

2023年11月22日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

国科军工 (688543)

公司点评：固体发动机+弹药总装双轮驱动，技术优势推动业绩稳步增长

报告摘要

◆ 事件：公司10月27日公告，2023年前三季度实现营收（6.78亿元，+18.99%），归母净利润（0.93亿元，+20.79%），扣非归母净利润（0.91亿元，+21.86%），毛利率（34.24%，-3.26pcts），净利率（14.42%，+0.49pcts）基本每股收益（0.76元，+8.57%）。

2023年第三季度实现营收（2.78亿元，+26.74%），归母净利润（0.49亿元，+41.02%），扣非归母净利润（0.49亿元，+42.03%），毛利率（34.45%），净利率（18.18%）。

◆ 公司深耕导弹（火箭弹）固体发动机动力及弹药装备领域，业绩稳步增长，新型号转批产，有望形成新的业绩增长点。

2023年前三季度实现营收（6.78亿元，+18.99%），归母净利润（0.93亿元，+20.79%），扣非归母净利润（0.91亿元，+21.86%），业绩稳步增长；就单季度来看，2023年第三季度实现营收（2.78亿元，+26.74%），归母净利润（0.49亿元，+41.02%），扣非归母净利润（0.49亿元，+42.03%）单季度业绩高速增长。我们认为公司业绩增长主要系公司交付产品规模较上年同期增加所致。

费用方面，报告期内，公司期间费用（1.12亿元，+4.75%），期间费用率（16.53%，-2.25pcts），其中研发费用（0.46亿元，+7.62%）加大投入。

特别是2023年上半年，公司披露新增中标型号8项，同时原在研型号项目5项转入批产阶段，我们判断，公司研发阶段与批产阶段产品的收入规模将持续同步提升，中短期内公司收入与业绩实现较快增长确定性强。

公司制造效率较高，首创的绝热层高质量高效制造技术，制造效率大幅提升至10倍以上，且产品质量水平高；开发的动力模块高效制造技术，可实现数十发中小口径产品同时生产，大幅提升规模化生产效率，处于国内领先水平。同时，自动化产线的投入大幅提升了公司生产效率和水平。

投资评级

买入

首次评级

2023年11月22日

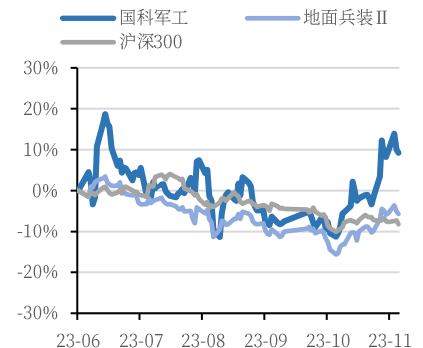
收盘价(元):

55.37

公司基本数据

总股本(百万股)	146.67
总市值(百万)	8,121.12
流通股本(百万股)	33.16
流通市值(百万)	1,836.11
12月最高/最低价(元)	62.49/44.05
资产负债率(%)	27.29
每股净资产(元)	15.13
市盈率(TTM)	64.21
市净率(PB)	3.66
净资产收益率(%)	4.17

股价走势图



作者

王菁菁 分析师
SAC执业证书: S0640518090001
联系电话: 010-59219570
邮箱: wangjj@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1

其他财务数据方面，报告期内公司存货（2.58 亿元，较 2023 年半年报 +7.10%）增加，公司本期存货周转率由 2023 年上半年 1.04 次提高至 1.71 次，生产交付节奏有所提升。

◆ 公司形成了导弹（火箭弹）固体发动机动力领域和弹药装备领域两大产品系列，产品技术水平获终端客户认可，在数个细分产品领域形成持续性竞争优势。

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。截至 2023 年 6 月底，公司承担 29 个军方定型列装产品的批量生产任务和 27 项军方型号研制项目。

图表 1：公司两大类产品情况

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	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
		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
		炮射防雹增雨弹	用于防雹减灾等

