

## 天秦装备 (300922)

### 2022年中报点评：业绩短期受疫情影响，弹药产业链优质民企长期看好

#### 报告摘要

◆ 事件：公司8月25日公告，2022年上半年实现营收6778.35万元（-38.04%），归母净利润1863.26万元（-54.16%），扣非归母净利润1742.70万元（-52.13%），毛利率33.94%（-9.25pcts），净利率27.49%（-9.66pcts），基本每股收益0.12元（-53.85%）。

#### ◆ 公司致力打造创新性民营防护装备配套企业

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。公司获得国家级专精特新“小巨人”企业、河北省专精特新“小巨人”企业、河北省制造业单项冠军企业以及首批河北省军民融合重点企业等多项殊荣。

2022年上半年实现营收6778.35万元（-38.04%），归母净利润1863.26万元（-54.16%），毛利率33.94%（-9.25pcts），净利率27.49%（-9.66pcts），公司报告期内业绩有所下降，主要系：1）部分下游客户受疫情影响，生产计划向后延期，公司生产计划随之调整；2）部分产品因疫情影响，发出受阻。

公司整体经营管理效率较高，费用管控较好。在经营效率方面，公司期间费用率8.05%（+4.07pcts）比上年同期有所提升，主要系公司管理费用率（7.14%，+3.04pcts）比上年同期有所提高。销售费用率（0.59%，-0.15pcts）和研发费用率（7.39%，-0.69pcts）略有下降，公司作为研发导向的高端装备配套公司，研发投入仍将是公司未来重点。同时我们注意到，报告期内公司资产负债率为5.22%（+1.38pcts）远低于同行业可比公司，表明公司偿债能力以及经营能力均较为稳健。

公司上市募投项目新型军用防护装置制造升级建设项目、研发中心建设项目，计划2023年年底达到可使用状态，新型军用防护装置制造升级建

投资评级

买入

维持评级

2022年09月07日

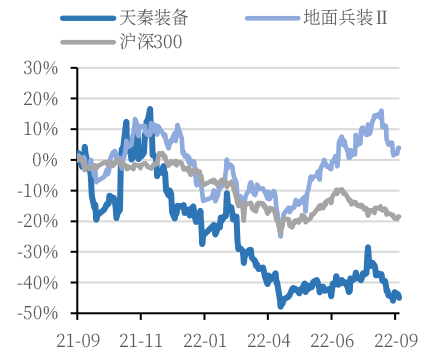
收盘价(元):

16.67

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	156.81
总市值(百万)	2,614.04
流通股本(百万股)	85.73
流通市值(百万)	1,429.16
12月最高/最低价(元)	52.98/16.30
资产负债率(%)	5.22
每股净资产(元)	5.47
市盈率(TTM)	44.56
市净率(PB)	3.05
净资产收益率(%)	2.17

#### 股价走势图



#### 作者

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王菁菁 分析师  
SAC执业证书: S0640518090001  
联系电话: 010-59219570  
邮箱: wangjj@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

设项目建设完成后，生产经营期内，预计年均新增营业收入 2.27 亿元，年均净利润预计新增 4472.92 万元，募投项目将提高公司现有产品质量和性能，大幅提升公司的研发能力，进一步提升公司的盈利能力和市场地位。

公司业务主要包括专用防护装置、装备零部件、技术服务三大业务板块，属于弹药细分产业链，下游客户遍及各军种，产品广泛应用于坦克、装甲车、地对空火炮、武装直升机、舰船防卫及制导导弹等多型重点装备的弹药防护领域，也可应用于民用包装防护领域。

