

内蒙一机(600967)

报告日期: 2023年05月14日

陆装龙头迎新一轮增长期，内需外贸双驱动

——内蒙一机更新报告

投资要点

□ 陆军装备核心供应商，近年业绩持续稳定增长

内蒙一机隶属中国兵器工业集团，是我国唯一的主战坦克和8×8轮式战车研发制造基地，同时也是国家保军骨干企业，行业地位显著，2019-2022年公司营收、归母净利润年均复合增速分别达到4.2%、12.9%。

□ 内需：现代战争对陆军提出新挑战，我国新一代坦克等装备具备持续换装需求

1) 中国作为陆权大国，接壤邻国众多、陆上边境漫长，复杂周边局势下仍需要保持强大的陆军威慑力量。近年我国海、空、火箭军新装备快速列装，相关需求紧迫性已有所缓解，未来有望不断向陆军装备倾斜，补齐过去欠下的短板。

2) 现代战争对陆军的防空、体系作战能力提出了新要求。以99式为代表的我国第三代主战坦克，自20世纪90年代研发至今已超过20年，期间无人机等新技术层出不穷，未来我国新一代主战坦克、步兵战车等新装备具备持续换装需求。

□ 外贸：我国坦克出口创下新里程碑，有望持续受益俄乌冲突、一带一路

1) 根据 SIPRI 数据，2019 年至今我国来自巴基斯坦的 VT-4 坦克订单数量达 679 辆。参考 2016 年我国 VT-4 坦克首次出口泰国，58 辆坦克及其配套设备对应合同金额 3 亿美元，中巴 VT-4 项目已创下我国坦克出口数量及金额的新里程碑。

2) 参考巴基斯坦、泰国 VT-4 订货占其坦克保有量的 1/5 到 1/10，我们保守预计埃及、摩洛哥、阿尔及利亚、沙特等潜在客户坦克需求有望达 600 亿人民币。

3) 俄罗斯与乌克兰均为陆军装备重要出口国，俄乌冲突背景下双方产能优先自给，全球军贸市场供给出现空缺。我国推出陆军军贸合成旅，为客户提供整套陆军装备体系化解决方案，“一带一路”战略推进下中东、北非有望迎来新机遇。

□ 2023 年预计关联交易销售额大幅提升，股权激励要求业绩稳健增长

1) 受外贸产品新增订货等因素影响，公司 2023 年预计关联销售额达 85 亿元，相比 2022 年预计关联销售额增长 55%，相比 2022 年实际关联销售额增长 371%，我们判断公司外贸需求向好，全年业绩有望提速。

2) 此前公司限制性股票解锁的业绩考核条件明确提出：以 2019 年为基数，2021/2022/2023 年净利润 CAGR 不低于 10%，且不低于同行业均值。

□ 低估值、安全边际高：PE 估值最低的国防主机厂之一，持续受益“中特估”

安全边际高：账上大量现金，估值水平显著低于国防整机企业。公司 PE 估值为 4 大国防整机厂（航发动力、中航西飞、中航沈飞、洪都航空）的 1/4 左右。

□ 内蒙一机：预计 2023-2025 年归母净利润复合增速 16%，持续推荐

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.39、11.11、12.72 亿元，同比增长 14%、18%、14%，CAGR=16%，对应 PE 为 17、14、13 倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：1) 军贸交付节奏低于预期；2) 现有内需型号订货低于预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14349	14860	17500	19700
(+/-) (%)	4%	4%	18%	13%
归母净利润	823	939	1111	1272
(+/-) (%)	10%	14%	18%	14%
每股收益(元)	0.48	0.55	0.65	0.75
P/E	19	17	14	13
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
ROE	7.7%	8.3%	9.3%	10.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 刘村阳

执业证书号: S1230522100001

liucunyang@stocke.com.cn

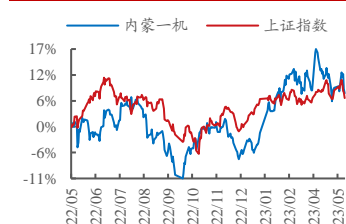
基本数据

收盘价 ¥ 9.35

总市值(百万元) 15,930.34

总股本(百万股) 1,703.78

股票走势图



相关报告

- 《业绩符合预期，陆装龙头内需外贸双驱动》 2023.04.26
- 《中巴 VT-4 坦克军贸订单达 679 辆，陆装龙头内需外贸双驱动》 2023.03.28
- 《签铁路货车采购合同，陆军装备龙头军品民品双驱动——内蒙一机点评报告》 2022.12.14