资料来源：公司公告、中航证券研究所整理

导弹（火箭弹）固体发动机动力业务领域，产品覆盖高、中、低各种燃速产品，产品已应用于空中格斗、空面（地、舰）与舰舰攻防等多场景下多款现役主战导弹（火箭弹）装备或新一代型号研制装备。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，公司承担了多项国家重要列装导弹和军贸系列导弹火箭弹等多项固体发动机动力模块的研制批产任务。研发的新型固体发动机点火控制装置及导弹安全保险装置应用于某新型空空导弹及战术导弹。截至 2023 年 6 月底，公司主要导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品包括军方定型列装批产产品 18 型，型号研制项目 18 项。

弹药装备业务领域，公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，是除军工央企集团之外唯一具备中、小口径多种型号弹种的科研生产能力的企业，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，**掌握了全弹种总体设计技术**，在军队产品升级换代“科研择优竞标”进程中连续中标；开发出新一代防空反导弹药产品，是我军新型防空系统主要弹种。截至 2023 年 6 月底，**公司主要弹药装备类产品包括军方定型列装批产产品 11 型，型号研制项目 9 项**。公司新增中标型号研制项目 8 项，同时原在研型号项目 5 项转入批产阶段，定型产品和型号研制任务持续增加。

公司应用成熟军品技术投入民用领域，生产的炮射防雹增雨弹系行业首型 B 级弹（高炮形式作业），具备消雹效果好、性价比高、安全可靠高等优良特性，产品已应用于云南、贵州、四川等多个省份。

图表 2：国科军工子公司情况（单位：万元）

子公司	持股比例	主营业务	注册地	2023H1 营业收入	2023H1 净利润
新明机械	86.25%	研制生产销售 特种弹药、引信及智能控制、导弹安全与控制模块 产品	江西九江	12225.10	2991.41
航天经纬	100%	研制生产销售 导弹（火箭）固体发动机动力模块 产品	江西泰和	9210.94	2674.20
宜春先锋	100%	主用弹药、特种弹药、炮射放雹增雨弹 产品	江西宜春	9926.49	1282.62
星火军工	100%	研制生产销售 特种弹药、引信及智能控制 产品	江西进贤	3296.81	529.30
九江国科	100%	主用弹药、特种弹药 产品	江西德安	6452.44	-163.73

资料来源：公司公告、中航证券研究所整理

公司与各大军工集团建立了良好的合作关系，产品技术水平和性能得到军方单位等终端客户的认可，扩宽客户范围，提升市场影响力和竞争力。公司主要产品为我军主战装备主用弹药或其关键部件，满足最新作战效能和应用环境需求，产品技术水平和性能获军方单位等终端客户认可；与军工集团在原有合作项目基础上，新增某型新产品、多型新领域预研合作。

◆ IPO 募资金 16.01 亿元，提升技术和产品产业化落地，增强核心技术水平。

公司于 2023 年 6 月 21 日登陆科创板，发行价格 43.67 元/股，共募集资金 16.01 亿元。通过开展统筹规划建设项，将实现现有技术和产品的产业化落地，将进一步提升公司产品质量和交付能力；通过增加产品及技术研发投入，进一步提高技术研发能力和自主创新能力、提升核心技术整体水平和新产品研制能力。

图表 3：公司 IPO 募投项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金	具体情况	建设期
统筹规划建设项	80484.90	32900.00	整合集中公司研发资源，组建数字化生产线；改造各种主用弹药、特种弹药及音信等相关火工品条件；提高生产线的智能化和信息化水平；提高生产效率和质量稳定性，满足任务急需和不断增长的市场需求。	36 个月
产品及技术研发投入	19600.00	19600.00	应用于公司现阶段在研项目以及未来新产品技术研发，主要方向包括：1) 弹药装备领域研发方向；2) 导弹装备领域研发方向。	--
补充流动资金及偿还项目银行贷款	22500.00	22500.00	利用募集资金补充流动资金及偿还部分项目银行贷款，降低资产负债率，增强公司抗风险能力，为业务规模不断发展提供稳定财务保障。	--
合计	122584.90	75000.00	--	--

