

## 公司研究

## 营收盈利持续高增，产品拓展释放市场空间

## ——三角防务（300775.SZ）2022 年报及 2023 年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年全年实现营业收入 18.8 亿元，同比+60.1%；实现归母净利润 6.25 亿元，同比+51.5%；实现扣非净利润 6.17 亿元，同比+52.3%。2023 一季度实现营收 6.6 亿元，同比+53.9%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比+54.2%；实现扣非净利润 2.2 亿元，同比+56.4%。

## 点评：

**盈利能力稳健，期间费用率控制良好：**2022 年公司综合毛利率 46.2%，同比-0.46pct，主要由于低毛利率自由锻产品的放量，2023Q1 公司综合毛利率 47.5%，同比+0.96pct；期间费用率方面，2022 年期间费用率同比-1.08pct 至 5.28%；2023Q1 期间费用率同比-1.23pct 至 2.60%，主要由于利息收入大幅增长带来财务费用率的下降。

**预付款&合同负债反映下游景气：**截止 2023Q1，公司预付账款较 2022 年末+337.4%，主要是报告期内预付材料款较上年增加所致；合同负债较 2022 年末+198.2%，主要是报告期内预收货款增长所致。两项资产负债表指标的大幅增长，或预示公司 2023 年下游需求旺盛。

**定增落地，打通下游扩展市场空间：**2023 年 1 月 3 日，公司发布定增公告：募资 16.8 亿元，布局中小件锻造、精锻、装配能力。结合 21 年可转债募资项目扩展的机加工业务，公司业务有望从大型模锻，一方面横向扩展到中小锻、精锻，另一方面纵向拓展至机加工、组装，进一步打开市场空间。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司当前在大型航空模锻核心供应商的地位，随后续募投项目投产后产品矩阵的拓展将有望进一步打开市场空间，上调公司 2023-2024 年的盈利预测 10.10%/10.05%至 9.1/11.8 亿元，并预测 2025 年盈利 14.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.65/2.16/2.58 元，当前股价对应 PE 分别约 23x/18x/15x。考虑到 1) 在国防安全建设的大背景下，先进战机、运输机的需求牵引下，公司作为国内战机核心锻造供应商，有望深度受益；2) 募投项目拓展产品在当前客户基础上进一步拓展产品种类，有望进一步打开成长空间，上调至“买入”评级。

**风险提示：**供应配套不及时的风险；质量控制不到位引发的质量风险；技术创新不达预定目标的风险；客户订单受国防政策及军事装备采购投入影响的风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,172.34	1,876.49	2,578.98	3,381.93	4,058.31
营业收入增长率	90.67%	60.06%	37.44%	31.13%	20.00%
净利润 (百万元)	412.29	624.68	908.38	1,184.60	1,416.20
净利润增长率	101.70%	51.51%	45.42%	30.41%	19.55%
EPS (元)	0.75	1.14	1.65	2.16	2.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.78%	13.29%	12.53%	14.16%	14.62%
P/E	50	33	23	18	15
P/B	7.6	4.0	2.9	2.5	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-21

## 买入（上调）

当前价：37.78 元

## 作者

分析师：刘宇辰

执业证书编号：S0930522090001

021-52523865

liuyuchen0@ebsecn.com

分析师：王凯

执业证书编号：S0930522070003

021-52523852

wangkai8@ebsecn.com

联系人：杨硕

yangshuo1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.49
总市值(亿元)	207.52
一年最低/最高(元)	32.10/51.95
近 3 月换手率	78.37%

## 股价相对走势

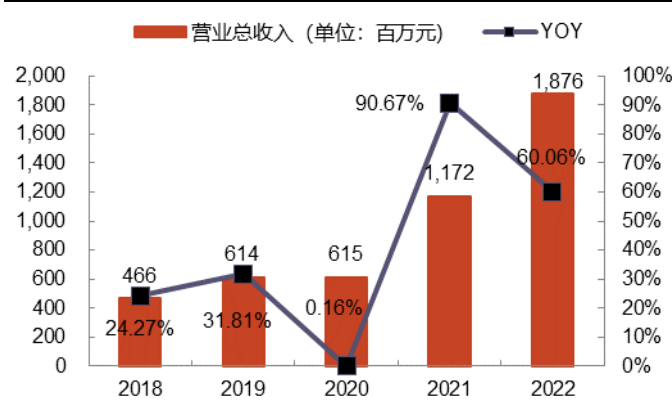


## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.92	0.89	5.65
绝对	7.18	-3.13	6.77

