

2023年06月02日

# 国科军工 (688543.SH)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

◆ 下周三（6月7日）有一家科创板上市公司“国科军工”询价。

◆ **国科军工 (688543)**: 公司专注于导弹（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2020-2022年分别实现营业收入5.74亿元/6.72亿元/8.37亿元，YOY依次为86.53%/17.08%/24.50%，三年营业收入的年复合增速39.57%；实现归母净利润0.63亿元/0.75亿元/1.11亿元，YOY依次为381.28%/19.02%/46.55%，三年归母净利润的年复合增速103.24%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入1.46亿元，同比增长134.74%；实现归母净利润0.09亿元，同比增长219.49%。根据初步预测，2023年1-6月公司预计实现净利润3,900万元至4,800万元，同比变动-9.17%至11.78%。

- ① **投资亮点**：1、公司深耕国防科技工业领域数十年，是国内少数同时覆盖导弹固体发动机动力模块与弹药装备两大军品市场、且处于领先水平的科研生产企业之一。在导弹固体发动机动力领域，公司子公司航天经纬前身为我军第一代海防固体导弹发动机推进剂研制生产企业，拥有丰厚的技术储备；截至目前，公司多款产品已应用于我军现役多型号导弹及火箭弹。同时，公司围绕弹药装备领域也建立了自有技术体系，目前是我军首型某类火箭弹近炸引信等多款行业首创产品的承制生产单位。截至2022年末，公司拥有军方主要定型批产产品24型、型号研制任务24项；订单方面，公司已签署未交付的导弹固体发动机动力与控制板块订单达3.96亿元、弹药装备板块订单达3.80亿元。伴随着全球地缘争端加剧，我国实战化训练的强度和频次持续提升，对装备特别是军工消耗品的需求将进一步增强，或利好以公司为首的武器装备供应商。2、公司积极进行炮射防雹增雨弹等产品的民品业务拓展，有望进一步丰富收入结构。报告期内，公司以炮射防雹增雨弹产品为试点，生产的炮射防雹增雨弹系行业首型B级弹，广泛应用于我国各地防雹减灾等，具备消雹效果好、性价比高、安全可靠高等优势。目前，公司是炮射防雹增雨弹产品国内仅有的四家定点生产企业之一，自2018年开始销售，2020-2022年间公司炮射防雹增雨弹产品已累计实现销售收入约1.33亿元。3、公司“统筹规划建设”募投项目现已提前建设并实现部分转固，预期推动公司业绩稳步向好。2022年末较2020年末，公司固定资产金额增加44,154.73万元，增幅达198.65%；主要系报告期间，公司提前进行统筹规划建设A区、B区和技改项目B建设，目前土建工程部分已基本完成并陆续开始投入使用。伴随着上述项目建设能力的逐步释放，公司科研生产能力有望获得较大提升，进一步巩固其行业领先地位。
- ② **同行业上市公司对比**：选取中天火箭、长城军工、洪都航空、以及中兵红箭为国科军工的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为42.29亿元，可比PE-TTM(剔除业务领域差距较大的洪都航空和中兵红箭，以及因业绩波动造成市盈率偏高的长城军工/算数平均)为58.61X，销售毛利率为20.64%；相较而言，公司营收规模未及同业均值，但毛利率水平处于同业的中高位区间。

### 交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	110.00
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/

### 分析师

李蕙

 SAC执业证书编号: S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.com

### 相关报告

- 智翔金泰-新股专题覆盖报告(智翔金泰)-2023年第105期-总第302期 2023.6.2
- 康力源-新股专题覆盖报告(康力源)-2023年第103期-总第300期 2023.6.2
- 威士顿-新股专题覆盖报告(威士顿)-2023年第102期-总第299期 2023.6.2
- 致欧科技-新股专题覆盖报告(致欧科技)-2023年第104期-总第301期 2023.6.2
- 海看股份-新股专题覆盖报告(海看股份)-2023年第101期-总第298期 2023.6.1



- ◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

#### 公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	574.4	672.5	837.2
同比增长(%)	86.53	17.08	24.50
营业利润(百万元)	74.4	93.2	129.8
同比增长(%)	335.25	25.29	39.25
净利润(百万元)	63.4	75.4	110.5
同比增长(%)	381.28	19.02	46.55
每股收益(元)	0.63	0.75	1.00

数据来源: 聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、国科军工 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	7
(四) 募投项目投入 .....	7
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	8
(六) 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 公司主要产品序列研产情况 .....	4
图 2: 公司收入规模及增速变化 .....	5
图 3: 公司归母净利润及增速变化 .....	5
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 5: 公司 ROE 变化 .....	5
图 6: 2021 年国防开支预算 (单位: 亿美元) .....	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	8
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	8

