

# 国防军工行业+公司首次覆盖

## 装备作战效能的倍增器，国防信息化快速发展

增持（维持）

2022年06月20日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书：S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书：S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **信息化装备在现代战争中起决定性作用。** 军工信息化可将目标探测跟踪、指挥控制、火力打击、战场防护和毁伤评估等功能进行整合，并实现指挥中心和各军种作战组织一体化，大幅提升军队战斗力，其产业链主要包括雷达、卫星导航、信息安全、军工通信和军工电子，主要由综合电子信息系统、信息化杀伤武器、信息化作战平台构成。
- **信息化装备向提高抗电子战能力、精确性、抗干扰能力方向发展。** 2022年的俄乌战争表明现代战争中抗电子战能力和抗干扰能力对战局发展有决定性的作用，丧失通讯权即丧失战场掌握权，信息化设备的抗电子战能力、抗干扰能力强弱与否决定战斗双方对于信息把控程度的高低。同时战争中越来越强调武器装备的精确打击能力：在小规模局部战争中，城市作战地位突出，战场环境复杂，对导弹的命中精度提出高要求，而命中精度的提高则取决于制导系统性能。
- **受益于“十四五”换装潮，军工信息化行业迎来快速发展期。** 截至2021年，我军基本实现了机械化，但是信息化程度有待提升，在国防信息化发展阶段上正处于第二阶段初期，而以美国为代表的发达国家已经渡过了第一、第二阶段，已达到第三阶段后期。近些年中国周边地缘政治形势严峻，迫切要求国防信息化加速发展，随着“十四五”规划的不断推进，三/四代机等一系列重点型号武器的快速装备，我国的信息化程度将会不断加深，相关产业迎来快速发展期。
- **推荐标的：** 现代战争是多维度立体战争，通过数据链可实现海陆空天协同指挥，在建军百年目标和国防信息化建设推动下，信息化细分领域核心企业将充分收益，我们重点推荐以下标的：1) 雷科防务：雷达和通信领域核心供应商；2) 睿创微纳：非制冷红外探测器龙头；3) 大立科技：国内综合实力最强的红外产品供应商之一；4) 中国海防：深耕国内水下信息化系统；5) 湘电股份：国内电推/发射系统唯一供应商；6) 七一二：军用无线通信装备核心供应商；7) 上海瀚讯：国内军用宽带通信领先企业；8) 振芯科技：国家重点支持的北斗系列终端产业化基地；9) 智明达：国内军用嵌入式计算机领先供应商。
- **风险提示：** 1) 新冠疫情反复导致公司产能释放不及预期；2) 军品业务毛利率下降；3) 新型装备换装速度不及预期。

### 行业走势



### 相关研究

《补库存叠加实战化训练，精确制导武器快速发展》

2022-06-05

《2022Q1 军工行业回顾：核心赛道业绩提速明显，强力反弹确定底部位置》

2022-05-08

表1：重点公司估值（截至2022/06/20）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002413	雷科防务	70.51	5.25	-0.19	0.16	0.22	N/A	32.81	23.86	买入
688002	睿创微纳	187.11	41.95	1.03	1.36	1.97	40.73	30.85	21.29	买入
002214	大立科技	74.78	12.48	0.29	0.32	0.4	43.03	39.00	31.20	买入
600764	中国海防	184.76	26.00	1.19	1.5	1.84	21.85	17.33	14.13	买入
600416	湘电股份	221.52	19.18	0.07	0.25	0.4	274.00	76.72	47.95	买入
603712	七一二	237.16	30.72	0.89	1.09	1.43	34.52	28.18	21.48	买入
300762	上海瀚讯	113.61	18.09	0.60	0.78	1	30.15	23.19	18.09	买入
300101	振芯科技	115.43	20.61	0.27	0.38	0.51	76.33	54.24	40.41	买入
688636	智明达	56.41	112.07	2.22	2.95	4.57	50.48	37.99	24.52	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：盈利预测来自东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. 新时代战争，信息化初露光芒</b>	<b>6</b>
1.1. 军工信息化定义	6
1.1.1. 综合电子信息系统	6
1.1.2. 信息化作战平台	7
1.1.3. 信息化杀伤武器	7
<b>2. 信息化细分领域</b>	<b>8</b>
2.1. 军工信息化产业的主要构成	8
2.2. 雷达与电子对抗	8
2.3. 红外热成像	10
2.4. 声呐与电子对抗	10
2.5. 指挥控制通信	11
2.6. 导航定位	11
2.7. 遥感遥测	12
<b>3. 信息化发展趋势</b>	<b>12</b>
3.1. 我国军信息化产业链完整，正处于发展初期	12
3.2. 发展趋势一：提高电子对抗能力	14
3.3. 发展趋势二：提高信息化武器精确性	14
3.4. 发展趋势三：提高抗干扰能力	15
<b>4. 信息化是国防建设的重要方向</b>	<b>15</b>
4.1. 信息化装备在现代化战争中具有划时代意义	15
4.2. 现代战争中信息化整备发展迅速	16
<b>5. 推荐逻辑</b>	<b>16</b>
5.1. 国内军工信息化市场突破千亿，“十四五”规划下有望高速增长	16
5.2. 军费持续稳定上涨带动军品行业业绩上升	17
5.3. 军品下游放量信息化装备订单大幅增长	18
5.4. 信息化装备在战争中表现亮眼，信息化技术发展或将成为军工信息化行业又一增长点	19
5.5. 军工信息行业高壁垒可维持高毛利率	20
<b>6. 重点公司推荐</b>	<b>20</b>
6.1. 雷科防务：雷达和通信领域核心供应商	20
6.2. 睿创微纳：非制冷红外探测器龙头	21
6.3. 大立科技：国内综合实力最强的红外产品供应商之一	23
6.4. 中国海防：深耕国内水下信息化系统	24
6.5. 湘电股份：国内电推/发射系统唯一供应商	25
6.6. 七一二：军用无线通信装备核心供应商	26
6.7. 上海瀚讯：国内军用宽带通信领先企业	27
6.8. 振芯科技：国家重点支持的北斗系列终端产业化基地	28
6.9. 智明达：国内军用嵌入式计算机领先供应商	29
<b>7. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 国防信息化五大领域 .....	6
图 2: 军工信息化主要产品 .....	6
图 3: C4ISR 示意图 .....	7
图 4: 信息化作战平台概述图 .....	7
图 5: 加装精确制导套件的美军普通航弹 .....	8
图 6: 美军民兵 III 导弹制导系统 .....	8
图 7: 军工信息化细分产业 .....	8
图 8: 军用雷达分类 .....	9
图 9: 电子对抗系统 .....	10
图 10: 红外热成像在战场上的应用 .....	10
图 11: 北斗系列示意图 .....	12
图 12: 遥感遥控产品示意图 .....	12
图 13: 军工信息化产业链 .....	13
图 14: 国防信息化四阶段 .....	13
图 15: 俄乌战争中被 Kh-31P 导弹击中的乌克兰雷达 .....	14
图 16: 俄乌冲突中的 Kh-31P 反辐射导弹 .....	14
图 17: 俄军使用“口径”高精度巡航导弹 .....	15
图 18: 俄方用机载精确制导武器摧毁乌生产大楼 .....	15
图 19: 军工信息化联合作战示意图 .....	16
图 20: 2012-2020 年中国军工信息化产业链产值与市场规模 .....	17
图 21: 歼 16 战斗机 .....	18
图 22: 翼龙系列无人机 .....	18
图 23: 俄方制导炮弹击毁了乌军一座 S-300 防空系统的发射车 .....	19
图 24: 军工信息行业壁垒 .....	20
图 25: 2021 年雷科防务营收构成 .....	21
图 26: 雷科防务营业收入 .....	21
图 27: 高精度雷达业务 .....	21
图 28: 2021 年睿创微纳红外热成像业务拆分 .....	22
图 29: 睿创微纳营业收入和 YOY .....	22
图 30: 睿创微纳红外热成像仪营业收入与毛利率 .....	22
图 31: 睿创微纳国内外营收 (亿元) .....	23
图 32: 睿创微纳归母净利润 .....	23
图 33: 2021 年大立科技主营业务拆分 .....	23
图 34: 大立科技营业收入 .....	24
图 35: 大立科技归母净利润 .....	24
图 36: 2021 年中国海防主营业务产品拆分 .....	24
图 37: 中国海防营业收入 .....	25
图 38: 中国海防归母净利润 .....	25
图 39: 2021 年湘电股份主营业务构成 .....	25
图 40: 湘电股份营业收入 .....	26
图 41: 湘电股份归母净利润 .....	26
图 42: 2021 年七一二主营业务构成 .....	26
图 43: 七一二营业收入 .....	27

图 44: 七一二存货 .....	27
图 45: 2021 年上海瀚讯业务营收构成.....	28
图 46: 上海瀚讯营业收入 .....	28
图 47: 上海瀚讯归母净利润 .....	28
图 48: 2021 年振芯科技主营业务营收构成.....	29
图 49: 振芯科技营业收入 .....	29
图 50: 振芯科技归母净利润 .....	29
图 51: 2021 年智明达主营业务营收构成.....	30
图 52: 智明达营业收入 .....	30
图 53: 智明达归母净利润 .....	30

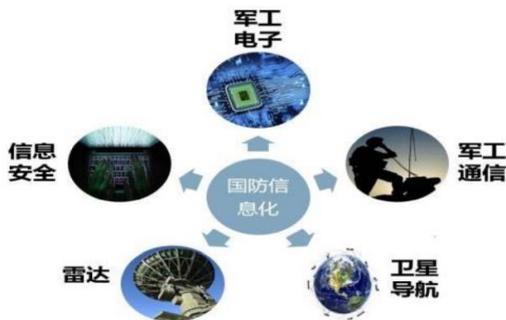
表 1: 重点公司估值 (截至 2022/06/20) .....	1
表 2: 声呐的主要分类 .....	11
表 3: 按照传输信道分类的军用通信 .....	11
表 4: 2021 年我国军费占 GDP 比重在主要国家处于较低水准 .....	17
表 5: 我国军费支出不断上升, 与美国差距仍较大 .....	18
表 6: 导弹成本占比 .....	19
表 7: 美军典型导弹成本占比 .....	19

## 1. 新时代战争，信息化初露光芒

### 1.1. 军工信息化定义

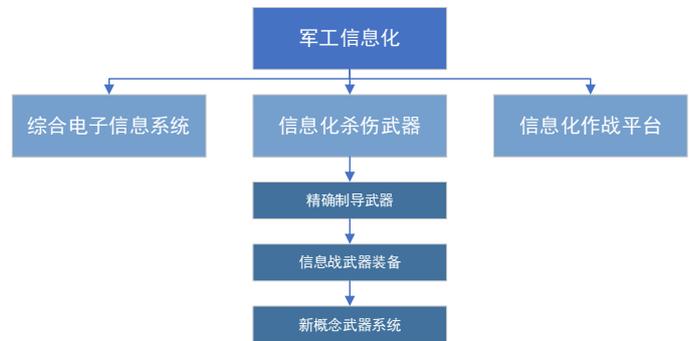
军工信息化是为了适应信息化战争发展而建设的国防信息体系，其目标是实现军队的全面信息化，提高军队核心战斗力。军队通过信息化的整合实现目标探测跟踪、指挥控制、火力打击、战场防护和毁伤评估功能一体化，以及联合指挥中心和各军种之间的作战组织一体化。军工信息化产业链主要包括雷达、卫星导航、信息安全、军工通信与军工电子五大领域，主要由综合电子信息系统、信息化杀伤武器、信息化作战平台构成。

图1：国防信息化五大领域



数据来源：上海瀚讯招股说明书，东吴证券研究所

图2：军工信息化主要产品



数据来源：百度百科，东吴证券研究所

#### 1.1.1. 综合电子信息系统

综合电子信息系统是为实现最优资源配置，提高作战能力，按军队信息系统一体化原则和综合集成技术而构建的多种使命、多种功能的电子信息系统，目前主要以C4ISR（军事指挥控制通信专网）系统为主。C4ISR系统是指从基础的指挥与控制（Command & Control）出发，囊括通信（Communications）、计算机（Computers）、情报（Intelligence）、监视（Surveillance）、侦查（Reconnaissance）等要素的全维度军事信息系统框架。C4ISR系统不仅是对军事信息管理的理论概括也对应着现实的软硬件解决方案。C4ISR系统能及时准确获取战场信息，分析处理后将指令经由可靠安全的军工通信网络传达到具体作战单元，从而形成完整的信息闭环。

图3: C4ISR 示意图

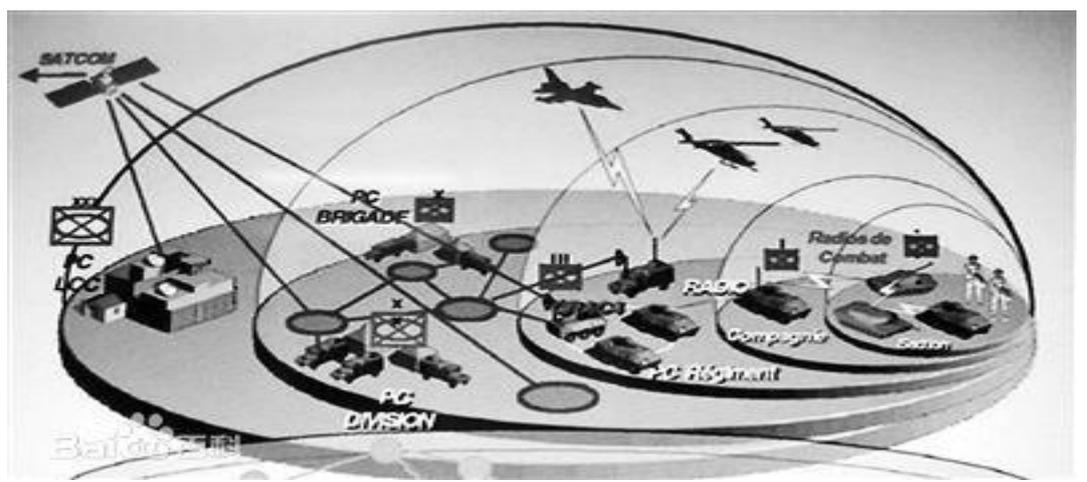


数据来源: 上海瀚讯招股说明书, 东吴证券研究所

### 1.1.2. 信息化作战平台

信息化作战平台是指装有大量电子信息设备, 以信息和信息技术为核心的坦克、火炮、飞机、舰艇等武器载体, 是 C4ISR 系统所依托的平台。这些作战平台是自动化指挥系统的节点, 是自动化指挥系统发挥打击威力的重要物质基础。发达国家的军队已经或准备多种信息化作战平台, 如以米格 1.42 战斗机为例, 它是俄罗斯研制的第四代作战飞机, 机上装有雷达、激光、红外组成的火控系统, 相控阵火控雷达的探测距离达 400 公里, 可同时跟踪与识别 1520 个目标, 同时攻击其中的 68 个目标, 挂载的空空精确控制导弹射程达 400 公里, 具有远、中、近距离全向、同时攻击多个目标和“发射后不用管”的能力

图4: 信息化作战平台概述图



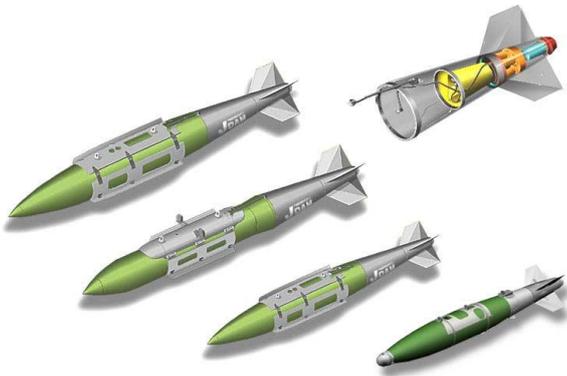
数据来源: 百度百科, 东吴证券研究所

### 1.1.3. 信息化杀伤武器

信息化杀伤武器主要包括精确制导武器、信息战武器装备、新概念武器装备系统。

精确制导武器主要有导弹，信息战武器装备有雷达，新概念武器装备系统主要有定向能武器、动能武器等，信息化配件在这些武器中发挥着重要作用，例如导弹中制导系统的作用是适时测量导弹相对于目标的位置和速度，控制导弹的飞行弹道和姿态，保证导弹准确命中目标。

图5: 加装精确制导套件的美军普通航弹



数据来源: WIKIPEDIA, 东吴证券研究所

图6: 美军民兵 III 导弹制导系统



数据来源: Google, 东吴证券研究所

## 2. 信息化细分领域

### 2.1. 军工信息化产业的主要构成

军工信息产业主要分为电子装备产业和指控通信及遥测导航产业。两者构成了军工信息化的主要产业。电子装备产业主要由雷达与电子对抗、光学与红外以及声呐与电子对抗组成，指挥通信及遥测导航产业主要由指挥控制通信、导航定位、遥感遥测以及其他组成，两者是当今国防信息化的主要力量。