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.39、11.11、12.72 亿元，同比增长 14%、18%、14%，CAGR=16%，对应 PE 为 17、14、13 倍，公司估值水平显著低于国防整机企业，仅 4 大国防整机厂（航发动力、中航西飞、中航沈飞、洪都航空）的 1/4 左右。考虑到公司作为陆军装备龙头企业（核心军品总装资产整体上市）的稀缺性和战略价值，以及受益“中特估”对估值端的催化，维持“买入”评级。

● 关键假设

- 1) “十四五”核心武器装备加速列装。
- 2) 中东、北非地区的军贸客户不断扩展。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：陆军装备转入低速增长，成长性不如空装、海装，因而缺乏投资机会。

我们认为：大国体系化对抗下陆军重要性被低估。海湾战争以来，陆军无用论开始兴起。而俄乌冲突作为近 30 年来区域性大国之间首次大规模、成体系、无明显装备代差的军事对抗，在双方均具备一定区域防空能力，无法获得绝对制空权的情况下，陆军仍是实现战略战术目标、进行区域控制的重要手段。同时，陆军装备军贸需求正在快速打开，且从边际变化来看更具弹性，未来有望与新一代内需装备一起共驱行业增长。此外公司估值显著低于其它子行业，从风险收益比来看，投资吸引力上升。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 外贸订货超预期；2) 新一代坦克装甲车列装进度超预期。

● 风险提示

- 1) 军贸交付节奏低于预期；2) 现有内需型号订货低于预期。

正文目录

1 内需：现代战争对陆军提出新挑战，我国陆军装备具换装需求	5
1.1 我国作为陆权大国，复杂周边局势下仍需强大陆军威慑力量	5
1.2 俄乌冲突凸显新式陆军重要性，我国新一代装备具备持续换装需求	5
2 外贸：我国坦克出口创下里程碑，俄乌冲突带来新机遇	7
2.1 我国坦克出口创下新高，未来潜在市场空间达 600 亿元	7
2.2 俄乌冲突有望重塑全球军贸格局，我国军企迎来新机遇	8
3 公司近年业绩稳步增长，预计关联交易销售额大幅提升	9
3.1 2022 年业绩稳步增长，产品结构变化增厚盈利水平	9
3.2 2023 年预计关联交易销售额大幅提升，股权激励要求业绩稳健增长	10
4 盈利预测与估值分析	11
5 风险提示	12

图表目录

图 1: 我国陆上边境漫长, 接壤邻国众多	5
图 2: 中国周边俄罗斯、印度、韩国、越南坦克数量较多 (辆)	5
图 3: 美国装甲车数量全球第一, 主战坦克数量也较多	5
图 4: 中国坦克装甲车数量均不及美国, 且仍有较大换代需求	5
图 5: 无人机在俄乌冲突中被大量用于情报、监视、侦察和打击	6
图 6: 美国海马斯火箭炮为乌军提供了远程精确打击能力	6
图 7: 第三代坦克为目前作战主力, 第四代坦克正在研发中	6
图 8: 2016 年官媒首次证实我国正在研发第四代新型主战坦克	7
图 9: 2017-2021 年我国军贸客户主要为巴基斯坦及孟加拉	8
图 10: 2017-2021 年巴基斯坦仅占全球军贸进口份额的 3%	8
图 11: 俄罗斯军贸份额从 2017 年的 20% 下滑至 2021 年的 11%	8
图 12: 俄罗斯军贸客户有望开始寻找新的卖家 (2017-2021)	8
图 13: 2021 年我国军贸出口中装甲车辆占比达到 37%	9
图 14: 我国新型军贸陆军合成旅亮相第十四届珠海航展	9
图 15: 公司 2022 年/2023Q1 营收同比增长 4%/-8%	9
图 16: 公司 2022 年/2023Q1 归母净利润同比增长 10%/4%	9
图 17: 公司 2022 年毛利率、净利率同比提升 1.09、0.31 pct	10
图 18: 公司 2022 年期间费用率 6.73%, 同比提升 1.74 pct	10
图 19: 近 10 年来公司的 PE 估值中枢为 35 倍	12
表 1: 近年中国坦克军贸订货统计	7
表 2: 公司 2023 年日常关联交易预计金额和类别 (万元)	10
表 3: 公司股权激励要求业绩稳健增长	10
表 4: 公司收入及盈利预测	11
表 5: 可比公司估值 (市值数据截至 2023 年 5 月 12 日收盘)	11
表附录: 三大报表预测值	13

