

**事件：**公司于 10 月 24 日发布了 2022 年三季度报，前三季度实现营收 14.6 亿元，YoY+91.1%；归母净利润 4.7 亿元，YoY+70.0%；扣非归母净利润 4.6 亿元，YoY+70.7%。**三季度符合市场预期，业绩增长主要由销售订单增长推动。**

➤ **3Q22 业绩增长 51%；信用/资产减值影响公司净利率。**单季度看，公司：**1) 2Q22 营收 4.8 亿元，YoY+73.9%，归母净利润 1.6 亿元，YoY+76.4%。3Q22 营收 5.5 亿元，YoY+84.4%，归母净利润 1.7 亿元，YoY+51.5%。2) 2Q22 毛利率为 46.4%，同比下降 0.1ppt；净利率为 33.0%，同比提升 0.5ppt。3Q22 毛利率为 42.8%，同比下降 5.0ppt，净利率为 30.4%，同比下降 6.6ppt。前三季度毛利率同比下降 2.2ppt 至 45.1%，净利率同比下降 4.0ppt 至 32.0%。公司净利率下降主要系前三季度较去年同期多计提信用减值（4431 万元）和资产减值（446 万元）。**

➤ **可转债/定增提升公司业务深度和广度，打开成长新空间。**1) 公司 2021 年可转债募资 9 亿元，共投资 12.8 亿元建设航空零部件智能制造和蒙皮镜像铣生产线，建成后形成近 3000 件机身结构件和 5000 余件蒙皮零部件加工能力，预计 2023 年末投产，达产后预计增加营收 4.7 亿元，净利润 2.0 亿元；2) 2022 年公司拟定增募资 20.5 亿元，共投资 21.6 亿元建设航空中小模锻件、航发精锻叶片和机翼装配生产线。建成后，将在机体模锻领域实现全能力覆盖，在航发领域继盘件后继续拓展叶片精锻能力，并且延伸产业链至下游机翼装配领域，项目预计于 2025 年末投产，达产后预计增加营收 9.4 亿元，净利润 2.6 亿元。

➤ **费用率持续优化，应收款项/合同负债反映下游景气度。**公司前三季度期间费用率为 4.1%，同比下降 1.6ppt，具体看：1) 销售费用率 0.2%，同比下降 0.2ppt；2) 管理费用率 2.1%，同比下降 0.8ppt；3) 研发费用率 2.6%，同比下降 1.5ppt，研发费用 0.4 亿元，同比增长 20.4%；4) 财务费用率-0.9%，上年同期为-1.7%。**截至三季度末，公司：1) 应收账款及票据 14.6 亿元，较年初增加 123.5%，主要是销售订单增长所致；2) 存货 11.1 亿元，较年初增加 8.5%；3) 预付款项 490 万元，较年初减少 69.8%；4) 合同负债 830 万元，较年初增加 30.7%；5) 经营活动现金流净额 0.6 亿元，去年同期为 1.8 亿元，主要是购买商品、接收劳务支付的现金增长所致。**

➤ **投资建议：**公司是我国航空大型模锻件核心供应商，2021~2022 年纵向积极拓展中游锻造和下游机加工及装配能力，有望打开成长新赛道。我们预计，公司 2022~2024 年归母净利润分别是 6.4 亿、8.5 亿和 10.9 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 35x/26x/21x。**我们考虑到下游需求旺盛和广阔的产业延伸空间。给予 2023 年 30 倍 PE，目标价 51.00 元，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**募投项目建设不及预期、新业务拓展不及预期等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,172	1,765	2,292	2,928
增长率 (%)	90.7	50.5	29.9	27.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	412	636	847	1,087
增长率 (%)	101.7	54.3	33.1	28.5
每股收益 (元)	0.83	1.27	1.70	2.18
PE	54	35	26	21
PB	9.1	7.3	5.8	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价）

#### 推荐

维持评级

当前价格：

44.91 元

目标价：

51.00 元



#### 分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

#### 研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

#### 研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

#### 相关研究

1.三角防务 (300775.SZ) 2022 年中报点评：1H22 收入及利润增速较高；产品结构逐渐变化-2022/08/10

2.三角防务 (300775.SZ) 点评报告：收缩定增规模至 20.5 亿元；股权激励继续推进-2022/07/11

3.三角防务 (300775.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：2021 年业绩翻倍增长；股权激励彰显发展信心-2022/04/26

4.三角防务 (300775.SZ) 点评报告：定增扩产业务线延伸，股权激励彰显发展信心-2022/02/24

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,172	1,765	2,292	2,928
营业成本	625	917	1,175	1,497
营业税金及附加	4	6	8	10
销售费用	5	8	9	10
管理费用	36	54	63	72
研发费用	43	65	81	103
EBIT	464	715	957	1,235
财务费用	-11	-9	-11	-11
资产减值损失	-10	-10	-10	-10
投资收益	0	0	0	0
营业利润	475	734	977	1,256
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	477	736	979	1,258
所得税	65	100	133	170
净利润	412	636	847	1,087
归属于母公司净利润	412	636	847	1,087
EBITDA	501	761	1,006	1,287

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,373	2,151	2,867	3,656
应收账款及票据	655	894	1,044	1,331
预付款项	16	24	30	39
存货	1,020	887	1,082	1,382
其他流动资产	182	215	244	280
流动资产合计	3,246	4,171	5,267	6,688
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	678	713	741	764
无形资产	62	77	92	107
非流动资产合计	886	923	957	988
资产合计	4,131	5,093	6,224	7,676
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	734	1,076	1,378	1,756
其他流动负债	106	131	154	181
流动负债合计	840	1,207	1,532	1,937
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	835	835	835	835
非流动负债合计	835	835	835	835
负债合计	1,675	2,042	2,367	2,772
股本	496	499	499	499
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,457	3,052	3,857	4,903
负债和股东权益合计	4,131	5,093	6,224	7,676

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	90.67	50.54	29.87	27.76
EBIT 增长率	119.32	53.97	33.80	29.11
净利润增长率	101.70	54.30	33.07	28.46
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	46.66	48.05	48.74	48.87
净利率	35.17	36.04	36.93	37.14
总资产收益率 ROA	9.98	12.49	13.60	14.17
净资产收益率 ROE	16.78	20.85	21.95	22.18
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.86	3.46	3.44	3.45
速动比率	2.63	2.70	2.71	2.72
现金比率	1.64	1.78	1.87	1.89
资产负债率 (%)	40.54	40.09	38.03	36.12
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	134.34	120.91	108.82	108.82
存货周转天数	595.22	357.13	339.27	339.27
总资产周转率	0.28	0.35	0.37	0.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.83	1.27	1.70	2.18
每股净资产	4.92	6.11	7.73	9.82
每股经营现金流	0.75	1.80	1.68	1.83
每股股利	0.09	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	54	35	26	21
PB	9.1	7.3	5.8	4.6
EV/EBITDA	43.54	27.64	20.20	15.17
股息收益率 (%)	0.20	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	412	636	847	1,087
折旧和摊销	37	46	49	52
营运资金变动	-76	217	-59	-230
经营活动现金流	374	900	838	911
资本开支	-136	-81	-81	-81
投资	-80	0	0	0
投资活动现金流	-216	-81	-81	-81
股权募资	15	0	0	0
债务募资	893	0	0	0
筹资活动现金流	850	-41	-41	-41
现金净流量	1,008	778	715	789

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

### 投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026