分板块看：

**一、专用防护装置是公司核心产品，已定型及列装多型防务装备，并具有先发优势。主要用于陆、海、空等军用装备防护领域，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。**

专用防护装置报告期内实现收入 5912.26 万元（-28.80%），占总营收比例 87.22%，毛利率 36.40%（-2.46pcts）。

公司专用防护装置产品按生产材料不同，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。当前我军弹药包装材料经历了木质、铁质、塑料、复合材料的演化过程，客观上现代弹药包装材料中木质包装材料占比明显下降，而塑料、复材等新型材料应用日渐增多，公司相关板块产品有望收益。公司当前主要产品已被广泛应用于已列装及在研的大、中、小口径炮弹、常规枪械弹药及特种新型装备等领域，主要包括陆军、海军、空军、火箭军、防化、外贸等高性能工程塑料弹药包装箱 70 余种、工程塑料包装筒近 20 种、集装化托盘近 10 种，产品范围囊括陆、海、空及火箭军各兵种弹药防护箱装置（箱型、筒型）。随着我国部队建设的不断加强，弹药消耗不断增加，将为公司专用防护装置提供广阔的市场空间。同时，公司产品可根据客户不同需求部分用于民用领域，如用于液体盛装的防护筒和用于制造防护装置品的材料。

**二、装备零部件是直接应用于防务装备的功能性零部件，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、储运发一体装置、通用弹药技术检查柜（含工具）等。**

装备零部件报告期内实现收入 602.11 万元（-72.77%），占总营收比例 8.88%，毛利率 27.50%（-39.40pcts）。

截至 2022 年 6 月 30 日，公司及天津丽彩共拥有 12 项发明专利，33 项实用新型及 1 项外观设计；8 项计算机软件著作权。

### ◆ 投资建议

我们认为，1) 公司当前主要产品已被广泛应用于已列装及在研的大、中、小口径炮弹、常规枪械弹药及特种新型装备等领域，主要包括陆军、海军、空军、火箭军、防化、外贸等高性能工程塑料弹药包装箱 70 余种、工程塑料包装筒近 20 种、集装化托盘近 10 种，产品范围囊括陆、海、空及火箭军各兵种弹药防护箱装置（箱型、筒型）。公司作为弹药产业链上重要防护装备配套企业，将充分受益于弹药“成熟型号装备的消耗性补充”与“新型号装备的定型量产”两方面带动，公司军品产品业绩有望保持增长，产能高点或在“十四五”中后期实现；

2) 公司净利率与行业可比公司对比均处于较高水平，资产负债率与可比公司相比较低，公司未来或有较大的扩展空间；

3) 公司上市募投项目新型军用防护装置制造升级建设项目、研发中心建设项目，计划 2023 年年底达到可使用状态，新型军用防护装置制造升级建设项目建设完成后，生产经营期内，预计年均新增营业收入 2.27 亿元，年均净利润预计新增 4472.92 万元，募投项目将提高公司现有产品质量和性能，大幅提升公司的研发能力，进一步提升公司的盈利能力和市场地位。

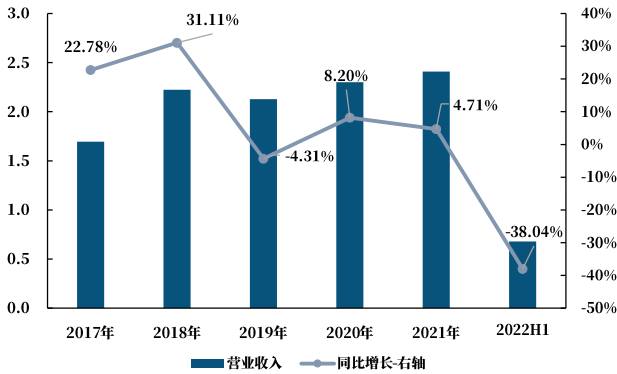
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 2.53 亿元、3.34 亿元和 4.46 亿元，归母净利润分别为 0.82 亿元、1.00 亿元和 1.30 亿元，EPS 分别为 0.52 元、0.64 元和 0.83 元。我们维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

