

非金融公司|公司点评|国科军工（688543）

**毛利率提高或由于收入结构变化，需求
若快速增长产业链地位或将提升**



| 报告要点

公司公告 2024 年三季报，2024 前三季度实现营收 7.64 亿元，同比增长 12.7%，单三季度实现营收 2.82 亿元，同比增长 1.4%；前三季度实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 61.2%，单三季度实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 41.1%。

| 分析师及联系人



吴爽

SAC: S0590523110001



叶鑫

SAC: S0590524030004

国科军工(688543)

毛利率提高或由于收入结构变化，需求若快速增长产业链地位或将提升

行业：国防军工/地面兵装II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：56.03 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 176/82
 流通A股市值(百万元) 4,575.01
 每股净资产(元) 12.69
 资产负债率(%) 24.01
 一年内最高/最低(元) 62.95/34.02

股价相对走势



相关报告

- 《国科军工(688543):营收及利润高增持续验证公司行业核心地位》2024.08.31
- 《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》2024.08.01



扫码查看更多

事件

公司公告 2024 年三季报，2024 前三季度实现营收 7.64 亿元，同比增长 12.7%，单三季度实现营收 2.82 亿元，同比增长 1.4%；前三季度实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 61.2%，单三季度实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 41.1%。

➤ 毛利率提升或表明季度营收结构出现变化

公司单三季度营收增速偏低，毛利率同比/环比显著提升，或侧面验证季度收入结构变化。公司 2024 单三季度营收增速 1.4%；毛利率 39.12%，同比/环比 +4.67pct/+7.27pct，毛利率提升显著。单季度毛利率提升，或证明毛利率相对较低的弹药业务收入占比较低，相对高毛利率的导弹固体发动机动力与控制业务收入占比较高，带动毛利率增长同时利润快速增长。

➤ 年初公告合同或确保全年弹药业务营收

公司 2024 年 1 月公告签订重大销售合同，合同金额 3.16 亿元，交付产品为某军方单位按 2024 年度计划实施采购子公司某型号主用弹药，合同履行期限截至 2024 年 12 月 10 日。大额订单签订，有望保障公司全年弹药业务的营收。

➤ 固体发动机是导弹产业链产能瓶颈，若需求恢复公司产业链地位或将提升

根据颜思铭的《美国防部刺激主要导弹项目的增产》报告披露，美国防部计划在扩产导弹时，供应链在固体火箭发动机等方面存在生产瓶颈。对标国外，若国内导弹需求快速增长或出现脉冲式订单时，固体火箭发动机或也将同样出现产能瓶颈，公司作为固体发动机核心供应商，有望受益于产品价格受到供需不匹配而出现的波动，在导弹产业链地位或将提升。

➤ 市场空间广阔且利润稳定增长，维持“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 54x/39x/30x。鉴于公司深厚技术功底、市场空间广阔、具备固体发动机标的稀缺性，维持“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。

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)	89.1	70.0	51.1	37.4	28.8
市净率(P/B)	14.6	4.3	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA	53.7	30.4	21.4	15.9	12.3

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 08 日收盘价

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。

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					
流动资产合计	910	2369	2687	3146	3739					
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					
非流动资产合计	863	878	919	927	902					
资产总计	1773	3247	3605	4072	4642					
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					
流动负债合计	773	880	1098	1380	1713					
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					
非流动负债合计	318	86	82	70	49					
负债合计	1090	967	1180	1449	1762					
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					
股东权益合计	683	2281	2425	2623	2880					
负债和股东权益总计	1773	3247	3605	4072	4642					

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					
经营活动现金流	160	441	371	544	670					
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					
投资活动现金流	-154	-91	-200	-200	-200					
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					
筹资活动现金流	-45	1141	-63	-80	-108					
现金净增加额	-39	1492	107	264	361					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	837	1040	1296	1635	2041					
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					
营业利润	130	167	226	309	400					
营业外净收益	0	0	-2	-2	-2					
利润总额	130	167	224	307	398					
所得税	16	20	27	36	47					
净利润	113	147	198	270	351					
少数股东损益	3	6	5	7	9					
归属于母公司净利润	111	141	193	263	342					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	89.1	70.0	51.1	37.4	28.8
市净率	14.6	4.3	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA	53.7	30.4	21.4	15.9	12.3
EV/EBIT	69.5	39.4	36.8	26.1	19.3

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 11 月 08 日收盘价

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

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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

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

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

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