资料来源：公司上市招股说明书、中航证券研究所整理

◆ 公司提升科研生产能力，拟投资 8.10 亿元用于动力模块能力建设项目，持续提升竞争优势。

公司 2023 年 8 月 1 日公告，“十四五”是公司所属行业进入快速发展机遇期，公司作为唯一一家地方动力模块科研生产厂家，发动机动力模块业务的快速增长将使公司面临产能不足的问题，基于此，公司拟投资 8.10 亿元用于动力模块能力建设，进一步完善研发生产条件及相关设备设施，提升

发动机动力模块科研生产能力,有望持续拓展导弹产业,进一步扩大公司在导弹(火箭弹)发动机领域的领先优势。

◆ 投资建议

我们认为,1)公司作为导弹动力模块配套、中小口径弹药重要装备企业,定型产品和型号研制任务不断增加,研发成果实现较快产业化,下游领域不断拓展;

2)公司产品部分用于军贸出口,或将成为公司业绩第二增长曲线;

3)公司制造效率较高,且自动化产线投入使用极大地提高了公司的生产效率,保障安全生产;

4)公司紧抓下游需求,募集资金投入提升研发能力和扩张产能,进一步增强核心竞争力,持续拓展行业市场。

基于以上观点,我们预计公司2023-2025年的营业收入分别为10.09亿元、12.68亿元和16.12亿元,归母净利润分别为1.34亿元、1.78亿元和2.38亿元,EPS分别为0.91元、1.21元、1.62元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景,我们给予“买入”评级。

◆ 风险提示

军品交付不及预期、民品市场拓展持续性不及预期、军工客户采购需求存在波动性

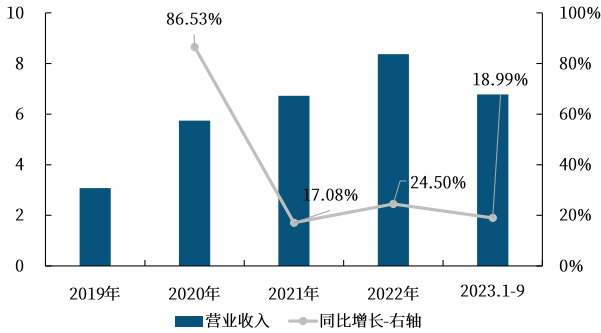
财务数据与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	837.22	1009.33	1268.00	1612.21
增长率(%)	24.50	20.56	25.63	27.15
归母净利润(百万元)	110.55	133.81	177.79	237.57
增长率(%)	46.55	21.05	32.86	33.63
毛利率(%)	37.14	35.97	36.32	36.71
每股收益(元)	0.75	0.91	1.21	1.62
市盈率 PE	72.96	60.90	45.84	34.30
市净率 PB	11.92	3.38	3.15	2.88
净资产收益率 ROE (%)	16.34	5.55	6.87	8.40

资料来源: iFind, 中航证券研究所

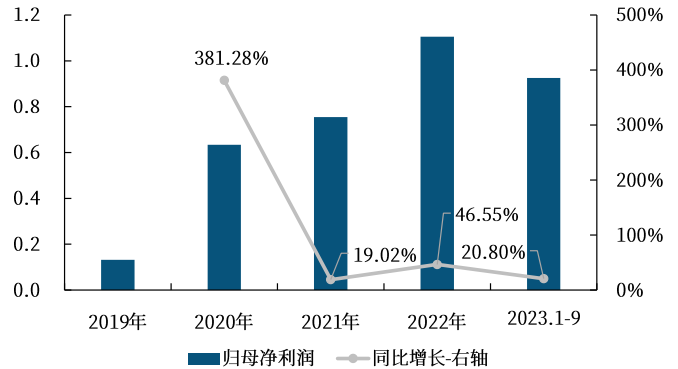
公司分产品预测表 (万元)		2022年	2023E	2024E	2025E
军用产品	营收	79,587.69	96,699.04	122,420.99	156,698.87
	成本	49,446.84	61,345.87	77,370.06	98,563.59
	毛利润	30,139.86	35,353.17	45,050.92	58,135.28

