

兰剑智能（688557.SH）：自研自产高筑壁垒，对标巨头空间广阔

2025 年 6 月 6 日

强烈推荐/首次

兰剑智能

公司报告

兰剑智能是国内少数具备软硬件自研自产能力的智慧物流系统领域优势企业。公司主要从事以智能机器人为核心的智慧物流系统的研发、设计、生产、销售及服务，面向不同行业提供成熟有效的全流程智慧物流系统解决方案，是国内少数具备软硬件自研自产能力的智慧物流系统领域优势企业。兰剑智能的产品已出口至多个国家，并在多个行业获得广泛应用，此外，公司的搬运机器人在烟草、医药、电子商务等行业获得广泛认可，展现出强大的市场适应能力。

打造“核心系统+高毛利服务”收入结构。智能仓储物流自动化系统业务 2024 年实现收入 11.22 亿元，毛利率 30.74%。公司聚焦高端市场，提供覆盖仓储、分拣、搬运等环节的自动化解决方案，客户包括中国烟草、唯品会、宁德时代等头部企业；运营维护服务 2024 年实现收入 0.44 亿元，毛利率 52.05%随着系统交付规模扩大，该业务收入持续增长；公司提供仓储物流自动化系统的代运营服务，2024 年实现收入 0.39 亿元，毛利率 50.84%。

有望对标大福。在 2022 年美国 MMH 杂志发布的全球 20 大物流系统集成商营收榜单中，大福年销售额位居榜首。大福是世界自动化系统行业龙头企业，在物流自动化领域处于领先地位，其产品和服务广泛应用于全球多个行业和领域，包括仓储物流、洁净室、汽车装配线、机场运输设备、自动洗车、半导体搬运系统。对标大福，公司有望在以下三方面获得更广阔的发展空间：

公司海外营收占比有望持续提升。20 世纪 90 年代至 21 世纪初，随着日本经济的进一步发展和国际化的推进，日本大福的出海步伐明显加快。目前大福在 24 个国家构建据点网络，能够更好地了解当地市场需求，提供定制化的解决方案，降低关税等贸易壁垒的影响，提高市场竞争力。大福与丰田、本田等日本本土汽车企业在全世界范围内建立了广泛的生产网络，提升了其在全球市场的知名度和影响力，大福跟随其客户走向全球，大福非日本地区营收占比近年来始终保持在 65%以上。兰剑智能 2024 年海外营收占比 2.70%，未来提升空间较大。根据公司 2024 年度报告，比亚迪为公司前五大客户，未来随着我国汽车制造业出海提速，公司海外营收占比有望持续提升。兰剑智能 2024 年成功突破泰国、墨西哥、加拿大新市场，落地西班牙、泰国、新加坡项目，全球业务布局取得突破。完成德国子公司注册，新设匈牙利全资子公司（BlueSword Hungary Kft），海外项目签约额达 2.4 亿元，同比激增 281%。

服务咨询未来有望成为公司第二增长曲线。大福的优势在于其一站式支持结构，该结构涉及各种服务和运营，包括咨询、系统构建、制造、安装和售后服务，以实现长期稳定运行和更换，其服务收入占比近年来保持在 25%以上。大福凭借丰富的交贷记录，拥有广泛的服务菜单，以确保产品在交贷后多年稳定运行。在系统出现故障、设施老化以及客户产品或处理量发生变化的情况下，大福提供全面支持，包括升级以前提供的设备和改造。通过售后服务与客户建立信任，以发现赢得新订单的商机。兰剑智能提供基于智能机器人为核心的智慧物流系统，提供 RaaS 代运营、售后运营维护、技术咨询规划等服务，2024 年运营维护服务、代运营毛利率分别为 52.05%和 50.84%，远高于智能仓储物

公司简介：

兰剑智能科技股份有限公司的主营业务是以智能物流机器人为核心的智慧物流系统的研发、设计、生产、销售及服务，面向不同行业提供成熟有效的全流程智慧物流系统解决方案。

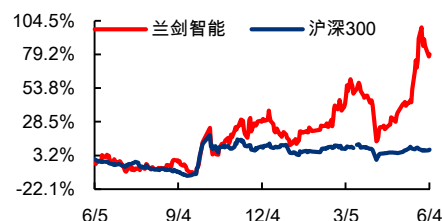
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	32.9-14.78
总市值（亿元）	30.23
流通市值（亿元）	30.23
总股本/流通 A 股（万股）	10,221/10,221
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.27

资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

分析师：任天辉

010-66554037

执业证书编号：

renth@dxzq.net.cn

S1480523020001

流自动化系统毛利率 30.74%，未来随着其产品销售规模扩大，服务咨询营收占比有望随之提升，进而改善公司盈利能力。兰剑智能服务咨询业务将依托技术优势与全球化布局，从“被动响应”转向“主动赋能”，通过智能化、定制化服务提升客户价值，未来有望成为公司第二增长曲线。