1 内需：现代战争对陆军提出新挑战，我国陆军装备具换装需求

1.1 我国作为陆权大国，复杂周边局势下仍需强大陆军威慑力量

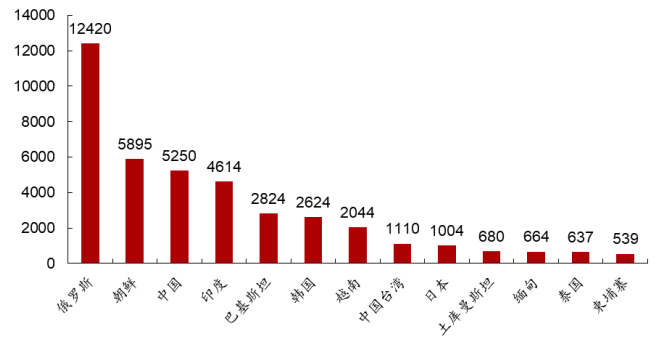
中国作为陆权大国，陆上边境漫长、接壤邻国众多，复杂周边局势下仍需要保持强大的陆军威慑力量。东亚、南亚、东南亚地区局势复杂，历史上中国与俄罗斯、印度、越南等邻国均有领土纠纷，同时周边国家坦克装备数量也处于较高水平。近年来我国海、空、火箭军新装备不断批产列装，相关装备需求紧迫性已有所缓解，未来有望不断向陆军装备进行倾斜，补齐过去欠下的短板。

图1：我国陆上边境漫长，接壤邻国众多



资料来源：网络公开资料，浙商证券研究所

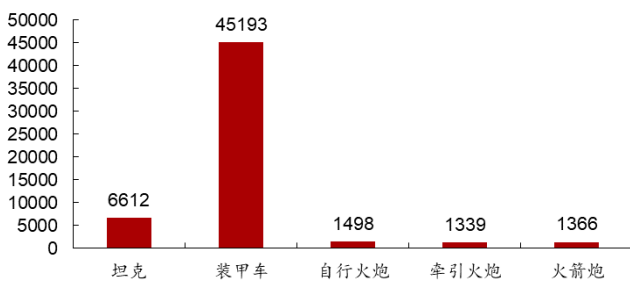
图2：中国周边俄罗斯、印度、韩国、越南坦克数量较多（辆）



资料来源：Global Firepower，浙商证券研究所

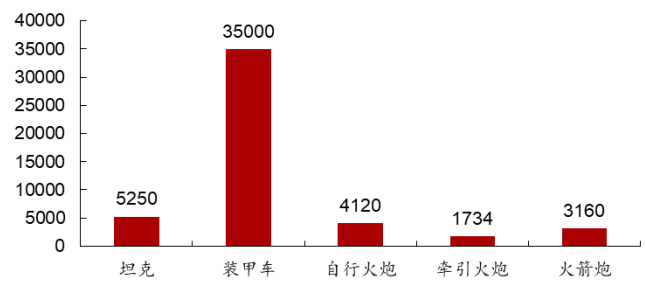
对比美俄，我国坦克装甲车的数量与质量仍有提升空间。根据 Global Firepower 数据，美国坦克、装甲车保有量分别达到 6612、45193 辆，位居全球第二、第一；俄罗斯坦克、装甲车保有量分别达到 12420、30122 辆，位居全球第一、第二；而同期我国坦克、装甲车保有量约为 5250、35000 辆，数量与质量具有较大提升空间。

图3：美国装甲车数量全球第一，主战坦克数量也较多



资料来源：Global Firepower，浙商证券研究所

图4：中国坦克装甲车数量均不及美国，且仍有较大换代需求



资料来源：Global Firepower，浙商证券研究所

1.2 俄乌冲突凸显新式陆军重要性，我国新一代装备具备持续换装需求

大国体系化对抗下陆军重要性被低估。海湾战争以来，陆军无用论开始兴起。而俄乌冲突作为近 30 年来区域性大国之间首次大规模、成体系、无明显装备代差的军事对抗，在双方均具备一定区域防空能力，无法获得绝对制空权的情况下，陆军仍是实现战略战术目标、进行区域控制的重要手段，市场对陆军装备的重视程度有望边际提升。

俄乌冲突凸显新式陆军重要性，对陆军的防空、体系作战能力提出了新要求。自俄乌冲突爆发以来，现代战争信息化、体系化以及精确打击能力的重要性不断凸显，以无人机、标枪/毒刺、海马斯等为代表的侦察、精确打击方式大放异彩。未来战争将从过去的有人、传统打击、单装备作战向无人、精确制导、体系化协同转变，传统陆军已不适应现代战争的需求，新式陆军装备的替代需求持续提升。

