

非金融公司|公司点评|国科军工（688543）

# 股权激励彰显核心竞争力提升决心，业务拓展打开公司广阔成长空间



## 报告要点

2024年7月30日，公司发布《江西国科军工集团股份有限公司2024年限制性股票激励计划（草案）》以及《江西国科军工集团股份有限公司关于公司投资“航天动力建设项目”的公告》两项公告，分别涉及股权激励及项目建设两个方向。股权激励方面，本次激励计划涉及对象共计为200人，其中195位为技术/业务骨干，表明本次激励以提升技术及业务能力为核心目的，利于公司长远发展。项目建设方面，公司向下游固体火箭发动机总装环节延伸，相当于应用市场空间拓展一倍以上，打开公司发展空间；项目建成后，预计投资回收期为7年。

## 分析师及联系人



吴爽



叶鑫

SAC: S0590523110001 SAC: S0590524030004

## 国科军工(688543)

# 股权激励彰显核心竞争力提升决心，业务拓展打开公司广阔成长空间

行业：国防军工/地面兵装II  
 投资评级：买入（维持）  
 当前价格：43.39 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 175.70/81.65  
 流通A股市值(百万元) 3,542.92  
 每股净资产(元) 15.22  
 资产负债率(%) 24.65  
 一年内最高/最低(元) 61.93/34.02

### 股价相对走势



### 相关报告

1、《国科军工(688543):航天瓶颈领域地方优势国企》2024.07.23



扫码查看更多

### 事件

2024年7月30日，公司发布《江西国科军工集团股份有限公司2024年限制性股票激励计划（草案）》以及《江西国科军工集团股份有限公司关于公司投资“航天动力建设项目”的公告》两项公告，分别涉及股权激励及项目建设两个方向。

#### 激励对象以技术及业务骨干为主，利于公司长远发展

本次激励计划涉及的激励对象共计为200人，占公司2023年末全部在职员工人数的23.26%，其中195位为技术/业务骨干，表明本次激励以提升技术及业务能力为核心目的，利于公司长远发展。

#### 公司层面考核较为全面，利于公司全面发展

公司计划3.43亿元投资航天动力建设项目，向航天发动机总装业务进行拓展，开展航天发动机的科研和生产经营，从发动机配套企业向发动机总装企业转型。根据我们《航天瓶颈领域地方优势国企》报告中分析，装药等占发动机总装价值量的约45%，公司向下游固体火箭发动机总装环节延伸，相当于应用市场空间拓展一倍以上，打开公司发展空间。

#### 市场空间广阔且利润稳定增长，给予“买入”评级

我们预计公司2024-2026年实现营业收入12.96/16.35/20.41亿元，同比增长24.55%/26.18%/24.86%，三年CAGR为25.19%；归母净利润1.93/2.63/3.42亿元，同比增长36.84%/36.86%/29.81%，三年CAGR为34.46%，EPS为1.10/1.50/1.95元/股，对应PE分别为40x/29x/22x。鉴于公司具备深厚技术功底、市场空间广阔、固体发动机标的稀缺性，给予“买入”评级。

#### 风险提示：

军品订单下降风险；技术研发不及预期风险；军品毛利率下降风险；行业竞争加剧风险；安全生产风险；转型失败风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	837	1040	1296	1635	2041
增长率(%)	24.50%	24.25%	24.55%	26.18%	24.86%
EBITDA(百万元)	185	216	380	494	616
归母净利润(百万元)	111	141	193	263	342
增长率(%)	46.55%	27.26%	36.84%	36.86%	29.81%
EPS(元/股)	0.63	0.80	1.10	1.50	1.95
市盈率(P/E)	69.0	54.2	39.6	28.9	22.3
市净率(P/B)	11.3	3.4	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	41.7	30.4	15.5	11.5	8.7

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年07月31日收盘价

## 1. 长期激励核心兼容技术骨干利益，考核指标全面高质量发展可期

### 1.1 激励对象以技术及业务骨干为主，利于公司长期技术团队稳定发展

公司成功落地 IPO 以来首期股权激励，聚焦中层技术骨干夯实长远发展人才团队稳定性。本次激励计划涉及的激励对象共计为 200 人，占公司 2023 年末全部在职员工人数的 23.26%，包括在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的其他人员。200 位激励人员中 195 位为技术/业务骨干，表明本次激励以提升技术及业务能力为核心目的，利于公司长远发展。

