优势显著、包销占比高、出厂价坚挺，期待军工业务改善。预计 22-24 年归母净利为 13.32/17.31/19.89 亿元，3 年 CAGR 为 60%，对应 22 年 PE 23 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 培育钻价格下跌/需求不及预期，军工/汽车业务改善不及预期。

图表 1: 中兵红箭子公司业绩概览

子公司		2020	2021	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22
中南钻石	营收 (百万元)	1922	2407	820	1102	1356	1051	1604
	营收 yoy	-4%	25%	-20%	13%	65%	-5%	18%
	净利润 (百万元)	410	657	147	263	342	314	680
	净利润 yoy	25%	60%	-26%	105%	133%	20%	99%
	净利率	21%	27%	18%	24%	25%	30%	42%
江机特种	营业收入 (百万元)	1865	2143	854	1011	904	1238	915
	营收 yoy	35%	15%	52%	24%	6%	22%	1%
	净利润 (百万元)	128	113	63	65	61	51	70
	净利润 yoy	150%	-12%	102%	223%	-3%	-21%	15%
	净利率	6.8%	5.3%	7.3%	6.4%	6.8%	4.2%	7.7%
北方红阳	营收 (百万元)	493	888					
	净利润 (百万元)	-235	-243					
	净利率	-48%	-27%					
北方向东	营收 (百万元)	697						
	营收 yoy	64%						
	净利润 (百万元)	51.3						
	净利润 yoy	-21%						
	净利率	7%						

