

晶品特装(688084)

报告日期: 2023年06月08日

军工 AI 稀缺标的, 光电侦察+无人装备双驱动

——晶品特装深度报告

投资要点

□ 军用机器人核心供应商, 受益国防装备智能化、无人化进程

公司深耕智能感知及机器人领域十余年, 下游主要用于军用及警用特种领域, 业务可分为光电侦察设备与军用机器人两部分: 光电侦察设备主要包括无人机光电吊舱、手持光电侦察设备、光电压制/对抗产品等; 机器人业务主要包括侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、军用无人车等。2022年公司光电侦察设备与军用机器人营收占比为 21%、62%, 毛利占比为 18%、61%。

□ 光电侦察设备: 现代战争之眼, 公司无人机吊舱、智能弹药业务迎来新机会

1) 俄乌冲突凸显战场感知能力重要性, 光电侦察设备市场空间广阔。根据 Markets and Markets 数据, 全球军用光电设备市场规模预计将从 2020 年的 97 亿美元增长到 2025 年的 130 亿美元, CAGR=6.1%, 其中亚太地区增速将更快。

2) 机载光电吊舱是光电侦察设备的重要组成部分, 是飞行器执行空中侦察、引导打击及毁伤评估的重要设备, 公司主要产品为(超)近程无人机光电吊舱, 多款型号在军队公开招标中排名第一。

3) (超)近程无人机重量轻、尺寸小, 使用灵活, 可大幅提升一线作战部队侦察感知能力, 各国均在积极布局; 此外随着低成本、可消耗的无人飞行器需求不断提升, 智能弹药用导引头也有望打开公司新空间, 同时作为消耗品弹性更高。

□ 军用机器人: “AI+”推动军事装备无人化进程, 公司布局全面性能领先

1) 二十大首提“增加新域新质作战力量比重”, 未来五年高精尖领域的新式武器装备有望加速列装。无人装备具有“全天候、非对称、人员零伤亡”等作战运用特点, 美、俄均有明确战略规划及军费投入, 未来或将推动战争形态的演变。

2) 根据解放军报数据, 美军共装备了超过 1.2 万台地面无人装备, 计划到 2030 年 60% 的地面作战平台将实现智能化; 俄军计划至 2025 年将无人作战系统在武器装备中的比例提高到 30% 以上。对标美俄我国无人装备行业成长空间广阔。

3) 根据中国电子学会数据, 2018-2021 年我国特种机器人市场复合增速达 21%, “AI+”催化下行业有望进入高速增长期。公司目前共中标四款军用机器人型号, 且均在综合评比中取得第一名, 其中两型已经量产, 未来有望持续受益。

□ 晶品特装: 预计未来 3 年归母净利润复合增速为 77%

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.8、1.4、2.5 亿元, 同比增长 80%、73%、78%, CAGR=77%, 对应 PE 为 63、36、20 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

1) 军品订单波动风险; 2) 行业竞争加剧风险; 3) 业务规模扩张带来的管理风险。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 280 | 560 | 723 | 1096 |
| (+/-) (%) | -34% | 100% | 29% | 52% |
| 归母净利润 | 45 | 81 | 141 | 251 |
| (+/-) (%) | -25% | 80% | 73% | 78% |
| 每股收益(元) | 0.60 | 1.08 | 1.87 | 3.32 |
| P/E | 113 | 63 | 36 | 20 |
| ROE | 4% | 5% | 8% | 13% |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 刘村阳
 执业证书号: S1230522100001
 liucunyang@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥ 67.80 |
| 总市值(百万元) | 5,129.68 |
| 总股本(百万股) | 75.66 |

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.8、1.4、2.5 亿元，同比增长 80%、73%、78%，CAGR=77%，对应 PE 为 63、36、20 倍，对应 PEG 仅为 0.8、0.5、0.3。考虑到公司的稀缺性以及高业绩增速可以消化估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 公司传统光电侦察设备逐渐修复，智能弹药用导引头新品类顺利扩展。
- 2) 公司已中标的军用机器人型号持续交付。

● 我们与市场观点的差异

市场认为：公司下游应用以陆军装备为主，相比航空、航天领域弹性有限。

我们认为：

1、公司国防智能产品虽然以陆军装备为主，但主要面向新兴应用领域，相比传统领域弹性更高，未来将持续受益不断增长的内需及外贸需求。

内需：二十大首提“增加新域新质作战力量比重”，未来五年高精尖领域的新式武器装备有望加速列装。随着国家对无人化、信息化武器装备的采购力度不断加大，军工类无人系统装备企业面临巨大的市场机会。

外贸：我国新型陆军军贸合成旅亮相珠海航展，其中无人装备持续受到重视。我国军贸产品物美价廉，具备竞争优势，俄乌冲突催化下我国军企也有望在国际军贸市场中迎来新机遇。

2、公司光电侦察设备品类的不断扩展也将带来高于行业的弹性。

凭借光电侦察设备领域的多项先进技术，公司以无人光电吊舱产品为核心，不断向单兵、手持、侦察系统组件等其他品类扩展。随着“蜂群”武器系统成为各国研究重点，低成本、可消耗的无人飞行器需求将不断提升，未来智能弹药类装备有望打开公司增长新空间。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 公司新产品订货超预期。
- 2) 公司产品盈利能力持续提升。

● 风险提示

- 1) 军品订单波动风险；
- 2) 行业竞争加剧风险；
- 3) 业务规模扩张带来的管理风险。

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 军用机器人核心供应商，受益国防装备智能化、无人化 | 6 |
| 1.1 深耕行业十余年，公司是我国智能装备领先企业 | 6 |
| 1.2 聚焦光电侦察+无人装备两大核心业务，产品品类不断扩展 | 7 |
| 1.3 营收业绩不断提升，产品结构变化影响盈利水平 | 8 |
| 2 光电侦察设备：现代战争之眼，公司立足吊舱横向拓展 | 10 |
| 2.1 战场感知需求持续增长，光电侦察设备市场空间广阔 | 10 |
| 2.2 机载吊舱将感知能力扩展至三维，充分受益无人机的快速发展 | 11 |
| 2.3 公司光电侦察设备处于领先地位，产品品类有望不断扩展 | 13 |
| 3 军用机器人：无人装备趋势已现，公司布局全面性能领先 | 14 |
| 3.1 “AI”推动军事装备无人化进程，我国特种机器人行业快速增长 | 14 |
| 3.2 美俄大力布局无人装备，军事装备无人化已成趋势 | 16 |
| 3.3 公司布局全面重视研发，持续受益内需+外贸双驱动 | 17 |
| 4 盈利预测与估值分析 | 19 |
| 4.1 业务拆分与盈利预测 | 19 |
| 4.2 估值分析及投资建议 | 20 |
| 5 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司成立以来不断深耕军工信息化、智能化、无人化技术领域 | 6 |
| 图 2: 公司董事长陈波先生为实际控制人, 合计持股 14.42% (截至 2023 年一季报) | 6 |
| 图 3: 公司业务主要分为光电侦察设备和军用机器人两大板块 | 7 |
| 图 4: 近年来公司军用机器人业务营收占比不断提升 | 7 |
| 图 5: 公司军品业务占比达到 92% (2022) | 7 |
| 图 6: 产品结构变化拉低公司毛利率水平 | 8 |
| 图 7: 2022 年军用机器人成为公司最主要的毛利来源, 占比 61% | 8 |
| 图 8: 受行业影响 2022 年公司光电侦察设备营收出现下滑 | 8 |
| 图 9: 公司军用机器人业务近三年营收 CAGR=113% | 8 |
| 图 10: 2022 年公司实现营收 2.8 亿元, 同比下滑 34% | 9 |
| 图 11: 2022 年公司实现归母净利 0.45 亿元, 同比下滑 25% | 9 |
| 图 12: 公司近年来盈利能力持续向好 | 9 |
| 图 13: 公司近年来期间费用率呈下降趋势, 2022 年为 25.21% | 9 |
| 图 14: 公司负债主要为应付票据及应付账款 | 10 |
| 图 15: 2021 年以来公司合同负债快速增长 | 10 |
| 图 16: 光电侦察装备广泛用于天基、空基、海基、陆基等各类平台 | 10 |
| 图 17: 预计 2020-2025 年全球军用光电设备市场规模复合增速达 6.1% | 11 |
| 图 18: 航空光电吊舱发展历程 | 11 |
| 图 19: 俄罗斯海鹰-10 无人机 | 12 |
| 图 20: 乌克兰 TB-2 无人机侦察/打击视角 | 12 |
| 图 21: 美国 RQ-11B 超近程无人机光电吊舱 | 12 |
| 图 22: 美国 MQ-9 远程无人机光电吊舱 | 12 |
| 图 23: 公司多款光电侦察设备竞标获得第一名 | 13 |
| 图 24: 公司产品不断从无人机吊舱向单兵等其他品类扩展 | 14 |
| 图 25: 巡飞弹类装备有望打开公司业务新空间 | 14 |
| 图 26: 军用地面机器人一般可按平台重量划分 | 15 |
| 图 27: 2018-2021 年我国特种机器人市场复合增速达 21% | 16 |
| 图 28: 军用机器人在特种机器人中占比 69% (2019) | 16 |
| 图 29: 美国对军用机器人领域的投入持续增长 | 17 |
| 图 30: 美国 2018-2024 财年无人系统国防费用预计投入情况 | 17 |
| 图 31: 未来无人系统协同作战示意图 | 17 |
| 图 32: 公司军用机器人产品布局全面, 多款型号竞标获得第一名 | 18 |
| 图 33: 公司军用机器人品类不断扩展 | 19 |
| 图 34: 我国新型陆军军贸合成旅亮相珠海航展 | 19 |
| 图 35: 上市以来公司的 PE 估值中枢为 118 倍 | 21 |
| 表 1: (超) 近程无人机光电吊舱总需求更高 | 13 |
| 表 2: 公司掌握多项光电侦察设备领域的先进核心技术 | 13 |
| 表 3: 光电侦察设备行业主要公司 | 14 |
| 表 4: 军用机器人包括地面机器人、无人机、水下机器人、空间机器人等 | 15 |
| 表 5: 目前国外已有大量地面机器人列装部队并应用于实战 | 16 |
| 表 6: 公司掌握多项军用机器人领域的先进核心技术 | 18 |

