

中兵红箭 (000519)

2023 年年报点评：超额完成计划，特种装备收入占比有望持续提升

报告摘要

◆ 事件：公司4月20日公告，2023年实现营收61.16亿元（-8.90%），归母净利润8.28亿元（+1.08%），扣非归母净利润7.71亿元（-0.56%），毛利率32.25%（+3.38pcts），净利率13.54%（+1.34pcts），基本每股收益0.59元（+1.07%）。

◆ 毛利率净利率创近五年新高，研发投入力度明显增长

2023年报告期内，公司实现营业收入（61.16亿元，-8.90%），远超计划预期（计划2023年主营业务收入56.69亿元），归母净利润（8.28亿元，+1.08%），公司毛利率（32.25%，+3.38pcts）和净利率（13.54%，+1.34pcts）均创近五年新高，我们认为主要系公司特种装备业务板块子公司北方红阳特种装备产品订单较去年同期增长明显，且前期签订暂定价合同交付产品的暂定价与审定价差异调整，净利润相较于2022年大幅增长所致（2023年北方红阳净利润3.35亿元，2022年为-1.50亿元）。

费用方面，报告期内，公司期间费用（9.64亿元，+2.76%），期间费用率（15.77%，+1.79pcts），表明公司费用整体管控效率较优，规模经济效益提升。同时，公司研发费用（4.78亿元，+23.08%）增长明显，研发费用率（7.82%，+2.03pcts）快速提升，有望不断稳固加强公司核心竞争力。

其他财务数据方面，报告期内公司应收账款（15.22亿元，+69.86%），存货（18.01亿元，+14.42%）和库存商品（7.77亿元，+25.25%）增长明显，反映出公司在手业务订单或较充足，正在积极备货。

◆ 公司业务主要包括特种装备、超硬材料、专用车及汽车零部件三大业务板块。

投资评级

买入

维持评级

2024年04月26日

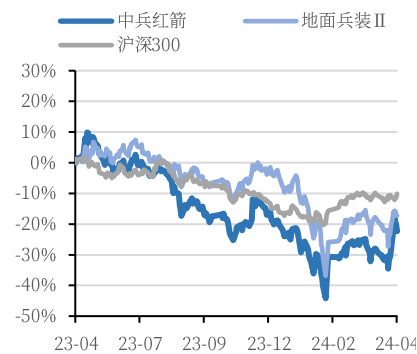
收盘价(元): 13.91

目标价(元): 17.50

公司基本数据

总股本(百万股)	1,392.56
总市值(百万)	19,370.50
流通股本(百万股)	1,392.56
流通市值(百万)	19,370.50
12月最高/最低价(元)	19.87/9.70
资产负债率(%)	30.67
每股净资产(元)	7.50
市盈率(TTM)	22.82
市净率(PB)	1.85
净资产收益率(%)	-0.13

股价走势图



作者

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

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

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**特种装备业务：毛利率提升明显**，重要子公司北方红阳净利润同比扭亏，结构持续优化升级，核心竞争力显著，具有多种产品科研设计生产条件，具备国家多个重点型号产品的研发和批量生产能力。

公司特种装备业务定位于智能弹药的研发制造，涉及大口径炮弹、火箭弹、子弹药等多个武器装备领域，能够满足不同弹药的生产要求，处于国内先进水平。报告期实现营业收入（33.87 亿元，-4.58%）占总营收比例（55.38%，+2.50pcts）提升，毛利率（33.53%，+17.40pcts）显著增强。**特种装备业务通过超前谋划装备生产，及时响应装备需求，有序组织，全年合同履约率 100%，圆满完成装备承制任务。**特种装备业务主要包括江机特种、北方向东、北方红宇、北方滨海和北方红阳五家弹药类全资子公司，均由 2016 年注入上市公司。其中，北方红阳营业收入（15.69 亿元，+242.58%）大幅提升，净利润（3.35 亿元，上年同期-1.50 亿元，扭亏为盈）显著增长，主要系特种装备产品订单较去年同期增长明显，以及前期签订暂定价合同交付产品取得审价结果，对暂定价与审定价差异调整报告期收入及成本致。

另外，公司 2016 年定增募资投向项目大部分将在 2024 年完成建设内容，根据预计建设时间和当前投资进度推算，我们认为公司**在扩产建设完成后将迎来产能的逐步爬坡期，业绩有望保持增长。**

