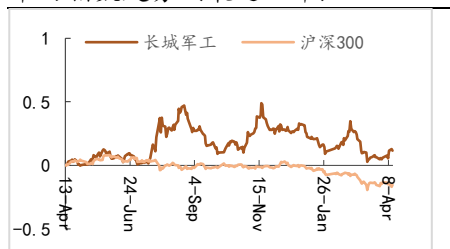


评级： 增持

曲小溪
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521080001
quxiaoxi@sczq.com.cn
电话：010-8115 2676

黄怡文
研究助理
huangyiwen@sczq.com.cn
电话：010-8115 2674

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	10.93
一年内最高/最低价 (元)	15.05/9.65
市盈率 (当前)	58.00
市净率 (当前)	3.09
总股本 (亿股)	7.24
总市值 (亿元)	79.16

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

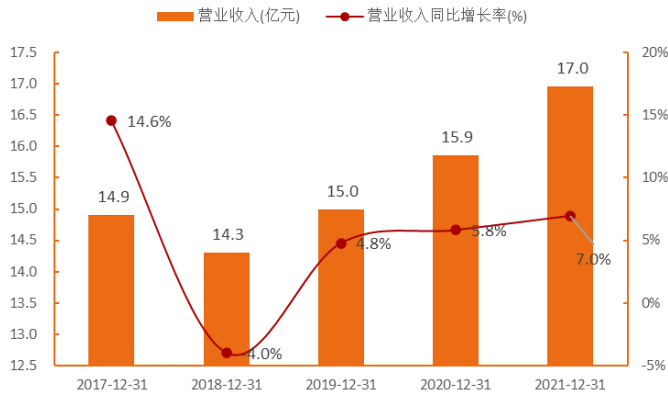
- **事件：**长城军工发布 2021 年报，2021 年实现营业收入 16.96 亿元、同比+6.96%；归母净利润 1.36 亿元、同比+16.32%；扣非归母净利润 5243 万元、同比-46.05%；主要系红星机电资产处置收益 6719 万元所致。公司经营活动产生现金流量净额 6375 万元、同比+162.86%。
- **军品收入占比继续提升，毛利率水平有所下降：**公司 2021 年实现军品收入 11.62 亿元、同比+8.83%；民品收入 4.37 亿元、同比-2.47%。军品收入占主营业务收入的比重为 72.69%，较 2020 年提升 2.23 个百分点；受产品结构调整及原材料价格上涨影响，军品业务毛利率较 2020 年减少 2.64 个百分点，为 27.08%。民品收入占主营业务收入的比重为 27.31%，其中 73.13%为预应力锚具产品收入；受钢材涨价、原材料成本上升影响，民品业务毛利率较 2020 年减少 10.50 个百分点，为 5.63%。
- **期间费用率略有上升，继续加大研发投入：**公司 2021 年销售费用率为 1.44%，与去年同期基本持平；管理费用率为 10.88%、较 2020 年增加 0.60 个百分点，主要是公司职工社保金减免政策取消，同时人工成本费用增加，以及固定资产折旧费增加所致。公司持续加大新产品研发投入，2021 年研发投入 1.12 亿元、同比+14.35%，占总营收的比重为 6.61%。
- **弹药装备需求快速增长，信息化弹药空间广阔：**武器装备的弹药作为一种消耗品，随着训练、演习强度和频度的提高，对抗性训练、实战化训练的常态化，消耗量不断增加。另一方面，弹药信息化是武器装备信息化的重要组成部分，信息化弹药单发价值较高，储存寿命下降、更新采购比例较高，市场空间广阔。
- **老牌弹药供应商优势显著，全面提升科技创新实力：**公司下属四家军品子公司神剑科技、方圆机电、东风机电和红星机电在对应领域占据重要地位。现有或在研产品全面覆盖海、陆、空、火箭军诸军兵种，已逐步实现由传统弹药向高效毁伤、远程压制、精确打击弹药的跨越，单一弹药系统向武器系统的跨越，陆军弹药装备向海、空和火箭军诸军兵种弹药装备的跨越。2021 年公司首个信息化弹药 D064 产品取得批量订货，D109B 产品完成设计定型并取得批量订货；某型反坦克导弹当年定型、当年取得批量订货、当年完成产品交付。
- **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.55/1.96/2.6 亿元，当前股价对应 PE 为 51/40/31 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**军品采购波动的风险；新产品研制进度不及预期的风险；零部件或原材料配套供应不及时的风险。

盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	16.96	20.13	24.20	29.12
营收增速 (%)	7.0%	18.7%	20.2%	20.3%
净利润 (亿元)	1.36	1.55	1.96	2.60
净利润增速 (%)	16.3%	13.5%	26.4%	32.6%
EPS(元/股)	0.19	0.21	0.27	0.36
PE	58.0	51.1	40.4	30.5

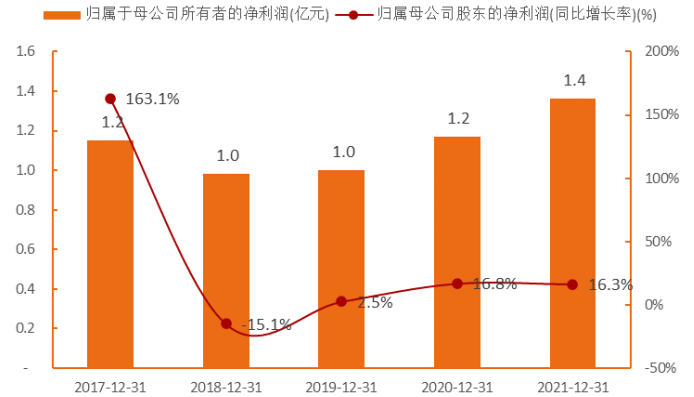
资料来源：Wind，首创证券

图 1：长城军工 2017-2021 营收及增速



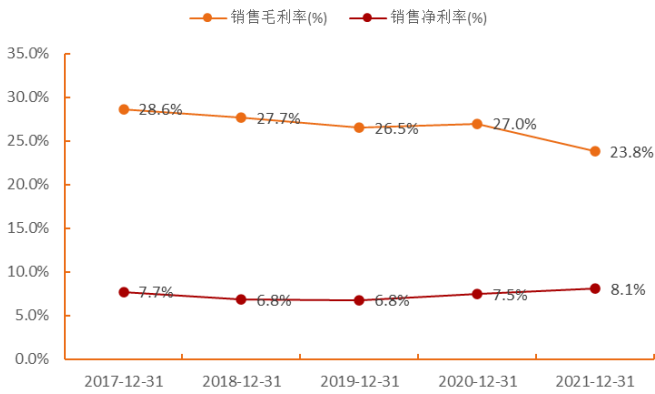
资料来源：Wind，首创证券

图 2：长城军工 2017-2021 归母净利润及增速



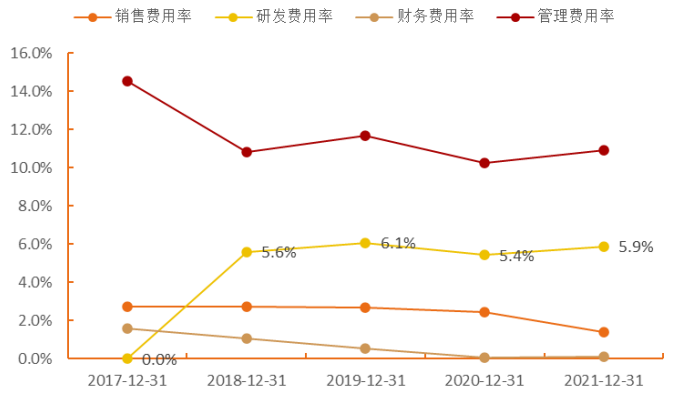
资料来源：Wind，首创证券

图 3：长城军工 2017-2021 毛利率及净利率



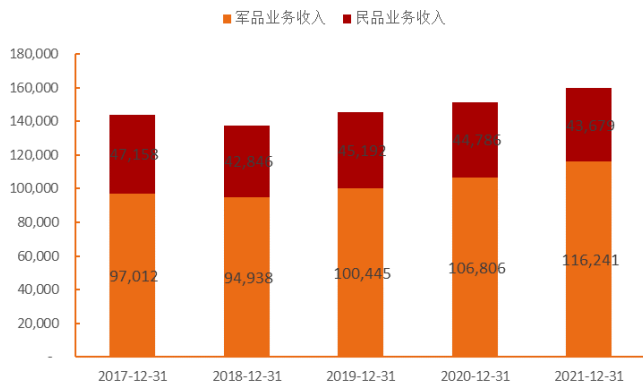
资料来源：Wind，首创证券

图 4：长城军工 2017-2021 期间费用率



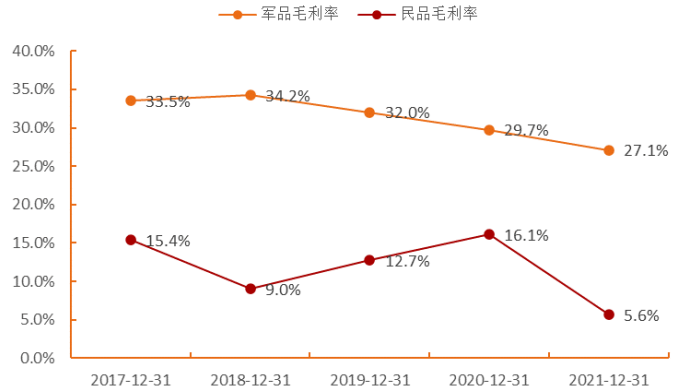
资料来源：Wind，首创证券

图 5：长城军工 2017-2021 军、民品业务收入



资料来源：公司公告整理，首创证券

图 6：长城军工 2017-2021 军、民品业务毛利率



资料来源：公司公告整理，首创证券

分析师简介

曲小溪，首创证券研究发展部机械及军工行业首席分析师，曾先后进入华创证券、方正证券、长城证券研究部从事机械及高端装备行业的研究相关工作，曾获得第九届新财富最佳分析师电力设备新能源行业第二名；第九、第十、第十一届水晶球最佳分析师机械行业分别获得第四、第三、第四名。

黄怡文，研究助理，中央财经大学金融硕士，2021年8月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现