

Q1 业绩短期承压，未来特种装备业务值得期待

买入|维持

事件:

2023年4月28日,公司发布一季度报告,公司营业收入实现7.76亿,同比减小43.83%;实现归母净利润-0.34亿,同比下降112.18%;扣非归母净利润实现-0.37亿,同比下降113.41%。

2023年4月10日,公司发布2022年度报告,公司营业收入实现67.14亿,同比减少10.65%;实现归母净利润8.19亿,同比增长68.76%;扣非归母净利润实现7.74亿,同比增长64.53%。

● 2023Q1 业绩承压, 特种装备交付放缓&超硬材料量价均降

2023Q1 营收实现7.76亿,同比下降43.83%;实现规模净利润-0.34亿,同比下降112.18%,由盈转亏。业绩承压主要系(1)特种装备受上游配套企业影响,生产进度迟缓,产品交付同比大幅下滑;(2)超硬材料受下游市场需求变动及市场竞争影响,产品量价均出现下降。2023Q1 整体毛利率下降11.91%至24.85%,系超硬材料在供需格局变化下,产品价格下降所致;期间费用率有所增加,管理费用同比增长30.09%,系修理费等支出增长;销售费用同比下降47.61%,研发费用同比增加6.27%。公司净利率大幅下滑24.79%至-4.42%。

● 2022 年度超硬材料价业绩亮眼, 特种装备盈利改善

分业务来看,2022 年公司超硬材料业务实现营业收入26.8亿,同比增长16%,营收占比39.97%;毛利率大幅提升7.5%至50.95%,作为超硬材料世界龙头企业,未来将充分受益于下游现代工业金刚石需求拉动和培育钻石观念的逐步认可。特种装备业务实现营业收入26.8亿,同比降低19%,营收占比52.88%;毛利率提升5.43%至16.13%,盈利能力进一步改善,未来随着某型号特种装备的加速推进,公司有望充分受益。费用端,期间费用率增长2.41%至13.98%,主要系管理费用和研发费用有所增加,2022 年销售/管理/财务费用/研发费用率分别为0.94%/8.63%/-1.64%/5.79%,同比+0.11%/+1.67%/-0.59%/1.20%。

● 国防建设加速弹药需求, 特种装备有望打造第二增长曲线

2022 年特种装备子公司江机特种21.8亿,同比增长1.82%;实现净利润1.2亿,同比增长0.81%;子公司北方红阳实现营业收入4.6亿,同比下降-48.42%,实现净利润亏损1.5亿,相较于去年亏损减少0.93亿。随着国家进一步强化国防建设的重要性和迫切性,中兵红箭作为兵器集团下属唯一上市弹药公司,智能弹药重要标的,未来公司智能弹药业务有望持续受益“弹药消耗性补充”和“新型号装备定型定产”两方面,叠加世界格局动荡,外贸市场火热,将进一步带动公司业绩持续增长。

● 股东增持彰显发展信心, 强化研发助推长期发展

2022 年11月公司第二大股东中兵投资增持公司股份291万股,占公司总股本的0.2090%,本次增持后中兵投资持有公司股份20124.3978万股,占公司总股本的14.4514%,本次增持表明股东对公司未来发展的信心和公司股票长期价值的认可,我们认为,未来公司将充分受益培育钻石市场深入开拓和特种装备列装加速红利。2022 年公司研发投入金额5.5亿,同比增长28.20%,主要用于特种装备新型号研制、工业金刚石和培育钻石的关键技术的攻克,保障公司未来长期发展。

当前价: 19.72 元

基本数据

52周最高/最低价(元): 36.5 / 17.95

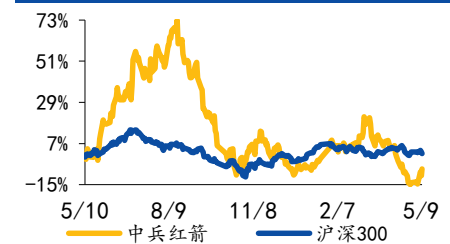
A股流通股(百万股): 1391.50

A股总股本(百万股): 1392.56

流通市值(百万元): 27440.39

总市值(百万元): 27461.26

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《疫情和高通胀之下业绩短期承压,未来超硬材料龙头地位稳固》2022.11.24

报告作者

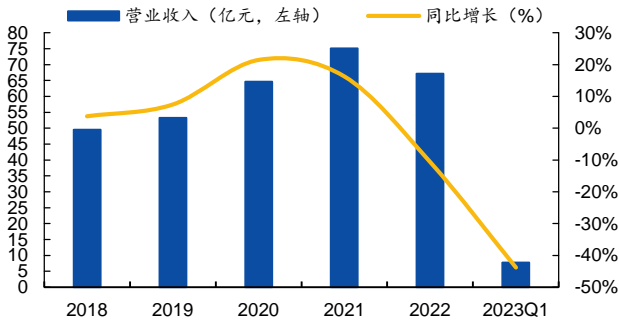
分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