图表1：公司激励对象名单及拟授出权益分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	获授限制性股票数量占拟授予权益总量的比例
(一) 董事、高级管理人员			
余永安	副董事长、总经理	5.12	1.42%
钟鸣晓	副总经理	4.1	1.14%
黄军华	副总经理	4.1	1.14%
张立新	副总经理	4.1	1.14%
邓卫勇	财务总监、董事会秘书	4	1.11%
(二) 其他激励对象			
技术/业务骨干（195人）		338.59	94.05%
合计		360	100%

资料来源：wind，国联证券研究所

### 1.2 激励考核指标较为全面，顺应国企高质量发展趋势既要量又要质

股权激励公司层面的业绩考核要求主要包括三个方面：扣非归母净利润收益率、扣非归母净利润以及研发投入强度，同时兼顾对标公司 75 分位。公司计划考核年度为 2025 年-2027 年三个会计年度，扣非归母净利润收益率方面，公司 2023 年为 6.13%，2025/2026/2027 年要求分别为不低于 6.8%/7.3%/7.8%；扣非归母净利润方面，2025/2026/2027 年要求以 2023 年为基数，复合增长率应不低于 15%；研发投入强度方面，公司 2023 年为 6.96%，2025/2026/2027 年要求分别为不低于 7.00%/7.01%/7.02%。

**图表2：公司层面的业绩考核要求及归属比例**

归属安排	对应考核年份	归属比例	目标值		
			扣非归母净资产收益率	扣非归母净利润	研发投入强度
第一个归属期	2025年	0.33	2025年不低于6.8%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值	以2023年为基数，2025年复合增长率应不低于15%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值	2025年应不低于7.00%
第二个归属期	2026年	0.33	2026年不低于7.3%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值	以2023年为基数，2026年复合增长率应不低于15%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值	2026年应不低于7.01%
第三个归属期	2027年	0.34	2027年不低于7.8%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值	以2023年为基数，2027年复合增长率应不低于15%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值	2027年应不低于7.02%

资料来源：wind，国联证券研究所

### 1.3 股权激励费用摊销分五年期，整体费用端影响可控

股权激励摊销分五年期，根据测算2025年或为利润影响最大年份。以公司《江西国科军工集团股份有限公司2024年限制性股票激励计划（草案）》发布的测算为准，股权激励授予的360.00万股，经测算预计应确认的股份支付总费用为7,083.62万元，分五年摊销，其中2025/2026/2027年三年为摊销金额较大年份，摊销费用分别为2546.20/2159.78/1126.05万元，2025年或为股权激励摊销影响最大年份。

**图表3：股权激励对各期会计成本的影响（单位：万元）**

预计摊销总费用	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
7,083.62	848.73	2,546.20	2,159.78	1,126.05	402.86

资料来源：wind，国联证券研究所

## 2. 产业链延伸布局发动机总装环节，配套级别提升有利下游客户触达

### 2.1 自有资金投资航天动力建设项目，核心配套级别跃升

从发动机配套企业向发动机总装企业转型，实现企业更好发展。近年来，公司的固体发动机动力模块业务的科研、生产任务快速增长，根据公司未来发展需要，公司拟在航天发动机动力模块业务的基础上，投资3.43亿元向航天发动机总装业务进行拓展，开展航天发动机的科研和生产经营，从发动机配套企业向发动机总装企业转型，实现

企业更好发展，成为公司新的利润增长点。项目全部建成后，预计投资回收期为7年（含建设期）。

**图表4：航天动力建设项目基本情况**

项目名称	航天动力建设项目
项目单位	江西国科军工集团股份有限公司
项目总投资	34,300万元（最终投资总额以实际投资为准）
资金来源	银行借款17,150万元，其余为自筹资金
项目建设内容	项目用地59.126亩，建筑面积49,541平方米，含固体火箭发动机研发中心、智能制造加工区和生产辅助区。