图表：公司募集资金承诺项目情况

序号	承诺投资项目	投资总额 (万元)	截至期末投 资进度	项目达到预定可使 用状态日期
1	XX 生产线技术改造项目	3,141.49	96.56%	2021 年 05 月 31 日
2	XX 研发条件建设项目	6,572.97	97.94%	2022 年 12 月 31 日
3	XX 生产能力扩充建设项 目	17,138.05	98.64%	2024 年 06 月 30 日
4	研发生产条件建设项目	30,158.32	97.81%	2024 年 06 月 30 日
5	xx 及 xx 生产能力建设项 目	23,972	60.35%	2024 年 06 月 30 日
6	XX 生产能力建设项目	22,570.41	50.09%	2025 年 12 月 31 日
7	XX 条件及生产能力建设 项目	31,784.51	74.58%	2025 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，中航证券研究所

当前实弹演习增多，全军弹药消耗大幅增加，高难课目训练比重持续加大。我们认为，在军队全面加强练兵备战加大实战化演习的背景下，弹药作为现代军队不可或缺的消耗性装备，是名副其实的军队“消耗品”，其需求量有望在“十四五”期间保持持续稳定增长，未来业绩或将受益。**实战化训练和备战需求催生了弹药武器装备“成熟型号装备的消耗性补充”与“新**

邮箱：wanght@avicsec.com

相关研究报告

中兵红箭（000519）2022 年中报点评：净利润+115%，超硬材料盈利能力不断提升，持续看好军品发展 —2022-08-21

型号装备的定型量产”的提升，构成了公司军品业务所处赛道在“十四五”高景气发展的底层逻辑。

②超硬材料业务：不断调整优化产业结构，始终保持产业链中高端、前沿的优势地位，牢牢稳住工业金刚石“基本盘”。

公司超硬材料业务主要产品为人造金刚石和立方氮化硼单晶及聚晶系列产品、复合材料、培育钻石、高纯石墨及制品等。中南钻石工业金刚石连续多年市场占有率全球第一。超硬材料业务业绩贡献子公司为中南钻石公司，报告期内，中南钻石营业收入（23.00 亿元，-14.28%）有所下滑，净利润（5.30 亿元，-45.02%）与毛利率（35.65%，-15.30pcts）下降明显，收入占总营收比例（37.61%，-2.36pcts）有所下滑。报告期内超硬材料业务有所下滑，我们认为与当前培育钻石行业仍处于发展初期，行业竞争加剧，供给侧产能提升以及生产效率提升下，产品价格下降影响相关。

我们认为，公司超硬材料作为公司当前主要利润贡献板块，拥有超硬材料产品全流程技术优势，作为工业金刚石产销世界前列的生产商，将受益于在声、热、光、电领域以及军事等前沿和高新技术产品领域的需求增长；作为国内领先的工业金刚石、培育钻石生产商，受益于大克拉培育钻石技术的成熟、行业内国际奢侈品珠宝厂商加大培育钻石布局主动引导消费习惯，未来有望持续提升培育钻石渗透率，扩大市场空间规模，增厚公司业绩。

③专用车及汽车零部件业务

公司专用车及汽车零部件板块主要产品包括专用车、内燃机配件以及车底盘机构件等。报告期收入（4.28 亿元，-10.81%），占总营收比例（7.01%，-0.14pcts），核心子公司包括红宇专汽、银河动力以及北方滨海公司。公司“红宇”牌爆破器材运输车市场占有率位居全国第一，冷藏保温车市占率位居全国前列。我们认为，公司在专用车业务方面剥离低附加值产品，产业转型升级，有助于未来业绩发展。

◆ 投资建议

我们认为，1) 公司作为兵器工业集团旗下智能弹药上市公司，**将充分受益于弹药“成熟型号装备的消耗性补充”与“新型号装备的定型量产”两方面带动**，公司军品产品业绩有望持续稳定增长，产能高点或在“十四五”后期实现，该业务收入占比有望持续提升；

2) 超硬材料将受益于在声、热、光、电领域以及军事等前沿和高新技术产品领域的需求增长；超硬材料中南钻石由工业金刚石逐步扩大向饰品级、消费级领域转变，将应用于更高端产品，产品附加值有望增大；同时，**公司作为行业领先企业，将充分受益于超硬材料行业工业和消费终端需求旺盛带来的高景气行情。**

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 72.44 亿元、87.45 亿元和 106.77 亿元，归母净利润分别为 9.92 亿元、12.15 亿元及 14.90 亿元，EPS 分别为 0.71 元、0.87 元、1.07 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 17.50 元/股，对应 2024-2026 年预测收益的 25 倍、20 倍及 16 倍。