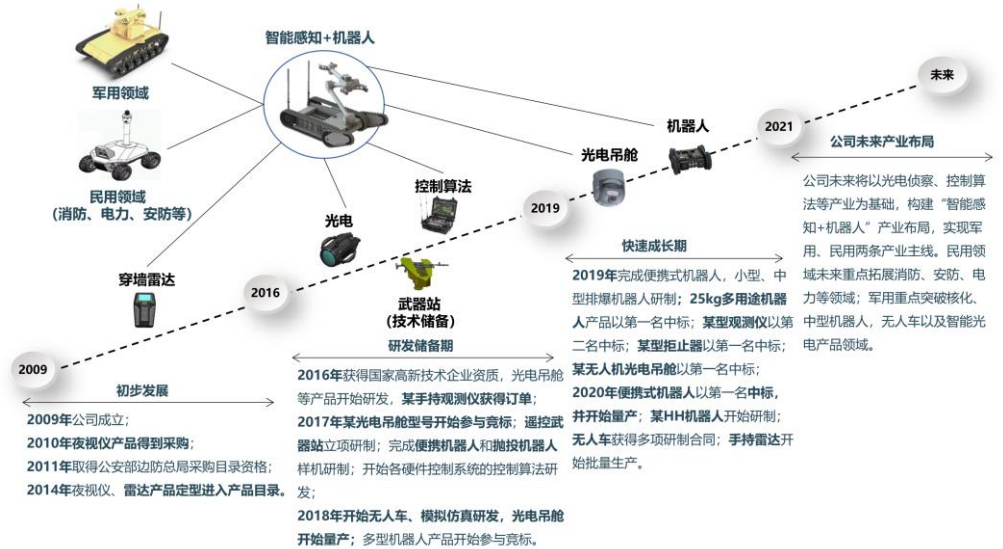
| | |
|---|----|
| 表 7: 军用机器人行业主要公司 | 18 |
| 表 8: 公司分业务拆分及预测 | 20 |
| 表 9: 可比公司估值 (市值数据截至 2023 年 6 月 8 日收盘) | 21 |
| 表附录: 三大报表预测值 | 22 |

1 军用机器人核心供应商，受益国防装备智能化、无人化

1.1 深耕行业十余年，公司是我国智能装备领先企业

公司深耕智能感知及机器人领域十余年，公司是我国智能装备领先企业。北京晶品特装科技股份有限公司成立于2009年，是军工领域特种装备研发与制造的国家级高新技术企业，成立以来深耕军工信息化、智能化、无人化技术领域，通过自主研发具备了复杂系统总体研制能力，以总体单位身份研发的多款型号产品成功列装一线部队，逐步形成了“智能感知”+“机器人”两大业务板块，下游主要用于军用及警用特种领域。

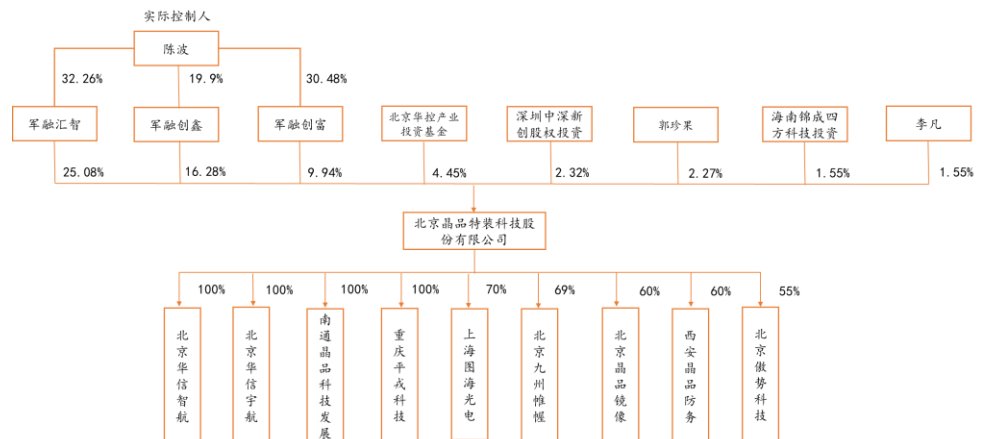
图1：公司成立以来不断深耕军工信息化、智能化、无人化技术领域



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司股权结构稳定，实际控制人为公司董事长陈波先生，合计持股 14.42%。截至2023年一季报，公司董事长陈波通过军融汇智、军融创鑫和军融创富等合伙企业，持有公司 14.42%的股份，对公司达成实际控制。军融汇智、军融创鑫和军融创富为员工持股平台，核心技术人员通过持股平台间接持有公司股份，将自身利益与公司深度绑定，为公司的长远发展打下基础。

图2：公司董事长陈波先生为实际控制人，合计持股 14.42%（截至 2023 年一季报）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

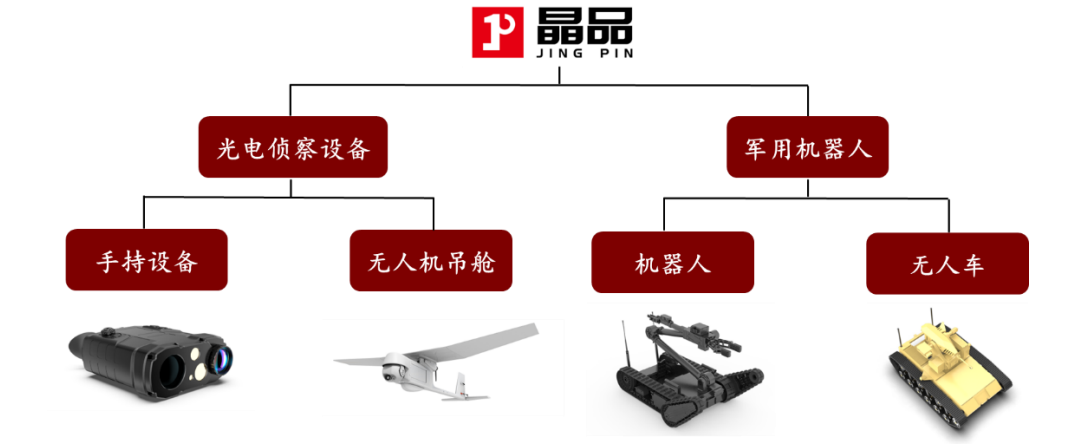
1.2 聚焦光电侦察+无人装备两大核心业务，产品品类不断扩展

公司业务主要分为光电侦察设备和军用机器人两大板块。

1) 光电侦察设备 (2022年营收占比21%、毛利占比18%): 公司光电侦察设备业务主要包括无人机光电吊舱、手持光电侦察设备、单兵夜视镜、手持穿墙雷达、光电压制/对抗产品等。光电侦察设备工作原理系通过红外、可见光、微光、雷达等多种探测器进行外部光/电磁信号的接收后形成电信号，电信号通过硬件电路进行信号放大、转换，形成数字信号，并结合图像处理、雷达信号处理等软件算法，提取并增强目标特征，实现全天时目标识别、定位及跟踪，目前公司光电侦察设备业务的终端用户主要为军方客户。

2) 军用机器人 (2022年营收占比62%、毛利占比61%): 公司机器人系统业务主要包括侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、军用无人车 (重量大于 1,000kg 的地面机器人分类为无人车)、其他类型机器人及机器人组件/部件等。军用机器人可以执行战场侦察、武装打击、作战物资输送、通信中继和电子干扰、核生化及爆炸物处理、精确引导与毁伤评估等多种作战任务。