AI 技术普及将进一步推动物流行业向技术密集型转型。2013 年以来，伴随移动互联网浪潮，电子商务行业的快速发展，企业生产和配送产品的储存数量、品种类别、出入库频率不断增加，对企业的管理水平、拣选效率、准确性和及时性提出了更高的要求，导致其对仓储物流自动化系统需求大幅增长。同时，物流行业劳动力短缺也进一步提升了物流行业自动化渗透率，2019 年爆发的新冠疫情加剧了人工和原材料成本，进一步催生物流自动化投资需求以降低成本，大福业绩及股价再创新高。以此为启示，AI 对物流行业的重塑堪比移动互联网对消费端的颠覆，进一步推动物流行业向技术密集型转型。2015 年唯品会与兰剑智能合作的蜂巢系统在 2016 年“双 11”期间仅依靠 15 名作业人员、8 个拣选台，实现累积出库量 20 万件，日均 5 万件。未来随着 AI 赋能，电商对大规模、高效率、高准确性的拆零拣选解决方案需求迫切，兰剑智能有望凭借其技术迭代速度与规模化落地能力扩大市场份额。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.62、1.97 和 3.18 亿元，对应 EPS 分别为 1.59、1.92 和 3.11 元。当前股价对应 2025 年 PE 值 18.65 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、市场拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	975.50	1,207.68	1,569.38	2,076.61	2,818.06
增长率 (%)	6.56%	23.80%	29.95%	32.32%	35.70%
归母净利润 (百万元)	110.43	112.07	162.12	196.53	317.90
增长率 (%)	21.99%	1.48%	44.67%	21.22%	61.75%
净资产收益率 (%)	10.12%	9.59%	12.49%	13.45%	18.27%
每股收益 (元)	1.08	1.10	1.59	1.92	3.11
PE	27.38	26.98	18.65	15.38	9.51
PB	2.77	2.59	2.33	2.07	1.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司是领先智能物流供应商	5
1.1 产品全面覆盖自研自产	5
1.2 打造“核心系统+高毛利服务”收入结构	5
2. 我国智能物流装备渗透率提升空间广阔	7
3. 对标大福有望打开成长空间	9
3.1 海外及服务营收占比有望持续提升	9
3.2 AI 普及有望推动行业进一步向技术密集转型	11
4. 盈利预测与投资评级	12
5. 风险提示	13
相关报告汇总	15

插图目录

图 1: 兰剑智能机器人智慧物流解决方案	5
图 2: 兰剑智能营业收入及同比增速	6
图 3: 兰剑智能归母净利润及同比增速	6
图 4: 兰剑智能营收构成 (%)	6
图 5: 兰剑智能各业务毛利率 (%)	6
图 6: 兰剑智能销售毛利率和净利率	6
图 7: 兰剑智能费用率	6
图 8: 2020-2025 中国智能物流装备市场规模	7
图 9: 智慧物流行业下游应用占比	7
图 10: 2021-2024 中国智慧物流相关企业注册量统计图	错误!未定义书签。
图 11: 2024 年物流自动化市场格局	错误!未定义书签。
图 12: 2019-2024 年中国社会消费品零售总额	8
图 13: 2019-2024 年全国网上零售额	8
图 14: 2020-2025 中国物流信息软件系统市场规模	8
图 15: 2022-2025 中国无人配送市场规模	8
图 16: 大福产品线	9
图 17: 日本大福营业收入及营业利润率	9
图 18: 兰剑智能营业收入及营业利润率	9
图 19: 日本大福海外及服务占比	10
图 20: 兰剑智能海外及服务营收占比	10
图 21: 日本大福分行业营收构成	11
图 22: 兰剑智能分行业营收	11
图 23: 大福历史股价及业绩走势	12

表格目录

表 1: 业绩拆分表.....	13
附表: 公司盈利预测表	14

1. 公司是领先智能物流供应商

兰剑智能科技股份有限公司在技术创新中稳步前行。兰剑智能经历了三个发展阶段。早期, 公司专注于物流软件咨询规划和软件研发; 中间阶段, 公司在烟草行业推出卷烟自动分拣线, 并在专用设备领域深耕; 近年来, 公司进行通用设备开发, 提供一揽子解决方案, 并与唯品会等企业合作, 推动自动化代运营模式。公司始终坚持自主创新, 填补了多项国内外市场空白, 逐步成长为中国的优秀民族品牌。

1.1 产品全面覆盖自研自产

兰剑智能是国内少数具备软硬件自研自产能力的智慧物流系统领域优势企业。公司主要从事以智能机器人为核心的智慧物流系统的研发、设计、生产、销售及服务, 面向不同行业提供成熟有效的全流程智慧物流系统解决方案, 是国内少数具备软硬件自研自产能力的智慧物流系统领域优势企业。兰剑智能的产品已出口至多个国家, 并在多个行业获得广泛应用, 此外, 公司的搬运机器人在烟草、医药、电子商务等行业获得广泛认可, 展现出强大的市场适应能力。

图1: 兰剑智能机器人智慧物流解决方案



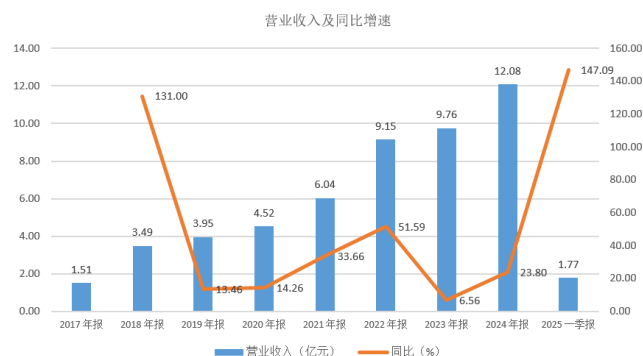
资料来源: 兰剑智能年报, 东兴证券研究所

1.2 打造“核心系统+高毛利服务”收入结构

盈利能力短期承压。公司 2024 年营业收入 12.08 亿元 (同比+23.8%), 扣非归母净利润 0.98 亿元 (同比+2.93%), 营收增长主要来自航空航天、光伏、新能源汽车等新行业项目交付。2025 年一季度营收 1.77 亿

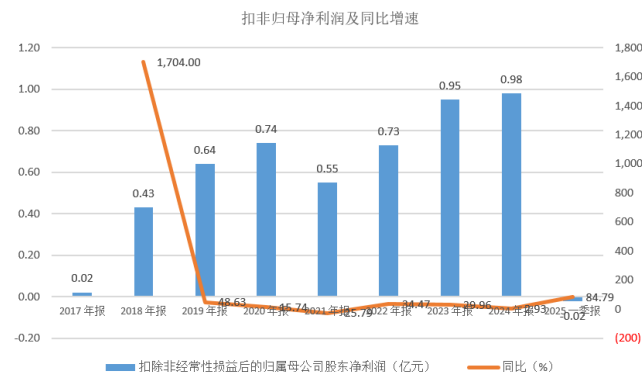
元 (同比+147.09%), 扣非归母净利润-0.02 亿元 (同比+84.79%), 扣非归母净利润绝对值较低, 主要因一季度为行业淡季, 且新业务拓展初期成本较高。

