

聚焦固定发动机及弹药领域，新型号拓展顺利打开市场空间  
——国科军工首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 我军武器装备核心供应商，公司营收与利润保持高速增长

江西军工专注于导弹（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，是我军重要的武器装备供应商之一。2024H1 营业收入为 4.82 亿元，同比增长 20.57%；归母净利润 0.80 亿元，同比增长 84.09%。

● 固体发动机稀缺资产，公司产品应用于多种导弹及火箭弹型号。

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 Yx 系列、Px 系列等多项国家重要列装导弹和军贸 C 系列导弹、WS 系列火箭弹等多项固体发动机动力模块的研制批产任务，与我军各主要导弹、火箭弹研制生产领域保持长期合作关系。

● 多型主要弹药装备已批产列装，多项研制型号进展顺利

公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，主要产品包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品。通过长期研发及型号迭代，公司围绕弹药建立并完善自有技术体系，拥有各类型弹药的完整研发技术能力。在弹药总体设计、精度控制、毁伤效果等核心环节积累多项研发成果和核心技术，在小口径防空反导弹药方面具备国内先进水平，多项关键技术和产品处于行业领先水平，形成持续性竞争优势，在军队产品升级换代“科研择优竞标”进程中连续中标，如最新型弹种 DJ022/JK、DJ014/XF。截至 2022 年末，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。

● 投资建议与盈利预测

公司作为我军固定发动机及弹药领域核心供应商，技术积累深厚，未来市场空间开阔，我们认为未来由于军队演练更频繁，消耗量更大，叠加军需储备等因素，导弹、弹药采购量将进一步增加，公司作为固定发动机核心稀缺标的，有望持续受益军工行业的复苏和弹药需要的持续增长，预计 2024-2026 年，公司归属母公司股东净利润分别为：1.78、2.28 和 3.02 亿元，对应基本每股收益分别为：1.01、1.30 和 1.72 元/股，对应 PE 估值分别为 44、34 和 26 倍。给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

技术创新变化风险；合同确认进度不及预期；下游需求不及预期；价格波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	837.22	1040.25	1296.88	1642.05	2127.03
收入同比(%)	24.50	24.25	24.67	26.62	29.53
归母净利润(百万元)	110.48	140.69	177.50	228.21	302.03
归母净利润同比(%)	46.46	27.34	26.16	28.57	32.34
ROE(%)	16.33	6.21	7.64	9.21	11.31
每股收益(元)	0.63	0.80	1.01	1.30	1.72
市盈率(P/E)	70.99	55.75	44.18	34.37	25.97

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价： 50.06 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 57.74 / 35.09

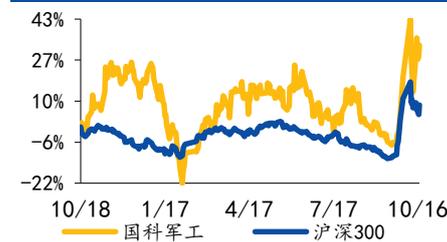
A 股流通股 (百万股): 81.65

A 股总股本 (百万股): 175.70

流通市值 (百万元): 4087.54

总市值 (百万元): 8795.62

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

联系人 王鹏

电话 021-51097188

邮箱 wangpeng@gyzq.com.cn

## 目录

1 固定发动机及弹药装备领域技术国内领先.....	3
1.1 我军重要武器装备供应商，未来有望受益军品型号放量.....	3
1.2 军品业务逐年稳定上涨，盈利能力逐步加强.....	5
2 盈利预测与估值.....	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 估值与投资建议.....	7
3 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：公司主要产品及应用.....	3
图 2：公司股权结构图.....	4
图 3：公司营业收入稳步提升.....	5
图 4：归母净利润快速提升.....	5
图 5：公司 2023 年年报毛利结构.....	6
图 6：公司毛利率稳中有升.....	6
图 7：期间费用率稳步下降.....	6
图 8：研发投入逐年增加.....	6
表 1：母公司及子公司主要业务及经营情况.....	4
表 2：公司主要产品.....	4
表 3：可比公司估值情况对比.....	7