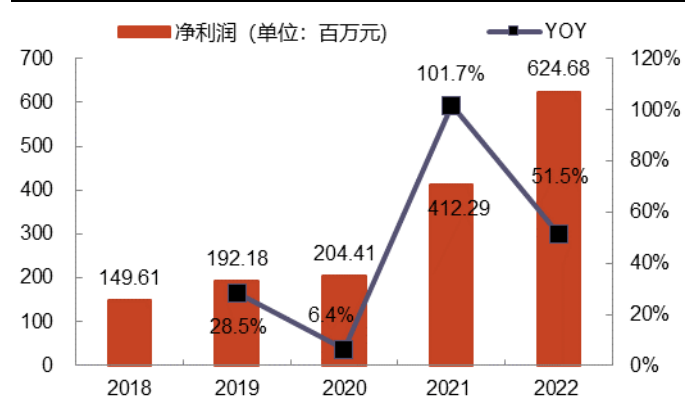
资料来源：Wind

图 1：公司营业收入情况



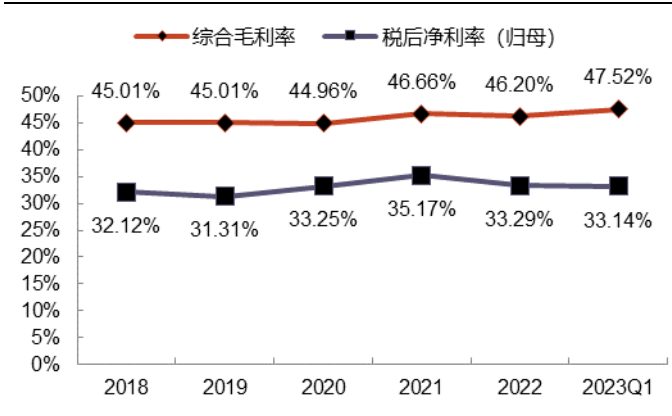
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司归母净利润情况



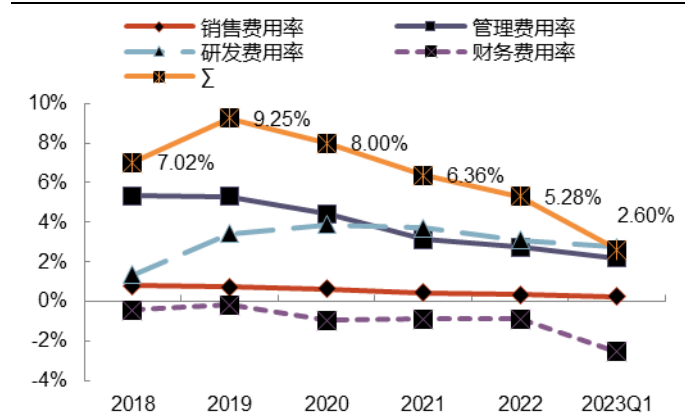
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司毛利率及归母净利率情况



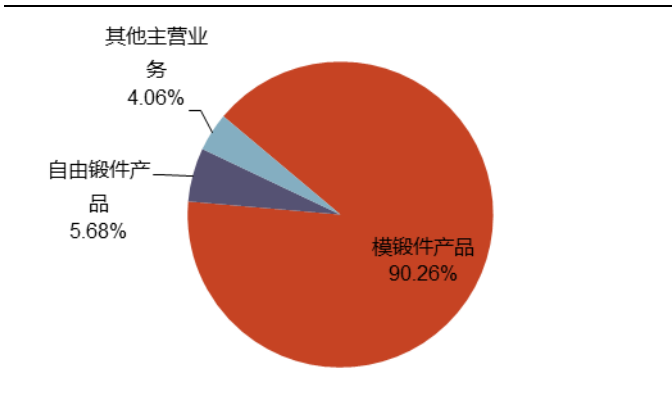
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司期间费用率情况