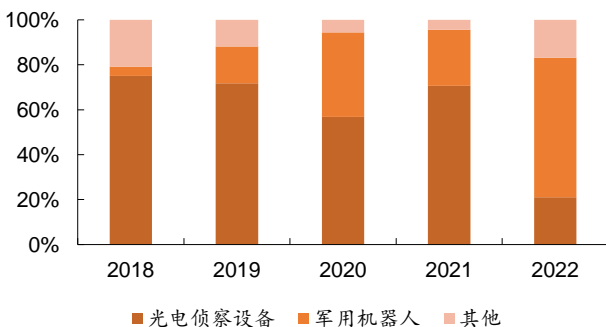
图3: 公司业务主要分为光电侦察设备和军用机器人两大板块



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

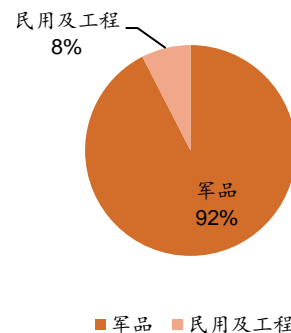
从营收端来看, 公司军用机器人业务占比不断提升。近年来公司军用机器人业务发展迅速, 规模不断扩大, 营收占比从2018年的4%增长至2022年的62%, 公司军用整机向智能化、无人化装备拓展的战略成果显著。公司光电侦察设备业务营收近年来基本保持稳定, 2022年受军品采购节奏影响有所下滑, 占比21%。从下游应用来看, 2022年公司军品业务营收占比达到92%, 客户主要为航天科技、兵器装备等各军工集团及下属院所。

图4: 近年来公司军用机器人业务营收占比不断提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

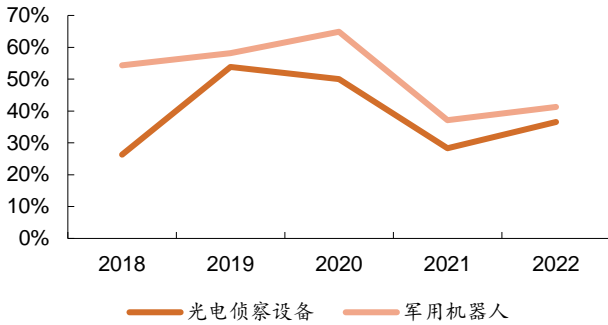
图5: 公司军品业务占比达到92% (2022)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

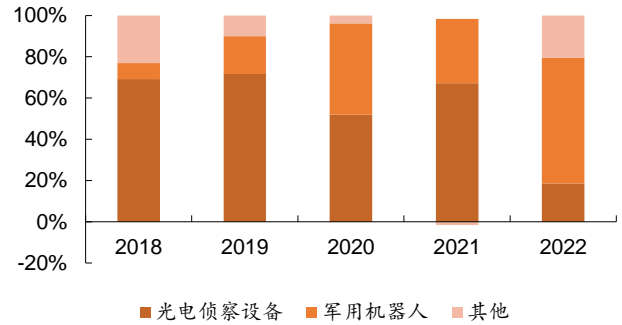
从利润端来看，产品结构变化拉低公司毛利率水平。2022 年公司光电侦察设备业务与军用机器人业务的毛利占比分别为 18%、61%，军用机器人超过光电侦察设备成为公司最主要的毛利来源。从毛利率水平来看，公司光电侦察设备业务与军用机器人业务近年来受产品结构变化影响有所波动，2022 年分别为 36.6%、41.3%，两者相差不大，从长期看受益规模效应仍有提升空间。

图6：产品结构变化拉低公司毛利率水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

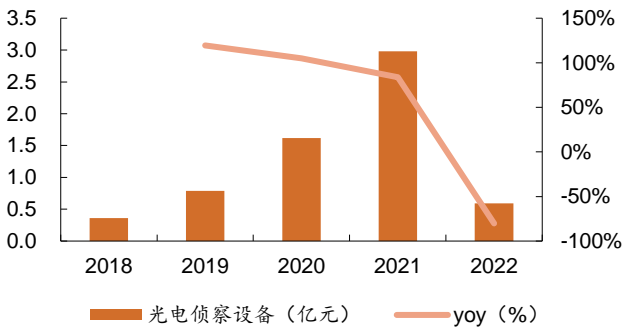
图7：2022 年军用机器人成为公司最主要的毛利来源，占比 61%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

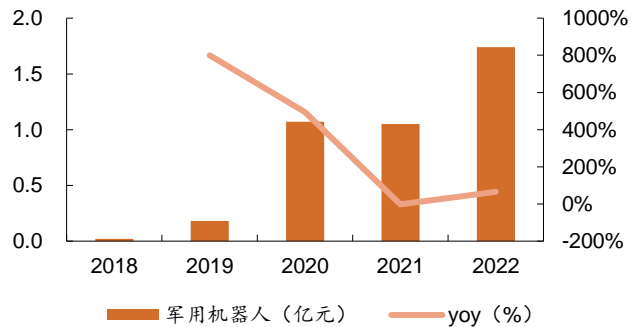
公司光电侦察设备、军用机器人业务齐头并进，共驱业绩高增长。光电侦察设备方面，公司以无人机机载光电吊舱产品为核心，不断向单兵头戴、手持、枪瞄等多类光电侦察设备扩展，2018-2021 年营收复合增速达到 102%，2022 年营收 0.59 亿元同比下滑 80%，主要系军品采购节奏变化影响。军用机器人方面，公司自主开发了 5kg、25kg、50kg、100kg、400kg、1T、1.5T 等级别的系列地面机器人和无人车，近年来随相关型号批产列装迅速放量，2022 年实现营收 1.74 亿元，同比增长 66%，近三年营收复合增速达到 113%。

图8：受行业影响 2022 年公司光电侦察设备营收出现下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：公司军用机器人业务近三年营收 CAGR=113%

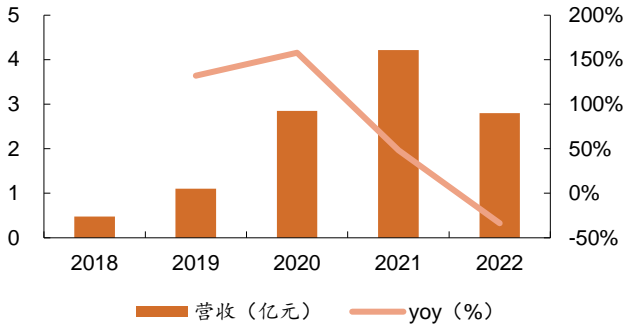


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 营收业绩不断提升，产品结构变化影响盈利水平

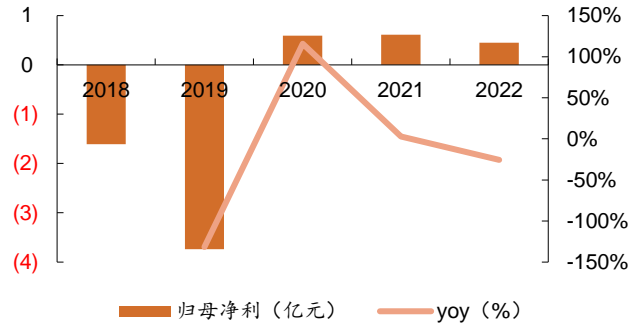
近年来，公司营收利润保持快速增长。2018-2021 年公司营收年均复合增速达到 106%，归母净利润实现由负转正，高成长属性凸显。2022 年公司共实现营收 2.8 亿元，同比下滑 34%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比下滑 25%。2022 年业绩下滑主要系新冠疫情影响，使得公司客户出现采购过程推迟、交付验收延迟等情况。

图10: 2022年公司实现营收2.8亿元, 同比下滑34%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

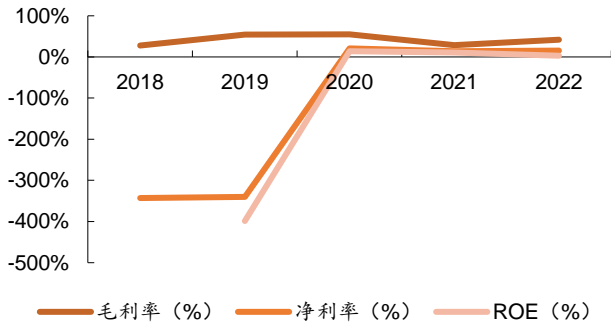
图11: 2022年公司实现归母净利0.45亿元, 同比下滑25%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

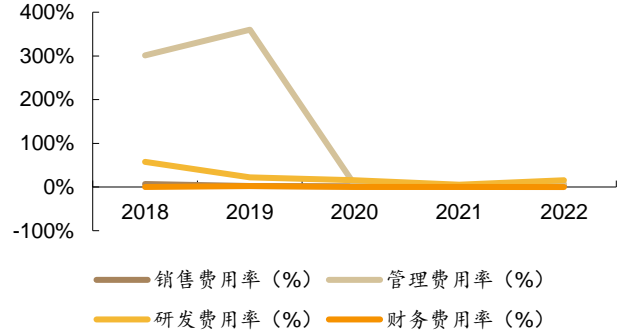
近年来公司盈利能力持续向好, 期间费用率有所下降。受益公司产品结构变化、规模效应以及股份支付费用影响的逐渐消退, 近年来公司盈利能力不断提升, 2022年毛利率达到42%, 同比提升13.59pct; 净利率达到15.37%, 同比提升1.17pct。从费用端来看, 2019年公司期间费用较高, 主要是因为股份支付38,274.10万元计入管理费用, 扣除股份支付费用影响, 2019-2021年公司期间费用率分别为39.63%、23.17%、10.30%, 下降趋势明显。2022年公司销售费用率、管理费用率分别为2.44%、7.43%; 研发费用率、财务费用率分别为15.47%、-0.13%。