## 1 固定发动机及弹药装备领域技术国内领先

### 1.1 我军重要武器装备供应商，未来有望受益军品型号放量

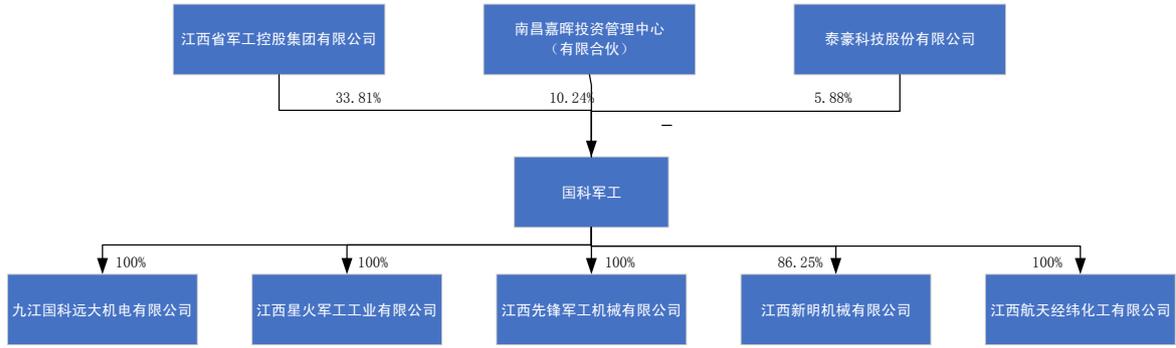
我军重要的武器装备供应商。国科军工专注于导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品及弹药装备的研发、生产与销售，以军用产品为主，辅以少量民用产品业务。公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块，多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品，是我军重要的武器装备供应商之一。

图 1：公司主要产品及应用



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

控股股东为江西军工控股，持有公司股份 33.81%。公司前三大股东分别为江西军工控股、南昌嘉晖投资、泰豪科技，分别持有股份 33.81%、10.24%、5.88%。有五家子公司，其中 4 家全资子公司。分别为九江国科，主营研制生产销售主用弹药、特种弹药产品；星火军工，研制生产销售特种弹药、引信及智能控制产品；宜春先锋，研制生产销售主用弹药、特种弹药、炮射防雹增雨弹产品；新明机械，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；航天经纬，研制生产销售导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品。

**图 2：公司股权结构图**


资料来源：Wind，国元证券研究所（数据截止 2024 年 10 月 9 日）

**表 1：母公司及子公司主要业务及经营情况**

单位名称	持股比例	2023 年营业收入 (亿元)	2023 年利润总额 (亿元)	主营业务及产品
九江国科	100%	2.06	0.19	主营研制生产销售主用弹药、特种弹药产品
星火军工	100%	0.79	0.01	研制生产销售特种弹药、引信及智能控制产品
宜春先锋	100%	3.60	0.71	研制生产销售主用弹药、特种弹药、炮射防雹增雨弹产品
新明机械	86.25%	2.15	0.48	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
航天经纬	100%	2.19	0.59	研制生产销售导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品

资料来源：公司公告，国元证券研究所（数据截止 2024 年 10 月 9 日）

**在导弹（火箭弹）固体发动机动力领域：**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，凭借多年自主研发积累，在高性能材料技术与安全高效制备技术等产品研发与生产全领域形成了完善的自主技术体系，具有全产品自主研发技术能力，掌握多项核心技术，部分技术达到国际领先水平。

**在弹药装备领域：**公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，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。

**表 2：公司主要产品**

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 导弹安全与控制模块	为导弹、火箭弹提供飞行动力 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

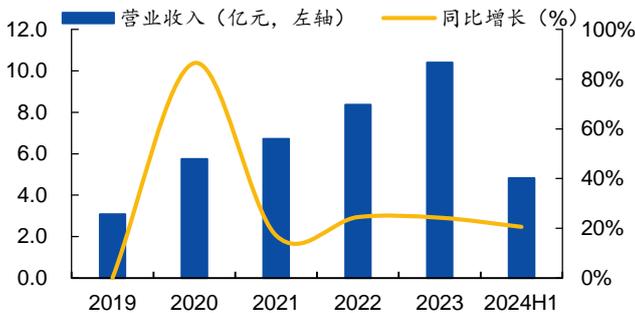
资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 1.2 军品业务逐年稳定上涨，盈利能力逐步加强