## 一、国科军工

公司长期深耕国防科技工业领域，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；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。

充分利用国有军工企业“混改”所带来的管理机制创新，公司建立起以技术创新为导向的科研生产经营模式；截至报告期末，公司主要产品序列研产情况如下：

图 1：公司主要产品序列研产情况

**军品研产体系：批产一代/研制一代/预研一代/探索一代**

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：公司招股书，华金证券研究所

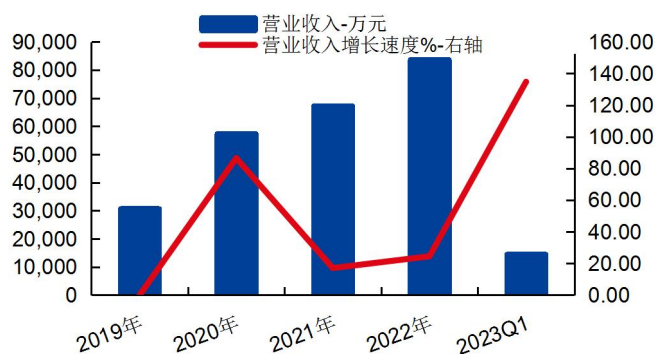
公司产品与技术历获国家国防科工委、兵器工业部、航天航空工业部、工业和信息化部及中国兵器工业集团有限公司等国家、省部级各等级奖项；并在多次对外防御作战中因表现突出、保障有力而受到表彰，参加了包括“抗日战争胜利 70 周年”、“建军 90 周年”、“建国 70 周年”及“建党 100 周年”等在内的多次阅兵、专项展示、军事演习任务和重大活动保障。

### （一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 5.74 亿元/6.72 亿元/8.37 亿元，YOY 依次为 86.53%/17.08%/24.50%，三年营业收入的年复合增速 39.57%；实现归母净利润 0.63 亿元/0.75 亿元/1.11 亿元，YOY 依次为 381.28%/19.02%/46.55%，三年归母净利润的年复合增速 103.24%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 134.74%；实现归母净利润 0.09 亿元，同比增长 219.49%。

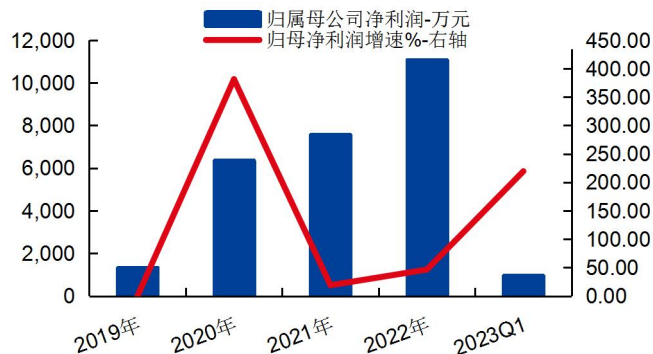
2022 年，公司主营收入按产品类型可分为三大板块，分别为弹药装备（5.19 亿元，62.11%）、导弹固体发动机动力与控制产品（3.06 亿元，36.58%）、以及受托研制产品（0.11 亿元，1.31%）。2020 年至 2022 年间，弹药装备始终是公司的核心产品及主要收入来源，其销售收入占比维持在 60%以上；此外，近年来，公司来自导弹固体发动机动力与控制产品的销售收入实现较快增长，由 2020 年的 1.03 亿元增至当前的 3.06 亿元。

图 2：公司收入规模及增速变化



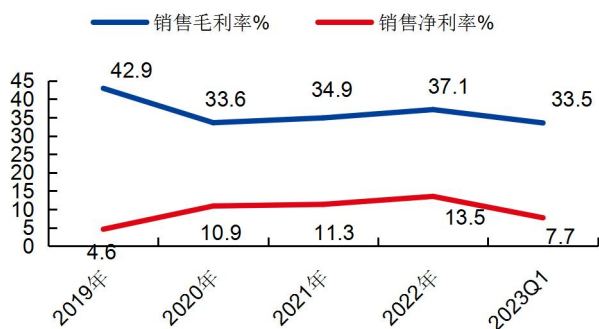
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化