资料来源：wind，国联证券研究所

## 2.2 发动机业务价值量或提升一倍，同步利好绑定下游客户

从装药到发动机总体的配套或将提升公司产品价值量一倍以上，发动机作为分系统直接触达总体客户更有利于业务深度绑定。在我们2024年7月23日发表的国科军工公司深度《航天瓶颈领域地方优势国企》报告中分析，推进系统的固体火箭发动机成本主要由装药和绝热、壳体、喷管、点火器四部分构成，其中装药和绝热成本占比最高，约为45%，是推进系统的核心部分。现阶段公司从装药等环节向下游固体火箭发动机总装环节延伸，相当于应用市场空间拓展一倍以上，打开公司发展空间。

**图表5：装药及绝热占发动机的价值比例**

部件名称	装药、绝热	壳体	喷管	点火器
潘兴II号发动机	47.35%	30.90%	17.60%	4.15%
国内某发动机	44.90%	27.40%	23.20%	4.5%

资料来源：杨青《固体火箭发动机面向成本优化设计》，国联证券研究所

## 2.3 四重优势利于保障项目顺利推进

公司掌握核心技术+资质获取+部分相关产品试制+人才优势，四重优势利于保障项目顺利推进。核心技术方面，公司一直从事发动机动力模块的技术研究和生产，拥有丰富的科研生产经验，部分工艺技术在国内同行业中处于领先水平；资质方面，近年来公司在发动机动力模块的技术储备，向固体发动机总体延伸，并取得了相关资质；壳体等相关产品试制方面，公司也进行了发动机壳体的生产试制，为航天发动机业务的



总体拓展奠定了基础；**人才优势方面**，同时在南昌建立研发中心，可以利用其省会城市的区位优势，通过外部引进与内部培养相结合，与高校、科研院所开展产学研合作等多种方式打造科研、管理和生产队伍，为本项目的实施提供人力支撑。

## 2.4 项目建设或将提升公司行业地位，提升综合实力

航天动力建设项目的建设符合国家相关建设要求，项目建成后，有利于公司拓展新的产品业务领域，有助于公司进一步夯实核心竞争力并进行产业链延伸，成为公司新的利润增长点；由此提升行业地位和抗风险能力，增强公司综合实力。

## 3. 风险提示

### 1) 军品订单下降风险

公司军品订单受国家国防开支、部队装备更新换代、军队装备采购计划及模式变化等宏观因素的影响较大。若订单大幅下降，则可能会对公司经营产生重大不利影响。

### 2) 技术研发不及预期风险

公司产品较为复杂，研发难度大。若技术研发不及预期，则会对公司未来营收产生不利影响。

### 3) 军品毛利率下降风险

由于军方产品价格调整、新老产品切换等因素，若未来军方产品定价政策发生变化，将使公司面临毛利率下降的风险。

### 4) 行业竞争加剧风险

若行业竞争加剧，则会对公司产品毛利率造成不利影响。

### 5) 安全生产风险

涉火试验及生产具有危险性，若操作不当等情况发生，容易产生安全生产风险。

### 6) 转型失败风险

公司向航天发动机总装领域转型，若由于技术攻克不及预期等因素影响，导致公司转型失败，则对公司产生不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	341	1828	1935	2198	2560					
应收账款+票据	252	268	349	441	550					
预付账款	5	6	10	13	16					
存货	264	232	350	441	547					
其他	48	35	42	53	67					
<b>流动资产合计</b>	<b>910</b>	<b>2369</b>	<b>2687</b>	<b>3146</b>	<b>3739</b>					
长期股权投资	0	0	0	0	0					
固定资产	674	706	772	804	804					
在建工程	75	51	42	34	25					
无形资产	94	92	77	61	46					
其他非流动资产	20	28	28	27	27					
<b>非流动资产合计</b>	<b>863</b>	<b>878</b>	<b>919</b>	<b>927</b>	<b>902</b>					
<b>资产总计</b>	<b>1773</b>	<b>3247</b>	<b>3605</b>	<b>4072</b>	<b>4642</b>					
短期借款	45	10	0	0	0					
应付账款+票据	440	539	683	860	1067					
其他	287	331	414	520	646					
<b>流动负债合计</b>	<b>773</b>	<b>880</b>	<b>1098</b>	<b>1380</b>	<b>1713</b>					
长期带息负债	302	61	57	45	24					
长期应付款	0	0	0	0	0					
其他	16	25	25	25	25					
<b>非流动负债合计</b>	<b>318</b>	<b>86</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>49</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1090</b>	<b>967</b>	<b>1180</b>	<b>1449</b>	<b>1762</b>					
少数股东权益	7	14	19	25	34					
股本	110	147	176	176	176					
资本公积	264	1671	1642	1642	1642					
留存收益	302	450	589	780	1028					
<b>股东权益合计</b>	<b>683</b>	<b>2281</b>	<b>2425</b>	<b>2623</b>	<b>2880</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1773</b>	<b>3247</b>	<b>3605</b>	<b>4072</b>	<b>4642</b>					