图2: 兰剑智能营业收入及同比增速



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

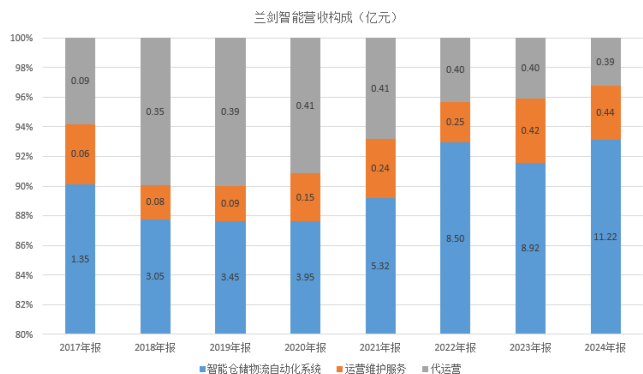
图3: 兰剑智能归母净利润及同比增速



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

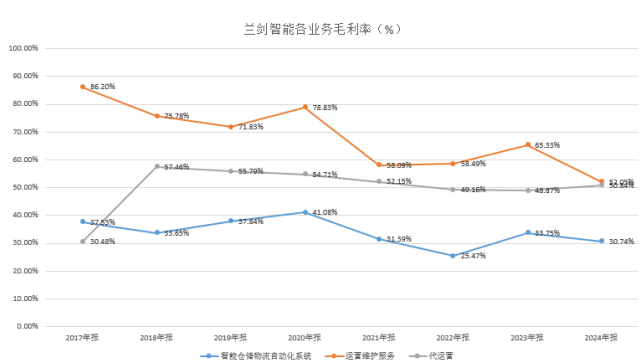
打造“核心系统+高毛利服务”收入结构。智能仓储物流自动化系统业务 2024 年实现收入 11.22 亿元, 毛利率 30.74%。公司聚焦高端市场, 提供覆盖仓储、分拣、搬运等环节的自动化解决方案, 客户包括中国烟草、唯品会、宁德时代等头部企业; 运营维护服务 2024 年实现收入 0.44 亿元, 毛利率 52.05%。随着系统交付规模扩大, 该业务收入持续增长; 公司提供仓储物流自动化系统的代运营服务, 2024 年实现收入 0.39 亿元, 毛利率 50.84%。

图4: 兰剑智能营收构成 (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图5: 兰剑智能各业务毛利率 (%)



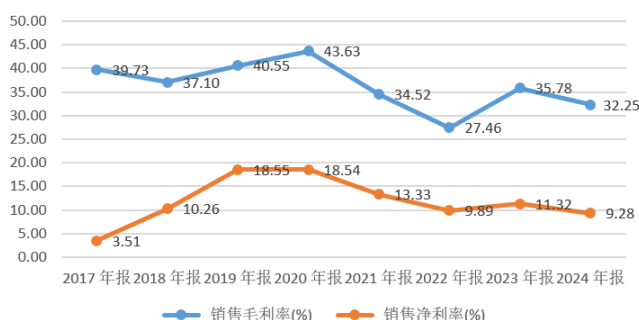
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

公司毛利率和净利率有望改善。后期公司有望通过智能化系统迭代 (如 AI 算法优化) 和规模化交付以及公司品牌效应增强和客户复购率提升, 进而压降管理费用和销售费用, 修复盈利能力。为缩小与国际巨头技术差距以及跨行业拓展新市场, 公司研发费用保持较高水平, 未来有助于公司高筑壁垒, 保持核心竞争力。

图6: 兰剑智能销售毛利率和净利率

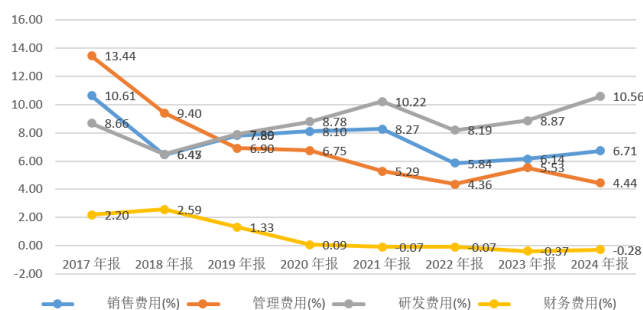
图7: 兰剑智能费用率

兰剑智能毛利率和净利率 (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

兰剑智能费用率 (%)

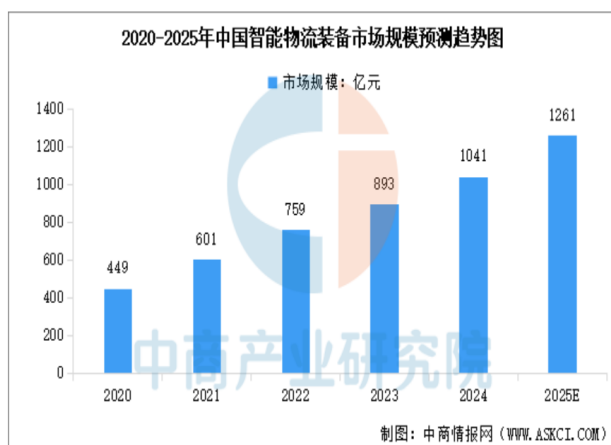


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

2. 我国智能物流装备渗透率提升空间广阔

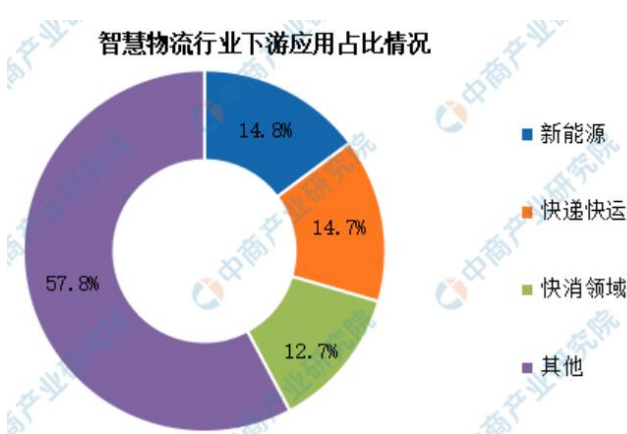
我国智能物流装备市场保持较高增速。根据中商产业研究院数据, 中国智能物流装备市场规模高速增长, 从 2020 年 449 亿元增至 2024 年 1041 亿元, 复合年增长率 23.4%, 预计 2025 年将达 1261 亿元。物联网、人工智能技术进步拉动供应链自动化升级, 市场需求激增。下游应用领域主要为: 新能源 (14.8%)、快递快运 (14.7%)、快消 (12.7%); 其他领域: 医药、汽车、3C 电子、家电、轻工业生产等, 新能源与电商物流或成增长主力。

