

天秦装备(300922)

包装箱龙头受益于弹药放量，品类扩张打开成长空间

投资评级：买入|维持

中邮证券研究所军工团队

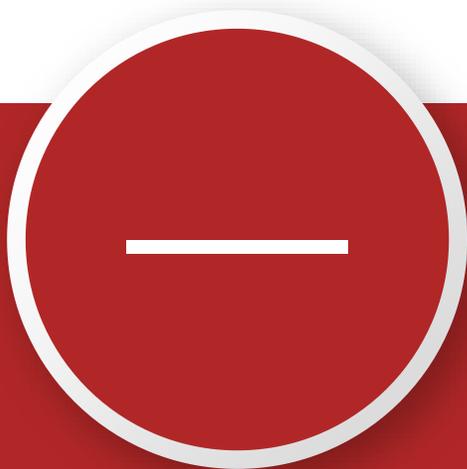
中邮证券

2025年4月18日

- 天秦装备创立于1996年，于2020年登陆创业板，从创立之初单一防护功能的弹箭用防潮塞，逐步向综合防护产品及装备零部件延伸，陆续设计、研发、生产出服务于陆、海、空等多用途防务装备的弹药防护箱（筒）、助推器防护箱、集装托盘及枪、弹用零部件等。公司主要产品包括专用防护装置、装备零部件两类，2024年专用防护装置占营收比例达89%；主要客户为兵器工业、兵器装备等。
- 公司2022年业绩见底，2023、2024年业绩保持较快增长。2024年，公司实现归母净利润0.42亿元，同比增长29%，利润增速低于营收增速，主要是由于2024年公司首次授予限制性股票增加当年摊销费用1653万元，若不考虑该因素，公司归母净利润应为0.58亿元，同比增长81%。公司近年来经营性净现金流持续大于净利润。
- 弹药包装是保证弹药贮存可靠性、安全性、使用性的重要组成部分。军用包装在武器的研制、生产中占有一定的比例，以保证军品包装的研制质量和顺利开展，例如英军兵器装备包装成本占兵器装备总成本的5%~8%；德军包装成本占总成本的5%~10%；美军包装成本占总成本的5%~10%。参照国外相关比例，我国弹药市场空间约为120亿，按包装占比5%计算，弹药包装市场空间为6亿。近年来，我国实战化训练强度不断提升加大了弹药消耗、军贸出口趋势向好，参考俄乌战争经验教训，未来，我国弹药领域有望保持较快增长，公司将充分受益。
- 拓展导弹包装箱领域，为公司成长提供长期驱动力。公司正在研发多型导弹防护箱体、储运发一体式导弹发射筒体、大型火箭舱体金属包装箱，防护装备从弹药拓展至价值量更大的导弹、火箭等领域，其中多数项目已完成样机研制，一型储运发一体式导弹发射筒体已完成首批供货，为公司提供了新的业绩增长点。
- 我们预计公司2025-2027年归母净利润为0.85、1.46和2.05亿元，同比增长104%、72%、40%，当前股价对应PE为37、21、15倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：弹药放量不及预期；业务拓展低于预期；行业竞争加剧等。

目录

- 一 | 装备防护领域核心供应商，近3年业绩较快增长、现金流好
- 二 | 受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长
- 三 | 向导弹储运发一体化筒体等业务拓展，打开成长空间
- 四 | 盈利预测与投资建议
- 五 | 风险提示