图12: 公司近年来盈利能力持续向好



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

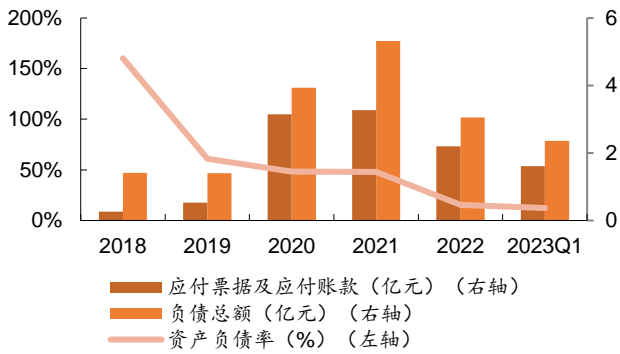
图13: 公司近年来期间费用率呈下降趋势, 2022年为25.21%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

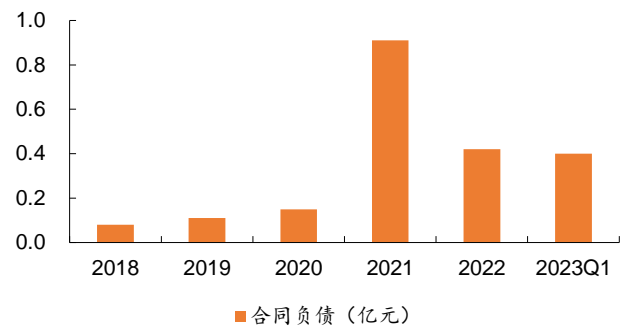
公司负债主要为应付票据及账款, 合同负债预示在手订单饱满。从资产负债端来看, 自2019年以来公司资产负债率有较大改善, 2023年Q1达到12.3%。公司负债主要来自应付票据及账款, 截至2023Q1, 公司应付票据及账款为1.61亿元, 占总负债的68%。2021年以来公司合同负债处于高位, 2023Q1达到0.4亿元, 我们判断公司在手订单饱满, 业绩有望提速。

图14: 公司负债主要为应付票据及应付账款



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2021年以来公司合同负债快速增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

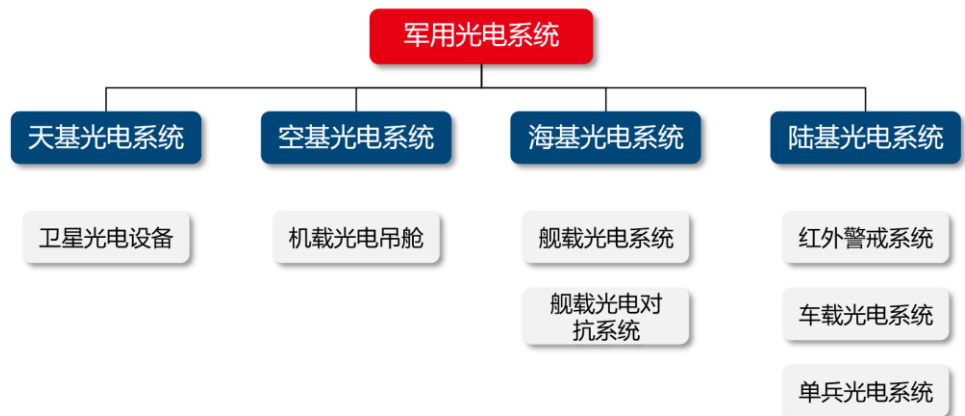
2 光电侦察设备: 现代战争之眼, 公司立足吊舱横向拓展

2.1 战场感知需求持续增长, 光电侦察设备市场空间广阔

光电侦察装备是运用光电转换原理将目标反射的电磁信号或者自身辐射的电磁信号转换为装备能够识别的电信号, 然后根据识别的电信号进行目标的探测、定位、跟踪以及瞄准等。光电侦察装备综合利用可见光、红外、紫外等各种光波段进行识别和侦察, 涉及光学、电子学、传感器、精密机械、自动控制、计算机、信息通讯等多领域技术, 是典型的多学科综合工程产品。

目前, 军用光电侦察装备已广泛应用于单兵、战车、飞机、舰船等多种平台。按承载平台的不同, 光电侦察装备可分为: 天基光电系统, 如卫星光电设备; 空基光电系统, 如机载光电吊舱; 海基光电系统, 如舰载光电系统; 陆基光电系统, 如单兵光电枪械瞄准镜、观瞄仪等。

图16: 光电侦察装备广泛用于天基、空基、海基、陆基等各类平台

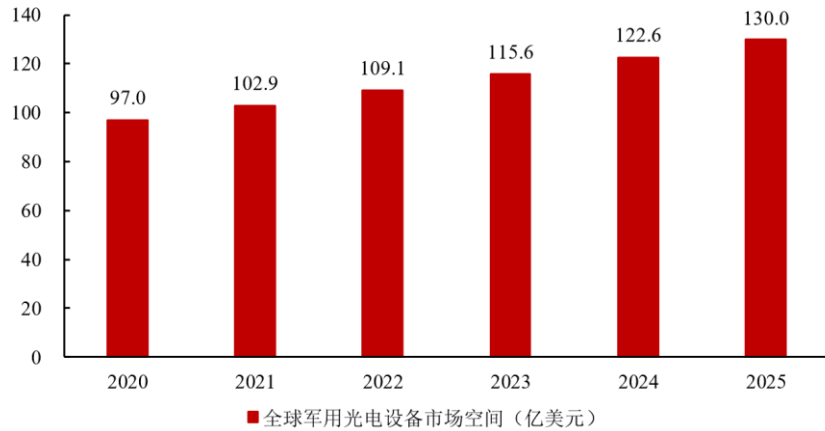


资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

全球军用光电侦察设备市场空间广阔, 预计 2020-2025 年复合增速为 6.1%。随着军队的战场感知能力需求的增强及无人侦察监控应用需求提升, 未来军用光电系统市场空间有望持续扩展。根据 Markets and Markets 数据, 预计 2020-2025 年全球光电设备市场规模将从 414 亿美元增长至 527 亿美元, 复合增速达 5.0%, 其中军用光电设备细分市场预计

将从 2020 年的 97 亿美元增长到 2025 年的 130 亿美元，复合增速为 6.1%，亚太地区市场增速将更快。

图17： 预计 2020-2025 年全球军用光电设备市场规模复合增速达 6.1%



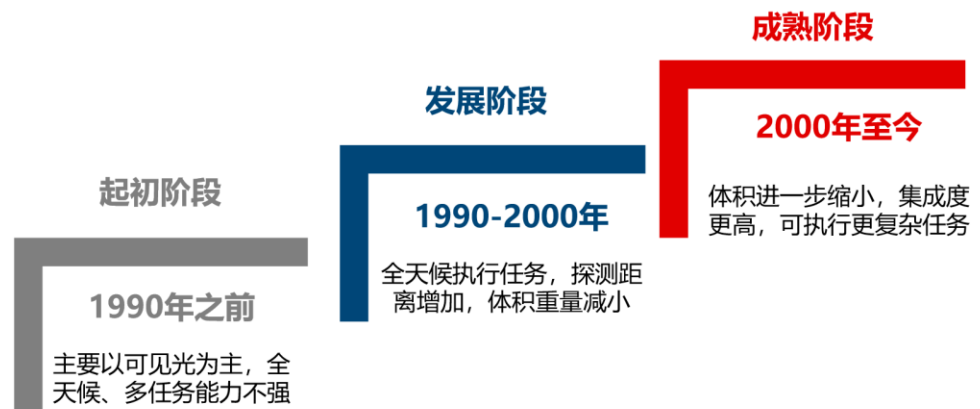
资料来源：Markets and Markets，浙商证券研究所

军改后部队重视新质作战能力提升，近年来我国单兵光电侦察装备采购规模开始逐渐放量。根据国防部发布的《新时代的中国国防》白皮书，我国现役军队总人数为 200 万人，若未来我军 10% 的部队装备单兵光电侦察设备，则我国军用光电侦察设备市场容量就可达到 20 万套。假设以公司已交付至部队的单兵光电侦察设备价值水平进行预估，则公司未来可装配至部队的对应总市场空间约为 100 亿元-400 亿元。

2.2 机载吊舱将感知能力扩展至三维，充分受益无人机的快速发展

机载光电吊舱是光电侦察设备的重要组成部分，是飞行器执行空中侦察、引导打击及毁伤评估的重要设备。从上世纪 90 年代起，美国大范围使用机载光电吊舱并在海湾战争及其他几次局部战争之中发挥了重要的作用；在现代化战争需求牵引下各国均加大了光电吊舱的研制力度，机载光电侦察吊舱已成为发达国家的通用标准装备。21 世纪以来随着技术快速进步，机载光电吊舱的体积和重量进一步减小，探测距离更远且精度更高，并在消防、边防巡逻、救灾、农业等非军事领域的使用也越来越广泛。

