

中航证券研究所  
 首席分析师: 张超  
 证券执业证书号: S0640515070001  
 分析师: 刘琛  
 证券执业证书号: S0640520050001  
 电话: 010-59562534  
 邮箱: liuchen@avicsec.com

## 捷强装备 (300875) 2020 年报点评: 新一代核化生洗消装备液压动力系统唯一供应商, 高研发投入构筑核心竞争力

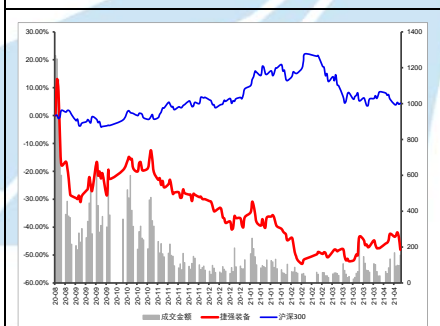
行业分类: 国防军工 2021 年 4 月 19 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.16)	75.29 元
目标价格	83.76 元

### 基础数据 (2021.4.16)

上证指数	3426.62
总股本 (亿股)	0.77
流通 A 股 (亿股)	0.19
资产负债率	6.49%
ROE	14.39%
PE (TTM)	52.55
PB (LF)	4.23

近一年来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 16 日发布 2020 年年报与 2021 年一季报, 2020 年营收 2.68 亿元 (+9.56%), 归母净利润 1.00 亿元 (+5.21%), 扣非后归母净利润 0.94 亿元(+3.94%); 毛利率 59.61%(+2.82pcts); 2021 年一季度实现营收约为 617.98 万元 (+343.96%), 归母净利润约为 428.71 万元 (+175.93%), 同比扭亏为盈。

### ➤ 投资要点:

● **营收及利润保持稳步提升, 高研发投入构筑核心竞争力:** 2020 年公司实现营业收入 2.68 亿元, 同比增加 9.56% (-34.33pcts); 实现归母净利润 1.00 亿元, 同比增加 5.21% (-48.49pcts);

**分业务板块来看,** 核化生安全装备液压动力系统产品与其他核化生防御装备及配件产品分别实现营业收入 2.43 亿元/0.22 亿元, 在营收中分别占比为 90.62%/8.07%。其中液压动力系统产品营收同比增长 26.18% (+11.87pcts), 其他核化生防御装备及配件产品营收同比下降 57.73% (-3175.03pcts)。总体来看, 报告期内公司营收与归母净利润增速有所放缓, 主要系其他核化生防御装备及配件产品年度销售额不及预期 (2020 年核化生安全装备销售量为 27,490 套, 同比下降 79.18%) 导致该部分业务营收降幅较大所致; 毛利率方面, 2020 年度公司毛利率为 59.61% (+2.82pcts), 其中液压动力系统产品与其他核化生防御装备及配件产品分别为 61.76% (-0.45pcts) 与 39.51% (+2.47pcts)。

**费用方面,** 报告期内公司销售费用、管理费用与研发费用分别为 434.26 万元/2074.09 万元/2816.35 万元, 较上年分别同比增长 41.91%/61.08%/31.00%, 财务费用为 -657.07 万元, 同比下降 1247.41%, 主要是由于公司利用首次公开发行股票募集部分资金进行现金管理产生收益。其中, 研发投入已达近五年来最高值, 研发投入占比为 10.45% (+1.88pcts), 2020 年公司研发人员达 112 名 (+57.75%), 在公司总人数中占比高达 41.95%, 大刀阔斧的人才引进虽然为公司保持行业领先的研发技术地位提供了有力保障, 但也一定程度上加重了公司费用负担, 2020 年公司期间费用与研发费用合计较上年增长 26.33%。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 010-59562524  
 传 真: 010-59562637