图7: 军工信息化细分产业



数据来源: 百度百科, 东吴证券研究所

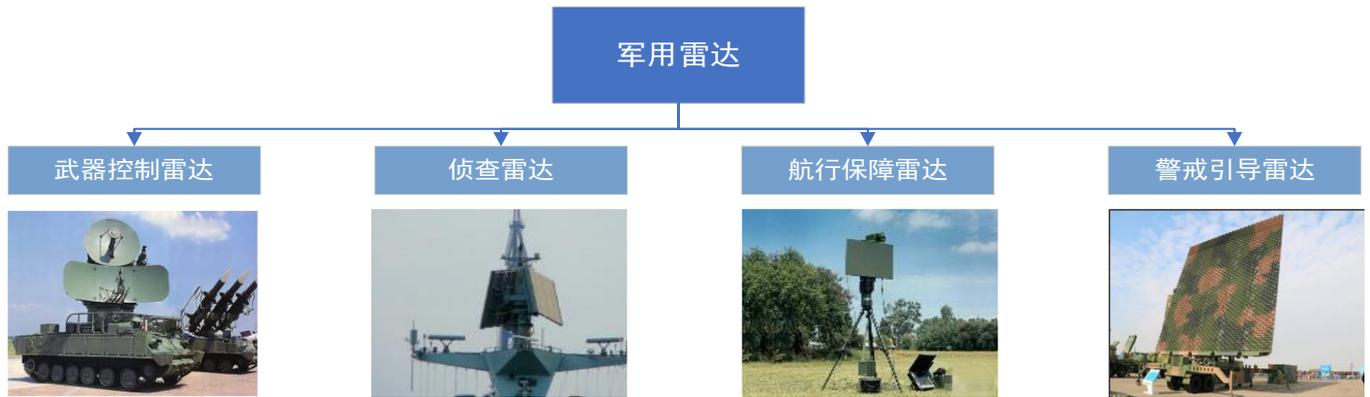
### 2.2. 雷达与电子对抗

军用雷达是利用电磁波探测目标的军用电子装备，雷达发射的电磁波照射目标并

接收其回波，由此来发现目标并测定位置、运动方向和速度及其它特性，并且能适应战场上恶劣的环境、能全天候使用等特点。因此在警戒、引导、武器控制、侦察、航行保障、气象观测、敌我识别等方面获得广泛应用，成为现代战争中一种重要的电子技术装备。

军用雷达按照在战场上使用的情景可以分为武器控制雷达、侦查雷达、警戒引导雷达和航线保障雷达。

图8: 军用雷达分类



数据来源: google, 东吴证券研究所

武器控制雷达主要有炮瞄雷达、鱼雷攻击雷达、导弹制导雷达、机载截击雷达、机载轰炸雷达等，主要用于战斗中的正面对抗。

侦查雷达主要有战场侦查雷达、炮位侦察校射雷达、活动目标侦察校射雷达、侦察与地形显示雷达等，主要用于信息的提供来为后续军事行动提供保障。

航行保障雷达主要有航行雷达、航海雷达、地形跟随与地物回避雷达、着陆（舰）雷达等，主要保障军舰、军机航行安全。

警戒引导雷达主要有对空情报雷达、对海警戒雷达、机载预警雷达、超视距雷达等，主要用于检测对应场景的目标对象，为下一步军事行动提供决策依据。

**电子对抗是战场中的重要一环：**在如今的军事斗争中敌我双方为了自身的需要，想方设法去破获对方的通信内容或干扰对方通信，使对方无法正常工作或系统瘫痪，保密通信、抗干扰成为重要的一个环节。随着军事技术的发展，电子技术渗透到军事的各个领域，电子设备遭到对方的破坏或干扰造成通信中断、指挥失控、系统瘫痪，后果就非常严重。因而电子对抗就成为战争中一项重要的手段，雷达在工作中的抗干扰也成为系统的一个重要方面。

图9：电子对抗系统



数据来源：网易，东吴证券研究所

### 2.3. 红外热成像

红外热成像运用光电技术检测物体热辐射的红外线特定波段信号，将信号转换成可供人类视觉分辨的图像和图形。热成像技术既克服了主动红外夜视需要依靠人工热辐射，并由此产生容易自我暴露的缺点，又克服了被动微光夜视完全依赖于环境自然光和无光不能成像的缺点，具有透过烟、雾、尘、雪以及识别伪装的能力，不受战场上强光、眩光干扰而致盲，可以进行远距离、全天候观察。这些特点使它特别适合于军事应用，一般有弹道导弹防御、常规导弹武器、军用红外热成像仪以及空间红外热成像这四种应用场景。

图10：红外热成像在战场上的应用



数据来源：google，东吴证券研究所

### 2.4. 声呐与电子对抗

声呐是利用声波在水中的传播和反射特性，通过电声转换和信息处理进行导航和测距的技术，也指利用这种技术对水下目标进行探测（存在、位置、性质、运动方向等）和通讯的电子设备，是水声学中应用最广泛、最重要的一种装置，有主动式和被动式两种类型

声呐是各国海军进行水下监视使用的主要技术，用于对水下目标进行探测、分类、定位和跟踪；进行水下通信和导航，保障舰艇和反潜飞机的战术机动和水中武器的使

用。此外声呐技术还广泛用于鱼雷制导、水雷引信，以及鱼群探测、海洋石油勘探、船舶导航、水下作业、水文测量和海底地质地貌的勘测等。

表2: 声呐的主要分类

分类	工作原理	优势	不足	实物图
主动式	主动发射水声信号并从水中目标反射回波中获取目标参数	可以探测到静止目标,可以测距	缺点探测波短,容易暴露位置	
被动式	通过接受和处理水中目标发出的辐射噪声或声呐信号,从而获取目标参数	探测波长,识别目标能力强,隐蔽性强	不能探测静止目标	

数据来源: 网络公开信息整理, 东吴证券研究所

## 2.5. 指挥控制通信

军用通信按照传输信道可以分为无线通信、有线通信、光通信。其中光通信按所用的光传输媒介可分为有线光通信和无线光通信。每种传输信道具有不同的特点, 给传输信号带来的影响也各不相同, 从而对相应的通信系统在组成及采用的关键技术上的要求各有差别。

表3: 按照传输信道分类的军用通信

按照传输渠道分类	传输介质	主要用途	优点	缺点
无线电通道	无线电波	战场上运动载体的唯一通信方式	建立迅速、机动灵活	传输信号易被敌方侦听截获、测向定位和干扰, 严重时甚至会造成通信的中断
有限电通道	金属导线、光纤或波导等媒介	保障军队平时和战时作战指挥的重要通信手段	保密性及通信质量良好	机动性、抗毁坏性较差, 暴露在地面上容易遭敌方火力的破坏
光通信	光纤	国防通信网、内部通信网	抗干扰强、稳定可靠、保密性好	波束窄, 收发天线难以对准, 只限于视觉范围, 易受天气和大气环境的影响

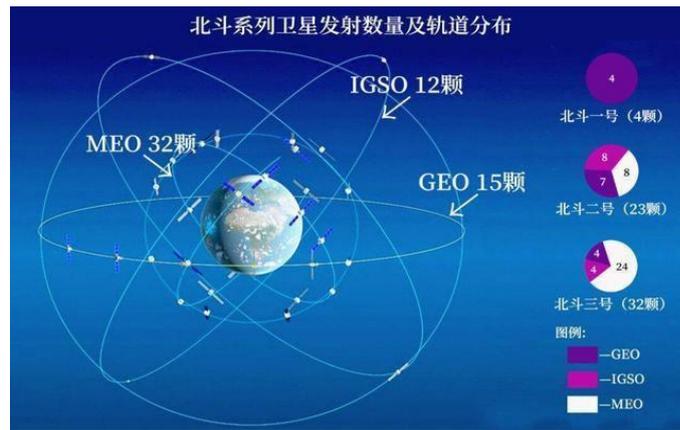
数据来源: 《军事通信系统》, 东吴证券研究所

## 2.6. 导航定位

导航定位一般是指采用导航卫星对地面、海洋、空中和空间用户进行导航定位的技术, 常见的 GPS 导航, 北斗星导航等均为卫星导航。

我国北斗卫星导航系统在军事领域有着重要作用, 例如可以为导弹, 火箭弹等各种精确打击武器进行制导, 提升武器命中率, 加强武器所带来的杀伤力和威力, 另外在情报监视系统中也会充分应用到卫星导航系统, 它可以实现计算机和情报监听系统之间的协调合作, 从而对一些定位进行准确的开展, 提供可靠的数据。

图11: 北斗系列示意图

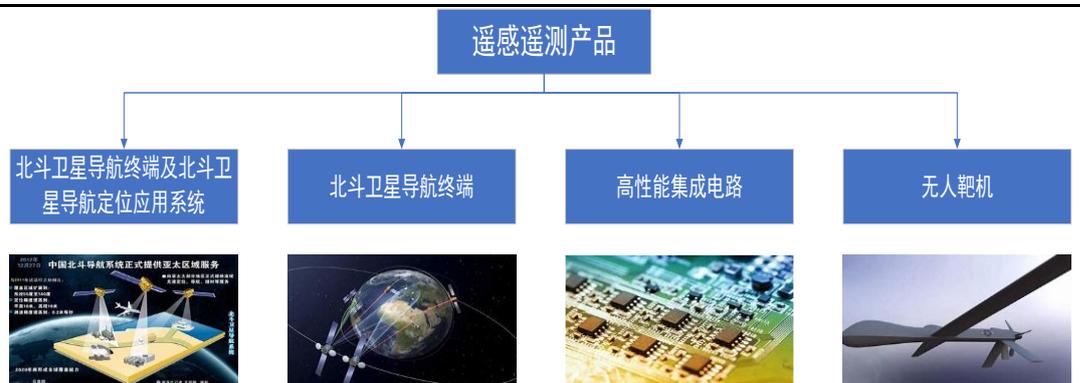


数据来源: 腾讯网, 东吴证券研究所

## 2.7. 遥感遥测

遥感是指非接触的, 远距离的探测技术。一般指运用传感器/遥感器对物体的电磁波的辐射、反射特性的探测。在现代军事中主要运用于军事情报的获取、目标定位和识别、地形分析与制图、作战任务规划和指挥控制。红外遥感是一种通过探测目标的红外辐射能量获取目标有关信息的遥感手段,它具有不受暗夜限制和穿透云雾的优点。还有许多其他的相关军事领域的应用, 比如高光谱, 多光谱等。

图12: 遥感遥测产品示意图



数据来源: google, 东吴证券研究所

## 3. 信息化发展趋势

### 3.1. 我国军信息化产业链完整, 正处于发展初期

完整的产业链为我国国防信息化迅速发展奠定基础。军工信息化产业链由上游零部件制造商和研究所、中游产品制造商以及下游客户构成。上游电子元器件供应商专注于电子元器件的制造, 电子元器件性能直接决定相关产品的使用场景; 研究所专注于最新科技和理论的发展研究, 其科研能力的强弱决定相关产品是否能在日益严峻的局势下完成相关任务, 电子元器件供应商和研究所是整个产业链发展的根基; 中游制

造商参与系统及终端产品的研究，为下游客户提供相应的军用通信产品，是整个产业链的重要连接部分；下游客户对产品要求高，需要产品完成特定环境下的任务行动，为整个产业链提供发展动力，三方都是我国国防信息化发展的重要力量。

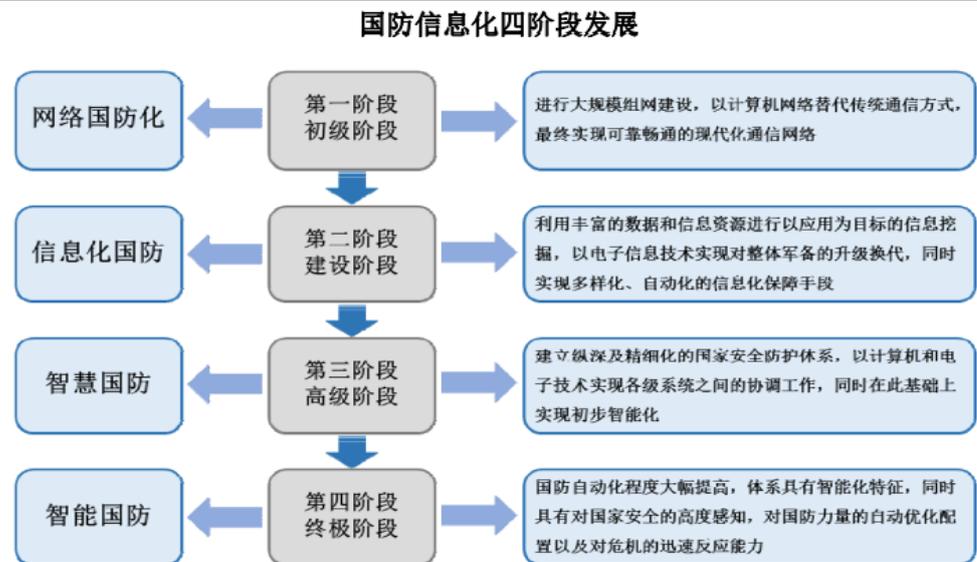
图13: 军工信息化产业链



数据来源：网络公开信息整理，东吴证券研究所

我国正处于国防信息化初级发展阶段。国防信息化与信息技术的应用和发展密不可分，遵循信息化在国防领域的应用规律，可以将国防信息化的发展分为网络化国防、信息化国防、智慧国防和智能国防四个阶段。当前以美国为代表的发达国家已经渡过了第一、第二阶段，正处于第三阶段后期，并即将过渡到第四阶段。而我国仍处于初级阶段后期，刚刚迈入到全面建设的第二阶段。

图14: 国防信息化四阶段



数据来源：上海瀚讯招股说明书，东吴证券研究所

截至 2021 年底，我国军队已经基本实现机械化，信息化建设也已取得重大进展。在我军全面进入机械化时代的同时，融入比较多的以数据链通信、计算机网络、智能化装备为代表的信息化作战元素，信息力成为至关重要的战斗力，部队反应时间、首发命中率、作战效能都是原先的数倍。

### 3.2. 发展趋势一：提高电子对抗能力

**电子战能力决定军事行动的发展趋势。**电子对抗可以削弱、破坏对方电子设备使用效能，并保证己方电子设备的发挥，也被称为电子战。2022 年俄乌冲突，电子战的成功，让俄罗斯完全取得对乌的制空权和制海权，在冲突初期，开始的第一波导弹袭击对乌克兰军事雷达、防空导弹基地、飞行基地进行了毁灭性打击，并且在后续过程中俄罗斯利用电子战系统对该区域实施了大功率的压制干扰，使得乌克兰区域的 GPS 系统出故障，让乌克兰的军事通信系统瘫痪。

图15: 俄乌战争中被 Kh-31P 导弹击中的乌克兰雷达



数据来源：网络公开信息整理，东吴证券研究所

图16: 俄乌冲突中的 Kh-31P 反辐射导弹



数据来源：腾讯网，东吴证券研究所

**电子对抗能力取决于电子对抗装备。**电子对抗装备相较于传统装备，对敌人军事通信系统的打击更大，但也存在装备数量庞大和影响己方军事行动的问题。目前电子对抗装备主要的改进方向：1) 通过共用射频孔径的方式，进行一体化设计，将同时具有通信对抗、导航对抗、敌我识别对抗、雷达对抗、目标探测等多项功能，做到“一机多用”、“一机多能”；2) 在不增加系统硬件的前提下，通过增加软件，实现兼具目标探测和敌我属性识别的能力。

### 3.3. 发展趋势二：提高信息化武器精确性

**城市作战突出高精度武器重要性。**城市作战被称为“地狱里的战争”，近年来发生的局部战争中，城市作战较之以往地位作用更加突出，战场环境更加复杂。2022 年在俄乌冲突中，俄军指责乌克兰将火炮部署于居民区中。为此俄罗斯多次动用高精度的“伊斯坎德尔”战役战术导弹及“口径”高精度巡航导弹攻击关键军事目标，取得了不俗战绩。城市作战战场环境复杂，对导弹的命中精度提出了极高要求，未来导弹将向提高精度方向发展。

图17: 俄军使用“口径”高精度巡航导弹

海外网3月27日电据“今日俄罗斯”26日报道，俄罗斯国防部表示，俄军当天使用“口径”高精度海基巡航导弹，摧毁了乌克兰西北部日托米尔州的一处武器弹药库。俄方公布的现场画面显示，4枚“口径”导弹从位于黑海的一艘军舰上接连发射，火光瞬间照亮夜空。



现场画面

数据来源：海外网，东吴证券研究所

图18: 俄方用机载精确制导武器摧毁乌生产大楼



数据来源：央视新闻，东吴证券研究所

**武器命中精度的提高取决于制导系统性能。**高精度武器虽比非制导弹药有明显提高，但仍有不尽人意的地方。目前制导系统的主要改进方向：1) 探测方式从点源探测向成像方向发展；2) 探测元件从单元向多元方向发展；3) 采用复合制导技术，以应对不同目标；4) 信号处理电路由模拟式向数字化处理方向发展，提高信号处理能力。

### 3.4. 发展趋势三：提高抗干扰能力

**提高信息化设备的抗干扰能力是高技术战争的需要。**现代战场电磁环境复杂，敌方将通过破坏信息化设备的正常工作条件，摧毁来袭的精确制导武器。信息化设备必须具有极强的抗干扰能力，否则难以发挥其效能。

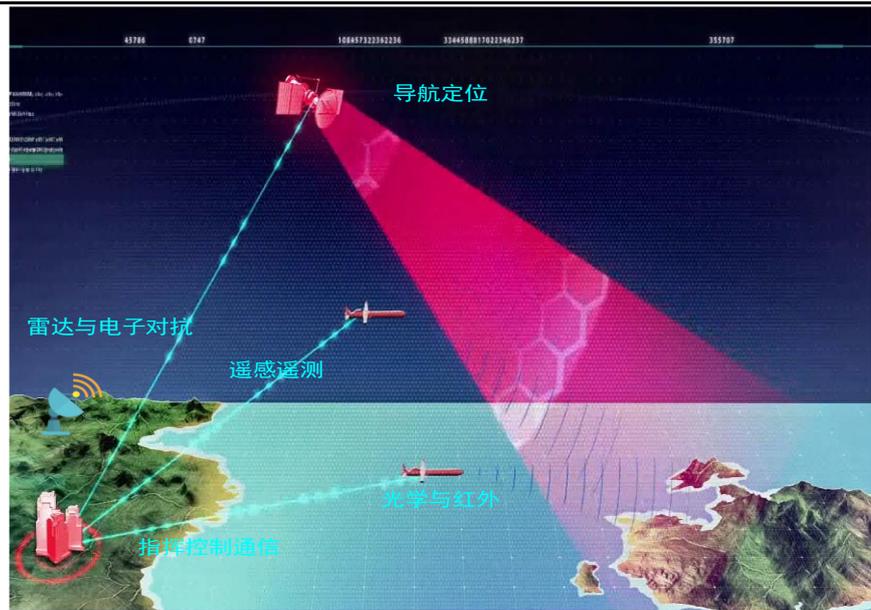
**提高抗干扰能力的发展方向：**取多种抗干扰措施，工作在毫米波段的主动寻的制导系统抗干扰能力强，可能是未来潜在的发展方向之一。

## 4. 信息化是国防建设的重要方向

### 4.1. 信息化装备在现代化战争中具有划时代意义

**信息化装备对于指挥链是一次革命性的突破，对于现在化战争具有划时代意义。**信息化装备第一次在现在战争中崭露头角是在 1991 年美国针对伊拉克的“沙漠风暴”行动，军事行动从 1991 年 1 月 17 日开始，至 1991 年 2 月 28 日结束，历时仅 42 天。在整个“沙漠风暴”空袭作战过程中，伊军的 C3I（指挥、控制、通信和情报）能力、战争潜力和战略反击能力被严重削弱，为后续联军的快速胜利奠定了基础。信息化装备在战争中的首次表现出人意料，在随后的军事改革中成为各国装备发展的重点。现如今信息化装备成为了现在化国防力量的中流砥柱，是衡量一个国家国防力量是否强盛的指标之一。

图19: 军工信息化联合作战示意图



数据来源：航天科工公众号，东吴证券研究所

## 4.2. 现代战争中信息化整备发展迅速

信息化装备在现代战争中频繁亮眼，发展迅猛。在 2001 年的阿富汗战争中，侦察攻击型无人机、单兵数字通信系统、掌上电脑、光电侦察设备、地面传感器和 GPS 接收机等信息装备首次出现，验证了信息化战争中的特种作战理论。

2003 年的伊拉克战争中，验证了信息化战争的全新理论：1) 依托 C4ISR 系统，验证网络中心战理论；2) 依托信息化武器装备，验证精确闪击战、快速决定性作战、全纵深精确打击和并行作战、以及震慑理论；3) 依托数字化改造后的新型地面作战力量，验证信息化战争中地面部队快速推进和越点突袭的新战法，以确认地面部队在信息化战争中的地位和作用。

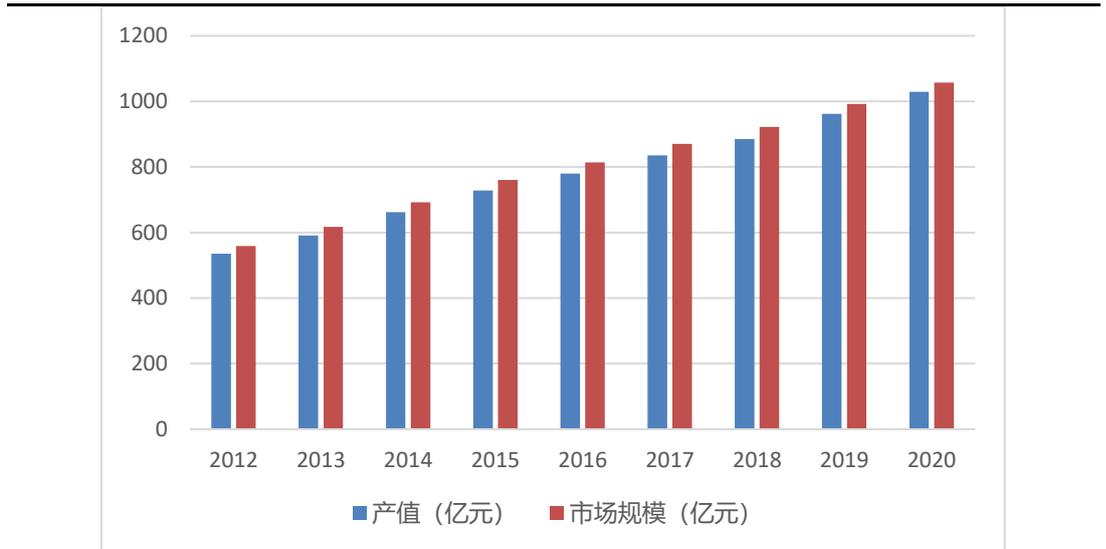
在 2022 年俄乌战争中，电子对抗、无人机表现亮眼，也成为各国关注的焦点，相关信息化装备发展力求加大。

## 5. 推荐逻辑

### 5.1. 国内军工信息化市场突破千亿，“十四五”规划下有望高速增长

随着信息技术在现代战争的广泛应用，信息技术的地位越来越突出。作为信息技术载体的军工通信，其军事通信系统是信息系统和信息化武器系统的重要基础，是整个军事体系的核心。在国际形势日益严峻的背景下，对国防力量的需求日益增长。作为国防重要力量之一的军工信息化产业被需求端带动而快速发展，从 2012 年的 559 亿发展到 2020 年的 1057 亿，成为了千亿级市场。随着“十四五”规划将军工信息化建设列为重点发展对象，中国军工信息化行业有望继续高速稳定增长。

图20: 2012-2020年中国军工信息化产业链产值与市场规模



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

## 5.2. 军费持续稳定上涨带动军品行业业绩上升

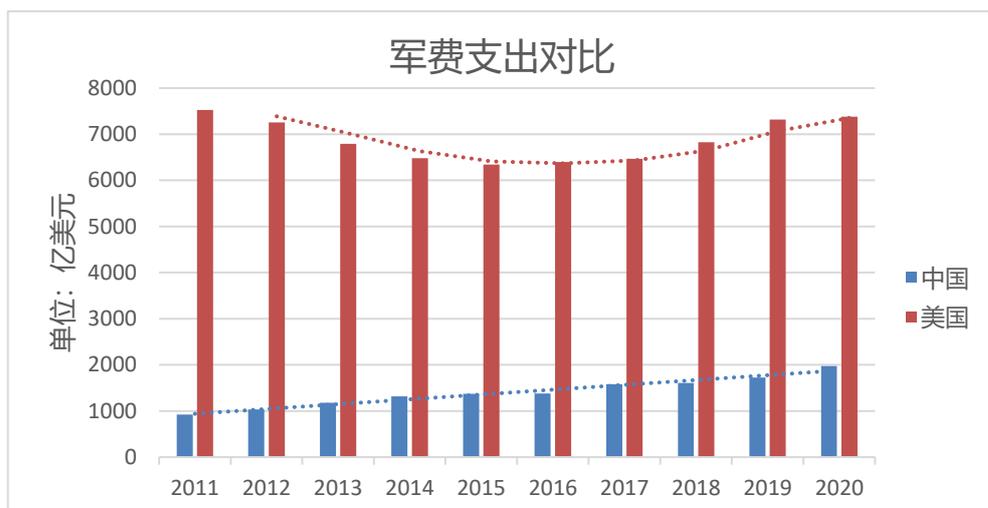
我国国防预算增速三年来首次突破 7%。十三五期间我国国防开支稳步上升, 年复合增长率在 7.8%, 十四五之初的 2021 年, 我国国防开支较十三五同期增长 42%, 我国军事开支将长期处于上升通道。随着后疫情时代世界冲突加剧、国际局势趋紧和全球军备竞赛趋势显现, 在“备战”, 建军百年目标以及 2035 年建设现代化人民军队的推动下, 我国国防支出不断提升, 2022 年军费预算增长 7.1%, 达到 1.45 万亿元, 并扭转了增速逐年下降的趋势。

表4: 2021年我国军费占 GDP 比重在主要国家处于较低水准

国家	军费支出占 GDP 比重 (%)
中国	1.75
美国	3.74
俄罗斯	4.26
英国	2.25
法国	2.07
澳大利亚	2.06
印度	2.88

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表5: 我国军费支出不断上升, 与美国差距仍较大



数据来源: 公共财政支出决算表, Wind, 东吴证券研究所

### 5.3. 军品下游放量信息化装备订单大幅增长

未来作战模式需要更多的军工电子信息装备, 同时传统武器装备更新换代也将引入大量的军工电子系统。在未来信息化、体系化作战模式下, 各军兵种均需要大量的军工电子装备强力支撑, 从而在侦查、电子对抗等方面取得先发制胜, 为现代信息化战争胜利奠定基础。目前我国军队基本实现机械化, 信息化程度有待提升。

无人机经受战场考验, 需求有望进一步提升。无人机在 2020 年阿塞拜疆和亚美尼亚的冲突中大放异彩, 对于空军建设不完善的国家, 无人机在获得制空权和对敌打击能力方面性价比很高, 也预示着未来无人机可能在小规模武装行动中成为不可忽视的重要力量。无人机被广泛用于对地攻击、电子干扰、侦察监视、通信中继等用途, 在多种作战用途中需要大量的储备消耗。目前我国周边形势复杂, 与载人战机相比, 无人机造价较低、尺寸小、起降灵活, 可有效避免飞行员伤亡, 需求有望进一步放大。

另外随着“十四五”装备放量的到来, 军工信息行业也将随着三代机以及四代机等一系列重点型号武器装备以及无人机的列装迎来订单数量的激增。

图21: 歼 16 战斗机



数据来源: 腾讯网, 东吴证券研究所

图22: 翼龙系列无人机



数据来源: 央视网, 东吴证券研究所

#### 5.4. 信息化装备在战争中表现亮眼，信息化技术发展或将成为军工信息化行业又一增长点

高精度武器具有远程精准打击、减少平民损伤等优势，是战争中的打击先锋。2022 年俄乌战争中，俄军精确制导武器的应用，在早期摧毁了乌克兰军事基础设施、防空设施、军用机场，使得乌航空部队瘫痪，为后续地面部队行进奠定基础。高精度制导武器能够显著提升作战效能，其命中概率显著高于非制导武器，可以迅速定点摧毁军事基础设施，并且由于对无辜平民损伤概率低，能够在局部地缘冲突中将风险控制至极小误差范围内，是现在化战争中不可或缺的力量。

图23：俄方制导炮弹击毁了乌军一座 S-300 防空系统的发射车



数据来源：腾讯新闻，东吴证券研究所

随着技术的发展，信息化配件在装备中的价值占比越来越高。如精确制导武器导弹，对多数导弹而言，制导系统是成本最高的模块；以美军 Mk-84 航弹（无推进系统，并非导弹）为例，根据 WIKIPEDIA，一枚普通 Mk-84 航弹造价约为 3100 美元，而可额外安装的精确制导套件造价为 25000 美元，制导系统成本超过 80%；而导弹因为有推进系统，故制导系统在总成本中的占比有所降低。据预测，制导系统成本占比约为 50%，推进系统成本占比约为 30%。

表6：导弹成本占比

模块	平均成本占比	最低成本占比	最高成本占比
制导系统	50%	20%	70%
推进系统	30%	10%	50%
其他模块	20%	5%	30%

数据来源：Google，东吴证券研究所

表7：美军典型导弹成本占比

导弹类型	导弹名	制导与控制系统	推进系统	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%
反导导弹	标准 3	>47.0%			
	萨德	43.0%	11.0%		46.0%

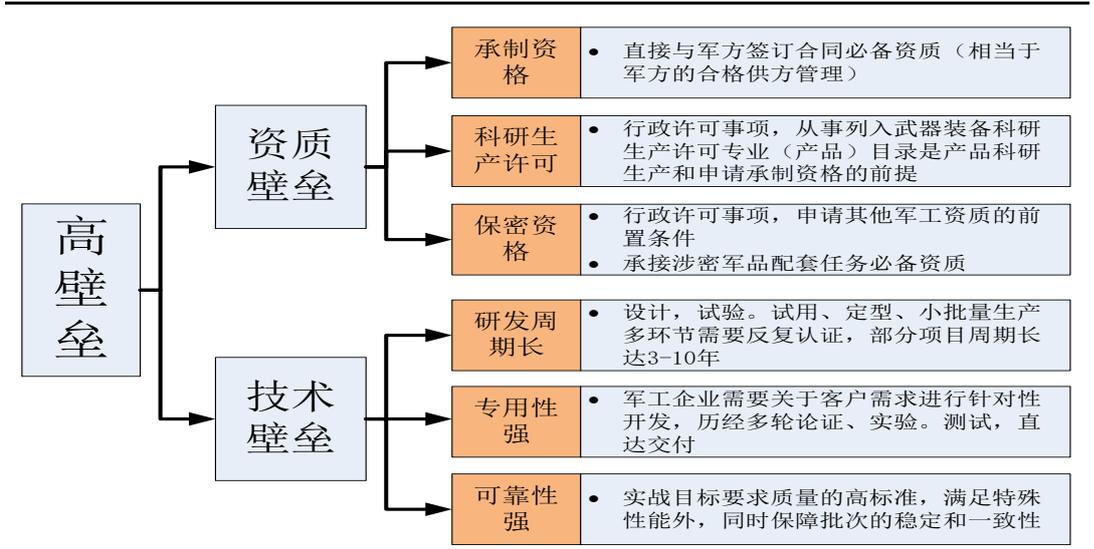
空地导弹	AGM-130	41.0%	19.0%	40.0%
空空导弹	中程空空导弹	77.0%	6.0%	17.0%

数据来源：中国知网，东吴证券研究所

### 5.5. 军工信息化行业高壁垒可维持高毛利率

军工信息化行业存在资质壁垒和技术壁垒，为相关企业提供了天然的护城河，可维持较高的毛利率。

图24：军工信息行业壁垒



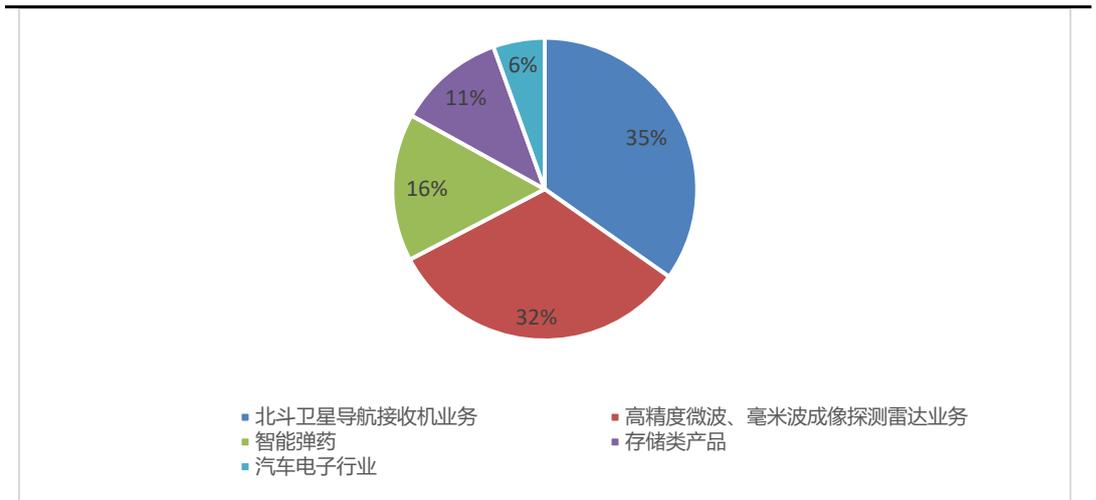
数据来源：新浪网，搜狐网等，东吴证券研究所

## 6. 重点公司推荐

### 6.1. 雷科防务：雷达和通信领域核心供应商

雷科防务是一家致力于传感、导航与数字系统的高科技公司，成立于 2002 年，并于 2010 年在深交所中小板上市，背靠北京理工大学与毛二可院士团队，不断加大技术研发投入，已掌握多源遥感信息处理算法、自主高性能处理芯片、新体制雷达系统等多项核心技术。自 2015 年起，公司通过 7 次外延收购，不断加码军工电子信息化领域，目前雷科防务主营业务包括五大业务群，雷达系统、卫星应用、安全存储业务、智能控制业务、稳健增长、智能网联业。公司具备雄厚的研发实力和优秀的技术人才队伍，现已形成五大业务模块的全方位布局，同时在雷达系统、智能网联等领域积极开拓民用市场，业务全方位布局，军民品双线发展前景广阔。

图25: 2021年雷科防务营收构成

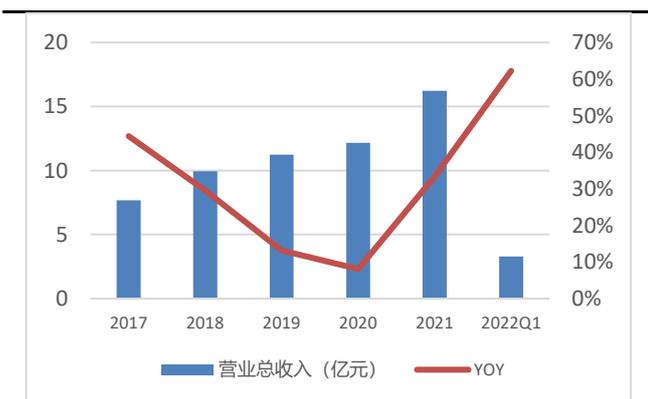


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021年,雷科防务实现营业总收入16.22亿元,同比增长33.45%;归属于上市公司股东的净利润-2.41亿元,同比增长-239.69%;去除补贴影响,扣非归母净利润-2.93亿元,同比增长-545.14%。