图8: 2020-2025 中国智能物流装备市场规模



资料来源: 中商情报网, 东兴证券研究所

图9: 智慧物流行业下游应用占比

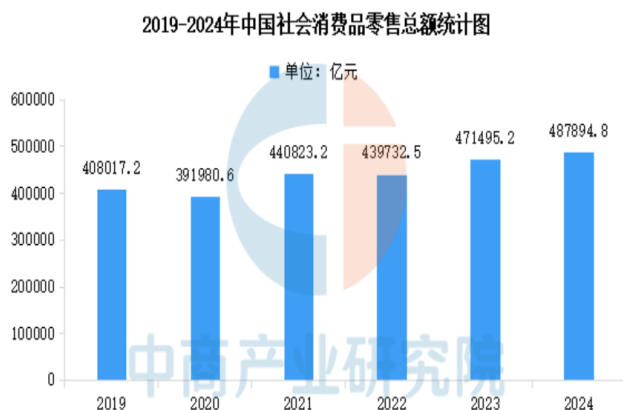


资料来源: 中商情报网, 东兴证券研究所

智能物流装备渗透率预计将快速提升。社会物流总费用与 GDP 的比值是衡量一个国家物流效率和发展阶段的重要指标, 通常社会物流总费用占比越低, 代表物流行业发展越成熟。请补充该观点的依据。社会物流总费用与全社会零售总额呈现双向影响关系: 一方面, 物流成本直接影响商品终端价格和消费潜力, 物流总费用占 GDP 比率下降, 提升消费对 GDP 贡献率; 另一方面, 消费规模扩张倒逼物流效率提升激活下沉市场。二者通过“成本-效率”循环相互促进, 支撑经济高质量发展。供应链效率有较大提升空间。未来随着智能物流

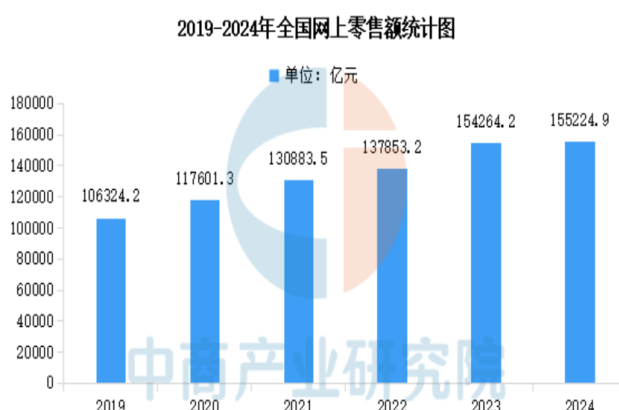
装备的成本、效率优势进一步显现, 柔性化供应链需求持续增强, 智能物流装备渗透率预计将快速提升。全国网上零售额是中国社会消费品零售总额的重要组成部分, 2024 年实物商品网上零售额达 15.52 万亿元, 社零总额 48.79 万亿元, 网上零售占比 31.80%, 线上消费规模扩张与时效性需求激增, 推动物流体系向“技术密集型”加速转型, 对物流效率提出更高要求, 叠加人力成本上涨压力, 倒逼企业通过无人仓、AGV 机器人、自动驾驶卡车及无人机等技术重构物流网络。

图10: 2019-2024 年中国社会消费品零售总额



资料来源: 中商情报网, 东兴证券研究所

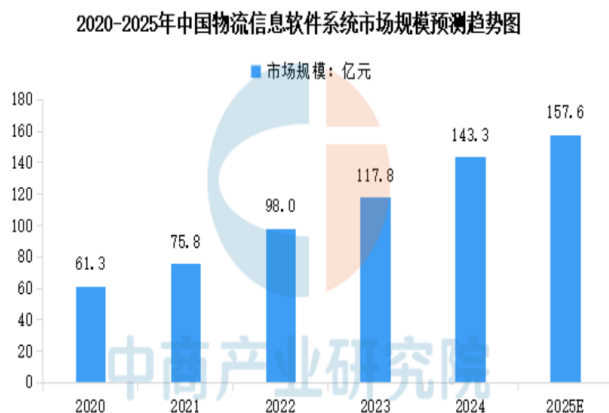
图11: 2019-2024 年全国网上零售额



资料来源: 中商情报网, 东兴证券研究所

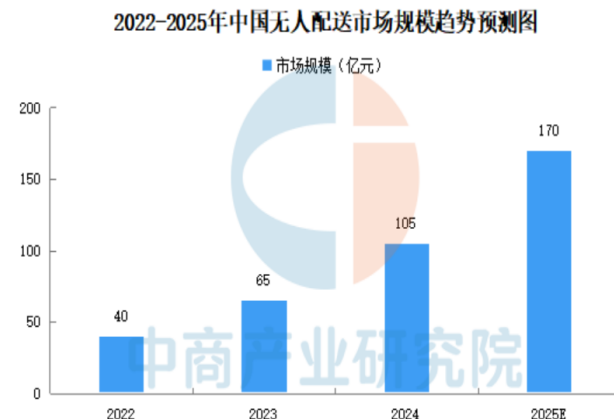
无人和数字化有望成为增量市场。人力成本上涨推动拣选、运输环节自动化升级, 自动拣选系统及无输送带运输系统加速落地, 目标实现全流程无人化; 物流软件市场高速增长, 2024 年规模达 143.3 亿元 (CAGR 23.7%), 2025 年预计增至 157.6 亿元, OMS/WMS/TMS 等系统需求旺盛; 无人配送规模化应用, 快递/外卖/商超领域广泛使用无人车、无人机, 叠加政策支持, 行业进入“技术驱动降本增效”新阶段。