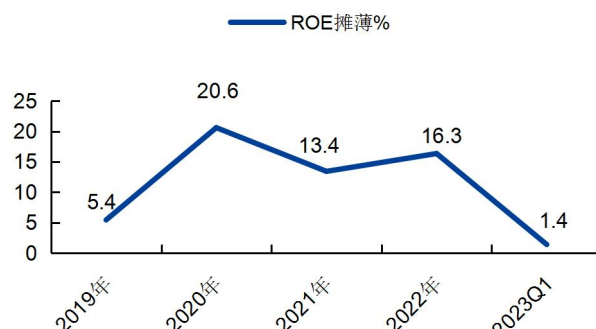
资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）行业情况

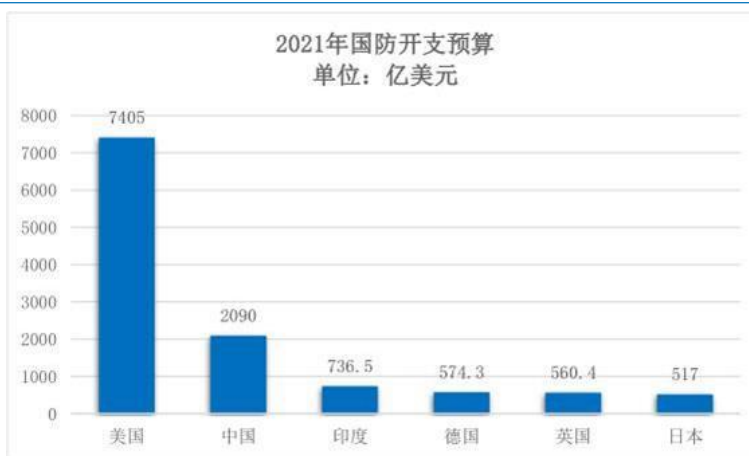
公司主要产品包括导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品、弹药装备产品等；公司归属于国防军工行业。

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。报告期内，我国的国防预算保持了较为稳定的增长，预计未来仍将保持这一增长势头。

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%。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。

图 6：2021 年国防开支预算（单位：亿美元）



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

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。

目前，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。

### 1、导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品领域

导弹（火箭弹）以其远距离、精确制导的打击能力，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（火箭弹）产品作为尖端武器装备，各国对其核心技术都进行了严格保密及封锁，我国导弹（火箭弹）固体发动机的发展，完全是独立科研探索，尤其对科研生产企业的研发制造能力提出极高要求。因此，国内只有少数企业具备导弹（火箭弹）固体发动机科研生产能力，承担我军战术、战略级导弹（火箭弹）产品的研制生产任务。固体发动机动力模块行业领域的核心技术发展方向主要包括高效复合固体推进剂材料、新型隔热材料及安全制备工艺技术等。

随着现代作战模式变革，远程化、精确化、智能化弹药需求将快速增长。我军对导弹、火箭弹的需求量将进一步扩大，“十四五”期间，预计导弹（火箭弹）固体发动机作为中远程导弹核心动力，其需求将大幅增长。

### 2、弹药装备领域

新中国成立以来，我国弹药产品跟随武器系统的发展经历了仿制、仿研和自主研发发展与创新阶段，从二十世纪九十年代开始，通过自主研发，我国弹药装备水平逐步迈入世界一流行列。为了适应现代化战争的需要，弹药正在朝着远程化、精确化智能化、高效毁伤以及一弹多能等方向快速发展，是武器系统更新最快、发展最活跃的领域。弹药领域的核心关键技术指标主要围绕射程提升、精度提升、威力提升以及精确控制等方面开展。在强军背景下，新型弹药的需求将更加旺盛。

### 3、民用领域

公司生产的炮射防雹增雨炮弹，主要应用于防雹减灾等领域。多年来国家在该领域持续投入，随着军用成熟技术持续转化为民用产品，在防雹减灾、大气治理等领域成果丰硕。根据 2020 年《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），明确提出将我国人工影响天气产品作业于 2035 年达到世界先进水平的发展目标，促进人工影响天气领域持续发展。

## （三）公司亮点

**1、公司深耕国防科技工业领域数十年，是国内少数同时覆盖导弹固体发动机动力模块与弹药装备两大军品市场、且处于领先水平的科研生产企业之一。**在导弹固体发动机动力领域，公司子公司航天经纬前身为我军第一代海防固体导弹发动机推进剂研制生产企业，拥有丰厚的技术储备；截至目前，公司多款产品已应用于我军现役多型号导弹及火箭弹。同时，公司围绕弹药装备领域也建立了自有技术体系，目前是我军首型某类火箭弹近炸引信、首型某类串联战斗部随进子弹用机械引信等多款行业首创产品的承制生产单位。截至 2022 年末，公司拥有军方主要定型批产产品 24 型、型号研制任务 24 项；订单方面，公司已签署未交付的导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制板块订单达 3.96 亿元，弹药装备板块订单达 3.80 亿元。伴随着全球地缘争端加剧，我国实战化训练的强度和频次持续提升，对装备特别是军工消耗品的需求将进一步增强，或利好以公司为首的武器装备供应商。