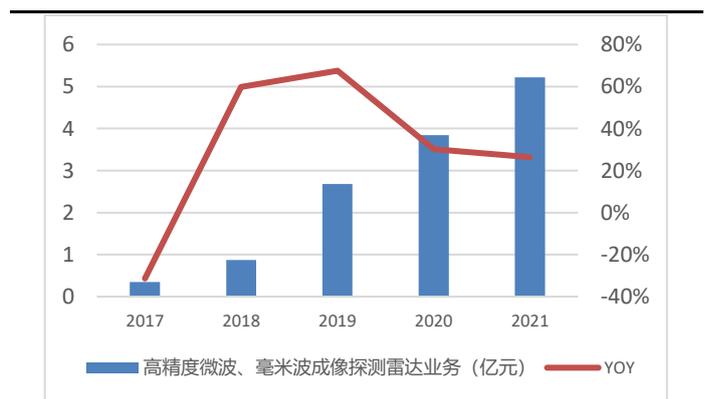
**定向募投、股权激励促进发展,军民领域齐发力或迎来业绩转折点。**军用方面,某特种毫米波雷达已进入批产阶段。民用方面,雷卡防务率先研制出满足相关要求的80GHz毫米波交通雷达。产能方面,雷科防务完成非公开发行募集资金总额6.0亿元,用于收购爱科特剩余30%股权、毫米波雷达研发中心建设项目等。根据公司2021年股权激励方案,以2019年归母净利润为基数,2022/2023年归母净利润增长率分别不低于70%和120%,表明公司对未来发展充满信心。定向募投、股权激励将会促进公司业绩的持续释放,高精度毫米波雷达业务或成为公司业绩转折点。

图26: 雷科防务营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 高精度雷达业务



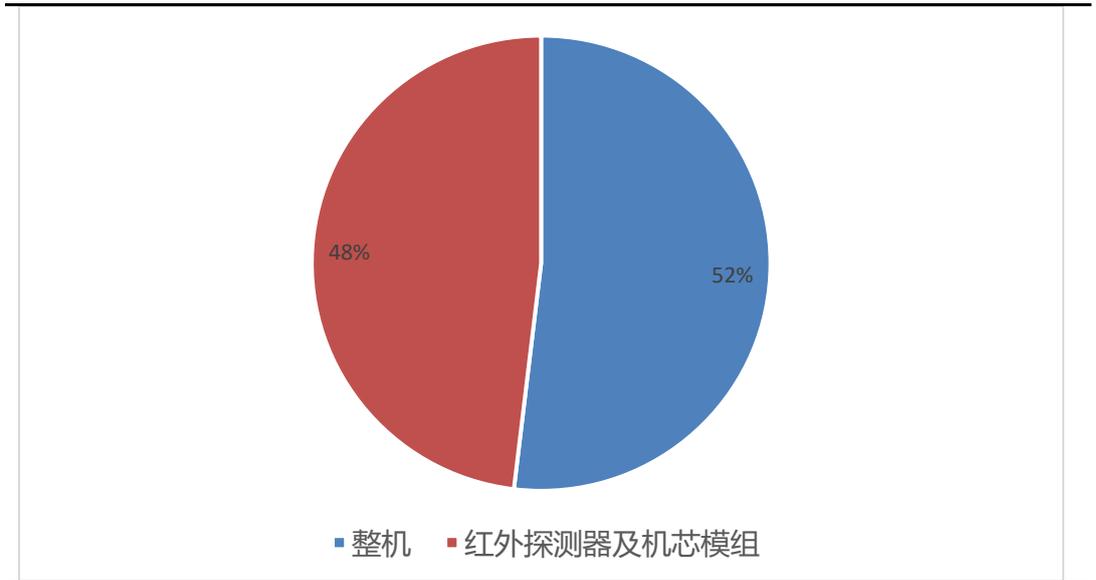
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6.2. 睿创微纳: 非制冷红外探测器龙头

睿创微纳成立于2009年,于2019年7月成为科创板首批上市公司之一,是我国非制冷红外龙头。睿创微纳是一家专业从事非制冷红外热成像与MEMS传感技术开发的集成电路芯片企业,致力于专用集成电路、MEMS传感器及红外成像产品的设计与

制造。目前公司已拥有的全系列产品可以满足绝大部分军品及民品客户需求。

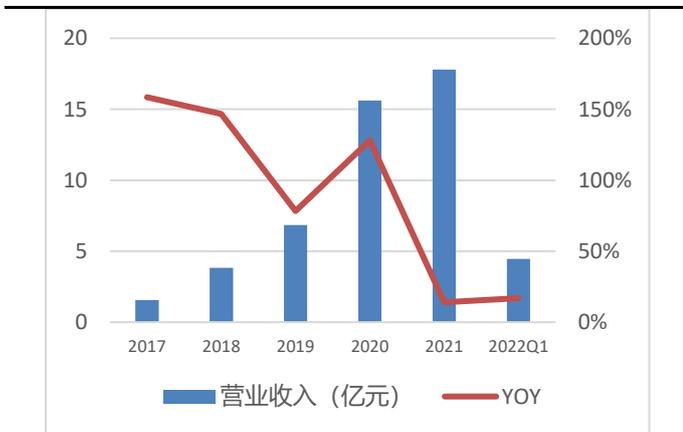
图28: 2021年睿创微纳红外热成像业务拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

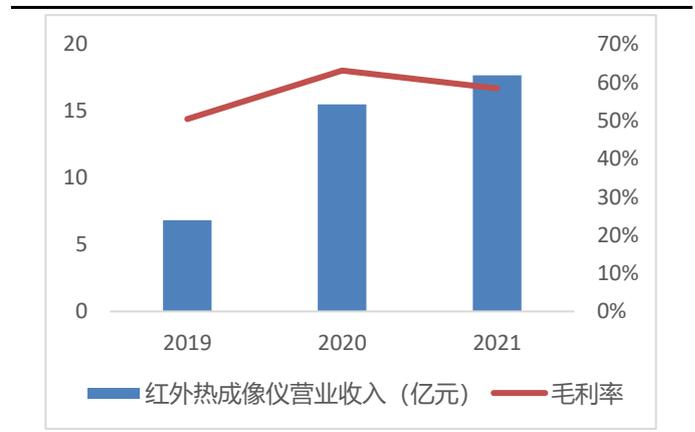
2021年, 睿创微纳实现营业总收入 17.80 亿元, 同比增长 14.02%; 归属于上市公司股东的净利润 4.61 亿元, 同比增长-21.06%; 去除补贴影响, 扣非归母净利润 4.08 亿元, 同比增长-19.78%。

图29: 睿创微纳营业收入和 YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

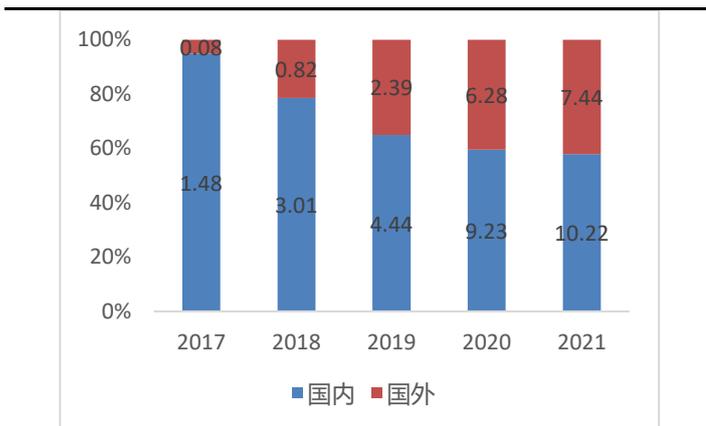
图30: 睿创微纳红外热成像仪营业收入与毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国外营收占比逐渐增大, 在 2021 年国外营收达到 7.44 亿, 占总营收的 42.13%。户外热像仪是民用红外领域的高端产品, 近年来市场快速兴起。睿创微纳国外市场目前以欧洲市场为主, 凭借产品力和全产业链带来的成本优势以及渠道的扩展, 北美新市场有望复制过去在欧洲市场的成功。受益于市占率的不断提升以及行业的快速增长, 户外热像仪业务有望成为公司业绩增长的重要推动力。

图31: 睿创微纳国内外营收 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 睿创微纳归母净利润

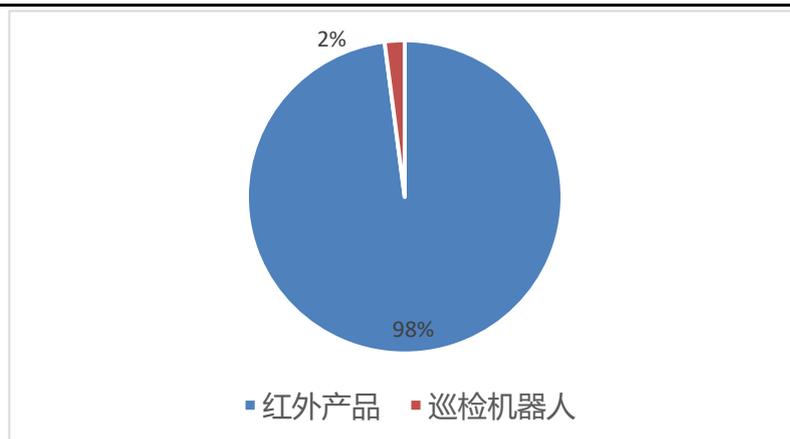


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 6.3. 大立科技: 国内综合实力最强的红外产品供应商之一

大立科技布局完整产业链, 是国内综合实力最强的红外产品供应商之一。公司是国内少数拥有完全自主知识产权, 能够独立研发、生产红外热成像相关核心芯片、机芯组件到整机系统全产业链完整的高新技术企业, 已经形成从上游芯片的制造封装, 到下游终端整机集成及算法优化的一体化解决方案。红外热成像芯片方面, 公司具有非制冷红外焦平面探测器自主研发及产业化的能力, 拥有国内唯一的非制冷红外焦平面探测器产业化基地; 红外热像仪及光电系统方面, 公司在精确制导、火控瞄准、夜视侦察、光电对抗、航空光电等多领域提供产品, 同时不断巩固红外测温技术在电力、石化、防疫、个人消费等行业的优势。

图33: 2021 年大立科技主营业务拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

受疫情影响, 2021 年业绩不如预期: 大立科技实现营业总收入 8.05 亿元, 同比增长-26.12%; 归属于上市公司股东的净利润 1.71 亿元, 同比增长-56.16%; 去除补贴影响, 扣非归母净利润 1.11 亿元, 同比增长-70.54%。

**募集定增落地, 预付款项增长, 赋能公司短期长期发展。**大立科技非公开发行 A 股股票, 募集资金 9.70 亿, 用于全自动红外测温仪扩建项目 (0.94 亿元)、年产 30 万

只红外温度成像传感器产业化建设项目（2.27 亿元）、研发及实验中心建设项目（1.45 90 亿元）、光电吊舱开发及产业化项目（2.58 亿元）以及补充流动资金项目（2.47 亿元），赋能公司长期发展。同时公司 2021 年末预付款项达 0.60 亿元，同比增加 44.69%，表明备货提速，对公司短期发展赋能，公司未来业绩有望得到快速释放。

图34：大立科技营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图35：大立科技归母净利润

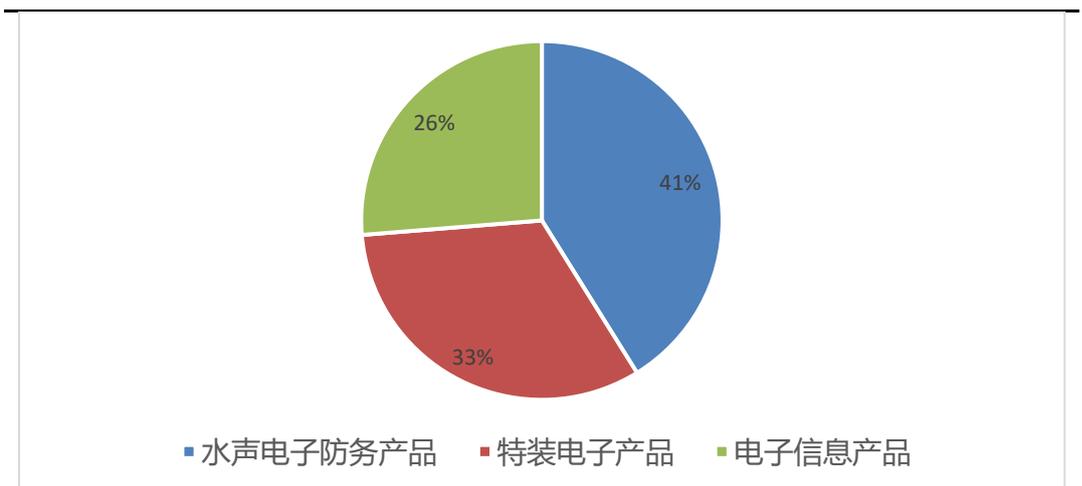


数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 6.4. 中国海防：深耕国内水下信息化系统

中国海防经过两次重组成为全产业链水下信息化龙头。中国海防业务全面覆盖水下信息获取、探测、通信、对抗、导航系统及设备等领域，产品广泛应用于我国海军所有现役和在建潜艇、水面舰艇以及国内各型水面、水下平台中，是国内水下信息系统和装备行业技术最全面、产研实力最强，产业链最完整的企业之一，稳居该领域行业龙头地位。

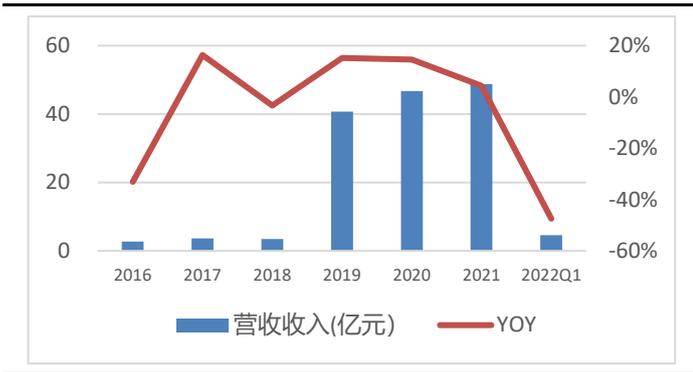
图36：2021年中国海防主营业务产品拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

中国海防完成 2021 年年度经营计划目标：实现营业总收入 48.74 亿元，同比增长 4.38%；归属于上市公司股东的净利润 8.49 亿元，同比增长 13.49%；去除补贴影响，扣非归母净利润 8.15 亿元，同比增长 13.46%。

图37: 中国海防营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 中国海防归母净利润



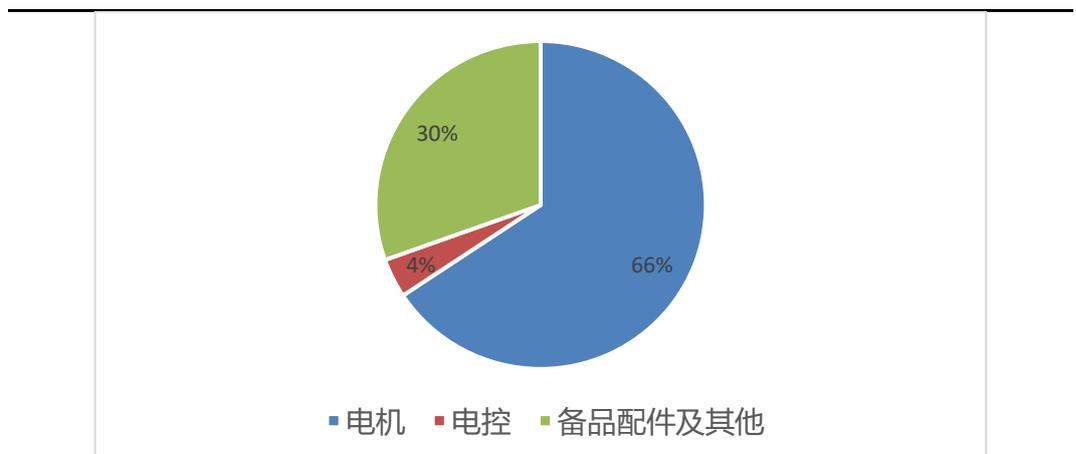
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021 年是中国海防资产重组三年承诺的收官之年, 公司在海洋工程装备领域有重大突破, 水下防务相关业务 2021 年营业收入同比增长 37.1%。同时公司积极外延业务范围, 布局航空通信、北斗应用、智慧车场领域, 均取得不俗的成绩。在航空领域, 公司获得航天院所重点项目合同, 相关产品市场占有率居于国内前列; 北斗应用领域中, 落实了 19 个型号配套任务, 签订合同额 2.2 亿元, 同比增长 29%; 智慧车场领域中, 实现全国首套示范应用, 新签合同 7703.67 万元, 同比增长 299.10%。主营业务和外延产业的重大突破, 为公司未来业绩持续增长从数据段进行了验证

### 6.5. 湘电股份: 国内电推/发射系统唯一供应商

湘电股份是国家重大技术装备国产化基地, 是电工行业产品配套能力、科研开发能力最强的企业之一, 国内电磁能产品龙头, 其子公司湘电动力电推/发射核心技术国内唯一。2020 年湘电股份资产剥离完成后业务聚焦“电机+电控+电磁能”三大优势板块。公司在军工装备制造领域掌握的核心技术主要为国内顶级高技术专家团队研发的特种装备推进技术和发射技术的工程化, 为目前国内最先进、国际最前沿的技术, 子公司湘电动力是国内唯一拥有此核心技术的企业。

图39: 2021 年湘电股份主营业务构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021 年, 湘电股份实现营业总收入 40.26 亿元, 同比增长-14.29%; 归属于上市公司

