

## 中信证券研究部



付宸硕  
国防与航空航天  
首席分析师  
S1010520080005



陈卓  
国防与航空航天  
分析师  
S1010521010004



刘意  
国防与航空航天  
分析师  
S1010522050004



张清源  
国防与航空航天  
分析师  
S1010524020003

## 核心观点

公司为国内弹药和制导装备动力与控制模组的核心供应商，受益于多年研发积累及下游型号放量，近年收入利润快速增长。公司凭借长期技术积淀、生产效率、成本等优势切入多个批产及在研型号，料将持续受益于行业需求修复，长期成长确定性强。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **深耕制导弹药，发展步伐加快。**公司深耕行业近六十年，现为国内弹药和制导装备动力与控制模组的核心供应商，产品矩阵涵盖导弹（火箭弹）固体发动机动力产品及控制产品和弹药装备两大门类，其中导弹（火箭弹）固体发动机动力产品主要包括 Yx 系列、Px 系列等多项国家重要列装型号，和军贸 C 系列、WS 系列等多项制导装备固体发动机，控制产品和弹药装备主要包含弹药、引信与智能控制和民用的控制产品和弹药装备。受益于公司多年研发积累与下游型号放量，公司近年收入利润快速增长，收入从 2020 年的 5.74 亿元增长至 2023 年 10.40 亿元（同比+24.25%），CAGR 达 35.57%；归母净利由 2020 年的 0.63 亿元提升至 2023 年的 1.41 亿元（同比+27.3%），CAGR 达 22.06%。

■ **双轮驱动导弹放量，核心零部件需求提振。**导弹是一种自主动力的精确制导武器，广泛应用于战略打击、战术打击、防空、反舰和反坦克等多种军事行动。制导控制系统及动力系统占比总体较高，而由于具备结构简单、机动性好等特点，固体发动机为导弹发动机主流。弹药装备为杀伤敌方力量最终手段，引信及智能控制产品是弹药领域的重要子系统，决定了弹药的安全可靠性及对目标的毁伤效果。由于具备成本控制、战术部署灵活性以及战略规划的独特价值，低成本制导武器在现代战争中正逐渐成为改变战场态势的重要力量，而作为战争中的“匕首”，智能化高超声速导弹的研发和部署成为全球主要军事强国的重点。战备需求+演训消耗拉动下，导弹料将成为“十四五”期间复合增速最高的细分武器装备。或由于订单节奏波动等原因，2023 年导弹产业链主要公司业绩普遍承压，但考虑到导弹在“新域新质”作战力量中的重要地位未变，且“十四五”具备强计划性，产业链在短期波动后具备强修复预期。目前在导弹（火箭）固体发动机领域，主要参与玩家包括航天科技、航天科工等集团下属院所及国科军工；而在弹药装备领域，兵器工业集团旗下院所主要参与弹药装备配套，整体竞争格局较稳固。

■ **模块-分系统-整弹全面布局，储备型号饱满支撑长期成长。**公司掌握导弹动力模块等领域核心技术，新型材料复合隔热、引信复合定距等技术处于行业领先水平，同时重视研发投入，研发费用持续高于可比公司。在深厚研发积累的基础上，公司参与数个主力型号配套，在手订单饱满，且未来型号储备丰富，长期成长动能充足。公司是导弹动力控制模块领域唯一地方国企，长期深耕核心客户，客户黏性强，且构建了“模块-分系统-整弹”的全产业链配套体系，相较于竞争对手在成本控制能力、生产效率等方面具备优势，夯实自身长期获单能力。公司募投扩产并投向研发，料将进一步夯实自身核心技术优势，准备产能应对行业潜在需求放量，奠定长期成长基础。同时，公司开展上市前核心员工持股，有助于凝聚核心员工积极性，为长期发展提供持续动能。

国科军工	688543.SH
评级	增持（首次）
当前价	39.41 元
目标价	46.00 元
总股本	176 百万股
流通股本	82 百万股
总市值	69 亿元
近三月日均成交额	78 百万元
52 周最高/最低价	57.74/35.7 元
近 1 月绝对涨幅	-16.32%
近 6 月绝对涨幅	-12.68%
近 12 月绝对涨幅	-18.75%

■ **风险因素：**行业订单节奏波动风险；下游武器装备放量进度不及预期；产品降价导致毛利率下降；型号批产进度不及预期；新产品研发风险；研发人员流失或不足的风险。

■ **盈利预测、估值与评级：**作为现代战争中的“胜负手”，在武器平台后周期配套列装及战略储备需求下，导弹及弹药装备在“十四五”期间正处黄金发展期。伴随前期产业链部分环节供给短缺、下游订单节奏波动等不利因素逐步消除，导弹及弹药装备具备较强修复预期。公司作为弹药与导弹固体发动机的核心供应商，凭借长期技术积淀、生产效率、成本等优势切入多个批产及在研型号，料将持续受益于行业需求修复，长期成长确定性强。我们预计公司 2024/25/26 年归母净利润分别为 1.8/2.3/2.8 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.03/1.29/1.61 元，当前股价对应 PE 分别 40/32/26x。选取高德红外、长盈通为可比公司，可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均 PE 为 35x，平均 PEG 为 0.85x。综合 PE 法与 PEG 法，考虑到公司产业链配套层级更靠近中游，竞争格局较稳固，且批产型号广、在研型号储备丰富，给予公司 2024 年 45x 目标 PE，对应合理市值约 80 亿元，对应目标价 46 元，首次覆盖给予“增持”评级。

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	837	1,040	1,345	1,660	2,011
营业收入增长率 YoY	24.5%	24.3%	29.3%	23.4%	21.2%
净利润(百万元)	111	141	180	226	284
净利润增长率 YoY	46.6%	27.3%	28.1%	25.6%	25.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.63	0.80	1.03	1.29	1.61
毛利率	37.1%	32.4%	31.0%	30.3%	30.1%
净资产收益率 ROE	16.3%	6.2%	7.7%	9.0%	10.5%
每股净资产（元）	3.85	12.90	13.26	14.26	15.40
PE	62.6	49.3	38.3	30.6	24.5
PB	10.2	3.1	3.0	2.8	2.6
PS	8.3	6.7	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	38.9	33.7	30.5	21.9	17.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2024 年 7 月 5 日收盘价

## 目录

深耕制导弹药，发展步伐加快.....	6
制导弹药核心供应商，产品矩阵丰富 .....	6
弹药为主体，收入业绩快速提升 .....	8
双轮驱动导弹放量，核心零部件需求提振.....	11
拒敌千里之外，动力控制系统作用关键.....	11
低成本火箭弹+高超导弹，是导弹发展的重要趋势.....	14
战备需求+演训消耗驱动，制导装备前景广阔 .....	15
模块-分系统-整弹全面布局，型号饱满支撑长期成长.....	18
重视自主研发，技术领先型号任务饱满 .....	18
长期深耕核心客户，构建“模块-分系统-整弹”配套体系 .....	23
募投扩产奠定成长基础，员工持股赋能长期发展 .....	24
风险因素 .....	26
盈利预测及估值评级 .....	27
盈利预测.....	27
相对估值.....	29
结论.....	30

## 插图目录

图 1：国科军工公司发展沿革.....	6
图 2：国科军工股权结构图（截至 2023 年末）.....	7
图 3：公司主要业务及其产品.....	7
图 4：2022 年公司营业收入按产品类型拆分 .....	8
图 5：2020-2022 年各细分产品营收占比 .....	8
图 6：2019-2023 年公司营业收入及增速 .....	9
图 7：2022 年公司各产品收入及 2020-2022 年收入 CAGR.....	9
图 8：2020-2023 年公司主要产品毛利率及综合毛利率.....	9
图 9：公司 2019-2023 年归母净利及同比增速.....	10
图 10：公司 2019-2023 年各项费用率及净利率 .....	10
图 11：公司 2019-2023 年存货、应收账款及同比增速.....	10
图 12：公司 2019-2023 年经营性净现金流及同比增速 .....	10
图 13：导弹分系统主要部分拆分 .....	11
图 14：制导装备产业链 .....	12
图 15：制导装备重要组成部分和公司配套产品应用部位示意图 .....	13
图 16：弹药装备的分类 .....	13
图 17：弹药装备产业链 .....	14
图 18：2015-2024 美国弹药采购预算情况 .....	14
图 19：2015-2024 美国弹药采购数量情况 .....	14
图 20：智能化高超声速武器融入作战体系 .....	15
图 21：2002-2023 年国防预算与 GDP 的同比增速 .....	16
图 22：2020~2023 年可比公司研发费率对比.....	22
图 23：公司批产及在研型号数量梳理（截至 2022 年末） .....	22
图 24：2023 年前五大客户占比.....	24
图 25：2020-2023 年前五大客户销售额及占比 .....	24

## 表格目录

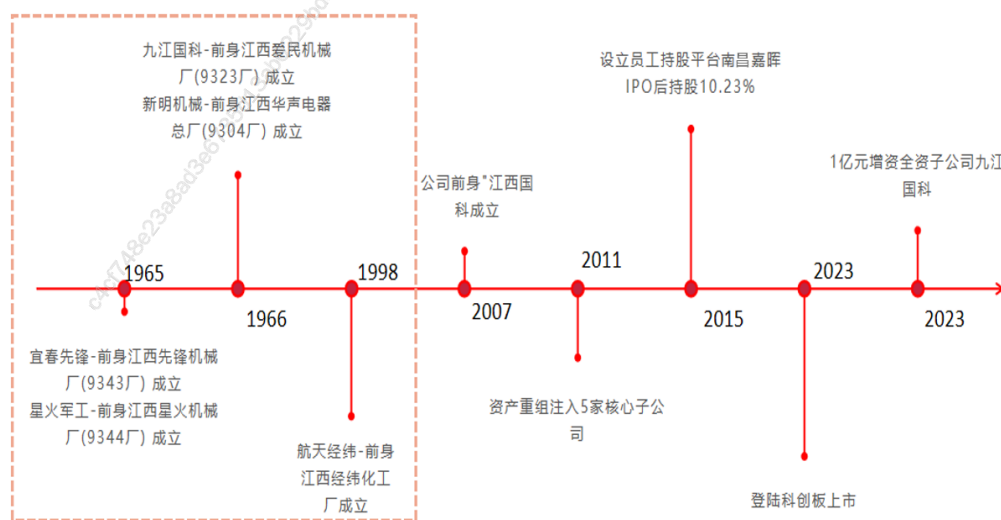
表 1：几种典型导弹武器的成本中各分系统所占比例 .....	12
表 2：导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品领域可比公司 .....	17
表 3：弹药装备领域可比公司 .....	17
表 4：公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品 .....	18
表 5：公司弹药装备及引信与智能控制产品 .....	18
表 6：公司导弹（火箭弹）固体发动机动力主要产品 .....	19
表 7：公司弹药装备产品主要型号 .....	20
表 8：公司各个子公司成立时间，以及主要配套领域 .....	23
表 9：公司募投项目梳理 .....	24
表 10：公司员工持股情况 .....	25
表 11：公司经营模型测算 .....	28
表 12：公司盈利预测结果 .....	29
表 13：可比公司估值 .....	29