装备防护领域核心供应商，近3年业绩较快增长、现金流好

1.1 公司发展历程

1.2 主营业务：专用防护装置占营收近90%，两大兵器集团为主要客户

1.3 经营业绩：近3年业绩较快增长，经营性净现金流较好

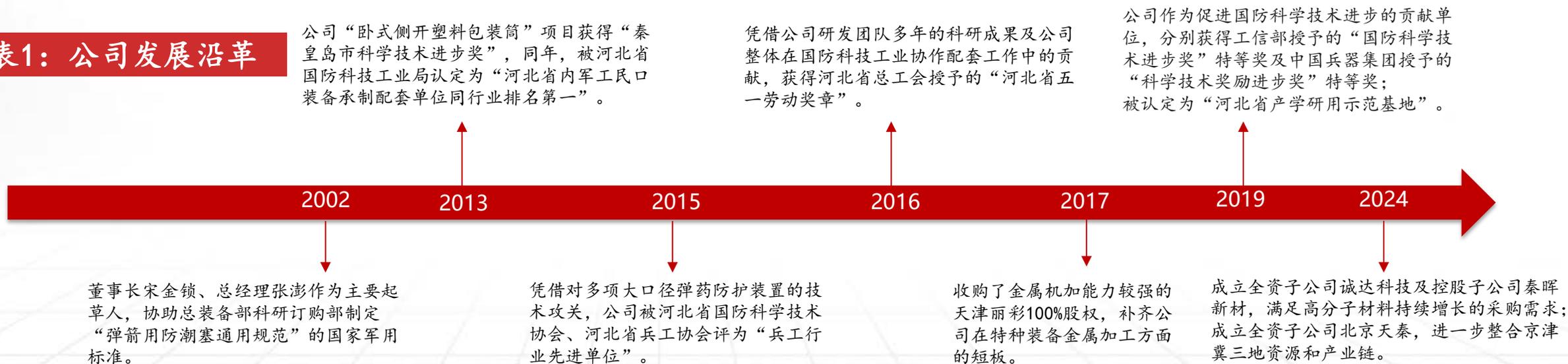
1.4 发展战略：持续扩大产品辐射范围，丰富产品种类

一、装备防护领域核心供应商，近3年业绩较快增长、现金流好

1.1 公司发展历程

- 公司创立于1996年，于2020年登陆创业板，总部位于河北省秦皇岛市经济技术开发区，从创立之初单一防护功能的弹箭用防潮塞，逐步向综合防护产品及装备零部件延伸，陆续设计、研发、生产出服务于陆、海、空等多用途防务装备的弹药防护箱（筒）、助推器防护箱、集装托盘及枪、弹用零部件等；公司作为国内率先提出将工程塑料材料替代传统防护材料并实现弹药包装系列化、集装化的供应商之一，正向着防务装备整体防护方案解决商迈进，综合实力处于行业领先地位。
- 为进一步拓展防护装置业务范围，公司于2017年12月收购了金属机加能力较强的天津丽彩100%股权，补齐了公司在特种装备金属加工方面的短板。

图表1：公司发展沿革



资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

一、装备防护领域核心供应商，近3年业绩较快增长、现金流好

1.1 公司发展历程

- 宋金锁**，公司实控人，1953年出生，1987年至1996年任秦皇岛玻璃纤维总厂玻璃钢厂副厂长，1996年5月至1997年任秦皇岛耐火材料厂副厂长，1997年至2014年任公司执行董事兼总经理，2014年至今任公司董事长，目前持有公司27.73%股权。
- 李阳**，公司总经理，曾先后任职于毕马威华振会计师事务所、普华永道会计师事务所、昆吾九鼎投资管理有限公司、联想控股有限公司战略投资部等知名机构；拥有十余年资本市场从业经历，在科创投资方面经验丰富，2023年2月，开始担任公司总经理。
- 2024年7月，宋金锁通过协议转让方式，将920万股股权转让给丹江口酬勤福来企业管理合伙企业，占公司总股本的5.93%；酬秦福来与公司久友资本都受李阳控制，至此，李阳持有公司6.29%股权。

图表2：久友资本部分投资案例

久友资本·投资案例
PORTFOLIOS



一、装备防护领域核心供应商，近3年业绩较快增长、现金流好

1.2 主营业务：专用防护装置占营收近90%，两大兵器集团为主要客户

- 公司主要产品包括专用防护装置、装备零部件两类，2024年专用防护装置占营收比例达89%。**
 - 专用防护装置：**公司产品目前主要应用于兵器工业中的弹药贮运防护领域，对弹药及相关武器装备进行防护，产品均具有耐冲击性、耐热性、耐寒性、强度和硬度较高的特点，可在撞击、高温、严寒等恶劣环境下使用。公司产品按生产材料的不同，具体分为高性能工程塑料类防护装置、树脂基复合材料类防护装置及金属类防护装置三大类。
 - 装备零部件：**主要包括弹箭用防潮塞、单兵多用途攻坚弹系统零部件、催泪弹零部件、弹药零部件、密封功能件等。
- 公司主要客户为兵器工业、兵器装备、中国电科以及地方军工集团，2024年，兵器工业占公司营收61%，兵器装备占公司营收13%。**