	毛利率	37.87%	36.56%	36.80%	37.10%
民用产品	营收	2,882.62	2,946.04	3,049.15	3,140.62
	成本	2,074.65	2,150.61	2,225.88	2,292.66
	毛利润	808.00	795.43	823.27	847.97
	毛利率	28.03%	27.00%	27.00%	27.00%
受托研制	营收	1,090.66	1,110.29	1,131.39	1,152.32
	成本	1,061.01	1,088.09	1,108.76	1,129.27
	毛利润	29.67	22.21	22.63	23.05
	毛利率	2.72%	2%	2%	2%
其他业务 收入	营收	161.42	177.56	198.87	228.70
	成本	47.64	53.27	59.66	68.61
	毛利润	113.78	124.29	139.21	160.09
	毛利率	70.49%	70%	70%	70%
合计	营收	83,722.39	100,932.93	126,800.39	161,220.51
	成本	52,630.14	64,623.83	80,746.99	102,036.08
	毛利润	31,092.24	36,309.10	46,053.41	59,184.43
	毛利率	37.14%	35.97%	36.32%	36.71%

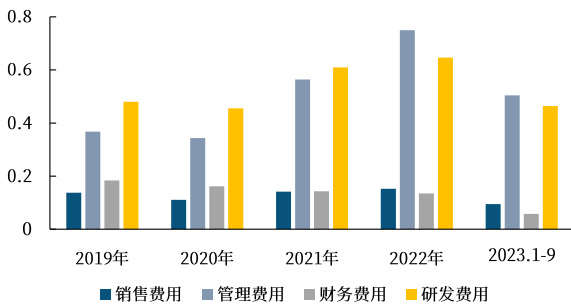
资料来源：iFind，中航证券研究所

● 2019-2022 年年报及 2023 年三季报公司主要财务数据
图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）


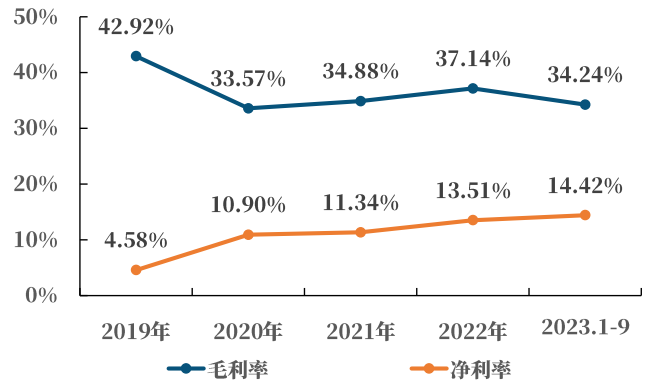
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）


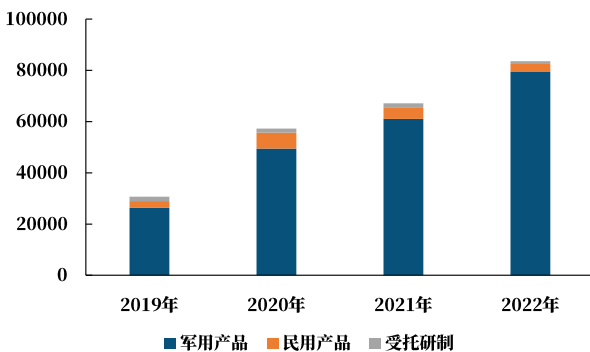
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司期间费用情况（单位：亿元）