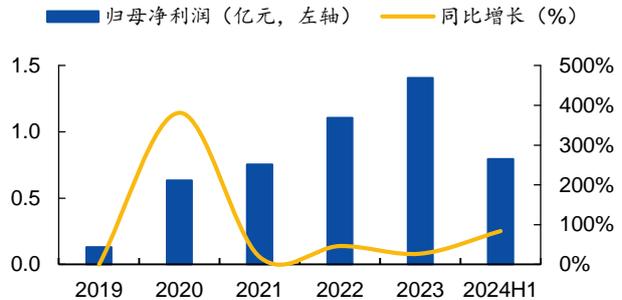
近年公司经营业绩良好，营业收入和归母净利润持续提升。2019-2023年，公司营业收入总体保持稳步增长，CAGR为35.57%。2024H1营业收入为4.82亿元，同比增长20.57%，主要系公司交付的产品总量持续保持稳定增长所致。2019年至2023年，公司归母净利润高速增长，CAGR为80.79%。2024H1公司归母净利润0.80亿元，同比增长84.09%，主要系报告期内导弹（火箭）固体发动机动力模块收入较上年同期快速增加、现金管理收益增加及利息费用下降共同所致。

图 3：公司营业收入稳步提升

图 4：归母净利润快速提升



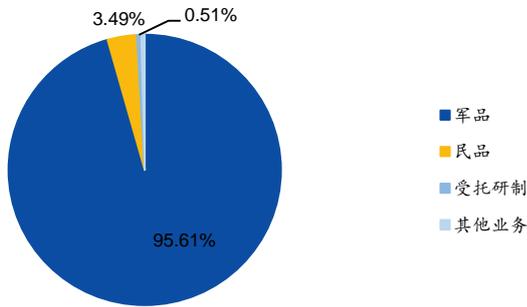
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

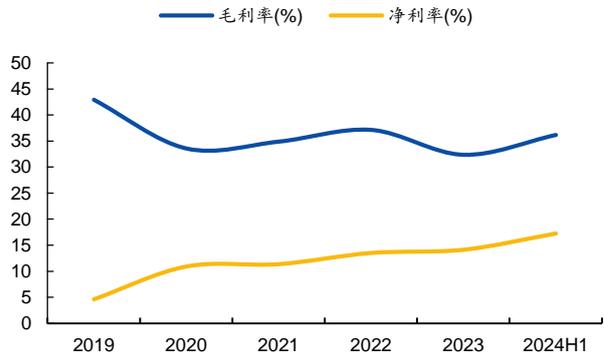
军品业务为持续增长，净利率稳中有升。2023年公司军品业务收入为9.95亿元，占总营收的95.61%，同比增长24.97%，毛利率为32.27%，同比减少5.60个百分点，主要系相关税收政策改革致产品单价下降及在建工程转固，折旧增加致营业成本上升影响；民品业务收入为0.36亿元，同比增长25.92%。占营业收入的0.36亿元，毛利率为27.66%。2023年公司净利率为14.13%，同比增加0.62个百分点，主要系公司期间费率的不断下降，未来随着公司产品结构优化及管理效率的不断提升，公司盈利能力有望持续提升。

图 5：公司 2023 年营收结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

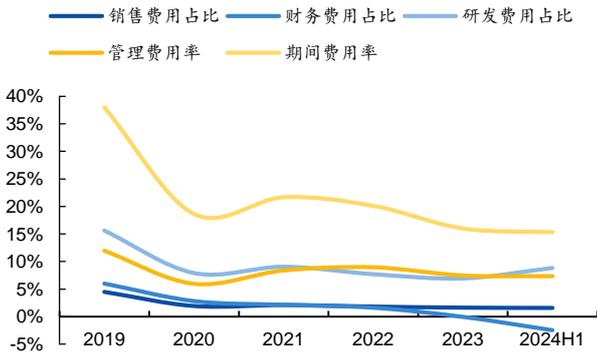
图 6：公司毛利率稳中有升



资料来源：Wind，国元证券研究所

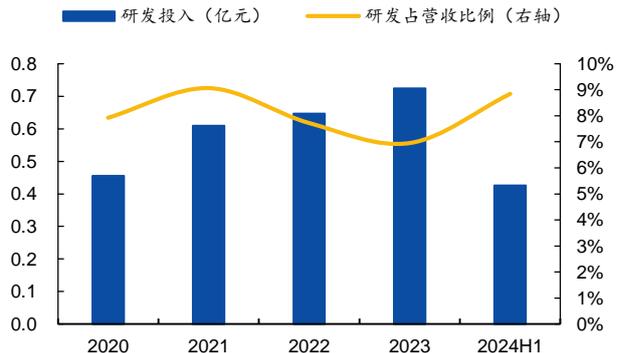
期间费用稳步下降，研发投入逐步增加。2020 年至 2023 年公司期间费用由 18.64% 逐步下降为 16.01%；研发投入由 2020 年的 0.46 亿元增长至 0.72 亿元，年均复合增长率为 16.17%。2024H1 年公司研发投入 0.43 亿元，研发经费投入占比达到 8.84%。