图12: 2020-2025 中国物流信息软件系统市场规模



资料来源: 中商情报网, 东兴证券研究所

图13: 2022-2025 中国无人配送市场规模

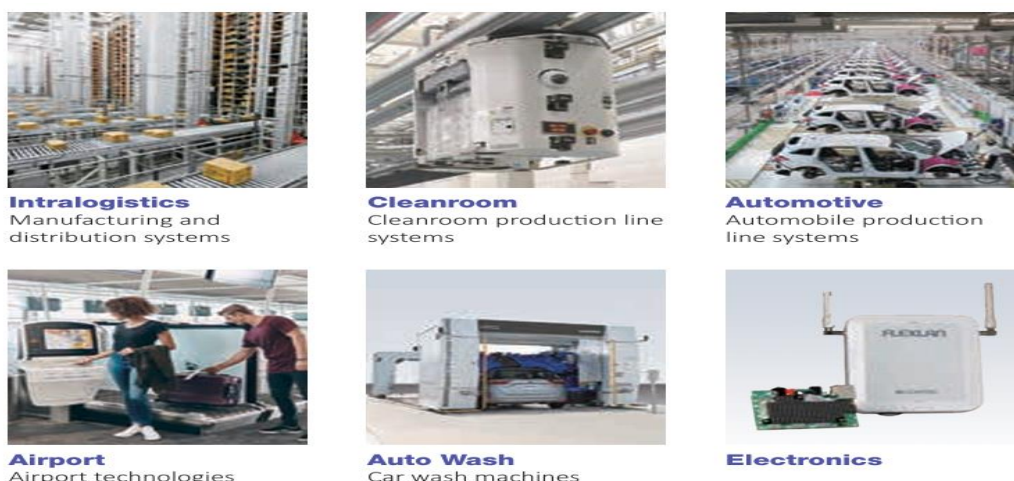


资料来源: 中商情报网, 东兴证券研究所

3. 对标大福有望打开成长空间

在 2022 年美国 MMH 杂志发布的全球 20 大物流系统集成商营收榜单中, 大福年销售额位居榜首。大福是世界自动化系统行业龙头企业, 在物流自动化领域处于领先地位, 其产品和服务广泛应用于全球多个行业和领域, 包括仓储物流、洁净室、汽车装配线、机场运输设备、自动洗车、半导体搬运系统。

图14: 大福产品线



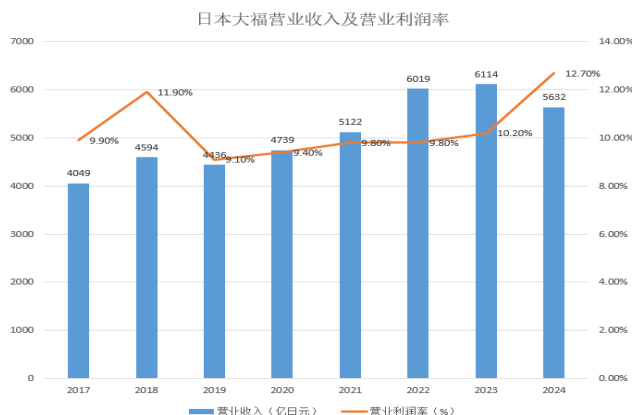
资料来源: 大福年报, 东兴证券研究所

3.1 海外及服务营收占比有望持续提升

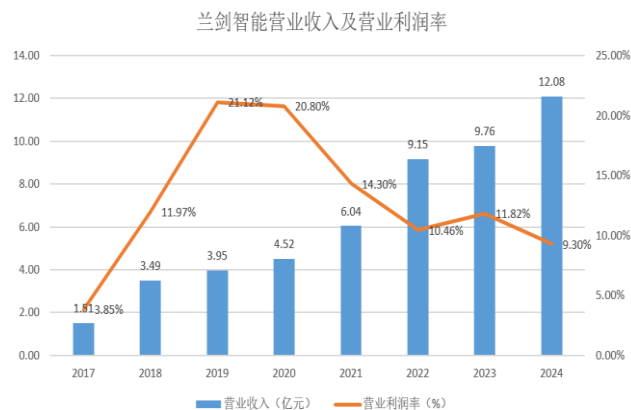
营收端与大福相比呈现较高成长性。2023 年大福在扩大电子商务、半导体需求增加、向电动汽车 (EV) 的转变以及航空乘客数量的恢复的支持下, 综合销售额达 6114 亿日元, 连续第二年创历史新高, 营业利润率小幅提升至 10.20%。兰剑智能营业收入从 2017 年的 1.51 亿元提升至 2024 年的 12.08 亿元, 与大福相比呈现较高的成长性, 2024 年营业利润率 9.30%略低于大福的营业利润率。未来, 随着技术的不断进步和产品的升级换代, 公司能够为客户提供更具竞争力的解决方案, 从而提升产品附加值, 进而提高营业利润率。

图15: 日本大福营业收入及营业利润率

图16: 兰剑智能营业收入及营业利润率



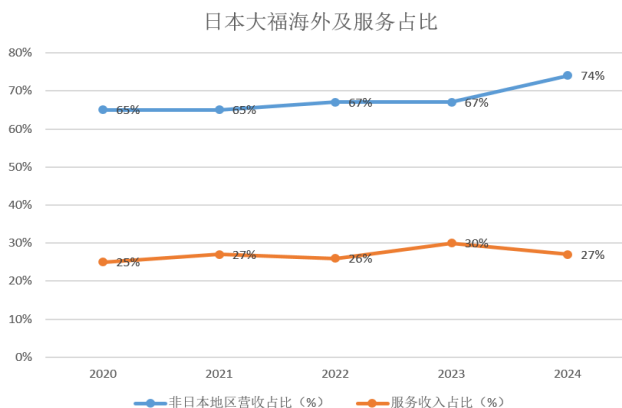
资料来源: 大福年报, 东兴证券研究所, 注: 2024 年为 4 月 1 日至 12 月 31 日 9 个月数据