图表3：公司部分产品



小口径弹药密封包装箱



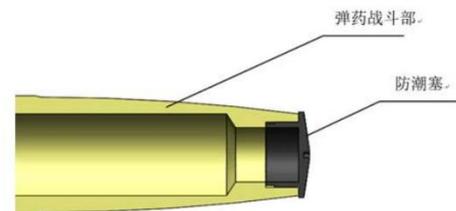
大口径弹药非密封包装箱



大口径弹药筒式密封包装



弹药包装桶



防潮塞

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

一、装备防护领域核心供应商，近3年业绩较快增长、现金流好

1.3 经营业绩：近3年业绩较快增长，经营性净现金流较好

- 公司2022年业绩见底，2023、2024年业绩保持增长。

- 2022年，公司下游客户生产计划延期，新增需求未达预期，且公司部分产品因最终用户采购需求调整，导致公司销售订单减少，营业收入较上年同期下降。2023、2024年逐步恢复。

- 公司净利润一直为正，且经营性净现金流一直高于净利润，盈利质量高。2024年，公司实现归母净利润0.42亿元，同比增长29%，利润增速低于营收增速，主要是由于2024年公司首次授予限制性股票增加当年摊销费用1653万元，若不考虑该因素，公司归母净利润应为0.58亿元，同比增长81%。公司近年来经营性净现金流持续大于净利润，在手资金近5亿，无有息负债。

图表4：公司近年来营收、归母净利润、经营性现金流情况



资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

一、装备防护领域核心供应商，近3年业绩较快增长、现金流好

■ 1.4 发展战略：持续扩大产品辐射范围，丰富产品种类

● 围绕弹药产业链横纵双向延伸

- 公司已成立全资子公司诚达科技及控股子公司秦晖新材，满足高分子材料持续增长的采购需求，极大降低公司核心原材料的采购成本；
- 为进一步满足公司战略规划及业务需要，提升公司在新材料、装备智能化、信息化等方面的研发创新能力和市场竞争力，公司已成立全资子公司北京天秦，进一步整合京津冀三地资源和产业链，形成更加完善的产业结构和业务体系，继续在专用防护装置及装备零部件等领域深耕，并筹建面向新材料、装备智能化、信息化、无人化等领域的研发中心，丰富产品种类、推动性能升级，提升公司整体竞争力。

二

受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

- 2.1 过去火炮被誉为战争之神，在未来依然要足够重视
- 2.2 弹药包装箱是弹药武器不可或缺的组成部分
- 2.3 包装箱具有耗材属性，价值量约占弹药的3%-6%
- 2.4 未来国内弹药领域有望保持较快增长，公司将充分受益

二、受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

2.1 过去火炮被誉为战争之神，在未来依然要足够重视

- 火炮长期被誉为“战争之神”。火炮作为历代战争中的火力骨干，一直是战场上不可或缺的组成部分。如今火炮已经过多次更新换代，在现代战场上有着独特的战术作用和战略地位。

图表5：火炮种类

分类方式	种类	描述
运动方式	自行火炮	自行火炮的机动性能好，战场生存力强，能够及时进行火力支援
	牵引火炮	牵引火炮结构简单，易于操作，造价低，维修方便
炮膛构造	线膛炮	线膛炮炮管内刻有不同数目的膛线，能够通过使弹丸旋转有效保证弹丸的稳定性，增加射程
	滑膛炮	滑膛炮无膛线，具有更高的膛压，造价也更低
弹道特性	加农炮	加农炮弹道低伸，身管长，初速大，射角一般小于45°，适于打击装甲目标、垂直目标和远距离目标
	榴弹炮	榴弹炮弹道较弯曲，炮身较短，初速较小，射角可达75°，适于打击水平目标
	迫击炮	迫击炮弹道弯曲，炮身短，初速小，射角为45°-85°，适于打击掩体后的目标
用途	地面压制火炮	地面压制火炮用于打击地面（水面）目标
	高射炮	高射炮主要用于打击空中目标
	反坦克火炮	反坦克火炮用于打击坦克等装甲目标
	航空机炮	航空机炮是战斗机不可或缺的武器
	舰炮	舰炮被列装于大小舰艇