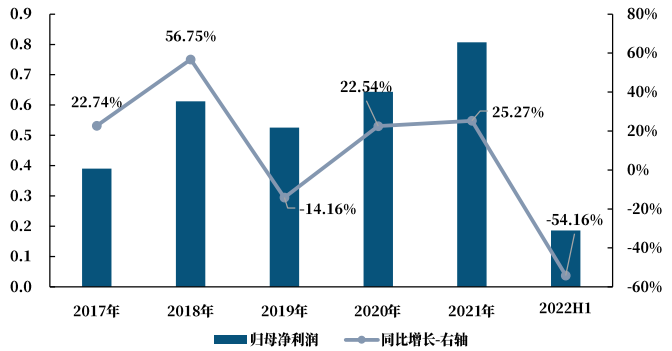
原材料价格及供应波动；客户集中度较高；订单不及预期

财务数据与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	241.02	252.64	334.19	446.22
增长率（%）	4.71%	4.82%	32.28%	33.52%
归母净利润（百万元）	80.67	81.90	99.61	129.41
增长率（%）	25.27%	1.53%	21.62%	29.92%
毛利率（%）	40.58%	39.96%	43.10%	44.89%
每股收益（元）	0.51	0.52	0.64	0.83
市盈率 PE	32.33	31.84	26.18	20.15
市净率 PB	2.97	2.80	2.63	2.43
净资产收益率 ROE（%）	9.19%	8.81%	10.03%	12.04%

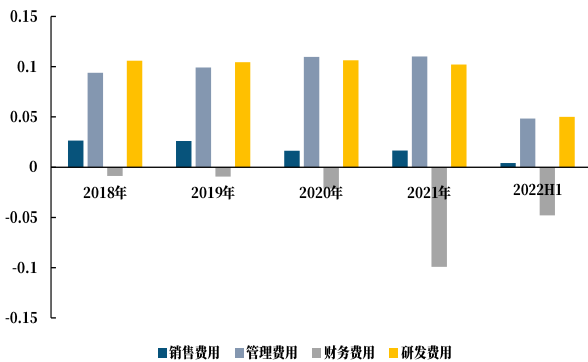
资料来源：iFind，中航证券研究所

**● 2017-2022 年中报公司主要财务数据**
**图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）**


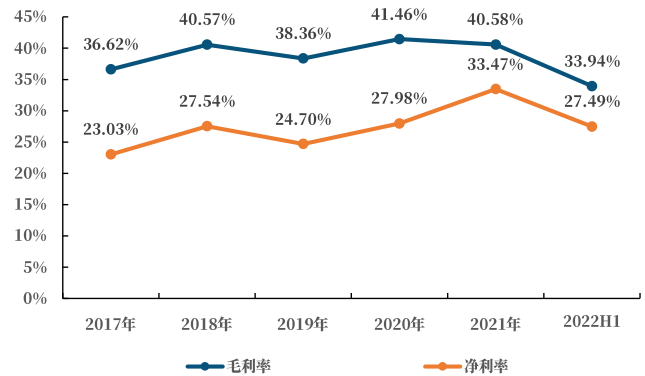
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


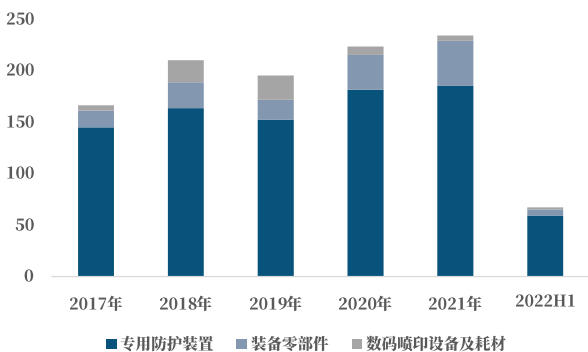
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图3 公司期间费用情况（单位：亿元）**