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

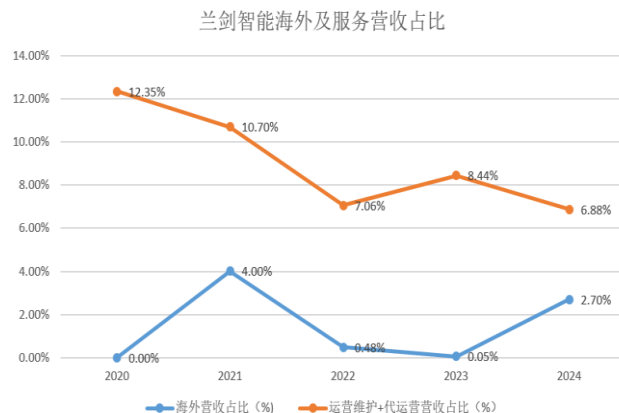
公司海外营收占比有望持续提升。20 世纪 90 年代至 21 世纪初, 随着日本经济的进一步发展和国际化的推进, 日本大福的出海步伐明显加快。目前大福在 24 个国家构建据点网络, 能够更好地了解当地市场需求, 提供定制化的解决方案, 降低关税等贸易壁垒的影响, 提高市场竞争力。大福与丰田、本田等日本本土汽车企业在全世界范围内建立了广泛的生产网络, 提升了其在全球市场的知名度和影响力, 大福跟随其客户走向全球, 大福非日本地区营收占比近年来始终保持在 65% 以上。兰剑智能 2024 年海外营收占比 2.70%, 未来提升空间较大。根据公司 2024 年度报告, 比亚迪为公司前五大客户, 未来随着我国汽车制造业出海提速, 公司海外营收占比有望持续提升。兰剑智能 2024 年成功突破泰国、墨西哥、加拿大新市场, 落地西班牙、泰国、新加坡项目, 全球业务布局取得突破。完成德国子公司注册, 新设匈牙利全资子公司 (BlueSword Hungary Kft), 海外项目签约额达 2.4 亿元, 同比激增 281%。

图17: 日本大福海外及服务占比



资料来源: 大福年报, 东兴证券研究所

图18: 兰剑智能海外及服务营收占比

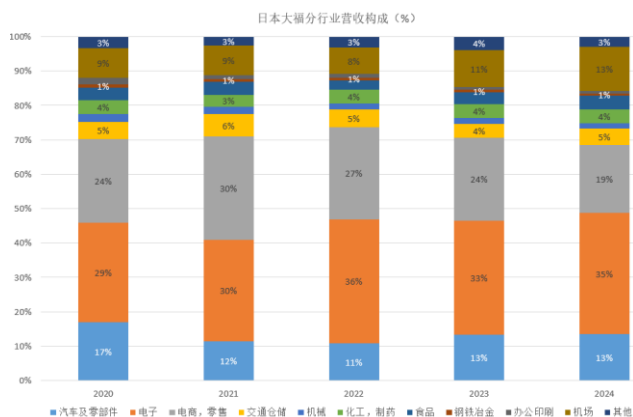


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

服务咨询未来有望成为公司第二增长曲线。大福的优势在于其一站式支持结构, 该结构涉及各种服务和运营, 包括咨询、系统构建、制造、安装和售后服务, 以实现长期稳定运行和更换, 其服务收入占比近年来保持在25%以上。大福凭借丰富的交货记录, 拥有广泛的服务菜单, 以确保产品在交货后多年稳定运行。在系统出现故障、设施老化以及客户产品或处理量发生变化的情况下, 大福提供全面支持, 包括升级以前提供的设备和改造。通过售后服务与客户建立信任, 以发现赢得新订单的商机。兰剑智能提供基于智能机器人为核心的智慧物流系统, 提供 RaaS 代运营、售后运营维护、技术咨询规划等服务, 2024 年运营维护服务、代运营毛利率分别为 52.05% 和 50.84%, 远高于智能仓储物流自动化系统毛利率 30.74%, 未来随着其产品销售规模扩大, 服务咨询营收占比有望随之提升进而善公司盈利能力。兰剑智能服务咨询业务将依托技术优势与全球化布局, 从“被动响应”转向“主动赋能”, 通过智能化、定制化服务提升客户价值, 未来有望成为公司第二增长曲线。

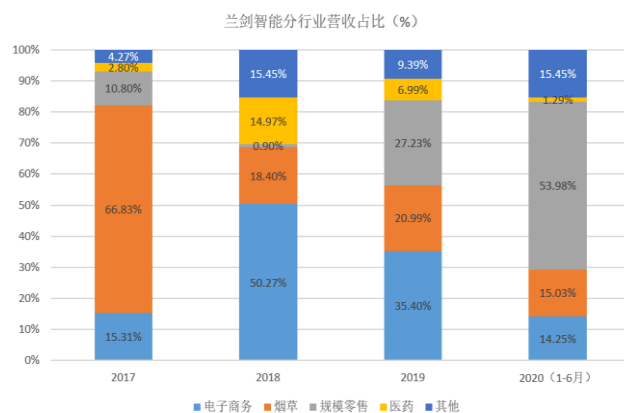
公司有望在新兴领域持续扩展, 下游分布将更加均衡和多元化。大福下游行业分布近年来保持稳定, 其中电子、电商零售、汽车行业占比较高, 2024 年分别占营收比例 35%、19%、13%。根据兰剑智能招股说明书, 其 2020 年 (1-6 月) 下游行业电商、规模零售和烟草占比较高, 分别为 14.25%、15.03% 和 53.98%。公司积极拓展大规模分布式超低压直流伺服输送系统在新兴领域的应用范畴, 全方位促进输送系统向柔性化、伺服化、绿色低碳化、安全化方向迈进, 未来随着我国制造业和国内消费转型升级, 公司有望在新兴领域持续扩展, 下游分布将更加均衡和多元化。