图18： 航空光电吊舱发展历程



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

俄乌冲突凸显无人机重要性，机载光电吊舱市场空间广阔。在2022年俄乌战争中，无人机已被用于执行包括炮火和飞行器目标识别、战场ISR、电子战和信息作战在内的多种任务。俄乌双方均使用了多种无人机和巡飞弹，“海鹰”-10是俄罗斯在俄乌战争中使用最广泛、也是俄罗斯军队中数量最多的无人机，搭载有摄像机、陀螺仪稳定摄像机和红外成像仪；TB-2是乌克兰最常用的无人机之一，装配WESCAM MX-15D可见/红外瞄准和指示系统，可执行一系列ISR和攻击任务，此外美国还为乌克兰提供了包括“弹簧刀”在内的多款巡飞弹，能够在目标附近持续飞行并进行有效打击。空基光电平台将战场感知能力扩展至三维，重要性不断凸显，根据Markets and Markets数据，全球军用机载光电吊舱市场规模将从2016年的30.6亿美元上升至2022年的44.9亿美元。

图19: 俄罗斯海鹰-10无人机



资料来源: Spec Ops Magazine, 浙商证券研究所

图20: 乌克兰TB-2无人机侦察/打击视角



资料来源: 无人机之家, 浙商证券研究所

世界各国均在积极研发无人机侦察系统，其中美国和以色列的研究技术较为领先。美军超近程无人机中最具代表的是指针(FQM-151 Pointer)、大乌鸦(RQ-11 Raven)、龙眼(Dragon Eye)等。基于无人机在装备体系的重要地位，其适配的光电吊舱的地位和发展也越来越受到重视，前景更加广阔。小型化、轻量化、高性能、高集成、智能化、低成本是未来光电吊舱的发展趋势。

图21: 美国RQ-11B超近程无人机光电吊舱



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图22: 美国MQ-9远程无人机光电吊舱



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

军用小型无人机近年来发展迅猛，公司(超)近程无人机光电吊舱产品有望同步受益。飞行器按照航程可分为(超)近程、中程、远程，其中(超)近程无人机重量轻、尺寸小，使用灵活方便，可大量装备于一线作战部队执行战场侦察监视任务，在装备体系中的地位

愈发重要。根据欧美国家的发展趋势来看，未来轻型侦察无人机有望在部队中的班级、排级进行列装推广，具有十分广阔的市场空间和极强的实战价值，其搭配的（超）近程吊舱需求也将同步增长。

表1: （超）近程无人机光电吊舱总需求更高

| 机载光电吊舱分类 | 功能要求 | 价值量 | 数量需求 |
|----------------|-----------------|-----|------|
| （超）近程飞行器光电吊舱 | ISR（情报、侦察与监视）能力 | 低 | 大 |
| 中程及远程飞行器机载光电吊舱 | ISR、武器瞄准、制导等能力 | 高 | 小 |

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

2.3 公司光电侦察设备处于领先地位，产品品类有望不断扩展

公司掌握了光电侦察设备领域的先进核心技术，多款型号在军队公开招标中排名第一。在光电侦察设备业务方面，公司突破了多传感器融合探测技术、微小型高精度光电云台技术、超宽带雷达探测技术等关键技术，开发了单兵头戴、手持、枪瞄等多类光电侦察设备及多款无人机载光电吊舱产品，产品综合性能突出，在公司已中标的七款军用光电侦察探测装备型号中，四款获得竞标综合评比第一名。

表2: 公司掌握多项光电侦察设备领域的先进核心技术

| 序号 | 核心技术 | 内容 | 应用情况 | 成熟程度 |
|----|------------|---|-----------------------------|------------------|
| 1 | 多传感器融合探测 | 包括多光谱融合增强技术、声光复合探测技术、基于图像的复杂环境目标实时跟踪技术等，解决多维目标探测识别问题。 | 应用于夜视眼镜、融合观测仪、光电载荷、军用机器人等产品 | 比较成熟，仍在完善，可批量生产。 |
| 2 | 微小型高精度光电云台 | 包括多轴小型光电云台集成一体化设计技术、高精度伺服传动技术等，解决云台精确传动、控制问题。 | 光电载荷产品，军用机器人等产品 | 比较成熟，仍在完善，可批量生产。 |
| 3 | 超宽带雷达探测技术 | 包括低信噪比（SNR）情况下目标信号提取技术、高效超宽带信号生成及高灵敏接收技术等，解决低信噪比条件下弱信号探测问题。 | 穿墙雷达产品 | 比较成熟，仍在完善，可批量生产。 |

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图23: 公司多款光电侦察设备竞标获得第一名



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司光电侦察设备客户主要为军方以及军工集团，包括某军种装备采购部门、航天科技集团、兵器装备集团、航天科工集团、中国科学院等。由于军工产品具有较强的地域特性，因此公司与国外企业如 FLIR 不构成直接竞争关系，公司的主要竞争对手包括国内的凯迈测控、久之洋、高德红外、睿创微纳等。

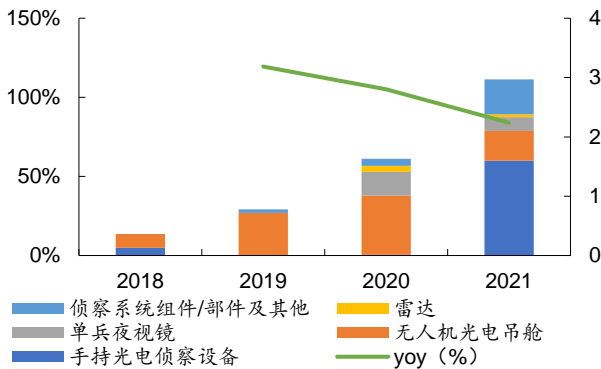
表3: 光电侦察设备行业主要公司

| 公司名称 | 主要产品 | 2021 年营收 (亿元) |
|------|--|-----------------------------|
| 凯迈测控 | 主要研制和生产机载制导武器综合测试设备及保障设备、机载光电设备及红外成像系列产品、智能温控减震机箱机柜和新能源超级电容 | - |
| 久之洋 | 主要从事红外热像仪、激光测距仪的研发、生产与销售。主要产品包括具有先进水平的各型制冷红外热像仪、非制冷红外热像仪以及激光测距仪等产品。久之洋在军用观测仪领域与公司存在一定竞争 | 7.29 (整体) / 5.06 (红外热成像仪) |
| 高德红外 | 业务主要包括红外焦平面探测器、红外热像整机及以红外热成像为核心的综合光电系统、新型完整武器系统等。高德红外在军用夜视仪、观测仪等领域与公司存在一定竞争 | 35.00 (整体) / 26.15 (红外热成像仪) |
| 睿创微纳 | 主要产品包括非制冷红外热成像 MEMS 芯片、红外热成像探测器、红外热成像机芯、红外热像仪及光电系统等。睿创微纳在军用夜视仪等领域与公司部分产品存在竞争，同时也是公司光电侦察设备的红外机芯的供应商之一 | 17.8 (整体) / 8.89 (红外整机) |
| 晶品特装 | 产品主要包括无人机光电吊舱、手持光电侦察设备、单兵夜视镜、手持穿墙雷达、光电压制/对抗产品等 | 4.22 (整体) / 2.98 (光电侦察设备) |

资料来源: 公司招股书, Wind, 浙商证券研究所

公司产品品类不断扩展，智能弹药类装备有望打开公司业务新空间。凭借光电侦察设备领域的多项先进技术，公司以无人光电吊舱产品为核心，不断向单兵夜视、手持光电侦察、侦察系统组件等其他品类扩展，2021 年实现营收 2.98 亿元，同比增长 84%。随着“蜂群”武器系统成为各国研究重点，“蜂群”系统对大量无人机、巡飞弹基于开放式体系架构进行综合集成，未来低成本、可消耗的无人飞行器需求将不断提升，智能弹药用导引头也有望打开公司新空间，同时作为消耗品弹性更高。

图24: 公司产品不断从无人机吊舱向单兵等其他品类扩展



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 巡飞弹类装备有望打开公司业务新空间



资料来源: 澎湃新闻, 浙商证券研究所

3 军用机器人: 无人装备趋势已现, 公司布局全面性能领先

3.1 “AI”推动军事装备无人化进程, 我国特种机器人行业快速增长

随着人工智能技术的快速发展，其在军事领域的应用正成为国内外研究的热点领域，世界各主要军事大国以先进计算、大数据分析、人工智能等新兴技术为基础，研发并应用了如无人机、无人车、无人艇、无人潜航器、智能弹药、智能单兵系统等一系列的智能化

武器装备，集光电传感、高速处理、人工智能于一体，具有探测识别、分析处理、自主决策等综合能力，将对未来作战模式和战场环境带来广泛而深远的影响。

军用机器人是一种替代或协助人类执行火力进攻、指挥控制、目标探测、环境侦察和后勤保障等军事任务的自主式、半自主式或遥控式的电子机械装置，随着其技术的日趋成熟，对作战模式等都将产生巨大影响。机器人狭义上在军用领域大多指代地面机器人或无人车等，从广义上来看包括军用地面机器人、无人机、水下机器人、空间机器人等。