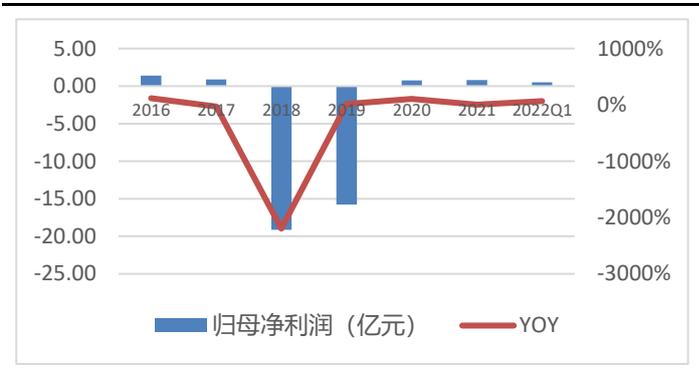
司股东的净利润 0.79 亿元，同比增长 5.60%；去除补贴影响，扣非净利润 0.15 亿元，同比增长 105.28%。2021 年营业额下滑主要是湘电股份 2021 年剥离风能业务，且风力发电机销量下滑所致。

图40：湘电股份营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41：湘电股份归母净利润



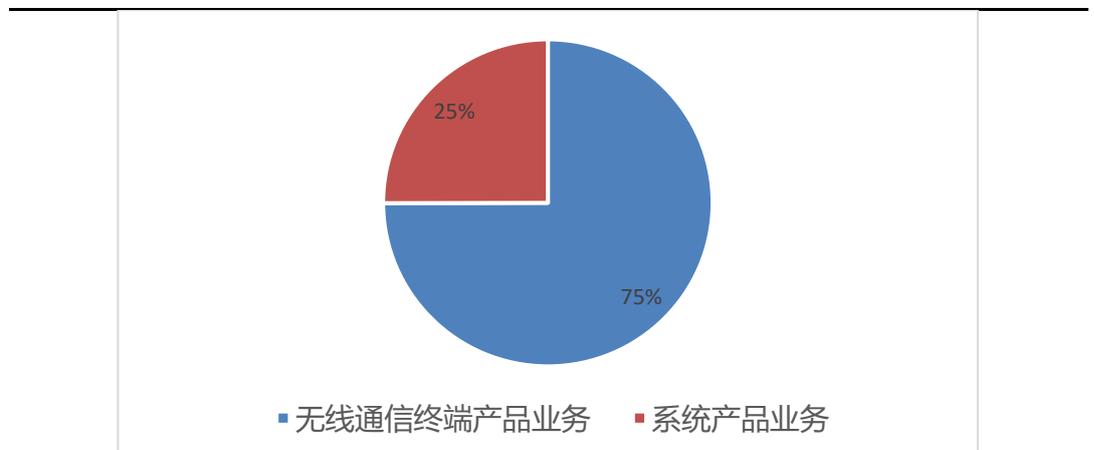
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**湘电股份在军民双领域齐发力，2022 年业绩有望得到大幅度增长：**（1）2021 年湘电股份核心产品及备件实现营收 12.02 亿，同比增加 125.91%，在“十四五”军品放量的大背景下，湘电股份军品板块有望得到持续高效增长，成为公司业绩增长的核心动力。（2）飞轮存储技术复杂，长期被国外垄断，湘电股份已经在该技术方面有重大突破，或成为未来业绩爆发式增长点。2022 年 4 月 11 日，根据央视新闻报道，湘电股份生产的国内交通轨道首台具有完全自主知识产权的兆瓦级“飞轮储能装置”在青岛地铁 3 号线投入使用。

### 6.6. 七一二：军用无线通信装备核心供应商

七一二是我国军用无线通信装备的核心供应商与主要承制单位，是极少数可实现全波段、全军种覆盖的龙头企业。七一二主业涵盖军用无线通信、民用无线通信及环保监测三大领域。。民用方面，公司是我国铁道列调通信设备定点企业，铁路和城市轨交业务在国内持续拓展新客户和新市场，并保持领先的市场份额。

图42：2021 年七一二主营业务构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

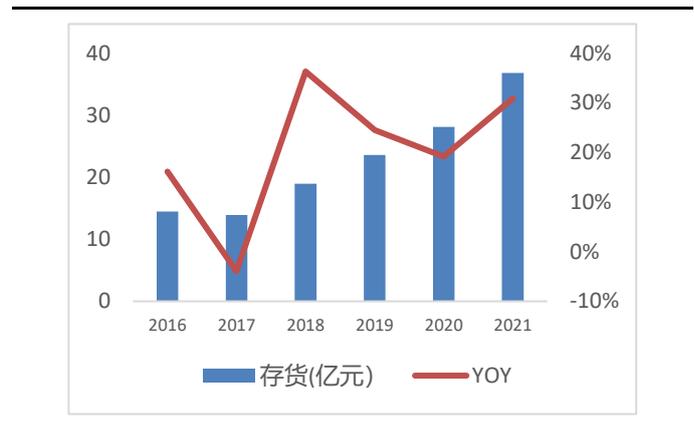
2021年，七一二实现营业总收入 34.51 亿元，同比增长 28.00%；归属于上市公司股东的净利润 6.88 亿元，同比增长 31.58%；去除补贴影响，扣非归母净利润 6.48 亿元，同比增长 29.29%。2022 年 Q1 业绩良好：营业收入 4.10 亿元，同比增长 18.24%，归母净利润 0.20 亿元，同比增长 62.09%。公司 2021 年存货达到 36.81 亿元，同比增长 30.86%，主要原因系公司订单增长，表明下游需求旺盛，公司在手订单充足，预计 2022 年公司业绩有较大的增长。

图43：七一二营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图44：七一二存货



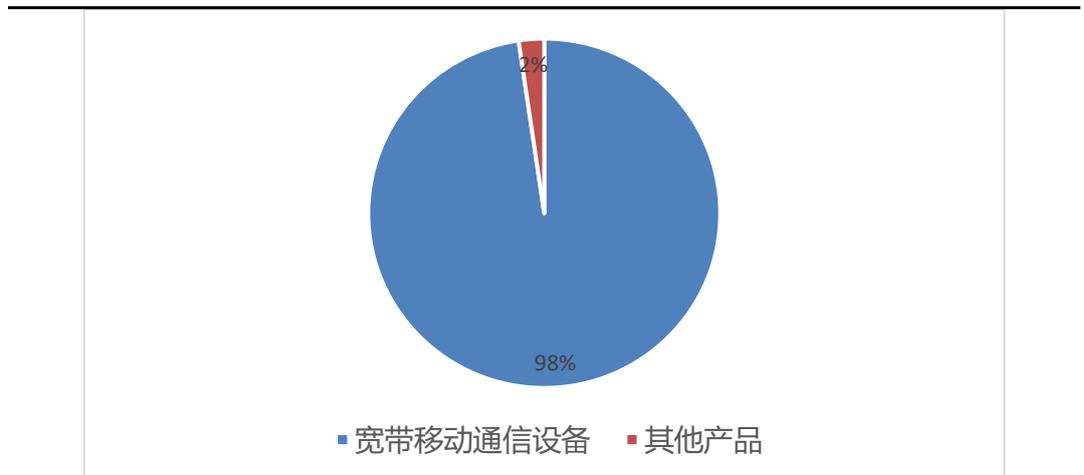
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**七一二在军民领域齐开花，未来业绩有望得到高速增长。**军用方面（1）公司通过了装备承制单位资格扩项审查，为公司后续发展奠定基础，未来业绩有望得到持续增长。（2）七一二在航空通信领域以第一名中标新型综合化系统产品（3）在航空通信领域，七一二传统机载终端产品和卫星通信及卫星导航产品取得批量订货，数据链产品市场份额持续提升。民用方面：（1）公司与多家企业深入合作签订多套机车无线通信设备订单，与多个城市地铁无线通信项目达成合作，中标成都城市轨道交通 8 条路线的无线通信项目等，中标成绩亮眼。

## 6.7. 上海瀚讯：国内军用宽带通信领先企业

上海瀚讯是军用宽带通信核心供应商，国内军工宽带信息化的龙头，拥有完整的军工科研生产资质，是业内少数既拥有自主核心知识产权又具备完整资质的供应商。上海瀚讯深耕军用通信十余载，基于 4G 技术，针对军事应用特殊需求，研发了一系列自主可控的宽带移动通信产品，其中包括：基站类、中继类、终端类、模块类、系统软件类。上海瀚讯向军方客户提供宽带移动通信系统的整体解决方案，产品应用覆盖陆军、海军、空军、火箭军、战略支援部队等各军兵种，并广泛应用于历年重大军事演习、基地作战训练、载人航天、集团军综合信息化改造等领域，多次在军用宽带移动通信项目中性能测评荣获第一。

图45: 2021年上海瀚讯业务营收构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

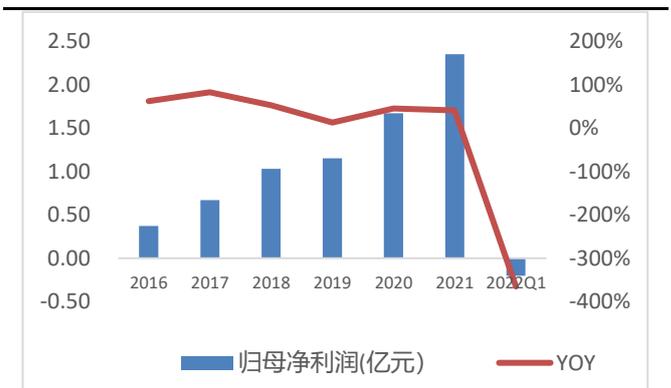
2021年,上海瀚讯实现营业总收入7.29亿元,同比增长13.79%;归属于上市公司股东的净利润2.35亿元,同比增长40.53%;去除补贴影响,扣非归母净利润2.07亿元,同比增长49.62%。受疫情及项目节奏影响,2022Q1营业收入0.17亿元,同比增速-72.47%;归母净利润-0.20,同比增-365.05%

图46: 上海瀚讯营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图47: 上海瀚讯归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

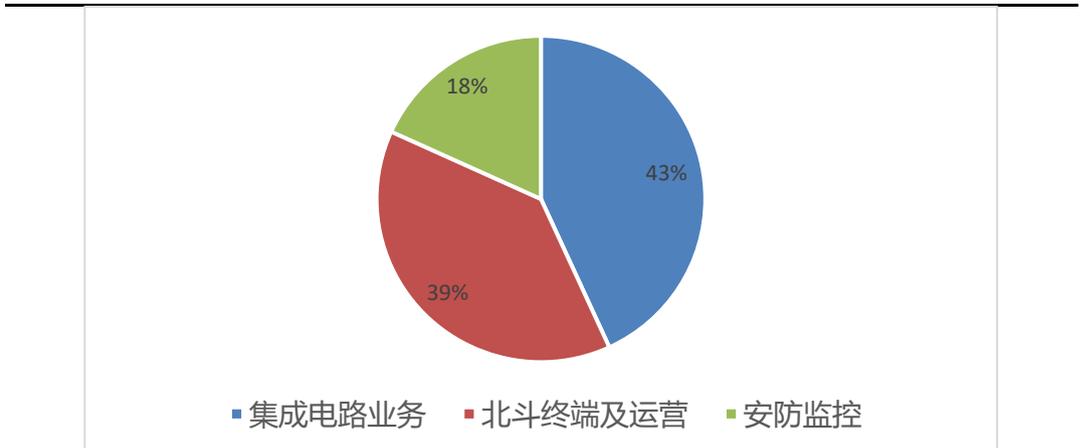
在“十四五”装备换潮的大背景下,上海瀚讯业绩有望得到突破式增长。我国军队通讯技术仍以窄带为主,在信息化建设的战略部署下,军用宽带移动通信装备提升计划已进入明确的部署、执行期。公司2021年宽带移动通信设备营收7.12亿元,同比增加11.86%。截至2021年底,公司已定型和在研的型号装备共计38型,产品在多领域。多兵种的扩展为公司“十四五”期间继续保持竞争优势打下基础。

### 6.8. 振芯科技: 国家重点支持的北斗系列终端产业化基地

振芯科技多年来致力于围绕北斗卫星导航应用的“元器件-终端-系统”产业链提供产品和服务,拥有北斗分理级和终端级的民用运营服务资质,被列为国家重点支持的北斗系列终端产业化基地。振芯科技主要产品包括北斗卫星导航应用关键元器件、高性能集成电路、北斗卫星导航终端及北斗卫星导航定位应用系统,自主研制生产的

多种北斗卫星导航应用终端已广泛应用于国防、地质、电力、交通运输、公共安全、通信、水利、林业等专业应用领域。公司是入驻国家集成电路设计成都产业化基地的首批企业之一，是四川省第三批建设创新型培育企业、四川省集成电路设计产业技术创新联盟成员单位，也是航空、船舶等国有大型科技工业企业的电子元器件配套定点单位。

图48: 2021年振芯科技主营业务营收构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

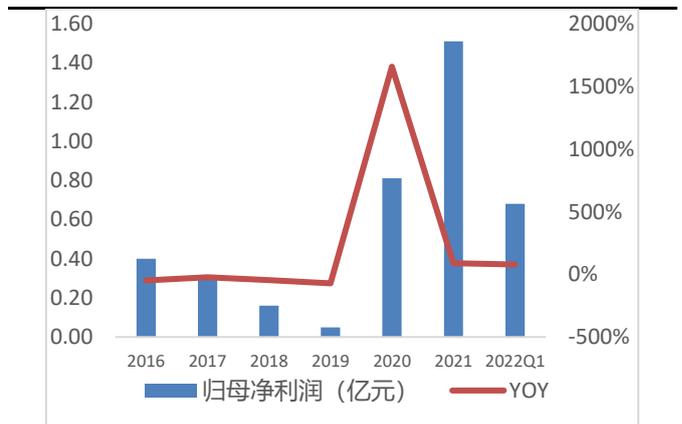
2021年, 振芯科技实现营业总收入7.94亿元, 同比增长37.48%; 归属于上市公司股东的净利润1.51亿元, 同比增长87.91%; 去除补贴影响, 扣非归母净利润0.80亿元, 同比增长57.16%。2022Q1营业收入2.01亿元, 同比增速18.25%; 归母净利润0.68, 同比增79.59%; 扣非归母净利润0.63亿元, 同比增长85.92%。

图49: 振芯科技营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图50: 振芯科技归母净利润

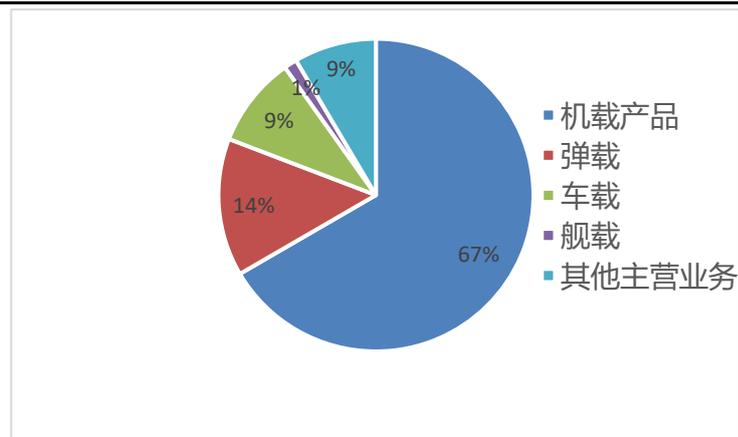


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6.9. 智明达: 国内军用嵌入式计算机领先供应商

智明达成立于2002年, 是国内领先的军用嵌入式计算机模块提供商, 提供定制化嵌入式计算机模块和解决方案。通过多年的积淀, 公司按终端产品应用场景分类已经构建起五大产品系列, 分别为机载嵌入式计算机、弹载嵌入式计算机、舰载嵌入式计算机、车载嵌入式计算机及其他嵌入式计算机, 公司掌握了各型军用嵌入式计算机模块的核心技术, 形成了一套完整的研制生产控制流程和产品质量追溯体系。

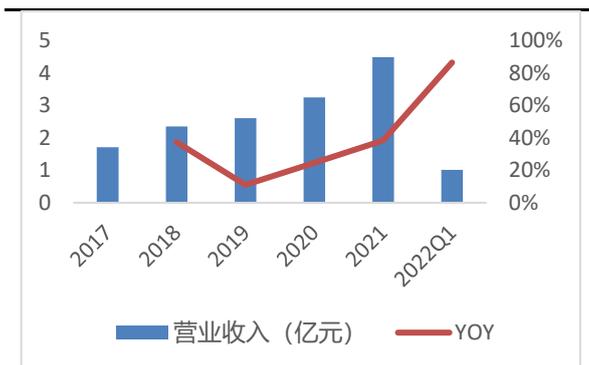
图51: 2021年智明达主营业务营收构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

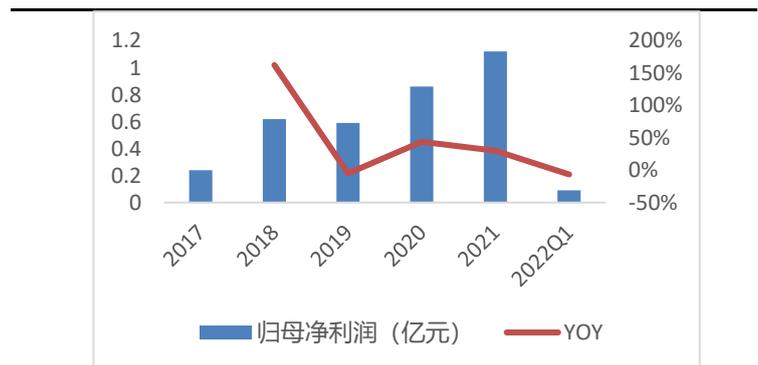
2021年, 智明达实现营业收入4.49亿元, 同比增加38.43%; 归属于上市公司股东的净利润1.12亿元, 同比增加30.30%; 去除补贴影响, 扣非归母净利润1.01亿元, 同比增长20.49%。2022Q1营业收入1.01亿元, 同比增速86.47%; 归母净利润0.09, 同比增-6.56%; 扣非归母净利润0.08亿元, 同比增长-11.87%。