图19: 日本大福分行业营收构成



资料来源: 大福年报, 东兴证券研究所

图20: 兰剑智能分行业营收

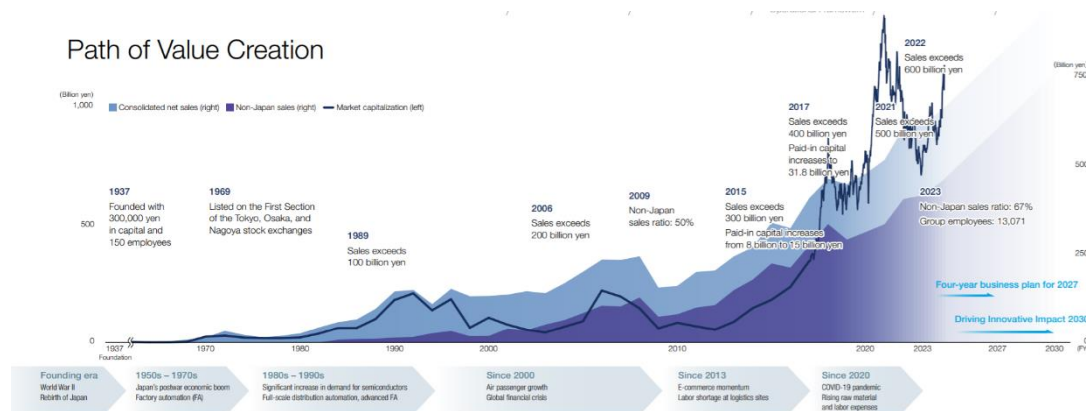


资料来源: 兰剑智能招股说明书, 东兴证券研究所

3.2 AI 普及有望推动行业进一步向技术密集转型

AI 技术普及将进一步推动物流行业向技术密集型转型。2013 年以来, 伴随移动互联网浪潮, 电子商务行业的快速发展, 企业生产和配送产品的储存数量、品种类别、出入库频率不断增加, 对企业的管理水平、拣选效率、准确性和及时性提出了更高的要求, 导致其对仓储物流自动化系统需求大幅增长。同时, 物流行业劳动力短缺也进一步提升了物流行业自动化渗透率, 2019 年爆发的新冠疫情加剧了人工和原材料成本, 进一步催生物流自动化投资需求以降低成本, 大福业绩及股价再创新高。以此为启示, AI 对物流行业的重塑堪比移动互联网对消费端的颠覆, 进一步推动物流行业向技术密集型转型。

图21: 大福历史股价及业绩走势



资料来源: 大福年报, 东兴证券研究所

与 2013 年移动互联网改变了消费底层设施催生大量物流自动化需求相类似, 2025 年 AI 技术变革将对消费行业产生深远影响, 推动新消费场景和新产品诞生, 拓展应用场景和应用边界, 倒逼行业进行智能化升级。随着订单量增长, 电商物流中心分拣业务所占比重越来越大, 订单履行效率要求越来越高, SKU 量更大, 订单不断增加且波动幅度大等正成为其面临的重大困难。AI 时代电商物流正经历“预测精度-响应速度-成本控制”的三角博弈, 唯有同步升级智能仓储、实时调度、柔性供应链, 才能在 AI 普及的市场中保持占有率。兰剑智能推出的蜂巢系统以“高密度存储+智能调度+极致效率”重构电商物流成本结构。2015 年唯品会与兰剑智能合作的蜂巢系统在 2016 年“双 11”期间仅依靠 15 名作业人员、8 个拣选台, 实现累积出库量 20 万件, 日均 5 万件。未来随着 AI 赋能, 电商对大规模、高效率、高准确性的拆零拣选解决方案需求迫切, 兰剑智能有望凭借其技术迭代速度与规模化落地能力扩大市场份额。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设: 我们对公司主要业务的经营情况做出以下假设:

- 1) 自动仓储物流自动化系统: 当前公司自动仓储物流自动化系统的应用领域持续拓展, 且海外多国的销售取得积极进展, 随着公司自动仓储物流自动化系统销售规模的提升, 预计毛利率将有所提升。预计公司电子加速器及辐照加工业务 2025-2027 年营收分别同比变化+30%/+32%/+35%, 毛利率分别为 32%/33%/35%。
- 2) 运营维护: 未来随着其产品销售规模扩大, 服务咨询营收占比有望随之提升。预计未来运营维护 2025-2027 年营收分别同比变化+50%/+55%/+60%, 毛利率分别为 55%/56%/57%。
- 3) 代运营及其他业务: 结合该业务历史表现情况, 预计保持平稳。假设 2025-2027 年代运营业务营收分别同比变化-8%/+5%/+9%, 毛利率分别为 51%/52%/53%; 其他业务分别同比变化 5%/+5%/+5%, 毛利率分别为 67%/67%/67%。

4) 技术咨询规划服务: 未来随着 AI 赋能, 电商对大规模、高效率、高准确性的拆零拣选解决方案需求迫切, 兰剑智能有望凭借其技术迭代速度与规模化落地能力扩大市场份额。假设 2025-2027 年营收分别同比变化 +100%/+100%/+100%, 毛利率分别为 60%/60%/60%。