资料来源：中国军网，中邮证券研究所

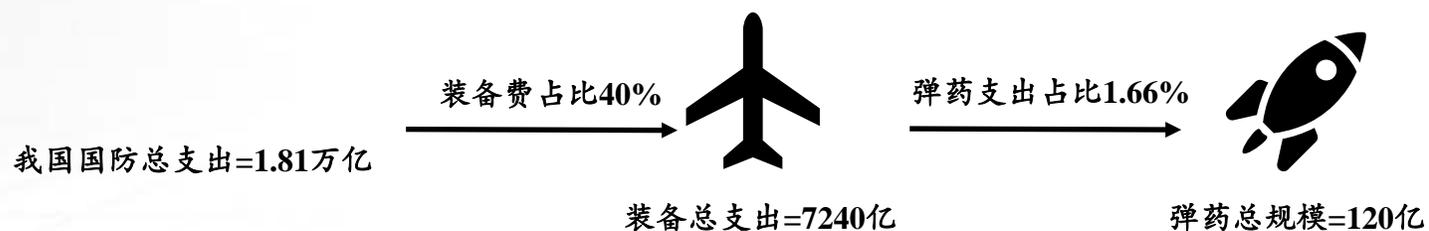
请参阅附注免责声明

二、受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

2.1 过去火炮被誉为战争之神，在未来依然要足够重视

- 参照2025财年美国武器装备采购预算，弹药申请经费占总采办经费的**1.66%**，按该比例预计我国目前炮弹市场规模约为120亿元。
- 值得注意的是，美国2023财年弹药实际采购113亿美元，占当年实际装备费的比例为3.5%。

图表6：我国弹药空间估算



图表7：美国现役弹药装备



二、受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

■ 2.1 过去火炮被誉为战争之神，在未来依然要足够重视

- 在俄乌战争中，俄军在“大纵深穿插”的俄乌冲突第一阶段遇挫后，俄乌双方在乌克兰东部地区展开残酷的阵地战，进入了真正的炮战，几乎搬空了全球弹药库。高峰期，俄罗斯俄军每天向乌克兰阵地发射多达5万发炮弹；美国向乌克兰提供了超过100万发各型炮弹，还把存放在以色列、用于应对中东冲突的30万发155毫米炮弹运往乌克兰，以解乌方“燃眉之急”。
- 据估计，俄罗斯152毫米炮弹的平均成本为每枚1000美元，北约155毫米炮弹的价格平均每枚达4000美元。贝恩咨询公司预计，2024年，俄罗斯将生产大约450万枚炮弹。
- 兰德公司在2024年11月发表的《俄罗斯在乌克兰的战争》报告中表示，从俄乌战争中，没有看到新技术带来的高效率能够完全抵消对大规模火力的需求。

二、受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

■ 2.2 弹药包装箱是弹药武器不可或缺的组成部分

- 弹药包装箱对炮兵和装甲兵弹药、舰船弹药、陆航用导弹、火箭助推器（发动机）、反恐特种装备等装备及物资进行防护，产品均具有耐冲击性、耐热性、耐寒性、强度和硬度较高的特点，可在撞击、高温、严寒等恶劣环境下使用。包装是保证弹药贮存可靠性、安全性、使用性的重要组成部分。
- 国外十分重视军用包装工作，一些发达国家利用包装来提高武器装备的防护质量，将包装看成是部队快速反应的伙伴，把包装工作作为武器装备制造生产不可分割的一部分和重要工作环节。
- 我国大口径炮弹包括122、130、152、155等系列，其中，122、130、152是引进原苏联产品，沿用木箱包装形式。1979年，兵器工业召开“兵器包装工作会议”，全面开展了大口径炮弹包装的改进和创新工作。20世纪80年代，根据“以钢代木、以塑代木”的改革方针，部分企业开始用铁笼包装代替木材，20世纪90年代，大口径弹药广泛使用铁包装箱。我国从2000年开始大口径弹药塑料包装的研究工作，2002年在122系列弹药上首先完成塑料包装研制。目前，我国已完成130、152、155等大口径炮弹系列的塑料包装研制，并已批产。
- 当前，公司生产产品按生产材料的不同，具体分为高性能工程塑料类防护装置、树脂基复合材料类防护装置及金属类防护装置三大类，后两类主要用于导弹等领域。