表4: 军用机器人包括地面机器人、无人机、水下机器人、空间机器人等

| 类别 | 简介 |
|-------|--|
| 地面机器人 | 也称为地面无人平台 (UGV)，指全自动、半自动或遥控的地面无人载具，可搭载各类作战平台和功能模块，替代士兵执行火力进攻、危险品探测与处理、环境侦察、人员与物资运输等任务。 |
| 水下机器人 | 也称为无人潜航器 (UUV)，指在水下使用的高科技无人载具，除集成有机器人载体的推进、控制、动力和导航等设备外，还根据不同的应用目的，配备探测、处置、打击等多种类型的载荷。 |
| 水面机器人 | 也称为无人艇 (USV)，指是一种无人操作的水面舰艇，可配备先进的控制系统、传感器系统、通信系统和武器系统，用于执行危险以及不适于有人船只执行的多种战争和非战争军事任务。 |
| 空中机器人 | 也称为无人机 (UAV)，指可自主或遥控飞行的空中无人载具，可搭载侦察探测、导引控制、火力打击等多种载荷，执行多种军事任务。 |
| 空间机器人 | 指具有一定自主感知能力，能完成多样化军事任务的特殊航天器，具有快速机动和操作灵活等特点。它既可以自主接近目标航天器来完成观测、侦察，也可以对目标实施燃料加注、模块更换、空间对抗和深空探测任务。 |

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

陆战是最为传统的作战领域，也是作战程度最为激烈、参战人员最多的领域，对机器人装备需求尤为迫切，或将在未来陆军装备体系中占据重要位置，各军事强国均在该领域加速布局。地面机器人一般采用轮式或履带式移动平台，通过搭载先进侦察探测、指挥控制、定位导航、信息处理、火力打击等多种载荷，能够代替士兵在高危环境下执行侦察、引导、打击、排雷排爆、核化检测、救援保障等多种作战任务，是现代陆军装备信息化、智能化发展的重要方向。

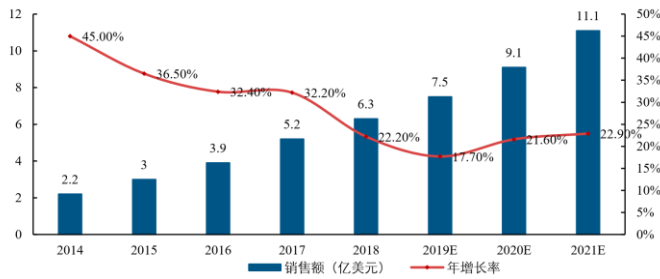
图26: 军用地面机器人一般可按平台重量划分



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

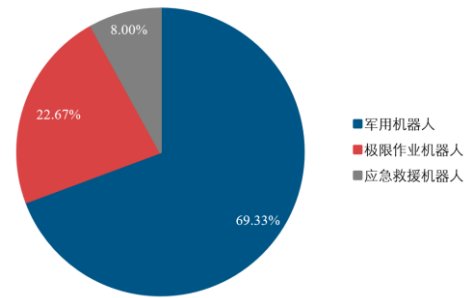
当前，我国机器人行业进入高速增长期，尤其是以军用机器人为代表的特种机器人市场应用场景显著扩展。根据中国电子学会公布的《中国机器人产业发展报告（2019年）》数据，2019年我国特种机器人市场规模预计将达7.5亿美元，增速为17.7%，高于全球水平。2021年国内特种机器人市场规模有望突破11亿美元，2018-2021年复合增速达21%，行业有望进入高速增长期。

图27: 2018-2021年我国特种机器人市场复合增速达21%



资料来源:《中国机器人产业发展报告》, 浙商证券研究所

图28: 军用机器人在特种机器人中占比69% (2019)



资料来源:《中国机器人产业发展报告》, 浙商证券研究所

军用机器人在特种机器人中占据主要份额, 随着军工智能化、无人化、信息化的加速推进, 军用机器人占比有望持续提升。根据中国电子学会公布的《中国机器人产业发展报告》, 2019年我国军事应用机器人、极限作业机器人和应急救援机器人市场规模预计分别为5.2亿美元、1.7亿美元和0.6亿美元, 占比分别为69.33%、22.67%、8.00%。

3.2 美俄大力布局无人装备, 军事装备无人化已成趋势

无人装备具有“全天候、非对称、人员零伤亡”等特点, 美、俄均有明确战略规划及军费投入, 未来或将推动战争形态的演变。目前国外已有大量地面机器人列装部队并应用于实战, 以美国为例, 其列装的地面机器人包括PackBot系列、TALON系列等; 俄罗斯的“平台-M”(Platform-M)履带式战斗机器人和“阿尔戈”(Argo)轮式战斗机器人2015年底在叙利亚参加地面反恐作战。

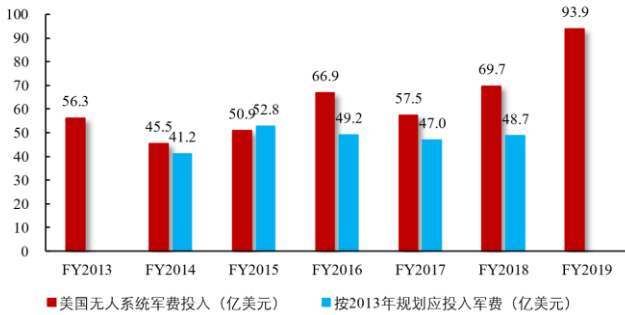
表5: 目前国外已有大量地面机器人列装部队并应用于实战

| 名称 | 研制公司 | 图片 | 描述 |
|------------------|---------------------|---|---|
| 天王星-9 多功能机器人 | 俄罗斯卡拉什尼科夫公司 |  | 天王星-9 多功能机器人用于侦察、火力支援和破坏敌方装甲车; 天王星-9 战斗机器人于2019年列装俄军。 |
| 平台-M 作战机器人 | 俄罗斯 Izhevsk 进步科技研究所 |  | 搭载榴弹发射器和步枪, 并配备光电侦察设备, 可执行全天候侦察及火力打击任务; 俄军已于2016年部署该款机器人。 |
| 多用途战术运输车 MUTT | 美国通用动力地面系统公司 |  | 该系列无人车用于执行作战、情报侦察和运送物资等任务; 有4x4履带式、6x6履带式/轮式和8x8履带式/轮式三种类型; 美国陆军已批准采购624台MUTT, 将于2024年10月前交付。 |
| 魔爪 (Talon) 机器人 | 美国 Foster-Miller 公司 |  | 魔爪机器人广泛应用于爆炸品处理、侦察、通信、救援等任务, 具有全天候作战能力。美军已经在伊拉克等战场列装魔爪机器人。 |
| FirstLook 抛投式机器人 | 美国 FLIR |  | FLIR FirstLook 是一款高强度、可扩展的抛投式机器人, 具有即时环境感知、危险品探测的功能。该机器人机动性高, 能翻越较大的障碍物, 并能在翻倒后自行复原。 |

资料来源: 招股书, 浙商证券研究所

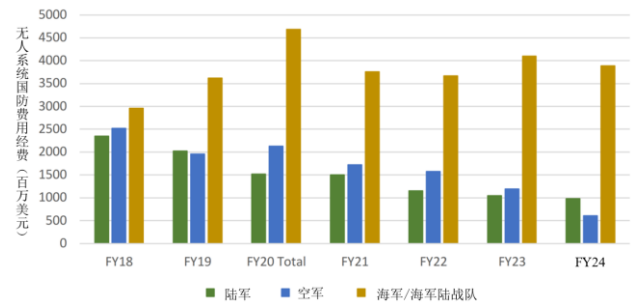
在各军事强国中，美、俄等国在地面机器人领域布局较早，美国在机器人领域的军费投入规模全球领先。美国 2019 财年在军用机器人系统领域总预算达到了 93.9 亿美元，根据美国国防部 2013 年《无人系统路线图》对 2014-2018 财年的规划，其实际花费军费超出规划总计 51.74 亿美元，超额比例达 21.66%。美国对军用机器人的实际需求持续增加是导致其军用机器人军费预算持续增长的主要原因，预计未来美国对军用机器人的投入仍将持续提升。

图29：美国对军用机器人领域的投入持续增长



资料来源：《无人系统路线图 2013-2038》，美国国防部；《2019 财年无人预算汇总》，《2018 财年无人预算汇总》，美国巴德学院无人机研究中心，浙商证券研究所

图30：美国 2018-2024 财年无人系统国防费用预计投入情况



资料来源：《FISCAL 2020 DEFENSE BUDGET REQUEST INCLUDES BILLIONS FOR UNMANNED SYSTEMS》，浙商证券研究所

目前，外军地面无人装备已经大量编配部队，并开展了作战演习和实战运用。根据解放军报资料，美军共装备了超过 1.2 万台地面无人装备，能够遂行爆炸物处理、安全巡逻、辅助作战和后勤保障等多样化军事任务，已列入研制计划的智能化装备超过 100 种，计划到 2030 年 60% 的地面作战平台将实现智能化。俄军持续开展智能装备研制和列装工作，计划至 2025 年将无人作战系统在武器装备中的比例提高到 30% 以上，主要聚焦于侦察监视、指挥决策、火力打击、作战支援等多领域。对标美俄我国无人装备行业成长空间广阔。