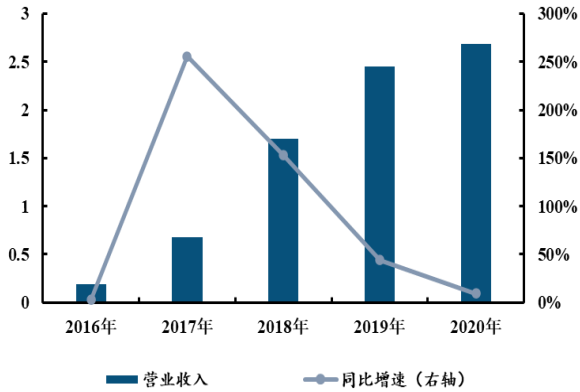
- **应收账款规模大幅提升，下游军方客户高度集中，整体影响有限。**应收账款方面，报告期内公司应收账款达 2.49 亿元，同比大幅增长 143.23% (+179.21pcts)，其中军品客户应收账款为 2.45 亿元 (+142.57%)，占比高达 98.39%，由于公司下游军品客户集中度较高且受预算管理体制与军队集中采购等因素影响，导致公司应收账款规模快速增长，但基于军品客户的高信用水平，应收账款无法回收的风险较小。并且根据公司 2021 年一季报内容显示，应收账款回款情况有所改善。
- **募投项目建设加速推进，巩固公司行业竞争地位：**公司现有主营产品为应用于各通用型号装备军用核化生洗消车辆的液压动力系统及部分防护装具充电器及电池组，其中液压动力系统产品型号主要为包括 JQB3/JQB4/DF/DL 在内的多个系列。公司作为目前新一代核化生洗消装备液压动力系统的唯一供应商，其液压动力系统产品无论是在负载参数控制、规模洗消效率等核心领域具有较强技术优势，并且公司现有液压动力系统产品已被陆续订购列装。产能方面，公司现有产能已经不能满足需求，已出现超产能生产情况，2020 年四季度公司完成了新厂区整体搬迁，产品生产能力实现大幅提升，与此同时此次上市募投项目均已开工建设，建设期约在 2-3 年左右，达产后生产效率及产能将大幅提升，从而进一步扩大公司业务规模，提高盈利能力。
- **收购三安特新，加速拓展核化生安全领域：**公司于 2021 年 1 月以自有资金 3500 万元收购北京三安新特生物科技有限公司 51% 的股权。三安新技术团队大多来自于化生防护研究的顶级科研院所，其专注于特种生物检测与检测整体解决方案，具体产品包括针对多种细菌、真菌、病毒等现场快速检测试纸卡及检测装备、部队防化及防生配套训练器材等，覆盖军队系统、警用反恐等多个下游应用场景。公司此次收购三安特新，可进一步扩大民品业务领域，在完善公司“平战一体的核化生防御装备全产业链”发展战略的同时，实现双方主营业务互补及协同效应，进一步增强公司核心竞争力。
- **投资建议：**基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 2.96 亿元、3.45 亿元和 4.11 亿元，归母净利润分别为 1.07 亿元、1.23 亿元、1.45 亿元，EPS 分别为 1.396 元、1.598 元、1.893 元，参考同行业上市公司，给予“买入”评级，目标价格 83.76 元，分别对应 2021-2023 年预测收益的 60 倍、52 倍及 44 倍 PE。
- **风险提示：**产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	268.48	295.97	344.84	411.15
增长率 (%)	9.56%	10.24%	16.51%	19.23%
归属母公司股东净利润	100.08	107.18	122.76	145.36
增长率 (%)	5.21%	7.09%	14.53%	18.41%
每股收益 (EPS)	1.303	1.396	1.598	1.893

数据来源: wind, 中航证券研究所

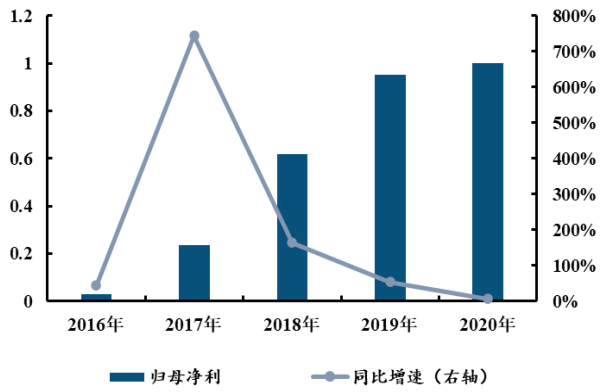
**◆ 公司主要财务数据**

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况 (亿元; %)