图52: 智明达营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图53: 智明达归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**加大研发投入, 收购铭科思微, 公司布局未来长远目标。**2021年公司新增140个研发项目, 研发费用0.95亿元, 同比增长68.39%, 在存储、电源容量方面做出大量投入以适应未来发展方向。同时公司在报告期间公司以5亿元的价格收购的成都铭科思微电子技术有限责任公司, 缓解芯片紧张问题。在我国集成电路快速发展的行业背景下, 抓住机遇大幅增加其研发费用, 实现国产芯片自主研发和电子军工产业自主化, 延长公司产业链, 提升协同优势。

## 7. 风险提示

- 1) **新冠疫情反复导致公司产能释放不及预期风险:** 新冠疫情反复影响企业开工和物流, 有可能导致产能不及预期;
- 2) **军品业务毛利率下降风险:** 军品税制改革, 以及随着下游放量不断增加, 产品

单价有下降风险;

3) **新型装备换装速度不及预期风险**: 受国家宏观经济影响, 新型装备换装存在速度和进度不及预期的风险。

# 雷科防务 (002413)

## 军民领域双管齐下，看好长期发展态势

2022年06月16日

买入 (首次)

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,622	2,027	2,505	3,079
同比	33%	25%	24%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	-241	209	293	388
同比	-240%	187%	40%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.18	0.16	0.22	0.29
P/E (现价&最新股本摊薄)	N/A	33.55	23.95	18.07

### 投资要点

- **存货、合同负债金额大幅度增长。**公司 2021 年年度经营数据: 实现营业总收入 16.22 亿元, 同比增长 33.45%; 归母净利润-2.41 亿元, 同比增长-239.69%; 扣非净利润-2.93 亿元, 同比增长-545.14%。2022 年 Q1 业绩良好: 营业收入 3.30 亿元, 同比增长 62.25%, 归母净利润 0.26 亿元, 同比增长 27.84%。公司 2021 年存货达到 10.26 亿元, 同比增长 37.53%, 合同负债 1.41 亿元, 同比增加 19.49%。存货、合同负债的大幅度增加有利于公司未来业绩的持续释放。
- **定向募投、股权激励促进发展, 军民领域齐发力或迎来营收转折点。**军用方面, 某特种毫米波雷达已进入批产阶段。民用方面, 雷卡防务率先研制出满足相关要求的 80GHz 毫米波交通雷达。产能方面, 雷科防务完成非公开发行募集资金总额 6.0 亿元, 用于收购爱科特剩余 30% 股权、毫米波雷达研发中心建设项目等。根据公司 2021 年股权激励方案, 以 2019 年归母净利润为基数, 2022/2023 年归母净利润增长率分别不低于 70% 和 120%, 表明公司对未来发展充满信心, 基于上述, 我们预计未来公司的业绩将会得到持续释放。
- **“十四五”期间国防信息化建设不断推进, 雷达或迎来快速发展时期。**公司是我国致力于传感、导航与数字系统的企业, 背靠北京理工大学和毛二可院士团队。公司具备雄厚的研发实力和优秀的技术人才队伍, 现已形成五大业务模块的全方位布局, 同时在雷达系统、智能网联等领域积极开拓民用市场, 业务全方位布局。受益于“十四五”期间军工信息化程度不断加深, 公司在雷达领域的深厚底蕴或成为未来业绩转折点。
- **盈利预测与投资评级:** 基于十四五期间军工行业高景气状态以及军工信息化建设不断推进的前景下, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.09/2.93/3.88 亿元, 对应 EPS 分别为 0.16 元、0.22 元及 0.29 元, 对应 PE 分别为 34/24/18 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.22
一年最低/最高价	4.17/7.43
市净率(倍)	1.37
流通 A 股市值(百万元)	6,438.71
总市值(百万元)	7,010.50

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.80
资产负债率(% ,LF)	22.88
总股本(百万股)	1,343.01
流通 A 股(百万股)	1,233.47

### 相关研究

雷科防务三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,315</b>	<b>3,626</b>	<b>4,029</b>	<b>4,502</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,622</b>	<b>2,027</b>	<b>2,505</b>	<b>3,079</b>
货币资金及交易性金融资产	666	618	615	618	营业成本(含金融类)	1,008	1,337	1,682	2,116
经营性应收款项	1,574	1,711	1,882	2,080	税金及附加	12	14	18	22
存货	1,026	1,245	1,475	1,739	销售费用	35	41	50	62
合同资产	0	0	0	0	管理费用	253	264	298	308
其他流动资产	48	51	58	65	研发费用	170	185	200	216
<b>非流动资产</b>	<b>3,124</b>	<b>3,175</b>	<b>3,239</b>	<b>3,293</b>	财务费用	24	15	17	18
长期股权投资	208	206	203	201	加:其他收益	50	53	70	83
固定资产及使用权资产	429	462	510	548	投资净收益	30	41	50	49
在建工程	89	90	91	92	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	355	375	395	415	减值损失	-427	-12	-16	-16
商誉	1,695	1,695	1,695	1,695	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	19	18	<b>营业利润</b>	<b>-226</b>	<b>253</b>	<b>344</b>	<b>455</b>
其他非流动资产	331	330	327	325	营业外净收支	-2	-12	-7	-10
<b>资产总计</b>	<b>6,439</b>	<b>6,801</b>	<b>7,269</b>	<b>7,795</b>	<b>利润总额</b>	<b>-227</b>	<b>241</b>	<b>337</b>	<b>445</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,364</b>	<b>1,495</b>	<b>1,652</b>	<b>1,780</b>	减:所得税	14	22	30	40
短期借款及一年内到期的非流动负债	322	322	322	322	<b>净利润</b>	<b>-242</b>	<b>219</b>	<b>306</b>	<b>405</b>
经营性应付款项	691	769	853	927	减:少数股东损益	-1	10	14	17
合同负债	141	174	202	212	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-241</b>	<b>209</b>	<b>293</b>	<b>388</b>
其他流动负债	210	230	275	319	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.18	0.16	0.22	0.29
非流动负债	115	135	155	175	EBIT	176	187	256	356
长期借款	24	39	54	69	EBITDA	313	338	425	545
应付债券	13	13	13	13	毛利率(%)	37.86	34.05	32.86	31.29
租赁负债	14	19	24	29	归母净利率(%)	-14.84	10.31	11.68	12.60
其他非流动负债	64	64	64	64	收入增长率(%)	33.45	24.97	23.58	22.91
<b>负债合计</b>	<b>1,479</b>	<b>1,629</b>	<b>1,806</b>	<b>1,955</b>	归母净利润增长率(%)	-239.69	186.78	40.08	32.55
归属母公司股东权益	4,946	5,147	5,424	5,784					
少数股东权益	15	25	39	56					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,961</b>	<b>5,172</b>	<b>5,462</b>	<b>5,840</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,439</b>	<b>6,801</b>	<b>7,269</b>	<b>7,795</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-115	137	208	238	每股净资产(元)	3.68	3.83	4.04	4.31
投资活动现金流	-55	-176	-192	-204	最新发行在外股份(百万股)	1,343	1,343	1,343	1,343
筹资活动现金流	462	-10	-19	-31	ROIC(%)	3.65	3.12	4.08	5.34
现金净增加额	292	-48	-3	2	ROE-摊薄(%)	-4.87	4.06	5.40	6.71
折旧和摊销	137	151	168	188	资产负债率(%)	22.96	23.96	24.85	25.08
资本开支	-164	-212	-237	-250	P/E(现价&最新股本摊薄)	N/A	33.55	23.95	18.07
营运资本变动	-467	-255	-301	-392	P/B(现价)	1.42	1.36	1.29	1.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 睿创微纳 (688002)

## 内扩外伸, 新业务有望开辟第二成长曲线

买入 (首次)

2022年06月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,780	2,425	3,214	3,833
同比	14%	36%	33%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	461	609	878	1,112
同比	-21%	32%	44%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.03	1.36	1.97	2.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	38.29	29.02	20.12	15.88

### 投资要点

- 疫情相关品种恢复常态, 非测温产品大幅增长。**2021 年公司实现营业总收入 17.80 亿元, 同比增长 14.02%; 归母净利润 4.61 亿元, 同比下降 21.10%; 扣非归母净利润 4.08 亿元, 同比下降 19.78%。基于 2020 年疫情导致公司红外测温设备出货量大幅提升, 公司 2020 年业绩基数较高, 当 2021 年国内和海外疫情形势好转时, 测温产品需求大幅减弱, 收入同比下降 80.35%, 拖累公司利润下滑; 非测温产品保持稳健增长, 实现收入同比增长 41.30%。从产品端看, 公司主要产品非制冷红外探测器营收 8.24 亿元, 同比增长 8.44%; 红外热像仪整机营收 8.89 亿元, 同比增长 21.18%; 受产品结构变化、市场竞争等多重因素影响, 两者毛利率分别下降 1.37pct 和 6.48pct。公司积极开拓海外市场, 国外销售收入较 2020 年同期有较大幅度增长, 增幅为 18.41%, 主要系红外热像仪整机产品外销大幅增长所致。
- 研发扩张、股权激励, 短暂阵痛后的光明大道。**公司 2021 年在费用端增长较大, 其中销售费用同比增长 69.61%, 主要系销售人员人工成本增加所致; 投入研发费用 4.18 亿元, 同比增长 82.95%, 加大了研发投入和新产品开发力度, 扩大了研发团队规模, 有利于巩固红外技术和产品优势, 并在激光、微波、太赫兹等领域实现突破; 管理费用 1.19 亿元, 同比增长 69.61%, 股权激励费用 1.28 亿元, 其中股份支付同比增长 88.59%, 公司通过股权激励绑定核心人才。费用端的上升短期侵蚀了利润, 但有利于提升公司整体竞争力。
- 发行可转债、收购无锡华测, 内外兼修实现二次增长。**报告期内, 公司成功收购无锡华测 56.25% 的股权, 无锡华测并入公司报表时已与某主要客户签订 9.25 亿元某波段收发组件订单, 收购有望拓展公司在微波领域的产品和市场能力; 公司 2022 年有望发行可转债募集 16.4 亿元, 用于红外热成像终端主机项目, 智能光电传感器研发中试平台, 加强公司在高端红外领域的地位。公司通过内扩外伸, 第二成长曲线逐步明晰, 后续发展前景良好。
- 盈利预测与投资评级:**基于十四五期间红外领域高景气状态, 以及公司进入微波领域发展前景, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 6.09/8.78/11.12 亿元, 对应 EPS 分别为 1.36 元、1.97 元及 2.49 元, 对应 PE 分别为 29/20/16 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	39.59
一年最低/最高价	32.84/125.60
市净率(倍)	5.03
流通 A 股市值(百万元)	10,180.66
总市值(百万元)	17,658.08

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.88
资产负债率(% ,LF)	26.12
总股本(百万股)	446.02
流通 A 股(百万股)	257.15

### 相关研究

睿创微纳三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,988</b>	<b>4,475</b>	<b>5,106</b>	<b>6,055</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,780</b>	<b>2,425</b>	<b>3,214</b>	<b>3,833</b>
货币资金及交易性金融资产	814	1,986	1,793	2,042	营业成本(含金融类)	742	927	1,238	1,484
经营性应收款项	899	1,231	1,720	2,171	税金及附加	10	13	18	21
存货	1,202	1,201	1,537	1,786	销售费用	78	91	120	143
合同资产	0	0	0	0	管理费用	119	122	155	179
其他流动资产	73	56	56	56	研发费用	418	451	546	583
<b>非流动资产</b>	<b>1,903</b>	<b>2,403</b>	<b>2,748</b>	<b>2,990</b>	财务费用	-3	3	-3	-2
长期股权投资	82	82	82	82	加:其他收益	51	64	84	100
固定资产及使用权资产	785	1,123	1,368	1,517	投资净收益	16	0	0	0
在建工程	218	274	280	272	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	181	229	272	313	减值损失	-34	0	0	0
商誉	112	112	112	112	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	12	16	19	<b>营业利润</b>	<b>450</b>	<b>882</b>	<b>1,224</b>	<b>1,525</b>
其他非流动资产	517	571	618	674	营业外净收支	-2	-1	-2	-1
<b>资产总计</b>	<b>4,891</b>	<b>6,878</b>	<b>7,854</b>	<b>9,045</b>	<b>利润总额</b>	<b>448</b>	<b>881</b>	<b>1,222</b>	<b>1,524</b>
<b>流动负债</b>	<b>938</b>	<b>778</b>	<b>892</b>	<b>992</b>	减:所得税	-11	284	360	432
短期借款及一年内到期的非流动负债	149	149	149	149	<b>净利润</b>	<b>459</b>	<b>596</b>	<b>861</b>	<b>1,092</b>
经营性应付款项	617	419	467	508	减:少数股东损益	-2	-12	-16	-20
合同负债	64	79	102	125	<b>归属母公司净利润</b>	<b>461</b>	<b>609</b>	<b>878</b>	<b>1,112</b>
其他流动负债	107	132	174	209	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.03	1.36	1.97	2.49
非流动负债	170	170	170	170	EBIT	431	821	1,137	1,423
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	509	1,063	1,486	1,883
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.34	61.77	61.47	61.28
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	25.90	25.09	27.31	29.01
其他非流动负债	166	166	166	166	收入增长率(%)	14.02	36.21	32.52	19.28
<b>负债合计</b>	<b>1,108</b>	<b>948</b>	<b>1,062</b>	<b>1,162</b>	归母净利润增长率(%)	-21.06	31.95	44.20	26.74
归属母公司股东权益	3,485	5,644	6,521	7,633					
少数股东权益	299	287	270	250					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,784</b>	<b>5,930</b>	<b>6,792</b>	<b>7,884</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,891</b>	<b>6,878</b>	<b>7,854</b>	<b>9,045</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	219	372	510	959	每股净资产(元)	7.83	2.76	3.19	3.73
投资活动现金流	-878	-743	-695	-703	最新发行在外股份(百万股)	446	446	446	446
筹资活动现金流	213	1,543	-7	-7	ROIC(%)	12.76	11.10	12.30	13.62
现金净增加额	-451	1,172	-193	249	ROE-摊薄(%)	13.23	10.78	13.46	14.57
折旧和摊销	78	241	349	460	资产负债率(%)	22.64	13.78	13.52	12.84
资本开支	-637	-683	-641	-638	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.29	29.02	20.12	15.88
营运资本变动	-445	-515	-752	-636	P/B(现价)	5.06	14.35	12.42	10.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 大立科技 (002214)

## 技术积累保持行业领先, 疫情平缓后有望迎来业绩拐点

### 买入 (首次)

2022年06月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	805	997	1,215	1,457
同比	-26%	24%	22%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	171	194	238	292
同比	-56%	14%	23%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.32	0.40	0.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	41.24	36.31	29.63	24.19

### 投资要点

- 全国多点地疫情反弹, 公司经营业绩低于预期。**公司 2021 年实现营业收入 8.05 亿元, 同比下降 26.12%; 归母净利润 1.71 亿元, 同比下降 56.16%; 扣非归母净利润 1.11 亿元, 同比下降 70.54%, 低于市场预期, 主要原因是 2021 年下半年疫情反弹对于重点地区的生产生活造成较大影响, 导致全年收入不及预期。
- 深耕红外及光电类产品, 开拓巡检机器人新兴赛道。**公司是国内少数拥有完全自主知识产权, 能够独立研发、生产红外热成像相关核心芯片、机芯组件到整机系统全产业链完整的高新技术企业。2021 年度营业收入红外及光电类产品营收 7.67 亿元, 占总营收的 95.27%。另外公司持续深挖巡检机器人在新兴建设领域的市场潜力, 整合在红外测温、光电惯导、图像识别及人工智能等领域的技术储备和研发投入, 成功研发多型巡检机器人, 前期已多次中标国家电网机器人招标采购。
- 技术积累保持行业领先, 疫情缓解后有望迎来业绩拐点:**2021 年公司持续加大技术研发和新品开发, 研发投入 17,560.33 万元, 占公司营业收入的 21.80%, 较上年同期增长 42.54%。在系统级产品领域, 公司机载光电吊舱开发进展顺利, 已如期完成样机研制, 该产品是光电领域的尖端产品, 是公司装备产业升级的重要方向。2021 年公司以非公开发行股票的方式募资 9.7 亿元, 本次募集资金拟投建的“全自动红外测温仪扩建项目”将有效扩充公司测温类产品的产能, 提升公司在面对诸如本次疫情等应急性事件的生产能力。预计疫情缓解, 型号装备产品持续增长, 民品营收有望快速恢复增长, 特别是在“新基建”领域, 对红外测温及巡检机器人需求预计明显放量。
- 盈利预测与投资评级:**基于疫情缓解的预期, 并考虑到公司在红外及光电产品领域的领军地位, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.94/2.38/2.92 亿元, 对应 EPS 分别为 0.32 元、0.40 元及 0.49 元, 对应 PE 分别为 36/30/24 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.78
一年最低/最高价	9.52/28.09
市净率(倍)	2.84
流通 A 股市值(百万元)	5,629.20
总市值(百万元)	7,059.02

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.14
资产负债率(% ,LF)	11.18
总股本(百万股)	599.24
流通 A 股(百万股)	477.86