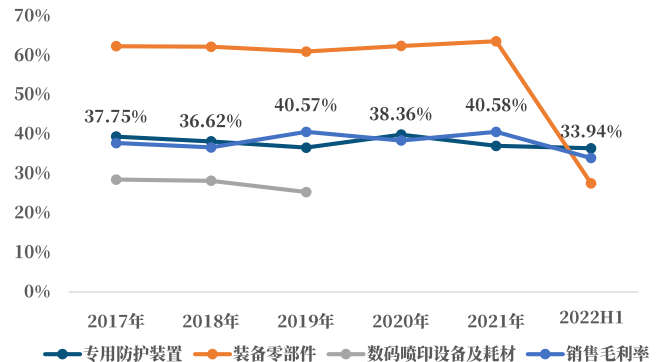
资料来源：iFind，中航证券研究所

**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 公司各业务情况（单位：百万元）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

**图6 公司各业务毛利率情况（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)						资产负债表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	230.19	241.02	252.64	334.19	446.22	货币资金	591.84	427.38	464.64	455.35	428.73
营业成本	134.74	143.22	151.69	190.16	245.91	应收票据及账款	147.34	146.03	157.77	203.26	264.06
税金及附加	0.94	1.10	1.01	1.50	2.01	预付账款	3.64	1.21	2.42	2.93	3.91
销售费用	1.64	1.65	1.01	2.11	2.68	其他应收款	0.07	0.00	0.05	0.07	0.10
管理费用	10.98	11.02	7.58	16.71	31.24	存货	44.37	43.04	49.87	58.03	74.11
研发费用	10.65	10.22	5.31	16.34	22.31	其他流动资产	0.00	153.36	153.32	153.33	153.33
财务费用	-2.14	-9.92	-1.56	-1.61	-1.55	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	-0.61	-0.03	-0.03	-0.04	固定资产	79.23	75.10	85.35	126.08	184.98
信用减值损失	-2.39	-0.27	-0.10	-0.37	-0.54	在建工程	1.62	6.62	5.51	4.41	3.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	8.33	43.63	36.36	29.09	21.81
投资收益	2.09	5.82	3.31	3.31	3.31	长期待摊费用	0.41	0.43	0.22	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	15.03	32.20	31.91	31.62	31.34
资产处置收益	0.00	-0.02	0.05	0.05	0.05	资产总计	891.88	928.98	987.42	1064.16	1165.69
其他收益	1.48	4.55	3.60	3.18	3.18	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.56	93.20	94.44	115.12	149.58	应付票据及账款	27.76	27.18	28.61	35.87	46.39
营业外收入	0.00	0.09	0.03	0.03	0.03	其他流动负债	24.46	17.73	22.71	28.94	37.76
营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	52.22	44.91	51.32	64.81	84.14
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.55	93.28	94.47	115.15	149.60	其他非流动负债	3.87	6.40	6.40	6.40	6.40
所得税	10.15	12.61	12.56	15.54	20.19	非流动负债合计	3.87	6.40	6.40	6.40	6.40
净利润	64.40	80.67	81.90	99.61	129.41	负债合计	56.10	51.30	57.72	71.21	90.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	112.01	112.01	112.01	112.01	112.01
归属母公司股东净利润	64.40	80.67	81.90	99.61	129.41	资本公积	568.93	568.93	568.93	568.93	568.93
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	154.84	196.74	248.75	312.01	394.20
经营性现金净流量	29.21	93.51	88.16	88.97	116.59	归属母公司权益	835.78	877.68	929.69	992.95	1075.14
投资性现金净流量	-12.27	-210.12	-22.57	-63.53	-97.53	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	416.58	-47.54	-28.33	-34.74	-45.68	股东权益合计	835.78	877.68	929.69	992.95	1075.14
现金流量净额	433.52	-164.14	37.26	-9.29	-26.61	负债和股东权益合计	891.88	928.98	987.42	1064.16	1165.69

数据来源: 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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 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, liyuqi@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:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、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。

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