图 7：期间费用率稳步下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：研发投入逐年增加



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 军工板块业务：

#### 假设：

基于公司作为我军固定发动机及弹药领域核心供应商，技术积累深厚，未来市场空间开阔，我们认为未来由于军队演练更频繁，消耗量更大，叠加军需储备等因素，导弹、弹药采购量将进一步增加，公司作为固定发动机核心稀缺标的，有望持续受益军工行业的复苏和弹药需要的持续增长。所以我们预计 2024 年-2026 年营收增速 25%/27%/30%，毛利率保持稳定。

## 民用板块

### 假设：

公司民品业务主要为炮射防雹增雨弹，近年业务较为稳健，我们认为国内经济增长，此项业务有望保持稳步增长。预计 2024 年-2026 年增速 20%/20%/20%。

## 2.2 估值与投资建议

我们选取了北方导航、中兵红箭、高德红外为可比公司

**表 3：可比公司估值情况对比**

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600435	北方导航	10.91	0.15	0.21	0.26	71.85	53.17	42.04
000519	中兵红箭	14.72	0.67	0.81	0.99	22.08	18.17	14.95
002414	高德红外	7.34	0.06	0.14	0.24	128.56	51.05	29.96
	中位数					46.95	35.53	27.05
	平均数					75.80	41.81	30.40
688543	国科军工	42.29	1.01	1.30	1.72	44.18	34.37	25.97

资料来源：Wind, 国元证券研究所（截止 2024.09.30, 北方导航、中兵红箭、高德红外为 ifnd 一致预期）

### 投资建议

我们认为未来由于国家军演导弹消耗量大，军需储备需求等因素，导弹、弹药采购量将进一步增加，公司作为固定发动机核心稀缺标的，有望持续受益军工行业的复苏和弹药需要的持续增长，预计 2024-2026 年，公司归属母公司股东净利润分别为：1.78、2.28 和 3.02 亿元，对应基本每股收益分别为：1.01、1.30 和 1.72 元/股，对应 PE 估值分别为 44、34 和 26 倍。给予公司“买入”的投资评级。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	837.22	1040.25	1296.88	1642.05	2127.03
收入同比(%)	24.50	24.25	24.67	26.62	29.53
归母净利润(百万元)	110.48	140.69	177.50	228.21	302.03
归母净利润同比(%)	46.46	27.34	26.16	28.57	32.34
ROE(%)	16.33	6.21	7.64	9.21	11.31
每股收益(元)	0.63	0.80	1.01	1.30	1.72
市盈率(P/E)	70.99	55.75	44.18	34.37	25.97

资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 3 风险提示

技术创新变化风险；合同确认进度不及预期；下游需求不及预期；价格波动风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	910.30	2369.14	2647.20	3044.06	3519.27
现金	340.93	1827.58	1923.02	2162.47	2381.18
应收账款	116.77	196.58	227.32	290.42	380.85
其他应收款	1.52	2.40	3.56	3.97	5.33
预付账款	5.35	6.25	9.30	11.04	14.25
存货	263.83	232.06	329.25	406.22	524.26
其他流动资产	181.89	104.28	154.74	169.94	213.40
<b>非流动资产</b>	863.38	877.88	832.27	787.73	741.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	663.83	696.94	681.95	651.11	612.78
无形资产	94.30	92.16	91.29	90.43	89.35
其他非流动资产	105.25	88.78	59.03	46.19	38.93
<b>资产总计</b>	1773.68	3247.02	3479.47	3831.79	4260.34
<b>流动负债</b>	772.54	880.15	1044.41	1218.22	1461.77
短期借款	44.60	10.01	57.91	37.51	35.14
应付账款	368.32	401.11	547.91	686.18	873.95
其他流动负债	359.62	469.02	438.58	494.53	552.68
<b>非流动负债</b>	317.85	86.36	92.84	108.46	91.60
长期借款	300.75	60.00	72.00	86.40	69.23
其他非流动负债	17.10	26.36	20.84	22.06	22.37
<b>负债合计</b>	1090.39	966.51	1137.25	1326.67	1553.37
少数股东权益	6.93	13.54	19.14	26.98	37.59
股本	110.00	146.67	176.00	176.00	176.00
资本公积	264.49	1670.73	1641.40	1641.40	1641.40
留存收益	279.96	420.64	480.81	635.00	826.00
归属母公司股东权益	676.36	2266.97	2323.08	2478.13	2669.38
<b>负债和股东权益</b>	1773.68	3247.02	3479.47	3831.79	4260.34

