

国科军工 (688543)

公司点评：营收与净利润保持快速增长，新增多型项目

构筑未来业绩增长点

报告摘要

◆ 事件：公司3月28日公告，2023年实现营收（10.40亿元，+24.25%），归母净利润（1.41亿元，+27.34%），扣非归母净利润（1.39亿元，+37.42%），毛利率（32.35%，-4.79pcts），净利率（14.13%，+0.62pcts），基本每股收益（1.10元，+10.00%）。

◆ 公司2023年营收与净利润实现快速增长，下游需求确定性强

2023年公司营收（10.40亿元，+24.25%）快速增长，主要系军品中主用弹药和导弹安全控制模块产品交付数量较上年增加所致；归母净利润（1.41亿元，+27.34%）、扣非归母净利润（1.39亿元，+37.42%）实现快速增长，主要系本年收入规模同比增加、非经常性损益减少等所致。毛利率（32.35%，-4.79pcts）有所下降，主要系相关税收政策改革以及在建工程转固、折旧增加致营业成本上升等原因所致；净利率（14.13%，+0.62pcts）有所提升，主要系公司三费率（9.06%，-3.33pcts）下降、资产减值损失同比减少434.32万元、信用减值损失同比减少1177.58万元所致。

公司业务主要以军品为主，2023年军品业务实现营收（9.95亿元，+24.97%），营收占比95.99%。公司旗下主要有5家子公司，业务情况如下表所示。其中子公司九江国科2023年实现营收（2.06亿元，+183.64%）大幅增长，未来有望受益于低成本弹药需求维持快速发展。此外，公司2024年1月3日公告，全资子公司宜春先锋签订重大销售合同，金额达3.16亿元。

图表1：国科军工子公司业务情况（单位：亿元）

子公司	持股比例	主营业务	注册地	2023年营业收入 (同比增速)	2023年利润总额
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	2.15 (+27.58%)	0.48

投资评级

买入

维持评级

2024年04月12日

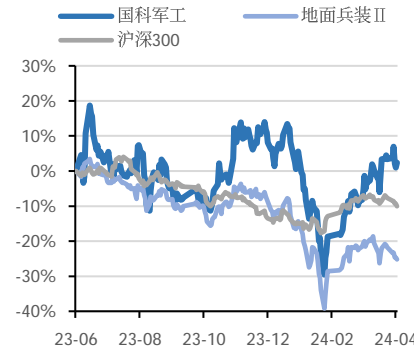
收盘价(元):

51.87

公司基本数据

总股本(百万股)	146.67
总市值(百万)	7,607.77
流通股本(百万股)	35.30
流通市值(百万)	1,830.81
12月最高/最低价(元)	62.49/34.02
资产负债率(%)	29.77
每股净资产(元)	15.46
市盈率(TTM)	54.08
市净率(PB)	3.36
净资产收益率(%)	6.21

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

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

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	2.19 (+14.41%)	0.59
宜春先锋	100%	主用弹药、特种弹药、炮射放雷增雨弹 产品	江西宜春	3.60 (+6.37%)	0.71
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	0.79 (-8.68%)	0.01
九江国科	100%	主用弹药、特种弹药 产品	江西德安	2.06 (+183.64%)	0.19

资料来源：公司公告、中航证券研究所整理

严慧 研究助理
 SAC执业证书：S0640123080006
 联系电话：010-59562539
 邮箱：yanhui@avicsec.com

相关研究报告

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 —2023-11-27

费用方面,报告期内,公司费用管控良好,期间费用(1.67亿元,-1.08%)与期间费用率(16.01%,-4.10pcts)均有所下降。其中财务费用(-43.76万元,同比减少0.14亿元)大幅度减少,主要系新增募集资金利息收入所致;研发费用(0.72亿元,+11.92%)稳定增长。

现金流方面,公司经营产生的现金流量净额(4.41亿元,+175.98%)大幅增长,主要系销售规模增长、销售回款增加、及年末收到客户预付款增加所致。投资活动现金流量净额(-0.91亿元,同比增加0.63亿元)大幅增长,主要系公司统筹规划建设项目逐渐转固,用于购建固定资产等长期资产支付的现金减少所致。筹资活动现金流净额(11.41亿元,同比增加9.19亿元)大幅增长,主要系本期公司IPO取得募集资金所致。

其他财务数据方面,报告期内公司存货(2.32亿元,-12.04%)同比有所下降,但仍维持在较高水平。公司本期存货周转率由2022年的2.45次提高至2023年的2.84次,生产交付节奏有所提升。应收账款(1.97亿元,+68.34%),合同负债(1.86亿元,+75.20%)高速增长。我们判断,公司在手订单或意向客户需求充足,目前正在积极备货备产。

◆ 公司业务快速拓展,在中口径弹药业务拓展打开新局面;多型项目产品大批量交付并新增产品竞标成功,为公司持续发展奠定良好基础

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。

报告期内,军用产品业务实现收入(9.95亿元,+24.97%),毛利率(32.27%,-5.60pcts),占总营收比例(95.99%,+0.93pcts)。军用产品毛利率下降主要系相关税收政策改革致产品单价下降,及在建工程转固,折旧增加致营业成本上升。报告期内,公司成功中标或获单一来源或扩点等方式较上期末增加型研项目25项,同时原在研型号项目中12项转入批产阶段;新增新领域新项目8项,新增新市场新客户7家。

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。报告期内，**高燃速动力模块产品和无人机助推器大批量交付；新增多型中大口径系列动力模块产品；新一代高能钝感推进剂配方试验成功；新拓展了4型导弹发动机点火控制与战斗部安保等智控产品。**

弹药装备业务领域，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。报告期内，公司开展的2005/XF、2303/JK等主战型号产品研制，取得阶段性成果，已进入竞标阶段；公司在DT033/JK中口径弹药竞标成功，在中口径弹药业务拓展方面打开新局面。报告期末，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8项。

报告期内，民品业务实现收入（0.36亿元，+25.82%），毛利率（27.66%，-0.37pcts），占总营收比例（3.50%，+0.06pcts）。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。

◆ 加大研发力度赋能公司发展，积极回购股份提振市场信心

公司于2023年6月21日登陆科创板，募集资金16.01亿元，其中3.29亿元用于统筹规划建设项目，1.96亿元用于产品及技术研发投入，2.25亿元用于补充流动资金及偿还项目银行贷款。

截止报告期末，公司主要在研项目合计83项，预计总投资规模3.70亿元，报告期内投入0.72亿元，累计已投入2.48亿元。研发投入主要聚焦在新一代智能弹药及引信、无人作战平台、高燃速导弹（火箭）先进动力模块与控制产品等领域。此外，公司2023年8月1日公告，拟投资8.10亿元用于动力模块能力建设，提升发动机动力模块科研生产能力，持续扩大产能，支撑公司规模发展。

公司2024年2月1日公告，拟通过集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不高于公司董事会通过回购决议前30个交易日公司股票交易均价的150%；回购总金额不低于7000万元，不超过13000万元；回购股份用于员工持股计划或股权激励。

◆ 投资建议

公司自成立以来深耕于国防科技工业领域，专注于导弹（火箭）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。我们的具体观点及投资建议如下：

- 1) 公司 2023 年营收与归母净利润均实现了快速增长，费用管理能力不断提升，盈利能力有望不断增强；
- 2) 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，客户数量不断增长，未来业绩有望持续增长；
- 3) 公司持续加大研发投入力度，募集资金投入提升研发能力和扩张产能，在研项目丰富，投资力度大。有利于进一步增强核心竞争力，持续拓展行业市场；
- 4) 公司积极开展股份回购，有利于后期开展员工持股计划和股权激励，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，谋求长远发展。

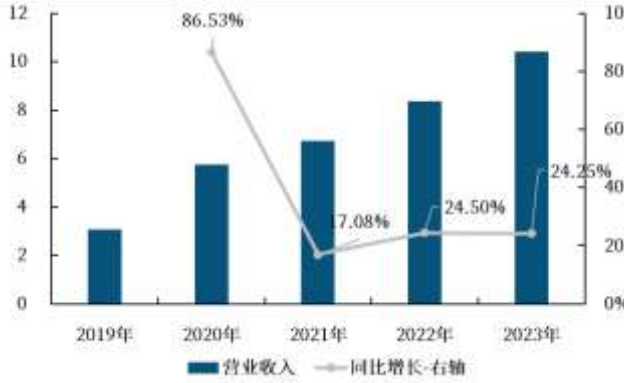
基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 12.98 亿元、16.35 亿元和 20.34 亿元，归母净利润分别为 1.80 亿元、2.27 亿元和 2.84 亿元，EPS 分别为 1.23 元、1.55 元、1.94 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景，我们给予“买入”评级。

◆ 风险提示

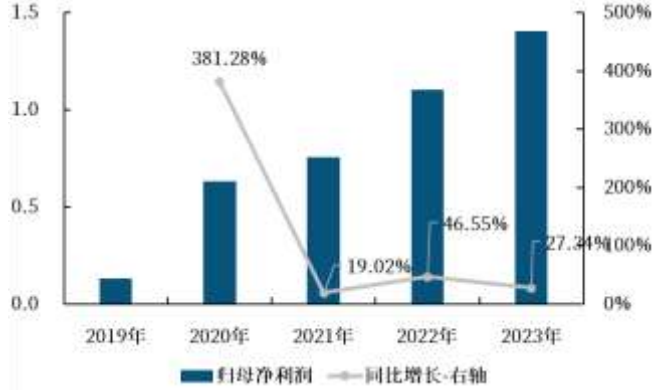
军品交付不及预期、民品市场拓展持续性不及预期、军工客户采购需求存在波动性

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	837.22	1040.25	1298.49	1634.55	2033.53
增长率（%）	24.50	24.25	24.82	25.88	24.41
归母净利润（百万元）	110.55	140.69	179.91	227.26	283.82
增长率（%）	46.55	27.26	27.88	26.32	24.89
毛利率（%）	37.14	32.35	32.70	31.76	30.82
每股收益（元）	0.75	0.96	1.23	1.55	1.94
市盈率 PE	71.91	56.50	44.19	34.98	28.01
市净率 PB	11.75	3.51	3.25	2.97	2.69
净资产收益率 ROE（%）	16.34	6.21	7.35	8.50	9.59

资料来源：iFinD，公司公告，中航证券研究所

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


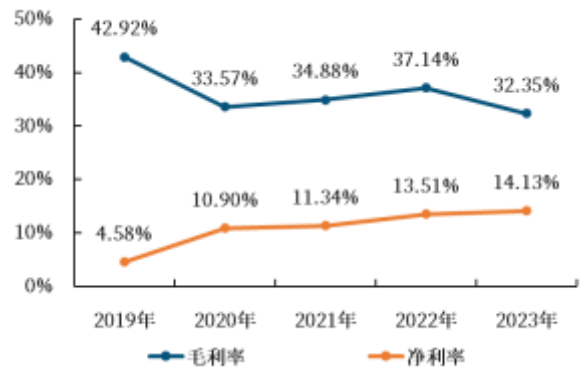
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）


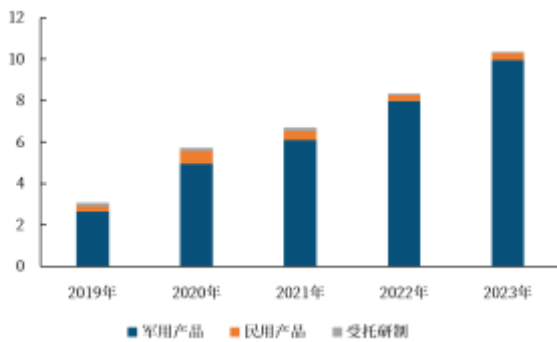
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司期间费用情况（单位：亿元）