图31：未来无人系统协同作战示意图



资料来源：DARPA 官网，浙商证券研究所

3.3 公司布局全面重视研发，持续受益内需+外贸双驱动

在军用机器人方面，为积极应对未来无人化智能化作战问题，公司对标国际先进军用机器人公司，突破并掌握了高效动力驱动、高适应性底盘、多自由度自适应机械臂、高效人机协同及操控等核心关键技术，填补了国内军用机器人领域空白。

表6: 公司掌握多项军用机器人领域的先进核心技术

| 序号 | 核心技术 | 内容 | 应用情况 | 成熟程度 |
|----|------------|---|---------|------------------|
| 1 | 高效动力驱动技术 | 包括智能能量管理与分配技术、电机高效驱动控制技术、自适应分布驱动技术等,解决机器人在复杂多变环境下驱动及能量利用效率问题。 | 军用机器人产品 | 比较成熟,仍在完善,可批量生产。 |
| 2 | 高适应性底盘技术 | 包括高通过性行走机构技术、高冲击主动抑制技术等,解决复杂多变地形环境下机器人运动适应性问题。 | 军用机器人产品 | 比较成熟,仍在完善,可批量生产。 |
| 3 | 多自由度自适应机械臂 | 包括面向目标的多关节运动智能规划与分配技术、关节运动高精度控制技术,解决机器人机械臂复杂场景精确操控难题。 | 军用机器人产品 | 比较成熟,仍在完善,可批量生产。 |
| 4 | 高效人机协同及操控 | 包括机器人远程姿态虚拟显示技术、复杂环境人机伴行导航技术等,解决人机协同、高效操控问题。 | 军用机器人产品 | 比较成熟,仍在完善,可批量生产。 |

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

依托多项核心技术,公司自主开发了 5kg、25kg、50kg、100kg、400kg、1T、1.5T 等级别的系列地面机器人和无人车,根据不同作业任务分为侦察机器人、排爆机器人、核化机器人、多用途机器人、无人战车、无人支援车等。目前公司已中标四款军用机器人型号,均以综合评比第一名的优异成绩中标,两型已经量产,并且仍有多款机器人及无人车正在参与军方招标或评测。

图32: 公司军用机器人产品布局全面,多款型号竞标获得第一名



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

公司军用机器人终端用户主要为军方客户,产品主要交付给军方和各军工集团及下属院所,主要包括某军种装备采购部门、航天科技集团、中国科学院、洛阳隆盛科技、捍疆前沿科技等。由于军工产品具有较强的地域特性,因此公司与国外企业如 Endeavor 等不构成直接竞争关系,公司的主要竞争对手包括国内的 201 所、208 所、凌天智能等。

表7: 军用机器人行业主要公司

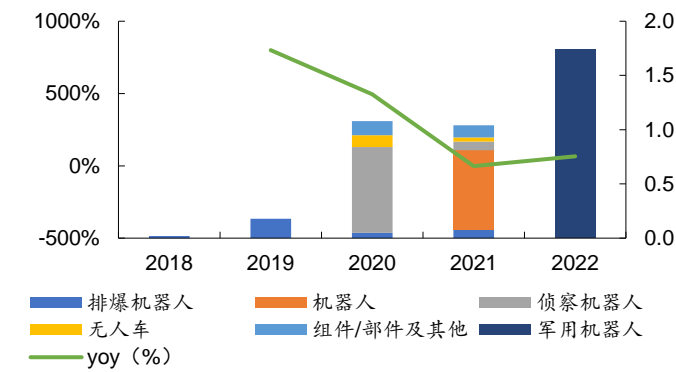
| 公司名称 | 主要产品 | 2021 年营收 (亿元) |
|---------------|--|---------------|
| Endeavor (美国) | 隶属于 FLIR 公司,系 2016 年由 IRobot 公司拆分出的军工业业务并在 2019 年被 FLIR 公司收购。该公司已向超过 55 个国家/地区的客户交付了 7,000 多台机器人,并与包括美国在内各国的军队、执法部门、公共安全、能源和工业用户合作,设计和研发能够执行多任务功能的先进机器人。 | - |

| | | |
|------------------|--|--------------------------|
| 中国兵器第一研究院 | 又称为中国兵器工业第 201 研究所和中国北方车辆研究所，是以地面移动平台总体及相关核心技术为主的大型科研院所，主要从事特种车辆、商用车辆、专用车辆、无人移动平台整车开发，以及传动、操纵、电子电气等相关核心零部件的开发工作。 | - |
| 中国兵器工业第 208 研究所 | 隶属于中国兵器装备集团公司，以轻武器装备研发为主营业务，在机器人领域主要从事轻型地面军用无人系统研发工作，在该领域与公司部分产品存在竞争。 | - |
| 北京凌天智能装备集团股份有限公司 | 主要从事安全装备的设计开发、组装生产和销售业务。公司的产品主要应用于消防救援、特警反恐、安监执法、煤矿安全等领域，主要有 ER2 排爆机器人、重型排爆机器人、消防机器人等产品。 | - |
| 晶品特装 | 主要包括侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、军用无人车、其他类型机器人及机器人组件/部件等。 | 4.22 (整体) / 1.05 (军用机器人) |

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司军用机器人品类不断扩展，营收快速增长。凭借军用机器人领域的多项先进技术，公司自主开发了包括侦察机器人、排爆机器人、无人车等在内的多个系列军用机器人产品，2022 年实现营收 1.74 亿元，同比增长 66%，近三年营收复合增速达到 113%。

图33：公司军用机器人品类不断扩展



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图34：我国新型陆军军贸合成旅亮相珠海航展



资料来源：珠海航展，浙商证券研究所

未来公司军用机器人业务将持续受益不断增长的内需+外贸需求。

内需：二十大首提“增加新域新质作战力量比重”，未来五年高精尖领域的新式武器装备有望加速列装。军用机器人是未来战争的重要力量，是实现战争信息化、无人化的重要载体。随着国家对无人化、信息化武器装备的采购力度不断加大，军工类无人系统装备企业面临巨大的市场机会。

外贸：我国新型陆军军贸合成旅亮相珠海航展，其中无人装备持续受到重视。我国新型军贸合成旅中的坦克营以及机步营配备了3吨级轻型轮式战车、VU-T2履带式战车等地面无人作战平台，顺应了未来战争无人化的发展方向。我国军贸产品物美价廉，具备竞争优势，俄乌冲突催化下我国军企也有望在国际军贸市场中迎来新机遇。

4 盈利预测与估值分析

4.1 业务拆分与盈利预测

我们综合行业及公司过去几年经营情况，做出以下关键假设：

1) **光电侦察设备：**凭借光电侦察设备领域的多项先进技术，公司以无人光电吊舱产品为核心，不断向单兵、手持、侦察系统组件等其他品类扩展，2018-2021 年营收复合增速达

到102%。2022年公司下游军品客户采购、交付进度有所推迟，光电侦察设备业务营收0.59亿元，同比下滑80%，我们判断23年有望开始修复，同时随着公司产品品类不断扩展，巡飞弹类装备有望打开公司增长新空间。我们预计2023-2025年公司光电侦察设备业务营收分别为3.1、4.5、7.2亿元，毛利率在高毛利产品占比提升下同步提升，分别为29.4%、41.1%、47.5%。

2) **军用机器人**：军用机器人方面，公司自主开发了5kg、25kg、50kg、100kg、400kg、1T、1.5T等级别的系列地面机器人和无人车，2022年实现营收1.74亿元，同比增长66%，近三年营收复合增速达到113%，未来公司军用机器人业务将持续受益不断增长的内需+外贸需求。目前公司已中标四款军用机器人型号，两型已经量产，随着相关型号的稳定批产交付，我们预计公司军用机器人业务2023-2025年营收增速分别为15%、13%、46%，毛利率在规模效应下保持小幅提升，分别为41.3%、41.7%、42.8%。

表8：公司分业务拆分及预测

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 光电侦察设备业务(亿元) | 1.6 | 3.0 | 0.6 | 3.1 | 4.5 | 7.2 |
| yoy | 105% | 84% | -80% | 431% | 44% | 60% |
| 毛利率 | 50.0% | 28.3% | 36.6% | 29.4% | 41.1% | 47.5% |
| 军用机器人业务(亿元) | 1.1 | 1.1 | 1.7 | 2.0 | 2.3 | 3.3 |
| yoy | 494% | -2% | 66% | 15% | 13% | 46% |
| 毛利率 | 64.9% | 37.1% | 41.3% | 41.3% | 41.7% | 42.8% |
| 其他(亿元) | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| yoy | 23% | 19% | 147% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率 | 38.0% | -13.5% | 52.5% | 52.5% | 52.5% | 52.5% |
| 合计(亿元) | 2.9 | 4.2 | 2.8 | 5.6 | 7.2 | 11.0 |
| yoy | 159% | 48% | -34% | 100% | 29% | 52% |
| 毛利率 | 54.9% | 28.6% | 42.2% | 35.6% | 42.0% | 46.3% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为5.6、7.2、11.0亿元，同比增长100%、29%、52%，毛利率分别为35.6%、42.0%、46.3%。