◆ 风险提示

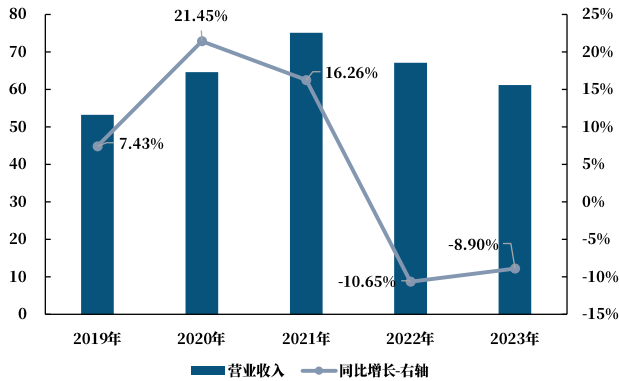
特种装备订单波动；超硬材料下游市场发展不及预期，竞争加剧；专车业务结构调整不及预期

财务数据与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6115.92	7244.02	8744.99	10677.17
增长率（%）	-8.90	18.45	20.72	22.09
归母净利润（百万元）	828.33	992.04	1215.22	1490.17
增长率（%）	1.13	19.76	22.50	22.63
毛利率（%）	32.25	33.48	34.84	35.47
每股收益（元）	0.59	0.71	0.87	1.07
市盈率 PE	23.69	19.78	16.15	13.17
市净率 PB	1.86	1.71	1.56	1.41
净资产收益率 ROE（%）	7.87	8.67	9.67	10.69

资料来源：iFind，中航证券研究所

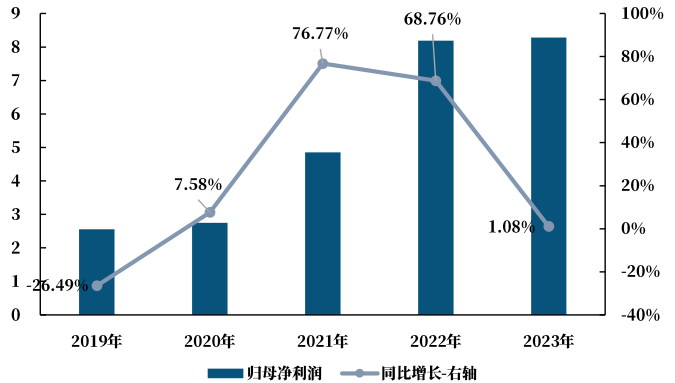
● 2019-2023 年年报公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）



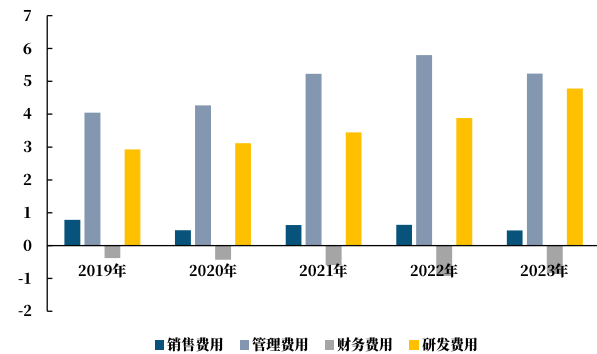
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）



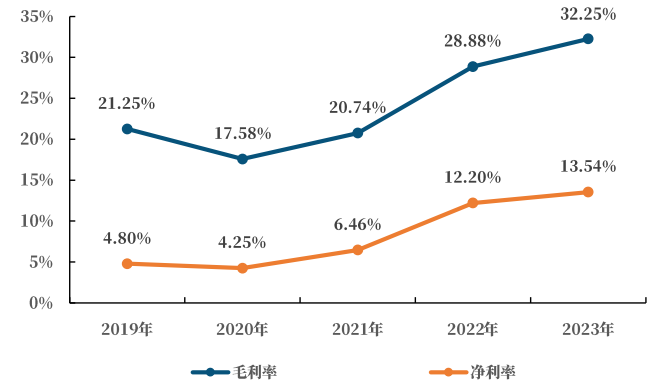
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司期间费用情况（单位：亿元）



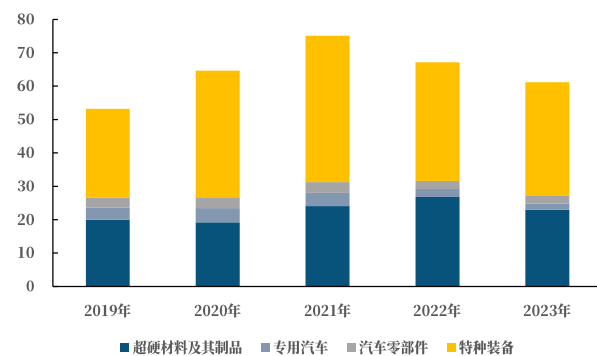
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司毛利率/净利率变化情况（单位：%）