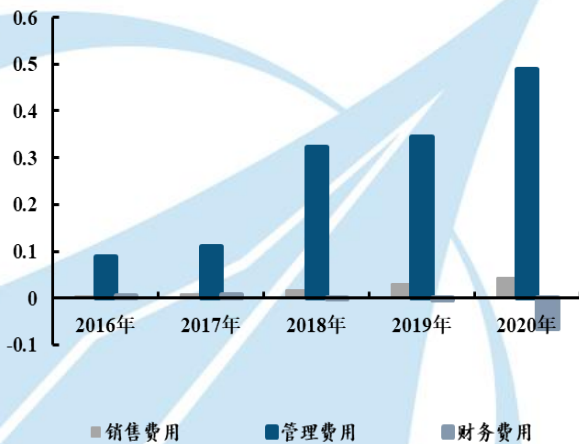
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿元; %)



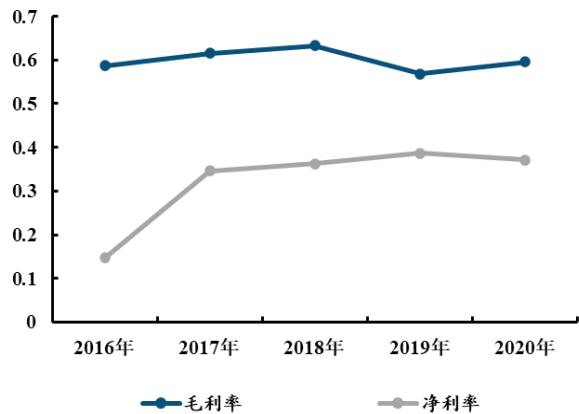
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司年报三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况



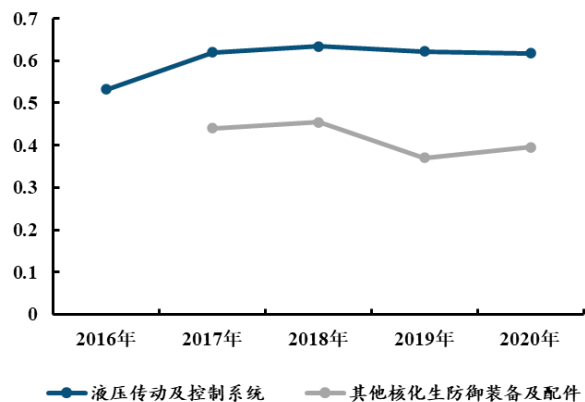
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司产品收入结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司产品毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所