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	159.97	441.49	137.37	313.98	340.13
净利润	113.01	146.95	183.10	236.05	312.63
折旧摊销	40.89	48.54	46.28	47.41	48.04
财务费用	13.50	-0.44	-7.41	-8.77	-11.86
投资损失	0.00	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
营运资金变动	-27.85	233.76	-31.94	-11.39	-50.53
其他经营现金流	20.43	12.71	-52.63	50.70	41.88
<b>投资活动现金流</b>	-153.88	-90.77	-1.40	-2.28	-1.64
资本支出	153.88	91.05	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.00	0.28	-1.40	-2.28	-1.64
<b>筹资活动现金流</b>	-44.73	1141.36	-40.54	-72.25	-119.78
短期借款	-74.54	-34.59	47.90	-20.41	-2.36
长期借款	35.84	-240.75	12.00	14.40	-17.17
普通股增加	0.00	36.67	29.33	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1406.24	-29.33	0.00	0.00
其他筹资现金流	-6.04	-26.21	-100.44	-66.25	-100.25
现金净增加额	-38.64	1492.09	95.44	239.45	218.71

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	837.22	1040.25	1296.88	1642.05	2127.03
营业成本	526.30	703.72	879.25	1109.95	1428.43
营业税金及附加	0.53	3.97	2.85	4.07	5.54
营业费用	15.22	16.87	21.88	27.35	35.58
管理费用	75.00	77.77	103.36	128.17	167.19
研发费用	64.67	72.38	90.24	114.25	148.00
财务费用	13.50	-0.44	-7.41	-8.77	-11.86
资产减值损失	-5.42	-1.07	-1.07	-1.07	-1.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.03	0.03	0.03	0.03
<b>营业利润</b>	129.84	167.03	208.74	268.74	355.96
营业外收入	0.19	0.40	0.40	0.40	0.40
营业外支出	0.51	0.67	0.67	0.67	0.67
<b>利润总额</b>	129.52	166.76	208.47	268.47	355.69
所得税	16.51	19.81	25.37	32.41	43.06
<b>净利润</b>	113.01	146.95	183.10	236.05	312.63
少数股东损益	2.53	6.26	5.60	7.84	10.60
<b>归属母公司净利润</b>	110.48	140.69	177.50	228.21	302.03
EBITDA	184.23	215.13	247.60	307.38	392.13
EPS (元)	1.00	0.96	1.01	1.30	1.72

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.50	24.25	24.67	26.62	29.53
营业利润(%)	39.25	28.64	24.97	28.74	32.46
归属母公司净利润(%)	46.46	27.34	26.16	28.57	32.34
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.14	32.35	32.20	32.40	32.84
净利率(%)	13.20	13.52	13.69	13.90	14.20
ROE(%)	16.33	6.21	7.64	9.21	11.31
ROIC(%)	16.88	26.72	30.01	45.27	64.77
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.48	29.77	32.68	34.62	36.46
净负债比率(%)	37.43	11.41	15.79	13.01	9.79
流动比率	1.18	2.69	2.53	2.50	2.41
速动比率	0.84	2.43	2.22	2.17	2.05
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.41	0.39	0.45	0.53
应收账款周转率	7.23	5.55	5.03	5.52	5.42
应付账款周转率	1.63	1.83	1.85	1.80	1.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.80	1.01	1.30	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	2.51	0.78	1.78	1.93
每股净资产(最新摊薄)	3.84	12.88	13.20	14.08	15.17
<b>估值比率</b>					
P/E	70.99	55.75	44.18	34.37	25.97
P/B	11.60	3.46	3.38	3.16	2.94
EV/EBITDA	33.19	28.43	24.70	19.90	15.60

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027