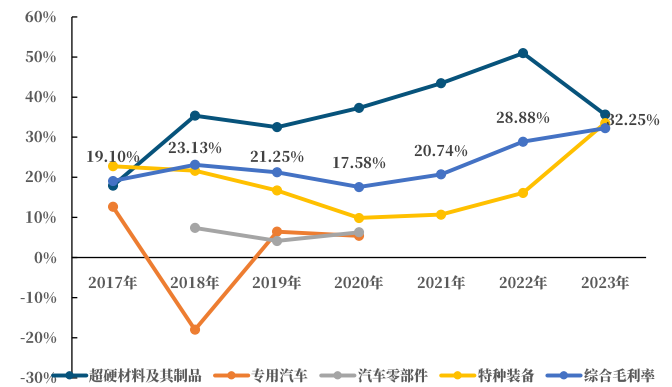
资料来源：iFind，中航证券研究所

图5 公司各板块业务收入结构（单位：亿元；%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 公司各板块业务毛利率（单位：%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6713.59	6115.92	7244.02	8744.99	10677.17	货币资金	6623.86	6498.18	8414.60	10220.91	12360.27
营业成本	4774.87	4143.28	4818.65	5698.19	6889.76	应收票据及账款	1844.85	2077.16	2038.87	2461.33	3005.16
税金及附加	40.04	38.86	42.55	52.47	64.06	预付账款	94.42	110.79	132.83	160.35	195.78
销售费用	62.86	45.93	60.77	83.08	106.77	其他应收款	19.61	24.52	22.14	26.73	32.63
管理费用	579.69	523.92	583.45	787.05	992.98	存货	1573.69	1800.55	1554.33	1838.04	2222.40
研发费用	388.46	478.11	550.55	668.99	832.82	其他流动资产	136.18	81.41	53.52	64.61	78.89
财务费用	-92.70	-83.71	-14.43	-26.48	-35.91	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-30.45	-78.44	-57.94	-69.94	-85.39	固定资产	3021.96	3364.56	2990.46	2587.94	2156.99
信用减值损失	-9.33	-60.51	-30.89	-37.30	-45.54	在建工程	965.75	1088.65	907.20	725.76	544.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	470.67	451.45	376.20	300.96	225.72
投资收益	11.18	4.35	7.56	7.56	7.56	长期待摊费用	5.03	1.24	0.62	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	247.18	119.17	114.79	110.42	106.04
资产处置收益	2.48	4.97	2.03	2.03	2.03	资产总计	15003.19	15617.68	16605.59	18497.05	20928.20
其他收益	14.72	39.45	29.87	29.87	29.87	短期借款	90.00	133.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	948.95	879.36	1153.11	1413.92	1735.21	应付票据及账款	3463.53	3274.21	3271.75	3868.94	4677.99
营业外收入	18.38	26.45	16.91	16.91	16.91	其他流动负债	1095.98	902.02	1167.11	1395.45	1696.12
营业外支出	-1.88	4.04	10.75	10.75	10.75	流动负债合计	4649.51	4309.22	4438.86	5264.39	6374.11
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	91.08	208.54	153.13	99.84	48.81
利润总额	969.22	901.77	1159.27	1420.07	1741.37	其他非流动负债	510.86	570.73	570.73	570.73	570.73
所得税	150.15	73.44	167.23	204.85	251.20	非流动负债合计	601.94	779.27	723.86	670.57	619.54
净利润	819.07	828.33	992.04	1215.22	1490.17	负债合计	5251.45	5088.49	5162.72	5934.96	6993.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	1392.56	1392.56	1392.56	1392.56	1392.56
归属母公司股东净利润	819.07	828.33	992.04	1215.22	1490.17	资本公积	3783.19	3802.48	3802.48	3802.48	3802.48
现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	留存收益	4575.99	5334.15	6247.82	7367.05	8739.51
经营性现金净流量	369.97	222.14	2165.75	1926.10	2269.18	归属母公司权益	9751.74	10529.19	11442.86	12562.09	13934.55
投资性现金净流量	-206.17	-434.05	3.01	3.01	3.01	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	88.20	77.47	-252.34	-122.80	-132.83	股东权益合计	9751.74	10529.19	11442.86	12562.09	13934.55
现金流量净额	252.04	-134.43	1916.42	1806.31	2139.36	负债和股东权益合计	15003.19	15617.68	16605.59	18497.05	20928.20

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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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