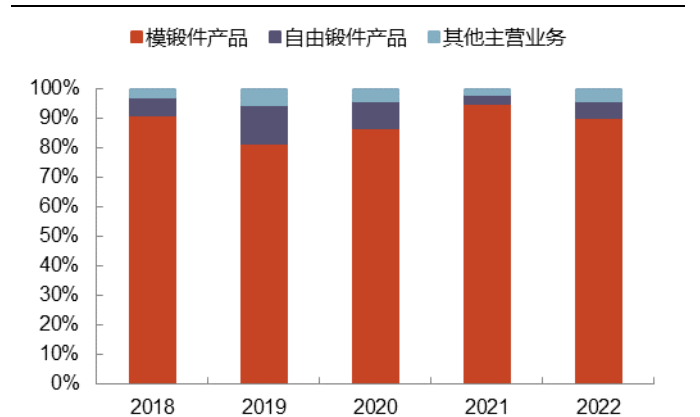
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：公司 2022 年各业务营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司各业务历年营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,172	1,876	2,579	3,382	4,058
营业成本	625	1,010	1,394	1,832	2,198
折旧和摊销	36	44	54	71	88
税金及附加	4	10	14	18	22
销售费用	5	6	9	12	14
管理费用	36	51	70	91	110
研发费用	43	58	95	125	150
财务费用	-11	-17	-47	-57	-60
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	475	716	1,042	1,359	1,624
利润总额	477	717	1,043	1,360	1,625
所得税	65	92	134	175	209
净利润	412	625	908	1,185	1,416
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	412	625	908	1,185	1,416
EPS(按最新股本计)	0.75	1.14	1.65	2.16	2.58

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	374	425	500	835	977
净利润	412	625	908	1,185	1,416
折旧摊销	36	44	54	71	88
净营运资金增加	462	697	907	756	704
其他	-537	-940	-1,370	-1,176	-1,231
投资活动产生现金流	-216	-320	-387	-427	-448
净资本支出	-136	-383	-407	-427	-448
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-80	63	20	0	0
融资活动现金流	850	1,691	1,648	-16	-35
股本变化	0	54	50	0	0
债务净变化	762	51	-40	0	0
无息负债变化	244	543	596	723	442
净现金流	1,008	1,796	1,762	392	494

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	46.7%	46.2%	45.9%	45.8%	45.8%
EBITDA 率	43.9%	43.2%	41.6%	41.4%	41.4%
EBIT 率	40.7%	40.8%	39.5%	39.4%	39.3%
税前净利润率	40.7%	38.2%	40.4%	40.2%	40.1%
归母净利润率	35.2%	33.3%	35.2%	35.0%	34.9%
ROA	10.0%	9.0%	9.0%	9.9%	10.4%
ROE (摊薄)	16.8%	13.3%	12.5%	14.2%	14.6%
经营性 ROIC	16.0%	18.3%	18.1%	19.3%	19.6%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	41%	33%	28%	30%	29%
流动比率	3.86	4.18	4.31	3.70	3.63
速动比率	2.65	3.31	3.40	2.83	2.73
归母权益/有息债务	3.22	5.78	9.38	10.81	12.52
有形资产/有息债务	5.32	8.47	12.92	15.29	17.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间: 2023-04-21

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	4,131	6,971	10,077	11,912	13,676
货币资金	1,373	3,169	4,931	5,323	5,817
交易性金融资产	81	20	0	0	0
应收账款	431	803	1,032	1,353	1,623
应收票据	223	489	672	881	1,058
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	1
存货	1,020	1,180	1,782	2,337	2,798
其他流动资产	99	45	45	45	45
流动资产合计	3,246	5,712	8,466	9,944	11,347
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	678	732	1,050	1,371	1,695
在建工程	58	185	199	213	226
无形资产	62	61	63	64	65
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	73	256	256	256	256
非流动资产合计	886	1,258	1,611	1,968	2,329
总负债	1,675	2,269	2,826	3,549	3,991
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	394	471	651	855	1,026
应付票据	340	683	944	1,240	1,488
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	55	100	100	100	100
流动负债合计	840	1,368	1,964	2,687	3,129
长期借款	0	5	5	5	5
应付债券	762	809	769	769	769
其他非流动负债	72	82	82	82	82
非流动负债合计	835	901	861	861	861
股东权益	2,457	4,701	7,251	8,363	9,685
股本	496	549	549	549	549
公积金	889	2,639	4,372	4,407	4,407
未分配利润	914	1,435	2,203	3,280	4,601
归属母公司权益	2,457	4,701	7,251	8,363	9,685
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.44%	0.34%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	3.11%	2.73%	2.70%	2.70%	2.70%
财务费用率	-0.90%	-0.89%	-1.81%	-1.68%	-1.47%
研发费用率	3.70%	3.10%	3.70%	3.70%	3.70%
所得税率	14%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.09	0.10	0.13	0.17	0.21
每股经营现金流	0.75	0.85	0.91	1.52	1.78
每股净资产	4.96	9.42	13.20	15.22	17.63
每股销售收入	2.37	3.76	4.69	6.16	7.39

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	50	33	23	18	15
PB	7.6	4.0	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	36.7	24.3	18.9	14.5	11.9
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE