

2022年10月26日

国泰集团 (603977.SH)

前三季度归母净利润+30.01%，盈利能力同比改善

■事件：10月25日，公司发布2022年三季报，前三季度公司实现收入（15.54亿元，+16.30%），归母净利润（2.01亿元，+30.01%），扣非归母净利润（1.77亿元，+22.81%）；单三季度实现收入（6.11亿元，+16.88%），归母净利润（0.9亿元，+34.26%），扣非归母净利润（0.8亿元，+22.58%）。

■净利润稳定增长，盈利能力同比改善。报告期内，公司围绕全年既定目标，全力优化管理、提质增效，经济效益保持稳定增长。前三季度公司实现营业收入15.54亿元，同比增加16.30%，归母净利润2.01亿元，同比增加30.01%，主要系公司各业务板块业绩均稳步增长所致，其中（1）民爆板块由于工业炸药销售均价上涨及电子数码雷管销量增加带动业绩增长；（2）非民爆板块中，子公司国泰利民、永宁科技、拓泓新材等营收及利润规模较上年同期均有较大幅度增长，协力推动非民爆板块业绩持续增长。分季度来看，Q1-Q3公司分别实现营业收入4.05/5.38/6.11亿元，Q3环比提升13.57%；Q1-Q3实现归母净利润0.34/0.77/0.90亿元，Q3环比提升16.88%，表明公司业绩呈稳步增长趋势。

■治理能力不断增强，净利率同比提升。前三季度公司毛利率为35.25%，同比下降1.41pct，或与上游原材料价格波动、生产成本高企有关。前三季度净利率为14.81%，同比增加1.04pct，主要得益于公司积极降本控费、优化管理，期间费用率同比改善1.11pct至25.48%。其中销售费用率同比减少0.34pct，管理费用率同比减少0.22pct，财务费用同比减少0.66pct，主要系可转债转股计提财务费用减少所致。随着公司治理能力不断提高，公司盈利能力有望进一步增强。

■经营性现金流有所提升，研发力度持续加大。2022前三季度公司经营产生的现金流量净额为2.09亿元，同比增长86.61%，或与公司报告期内营业收入增加及22H1收到的增值税留抵退税增加所致。公司注重研发，持续增加研发投入。前三季度公司研发费用为0.85亿元，同比增长19.72%。随着公司研发力度持续加大，产品不断优化升级，公司的核心竞争力有望进一步强化。

■大力布局军工新材领域，着力打造发展新支柱。“十四五”期间，公司在巩固民爆一体化产业基本盘的同时，重点加速军工新材料产业提

公司快报

证券研究报告

民爆用品

投资评级 **买入-A**

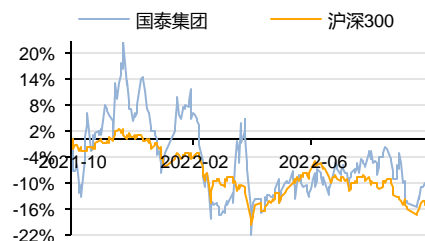
维持评级

6个月目标价：**13元**
股价（2022-10-25）**8.37元**

交易数据

总市值(百万元)	5,249.49
流通市值(百万元)	5,249.49
总股本(百万股)	621.24
流通股本(百万股)	621.24
12个月价格区间	7.55/11.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.25	4.75	7.9
绝对收益	-6.84	-3.65	-9.62

张宝涵

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001

zhangbh@essence.com.cn

相关报告

国泰集团：国泰集团：2022年H1 归母净利润增加27%，信息化与军工新材料高速增长/张宝涵	2022-08-14
国泰集团：21年扣非净利润增长30%，“民爆+军工”发展可期/张宝涵	2022-04-10
国泰集团：民爆等基本盘稳健发展，老牌军工发力模拟仿真/马良	2021-08-20

质发展，以充分抓住国防军工未来长足发展机遇。其中，(1) 控股子公司澳科新材在毁伤材料方面进行了大量投入及研发，已成功研发出高强度钨合金、低密度高韧性钨合金、含能钨合金、易碎钨合金等十余种钨基新型毁伤材料，能够满足军方要求的“一弹多能”，应用范围广阔，小至子弹、小口径炮弹，大可至炸弹、导弹等。(2) 公司控股子公司拓泓新材生产的钽铌氧化物，经火法冶金加工后大多进入军工航天、特种合金等领域。随着 2021 年大宗商品的上涨及近期俄乌战争等地缘政治因素影响，钽铌冶金产品价格出现大幅上涨，拓泓新材的业绩稳步上升。(3) 公司作为第一大股东的神舟智汇是一家专业从事军事模拟仿真产品研发和生产武器装备及配套设施的高科技公司，已开发研制出国际先进、国内领先水平的 MAXSIM 仿真平台，在陆海空、火箭军、战支部队以及国防工业部门等获得广泛推广应用。我们认为公司在军工领域多点布局，着力打造发展新支柱，有望实现“民爆一体化+军工新材料”产业协同发展。

■**投资建议：**公司作为江西省民爆龙头企业，积极推进产业转型升级，形成民爆一体化+轨交自动化及信息化+军工新版图，通过产业协同发展，有望加速业绩释放，增强公司核心竞争力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.5、5.0、6.9 亿元，对应估值分别为 15X、10X、8X，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**民爆原材料价格上涨；轨交订单交付不及预期；军工新材料业务发展不及预期。