图5: 无人机在俄乌冲突中被大量用于情报、监视、侦察和打击



资料来源: 网络公开资料, 浙商证券研究所

图6: 美国海马斯火箭炮为乌军提供了远程精确打击能力



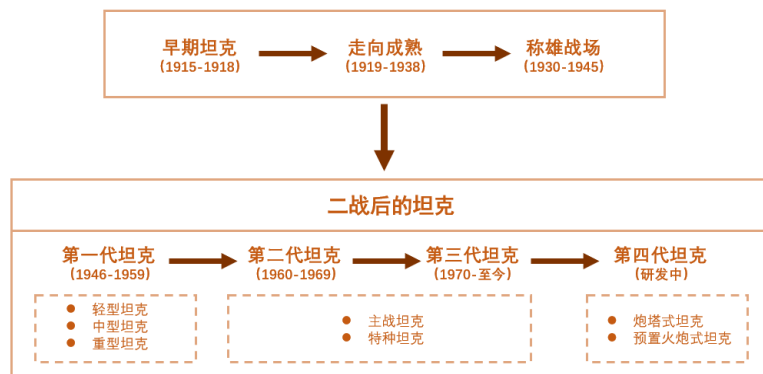
资料来源: 网络公开资料, 浙商证券研究所

目前，世界各国都在积极研制第四代主战坦克。第四代主战坦克最突出的特征为轻型化、高机动、多功能一体化，其火炮系统将比第三代主战坦克领先一代，信息化程度全面压倒第三代。

2015年5月9日，俄罗斯的阿玛塔 T-14 在红场阅兵上公开亮相，被称为世界上首款第四代主战坦克。

美国正在研发的第四代主战坦克，即“未来作战系统”，依靠提高车辆行驶速度、降低车辆高度、采用隐身技术和新型主-被动相结合的装甲防御方式等高科技措施，来提高战场机动性能和生存能力。

图7: 第三代坦克为目前作战主力，第四代坦克正在研发中



资料来源: 《现代武器知识: 车载武器》, 浙商证券研究所

以 99 式为代表的我国第三代主战坦克，自 20 世纪 90 年代研发至今已超过 20 年，期间无人机等新技术层出不穷，现有装备型号已逐渐无法满足现代战争需求。据央视网 2016 年《大国工匠》系列纪录片，我国正在研发第四代新型主战坦克，这也是官方媒体首次证实我国正在研发第四代新型主战坦克。未来我国新一代主战坦克、步兵战车等装备具备持续换装需求。

图8：2016年官媒首次证实我国正在研发第四代新型主战坦克



资料来源：《大国工匠》，浙商证券研究所

2 外贸：我国坦克出口创下里程碑，俄乌冲突带来新机遇

2.1 我国坦克出口创下新高，未来潜在市场空间达 600 亿元

根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）发布的 2022 年最新军贸数据库，自 2019 年至今，我国来自巴基斯坦的 VT-4 坦克订单数量达 679 辆，其中 2020-2022 年已交付 96 辆。

VT-4 由兵器工业集团研制，是我国最先进的第三代外贸主战坦克。参考 2016 年我国 VT-4 坦克首次出口泰国，58 辆坦克及其配套设备对应合同金额 3 亿美元，中巴 VT-4 军贸项目已创下我国坦克出口数量及金额的新里程碑。

表1：近年中国坦克军贸订货统计

出口国家	出口型号	订货数量（辆）	订货时间	交付时间	已交付数量（辆）	备注
孟加拉国	VT-5	44	2019	2021-2022	25	
尼日利亚	VT-4	12	2019	2020-2022	12	
巴基斯坦	MBT-2000	530	1998	2001-2022	425	
巴基斯坦	VT-4	679	2019	2020-2022	96	包括通过授权在巴基斯坦组装生产
泰国	VT-4	58	2016	2017-2019	48	合同金额 92 亿泰铢 (3 亿美元)

资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

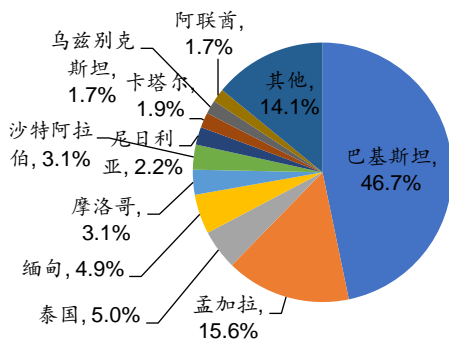
根据 Global Firepower 最新数据，我国其余潜在客户坦克保有量分别为：埃及：4664；伊朗：4071；摩洛哥：1761；阿尔及利亚：1700；约旦：1588；沙特：1273；缅甸：715；土库曼斯坦：680；柬埔寨：644。

参考巴基斯坦 3742 辆坦克订货 679 辆 VT-4，泰国 587 辆坦克订货 58 辆 VT-4，替换需求占比在 1/5-1/10 之间。保守预计按 1/10 计算，潜在客户共 1.7 万辆坦克保有量对应 1700 辆替换空间，以 VT-4 单价 3500 万元左右（参考中泰 VT-4 项目）计算对应约 600 亿人民币。