4.2 估值分析及投资建议

预计公司2023-2025年归母净利润为0.8、1.4、2.5亿元，同比增长80%、73%、78%，2022-2025年CAGR=77%，对应PE为63、36、20倍。采用相对估值法进行测算，我们选取国内无人装备行业的航天彩虹、中无人机，光电侦察行业的高德红外、久之洋作为可比公司。

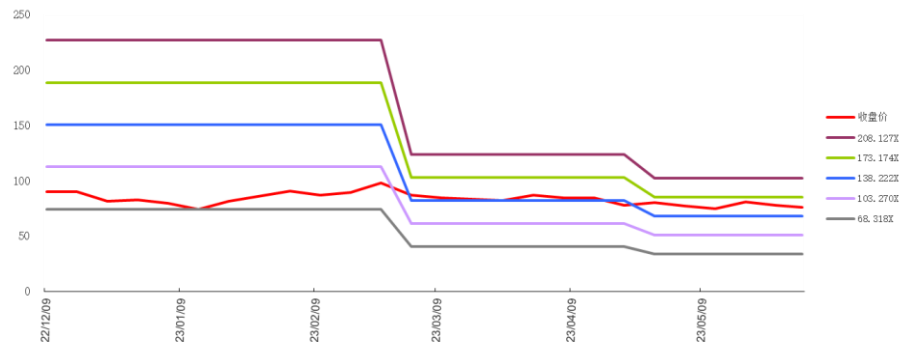
表9: 可比公司估值 (市值数据截至 2023 年 6 月 8 日收盘)

| 证券代码 | 可比公司 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 002389.SZ | 航天彩虹 | 198 | 3.07 | 4.53 | 6.19 | 8.24 | 65 | 44 | 32 | 24 |
| 688297.SH | 中无人机 | 326 | 3.70 | 5.04 | 6.94 | 9.08 | 88 | 65 | 47 | 36 |
| 002414.SZ | 高德红外 | 325 | 5.02 | 7.50 | 10.07 | 12.48 | 65 | 43 | 32 | 26 |
| 300516.SZ | 久之洋 | 61 | 0.82 | 0.94 | 1.08 | 1.22 | 75 | 65 | 57 | 50 |
| PE 平均值 | | | | | | | 73 | 54 | 42 | 33 |
| 688084.SH | 晶品特装 | 51 | 0.45 | 0.81 | 1.41 | 2.51 | 113 | 63 | 36 | 20 |

资料来源: 表中晶品特装、高德红外为浙商证券研究所测算, 其余来自 Wind 一致盈利预测

公司作为我国国防智能装备稀缺标的, 先发优势明显, 技术积累、客户基础坚实, 有望持续受益光电侦察+无人装备双驱动。参考同行业 4 家公司 2023-2025 年的平均 PE 估值 54、42、33 倍, PEG 2.2、1.8、1.5 倍, 公司上市以来 PE 估值中枢 118 倍, 2023-2025 年 PE 估值分别为 63、36、20 倍, 同时高业绩增速下动态估值 PEG 仅为 0.8、0.5、0.3 倍, 远低于行业内可比公司水平。考虑到公司作为陆军无人装备核心供应商的稀缺性, 以及高业绩增速可以消化估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图35: 上市以来公司的 PE 估值中枢为 118 倍



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

1) 军品订单波动风险:

公司下游主要面向国防领域客户, 需求释放与军方订单下达节奏有关, 如未来特种订单不及预期, 将对公司业绩产生不利影响。

2) 行业竞争加剧风险:

特种产品价格一般较为稳定, 降价一般是因为以价换量。如果未来行业竞争加剧, 军品降价幅度超预期, 将会对公司营收利润造成不利影响。

3) 业务规模扩张带来的管理风险:

近年来公司资产和业务规模持续扩大, 员工数量持续提升, 规模扩张对公司在内部管理方面提出了更高的要求。若公司管理层不能持续提升管理能力、优化管理体系, 将对公司经营和持续能力造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1792 | 2174 | 2222 | 2697 |
| 现金 | 1377 | 1133 | 1152 | 1188 |
| 交易性金融资产 | 22 | 146 | 156 | 108 |
| 应收账款 | 188 | 377 | 466 | 714 |
| 其它应收款 | 6 | 12 | 14 | 24 |
| 预付账款 | 5 | 11 | 11 | 17 |
| 存货 | 146 | 459 | 377 | 603 |
| 其他 | 48 | 36 | 47 | 44 |
| 非流动资产 | 200 | 302 | 394 | 481 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 6 | 93 | 178 | 259 |
| 无形资产 | 11 | 15 | 16 | 17 |
| 在建工程 | 170 | 180 | 187 | 191 |
| 其他 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 资产总计 | 1993 | 2475 | 2616 | 3179 |
| 流动负债 | 299 | 726 | 752 | 1094 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 220 | 589 | 570 | 854 |
| 预收账款 | 42 | 68 | 118 | 159 |
| 其他 | 37 | 69 | 65 | 81 |
| 非流动负债 | 6 | 4 | 5 | 5 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 6 | 4 | 5 | 5 |
| 负债合计 | 305 | 730 | 757 | 1099 |
| 少数股东权益 | (6) | (8) | (12) | (20) |
| 归属母公司股东权益 | 1694 | 1753 | 1871 | 2099 |
| 负债和股东权益 | 1993 | 2475 | 2616 | 3179 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | (16) | (17) | 130 | 93 |
| 净利润 | 43 | 80 | 137 | 243 |
| 折旧摊销 | 3 | 4 | 9 | 15 |
| 财务费用 | (0) | (18) | (17) | (17) |
| 投资损失 | (6) | (4) | (4) | (5) |
| 营运资金变动 | (73) | 229 | (85) | 74 |
| 其它 | 16 | (307) | 90 | (217) |
| 投资活动现金流 | 200 | (225) | (107) | (49) |
| 资本支出 | (99) | (101) | (100) | (100) |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 300 | (124) | (7) | 51 |
| 筹资活动现金流 | 995 | (3) | (4) | (7) |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | (55) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1050 | (3) | (4) | (7) |
| 现金净增加额 | 1179 | (245) | 19 | 36 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 280 | 560 | 723 | 1096 |
| 营业成本 | 162 | 360 | 419 | 589 |
| 营业税金及附加 | 1 | 4 | 6 | 7 |
| 营业费用 | 7 | 11 | 14 | 22 |
| 管理费用 | 21 | 28 | 34 | 49 |
| 研发费用 | 43 | 84 | 108 | 164 |
| 财务费用 | (0) | (18) | (17) | (17) |
| 资产减值损失 | 4 | 6 | 7 | 11 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 6 | 4 | 4 | 5 |
| 其他经营收益 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| 营业利润 | 51 | 90 | 156 | 277 |
| 营业外收支 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 利润总额 | 50 | 90 | 156 | 277 |
| 所得税 | 7 | 10 | 19 | 35 |
| 净利润 | 43 | 80 | 137 | 243 |
| 少数股东损益 | (2) | (2) | (4) | (8) |
| 归属母公司净利润 | 45 | 81 | 141 | 251 |
| EBITDA | 33 | 74 | 148 | 275 |
| EPS (最新摊薄) | 0.60 | 1.08 | 1.87 | 3.32 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -33.70% | 100.00% | 29.11% | 51.73% |
| 营业利润 | -25.13% | 77.62% | 74.43% | 77.35% |
| 归属母公司净利润 | -25.08% | 79.60% | 73.35% | 77.79% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 42.19% | 35.61% | 42.01% | 46.31% |
| 净利率 | 15.37% | 14.25% | 19.00% | 22.13% |
| ROE | 4.00% | 4.74% | 7.83% | 12.74% |
| ROIC | 1.49% | 3.59% | 6.51% | 10.80% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 15.30% | 29.50% | 28.93% | 34.58% |
| 净负债比率 | 0.73% | 0.56% | 0.72% | 0.36% |
| 流动比率 | 5.99 | 2.99 | 2.96 | 2.46 |
| 速动比率 | 5.50 | 2.36 | 2.45 | 1.91 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.18 | 0.25 | 0.28 | 0.38 |
| 应收账款周转率 | 1.30 | 2.15 | 1.81 | 1.95 |
| 应付账款周转率 | 0.62 | 0.93 | 0.75 | 0.87 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.60 | 1.08 | 1.87 | 3.32 |
| 每股经营现金 | (0.22) | (0.22) | 1.72 | 1.23 |
| 每股净资产 | 22.39 | 23.17 | 24.73 | 27.75 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 113.17 | 63.01 | 36.35 | 20.45 |
| P/B | 3.03 | 2.93 | 2.74 | 2.44 |
| EV/EBITDA | 148.29 | 51.68 | 25.74 | 13.91 |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>