  

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	113	147	198	270	351					
折旧摊销	42	49	159	192	224					
财务费用	14	0	-3	-5	-7					
存货减少(增加为“-”)	-99	32	-118	-91	-106					
营运资金变动	-28	234	17	86	101					
其它	118	-20	118	91	106					
<b>经营活动现金流</b>	<b>160</b>	<b>441</b>	<b>371</b>	<b>544</b>	<b>670</b>					
资本支出	-150	-82	-200	-200	-200					
长期投资	0	0	0	0	0					
其他	-4	-9	0	0	0					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-154</b>	<b>-91</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>					
债权融资	-38	-275	-14	-13	-21					
股权融资	0	37	29	0	0					
其他	-7	1380	-79	-68	-87					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-45</b>	<b>1141</b>	<b>-63</b>	<b>-80</b>	<b>-108</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>-39</b>	<b>1492</b>	<b>107</b>	<b>264</b>	<b>361</b>					

  

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
<b>营业收入</b>	<b>837</b>	<b>1040</b>	<b>1296</b>	<b>1635</b>	<b>2041</b>					
营业成本	526	704	870	1094	1358					
营业税金及附加	1	4	2	3	3					
营业费用	15	17	21	26	33					
管理费用	140	150	183	209	255					
财务费用	14	0	-3	-5	-7					
资产减值损失	-5	-1	-1	-2	-2					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0	0					
其他	-7	2	3	3	3					
<b>营业利润</b>	<b>130</b>	<b>167</b>	<b>226</b>	<b>309</b>	<b>400</b>					
营业外净收益	0	0	-2	-2	-2					
<b>利润总额</b>	<b>130</b>	<b>167</b>	<b>224</b>	<b>307</b>	<b>398</b>					
所得税	16	20	27	36	47					
<b>净利润</b>	<b>113</b>	<b>147</b>	<b>198</b>	<b>270</b>	<b>351</b>					
少数股东损益	3	6	5	7	9					
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>111</b>	<b>141</b>	<b>193</b>	<b>263</b>	<b>342</b>					

  

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.50%	24.25%	24.55%	26.18%	24.86%
EBIT	38.83%	16.29%	32.68%	36.87%	29.65%
EBITDA	36.39%	16.50%	76.22%	30.00%	24.61%
归属于母公司净利润	46.55%	27.26%	36.84%	36.86%	29.81%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.14%	32.35%	32.88%	33.06%	33.49%
净利率	13.51%	14.13%	15.25%	16.54%	17.19%
ROE	16.34%	6.21%	8.00%	10.14%	12.02%
ROIC	19.52%	19.00%	31.22%	39.55%	54.81%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.47%	29.77%	32.73%	35.59%	37.96%
流动比率	1.2	2.7	2.4	2.3	2.2
速动比率	0.8	2.4	2.1	1.9	1.8
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.8	4.9	5.7	5.7	5.7
存货周转率	2.0	3.0	2.5	2.5	2.5
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.6	0.8	1.1	1.5	1.9
每股经营现金流	0.9	2.5	2.1	3.1	3.8
每股净资产	3.8	12.9	13.7	14.8	16.2
<b>估值比率</b>					
市盈率	69.0	54.2	39.6	28.9	22.3
市净率	11.3	3.4	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	41.7	30.4	15.5	11.5	8.7
EV/EBIT	54.0	39.4	26.7	18.7	13.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 07 月 31 日收盘价



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