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	17.0	19.9	24.6	32.4	42.4
净利润	1.9	2.4	3.5	5.0	6.9
每股收益(元)	0.31	0.39	0.57	0.82	1.11
每股净资产(元)	3.52	4.18	4.59	5.22	6.10
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	26.9	21.7	14.8	10.3	7.5
市净率(倍)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4
净利润率	11.3%	12.1%	14.3%	15.6%	16.3%
净资产收益率	8.8%	9.3%	12.3%	15.6%	18.3%
股息收益率	1.1%	1.5%	1.7%	2.2%	2.8%
ROIC	11.6%	12.4%	15.1%	22.5%	28.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17.0	19.9	24.6	32.4	42.4	成长性					
减:营业成本	10.8	12.7	13.9	19.1	24.6	营业收入增长率	18.4%	16.6%	23.6%	31.9%	30.7%
营业税费	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	营业利润增长率	49.9%	22.1%	40.1%	48.9%	35.7%
销售费用	0.7	0.8	0.9	1.4	1.9	净利润增长率	34.6%	24.2%	46.0%	44.1%	36.6%
管理费用	1.9	2.1	2.5	3.5	4.5	EBITDA 增长率	127.3%	9.2%	35.1%	40.8%	31.0%
研发费用	0.9	1.0	1.2	1.8	2.2	EBIT 增长率	90.8%	11.4%	43.3%	47.6%	34.5%
财务费用	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	NOPLAT 增长率	58.8%	19.5%	37.5%	45.9%	35.2%
资产减值损失	-0.2	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	投资资本增长率	12.3%	12.8%	-2.3%	6.1%	0.5%
加:公允价值变动收益	-	0.0	-1.3	0.3	0.2	净资产增长率	15.8%	17.8%	9.6%	13.8%	16.8%
投资和汇兑收益	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	利润率					
营业利润	2.6	3.2	4.4	6.6	8.9	毛利率	36.8%	36.2%	43.4%	41.2%	42.0%
加:营业外净收支	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	营业利润率	15.2%	15.9%	18.0%	20.3%	21.1%
利润总额	2.5	3.1	4.4	6.5	8.9	净利润率	11.3%	12.1%	14.3%	15.6%	16.3%
减:所得税	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0	EBITDA/营业收入	21.8%	20.4%	22.3%	23.8%	23.9%
净利润	1.9	2.4	3.5	5.0	6.9	EBIT/营业收入	17.3%	16.5%	19.1%	21.4%	22.0%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	196	169	130	92	64
货币资金	5.2	4.5	6.5	9.9	15.6	流动营业资本周转天数	45	46	38	43	47
交易性金融资产	0.7	2.3	1.0	1.4	1.6	流动资产周转天数	241	260	247	237	250
应收账款	4.2	5.9	5.7	8.2	10.2	应收账款周转天数	78	91	85	77	78
应收票据	0.6	0.9	1.0	1.5	1.7	存货周转天数	34	30	30	30	29
预付账款	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7	总资产周转天数	737	733	645	530	468
存货	1.4	1.9	2.2	3.2	3.6	投资资本周转天数	494	476	404	312	246
其他流动资产	0.1	0.4	0.7	0.4	0.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.8%	9.3%	12.3%	15.6%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	6.4%	9.0%	11.3%	13.4%
长期股权投资	0.2	1.5	1.5	1.5	1.5	ROIC	11.6%	12.4%	15.1%	22.5%	28.7%
投资性房地产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	费用率					
固定资产	9.4	9.2	8.6	7.9	7.2	销售费用率	3.9%	3.9%	3.8%	4.3%	4.5%
在建工程	1.9	4.2	4.2	4.2	4.2	管理费用率	11.3%	10.7%	10.3%	10.8%	10.6%
无形资产	3.8	3.8	3.6	3.5	3.4	研发费用率	5.3%	5.2%	5.0%	5.5%	5.2%
其他非流动资产	9.2	8.9	8.8	8.9	8.8	财务费用率	1.7%	1.4%	1.1%	1.0%	0.9%
资产总额	37.2	43.8	44.2	51.1	59.0	四费/营业收入	22.2%	21.3%	20.2%	21.6%	21.2%
短期债务	1.2	2.8	-	-	-	偿债能力					
应付账款	2.4	3.6	4.9	6.1	7.5	资产负债率	30.0%	29.9%	24.0%	25.2%	24.2%
应付票据	0.0	1.5	0.5	0.9	1.3	负债权益比	42.9%	42.6%	31.6%	33.6%	32.0%
其他流动负债	1.6	2.1	2.2	2.0	2.1	流动比率	2.37	1.62	2.31	2.79	3.09
长期借款	0.4	0.0	-	-	-	速动比率	2.11	1.44	2.02	2.44	2.76
其他非流动负债	5.4	3.1	3.0	3.9	3.3	利息保障倍数	10.31	11.47	17.39	20.39	24.53
负债总额	11.2	13.1	10.6	12.9	14.3	分红指标					
少数股东权益	4.2	4.7	5.2	5.9	6.9	DPS(元)	0.09	0.12	0.14	0.18	0.24
股本	5.5	5.8	6.2	6.2	6.2	分红比率	28.5%	31.7%	24.8%	22.7%	21.1%
留存收益	15.5	19.6	22.3	26.2	31.6	股息收益率	1.1%	1.5%	1.7%	2.2%	2.8%
股东权益	26.0	30.7	33.6	38.2	44.7						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2.2	2.8	3.5	5.0	6.9	EPS(元)	0.31	0.39	0.57	0.82	1.11
加:折旧和摊销	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	BVPS(元)	3.52	4.18	4.59	5.22	6.10
资产减值准备	0.2	0.0	-	-	-	PE(X)	26.9	21.7	14.8	10.3	7.5
公允价值变动损失	-	-0.0	-1.3	0.3	0.2	PB(X)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4
财务费用	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	P/FCF	20.7	-30.9	45.8	12.3	8.3
投资损失	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	P/S	3.1	2.6	2.1	1.6	1.2
少数股东损益	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0	EV/EBITDA	11.2	15.5	9.2	6.3	4.3
营运资金的变动	0.5	-0.7	-0.0	-2.5	-0.8	CAGR(%)	37.8%	41.4%	36.4%	37.8%	41.4%
经营活动产生现金流量	2.7	3.1	3.5	4.6	8.3	PEG	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-2.2	-4.0	2.7	-0.6	-0.3	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.4	2.1	2.7
融资活动产生现金流量	1.8	0.0	-4.3	-0.6	-2.4	REP	1.5	1.9	1.3	0.8	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034