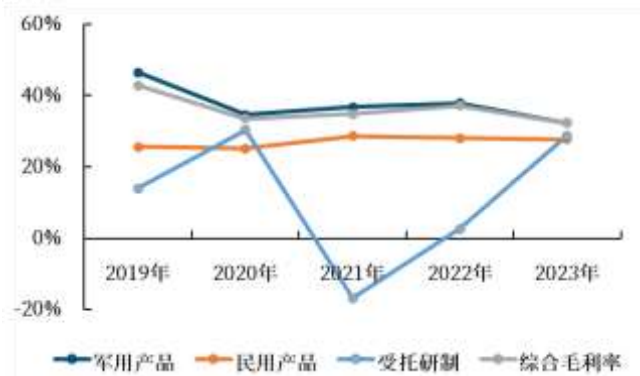

资料来源：iFind，中航证券研究所

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：亿元）


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

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润表						
营业收入	672.47	837.22	1,040.25	1,298.49	1,634.55	2,033.53
减: 营业成本	437.94	526.30	703.72	873.91	1,115.37	1,406.84
税金及附加	0.32	0.53	3.97	2.60	3.27	4.07
主营业务利润	234.21	310.39	332.57	421.99	515.91	622.63
减: 销售费用	14.13	15.22	16.87	22.07	26.97	24.40
管理费用	56.39	75.00	77.77	97.39	114.42	142.35
研发费用	60.93	64.67	72.38	95.44	114.42	132.18
财务费用	14.31	13.50	-0.44	-4.42	-7.63	-11.18
经营性利润	88.45	141.99	165.98	211.51	267.73	334.88
加: 资产减值损失	0.03	-5.42	-1.07	-1.30	-1.63	-2.03
信用减值损失	1.27	-12.24	-0.46	-0.52	-0.65	-0.81
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	0.00	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
其他收益	3.50	5.51	2.54	3.85	3.85	3.85
营业利润	93.24	129.84	167.03	213.55	269.30	335.89
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.26	0.19	0.40	0.28	0.28	0.28
减: 营业外支出	4.80	0.51	0.67	1.99	1.99	1.99
利润总额	88.71	129.52	166.76	211.84	267.59	334.18
减: 所得税	12.42	16.44	19.81	27.24	34.41	42.97
净利润	76.29	113.08	146.95	184.60	233.18	291.21
减: 少数股东损益	0.85	2.53	6.26	4.69	5.92	7.39
归属母公司股东净利润	75.43	110.55	140.69	179.91	227.26	283.82
资产负债表						
货币资金	376.87	340.93	1,827.58	2,070.00	2,493.50	3,005.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	50.57	128.69	54.47	121.74	153.25	190.66
应收账款	116.81	123.80	213.96	228.21	287.28	357.40
预付账款	7.22	5.35	6.25	10.01	12.60	15.68
其他应收款	4.66	1.52	2.40	4.78	6.02	7.49
存货	165.27	263.83	232.06	352.02	449.29	566.69
其他流动资产	0.47	46.17	32.42	37.66	47.41	58.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	657.30	748.58	757.36	693.56	574.91	452.27
无形资产和开发支出	93.89	95.61	93.47	78.11	62.75	47.39
其他非流动资产	15.78	18.99	27.05	26.41	25.76	25.76
资产总计	1,488.83	1,773.48	3,247.02	3,622.51	4,112.77	4,727.44
短期借款	119.13	44.60	10.01	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	54.70	72.16	138.17	133.52	170.42	214.95
应付账款	275.59	368.32	401.11	553.22	706.07	890.58
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	93.58	105.91	185.55	192.19	241.93	300.98
其他应付款	43.86	65.13	103.31	107.99	137.82	173.84
长期借款	264.91	301.79	61.32	28.71	-13.82	-50.33
其他负债	70.10	132.22	67.04	141.78	172.06	207.93
负债合计	921.89	1,090.12	966.51	1,157.41	1,414.48	1,737.95
股本	110.00	110.00	146.67	146.67	146.67	146.67
资本公积	264.49	264.49	1,670.73	1,670.73	1,670.73	1,670.73
留存收益	188.12	301.94	449.57	629.48	856.74	1,140.56
归属母公司股东权益	562.61	676.43	2,266.97	2,446.88	2,674.14	2,957.96
少数股东权益	4.33	6.93	13.54	18.23	24.14	31.54
股东权益合计	566.94	683.36	2,280.51	2,465.11	2,698.29	2,989.49
负债和股东权益合计	1,488.83	1,773.48	3,247.02	3,622.51	4,112.77	4,727.44
投入资本(IC)	843.11	1,023.71	940.35	943.21	844.79	747.46
现金流量表						
资本支出	188.63	149.83	81.80	50.87	0.00	0.00
自由现金流	-2.86	-72.18	202.36	179.59	326.66	380.51
短期借款增加	-79.15	-74.54	-34.59	-10.01	0.00	0.00
长期带息债务增加	92.68	36.87	-240.47	-32.61	-42.53	-36.51
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.03	-0.27	-0.27	-0.27
经营性现金净流量	163.73	158.78	440.70	331.75	458.66	537.21
投资性现金净流量	-191.78	-153.88	-90.77	-51.13	-0.26	-0.26
筹资性现金净流量	222.85	-44.73	1,141.36	-38.20	-34.90	-25.33
现金流量净额	194.79	-39.84	1,491.29	242.42	423.50	511.62
货币资金的期初余额	176.42	373.14	334.50	1,827.58	2,070.00	2,493.50
货币资金的期末余额	376.87	340.93	1,827.58	2,070.00	2,493.50	3,005.12
企业自由现金流	-2.86	-72.18	202.36	179.59	326.66	380.51
权益自由现金流	-1.64	-121.63	-72.32	140.82	290.78	353.73

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, 为资本市场大型军工研究团队, 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, 服务一二级资本市场, 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送发或为任何就送发、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致。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