**2、公司积极进行炮射防雹增雨弹等产品的民品业务拓展，有望进一步丰富收入结构。**依托军事领域积累的核心技术工艺，公司在民用领域积极布局，报告期内以炮射防雹增雨弹产品为试点，生产的炮射防雹增雨弹系行业首型 B 级弹，广泛应用于我国各地防雹减灾等，具备消雹效果好、性价比高、安全可靠高等优势。目前，公司是炮射防雹增雨弹产品国内仅有的四家定点生产企业之一，自 2018 年开始销售，2020-2022 年间公司炮射防雹增雨弹产品已累计实现销售收入约 1.33 亿元。

**3、公司“统筹规划建设”募投项目现已提前建设并实现部分转固，预期推动公司业绩稳步向好。**2022 年末较 2020 年末，公司固定资产金额增加 44,154.73 万元，增幅达 198.65%；主要系报告期间，公司提前进行统筹规划建设项目 A 区、B 区和技改项目 B 建设，目前土建工程部分已基本完成并陆续开始投入使用。伴随着上述项目建设能力的逐步释放，公司科研生产能力有望获得较大提升，进一步巩固其行业领先地位。

## （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

**1、统筹规划建设项目：**本项目具体包括统筹规划建设项目 A 区、B 区、C 区。其中：统筹规划建设项目 A 区规划建设为公司集团总部、子公司宜春先锋和星火军工行政办公区、科研及机械加工生产基地；统筹规划建设项目 C 区规划建设为公司子公司九江国科和黎明机械行政办公区、科研及机械加工生产基地；统筹规划建设项目 B 区规划建设为公司弹药装备的总装区域。

**2、产品及技术研发投入：**本项目募资资金用于公司产品与技术的研发投入，有利于确保公司技术和产品的不断更新升级与创新。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	统筹规划建设项目	80,484.90	32,900.00	-
2	产品及技术研发投入	19,600.00	19,600.00	-
3	补充流动资金及偿还项目银行贷款	22,500.00	22,500.00	-
	<b>总计</b>	<b>122,584.90</b>	<b>75,000.00</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

## （五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 8.37 亿元，同比增长 24.50%；实现归属于母公司净利润 1.11 亿元，同比增长 46.55%。根据初步预测，公司 2023 年 1-6 月预计实现营业收入 3.85 亿元至 4.15 亿元，同比增长 9.94%至 18.51%；预计实现净利润 3,900 万元至 4,800 万元，同比变动-9.17%至 11.78%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 3,600 万元至 4,500 万元，同比变动-11.18%至 11.03%。

公司专注于导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品及弹药装备领域；根据主营业务、或下游客户的相似性，选取中天火箭、长城军工、洪都航空、以及中兵红箭为国科军工的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 42.29 亿元，可比 PE-TTM(剔除业务领域差距较大的洪都航空和中兵红箭，以及因业绩波动造成市盈率偏高的长城军工/算数平均)为 58.61X，销售毛利率为 20.64%；相较而言，公司营收规模未及同业均值，但毛利率水平处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
003009.SZ	中天火箭	78.19	58.61	12.36	21.74%	1.44	17.93%	28.71%	9.41%
601606.SH	长城军工	100.89	124.66	17.14	1.07%	0.80	-41.40%	22.29%	3.06%
600316.SH	洪都航空	168.24	132.24	72.51	0.50%	1.41	-6.96%	2.69%	2.66%
000519.SZ	中兵红箭	252.89	50.25	67.14	-10.65%	8.19	68.76%	28.88%	8.40%
<b>688543.SH</b>	<b>国科军工</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>8.37</b>	<b>24.50%</b>	<b>1.11</b>	<b>46.55%</b>	<b>37.14%</b>	<b>16.34%</b>

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 6 月 1 日），华金证券研究所

## （六）风险提示

新产品研发风险、研发人员流失或不足的风险、军品订单下降的风险、军品客户集中度较高及大客户依赖的风险、安全生产风险、产品质量风险、控股型公司架构带来的风险、大额长期应收账款减值风险、军品毛利率下降风险、存货金额较高及发生减值的风险、民用爆炸品经营资质风险、对外军品贸易风险、军品定价模式风险、民用产品销售风险、军品市场准入风险、国家秘密泄漏风险等风险。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)