财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	170.30	245.05	268.48	295.97	344.84	411.15
增长率(%)	152.97%	43.89%	9.56%	10.24%	16.51%	19.23%
归属母公司股东净利润	61.89	95.13	100.08	107.18	122.76	145.36
增长率(%)	163.57%	53.70%	5.21%	7.09%	14.53%	18.41%
每股收益(EPS)	0.806	1.239	1.303	1.396	1.598	1.893
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.822	2.412	-0.715	1.099	1.376	1.443
销售毛利率	63.27%	56.79%	59.61%	59.63%	59.62%	59.63%
销售净利率	36.21%	38.64%	37.09%	36.05%	35.44%	35.19%
净资产收益率(ROE)	25.63%	28.26%	7.34%	7.29%	7.70%	8.36%
投入资本回报率(ROIC)	256.01%	53.13%	50.93%	28.32%	25.86%	23.13%
市盈率(P/E)	93.42	60.78	57.77	53.95	47.10	39.78
市净率(P/B)	23.94	17.18	4.24	3.93	3.63	3.32
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
报表预测						
利润表						
营业收入	170.30	245.05	268.48	295.97	344.84	411.15
减: 营业成本	62.55	105.88	108.44	119.48	139.25	165.98
营业税金及附加	1.60	1.45	1.60	1.78	2.14	2.59
营业费用	1.67	3.06	4.34	4.88	6.00	7.40
管理费用	20.35	12.88	20.74	23.53	27.93	33.76
研发费用	11.89	21.50	28.16	33.24	41.04	50.12
财务费用	-0.23	-0.49	-6.57	-6.51	-7.93	-9.87
资产减值损失	6.70	2.11	-9.49	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	-0.22	1.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	7.66	5.31	9.27	-9.41	-10.04	-11.00
<b>营业利润</b>	<b>85.32</b>	<b>125.25</b>	<b>159.77</b>	<b>119.57</b>	<b>136.42</b>	<b>161.17</b>
加: 其他非经营损益	-0.45	4.05	2.63	2.98	3.48	4.09
<b>利润总额</b>	<b>84.88</b>	<b>129.30</b>	<b>162.39</b>	<b>110.16</b>	<b>126.38</b>	<b>150.17</b>
减: 所得税	11.33	17.33	15.68	6.45	7.66	9.56
<b>净利润</b>	<b>73.55</b>	<b>111.97</b>	<b>146.71</b>	<b>-107.19</b>	<b>-122.90</b>	<b>-146.07</b>
减: 少数股东损益	-0.24	-0.45	-0.52	-0.49	-0.56	-0.66
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>61.89</b>	<b>95.13</b>	<b>100.08</b>	<b>107.18</b>	<b>122.76</b>	<b>145.36</b>
资产负债表						
货币资金	35.55	128.73	488.41	613.42	742.43	873.93
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	169.44	113.99	259.58	315.91	354.57	411.44
其他应收款(合计)	162.44	403.87	479.90	162.44	403.87	479.90
存货	27.44	24.17	19.45	26.09	37.18	45.04
其他流动资产	2.57	6.53	404.66	405.01	405.60	406.21
长期股权投资	6.09	9.87	9.40	9.40	9.40	9.40
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5.70	100.95	203.26	302.62	471.98	771.34
无形资产和开发支出	38.45	63.77	65.88	60.86	55.84	50.82
其他非流动资产	7.76	11.09	17.28	-225.69	-315.22	-105.38
<b>资产总计</b>	<b>286.91</b>	<b>449.23</b>	<b>1458.51</b>	<b>1737.69</b>	<b>2080.63</b>	<b>2571.80</b>
短期借款	0.00	11.14	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	44.14	71.77	89.13	103.61	111.68	119.65
长期借款	0.00	20.62	0.00	150.00	360.00	710.00
其他负债	0.13	19.52	5.48	-137.79	-212.59	-716.77
<b>负债合计</b>	<b>44.27</b>	<b>111.90</b>	<b>94.61</b>	<b>253.61</b>	<b>471.68</b>	<b>829.65</b>
股本	57.60	57.60	76.80	76.80	76.80	76.80
资本公积	97.08	97.08	1004.88	1004.88	1004.88	1004.88
留存收益	86.82	181.95	282.03	389.21	511.97	657.33
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>241.49</b>	<b>336.62</b>	<b>1363.71</b>	<b>1470.89</b>	<b>1593.65</b>	<b>1739.01</b>
少数股东权益	1.15	0.70	0.18	-0.30	-0.86	-1.53
<b>股东权益合计</b>	<b>242.64</b>	<b>337.32</b>	<b>1363.90</b>	<b>1470.59</b>	<b>1592.78</b>	<b>1737.48</b>
负债和股东权益合计	286.91	449.23	1458.51	1724.20	2064.47	2567.13
现金流量表						
经营性现金净流量	-63.09	185.20	-54.88	84.40	105.67	110.79
投资性现金净流量	-48.13	-112.35	-732.37	-117.47	-187.23	-316.66
筹资性现金净流量	126.84	27.63	895.54	158.08	210.57	337.37
<b>现金流量净额</b>	<b>15.61</b>	<b>100.49</b>	<b>108.29</b>	<b>125.01</b>	<b>129.01</b>	<b>131.50</b>

数据来源: wind, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 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。

我们设定的行业投资评级如下:

- 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。

## 分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

## 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, 在此申明, 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。