资料来源：《国外弹药包装的现状与发展趋势研究》肖冰等，《大口径炮弹包装现状与发展趋势》李秉旗等，中邮证券研究所

二、受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

■ 2.3 包装箱具有耗材属性，价值量约占弹药的5%-10%

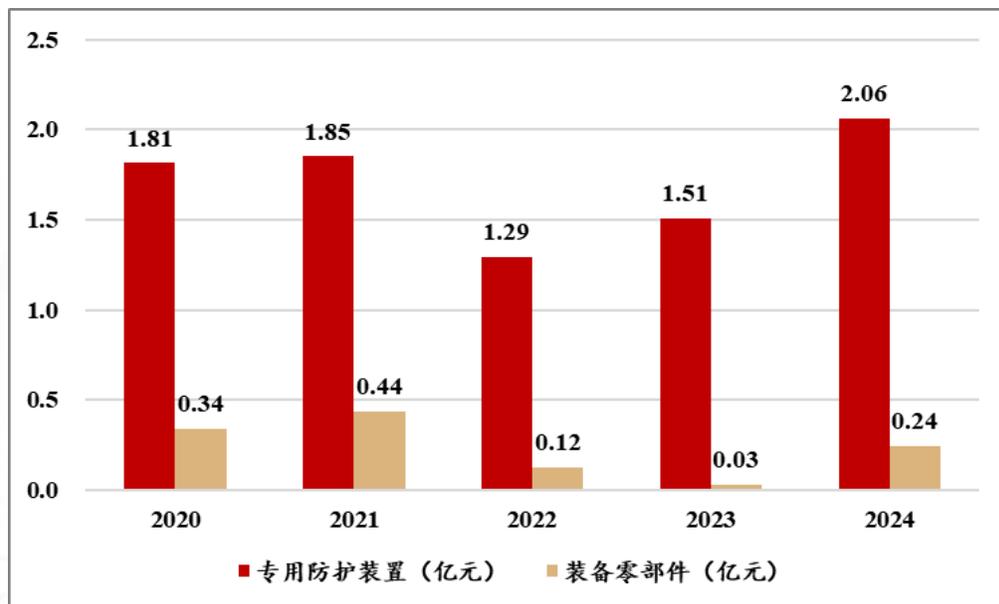
- 弹药是耗材，弹药包装箱同样也是耗材。公司在2024年年报中提到：公司专用防护装置产品属于消耗品，一次性使用。
- 一般而言，军品包装的成本较高，一次性投资较大，但武器装备系统的整体经济效益好，不仅可以节约大量长期储存的维修费用、往返装卸费、运输费用，而且更重要的是使武器装备得到了可靠的保护，具有明显的经济效益。因此，国外对此作了充分保证，如美军包装费用耗资约占国防费的5%、日军为4.7%、印军为2.6%。综合而言，发达国家包装科研费用比例大，占军用包装费用的15%-22%，而发展中国家只占2%~7%。国外军用包装的一个明显特点是，军用包装在武器的研制、生产中占有一定的比例，以保证军品包装的研制质量和顺利开展。例如英军兵器装备包装成本占兵器装备总成本的5%~8%；德军包装成本占总成本的5%~10%；美军包装成本占总成本的5%~10%。
- 我们假设，国内弹药包装价值量约占弹药的5%，2025年预计市场空间约为6亿元。未来，包装箱也向信息化方向发展，如集成智能传感器的弹药包装可以监测其内部弹药的状态，并实时反馈信息，届时包装箱的价值占比有望进一步提升。