2.2 俄乌冲突有望重塑全球军贸格局，我国军企迎来新机遇

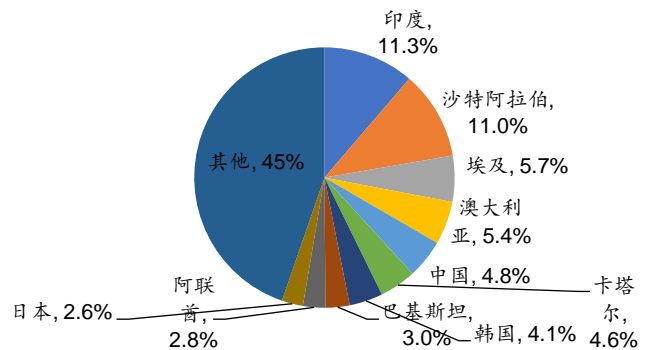
2017-2021年我国前五大军贸客户分别为巴基斯坦、孟加拉、泰国、缅甸以及摩洛哥，占我国军贸出口的比重分别为47%、16%、5%、5%、3%。巴基斯坦作为我国最主要的军贸客户，2017-2021年仅占全球武器进口份额的3%，而其余潜在客户沙特、埃及、卡塔尔、阿联酋同期占比分别为11%、6%、5%、3%，空间广阔。

图9：2017-2021年我国军贸客户主要为巴基斯坦及孟加拉



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

图10：2017-2021年巴基斯坦仅占全球军贸进口份额的3%

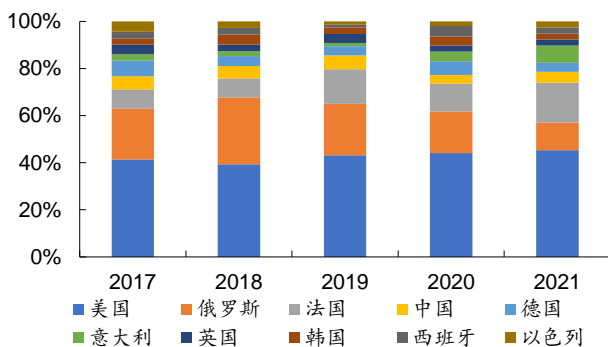


资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

俄乌冲突有望重塑全球军贸格局，一带一路战略推进下我国军贸空间有望逐渐打开。一方面俄乌冲突带来的装备弹药消耗，大幅提升了全球军贸总需求，且需求不断从俄乌向欧美再向第三世界国家扩散，推动了全球军贸活动的更新换代。另一方面，俄罗斯与乌克兰均为军贸出口重要参与者，俄乌冲突背景下双方产能优先供给自身，全球军贸市场供给出现空缺，这也将推动埃及、阿尔及利亚等传统俄系军贸客户寻找新的卖家，

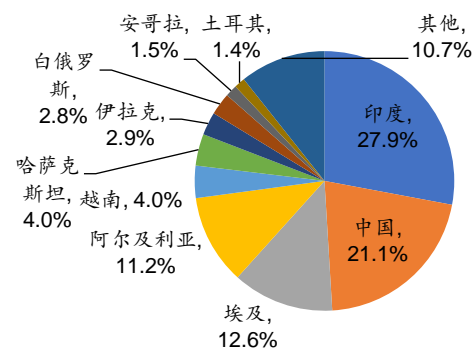
同时俄乌冲突爆发以来，现代战争信息化、体系化以及精确打击能力的重要性不断凸显，或将推动全球主流军备进口国改变采购方针，未来拥有一定科技优势的我国军企有望在国际军贸市场中迎来新机遇。

图11：俄罗斯军贸份额从2017年的20%下滑至2021年的11%



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

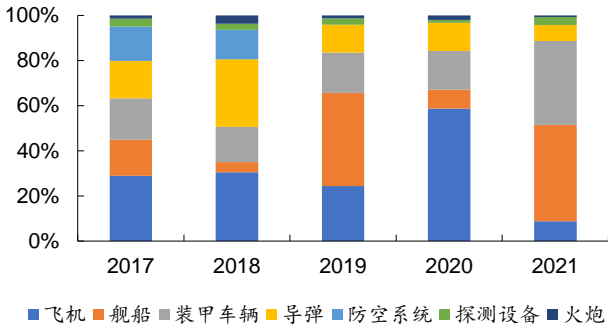
图12：俄罗斯军贸客户有望开始寻找新的卖家（2017-2021）



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

根据SIPRI数据，2021年我国军贸出口中装甲车辆占比达到37%，装甲车辆在我国军贸出口中占据重要地位。我国新型军贸合成旅亮相第十四届珠海航展，由1个旅指挥中心以及侦察营、坦克营、机步营、炮兵营、无人机营、反坦克营、防空营、作战支援营、勤务保障营共9个常规作战模块加1个城镇作战增强模块构成，展现了新时代陆军体系化、模块化的合成作战发展方向，为客户提供整套陆军装备体系化解决方案，有望进一步打开我国陆军装备出口市场。