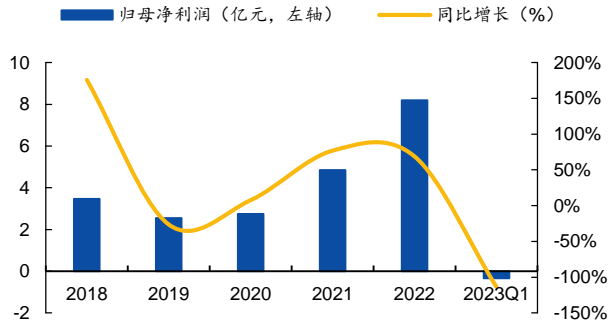
邮箱 majie@gyzq.com.cn

图 1：2023Q1 营业收入承压



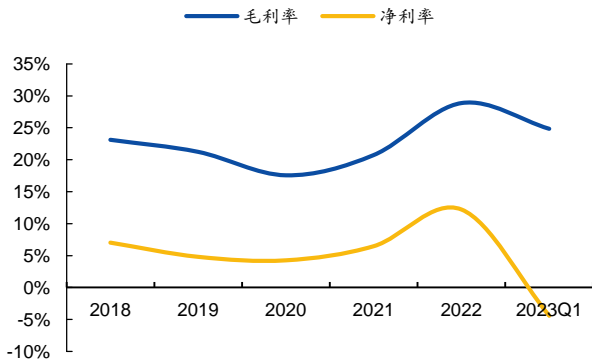
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：2023Q1 归母净利润由盈转亏



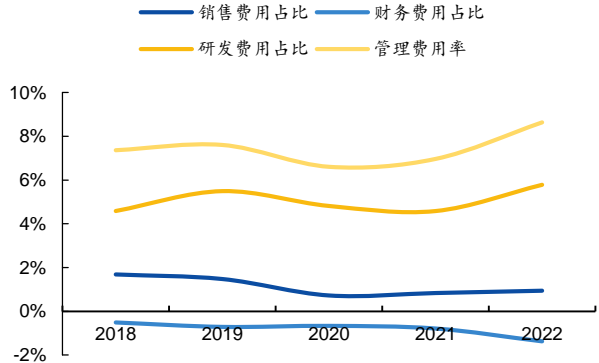
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2023Q1 毛利率和净利率下降明显



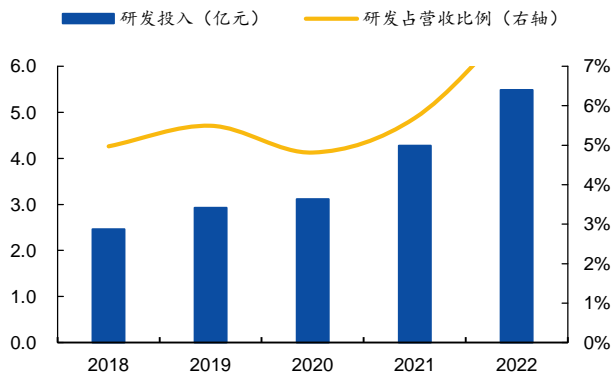
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：期间费用情况



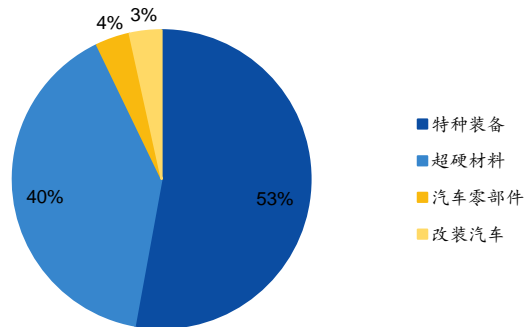
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：2022 年收入结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

● 投资建议与盈利预测

随着公司培育钻石的工艺技术提高和规模扩大,伴随智能弹药放量,公司将显著受益行业发展。预计 2023-2025 年,公司归属母公司股东净利润分别为 9.80、11.96 和 14.74 亿元,按照最新股本测算,对应基本每股收益分别为 0.70、0.86 和 1.06 元/股,按照最新股价测算,对应 PE 估值分别为 26.97、22.10 和 17.93 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7513.66	6713.59	7489.91	8627.97	10341.57
收入同比(%)	16.26	-10.65	11.56	15.19	19.86
归母净利润(百万元)	485.34	819.07	979.99	1195.80	1474.31
归母净利润同比(%)	76.77	68.76	19.65	22.02	23.29
ROE(%)	5.39	8.40	9.19	10.17	11.23
每股收益(元)	0.35	0.59	0.70	0.86	1.06
市盈率(P/E)	54.46	32.27	26.97	22.10	17.93