二、受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

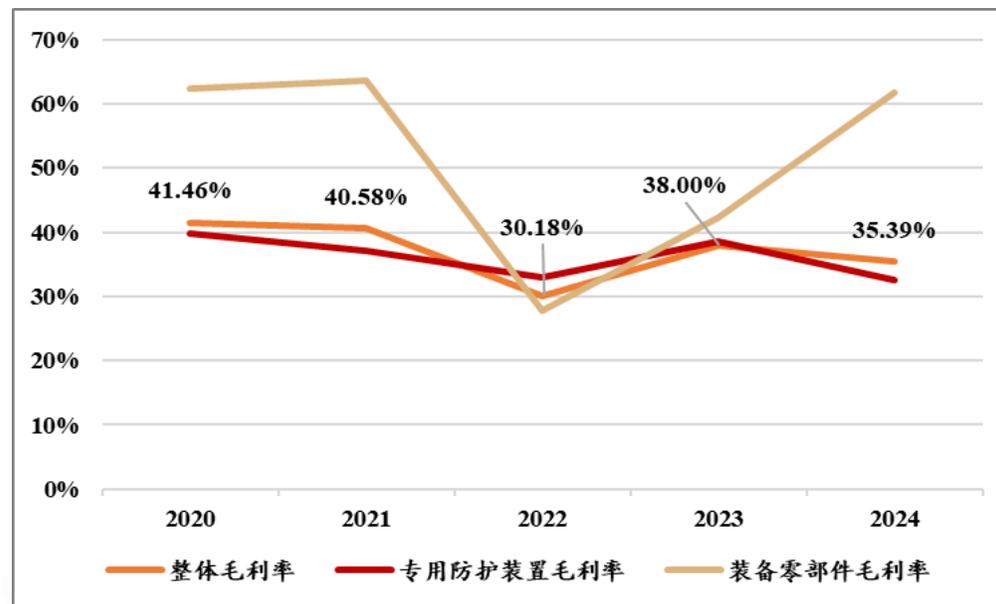
2.3 包装箱具有耗材属性，价值量约占弹药的5%-10%

- 公司2024年包装箱收入为2.06亿，毛利率为32.63%。

图表8：公司分产品收入情况



图表9：公司分产品毛利率



二、受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长

■ 2.4 未来国内弹药领域有望保持较快增长，公司将充分受益

- 未来，我国弹药领域有望保持较快增长，公司将充分受益
 - 根据俄乌战争、巴以冲突的经验教训，在一些作战场景下，先进技术仍无法代替火力规模，我国需要足够的弹药储备；
 - 国内实战化训练不断增加，对弹药消耗也将增加；
 - 军贸出口需求不断增加。
- 国内部分弹药厂2025年生产任务饱满
 - 123厂的2025年工作会提到：要用足用好一切可以调动的资源，千方百计实现保供目标。
 - 152厂在4月10日组织召开2025精密产品生产保障专题会，以“等不起的紧迫感、慢不得的危机感”聚力攻坚，以战时状态，抢进度赶任务。
 - 447厂在3月18日召开生产动员大会，董事长指出，公司订单承揽取得历史新高。
 - 国科军工发布公告，全资子公司先锋公司与九江国科收到与某单位签署的两型主用弹药等弹药产品2025年年度订货合同，合同金额为合计人民币7.39亿元。



向导弹储运发一体化筒体等业务拓展，打开成长空间

3.1 导弹包装箱价值量更高，市场空间更大

3.2 公司不断加大导弹包装箱研发力度，未来有望成为公司新增增长点

■ 3.1 导弹包装箱价值量更高，市场空间更大

- 导弹武器包装一般采用贮运发射箱。贮运发射箱集储存导弹、运输导弹、发射导弹三项功能于一身，是箱式发射导弹武器的主要部分。
- 贮运发射箱一般采用金属箱体或者复合材料结构箱体。金属箱体多以铝合金或钢为母材；复合材料箱体主要选用玻璃纤维、碳纤维等增强材料的树脂基复合材料。