图13: 2021年我国军贸出口中装甲车辆占比达到37%



资料来源: SIPRI, 浙商证券研究所

图14: 我国新型军贸陆军合成旅亮相第十四届珠海航展



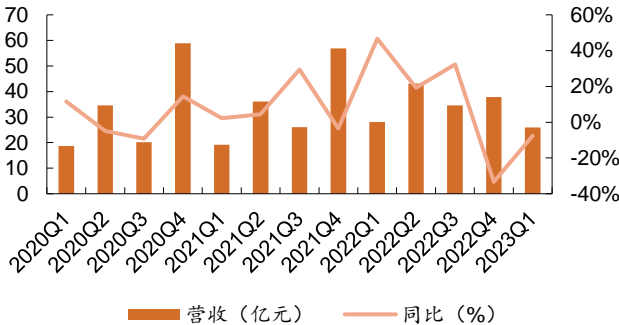
资料来源: 珠海航展, 浙商证券研究所

3 公司近年业绩稳步增长, 预计关联交易销售额大幅提升

3.1 2022年业绩稳步增长, 产品结构变化增厚盈利水平

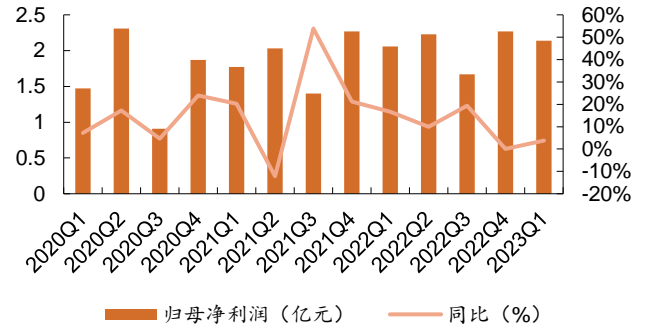
公司2022年共实现营收143.5亿元, 同比增长3.85%; 实现归母净利8.23亿元, 同比增长10.27%。Q1-Q4公司营收同比增速分别为47%、19%、32%、-33%, 归母净利同比增速分别为17%、10%、19%、0%。2023年一季度公司实现营收25.9亿元, 同比减少7.52%; 实现归母净利2.14亿元, 同比增长3.75%。

图15: 公司2022年/2023Q1营收同比增长4%/-8%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 公司2022年/2023Q1归母净利同比增长10%/4%

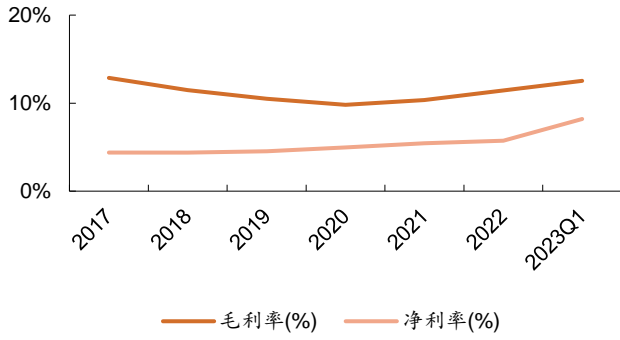


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

盈利能力: 受益产品结构变化及提质增效的不断推进, 2022年公司毛利率、净利率分别达到11.45%、5.74%, 同比提升1.09、0.31pct。

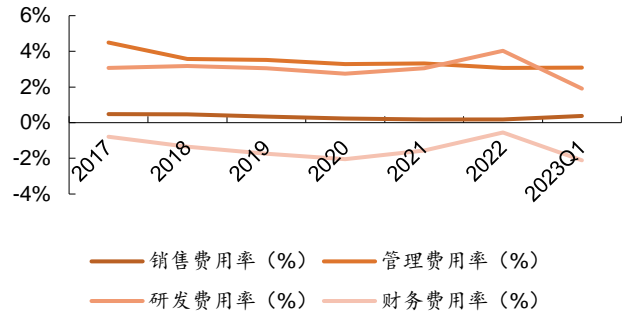
期间费用: 2022年公司持续加大研发投入力度, 研发费用率4.03%, 同比增长0.97pct; 销售费用率0.18%同比持平; 管理费用率3.07%, 同比下降0.25pct; 财务费用率-0.55%。同比提升1.02pct, 主要系公司理财收入从利息收入计入投资收益。