资料来源: Wind,国元证券研究所

● 风险提示

特种装备不及预期、培育钻石竞争格局变化、行业需求不及预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9771.23	10292.61	11430.87	13252.92	15258.40
现金	6379.28	6623.86	7784.94	8885.43	10292.13
应收账款	797.58	896.26	882.02	1086.71	1264.77
其他应收款	16.82	19.61	19.32	23.73	27.56
预付账款	171.54	94.42	174.05	166.67	193.08
存货	1212.15	1573.69	1457.91	1849.33	2084.75
其他流动资产	1193.87	1084.77	1112.63	1241.06	1396.12
非流动资产	4259.52	4710.59	4601.58	4643.34	4714.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2789.20	2998.96	3395.88	3703.45	3919.26
无形资产	492.77	470.67	449.38	427.68	406.19
其他非流动资产	977.55	1240.96	756.32	512.20	389.26
资产总计	14030.75	15003.19	16032.45	17896.25	19973.11
流动负债	4563.59	4649.51	4806.35	5484.98	6138.46
短期借款	27.00	90.00	58.50	74.25	66.38
应付账款	1988.52	2305.48	2244.20	2776.36	3162.94
其他流动负债	2548.08	2254.03	2503.65	2634.37	2909.14
非流动负债	456.22	601.94	570.18	651.35	712.68
长期借款	0.00	80.00	120.00	180.00	230.00
其他非流动负债	456.22	521.94	450.18	471.35	482.68
负债合计	5019.82	5251.45	5376.53	6136.32	6851.14
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1392.56	1392.56	1392.56	1392.56	1392.56
资本公积	3783.19	3783.19	3783.19	3783.19	3783.19
留存收益	3766.81	4516.45	5419.84	6524.00	7886.49
归属母公司股东权益	9010.94	9751.74	10658.34	11762.35	13124.39
负债和股东权益	14030.75	15003.19	16032.45	17896.25	19973.11

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1573.38	382.38	1411.84	1489.81	1925.70
净利润	485.34	819.07	979.99	1195.80	1474.31
折旧摊销	394.13	428.31	573.07	664.84	756.61
财务费用	-59.35	-92.70	-283.66	-327.15	-374.45
投资损失	-7.14	-11.18	-9.22	-9.22	-9.22
营运资金变动	593.35	-939.93	-105.48	56.84	-8.73
其他经营现金流	167.05	178.80	257.15	-91.30	87.18
投资活动现金流	-564.72	-206.17	-461.23	-702.27	-823.19
资本支出	498.12	446.78	490.29	731.74	852.46
长期投资	150.00	-161.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	83.40	79.60	29.07	29.48	29.27
筹资活动现金流	15.26	88.20	210.46	312.95	304.19
短期借款	0.50	63.00	-31.50	15.75	-7.88
长期借款	0.00	80.00	40.00	60.00	50.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	14.76	-54.80	201.96	237.20	262.07
现金净增加额	1023.61	264.45	1161.08	1100.49	1406.70

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7513.66	6713.59	7489.91	8627.97	10341.57
营业成本	5955.11	4774.87	5495.41	6230.51	7407.50
营业税金及附加	39.83	40.04	43.02	50.19	59.90
营业费用	62.32	62.86	67.46	78.74	93.97
管理费用	523.08	579.69	604.96	712.91	848.10
研发费用	344.54	388.46	431.19	495.86	590.08
财务费用	-59.35	-92.70	-283.66	-327.15	-374.45
资产减值损失	-49.84	-30.45	0.73	0.73	0.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.14	11.18	9.22	9.22	9.22
营业利润	628.18	948.95	1149.34	1404.71	1734.27
营业外收入	5.88	18.38	8.41	8.41	8.41
营业外支出	30.10	-1.88	-1.88	-1.88	-1.88
利润总额	603.96	969.22	1159.63	1415.01	1744.56
所得税	118.62	150.15	179.64	219.21	270.26
净利润	485.34	819.07	979.99	1195.80	1474.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	485.34	819.07	979.99	1195.80	1474.31
EBITDA	962.96	1284.56	1438.75	1742.40	2116.44
EPS (元)	0.35	0.59	0.70	0.86	1.06

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	16.26	-10.65	11.56	15.19	19.86
营业利润(%)	51.38	51.07	21.12	22.22	23.46
归属母公司净利润(%)	76.77	68.76	19.65	22.02	23.29
获利能力					
毛利率(%)	20.74	28.88	26.63	27.79	28.37
净利率(%)	6.46	12.20	13.08	13.86	14.26
ROE(%)	5.39	8.40	9.19	10.17	11.23
ROIC(%)	15.81	22.13	22.59	28.47	35.41
偿债能力					
资产负债率(%)	35.78	35.00	33.53	34.28	34.30
净负债比率(%)	0.62	3.54	3.61	4.40	4.55
流动比率	2.14	2.21	2.38	2.42	2.49
速动比率	1.86	1.86	2.06	2.06	2.13
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.46	0.48	0.51	0.55
应收账款周转率	11.89	7.46	7.85	8.15	8.22
应付账款周转率	3.24	2.22	2.42	2.48	2.49
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.59	0.70	0.86	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.27	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	6.47	7.00	7.65	8.45	9.42
估值比率					
P/E	54.46	32.27	26.97	22.10	17.93
P/B	2.93	2.71	2.48	2.25	2.01
EV/EBITDA	20.44	15.32	13.68	11.30	9.30

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

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。

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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)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。

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。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
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	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: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188