### 相关研究

大立科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,245</b>	<b>2,258</b>	<b>2,359</b>	<b>2,509</b>	<b>营业总收入</b>	<b>805</b>	<b>997</b>	<b>1,215</b>	<b>1,457</b>
货币资金及交易性金融资产	739	629	375	134	营业成本(含金融类)	372	464	566	679
经营性应收款项	998	1,033	1,259	1,511	税金及附加	13	16	19	23
存货	446	509	613	725	销售费用	71	86	104	125
合同资产	0	0	0	0	管理费用	88	113	147	176
其他流动资产	62	87	113	140	研发费用	176	191	225	265
<b>非流动资产</b>	<b>617</b>	<b>836</b>	<b>1,056</b>	<b>1,283</b>	财务费用	-17	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	106	100	121	146
固定资产及使用权资产	488	671	854	1,043	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	41	76	111	146	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	26	32	38	44	减值损失	-31	-8	-8	-8
商誉	36	36	36	36	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>177</b>	<b>216</b>	<b>264</b>	<b>324</b>
其他非流动资产	25	21	17	13	营业外净收支	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,862</b>	<b>3,095</b>	<b>3,416</b>	<b>3,792</b>	<b>利润总额</b>	<b>179</b>	<b>216</b>	<b>264</b>	<b>324</b>
<b>流动负债</b>	<b>307</b>	<b>347</b>	<b>430</b>	<b>516</b>	减:所得税	11	19	24	29
短期借款及一年内到期的非流动负债	49	49	49	49	<b>净利润</b>	<b>167</b>	<b>196</b>	<b>241</b>	<b>295</b>
经营性应付款项	181	191	250	312	减:少数股东损益	-4	2	2	3
合同负债	7	23	28	34	<b>归属母公司净利润</b>	<b>171</b>	<b>194</b>	<b>238</b>	<b>292</b>
其他流动负债	70	84	104	121	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.32	0.40	0.49
非流动负债	18	18	18	18	EBIT	169	126	153	188
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	196	224	271	330
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	53.77	53.41	53.40	53.42
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	21.25	19.50	19.61	20.02
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	-26.12	23.77	21.87	19.96
<b>负债合计</b>	<b>325</b>	<b>365</b>	<b>448</b>	<b>534</b>	归母净利润增长率(%)	-56.16	13.59	22.54	22.47
归属母公司股东权益	2,525	2,716	2,951	3,239					
少数股东权益	12	14	16	19					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,536</b>	<b>2,730</b>	<b>2,967</b>	<b>3,258</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,862</b>	<b>3,095</b>	<b>3,416</b>	<b>3,792</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	13	221	96	141	每股净资产(元)	4.21	4.53	4.92	5.41
投资活动现金流	-514	-324	-345	-375	最新发行在外股份(百万股)	599	599	599	599
筹资活动现金流	765	-6	-6	-7	ROIC(%)	7.45	4.28	4.81	5.42
现金净增加额	263	-110	-255	-241	ROE-摊薄(%)	6.78	7.16	8.07	9.01
折旧和摊销	27	98	118	141	资产负债率(%)	11.36	11.80	13.13	14.08
资本开支	-189	-325	-345	-375	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.24	36.31	29.63	24.19
营运资本变动	-198	-73	-266	-296	P/B(现价)	2.80	2.60	2.39	2.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 中国海防 (600764)

## 水下信息化系统领先供应商,持续受益于国企改革和下游放量

买入 (首次)

2022年06月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,874	5,960	7,120	8,297
同比	4%	22%	19%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	849	1,066	1,311	1,584
同比	13%	26%	23%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.19	1.50	1.84	2.23
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.92	17.45	14.20	11.75

### 投资要点

- **完成 2021 年计划经营目标, 2022 年 Q1 受疫情影响业绩不如预期。** 公司完成 2021 年年度经营计划目标: 实现营业总收入 48.74 亿元, 同比增长 4.38%; 归属于上市公司股东的净利润 8.49 亿元, 同比增长 13.49%; 去除补贴影响, 扣非归母净利润 8.15 亿元, 同比增长 13.46%。公司 2022 年 Q1 业绩不佳主要受疫情突发影响, 业绩由盈转亏: 营业收入 4.54 亿元, 同比增长-47.47%, 归母净利润 0.15 亿元, 同比增长-75.09%。
- **聚焦主营业务发展, 积极布局外延产业, 相关方面均取得重大突破。** 2021 年是公司资产重组三年承诺的收官之年, 公司在海洋工程装备领域有重大突破, 水下防务相关业务 2021 年营业收入同比增长 37.1%。同时公司积极外延业务范围, 布局航空通信、北斗应用、智慧车场领域, 均取得不俗的成绩。在航空领域, 公司获得航天院所重点项目合同, 相关产品市场占有率居于国内前列; 北斗应用领域中, 落实了 19 个型号配套任务, 签订合同额 2.2 亿元, 同比增长 29%; 智慧车场领域中, 实现全国首套示范应用, 新签合同 7703.67 万元, 同比增长 299.10%。主营业务和外延产业的重大突破, 为公司未来业绩持续增长从数据段进行了验证。
- **“十四五”期间军费逆势上涨, 下游放量或成为公司业绩增长点。** 2022 年我国军费增速逆势上涨, 装备采购在军费中的比例不断上升。中国海防背靠 715 所, 是海军军用通信声纳装备的核心供应商。伴随“十四五”国防建设程度不断推进, 下游放量也会逐渐增大。在水声电子领域拥有优势地位的中国海防, 将会首先承担国防建设的下游放量, 积极推动国防建设进程。我们预测, 公司未来业绩将会有持续稳定的增长。
- **盈利预测与投资评级:** 基于十四五期间军工行业高景气状态以及国防建设不断推进的前景下, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 10.66/13.11/15.84 亿元, 对应 EPS 分别为元 1.50 元、1.84 元及 2.23 元, 对应 PE 分别为 17/14/12 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.18
一年最低/最高价	20.52/41.45
市净率(倍)	2.49
流通 A 股市值(百万元)	12,986.89
总市值(百万元)	18,604.28

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.49
资产负债率(% ,LF)	27.24
总股本(百万股)	710.63
流通 A 股(百万股)	496.06

### 相关研究

《中国海防(600764): 中国海防: Q2 单季度恢复较好, 电子信息产业板块整合平台地位明确》

2020-09-01

《中国海防(600764): 重组资产完成交割过户, 体外仍有较大资产》

2020-01-21

中国海防三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,643</b>	<b>9,948</b>	<b>11,468</b>	<b>13,045</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,874</b>	<b>5,960</b>	<b>7,120</b>	<b>8,297</b>
货币资金及交易性金融资产	2,493	3,179	4,263	5,589	营业成本(含金融类)	3,154	3,809	4,603	5,326
经营性应收款项	3,571	3,741	3,754	3,829	税金及附加	19	14	14	18
存货	1,790	2,087	2,333	2,408	销售费用	111	36	50	58
合同资产	737	834	961	996	管理费用	327	536	498	664
其他流动资产	53	106	157	224	研发费用	325	417	534	498
<b>非流动资产</b>	<b>1,618</b>	<b>1,834</b>	<b>2,103</b>	<b>2,379</b>	财务费用	-10	-2	-5	-11
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	46	60	71	83
固定资产及使用权资产	900	1,083	1,313	1,550	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	307	342	377	412	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	261	263	267	272	减值损失	-47	-13	-10	-8
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>946</b>	<b>1,196</b>	<b>1,487</b>	<b>1,819</b>
其他非流动资产	148	144	144	142	营业外净收支	-2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>10,262</b>	<b>11,782</b>	<b>13,571</b>	<b>15,424</b>	<b>利润总额</b>	<b>944</b>	<b>1,198</b>	<b>1,489</b>	<b>1,821</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,474</b>	<b>3,058</b>	<b>3,642</b>	<b>4,010</b>	减:所得税	95	132	179	237
短期借款及一年内到期的非流动负债	452	452	452	452	<b>净利润</b>	<b>849</b>	<b>1,066</b>	<b>1,311</b>	<b>1,584</b>
经营性应付款项	1,345	1,670	2,018	2,203	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	214	267	322	373	<b>归属母公司净利润</b>	<b>849</b>	<b>1,066</b>	<b>1,311</b>	<b>1,584</b>
其他流动负债	463	669	850	982	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	1.50	1.84	2.23
非流动负债	346	346	346	346	EBIT	962	1,148	1,421	1,733
长期借款	208	208	208	208	EBITDA	1,099	1,289	1,567	1,924
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.28	36.08	35.35	35.81
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	17.42	17.89	18.41	19.09
其他非流动负债	98	98	98	98	收入增长率(%)	4.38	22.28	19.46	16.53
<b>负债合计</b>	<b>2,820</b>	<b>3,404</b>	<b>3,987</b>	<b>4,356</b>	归母净利润增长率(%)	13.49	25.61	22.91	20.86
归属母公司股东权益	7,442	8,378	9,584	11,068					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,442</b>	<b>8,378</b>	<b>9,584</b>	<b>11,068</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,262</b>	<b>11,782</b>	<b>13,571</b>	<b>15,424</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	609	1,184	1,612	1,902	每股净资产(元)	10.47	11.79	13.49	15.57
投资活动现金流	-310	-357	-413	-465	最新发行在外股份(百万股)	711	711	711	711
筹资活动现金流	-158	-141	-116	-111	ROIC(%)	11.18	11.86	12.91	13.67
现金净增加额	141	686	1,084	1,326	ROE-摊薄(%)	11.41	12.73	13.67	14.31
折旧和摊销	137	141	146	192	资产负债率(%)	27.48	28.89	29.38	28.24
资本开支	-223	-357	-411	-465	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.92	17.45	14.20	11.75
营运资本变动	-442	-198	13	45	P/B(现价)	2.50	2.22	1.94	1.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 湘电股份 (600416)

## 国内电磁能领域龙头，业绩有望持续释放 买入 (首次)

2022年06月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,026	5,633	7,487	10,016
同比	-14%	40%	33%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	79	288	466	685
同比	6%	263%	62%	47%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.07	0.25	0.40	0.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	287.02	79.13	48.91	33.31

### 投资要点

- 2020年发生资产剥离，经营业绩有所波动。**公司于2022年5月9日收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》。公司非公开发行股票行政许可申请被予以受理。公司因风能公司股权剥离、以及风力发电机销量减少，因此2021年营收下降；剔除风力发电系统业务，同口径相比增长120.60%。公司于2021年成功撤销退市风险警示，完成“摘星脱帽”。公司2021年毛利率为19.15%，同比提高5.75pct，归母净利率1.97%，同比增加0.37pct，业绩有望保持高速增长。
- 电磁能领域龙头，持续聚焦主业市场。**公司主要聚焦海军新型装备建设需求，拥有综合电力、电磁发射两大核心技术，并处于世界领先地位。公司是我国舰船综合电力推进系统、特种发射系统唯一承制单位，产品技术与制造能力处于国内外领先地位，相关产品市场占有率100%。公司电磁能、电机、电控“三电”产业，都处于国家支持鼓励发展的高端装备制造行业，尤其在国家“双碳”战略目标下具有广阔的市场前景。公司在陆续完成风能、水泵等资产剥离后，持续聚焦“三电”主业市场。
- 应收账款和存货占资产比重大，业绩有望持续释放：**公司特种发射和船舶综合电力系统已进入批量订货阶段，放量后有望成为公司下一阶段最大增长点。2021年应收账款为38.10亿元，占资产比例为29.90%，较2020年均有所提升。2021年存货共21.81亿元，同比+13.20%，占资产比重17.11%，产品和库存商品占存货账面余额比为88.31%，为未来营收贡献提供有效支撑。当前我国航母规模与美国相差甚大，舰船建造需求大，且相关装备处于电气化、信息化升级趋势中，发展舰船综合电力系统（IPS）是舰船动力的必然趋势，也是公司未来重要业绩增长点。
- 盈利预测与投资评级：**基于十四五期间军工行业高景气状态和国家实施“双碳”政策背景，并考虑到公司在电磁能领域的龙头地位，我们预计2022-2024年归母净利润分别为2.88/4.66/6.85亿元，对应EPS分别为0.25元、0.40元及0.59元，对应PE分别为79/49/33倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	19.75
一年最低/最高价	10.90/21.89
市净率(倍)	5.80
流通 A 股市值(百万元)	12,415.47
总市值(百万元)	22,810.30

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.41
资产负债率(% ,LF)	63.89
总股本(百万股)	1,154.95
流通 A 股(百万股)	628.63

### 相关研究

湘电股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,097</b>	<b>10,739</b>	<b>12,820</b>	<b>15,888</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,026</b>	<b>5,633</b>	<b>7,487</b>	<b>10,016</b>
货币资金及交易性金融资产	1,421	1,018	565	214	营业成本(含金融类)	3,255	4,350	5,675	7,508
经营性应收款项	4,987	6,687	8,299	10,448	税金及附加	40	56	75	100
存货	2,181	2,384	3,110	4,114	销售费用	108	146	195	260
合同资产	437	563	749	1,002	管理费用	210	280	381	504
其他流动资产	71	87	97	111	研发费用	162	282	338	451
<b>非流动资产</b>	<b>3,646</b>	<b>3,761</b>	<b>3,956</b>	<b>4,087</b>	财务费用	148	123	125	127
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	37	56	75	100
固定资产及使用权资产	1,843	2,002	2,213	2,381	投资净收益	8	56	52	50
在建工程	170	154	164	157	公允价值变动	5	5	5	5
无形资产	1,567	1,537	1,507	1,477	减值损失	-4	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	-2	-2	-2
长期待摊费用	0	2	5	6	<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>512</b>	<b>830</b>	<b>1,220</b>
其他非流动资产	67	67	67	67	营业外净收支	-4	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>12,743</b>	<b>14,500</b>	<b>16,775</b>	<b>19,976</b>	<b>利润总额</b>	<b>143</b>	<b>515</b>	<b>833</b>	<b>1,223</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,275</b>	<b>8,621</b>	<b>10,229</b>	<b>12,451</b>	减:所得税	26	103	167	245
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,176	3,176	3,176	3,176	<b>净利润</b>	<b>117</b>	<b>412</b>	<b>666</b>	<b>978</b>
经营性应付款项	3,261	4,358	5,685	7,521	减:少数股东损益	38	124	200	293
合同负债	470	653	851	1,126	<b>归属母公司净利润</b>	<b>79</b>	<b>288</b>	<b>466</b>	<b>685</b>
其他流动负债	368	434	516	628	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.07	0.25	0.40	0.59
非流动负债	903	903	903	903	EBIT	277	518	824	1,193
长期借款	496	496	496	496	EBITDA	538	780	1,097	1,468
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.15	22.77	24.20	25.04
租赁负债	71	71	71	71	归母净利率(%)	1.97	5.12	6.23	6.84
其他非流动负债	336	336	336	336	收入增长率(%)	-14.28	39.93	32.92	33.77
<b>负债合计</b>	<b>8,177</b>	<b>9,523</b>	<b>11,132</b>	<b>13,354</b>	归母净利润增长率(%)	5.60	262.73	61.78	46.81
归属母公司股东权益	3,885	4,173	4,640	5,324					
少数股东权益	680	804	1,004	1,297					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,566</b>	<b>4,977</b>	<b>5,643</b>	<b>6,622</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,743</b>	<b>14,500</b>	<b>16,775</b>	<b>19,976</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-85	36	79	123	每股净资产(元)	3.36	3.61	4.02	4.61
投资活动现金流	-86	-314	-409	-350	最新发行在外股份(百万股)	1,155	1,155	1,155	1,155
筹资活动现金流	-29	-124	-124	-124	ROIC(%)	2.81	4.87	7.28	9.66
现金净增加额	-201	-402	-453	-351	ROE-摊薄(%)	2.05	6.91	10.05	12.86
折旧和摊销	261	262	273	275	资产负债率(%)	64.17	65.68	66.36	66.85
资本开支	-82	-374	-464	-404	P/E(现价&最新股本摊薄)	287.02	79.13	48.91	33.31
营运资本变动	-730	-749	-997	-1,295	P/B(现价)	5.87	5.47	4.92	4.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 七一二 (603712)

## 国内军用通信领先供应商,持续受益于国防信息化建设

买入 (首次)

2022年06月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,451	4,423	5,553	6,881
同比	28%	28%	26%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	688	840	1,101	1,434
同比	32%	22%	31%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.89	1.09	1.43	1.86
P/E (现价&最新股本摊薄)	33.83	27.73	21.14	16.24

### 投资要点

- 2021 年经营目标符合市场预期, 存货金额大幅度增长。**公司完成 2021 年年度经营计划目标: 实现营业总收入 34.51 亿元, 同比增长 28.00%; 归母净利润 6.88 亿元, 同比增长 31.58%; 扣非归母净利润 6.48 亿元, 同比增长 29.29%。2022 年 Q1 业绩良好: 营业收入 4.10 亿元, 同比增长 18.24%, 归母净利润 0.20 亿元, 同比增长 62.09%。公司 2021 年存货达到 36.81 亿元, 同比增长 30.86%, 主要原因系公司订单增长, 表明下游需求旺盛, 公司在手订单充足, 预计 2022 年公司业绩有较大的增长。
- 军民领域均有重大突破, 公司业绩有望得到进一步提升。**军用方面, 公司通过了装备承制单位资格扩项审查, 为公司后续发展奠定基础, 未来业绩有望得到持续增长。民用方面, 公司与多家企业深入合作签订多套机车无线通信设备订单, 与多个城市地铁无线通信项目达成合作, 中标结果亮眼, 未来公司业绩有望得到进一步的释放。
- “十四五”期间国防信息化建设不断推进, 军用无线通信或迎来迅速发展时期。**公司是我国专网无线通信产品和整体解决方案的核心供应商, 受益于“十四五”国防信息化建设的推进, 公司在陆军方面完成军用无线通信产品列装, 开始小批量生产, 在航空通信领域方面传统机载终端产品等取得批量订货。随着信息化建设的不断推进, 公司的业绩有望得到进一步增长。同时公司在卫星导航方面, 北斗三号等多个产品方案中标入围, 业务的拓展或成为未来业绩的又一增长点。
- 盈利预测与投资评级:**基于十四五期间军工行业高景气状态以及国防信息化建设不断推进的前景下, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 8.40/11.01/14.34 亿元, 对应 EPS 分别为元 1.09、1.43 元及 1.86 元, 对应 PE 分别为 28/21/16 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.16
一年最低/最高价	25.58/46.85
市净率(倍)	6.40
流通 A 股市值(百万元)	23,283.52
总市值(百万元)	23,283.52

