

国科军工 (688543)

公司点评:

归母净利润快速增长 61%，加大研发和新项目建设 力度构筑未来业绩增长点

报告摘要

◆ 事件：公司10月26日公告，2024年前三季度实现营收（7.64亿元，+12.70%），归母净利润（1.49亿元，+61.20%），扣非归母净利润（1.31亿元，+43.74%），毛利率（37.25%，+3.01pcts），净利率（20.39%，+5.97pcts），基本每股收益（0.85元，+34.92%）。

◆ 公司2024年前三季度净利润实现快速增长，下游需求确定性强

2024年前三季度实现营收（7.64亿元，+12.70%），归母净利润（1.49亿元，+61.20%）增速明显，毛利率（37.25%，+3.01pcts）和净利率（20.39%，+5.97pcts）均有所提升，主要系公司导弹（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。

2024Q3单季度，公司实现营收（2.82亿元，+1.40%），归母净利润（0.70亿元，+41.11%），毛利率（39.12%，+4.67pcts），净利率（25.76%，+7.58pcts）提升明显。

费用方面，2024年前三季度，公司费用管控良好，期间费用（1.20亿元，+7.05%）较为稳定，期间费用率（15.70%，-0.83pcts）有所下降。其中研发费用（0.66亿元，+42.67%）快速增长，主要系公司持续加大核心产品的研发投入，进一步加大在导弹（火箭）固体发动机动力模块和智能化新质弹药装备与单兵武器系统的科研投入力度。

其他财务数据方面，2024年前三季度公司存货周转率（1.92次/年，+12.27%）提升明显，生产交付节奏有所提升；存货（2.68亿元，比期初+15.32%）同比提高，应收账款（5.10亿元，比期初+159.54%）高速增长。我们判断，公司在手订单需求充足，目前正在积极备货备产。

投资评级

买入

维持评级

2024年11月01日

收盘价(元):

53.65

公司基本数据

总股本(百万股)	175.70
总市值(百万)	9,426.39
流通股本(百万股)	81.65
流通市值(百万)	4,380.67
12月最高/最低价(元)	62.95/34.02
资产负债率(%)	24.01
每股净资产(元)	12.69
市盈率(TTM)	47.77
市净率(PB)	4.23
净资产收益率(%)	3.12

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

◆ 军品业务快速增长，中短期公司收入净利润维持快速增长态势确定性 强

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。

公司业务主要以军品为主，2024 年上半年军用产品业务实现收入 (4.60 亿元, +26.15%)，毛利率 (36.44%)，占总营收比例 (95.42%, +4.23pcts)。

公司旗下主要有 5 家军品子公司，业务情况如下表所示。其中子公司航天经纬 2024 年上半年实现营收 (1.87 亿元, +102.72%) 大幅增长，未来有望持续受益于导弹需求快速发展。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	2024 年 H1 营业收入 (同比增速)	2024 年 H1 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	1.22 (-0.32%)	0.28
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	1.87 (+102.72%)	0.44
宜春先锋	100%	主用弹药、特种弹药、炮射防雹增雨弹产品	江西宜春	1.19 (+20.07%)	0.19
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	0.28 (-14.03%)	0.01
九江国科	100%	主用弹药、特种弹药产品	江西德安	0.46 (-28.90%)	0.07

资料来源：公司公告、中航证券研究所整理

军品业务发展快速，主要系导弹（火箭）固体发动机动力模块收入较上年同期快速增加。公司依托储备技术和经验，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。2024 年上半年，公司主要导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品包括军方定型列装批产产品 25 型，型号研制项目 30 项；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 8 项。同时，公司不断拓展新领域应用，在无人机领域中，无人助推器近年实现了大批量交付。

2024 年上半年，民品业务实现收入 (0.19 亿元, -36.84%)，毛利率 (23.75%)，占总营收比例 (3.98%, -3.62pcts)。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、安全可靠性等优良特性，产品已应用于云南、贵州、四川等多个省份。