表1: 业绩拆分表

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能仓储物流自动化系统	销售收入	849.69	892.40	1,122.36	1,459.07	1,925.97	2,600.06
	成本	633.23	591.23	777.39	992.17	1,290.40	1,690.04
	销售收入增长率 (自定义)		5.03%	25.77%	30.00%	32.00%	35.00%
	毛利率 (自定义)	25.47%	33.75%	30.74%	32.00%	33.00%	35.00%
运营维护服务	销售收入	25.08	42.20	44.29	66.44	102.98	164.77
	成本	10.41	14.63	21.24	29.90	45.31	70.85
	销售收入增长率 (自定义)		68.24%	4.95%	50.00%	55.00%	60.00%
	毛利率 (自定义)	58.49%	65.33%	52.05%	55.00%	56.00%	57.00%
代运营	销售收入	39.57	40.11	38.80	40.74	42.78	44.92
	成本	20.12	20.51	19.07	19.96	20.53	21.11
	销售收入增长率 (自定义)		1.37%	-3.25%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (自定义)	49.16%	48.87%	50.84%	51.00%	52.00%	53.00%
其他业务	销售收入	0.72	0.76	1.39	1.46	1.53	1.61
	成本	0.26	0.08	0.47	0.48	0.51	0.53
	销售收入增长率 (自定义)		5.78%	82.93%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (自定义)	63.39%	89.69%	66.42%	67.00%	67.00%	67.00%
技术咨询规划服务	销售收入	0.39	0.04	0.84	1.68	3.35	6.70
	成本	0.01	0.00	0.00	0.67	1.34	2.68
	销售收入增长率 (自定义)		-90.16%	2103.47%	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利率 (自定义)	97.07%	0.00%	0.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.62、1.97 和 3.18 亿元, 对应 EPS 分别为 1.59、1.92 和 3.11 元。当前股价对应 2025 年 PE 值 18.65 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、市场拓展不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1,138	1,469	1,742	2,227	2,943	营业收入	976	1,208	1,569	2,077	2,818
货币资金	164	219	258	266	366	营业成本	626	818	1,043	1,358	1,785
应收账款	667	792	941	1,342	1,786	营业税金及附加	10	10	14	19	25
其他应收款	22	29	37	49	67	营业费用	72	81	104	143	190
预付款项	21	4	21	27	28	管理费用	54	54	75	102	133
存货	162	209	309	367	489	财务费用	-4	-3	-1	-1	-1
其他流动资产	102	216	175	176	207	研发费用	87	128	144	198	275
非流动资产合计	485	483	446	414	386	资产减值损失	-15	-10	-18	-24	-29
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	288	270	245	219	194	投资净收益	2	1	3	2	2
无形资产	33	561	467	374	280	加: 其他收益	28	52	37	39	43
其他非流动资产	162	179	173	172	175	营业利润	115	112	169	204	329
资产总计	1,623	1,952	2,188	2,640	3,328	营业外收入	3	3	3	3	3
流动负债合计	502	750	861	1,148	1,558	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	10	0	0	0	0	利润总额	118	115	171	206	331
应付账款	313	500	529	732	986	所得税	8	3	8	9	13
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	110	112	162	197	318
一年内到期的非流动负债	180	251	332	416	572	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	30	33	30	31	31	归属母公司净利润	110	112	162	197	318
长期借款	0	575	575	575	575	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	532	783	891	1,179	1,589	成长能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	7%	24%	30%	32%	36%
实收资本 (或股本)	73	102	102	102	102	营业利润增长	20%	-3%	50%	21%	61%
资本公积	615	584	584	584	584	归属于母公司净利润增长	22%	1%	45%	21%	62%
未分配利润	404	482	611	775	1,053	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1,091	1,169	1,298	1,461	1,740	毛利率(%)	36%	32%	34%	35%	37%
负债和所有者权益	1,623	1,952	2,188	2,640	3,328	净利率(%)	11%	9%	10%	9%	11%
现金流量表						总资产净利润(%)	7%	6%	7%	7%	10%
						ROE(%)	10%	10%	12%	13%	18%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33%	40%	41%	45%	48%
						流动比率	2.27	1.96	2.02	1.94	1.89
						速动比率	1.88	1.65	1.62	1.57	1.53
						营运能力					
						总资产周转率	0.60	0.62	0.72	0.79	0.85
						应收账款周转率	1.47	1.56	1.69	1.57	1.60
						应付账款周转率	3.67	2.81	3.36	3.24	3.12
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.08	1.10	1.59	1.92	3.11
						每股净现金流(最新摊薄)	-0.88	1.67	-0.19	-0.32	0.68
						每股净资产(最新摊薄)	10.68	11.43	12.70	14.30	17.02
						估值比率					
						P/E	27.38	26.98	18.65	15.38	9.51
						P/B	2.77	2.59	2.33	2.07	1.74
						EV/EBITDA	18.58	12.35	13.94	12.11	7.85
经营活动现金流	-36	214	13	34	161						
净利润	110	112	162	197	318						
折旧摊销	23	26	31	31	31						
财务费用	-4	-3	-1	-1	-1						
应收帐款减少	-245	-125	-150	-401	-444						
预收帐款增加	0	0	0	0	0						
投资活动现金流	42	-121	58	6	-22						
公允价值变动收益	0	1	2	3	4						
长期投资减少	0	105	-105	0	0						
投资收益	2	1	3	2	2						
筹资活动现金流	-77	-77	-77	-77	-77						
应付债券增加	0	0	0	0	0						
长期借款增加	0	1	0	0	0						
普通股增加	0	0	70	0	0						
资本公积增加	1	13	-30	0	0						
现金净增加额	-58	48	-8	-30	91						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	机械行业: 2025 年中期策略——盈利能力持续改善, 关注新质生产力	2025-05-22
行业深度报告	机械行业: 2024 年报综述——持续关注新质生产力	2025-05-14
行业普通报告	机械行业: 新关税落地, 关注新质生产力	2025-04-07
行业深度报告	机械行业: 低空经济有望迎商业化拐点	2025-04-02
行业普通报告	机械行业: 高端装备步入深海	2025-03-21
行业普通报告	机械行业: 政府工作报告从提振消费、未来产业、有效投资三维度利好机械设备行业	2025-03-06
行业普通报告	机械行业: 深圳将发布专项政策, 人形机器人有望充分受益——可选是否添加副标题	2025-02-24
行业深度报告	机械行业: 冰雪产业高质量发展利好制冷设备	2024-12-15

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

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, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526