图17: 公司 2022 年毛利率、净利率同比提升 1.09、0.31 pct



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 公司 2022 年期间费用率 6.73%, 同比提升 1.74 pct



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 2023 年预计关联交易销售额大幅提升, 股权激励要求业绩稳健增长

受外贸产品新增订货等因素影响, 公司 2023 年预计关联销售额达 85 亿元, 相比 2022 年预计关联销售额增长 55%, 相比 2022 年实际关联销售额增长 371%, 我们判断公司外贸需求向好, 全年业绩有望提速。

表2: 公司 2023 年日常关联交易预计金额和类别 (万元)

关联交易类别	2023 年预计金额	2023 年 1-3 月与关联人累计已发生的交易金额	2022 年实际发生金额
购买商品、接受劳务的关联交易	890,000.00	17,604.54	659,060.69
销售商品、提供劳务的关联交易	850,000.00	7,346.71	180,389.36

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

股权激励要求业绩稳健增长, 公司限制性股票解锁的业绩考核条件为: 以 2019 年为基数, 2021/2022/2023 年净利润 CAGR 不低于 10%, 且不低于同行业均值; 2021 年加权平均净资产收益率不低于 6.3%, 且不低于同行业平均值; 2022 年加权平均净资产收益率不低于 6.5%, 且不低于同行业平均值; 2023 年加权平均净资产收益率不低于 6.8%, 且不低于同行业平均值。

表3: 公司股权激励要求业绩稳健增长

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年业绩为基数, 2021 年净利润复合增长率不低于 10%且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值); 2021 年加权平均净资产收益率不低于 6.3%且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值); 2021 年公司 Δ EVA 为正。
第二个解除限售期	以 2019 年业绩为基数, 2022 年净利润复合增长率不低于 10%且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值); 2022 年加权平均净资产收益率不低于 6.5%且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值); 2022 年公司 Δ EVA 为正。
第三个解除限售期	以 2019 年业绩为基数, 2023 年净利润复合增长率不低于 10%且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值); 2023 年加权平均净资产收益率不低于 6.8%且不低于同行业平均值 (或对标企业 75 分位值); 2023 年公司 Δ EVA 为正。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值分析

特种装备业务：公司核心业务为特种装备，根据外贸需求、内需换装综合考虑，我们预计公司 2023-2025 年特种装备收入增速为 4%、18%、13%。

综合毛利率：外贸需求盈利能力较强，考虑到规模效应逐步显现，我们预计公司 2023-2025 年综合毛利率稳中有升，分别为 11.9%、12.0%、12.2%。

表4：公司收入及盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
特种装备业务（亿元）	132.3	138.2	143.5	148.6	175.0	197.0
yoy	4.4%	4.4%	3.9%	3.6%	17.8%	12.6%
毛利率	9.81%	10.36%	11.45%	11.85%	12.00%	12.20%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.39、11.11、12.72 亿元，同比增长 14%、18%、14%，CAGR=16%，对应 PE 为 17、14、13 倍。我们选取 4 大国防整机厂（航发动力、中航西飞、中航沈飞、洪都航空）作为可比公司，其 2023 年的平均 PE 估值为 70 倍，公司 PE 估值仅为其 1/4 左右。

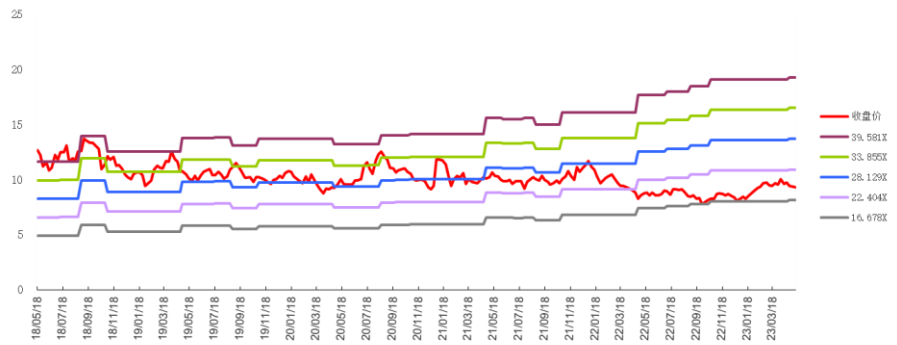
表5：可比公司估值（市值数据截至 2023 年 5 月 12 日收盘）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600893.SH	航发动力	1,100	12.68	15.60	19.61	24.90	87	70	56	44
000768.SZ	中航西飞	690	5.23	8.84	11.08	14.96	132	78	62	46
600760.SH	中航沈飞	1,125	23.05	28.09	34.69	44.99	49	40	32	25
600316.SH	洪都航空	168	1.41	1.87	2.24	2.89	119	90	75	58
PE 平均值							97	70	56	43
600967.SH	内蒙一机	159	8.23	9.39	11.11	12.72	19	17	14	13