相关研究报告

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 —2024-04-14

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

整体来看，中短期内，受益于承担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研制批产任务，且在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，公司 2024 年收入与净利润均有望实现快速增长，而结合 2025 年与 2027 年分别为“十四五”末年与建军百年目标，导弹及智能弹药作为现代信息化战争中重要消耗性武器装备，需求有望持续维持在高位，支撑公司中期收入与净利润维持快速增长态势。

◆ **加大研发和建设力度赋能公司发展，股权激励提高公司凝聚力**

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。

2024 年上半年，公司主要在研项目合计 83 项，预计总投资规模 3.70 亿元，2024 年上半年投入 0.72 亿元，截至 2024 年上半年累计已投入 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。另外，2024 年 7 月，公司公告拟投资 3.43 亿元用于航天动力建设项目，本项目建设进行航天动力研发中心及配套壳体能力建设，向航天发动机总装领域转型，实现公司更好发展，成为公司新的利润增长点。

公司 2024 年 7 月推出限制性股票激励计划，拟授予公司董事、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，共计 200 人，占公司总股本 2.05% 股权，限制性股票授予价格为每股 21.13 元。

图表 2：公司股票激励计划三个会计年度业绩考核要求

归属期	对应考核年份	目标值
第一个归属期	2025 年	1、2025 年扣非归母净利润资产收益率不低于 6.8%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2、以 2023 年扣非归母净利润为基数，2025 年扣非归母净利润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；3、2025 年研发投入强度应不低于 7.00%。
第二个归属期	2026 年	1、2026 年扣非归母净利润资产收益率不低于 7.3%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2、以 2023 年扣非归母净利润为基数，2026 年扣非归母净利润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；3、2026 年研发投入强度应不低于 7.01%。
第三个归属期	2027 年	1、2027 年扣非归母净利润资产收益率不低于 7.8%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；2、以 2023 年扣非归母净利润为基数，2027 年扣非归

母净利润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；3、2027 年研发投入强度应不低于 7.02%。
--

资料来源：公司公告、中航证券研究所整理

公司积极开展股权激励，股票解锁业绩条件表明公司未来几年将持续提升盈利能力，且股权激励将有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，凸显公司的中长期投资价值。

◆ 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) 公司是 2024 年前三季度归母净利润实现快速增长为数不多的军工上市公司；
- 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。同时加强高水平研发人员的引进，研发薪酬随之增加，将更有利于进一步增强核心竞争力，持续拓展行业市场；
- 4) 公司积极开展股权激励，股票解锁业绩条件表明公司未来几年将持续提升盈利能力，且股权激励将有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，凸显公司的中长期投资价值。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 12.65 亿元、15.79 亿元和 19.61 亿元，归母净利润分别为 1.85 亿元、2.29 亿元和 2.93 亿元，EPS 分别为 1.06 元、1.31 元、1.67 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。

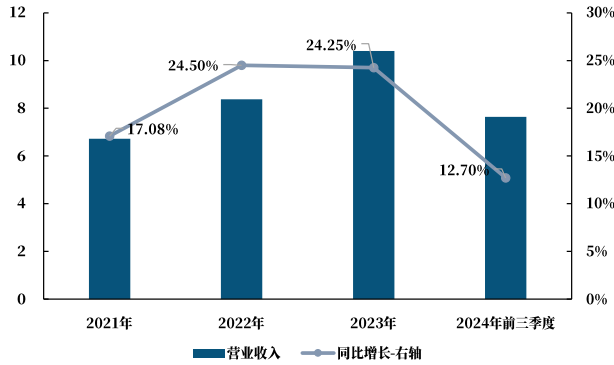
◆ 风险提示

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

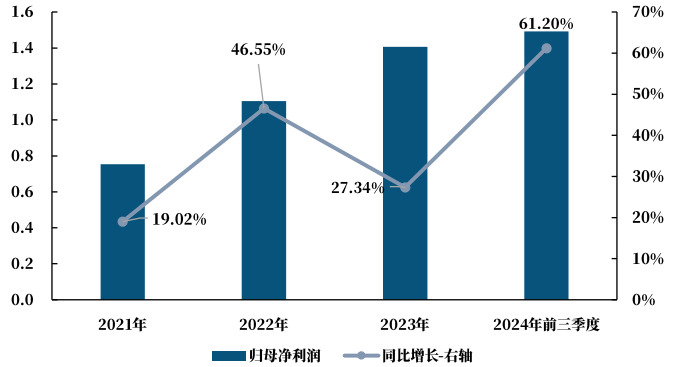
财务数据与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1040.25	1264.95	1578.66	1960.69
增长率（%）	24.25	21.60	24.80	24.20
归母净利润（百万元）	140.69	185.46	228.59	292.74



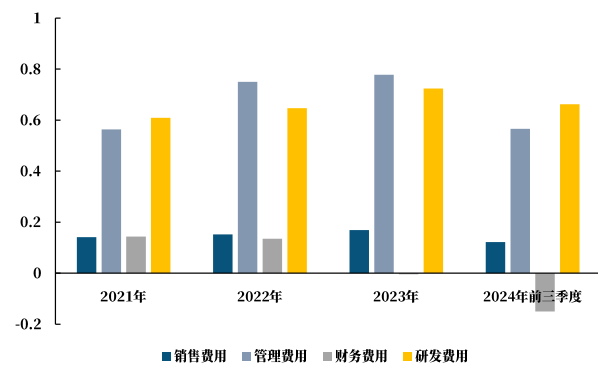
增长率 (%)	27.26	31.83	23.25	28.06
毛利率 (%)	32.35	33.60	34.10	34.60
每股收益 (元)	1.10	1.06	1.30	1.67
市盈率 PE	50.65	52.79	42.83	33.44
市净率 PB	4.32	4.03	3.77	3.49
净资产收益率 ROE (%)	6.21	7.63	8.81	10.42

● 2021-2023 年年报及 2024 年前三季度公司主要财务数据
图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）


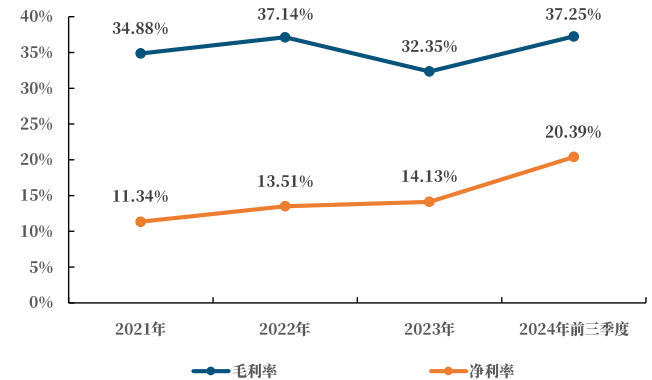
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）


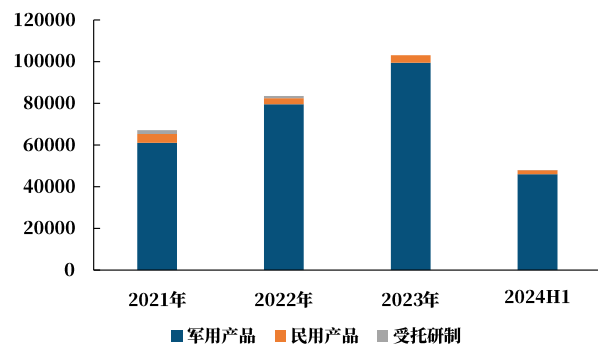
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司期间费用情况（单位：亿元）


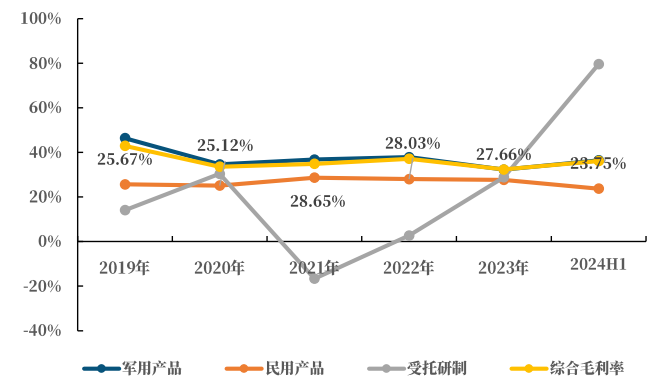
资料来源：iFind，中航证券研究所

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 2021 年-2023 年及 2024 年上半年分产品收入情况（单位：万元）


资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 公司 2021 年-2023 年及 2024 年上半年分产品毛利率情况（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)	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1040.25	1264.95	1578.66	1960.69	货币资金	1827.58	2092.60	2433.11	2855.95
营业成本	703.72	839.93	1040.33	1282.29	应收票据及账款	268.43	308.96	385.58	478.89
税金及附加	3.97	2.08	2.59	3.22	预付账款	6.25	9.75	12.17	15.12
销售费用	16.87	20.49	25.57	31.76	其他应收款	2.40	4.66	5.82	7.22
管理费用	77.77	93.61	121.56	150.97	存货	232.06	299.15	370.53	456.71
研发费用	72.38	93.61	124.94	155.18	其他流动资产	32.42	36.69	45.79	56.87
财务费用	-0.44	-4.76	-8.06	-11.12	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.07	-3.14	-3.92	-4.87	固定资产	706.49	602.96	498.09	391.90
信用减值损失	-0.46	-0.63	-0.79	-0.98	在建工程	50.87	42.39	33.91	25.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	92.16	76.80	61.44	46.08
投资收益	0.03	0.01	0.01	0.01	长期待摊费用	1.29	0.64	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	27.07	27.07	27.07	27.07
资产处置收益	0.01	0.01	0.01	0.01	资产总计	3247.02	3501.67	3873.52	4361.24
其他收益	2.54	3.85	3.85	3.85	短期借款	10.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	167.03	220.09	270.87	346.39	应付票据及账款	539.28	634.59	757.50	933.68
营业外收入	0.40	0.28	0.28	0.28	其他流动负债	330.85	405.85	521.84	645.87
营业外支出	0.67	1.99	1.99	1.99	流动负债合计	880.15	1040.44	1279.34	1579.55
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	61.32	16.41	-22.30	-54.59
利润总额	166.76	218.38	269.16	344.68	其他非流动负债	25.05	25.05	25.05	25.05
所得税	19.81	28.08	34.61	44.32	非流动负债合计	86.36	41.46	2.75	-29.54
净利润	146.95	190.29	234.55	300.36	负债合计	966.51	1081.90	1282.10	1550.00
少数股东损益	6.26	4.83	5.95	7.62	股本	146.67	175.70	175.70	175.70
归属母公司股东净利润	140.69	185.46	228.59	292.74	资本公积	1670.73	1641.70	1641.70	1641.70
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	留存收益	449.57	584.00	749.70	961.89
经营性现金净流量	440.70	366.46	434.32	524.81	归属母公司权益	2266.97	2401.40	2567.10	2779.29
投资性现金净流量	-90.77	-0.26	-0.26	-0.26	少数股东权益	13.54	18.37	24.32	31.95
筹资性现金净流量	1141.36	-101.18	-93.54	-101.71	股东权益合计	2280.51	2419.77	2591.42	2811.24
现金流量净额	1491.29	265.01	340.52	422.83	负债和股东权益合计	3247.02	3501.67	3873.52	4361.24

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。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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