来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,322	6,463	7,514	8,919	10,723	11,998	货币资金	3,892	5,359	6,379	6,786	7,701	9,161
增长率		21.4%	16.3%	18.7%	20.2%	11.9%	应收款项	1,421	946	1,745	1,690	2,120	2,372
主营业务成本	-4,191	-5,327	-5,955	-6,324	-7,368	-8,112	存货	1,602	1,564	1,212	1,386	1,574	1,734
%销售收入	78.8%	82.4%	79.3%	70.9%	68.7%	67.6%	其他流动资产	407	355	435	517	559	588
毛利	1,131	1,136	1,559	2,595	3,355	3,886	流动资产	7,322	8,224	9,771	10,379	11,954	13,855
%销售收入	21.2%	17.6%	20.7%	29.1%	31.3%	32.4%	%总资产	66.5%	67.6%	69.6%	71.9%	75.4%	79.3%
营业税金及附加	-33	-31	-40	-59	-71	-78	长期投资	66	54	42	42	42	42
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,776	3,186	3,479	3,503	3,342	3,062
销售费用	-78	-46	-62	-76	-97	-120	%总资产	25.2%	26.2%	24.8%	24.3%	21.1%	17.5%
%销售收入	1.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	无形资产	529	513	496	493	491	488
管理费用	-405	-427	-523	-549	-670	-756	非流动资产	3,689	3,943	4,260	4,058	3,893	3,609
%销售收入	7.6%	6.6%	7.0%	6.2%	6.3%	6.3%	%总资产	33.5%	32.4%	30.4%	28.1%	24.6%	20.7%
研发费用	-292	-311	-345	-446	-568	-660	资产总计	11,011	12,167	14,031	14,437	15,847	17,464
%销售收入	5.5%	4.8%	4.6%	5.0%	5.3%	5.5%	短期借款	69	27	31	25	36	29
息税前利润 (EBIT)	323	320	589	1,466	1,949	2,272	应付款项	1,622	2,798	3,331	3,303	3,603	3,888
%销售收入	6.1%	5.0%	7.8%	16.4%	18.2%	18.9%	其他流动负债	773	480	1,201	1,064	1,128	1,275
财务费用	38	43	59	134	149	174	流动负债	2,463	3,305	4,564	4,392	4,767	5,192
%销售收入	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-1.5%	-1.4%	-1.5%	长期贷款	48	0	0	0	0	0
资产减值损失	-75	-29	-61	0	0	0	其他长期负债	312	345	456	301	297	295
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,823	3,649	5,020	4,693	5,064	5,487
投资收益	15	7	7	14	12	10	普通股股东权益	8,188	8,518	9,011	9,744	10,783	11,976
%税前利润	4.7%	1.9%	1.2%	0.9%	0.6%	0.4%	其中：股本	1,393	1,393	1,393	1,393	1,393	1,393
营业利润	330	415	628	1,614	2,111	2,456	未分配利润	2,995	3,201	3,685	4,484	5,522	6,716
营业利润率	6.2%	6.4%	8.4%	18.1%	19.7%	20.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-20	-34	-24	0	0	0	负债股东权益合计	11,011	12,167	14,031	14,437	15,847	17,464
税前利润	310	380	604	1,614	2,111	2,456	比率分析						
利润率	5.8%	5.9%	8.0%	18.1%	19.7%	20.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-55	-106	-119	-283	-380	-467	每股指标						
所得税率	17.6%	27.8%	19.6%	17.5%	18.0%	19.0%	每股收益	0.183	0.197	0.349	0.956	1.243	1.429
净利润	255	275	485	1,332	1,731	1,989	每股净资产	5.880	6.116	6.471	6.997	7.743	8.600
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.655	1.295	1.130	0.910	1.334	1.742
归属于母公司的净利润	255	275	485	1,332	1,731	1,989	每股股利	0.045	0.000	0.050	0.383	0.497	0.571
净利率	4.8%	4.2%	6.5%	14.9%	16.1%	16.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.12%	3.22%	5.39%	13.67%	16.05%	16.61%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	2.32%	2.26%	3.46%	9.23%	10.92%	11.39%
净利润	255	275	485	1,332	1,731	1,989	投入资本收益率	3.20%	2.69%	5.19%	12.38%	14.78%	15.33%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	438	425	461	399	435	454	主营业务收入增长率	7.43%	21.45%	16.26%	18.71%	20.22%	11.89%
非经营收益	-4	51	34	-55	-11	-9	EBIT增长率	-25.69%	-0.69%	83.75%	148.99%	32.98%	16.55%
营运资金变动	222	1,052	593	-408	-296	-8	净利润增长率	-26.49%	7.58%	76.77%	174.42%	29.95%	14.94%
经营活动现金净流	912	1,803	1,573	1,268	1,858	2,426	总资产增长率	5.65%	10.49%	15.32%	2.89%	9.77%	10.20%
资本开支	-345	-338	-495	-224	-270	-170	资产管理能力						
投资	209	110	-150	0	0	0	应收账款周转天数	37.4	23.8	28.4	27.0	30.0	30.0
其他	62	31	80	14	12	10	存货周转天数	143.6	108.5	85.1	80.0	78.0	78.0
投资活动现金净流	-74	-197	-565	-210	-258	-160	应付账款周转天数	70.9	87.0	112.5	110.0	105.0	105.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	151.3	141.5	135.5	112.7	86.2	66.7
债权募资	-60	-76	7	-46	11	-7	偿债能力						
其他	-55	-73	8	-600	-693	-796	净负债/股东权益	-46.11%	-63.78%	-73.22%	-71.95%	-73.41%	-78.34%
筹资活动现金净流	-115	-149	15	-647	-682	-803	EBIT利息保障倍数	-8.5	-7.4	-9.9	-10.9	-13.1	-13.1
现金净流量	723	1,457	1,024	411	918	1,462	资产负债率	25.64%	29.99%	35.78%	32.50%	31.96%	31.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	9	32	40	105
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

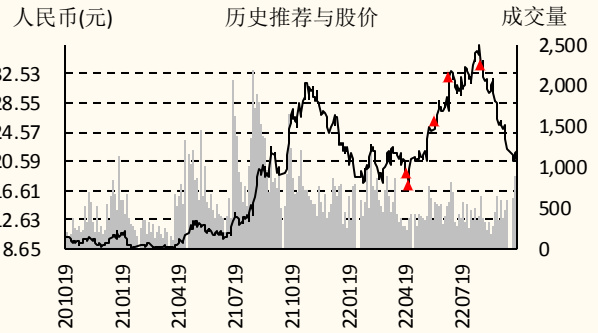
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-22	买入	19.05	24.54 ~ 30.00
2	2022-04-25	买入	19.13	N/A
3	2022-06-07	买入	25.00	N/A
4	2022-07-01	买入	29.15	N/A
5	2022-08-19	买入	36.50	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402