## ■ 深耕制导弹药，发展步伐加快

### 制导弹药核心供应商，产品矩阵丰富

近六十年深耕行业，现为导弹动力控制模块等核心供应商。公司聚焦弹药及制导装置、引擎动力板块以及控制系统三大主要业务领域。2011 年，成功实施并购重组方案，将六家核心子公司纳入麾下。于 2023 年 6 月 21 日成功登陆科创板市场，成功募集资金达人民币 16 亿元。其中，有四家核心子公司均拥有超过五十载的历史底蕴，均为当地优秀军工企业。经过深入细致的研究以及自主创新的突破性进步，公司已然成长为国内弹药和制导装备动力与控制模组的核心供应商之一。

图 1：国科军工公司发展沿革

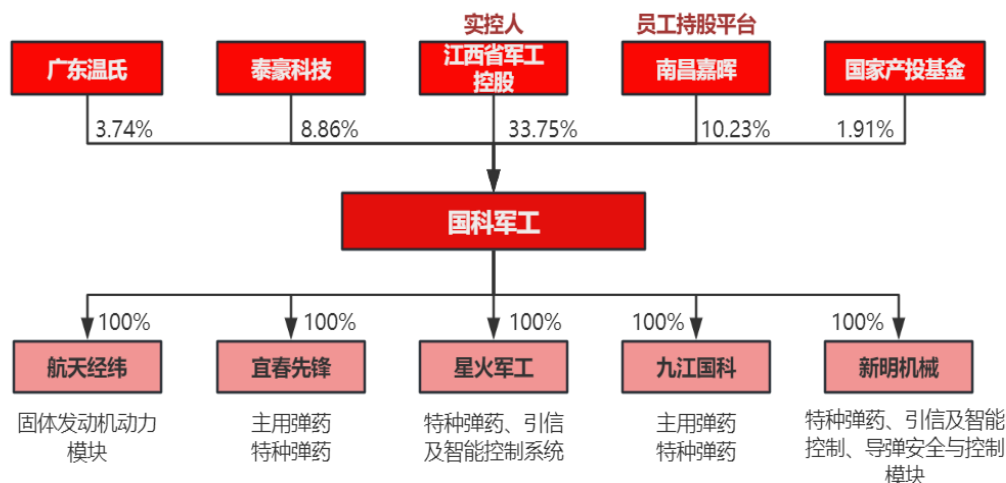


资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

**股权结构较集中，江西省军工控股集团为控股股东。**截至 2023 年末，江西省军工控股集团控制国科军工 33.75%的股权，为公司实控人；南昌嘉晖投资管理中心合计控制公司 10.23%的股权，为公司第二大股东；公司共拥有 5 家控股子公司（航天经纬、宜春先锋、星火军工、九江国科、新明机械），均为国家高新技术企业。其中航天经纬主营业务为固体发动机动力模块，宜春先锋、星火军工、九江国科、新明机械主要业务为弹药制造，新明机械和星火军工业务还涵盖引信与智能控制系统。



图 2：国科军工股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

**军用为主体，产品矩阵涵盖模块、分系统及整弹配套。**公司产品矩阵涵盖导弹（火箭弹）固体发动机动力产品及控制产品和弹药装备两大门类，其中导弹（火箭弹）固体发动机动力产品主要包括 Yx 系列、Px 系列等多项国家重要列装型号，和军贸 C 系列、WS 系列等多项制导装备固体发动机，控制产品和弹药装备主要包含弹药、引信与智能控制和民用的控制产品和弹药装备。（1）导弹（火箭弹）固体发动机动力模块：主要为导弹、火箭弹提供飞行动力。（2）导弹安全与控制模块：主要用于保证导弹、火箭弹在发射前的安全及发射时可靠点火。（3）弹药：主要应用于毁伤敌有生力量、装备与设施或使其失去或降低战斗能力。（4）引信与智能控制产品：主要用于保证弹药在预定点可靠引爆及引爆前的安全。（5）炮射防雹增雨弹：主要应用于防雹减灾等。

图 3：公司主要业务及其产品

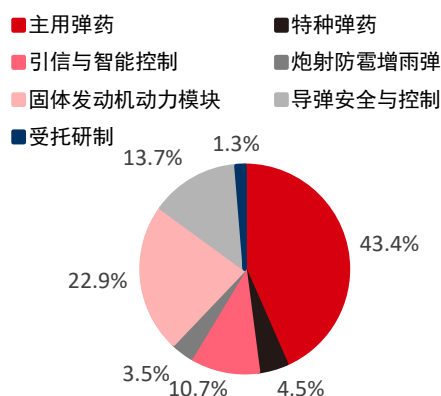
业务类别	系列	示例	用途	相关业务子公司
制导装备 固体发动机 动力模块& 控制模块	动力模块		为制导装备提供飞行动力	航天经纬
	安全与控制模块 (点火控制/战斗部安保)		保证制导装备在发射前的安全及发射时可靠点火	新明机械
弹药装备	主用弹药 特种弹药		用于毁伤敌有生力量、装备与设施或使其失去或降低战斗能力	主用：宜春先锋、九江国科 特种：宜春先锋、九江国科、新明机械、星火军工
	引信与智能控制产品		保证弹药在预定点可靠引爆及引爆前的安全	新明机械、星火军工
	炮射防雹增雨弹		用于防雹减灾等	宜春先锋

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 弹药为主体，收入业绩快速提升

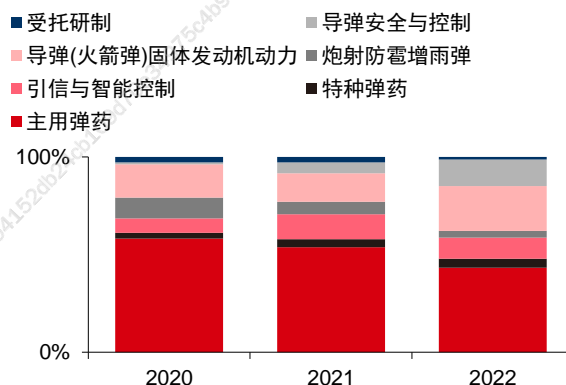
弹药为公司收入主要贡献端，导弹固体发动机动力占总营收比例逐年上升。按产品类型拆分，弹药装备（主用弹药、特种弹药、引信与智能控制产品、炮射防雹增雨弹）是公司收入主要贡献端，2022 年实现收入 5.19 亿元，占比 62.11%（占公司整体，下同）；弹药装备产品中，主用弹药实现收入 3.63 亿元，占比 43.43%；导弹(火箭弹)固体发动机动力与控制产品实现营收 3.06 亿元，占比 36.58%。

图 4：2022 年公司营业收入按产品类型拆分



资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部；注：公司未做 2023 年收入细致拆分，故此处仅取 2022 年数据，图 5、图 7、图 8 同

图 5：2020-2022 年各细分产品营收占比

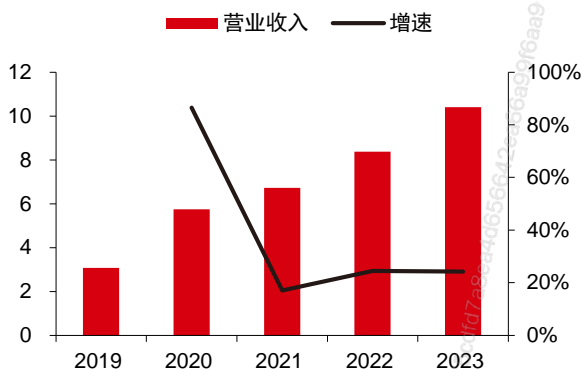


资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

**受益于公司多年研发积累与科研实力，公司收入快速增长。**公司近年来收入规模快速扩大，收入从 2020 年的 5.74 亿元快速增长至 2023 年 10.40 亿元（同比+24.25%），CAGR 达 35.57%。按产品拆分，2022 年主用弹药/特种弹药/引信与智能控制/炮射防雹增雨弹/导弹（火箭弹）固体发动机动力/导弹安全与控制/受托研制产品分别实现收入 3.63/0.38/0.9/0.29/1.92/1.14/0.11 亿元，各细分业务 2020-2022 年 CAGR 分别为 2.90%/29.32%/29.37%/-22.22%/25.45%/174.15%/-11.55%，导弹（火箭弹）发动机动力与控制产品为近两年收入增长主要驱动力，特种弹药、引信与智能控制等产品正快速成长。

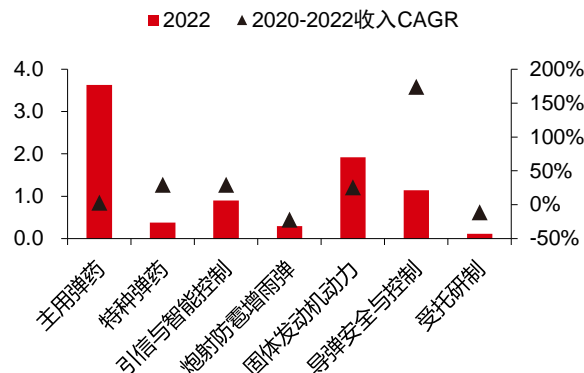


图 6：2019-2023 年公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

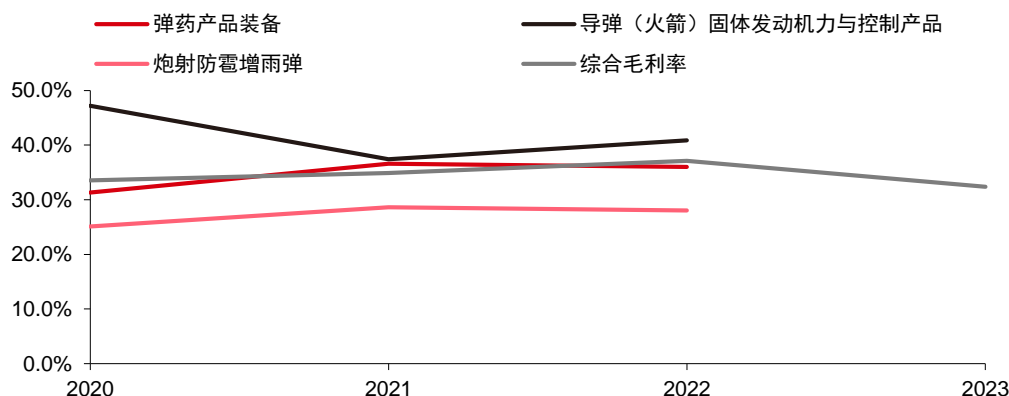
图 7：2022 年公司各产品收入及 2020-2022 年收入 CAGR



资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

**产品单价下降和营业成本上升，整体毛利率下降。**公司近年来毛利率呈稳中有降趋势，2023 年毛利率达 32.09%，同比-5.60 pcts。分产品看，2020-2022 年弹药装备产品毛利率分别为 31.34%/36.58%/36.00%，导弹(火箭弹)固体发动机动力与控制产品毛利率分别为 47.18%/37.44%/40.87%，炮射防雹增雨弹分别为 25.12%/28.65%/28.03%。受益于毛利率较高的导弹(火箭弹)固体发动机动力与控制产品收入上升，公司整体毛利率上行。

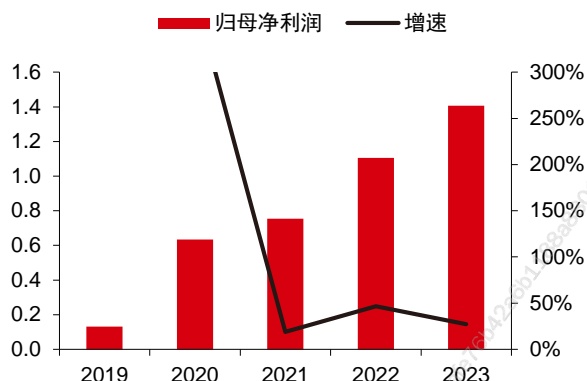
图 8：2020-2023 年公司主要产品毛利率及综合毛利率



资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

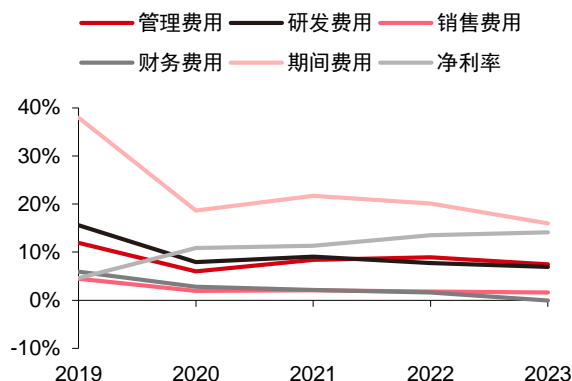
**归母净利增长，盈利能力提升明显。**近年来公司业绩迅速增长，归母净利由 2020 年的 0.63 亿元提升至 2023 年的 1.41 亿元（同比+27.3%），CAGR 达 22.06%。费用端，公司 2023 年期间费用率为 16.0%，同比-4.1pcts，期间费用整体保持稳定。综合毛利率及费用率影响，公司净利率由 2020 年 10.90%提升至 2023 年的 14.13%，2023 年同比达 +0.62pcts，盈利能力逐渐提高。

图 9：公司 2019-2023 年归母净利润及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

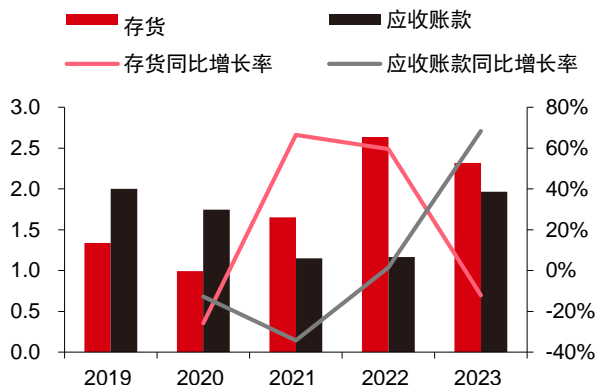
图 10：公司 2019-2023 年各项费用率及净利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

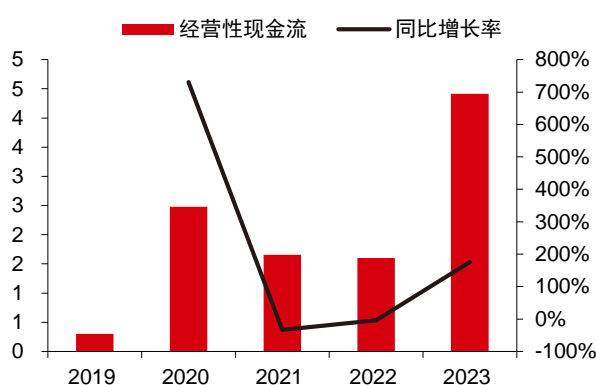
**存货规模稍有下降，预期现金流情况较好。**截至 2023 年末，公司存货规模达 2.32 亿元，同比-12.0%，其中原材料同比-37.3%至 0.69 亿元，在产品同比+23.9%至 0.90 亿元，发出商品同比-1.8%至 0.02 亿元。公司正积极开展生产工作，在产品和库存商品数量增加。公司 2023 年末应收账款同比+68.3%至 1.97 亿元，2023 年经营性净现金流规模为 4.41 亿元。公司 2023 年销售规模增长幅度较大，报告期末预付款增加；伴随应收账款回款，公司的现金流情况较好。

图 11：公司 2019-2023 年存货、应收账款及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：公司 2019-2023 年经营性净现金流及同比增速（单位：亿元）



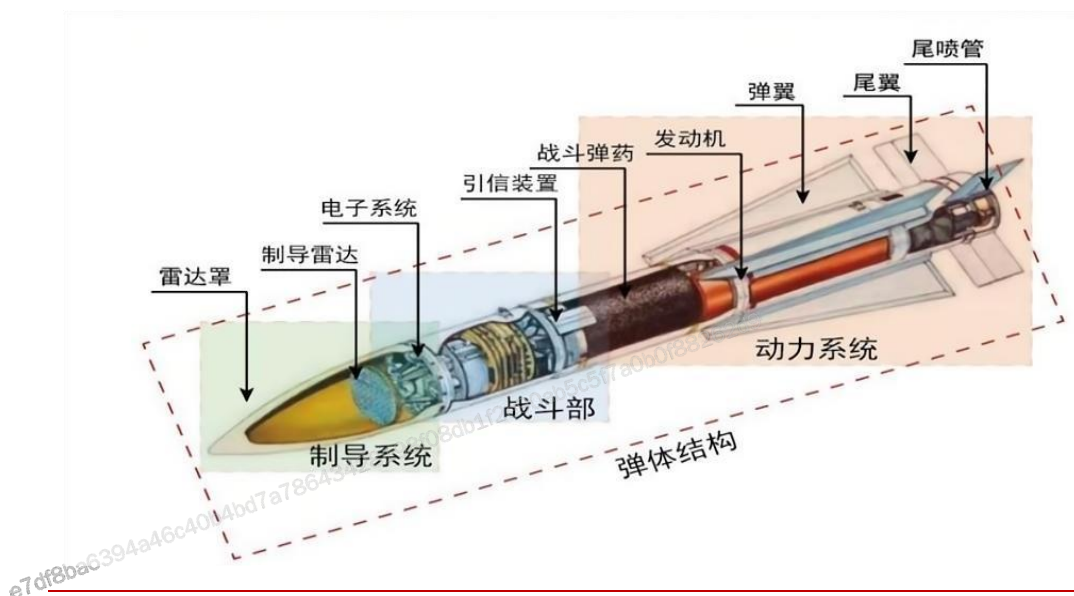
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 双轮驱动导弹放量，核心零部件需求提振

### 拒敌千里之外，动力控制等系统作用关键

无人化、智能化趋势下，导弹重要性凸显。导弹是一种自主动力的精确制导武器，广泛应用于战略打击、战术打击、防空、反舰和反坦克等多种军事行动。其主要组成包括战斗部、弹体结构、动力装置和制导系统。战斗部可配备核装药或常规装药，例如高能炸药或化学和生物战剂，确保其在多种作战环境中的有效性和适应性。

图 13：导弹分系统主要部分拆分



资料来源：新浪军事，中信证券研究部

导弹产业链的构成涉及上游的研发设计、中游的系统集成和下游的总装。在上游，导弹的总体与分系统设计、仿真测试及试验主要由军工集团的企事业单位、科研院所、工厂及民营企业承担。中游环节关注于关键部件如制导系统、动力系统和战斗部的制造，这些部件直接决定了导弹的性能。下游则涉及导弹的总装、测试和发射装置制造。导弹产业链中，制导系统是关键技术之一，目前我国制导装备的研制呈现出军工集团为主，民营企业深度参与的格局。

不同弹型分系统价值量占比有别，制导控制系统及动力系统占比总体较高。导弹结构价值量占比伴随导弹类型及战术目标不同而改变，制导控制系统及推进系统占比总体较高。据《导弹武器的低成本化研究》（曹秀云、刘晓恩、潘坚，2006 年）分析，总体来看，弹上控制制导系统价值量占比大多在 40%以上，部分先进中程空空导弹中占比接近 80%；部分射程要求高的弹道导弹中，动力系统价值量占比高达 60%，而制导系统价值量占比约 20%。

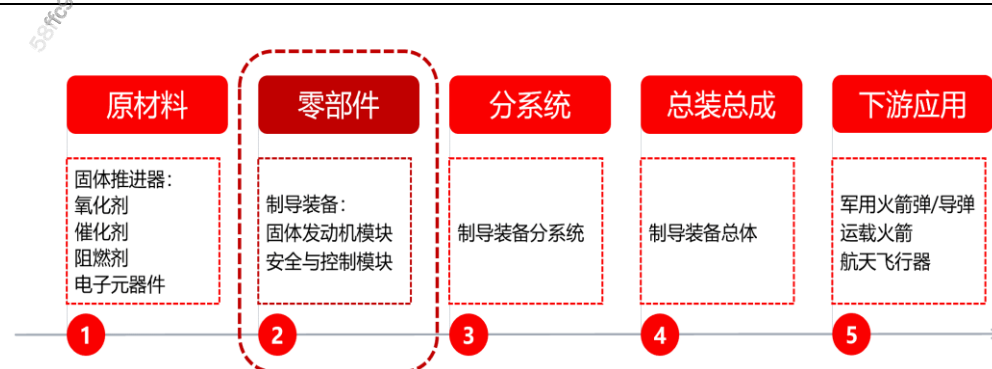
表 1：几种典型导弹武器的成本中各分系统所占比例

分系统		制导与控制 (%)	推进 (%)	再入飞行器 (%)	其他部分 (%)
弹道导弹	MX	21.7	25.4	33.4	19.5
	潘兴-1	33.1	26.9	17.9	22.1
反导拦截弹	PAC-3	≥47	-	-	-
	THAAD	43	11	-	46
AGM-130 空地导弹		41	19	-	40
先进中程空空导弹		77	6	-	17

资料来源：《导弹武器的低成本化研究》（曹秀云、刘晓恩、潘坚，2006 年），中信证券研究部

**发动机为动力系统重要组成部分，固体发动机为主流。**发动机是制导装备的推进系统，目前主流的发动机根据其推进方式主要分为固体发动机、液体发动机、涡轮发动机及冲压发动机等。根据《精确打击导弹用固体火箭发动机关键技术分析》（熊文波、杨令飞）报告，全球目前有 160 多种在役的战术导弹，包括地地、地空和海防导弹。在这些导弹中，有 137 种使用固体火箭发动机，占比达到 85%。

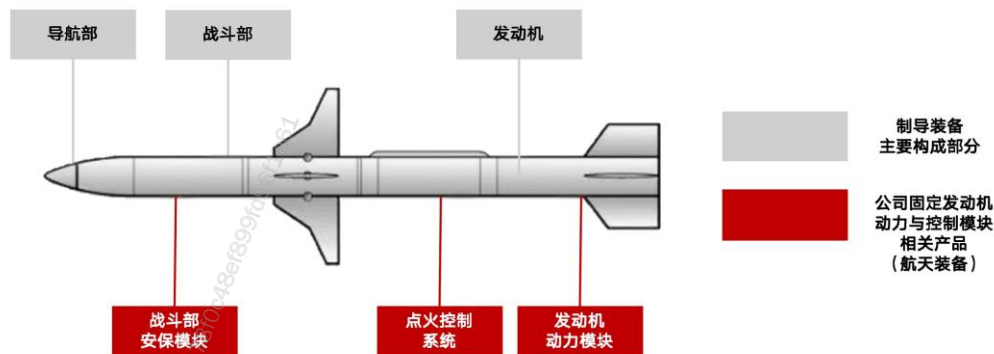
图 14：制导装备产业链



资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

**固体发动机具备结构简单、机动性好等特点，下游应用广泛。**固体火箭发动机使用固态的推进剂，通常是由燃料和氧化剂混合而成的药柱，在燃烧室内燃烧产生推力。固体发动机比冲较低，导致其短时间内推力大，但在持续时间上有限制，并且难以实现推力的精确调节。液体发动机以高比冲和推力可调性著称，但由于设计复杂，组部件较多、总重量较大、低温推进剂无法长期贮存，需要在发射台加注等，固体发动机因其结构简单、工作可靠、使用方便、机动性好等优点，在火箭、导弹、航天运载等领域得到了广泛应用。

图 15：制导装备重要组成部分和公司配套产品应用部位示意图



资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

弹药装备是现代军事力量的重要组成部分，为杀伤敌方力量最终手段。武器装备系统主要由发射平台、弹药以及观瞄、指控等其他设备构成。弹药装备是武器系统的核心部分，是实现杀伤敌人有生力量、破坏敌方作战设施的最终手段，也是武器系统中更新最快、发展最活跃的领域。导弹可以被视为一种特殊的弹药，它具备自主导航和飞行的能力，能够在发射后根据预设的程序或实时指令飞向目标。导弹因其精确性和远距离打击能力，常用于打击高价值或远程目标，而其他弹药则可能用于近程或特定类型的打击任务。

图 16：弹药装备的分类



资料来源：国科军工 2023 年年报，中信证券研究部绘制

引信及智能控制产品是弹药领域的重要子系统，决定了弹药的安全可靠性及对目标的毁伤效果。引信系统作为感受环境和目标信息，从安全状态转换到待发状态，适时作用以控制弹药发挥最佳效果的一种装置。引信系统主要由目标探测器、信号处理装置、安全起爆装置组成，起到保险、环境信息识别、解除保险和起爆的功能。在精确制导武器系统中，引信作为导弹战斗部的一部分，与导弹的制导系统、动力系统等协同工作，确保导弹能够精确打击目标。

图 17：弹药装备产业链

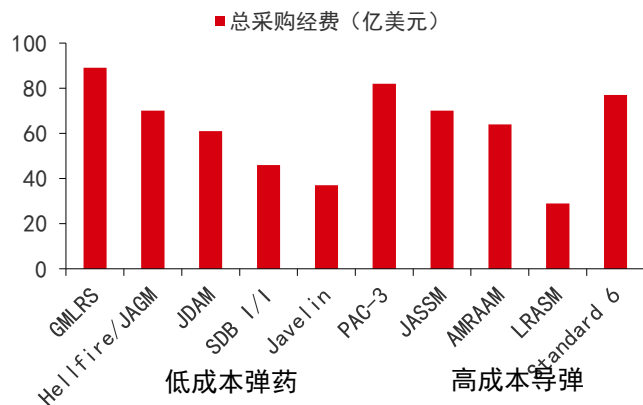


资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

## 低成本火箭弹+高超声速导弹，是导弹发展的重要趋势

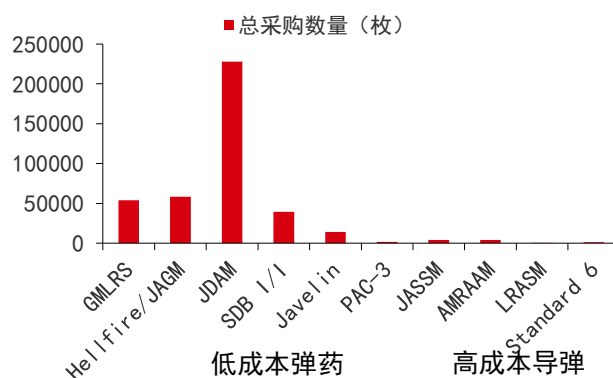
在全球导弹武器发展中，低成本精确制导武器系统正逐渐成为技术发展的重要趋势。随着技术创新的不断推进，如美国已经装备的低成本制导弹药 JDAM（联合制导攻击武器）、SDB（小直径炸弹），以及正在研制的低成本巡飞弹等项目已经展示了其成本效益和战术上的优势。这些系统采用的模块化与数字化设计不仅显著提高了生产与维护的效率，同时也降低了长期运营成本，符合未来军事武器系统向高效率和经济性转变的大趋势。美国国防部的预算报告显示，低成本制导弹药如 JDAM 和 SDB 的采购金额在过去十年中与高价值导弹如 JASSM 和 AMRAAM 空空导弹等持平。

图 18：2015-2024 美国弹药采购预算情况



资料来源：美国国防部，中信证券研究部

图 19：2015-2024 美国弹药采购数量情况



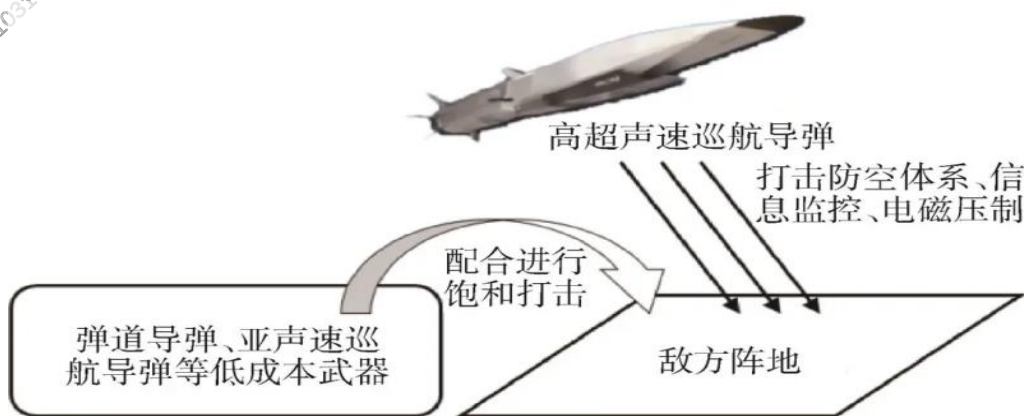
资料来源：美国国防部，中信证券研究部



由于具备成本控制、战术部署灵活性以及战略规划的独特价值，低成本制导武器在现代战争中正逐渐成为改变战场态势的重要力量。尽管单个低成本弹药的杀伤力和精确度可能不及高价值的武器系统，但其数量上的优势和使用的灵活性，为冲突双方提供了新的战术选择和战略思考。这种方式在成本控制、战术部署及战略规划中显示了其独特的价值。低成本弹药的集群使用可以在短时间内对敌方防空系统形成压倒性的负担，通过大量、低成本的弹药饱和攻击，迫使敌方消耗昂贵的防御资源，从而达到消耗战的目的。在未来的战争中，这类武器的发展和应用将继续是战略规划和军事创新的关键领域。

现代战争“匕首”——智能化高超声速导弹的研发和部署成为全球主要军事强国的重点。这类导弹的关键优势在于其飞行速度极高，其飞行速度超过音速的五倍（即 5 马赫以上），具有突防能力强、反应速度快、打击精度高等特点。传统饱和打击方式，效率较低且作战成本较高。而通过使用智能化高超声速武器，可用较低成本完成对敌方防御体系的高效压制和打击摧毁。

图 20：智能化高超声速武器融入作战体系



资料来源：《智能化高超声速武器的发展趋势及应用探讨》（张雨浓,孟飞,刘杰,等）

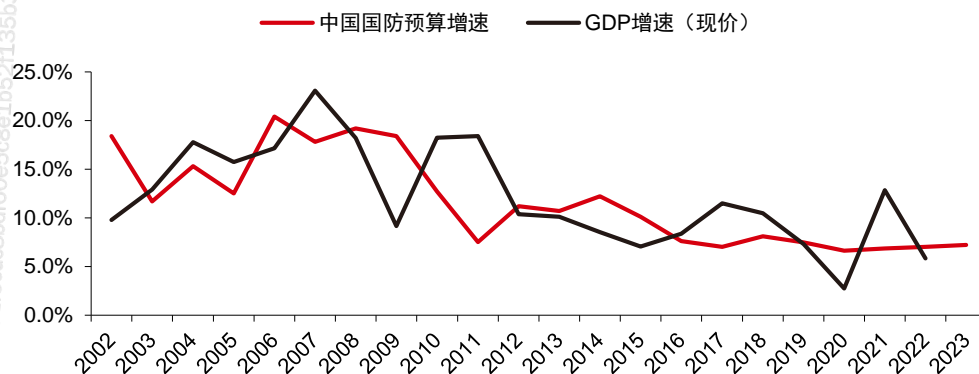
由于具备难以预测的飞行轨迹和高度机动性的优点，高超声速导弹在提升突防能力和战场适应性方面展现出了巨大的潜力。与传统的弹道导弹相比，高超声速导弹能在飞行过程中进行复杂的机动，这使得其飞行轨迹难以被预测，从而大大增加了其突防能力。例如，一些高超声速武器采用滑翔式的飞行方式，在接近目标时能进行高度的机动变化，这种能力使得高超声速导弹在未来战场上的适应性和生存能力大幅提升。这一趋势预示着未来战争的形态将更加依赖于速度、精确性和技术的集成，而高超声速导弹将在这场变革中扮演至关重要的角色。

## 战备需求+演训消耗驱动，制导装备前景广阔

**锚定百年建军目标，装备建设料将提速。**据中国国防部报告，2024 年我国国防预算约 16655 亿元，同比+7.2%，增速同比持平，占 GDP 的比重 1.31%。我国 2021-2023 年国防预算分别同比 6.8%/7.1%/7.2%，军费同比增速连续 3 年稳健增长。据政府工作报告，2024 年 GDP 增速目标为 5%左右，国防开支总体上与国家经济发展水平相协调，

7.2%的国防预算增速保持适度增长。“十四五”规划中明确指出，到 2027 年力争实现建军百年的奋斗目标。2024-2027 年将是装备建设和大规模更新换代的加速阶段，军工装备将进入一个快速发展的时期。在此期间，导弹与弹药这些一次性耗材，随着我军部队训练、演习强度和频率的增加，其销量规模将持续发力。作为中远程导弹核心动力的导弹（火箭）固体发动机需求将显著增加，远程化、精确化和智能化弹药需求也将快速增长。

图 21：2002-2023 年国防预算与 GDP 的同比增速



资料来源：国家统计局，新华网，中信证券研究部

**战备需求驱动导弹需求增长。**导弹作为实现区域拒止、超视距作战、精确打击的核心武器，在现代战争中成为左右战场的胜负手。在武器平台后周期配套列装及战略储备需求下，下游导弹需求正加速放量。科索沃战争中，美国军队在战争初期的 7 天内就发射了 2500 枚导弹；在 2003 年的伊拉克战争中，精确制导武器的使用比例达到了 68.3%。此外，据乌军总参谋部副参谋长赫罗莫夫 2023 年 4 月 13 日的公开发言，包括 KH101 远程空射巡航导弹、“伊斯坎德尔”战术导弹等在内的俄军各类型导弹，2022 年 2 月至 2023 年 4 月共发射数量约为 8000 枚。由于统计数据可能存在局限性，实际使用的导弹数量可能更高。实战经验表明，具有高精度和快速反应能力的导弹系统是现代军队的首选武器。

**全面加强练兵备战，演训消耗促进导弹需求提升。**党的十八大以来，党中央和中央军委坚定不移推进实战化军事训练，推动全军坚持把军事训练摆在战略位置，重点推进实战实训。党的二十大提出要深入推进实战化军事训练，这是加快推进军事训练转型升级的必由之路，也是提高军事训练实战化水平的重要抓手。据解放军报报道，东部战区某重型合成旅 2018 年间枪弹、炮弹、导弹的消耗量分别是往年同期的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。随着军事演习、实弹训练等活动频繁发生，相关实战化训练所需的弹药武器数量将快速增长。近年来我军持续加强练兵备战，实弹化演训背景下导弹消耗量提升。战备需求+演训消耗拉动下，导弹料将成为“十四五”期间复合增速最高的细分武器装备。

**军工集团旗下院所为主要配套商，竞争格局稳固。**在导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品领域，需要在武器装备与导弹（火箭）固体发动机及装药设计、工艺方案、总装、调试等各个环节均具备相应的技术能力并建立完善的技术体系和工艺方案，技术壁垒高，国内主要参与玩家包括航天科技、航天科工等集团下属院所及国科军工。弹药装备领域，兵器工业集团旗下院所主要参与弹药装备配套，竞争格局稳固。全球来看，国外同行

业公司主要为美国阿连特技术系统公司、美国洛克达因航太公司等。

表 2：导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品领域可比公司

集团	院所	厂所	简介
中国航天科技集团	四院	41 所	主要承担中国战略战术导弹及宇航运载领域固体火箭发动机研制及重大预先研究任务,是综合型总体设计技术研究所
		42 所	是我国固体推进剂专业研究所,现已成为在含能材料、高分子材料、精细化工、机电一体化等领域的科研、生产、开发、经营型综合性研究所
		43 所	集开发、研制、生产为一体的复合材料及工艺研究所,是我国固体火箭发动机复合材料壳体、喷管和大型复合材料导弹发射筒的主要承制单位
		401 所	主要从事固体火箭发动机试验及测试技术研究,是目前中国最大的固体火箭发动机地面试验及试验技术研究基地
		7416 厂	是我国目前规模最大、综合技术实力最强,融科研、生产为一体的固体火箭发动机装药、总装、检测专业厂,也是发动机总成设计和弹箭总装专业厂
		7414 厂	专门从事航天固体火箭发动机金属制品的研制生产
	八院	806 所	具有中、小型固体火箭发动机设计、试制、配方设计、装药、发动机试验及型号发动机批产能力的集技术与型号研制、批产及民用产品制造于一身的综合性研究所
中国航天科工集团	三院	31 所	以军品为主,军民结合,集研究、设计、试制、试验为一位的航天动力研究所,先后承担冲压发动机、液体火箭发动机、中小型固体火箭发动机、涡喷发动机、涡扇发动机等系列多个动力装置的研制和生产的任务,并从事高科技民品开发工作
	六院	41 所	主要承担我国战略、战术装备及宇航运载领域固体火箭发动机设计研究任务
		46 所	最早从事固体推进剂与特种材料技术的应用研究型事业单位,在含能材料与安全技术、隔热材料、高性能芳纶纤维、柔性复合材料、精细化工产品、高性能涂料、特种复合材料等领域取得了优异成绩
		210 所	主要从事固体火箭发动机、军用方舱的研发、设计、制造,形成了完整研发体系,建立了从设计、工艺、生产(装药外协)、总装、测试到试验等完整的科研生产体系
		359 厂	从事固体火箭发动机壳体、喷管、安全点火装置等零部件的研制和生产
		8610 厂	是型号发动机装药、配方研制、总装及某型号系统总装、试验的国有大型航天企业。在推进剂配方研制、装药、总装、地面试验等方面,形成了成熟的工艺技术和研发、批生产能力。
	389 厂	主要承担国家战略、战术、宇航用固体火箭发动机的装药总装任务	
美国阿连特技术系统公司	是美国兵器工业中重要的军品公司,主要研制与生产装甲车辆、火炮、常规弹药与军械、军用电子设备及系统、导弹、航空航天设备等产品。该公司在军品领域深耕多年,具有较强的技术积累,是美国固体火箭发动机领域的重要企业。		
美国洛克达因航天公司	是世界一流的火箭和导弹推进开发商和制造商,其业务主要包括为运载火箭、卫星和其他太空飞行器提供全方位的推进和动力系统,以及战略导弹、导弹防御、战术系统和武器的研发、生产和销售。		

资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

表 3：弹药装备领域可比公司

集团	院所	厂所	简介
中国兵器工业集团		845 厂	又名西安北方惠安化学工业有限公司,我国最大的火箭弹、战术导弹发动机装药研制基地和我国唯一的炮弹用可燃药筒军械元器件研制基地
中国兵器装备集团	湖南云箭集团有限公司		专注于航空弹药的研制与生产,是国防科技工业和军队武器装备建设的中坚力量
	航空弹药研究院		始建于 1952 年,是我国第一家航空弹药科研生产单位
德国莱茵金属公司			为德国一家战斗车辆武器装备及防卫产品制造商,公司的业务已经涵盖了德国军事领域的方方面面,其防务板块业务包含坦克和火炮的武器和弹药系统,中等口径武器和弹药,自卫系统,以及推进剂和火药等化学品

资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

## ■ 模块-分系统-整弹全面布局，型号饱满支撑长期成长

### 重视自主研发，技术领先型号任务饱满

掌握核心技术，新型材料复合隔热、引信复合定距等技术处于行业领先水平。公司自成立以来，一直专注于导弹（火箭弹）固体发动机动力领域与弹药装备领域的研发、生产和销售。导弹（火箭弹）固体发动机方面，高性能材料技术与安全高效制备技术等产品研制与生产全领域形成了完善的自主技术体系，具有全产品自主研发技术能力，掌握多项核心技术，部分技术达到国际领先水平。其中的新型隔热复合材料实现了在超高温环境下较长时间隔热，且质量更轻，达到对能量的有效管理，技术国际领先；弹药装备方面，公司围绕弹药建立并完善了自有技术体系，拥有各类型弹药的完整研发技术能力。其中引信复合定距技术可利用引信系统探测的自然环境中“某场”信息确定自身的位移，并且结合基于内嵌的弹道数学模型计算的位移信息，实现弹药的精确定位、精确起爆。

表 4：公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品

技术类别	序号	核心技术名称	是否取得专利	对应产品	技术先进程度	技术所处阶段
高性能材料技术	1	高性能动力模块助剂技术	是	低燃速高能量动力模块	国内先进	批量生产
	2	高性能复合推进剂	-	高性能动力模块	国内先进	批量生产
	3	新型隔热复合材料技术	-	多 XX-2 多 XX 组合动力模块	国际领先	批量生产
安全高效制备技术	4	高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术	-	高性能动力模块	国内领先	批量生产
	5	新型包覆套材料、成型与可修复技术	-	包覆药柱类动力模块	国内领先	批量生产
	6	中小口径发动机动力模块高效制造技术	是	中小口径发动机动力模块	国内领先	批量生产
	7	绝热层高质量高效制造技术	是	带绝热层的动力模块	国内领先	批量生产
	8	直列式抗干扰高压起爆技术	-	点火控制模块	国内领先	小批量生产
控制技术	9	高压起爆之电压精准控制技术	-	点火控制模块	国内领先	小批量生产
	10	全电子安全保障技术	-	安全控制模块	国内领先	型号研制中
	11	全单到安全闭锁技术	-	安全控制模块	国内领先	批量生产
	12	高过载结构设计及材料技术	-	安全控制模块	国内领先	批量生产

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 5：公司弹药装备及引信与智能控制产品

技术类别	序号	核心技术名称	是否取得专利	对应产品	技术先进程度	技术所处阶段
功能提升	13	多弹种总体设计技术	是	弹药	国内先进	批产应用
	14	多功能战斗部设计技术	是	弹药	国内先进	批产应用
	15	破片轻量化技术	是	弹药	国内首创	批产应用
威力提升	16	战斗部高效复合毁伤技术	-	弹药	国内先进	批产应用
	17	大炸高聚能装药战斗部设计技术	是	弹药	国内首创国际领先	小批量应用
精度提升	18	整体脱壳技术	是	弹药	国内首创国内领先	批产应用
	19	纯铁导带脱碳技术	已受理	弹药	国内首创国内领先	批产应用
精确炸点控制	20	C&R 双模复合目标探测技术	是	智能引信、弹药	国内首创国内领先	小批量应用
	21	引信复合定距技术	-	智能引信、弹药	国内首创国内领先	批产应用







技术类别	序号	核心技术名称	是否取得专利	对应产品	技术先进程度	技术所处阶段
	22	抗超高（冲击）过载缓冲技术	-	智能引信、弹药	国内首创国内领先	批产应用
	23	高水压解保及起爆技术	是	智能引信、弹药	国内先进	批产应用
	24	高瞬发度技术	-	引信、弹药	国内先进	批产应用
	25	并行冗余起爆技术		智能引信、智能控制、弹药	国内首创	批产应用

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**参与数个主力型号配套，支撑业绩快速增长。**在导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制领域，公司产品主要包括各型固体发动机动力模块，适配于不同口径、射程、燃速或其他技术要求的导弹、火箭弹。截至 2022 年末，公司导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品主要包括军方定型列装批产产品 10 型，型号研制项目 11 项，军贸定型及型号产品 5 型；导弹（火箭弹）安全控制模块产品主要包括军方定型列装批产产品 3 型，型号研制产品 4 型。在弹药装备领域，公司产品主要包括防空反导弹药、各型特种弹药、弹药引信、弹药智能控制产品等。截至 2022 年末，公司弹药装备产品主要包括军方定型列装批产产品 11 型，型号研制项目 9 项，军贸定型产品 3 型；在民用领域弹药装备产品，公司自 2018 年开始生产销售，目前是国内仅有的四家定点生产企业之一。该产品具有消雹效果好、性价比、安全可靠高等优点。

表 6：公司导弹（火箭弹）固体发动机动力主要产品

产品名称	产品图示	产品特性	应用场景
ZB026/JW- 固体发动机 动力模块		1、大幅降低产品体积及重量； 2、大幅提高总装产品机动性和突防能力； 3、低温、高频震动环境下能量保持率高，工作可靠。	
YD040/XM- 点火控制系 统		1、复杂姿态、极端环境下的稳定发射点火，安全性高； 2、抗干扰能力强。	
ZT025/JW- 固体发动机 动力模块		1、实现燃速精确控制、具备超远距离续航能力； 2、动力模块能量高，使导弹具有高突防速度； 3、环境适应性强，可承受极低工作环境温度。	
ZT005/JW- 发动机动力 模块		1、燃烧快、推力大、可短时达到数倍音速； 2、环境适应性强，可承受极低工作环境温度。	

产品名称	产品图示	产品特性	应用场景
远程火箭弹-发动机动力模块		1、燃速精确控制； 2、推力大、装填密度大。	
YA033/X 战斗部安保机构		1、实现全弹道安全； 2、保险机构适应超高音速环境； 3、发火机构冗余设计，作用可靠性高。	

资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

表 7：公司弹药装备产品主要型号

产品名称	产品特性	应用场景
DJ014/XF 型弹药	 1、该产品为某新型防空系统主用弹药，实现多种功能于一体，能有效应对低空来袭的各类空中目标，实现命中即摧毁的毁伤效果； 2、该产品应用首创技术解决了某重大实战应用难题，是目前某类型弹药中威力最大、效费比最高的产品。	
DJ022/JK 型弹药	 该产品为某防空系统主用弹药，运用了创新的装药结构，显著提高了小口径弹药的初速； 2、集多功能于一体，能有效应对低空来袭的各类空中目标，实现命中即摧毁的毁伤效果。	
DZ024/XM 声源定深弹	 1、公司是国内最重要的海洋声学调查定深弹供应商； 2、可实现超大水深高压下精确引爆。	
DZ025/XHZ 产品	 手持使用时耐受高温、使用简便，能够在极短时间内完成破拆任务，有效提高该类型作战效能。	

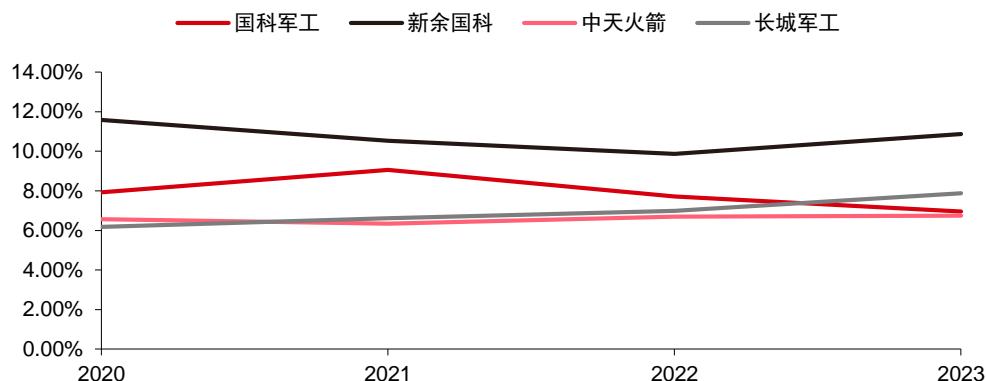


产品名称	产品特性	应用场景
YT038/XM 弹药引信与 战斗部组件	 <ul style="list-style-type: none"><li>1、是某新型破甲弹的引战组件；</li><li>2、能在高速飞行状况下，可靠、精准地识别目标，并精确定距起爆一级战斗部；</li><li>3、能根据弹速变化智能决策，控制高速下的二级引信在预定位置精确起爆主战斗部。</li></ul>	
YD041/XM 智能引信	 <p>配套于某型弹炮结合武器系统的智能弹药,实现精确炸点控制，用于精确打击来袭目标。</p>	
YA029/XH 火箭弹引信	 <p>机电引信：瞬发度高，具有碰炸、大着角发火、擦地炸、自毁等多渠道发火特性，能打击不同介质目标且可靠性高； 安全起爆装置：国内某新型弹药随进子弹用抗超高过载安全起爆装置，具有高安全性和高作用可靠性。</p>	
YA034/XM 系列干扰弹 安保机构	 <p>产品性能上可实现在干扰弹脱离机体足够距离后稳定点燃，并在短时间内达到足够辐射强度。</p>	

资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

**重视研发投入，研发费用持续高于可比公司。**公司持续加大研发投入，2023 年研发费用同比增长 11.92%。近三年研发费用率持续保持在 6.9%以上，其中材料费增长最快，2021~2023 年材料费占研发费用比例分别为 26.0%、37.8%和 29.5%，部分项目进入材料需求较大的样机阶段，同时制导装备固体发动机动力模块研发项目数量增加，推动研发所用的材料、物资相应增加；在制导装备和弹药装备领域，公司研发费用率处于可比公司中较高水平。

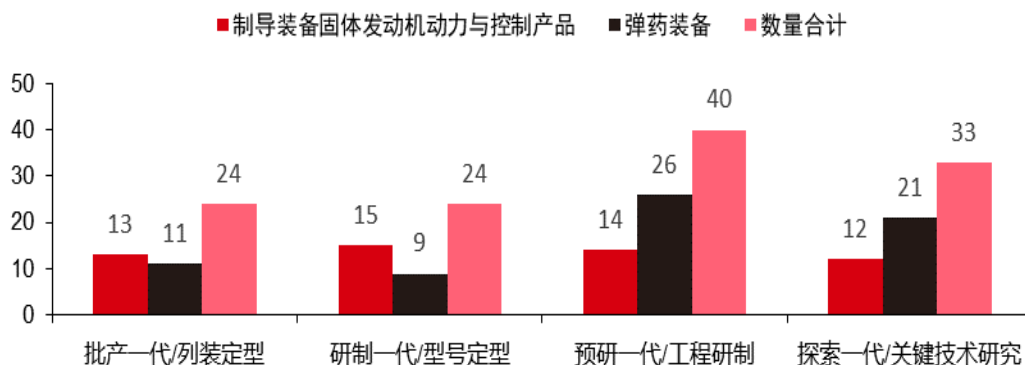
图 22：2020~2023 年可比公司研发费率对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

**未来型号储备丰富，长期成长动能充足。**在大力研发支持下，公司 2023 年新增授权专利 19 项，其中发明专利（含国防专利）4 项，累计授权专利 150 项，其中发明专利（含国防专利）28 项。通过持续的技术积累和核心技术的优势，公司在特种领域的“实物择优竞标”中取得了显著成绩，截至 2022 年末共计中标 24 个核心产品。作为总体单位，公司在主用和特种弹药领域中标了 6 款产品，这些产品是唯一中标的；作为配套单位，公司的引信与智能控制中标了 6 款产品，制导装备的安全与控制模块中标了 3 款产品，而制导装备的固体发动机动力模块中标了 9 款产品。据公司 2023 年年报，2023 年公司共 12 项产品由科研转批产，批产产品数量进一步提升。此外，公司还积极布局未来型号配套，截至 2022 年末已有 24 型型号跟研，40 型工程研制，以及 33 型未来技术探索项目；2023 年增加型研项目 25 项，截至 2023 年末正进行预研项目约 50 项。公司遵循“批产一代，研制一代、预研一代、探索一代”的科学发展路径，为未来的发展提供了强大的动力源泉。

图 23：公司批产及在研型号数量梳理（截至 2022 年末）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 长期深耕核心客户，构建“模块-分系统-整弹”配套体系

导弹动力控制模块领域唯一地方国企，核心子公司分工明确。公司下属有五大子公司，各家公司互相配合，在江西形成深厚业务基础。宜春先锋军工机械有限公司于 2008 年 06 月成立，主要配套领域为机械、电子、军警用器材的研发、生产、销售；冷挤压机械加工、特殊工艺加工、产品装备、石油钻采工具件，矿冶设备及配件研发和技术服务，装卸搬运服务。九江国科远大机电有限公司成立于 2009 年 6 月，主要领域为金属加工机械制造、金属表面处理及热处理加工。江西星火军工工业有限公司成立时间为 2008 年 06 月，主要配套领域为机电产品技术开发、生产、销售、技术服务；军警防暴器材研发、生产、销售、技术服务；发热包生产、销售、技术服务。江西新明机械有限公司成立时间为 2006 年 12 月，主要配套领域为机械与电子产品及其它军民用产品的研究、加工、服务；物业管理、房屋租赁、金属材料销售。江西航天经纬化工有限公司成立时间为 1998 年 12 月，主要配套领域为导弹（火箭）固体发动机、复合固体推进剂的研制、生产、销售、服务。

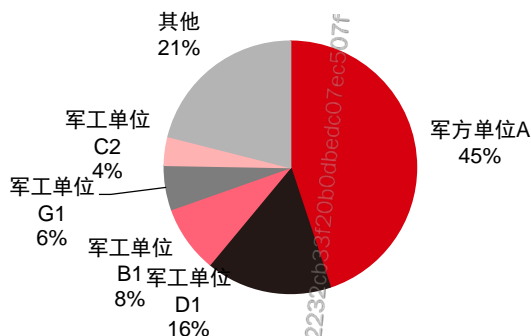
表 8：公司各个子公司成立时间，以及主要配套领域

公司名称	成立时间	经营范围	与公司主营业务关系
宜春先锋	2008 年 6 月	机械、电子、军警用器材的研发、生产、销售；冷挤压机械加工、特殊工艺加工、产品装备、石油钻采工具件，矿冶设备及配件研发和技术服务，装卸搬运服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	研制生产销售主用弹药、特种弹药、炮射防雹增雨弹产品
九江国科	2009 年 6 月	机械与电子产品制造、销售；研发和技术服务；装卸搬运（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	研制生产销售主用弹药、特种弹药产品
江西星火	2008 年 6 月	机械制造、销售；机电产品技术开发、生产、销售、技术服务；军警防暴器材研发、生产、销售、技术服务；发热包生产、销售、技术服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	研制生产销售特种弹药、引信及智能控制产品
新明机械	2006 年 12 月	机械与电子产品及其它军民用产品的研究、加工、服务；物业管理、房屋租赁、金属材料销售（凡涉及行政许可的凭许可证经营）	研制生产销售特种弹药、引信及智能控制、导弹安全与控制模块产品
航天经纬	1998 年 12 月	导弹（火箭）固体发动机、复合固体推进剂的研制、生产、销售、服务；发热包及装置的研制、生产、销售、服务；技术转让与服务；设备委托加工；国内贸易（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	研制生产销售导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

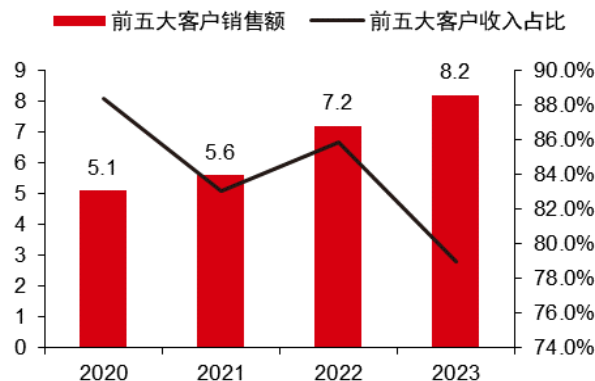
**长期配套核心客户，客户黏性较强。**军工行业具有下游客户高度集中以及产品终端用户为军方的行业特性。公司军品以总装产品和核心配套产品为主，在军工产业链中配套层级较高，细分产品存在客户依赖情形具有合理性。2023 年期末，公司对前五大客户的销售金额为 82,132.12 万元，占公司当期主营业务收入的比例为 78.95%。前五大客户分别是军方单位 A、军方单位 D1、军方单位 B1、军方单位 G1、军方单位 C2。其中，军方单位 A 为中国人民解放军装备订购部门，为公司弹药装备产品的终端用户。军工集团 B 是我国专业从事导弹、火箭弹产品服务的军工央企集团，具备行业垄断性。

图 24：2023 年前五大客户占比



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 25：2020-2023 年前五大客户销售额及占比



资料来源：国科军工招股说明书，公司年报，中信证券研究部

**“模块-分系统-整弹”构建全产业链配套，成本控制能力较强。**公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块，以及多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制等作战场景。公司业务涵盖全产业链配套技术，通过其内部子公司的紧密分工与合作，建立了一个涵盖导弹（火箭弹）动力控制、引信装置和弹药产出等关键技术领域的一体化研发和生产体系。模块化的构建方式，提高了成本控制能力，通过减少对外部供应商的依赖，有效降低了整体成本。

## 募投扩产奠定成长基础，员工持股赋能长期发展

**募投扩产投向研发，奠定长期发展基础。**公司 IPO 募集资金净额 14.43 亿元，其中 3.29 亿元用于统筹规划项目，1.96 亿元用于产品技术及研发项目，弹药装备领域实现远程化、智能化、高效能、多用途、微型化等多方面需求；在制导装备领域继续研发新型高能物质，提高固体发动机动力模块能量水平，拓展新的业务领域，实现固体发动机配套层级提升。

表 9：公司募投项目梳理

筹资方式	项目名称	总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
自筹资金	技改项目	-	-
IPO/自筹资金	统筹规划建设项目	8.05	3.29
	产品及技术研发投入	1.96	1.96
	补充流动资金及偿还项目银行贷款	2.25	2.25
	超募资金永久补充流动资金	2	2
合计		14.26	9.5

资料来源：国科军工招股说明书，中信证券研究部

**上市前核心员工持股，增强核心人员积极性及凝聚力。**2015 年，公司设立员工持股平台南昌嘉晖，原公司股东南昌创投将其持有的公司 15%股权转让给南昌嘉晖。2016 年，公司五家子公司宜春先锋、九江国科、星火军工、新明机械、航天经纬分别设立员工持股平台南昌合宏、南昌顺泽、南昌嘉弘、南昌捷宇、南昌爱民。之后，公司本部员工及上述子公司员工持股平台对南昌嘉晖增资，通过南昌嘉晖间接持有公司股份。公司通过股权激励，激发员工热情，有效确保核心团队与公司利益保持一致，推动公司朝既定战略目标稳步前进。

表 10：公司员工持股情况

序号	姓名/名称	出资额(万元)	出资比例	合伙人类别	任职情况
1	毛勇	508.8	16.00%	普通合伙人	董事长
2	南昌合宏	383.72	12.07%	有限合伙人	/
3	南昌嘉弘	383.72	12.07%	有限合伙人	/
4	南昌捷宇	360.4	11.33%	有限合伙人	/
5	南昌顺泽	330.72	10.40%	有限合伙人	/
6	南昌爱民	309.52	9.73%	有限合伙人	/
7	钟鸣晓	148.4	4.67%	有限合伙人	副总经理
8	魏学忠	137.8	4.33%	有限合伙人	董事，前任副总经理，已退休
9	邓卫勇	131.44	4.13%	有限合伙人	财务总监、董事会秘书
10	张慧芳	127.2	4.00%	有限合伙人	前管理人员、已退休
11	黄军华	110.24	3.47%	有限合伙人	副总经理、核心技术人员
12	齐敏	42.4	1.33%	有限合伙人	职工代表监事
13	胡衍毅	42.4	1.33%	有限合伙人	生产技服人员
14	余永安	38.16	1.20%	有限合伙人	副董事长、总经理
15	江帆	25.44	0.80%	有限合伙人	管理人员
16	朱冬水	21.2	0.67%	有限合伙人	前生产技服人员，已退休
17	万彩云	16.96	0.53%	有限合伙人	管理人员
18	赵子俊	16.96	0.53%	有限合伙人	销售人员
19	魏莱	12.72	0.40%	有限合伙人	销售人员
20	黄东	10.6	0.33%	有限合伙人	管理人员
21	万思超	10.6	0.33%	有限合伙人	管理人员
22	张艳红	6.36	0.20%	有限合伙人	前管理人员，已离职
23	熊文茜	4.24	0.13%	有限合伙人	管理人员
-	合计	3,180.00	100.00%	-	-

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部



## ■ 风险因素

公司业务稳定增长，但仍存在若干风险，可能导致公司业绩不及预期，主要包括：1）行业订单节奏波动风险；2）下游武器装备放量进度不及预期；3）产品降价导致毛利率下降；4）型号批产进度不及预期；5）新产品研发风险；6）研发人员流失或不足的风险。

### 行业订单节奏波动风险

军工行业的订单往往具有单笔金额大、交付周期长的特点，且受到国家政策和军事需求的直接影响。预计在较长一段时间内，基于行业特性，公司仍将存在大客户依赖及客户集中度较高的情形，因此公司的订单节奏可能会因客户采购计划的调整而出现波动。国科军工的订单执行和交付时间可能与预期存在偏差，这可能导致收入确认的波动，影响公司短期内的财务表现。此外，订单节奏的波动还可能对公司的生产计划、库存管理和现金流造成压力，增加运营成本和风险。

### 下游武器装备放量进度不及预期

公司业绩在很大程度上依赖于军方的采购计划和国防预算分配。若军方的武器装备更新换代进度不及预期，可能会导致公司产品需求减少，进而影响公司的营业收入和利润水平。此外，军事采购计划可能受到国际形势、地缘政治、国防战略调整以及财政预算安排等多种因素的影响，这些因素的不确定性都可能对公司的业绩产生波动。

### 型号批产进度不及预期

截止 2023 年 12 月末，公司有 36 型产品进入批产，主要在研项目合计 83 项，其中工程研制项目 47 项，关键技术研究 36 项。若跟研型号产品批产进度不及预期，或将对公司营收及利润带来影响。

### 新产品研发风险

公司遵循武器装备的“批产一代、研制一代、预研一代、探索一代”的发展思路，对于获得的军品型号研制项目，则需要经过立项论证、方案设计、工程研制、状态鉴定等多个阶段并最终实现列装定型，研发周期跨度大，研发投入较高，存在不确定性。

### 研发人员流失或不足的风险

军工行业对于核心技术的要求高、技术的更新迭代很快，需要建立具有吸引力的薪酬及项目奖励机制等措施引进和优化人才队伍，如果薪酬制度或激励机制不能及时到位或不具有竞争力，可能导致核心技术人员流失或不足。



## ■ 盈利预测及估值评级

### 盈利预测

#### 关键假设

我们将公司业务拆分为军品、民品、受托研发三部分，对各业务分析如下：

- 1. 军品：**公司军品主要包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、反恐处突、海洋调查等多个领域。公司在弹药总体设计、精度控制、毁伤效果等核心环节积累多项研发成果和核心技术，在小口径防空反导弹药方面具备国内先进水平。结合导弹领域订单修复节奏及公司各细分业务布局情况，对各细分产品进行收入及毛利率预测并汇总后，我们预计 2024-2026 年公司军品收入增速分别为 30.1%/24.0%/21.6%；考虑到下游降价压力或将持续，并考虑到规模效应对毛利率的部分支撑作用，预计 2024-2026 年军品毛利率将稳中向下，分别为 31.0%/30.2%/30.1%。
- 2. 民品：**公司民品主要为炮射防雹增雨弹产品，主要采取经销模式，最终交付至各省市人工影响天气主管部门使用。伴随固定资产投入逐步落地，产能释放或将推动民品收入持续增长。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 15%/10%/10%，综合考虑产品价格压力及规模效益，预计民品毛利率将稳中向下，假设 2024-2026 年毛利率分别为 27.5%/27.0%/26.5%。
- 3. 受托研发：**公司研制收入主要来源于特种领域跨期研制项目，具有研制周期较长、合同金额较大的特点。考虑到研发收入及研发规模波动性较大，且当前体量收入比例较小，预计 2024-2026 年收入增速分别为-10%/-10%/-10%；考虑到业务收入基数较小并结合公司过去受托研发毛利率水平，预计该业务毛利率维持在较低水平，假设 2024-2026 年毛利率分别为 20.0%/20.0%/20.0%。
- 4. 费用率：**1) 销售费用率：考虑到公司并非销售驱动型企业，结合公司 2020-2023 年销售费用率情况并考虑到收入增大后的基数效应，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 1.4%/1.2%/1.1%；2) 管理费用率：公司管理费用主要由折旧与摊销及职工薪酬构成，伴随公司收入规模增大及治理效能提升，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 7.0%/6.5%/6.0%；3) 研发费用率：公司研发费用主要由职工薪酬及委托开发费用构成，考虑到公司长期重视自主研发投入，2020-2023 年公司研发费用率呈逐年增加趋势，且研发为公司夯实自身竞争力的关键，故我们预计 2024-2026 年公司研发费用率将稳中有升，分别为 7.3%/7.4%/7.5%；4) 财务费用率：伴随募投资金到账并产生利息收入，结合募投资金投入节奏及公司现金规模等，并考虑到收入的基数效应，我们预计公司 2024-2026 年财务费用率分别为-2.4%/-1.4%/-1.0%。
- 5. 假设公司所得税率保持稳定，2024-2026 年实际所得税率为 12%。**

表 11：公司经营模型测算（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>民品</b>						
收入	42.69	28.83	36.27	41.71	45.88	50.47
增速（%）	-30.73	-32.47	25.81	15.00	10.00	10.00
成本	30.46	20.75	26.24	30.24	33.49	37.10
毛利	12.23	8.08	10.03	11.47	12.39	13.37
毛利率（%）	28.65	28.03	27.65	27.50	27.00	26.50
<b>军品</b>						
收入	610.47	795.87	994.57	1293.81	1603.94	1949.99
增速（%）	23.30	30.37	24.97	30.09	23.97	21.57
成本	386.00	494.47	673.61	893.03	1118.97	1363.21
毛利	224.47	301.40	320.96	400.78	484.97	586.78
毛利率（%）	36.77	37.87	32.27	30.98	30.24	30.09
<b>受托研发</b>						
收入	18.24	10.91	5.29	4.76	4.28	3.86
增速（%）	14.72	-40.19	-51.51	-10.00	-10.00	-10.00
成本	21.28	10.61	3.76	3.81	3.43	3.09
毛利	-3.04	0.30	1.53	0.95	0.86	0.77
毛利率（%）	-16.67	2.75	28.92	20.00	20.00	20.00
<b>其他业务</b>						
收入	1.08	1.61	4.12	4.94	5.93	7.12
增速（%）	-38.29	49.07	155.90	20.00	20.00	20.00
成本	0.20	0.48	0.11	1.48	1.78	2.14
毛利	0.88	1.13	4.01	3.46	4.15	4.98
毛利率（%）	81.48	70.19	97.33	70.00	70.00	70.00
<b>合计</b>						
收入	672.48	837.22	1040.25	1345.23	1660.04	2011.43
增速（%）	17.08	24.50	24.25	29.32	23.40	21.17
成本	437.94	526.31	703.72	928.56	1157.67	1405.52
毛利	234.54	310.91	336.53	416.67	502.37	605.91
毛利率（%）	34.88	37.14	32.35	30.97	30.26	30.12

资料来源：国科军工招股说明书，公司公告，中信证券研究部预测

### 盈利预测结果

基于上述假设和测算，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.5/16.6/20.1 亿元，归母净利润分别约为 1.80/2.26/2.84 亿元，对应 EPS 预测为 1.03/1.29/1.61 元。

表 12：公司盈利预测结果

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	837	1,040	1,345	1,660	2,011
营业收入增长率 YoY	24.5%	24.3%	29.3%	23.4%	21.2%
净利润(百万元)	111	141	180	226	284
净利润增长率 YoY	46.6%	27.3%	28.1%	25.6%	25.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.63	0.80	1.03	1.29	1.61
毛利率	37.1%	32.4%	31.0%	30.3%	30.1%
净资产收益率 ROE	16.3%	6.2%	7.7%	9.0%	10.5%
每股净资产（元）	3.85	12.90	13.26	14.26	15.40
PE	62.6	49.3	38.3	30.6	24.5
PB	10.2	3.1	3.0	2.8	2.6
PS	8.3	6.7	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	38.9	33.7	30.5	21.9	17.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2024 年 7 月 5 日收盘价

## 相对估值

公司主营业务为弹药装备和导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制装备，而高德红外主营业务为红外芯片及信息化弹药，产品和客户端均与国科军工类似；长盈通主要生产航天领域光纤环等产品，客户端与国科军工类似，故选取上述二家公司作为可比公司，并使用 PE 法和 PEG 法对公司进行估值。

截至 2024 年 7 月 1 日，2024 年高德红外、长盈通 Wind 一致预期 PE 分别为 44/26x，均值为 35x。我们预计 2024 年公司净利润约为 1.8 亿元，考虑到公司产业链配套层级更靠近中游，竞争格局较稳固，且批产型号广、在研型号储备丰富，给予公司 2024 年 45x 目标 PE，对应合理市值约 80 亿元。

截至 2024 年 7 月 1 日，高德红外、长盈通 2024 年 Wind 一致预期下 PEG 为 1.15/0.56x，平均值为 0.85x。我们预计公司 2025 年相对 2023 年归母净利润复合增速约为 27%，参考可比公司估值情况，考虑到公司批产及在研型号丰富，长期成长性较强，且产业链地位具备稀缺性，给予公司 2024 年 1.70xPEG 估值，对应公司的合理估值约 83 亿元。

表 13：可比公司估值

公司	股价 (元)	EPS(元)				归母净利润 增速	PE (倍)				PEG (倍)
		2022A	2023A	2024E	2025E		2022A	2023A	2024E	2025E	2024E
长盈通	20.25	0.66	0.13	0.77	1.13	197.56%	30.68	159.23	26.39	17.98	0.56
高德红外	5.92	0.12	0.02	0.13	0.19	243.07%	50.37	373.46	43.89	31.73	1.15
平均							40.53	266.35	35.14	24.86	0.85

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：EPS 预测数据为 Wind 一致预期，2025 年相对于 2023 年归母净利润增速取 Wind 一致预期。因主要可比公司高德红外经营情况暂无 2026 年 Wind 一致预期，而单一可比公司或将对估值造成较大影响，出于审慎考虑，选取可比公司 2025 年相对于 2023 年归母净利增速作为 PEG 估值基准之一。PEG 计算方式为 2024 年 PE 除以 2025 年相对 2023 年归母净利润增速×100，市值为 2024 年 7 月 1 日收盘价对应市值

综合两种估值方式结果，出于谨慎性原则，我们给予公司估值目标 80 亿元，对应目标价为 46 元（对应 2024 年 45xPE、2024 年 PEG 约 1.67x）。

## 结论

作为现代战争中的“胜负手”，在武器平台后周期配套列装及战略储备需求下，导弹及弹药装备在“十四五”期间正处黄金发展期。伴随前期产业链部分环节供给短缺、下游订单节奏波动等不利因素逐步消除，导弹及弹药装备具备较强修复预期。公司作为弹药与导弹固体发动机的核心供应商，凭借长期技术积淀、生产效率、成本等优势切入多个批产及在研型号，料将持续受益于行业需求修复，长期成长确定性强。我们预计公司 2024/25/26 年归母净利润分别为 1.8/2.3/2.8 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.03/1.29/1.61 元，当前股价对应 PE 分别 40/32/26x。选取高德红外、长盈通为可比公司，当前可比公司 2024 年 Wind 一致预期平均 PE 为 35x，平均 PEG 为 0.85x。综合 PE 法与 PEG 法，考虑到公司产业链配套层级更靠近中游，竞争格局较稳固，且批产型号广、在研型号储备丰富，给予公司 2024 年 45x 目标 PE，对应合理市值约 80 亿元，对应目标价为 46 元。首次覆盖给予“增持”评级。

5aea10cf62b88cb32c8ff470402b314a5ba68fa7dcd0593a108c08561d2dc850

利润表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	837	1,040	1,345	1,660	2,011
营业成本	526	704	929	1,158	1,406
毛利率	37.1%	32.4%	31.0%	30.3%	30.1%
税金及附加	1	4	2	3	5
销售费用	15	17	19	20	22
销售费用率	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%
管理费用	75	78	94	108	121
管理费用率	9.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%
财务费用	14	(0)	(32)	(22)	(19)
财务费用率	1.6%	0.0%	-2.4%	-1.4%	-1.0%
研发费用	65	72	98	123	151
研发费用率	7.7%	7.0%	7.3%	7.4%	7.5%
投资收益	0	0	0	0	0
EBITDA	181	209	231	321	401
营业利润率	15.51%	16.06%	16.03%	16.24%	16.78%
营业利润	130	167	216	270	337
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	130	167	214	269	337
所得税	16	20	26	32	40
所得税率	12.7%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	3	6	8	10	13
归属于母公司股东的净利润	111	141	180	226	284
净利率	13.2%	13.5%	13.4%	13.6%	14.1%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	341	1,828	1,395	996	1,121
存货	264	232	303	412	508
应收账款	117	197	191	270	377
其他流动资产	189	113	132	156	184
流动资产	910	2,369	2,021	1,834	2,191
固定资产	664	697	950	1,272	1,352
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	94	92	92	92	92
其他长期资产	105	89	289	589	539
非流动资产	863	878	1,331	1,953	1,983
资产总计	1,773	3,247	3,351	3,786	4,174
短期借款	45	10	0	34	0
应付账款	368	401	588	734	861
其他流动负债	360	469	326	393	476
流动负债	773	880	913	1,162	1,337
长期借款	301	60	60	60	60
其他长期负债	17	26	26	26	26
非流动性负债	318	86	86	86	86
负债合计	1,090	967	1,000	1,248	1,423
股本	110	147	147	147	147
资本公积	264	1,671	1,671	1,671	1,671
归属于母公司所有者权益合计	676	2,267	2,330	2,506	2,706
少数股东权益	7	14	22	32	44
股东权益合计	683	2,281	2,351	2,538	2,750
负债股东权益总计	1,773	3,247	3,351	3,786	4,174

现金流量表 (百万元)

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后利润	113	147	188	236	296
折旧和摊销	41	49	57	85	96
营运资金的变化	-28	234	-65	-2	-17
其他经营现金流	34	12	-7	-18	-25
经营现金流合计	160	441	173	301	351
资本支出	-154	-91	-510	-707	-127
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资现金流合计	-154	-91	-510	-707	-127
权益变化	0	1,465	0	0	0
负债变化	-26	-297	-10	34	-34
股利支出	0	0	-117	-50	-84
其他融资现金流	-19	-26	32	22	19
融资现金流合计	-45	1,141	-95	7	-99
现金及现金等价物净增加额	-39	1,492	-432	-399	125

主要财务指标

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	24.5%	24.3%	29.3%	23.4%	21.2%
营业利润	39.3%	28.6%	29.1%	24.9%	25.2%
净利润	46.6%	27.3%	28.1%	25.6%	25.2%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	37.1%	32.4%	31.0%	30.3%	30.1%
EBITDA Margin	21.7%	20.1%	17.2%	19.4%	19.9%
净利率	13.2%	13.5%	13.4%	13.6%	14.1%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	16.3%	6.2%	7.7%	9.0%	10.5%
总资产收益率	6.2%	4.3%	5.4%	6.0%	6.8%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	61.5%	29.8%	29.8%	33.0%	34.1%
所得税率	12.7%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
股利支付率	0.0%	83.4%	27.8%	37.1%	49.4%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
<b>行业评级</b>	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上



## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd. 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）042/11/2022。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2024 版权所有。保留一切权利。