图表10：以玻璃纤维和环氧树脂为材料的发射筒



资料来源：《贮运发射箱箱体结构低成本先进成形技术分析》安志恒等，中邮证券研究所

三、向导弹储运发一体化筒体等业务拓展，打开成长空间

3.1 导弹包装箱价值量更高，市场空间更大

- 国外导弹发射箱多采用铝合金、钢、碳纤维复合材料、玻璃纤维复合材料等。

图表11：多国多联装导弹发射系统

类别	配属导弹	国家	服役时间	主要技术特点
MK13至MK57多联装垂直发射系统	标准2MR舰空导弹、“战斧”、“海麻雀”	美国	1983年	贮运发射箱箱体采用 波纹钢板 焊接成型；均采用易裂不脱落箱盖，导弹滑块或弹翼和弹体导轨式发射。
“海狼”导弹多联装垂直发射系统	“海狼”舰空导弹	英国	1989年	铝合金筒体 ，垂直自推力发射，同心燃气自排导结构，筒弹小间隙配合，胀破式复合材料易裂前盖，固定导流式金属底盖。
“巴拉克”导弹多联装垂直发射系统	“巴拉克”I型舰空导弹	以色列	1993年	钢制箱体 ，垂直自推力燃气共排导发射，导轨式导向，胀破式钢制易裂前盖、后盖。
“紫苑”舰空导弹多联装垂直发射系统	“紫苑”-15/30型舰空导弹	意大利、法国	2001年	碳纤维增强复合材料箱体 ，导轨式导向，垂直自推力燃气共排导发射，顶破式易裂前盖，吹破式易裂后盖。
“米拉斯”导弹多联装垂直发射系统	“米拉斯”反潜导弹	意大利、法国	2006年	玻璃纤维增强环氧复合材料 、蜂窝夹层箱体，倾斜定角自推力发射，导轨吊挂式导向，前盖、后盖电动开启。
“爱国者”防空导弹系统	爱国者”MIM-104地空导弹	美国	1984年	聚氨酯泡沫夹心结构铝合金箱体 ，倾斜定角自推力发射，弧形导轨导向，顶破式易裂前盖，吹破式易裂后盖。
S-400防空导弹系统	9M96E、9M96E2地空导弹	俄罗斯	2014年	铝合金筒体 ，垂直尾推式弹射发射，适配器导向，冲破式易碎前盖，固定式后盖。
战区高空区域防御系统（THAAD）	THAAD拦截弹	美国	2007年	碳纤维增强环氧复合材料筒体 ，准垂直定角自推力发射，箱弹小间隙配合，顶破式易碎前盖，吹破式易碎后盖。
道尔M1防空导弹系统	9M330防空导弹	俄罗斯	1986年	铝合金四联装箱体 ，垂直单提拉式弹射发射，导轨式导向，顶破式易碎前盖，固定式后盖，一体式燃气发生器。

三、向导弹储运发一体化筒体等业务拓展，打开成长空间

3.2 公司不断加大导弹包装箱研发力度，未来有望成为公司新增长点

- 按照美国导弹武器占武器装备采购费用8%左右比例推算，中国导弹市场为580亿。导弹包装箱市场有望达到20-30亿，远大于弹药包装箱市场。
- 拓展导弹包装箱领域，为公司成长提供长期驱动力。公司正在研发多型导弹防护箱体、储运发一体式导弹发射筒体、大型火箭舱体金属包装箱，防护装备从弹药拓展至价值量更大的导弹、火箭等领域，其中多数项目已完成样机研制，1型储运发一体式导弹发射筒体已完成首批供货，为公司提供了新的业绩增长点。

图表12：公司导弹包装研发情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
某型导弹防护箱体	为某型导弹提供物理防护，实现导弹吊装、运输和固定功能。	已完成样机制作和强度试验验证。
某型导弹发射筒体	既满足导弹贮存、运输过程的机械防护，又具备发射功能，对导弹具有固定、导向和保护作用。	已完成样机制作和发射试验验证。
储运发一体式导弹发射筒体	储运发一体式导弹发射筒体是某新型筒装导弹系统的重要组成部分，集储存、运输和发射功能于一体。	其中1型已完成首批供货，其余2型完成工程样机试验。
某大型舱体金属包装	为某大型火箭舱体提供贮存、运输防护，满足重载产品反复周转使用要求。	已完成样机试制，具备首批交付条件。

资料来源：公司公告，美国国防部，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

四

盈利预测与投资建议

四、盈利预测与投资建议

- 公司作为国内率先提出将工程塑料材料替代传统防护材料并实现弹药包装系列化、集装化的供应商之一，正向着防务装备整体防护方案解决商迈进，综合实力处于行业领先地位。
- **受益于弹药放量，弹药包装箱业务有望较快增长。**弹药包装是保证弹药贮存可靠性、安全性、使用性的重要组成部分。参照国外相关比例，我国弹药市场空间约为120亿，按包装占比5%计算，弹药包装市场空间为6亿。近年来，我国实战化训练强度不断提升加大了弹药消耗、军贸出口趋势向好，参考俄乌战争经验教训，未来，我国弹药领域有望保持较快增长，公司将充分受益。
- **拓展导弹包装箱领域，为公司成长提供长期驱动力。**公司正在研发多型导弹防护箱体、储运发一体式导弹发射筒体、大型火箭舱体金属包装箱，防护装备从弹药拓展至价值量更大的导弹、火箭等领域，其中多数项目已完成样机研制，一型储运发一体式导弹发射筒体已完成首批供货，为公司提供了新的业绩增长点。
- 我们预计公司2025-2027年归母净利润为0.85、1.46和2.05亿元，同比增长104%、72%、40%，当前股价对应PE为37、21、15倍，维持“买入”评级。