资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司作为我国唯一的主战坦克和 8×8 轮式战车研发制造基地，同时也是国家保军骨干企业，行业地位显著。参考同行业 4 家公司 2023-2025 年的平均 PE 估值 70、56、43 倍，以及公司近 10 年 PE 估值中枢 35 倍，公司 2023-2025 年 PE 估值仅为 17、14、13 倍。考虑到公司作为陆军装备龙头企业（核心军品总装资产整体上市）的稀缺性和战略价值，以及受益“中特估”对估值端的催化，维持“买入”评级。

图19: 近 10 年来公司的 PE 估值中枢为 35 倍



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

1) 军贸交付节奏低于预期。

公司军贸产品交付涉及海运、客户人员培训, 交付节奏存在一定不确定性。

2) 现有内需型号订货低于预期。

内需新型号放量需逐渐提升, 如果在此之前现有装备型号订货不及预期, 将对公司营收利润造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	14458	19141	23951	24978
现金	4676	7483	10681	11066
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1945	1816	2373	2601
其它应收款	28	14	19	26
预付账款	1477	3703	3950	3779
存货	3494	4050	4645	5107
其他	2838	2075	2283	2399
非流动资产	8820	7055	7723	7287
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1816	1723	1626	1515
无形资产	2103	1937	1772	1609
在建工程	416	412	394	363
其他	4485	2982	3931	3799
资产总计	23277	26196	31673	32265
流动负债	11688	14141	18863	18589
短期借款	25	25	25	25
应付款项	5866	7559	8699	9262
预收账款	5403	6169	9687	8834
其他	394	387	451	468
非流动负债	599	470	526	532
长期借款	0	0	0	0
其他	599	470	526	532
负债合计	12288	14611	19389	19121
少数股东权益	47	47	48	48
归属母公司股东权	10942	11537	12236	13095
负债和股东权益	23277	26196	31673	32265

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(4397)	1392	3364	580
净利润	824	939	1112	1272
折旧摊销	274	198	199	199
财务费用	(79)	(87)	(132)	(160)
投资损失	(255)	(255)	(255)	(255)
营运资金变动	(4579)	(344)	4000	(138)
其它	(582)	941	(1559)	(338)
投资活动现金流	(721)	1678	112	58
资本支出	(12)	(19)	0	26
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(709)	1697	111	33
筹资活动现金流	74	(263)	(278)	(253)
短期借款	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	69	(263)	(278)	(253)
现金净增加额	(5043)	2807	3198	386

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14349	14860	17500	19700
营业成本	12706	13099	15400	17296
营业税金及附加	22	23	27	30
营业费用	25	25	28	30
管理费用	440	416	490	516
研发费用	578	609	735	847
财务费用	(79)	(87)	(132)	(160)
资产减值损失	12	(9)	(18)	(5)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	255	255	255	255
其他经营收益	8	8	10	9
营业利润	907	1047	1234	1409
营业外收支	(4)	(4)	(4)	(4)
利润总额	903	1043	1231	1405
所得税	79	103	119	133
净利润	824	939	1112	1272
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利润	823	939	1111	1272
EBITDA	1109	1151	1295	1443
EPS (最新摊薄)	0.48	0.55	0.65	0.75

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	3.85%	3.56%	17.77%	12.57%
营业利润	8.46%	15.41%	17.94%	14.13%
归属母公司净利润	10.27%	14.06%	18.35%	14.43%
获利能力				
毛利率	11.45%	11.85%	12.00%	12.20%
净利率	5.74%	6.32%	6.35%	6.46%
ROE	7.69%	8.32%	9.31%	10.00%
ROIC	6.60%	7.17%	7.77%	8.28%
偿债能力				
资产负债率	52.79%	55.78%	61.22%	59.26%
净负债比率	0.30%	0.22%	0.18%	0.18%
流动比率	1.24	1.35	1.27	1.34
速动比率	0.94	1.07	1.02	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.60	0.60	0.62
应收账款周转率	15.67	14.87	18.05	16.43
应付账款周转率	5.23	5.34	5.78	5.53
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.55	0.65	0.75
每股经营现金	-2.58	0.82	1.97	0.34
每股净资产	6.42	6.77	7.18	7.68
估值比率				
P/E	19.36	16.97	14.34	12.53
P/B	1.46	1.38	1.30	1.22
EV/EBITDA	9.05	7.77	4.48	3.76

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>