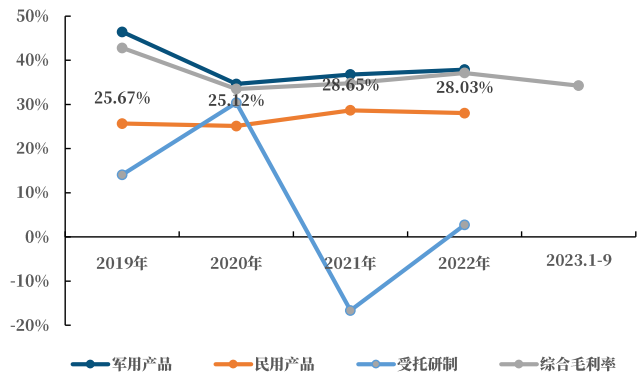
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司毛利率/净利率变化情况（单位：%）


资料来源：iFind，中航证券研究所

图5 公司分产品收入情况（单位：万元）


资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 公司分产品毛利率变化情况（单位：%）


财务报表与财务指标

利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	837.22	1009.33	1268.00	1612.21	货币资金	340.93	2092.08	2351.04	2693.27
营业成本	526.30	646.24	807.47	1020.36	应收票据及账款	252.49	303.82	381.69	485.29
税金及附加	0.53	0.66	0.83	1.05	预付账款	5.35	8.86	11.13	14.15
销售费用	15.22	19.65	24.69	31.39	其他应收款	1.52	5.57	6.99	8.89
管理费用	75.00	78.46	101.44	125.33	存货	263.83	245.32	306.53	387.35
研发费用	64.67	83.15	104.46	132.81	其他流动资产	46.17	20.19	25.37	32.25
财务费用	13.50	8.90	-0.31	-5.71	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-5.42	-3.23	-4.05	-5.15	固定资产	673.52	578.55	481.63	382.74
信用减值损失	-12.24	-18.33	-23.03	-29.28	在建工程	75.06	62.55	50.04	37.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	94.30	78.59	62.87	47.15
投资收益	0.00	0.04	0.04	0.04	长期待摊费用	1.66	0.83	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	18.65	18.65	18.65	18.65
资产处置收益	0.00	0.06	0.06	0.06	资产总计	1773.48	3415.00	3695.92	4107.27
其他收益	5.51	7.88	7.88	7.88	短期借款	44.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	129.84	158.71	210.34	280.54	应付票据及账款	440.48	517.69	646.85	817.39
营业外收入	0.19	0.23	0.23	0.23	其他流动负债	287.46	261.37	327.71	414.99
营业外支出	0.51	1.82	1.82	1.82	流动负债合计	772.54	779.05	974.56	1232.39
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	301.79	200.66	107.04	21.34
利润总额	129.52	157.12	208.75	278.95	其他非流动负债	15.80	15.80	15.80	15.80
所得税	16.44	22.37	29.72	39.71	非流动负债合计	317.58	216.46	122.84	37.13
净利润	113.08	134.75	179.03	239.23	负债合计	1090.12	995.51	1097.40	1269.52
少数股东损益	2.53	0.93	1.24	1.66	股本	110.00	110.00	110.00	110.00
归属母公司股东净利润	110.55	133.81	177.79	237.57	资本公积	264.49	1865.87	1865.87	1865.87
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	留存收益	301.94	435.76	613.54	851.12
经营性现金净流量	158.78	305.19	353.07	423.03	归属母公司权益	676.43	2411.62	2589.41	2826.98
投资性现金净流量	-153.88	-0.81	-0.81	-0.81	少数股东权益	6.93	7.87	9.11	10.77
筹资性现金净流量	-44.73	1446.76	-93.30	-79.99	股东权益合计	683.36	2419.49	2598.52	2837.75
现金流量净额	-39.84	1751.15	258.96	342.23	负债和股东权益合计	1773.48	3415.00	3695.92	4107.27

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637