四、盈利预测与投资建议

财务报表和主要财务比率					主要财务比率				
财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	230.54	350.36	463.45	603.83	营业收入	49.14%	51.98%	32.28%	30.29%
营业成本	148.96	215.11	284.24	364.71	营业利润	12.77%	102.90%	66.68%	38.77%
税金及附加	1.75	3.50	4.63	6.04	归属于母公司净利润	29.49%	103.97%	72.30%	40.28%
销售费用	2.74	4.17	5.52	6.04	获利能力				
管理费用	26.77	21.02	23.17	23.55	毛利率	35.39%	38.60%	38.67%	39.60%
研发费用	8.15	14.01	14.83	15.10	净利率	18.08%	24.26%	31.61%	34.03%
财务费用	-7.81	-8.77	-7.10	-6.90	ROE	4.62%	9.07%	13.93%	16.96%
资产减值损失	-2.66	-8.44	-0.51	-3.20	ROIC	3.58%	8.24%	13.31%	16.43%
营业利润	47.08	95.52	159.22	220.95	偿债能力				
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	13.53%	17.29%	19.38%	20.84%
营业外支出	0.02	0.00	0.00	0.00	流动比率	4.78	3.28	2.78	2.57
利润总额	47.06	95.52	159.22	220.95	营运能力				
所得税	5.38	10.51	12.74	15.47	应收账款周转率	3.74	3.50	3.37	3.34
净利润	41.68	85.01	146.48	205.49	存货周转率	3.95	5.68	5.79	5.65
归母净利润	41.68	85.01	146.48	205.49	总资产周转率	0.23	0.32	0.38	0.43
每股收益(元)	0.27	0.54	0.93	1.31	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.27	0.54	0.93	1.31
货币资金	438.35	354.97	344.88	374.68	每股净资产	5.76	5.98	6.70	7.73
交易性金融资产	27.02	27.02	27.02	27.02	估值比率				
应收票据及应收账款	124.78	183.73	243.34	317.99	PE	74.64	36.60	21.24	15.14
预付款项	0.81	1.16	1.54	1.97	PB	3.45	3.32	2.96	2.57
存货	34.47	41.33	56.82	72.24	现金流量表				
流动资产合计	626.06	608.98	674.47	794.92	净利润	41.68	85.01	146.48	205.49
固定资产	61.52	54.43	47.01	40.30	折旧和摊销	11.12	10.48	10.80	10.10
在建工程	259.01	371.91	484.81	597.71	营运资本变动	22.08	-25.93	-20.97	-28.82
无形资产	40.58	40.58	40.58	40.58	其他	0.85	9.08	-16.43	-19.62
非流动资产合计	418.70	524.51	629.99	736.18	经营活动现金流净额	75.73	78.65	119.88	167.14
资产总计	1,044.77	1,133.48	1,304.46	1,531.10	资本开支	-82.77	-116.28	-116.28	-116.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	126.38	5.26	18.54	24.15
应付票据及应付账款	104.49	150.90	199.39	255.85	投资活动现金流净额	43.61	-111.03	-97.75	-92.13
其他流动负债	26.61	34.92	43.14	53.05	股权融资	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	131.11	185.82	242.54	308.89	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.21	10.21	10.21	10.21	其他	-38.29	-51.01	-32.23	-45.21
非流动负债合计	10.21	10.21	10.21	10.21	筹资活动现金流净额	-37.79	-51.01	-32.23	-45.21
负债合计	141.32	196.03	252.75	319.11	现金及现金等价物净增加额	81.56	-83.39	-10.09	29.80
股本	156.81	156.81	156.81	156.81					
资本公积金	541.15	541.15	541.15	541.15					
未分配利润	171.70	192.96	285.24	414.70					
少数股东权益	0.50	0.50	0.50	0.50					
其他	33.28	46.04	68.01	98.83					
所有者权益合计	903.45	937.45	1,051.71	1,211.99					
负债和所有者权益总计	1,044.77	1,133.48	1,304.46	1,531.10					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

五

风险提示

五、风险提示

- 导弹与弹药下游需求不及预期；
- 装备采购价格变动；
- 新产品研发不及预期等。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

鲍学博 (首席分析师)

SAC编号: S1340523020002

邮箱: baoxuebo@cnpsec.com

王煜童 (分析师)

SAC编号: S1340523070004

邮箱: wangyutong@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048