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.71
资产负债率(% ,LF)	58.21
总股本(百万股)	772.00
流通 A 股(百万股)	772.00

### 相关研究

## 七一二三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>7,557</b>	<b>9,281</b>	<b>11,344</b>	<b>13,266</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,451</b>	<b>4,423</b>	<b>5,553</b>	<b>6,881</b>
货币资金及交易性金融资产	899	1,125	1,531	2,232	营业成本(含金融类)	1,809	2,268	2,849	3,524
经营性应收款项	2,482	3,070	3,530	3,731	税金及附加	9	12	15	19
存货	3,681	4,350	5,214	5,986	销售费用	68	84	94	117
合同资产	367	619	927	1,149	管理费用	183	243	305	378
其他流动资产	128	117	142	168	研发费用	775	1,017	1,222	1,452
<b>非流动资产</b>	<b>1,030</b>	<b>1,194</b>	<b>1,355</b>	<b>1,503</b>	财务费用	8	9	9	9
长期股权投资	160	180	211	237	加:其他收益	40	44	56	69
固定资产及使用权资产	727	855	974	1,074	投资净收益	36	27	14	17
在建工程	5	8	8	13	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	66	71	75	81	减值损失	-19	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	7	2	3	3
长期待摊费用	5	8	10	13	<b>营业利润</b>	<b>664</b>	<b>862</b>	<b>1,131</b>	<b>1,472</b>
其他非流动资产	68	72	77	84	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8,588</b>	<b>10,475</b>	<b>12,700</b>	<b>14,769</b>	<b>利润总额</b>	<b>664</b>	<b>862</b>	<b>1,131</b>	<b>1,472</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,886</b>	<b>6,014</b>	<b>7,222</b>	<b>7,947</b>	减:所得税	-24	22	29	38
短期借款及一年内到期的非流动负债	226	226	226	226	<b>净利润</b>	<b>688</b>	<b>840</b>	<b>1,101</b>	<b>1,434</b>
经营性应付款项	3,211	3,897	4,739	5,186	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,276	1,678	1,994	2,220	<b>归属母公司净利润</b>	<b>688</b>	<b>840</b>	<b>1,101</b>	<b>1,434</b>
其他流动负债	173	212	263	315	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	1.09	1.43	1.86
非流动负债	86	86	86	86	EBIT	635	798	1,068	1,391
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	720	885	1,163	1,496
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.59	48.72	48.70	48.79
租赁负债	38	38	38	38	归母净利率(%)	19.95	18.99	19.83	20.83
其他非流动负债	48	48	48	48	收入增长率(%)	28.00	28.16	25.56	23.92
<b>负债合计</b>	<b>4,972</b>	<b>6,100</b>	<b>7,309</b>	<b>8,034</b>	归母净利润增长率(%)	31.58	22.00	31.15	30.17
归属母公司股东权益	3,615	4,375	5,391	6,735					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,615</b>	<b>4,375</b>	<b>5,391</b>	<b>6,735</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,588</b>	<b>10,475</b>	<b>12,700</b>	<b>14,769</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	335	538	741	1,031	每股净资产(元)	4.68	5.67	6.98	8.72
投资活动现金流	-556	-221	-240	-231	最新发行在外股份(百万股)	772	772	772	772
筹资活动现金流	-159	-90	-95	-100	ROIC(%)	18.40	18.25	20.20	21.42
现金净增加额	-380	227	406	700	ROE-摊薄(%)	19.04	19.19	20.43	21.29
折旧和摊销	85	87	95	105	资产负债率(%)	57.90	58.23	57.55	54.40
资本开支	-162	-220	-216	-212	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.83	27.73	21.14	16.24
营运资本变动	-391	-420	-474	-522	P/B(现价)	6.44	5.32	4.32	3.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 上海瀚讯 (300762)

# 军用宽带通信“小巨人”，持续受益于国防现代化建设

买入 (首次)

2022年06月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	729	877	1,078	1,319
同比	14%	20%	23%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	235	306	393	487
同比	41%	30%	28%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.60	0.78	1.00	1.24
P/E (现价&最新股本摊薄)	28.51	21.87	17.03	13.77

### 投资要点

- **完成 2021 年计划经营目标，2022 年 Q1 受疫情影响业绩不如预期。** 公司完成 2021 年年度经营计划目标：实现营业总收入 7.29 亿元，同比增长 13.79%；归母净利润 2.35 亿元，同比增长 40.53%；去除补贴影响，扣非归母净利润 2.07 亿元，同比增长 49.62%。公司 2022 年 Q1 业绩不佳主要受疫情突发影响，业绩由盈转亏：营业收入 0.17 亿元，同比增长 -72.47%，归母净利润 -0.20 亿元，同比增长 -365.05%。由于应收款回笼增加，公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额达到 2.2 亿元，同比增长 189.43%；为避免断供风险，公司期末存货达到 2.2 亿元，较期初存货增长 35.75%。经营活动现金流和存货的大额增长为公司未来持续的增长提供坚实基础。
- **布局 5G 新技术产业，入选“小巨人”企业名单，公司业绩有望得到持续释放。** 2021 年上海瀚讯大力发展 5G 相关技术，完成了分体式 5G 小站设备等技术的研制，为公司未来的产能释放奠定基础。同时上海瀚讯成功入选全国中小企业最高等级、最具权威的荣誉称号“小巨人”企业名单，公司业绩有望得到进一步的释放。
- **“十四五”期间军费逆势上涨，军工宽带化信息建设或成为企业业绩增长点。** 2022 年我国军费增速逆势上涨，装备采购在军费中的比例不断上升。2022 年俄乌冲突中信息化装备表现亮眼。上海瀚讯产品覆盖面广，涉及我国所有军种。在军工宽带信息化建设替代窄带信息化建设的大趋势下，上海瀚讯作为国内军工宽带信息化的龙头，将首先承担我国信息化设备更新方面的产能和性能的挑战，推动我国军信息化发展。我们认为在“十四五”规划下，公司将持续受益于军工信息化行业的快速发展。
- **盈利预测与投资评级：**基于十四五期间军工行业高景气状态以及军工窄带向宽带信息化过渡的前景下，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.06/3.93/4.87 亿元，对应 EPS 分别为元 0.78、1.00 元及 1.24 元，对应 PE 分别为 22/17/14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.07
一年最低/最高价	13.48/35.48
市净率(倍)	2.57
流通 A 股市值(百万元)	6,686.09
总市值(百万元)	6,700.13

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.63
资产负债率(% ,LF)	17.10
总股本(百万股)	392.51
流通 A 股(百万股)	391.69

### 相关研究

上海瀚讯三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,960</b>	<b>3,103</b>	<b>3,498</b>	<b>4,045</b>	<b>营业总收入</b>	<b>729</b>	<b>877</b>	<b>1,078</b>	<b>1,319</b>
货币资金及交易性金融资产	1,488	1,796	2,137	2,544	营业成本(含金融类)	264	316	388	475
经营性应收款项	1,081	946	964	1,040	税金及附加	0	0	0	0
存货	220	173	181	195	销售费用	48	49	60	74
合同资产	0	0	0	0	管理费用	68	61	75	92
其他流动资产	171	188	217	266	研发费用	150	177	199	237
<b>非流动资产</b>	<b>294</b>	<b>395</b>	<b>499</b>	<b>603</b>	财务费用	-29	-7	-9	-11
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	30	35	43	53
固定资产及使用权资产	72	110	145	177	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	48	83	118	153	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	73	101	134	172	减值损失	-9	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>248</b>	<b>316</b>	<b>407</b>	<b>504</b>
其他非流动资产	102	102	102	102	营业外净收支	2	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>3,254</b>	<b>3,498</b>	<b>3,997</b>	<b>4,648</b>	<b>利润总额</b>	<b>250</b>	<b>319</b>	<b>410</b>	<b>507</b>
<b>流动负债</b>	<b>579</b>	<b>497</b>	<b>538</b>	<b>592</b>	减:所得税	15	13	16	20
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3	<b>净利润</b>	<b>235</b>	<b>306</b>	<b>393</b>	<b>487</b>
经营性应付款项	424	324	346	377	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	16	19	24	<b>归属母公司净利润</b>	<b>235</b>	<b>306</b>	<b>393</b>	<b>487</b>
其他流动负债	148	154	169	188	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.78	1.00	1.24
非流动负债	61	61	61	61	EBIT	219	274	355	441
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	247	317	414	516
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	63.75	64.00	64.00	64.00
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	32.23	34.92	36.48	36.89
其他非流动负债	59	59	59	59	收入增长率(%)	13.79	20.28	22.92	22.32
<b>负债合计</b>	<b>640</b>	<b>558</b>	<b>599</b>	<b>653</b>	归母净利润增长率(%)	40.53	30.33	28.40	23.70
归属母公司股东权益	2,614	2,940	3,398	3,995					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,614</b>	<b>2,940</b>	<b>3,398</b>	<b>3,995</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,254</b>	<b>3,498</b>	<b>3,997</b>	<b>4,648</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	222	430	435	474	每股净资产(元)	6.67	7.50	8.67	10.19
投资活动现金流	-181	-142	-159	-177	最新发行在外股份(百万股)	393	393	393	393
筹资活动现金流	975	20	65	110	ROIC(%)	10.31	9.44	10.73	11.42
现金净增加额	1,016	308	341	407	ROE-摊薄(%)	8.99	10.42	11.57	12.18
折旧和摊销	27	43	59	75	资产负债率(%)	19.68	15.96	14.98	14.05
资本开支	-168	-142	-159	-177	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.51	21.87	17.03	13.77
营运资本变动	-49	94	-1	-54	P/B(现价)	2.56	2.28	1.97	1.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 振芯科技 (300101)

## 紧跟北斗十四五高景气赛道, 迎来发展战略机遇期

买入 (首次)

2022年06月15日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	794	1,067	1,479	2,096
同比	37%	35%	39%	42%
归属母公司净利润 (百万元)	151	215	287	433
同比	88%	42%	33%	51%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.27	0.38	0.51	0.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	69.73	49.04	36.82	24.42

### 投资要点

- **业绩保持良好增长态势, 盈利能力持续提升。**2021 年公司充分把握行业发展机遇, 业绩保持良好增长, 归母净利润较上年同期增长 87.91%, 集成电路业务毛利率增加 8.95pct, 北斗导航综合应用业务毛利率增加 2.57pct。
- **长期深耕集成电路, 逐渐布局通信板块。**公司是国内射频收发、视频图像接口等数模混合集成电路设计领域的优势企业。公司集成电路包括数模混合电路和视频信号处理两大主要领域, 现已形成北斗关键器件、转换器、软件无线电 (SDR)、频率合成器、视频接口、硅基多功能 MMIC 等六大重点系列数百种产品, 并在射频收发、高速接口、频率源、转换器等核心技术及产品有明显竞争优势。2021 年集成电路业务实现营收 3.41 亿元, 同期增长 63.66%。背靠核心领域, 公司已逐渐在通信板块布局, 涵盖汽车电子、智慧医疗、智慧家居等业务, 积极承担相关产业国产化需求。
- **紧跟北斗十四五高景气赛道, 迎来发展战略机遇期。**随着北斗三号卫星导航系统全球组网, 公司以北斗系统应用与产业化发展为新的增长抓手, 在保证传统北斗行业优势地位的前提下, 积极拓展北斗三号技术应用落地。2021 年重点开发的北斗三号通用模块、北斗三号手持/车载/海事终端等产品已完成研制并投入生产。公司已经成为国内北斗卫星导航行业应用领域龙头企业之一。
- **盈利预测与投资评级:**基于疫情缓解的预期, 并考虑到公司在集成电路产品领域的领军地位, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.15/2.87/4.33 亿元, 对应 EPS 分别为 0.38 元、0.51 元及 0.77 元, 对应 PE 分别为 49/37/24 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.86
一年最低/最高价	13.48/35.50
市净率(倍)	8.15
流通 A 股市值(百万元)	10,514.37
总市值(百万元)	10,562.84

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.31
资产负债率(% ,LF)	31.94
总股本(百万股)	560.07
流通 A 股(百万股)	557.50

### 相关研究

振芯科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,673</b>	<b>2,052</b>	<b>2,547</b>	<b>3,307</b>	<b>营业总收入</b>	<b>794</b>	<b>1,067</b>	<b>1,479</b>	<b>2,096</b>
货币资金及交易性金融资产	416	442	612	590	营业成本(含金融类)	345	454	619	862
经营性应收款项	690	969	1,058	1,498	税金及附加	5	7	10	14
存货	550	621	848	1,181	销售费用	68	96	133	189
合同资产	2	3	7	8	管理费用	111	181	266	377
其他流动资产	16	18	22	29	研发费用	116	139	207	293
<b>非流动资产</b>	<b>548</b>	<b>546</b>	<b>540</b>	<b>547</b>	财务费用	3	10	10	9
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	84	75	104	147
固定资产及使用权资产	139	148	152	157	投资净收益	1	0	0	1
在建工程	4	5	5	5	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	220	208	195	195	减值损失	-74	-2	-2	-2
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	3	5	7	<b>营业利润</b>	<b>157</b>	<b>254</b>	<b>337</b>	<b>497</b>
其他非流动资产	172	172	172	172	营业外净收支	1	0	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2,221</b>	<b>2,599</b>	<b>3,087</b>	<b>3,855</b>	<b>利润总额</b>	<b>158</b>	<b>254</b>	<b>338</b>	<b>498</b>
<b>流动负债</b>	<b>704</b>	<b>858</b>	<b>1,049</b>	<b>1,369</b>	减:所得税	20	30	40	50
短期借款及一年内到期的非流动负债	239	239	239	239	<b>净利润</b>	<b>137</b>	<b>223</b>	<b>297</b>	<b>448</b>
经营性应付款项	244	344	436	607	减:少数股东损益	-14	8	10	16
合同负债	102	136	186	259	<b>归属母公司净利润</b>	<b>151</b>	<b>215</b>	<b>287</b>	<b>433</b>
其他流动负债	119	139	189	264	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.38	0.51	0.77
非流动负债	111	111	111	111	EBIT	167	190	244	360
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	271	297	355	477
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.58	57.51	58.17	58.86
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	19.09	20.18	19.40	20.63
其他非流动负债	107	107	107	107	收入增长率(%)	37.48	34.52	38.56	41.73
<b>负债合计</b>	<b>815</b>	<b>969</b>	<b>1,160</b>	<b>1,480</b>	归母净利润增长率(%)	87.91	42.20	33.18	50.79
归属母公司股东权益	1,228	1,443	1,730	2,163					
少数股东权益	179	186	197	212					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,406</b>	<b>1,630</b>	<b>1,927</b>	<b>2,375</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,221</b>	<b>2,599</b>	<b>3,087</b>	<b>3,855</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	86	145	287	114	每股净资产(元)	2.19	2.58	3.09	3.86
投资活动现金流	-144	-107	-105	-124	最新发行在外股份(百万股)	560	560	560	560
筹资活动现金流	101	-12	-12	-12	ROIC(%)	9.63	9.52	10.63	13.55
现金净增加额	43	26	171	-22	ROE-摊薄(%)	12.34	14.93	16.58	20.00
折旧和摊销	103	107	111	116	资产负债率(%)	36.68	37.30	37.59	38.38
资本开支	-113	-105	-103	-123	P/E(现价&最新股本摊薄)	69.73	49.04	36.82	24.42
营运资本变动	-231	-217	-179	-530	P/B(现价)	8.60	7.32	6.11	4.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 智明达 (688636)

## 研发投入高速增长，巩固行业龙头地位

买入 (首次)

2022年06月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	449	623	870	1,223
同比	38%	39%	40%	41%
归属母公司净利润 (百万元)	112	148	230	324
同比	30%	33%	55%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.22	2.95	4.57	6.44
P/E (现价&最新股本摊薄)	48.75	36.61	23.66	16.77

### 投资要点

- 营收大幅增长，收入结构优化。**公司 2021 年实现营业收入 4.49 亿元，同比增长 38%，其中机载产品营收 2.99 亿元，同比增长 57%；弹载产品收入为 0.64 亿元，同比增长 138%；车载产品收入为 0.42 亿元，同比下降 17%；舰载产品收入为 0.06 亿元，同比下降 79%；其他产品收入为 0.38 亿元，同比增长 42%。公司产品实现多元化发展，多条业务线齐头并进，营收呈明显提升态势，经营性亏损率进一步收窄，经营管理持续趋好。
- 加大研发投入，保持核心竞争力。**2021 年公司新增 140 个研发项目，研发费用 0.95 亿元，同比增长 68.39%；公司依托灵活生产机制，较高的产品迭代效率和个性化产品生产，注于军用嵌入式计算机模块的研发、生产与定制化服务，多次参与国家重点项目，在行业内具有较高的知名度和影响力；且拥有长达 20 年的行业技术和经验积累，掌握多项核心技术在嵌入式数据处理、多总线交换、中频采集、射频采集、军用大容量储存实现了自主研发，原始创新，并且其大容量储存、接口控制、数据采集、数据处理、通信交换等技术处于国内领先水平；公司紧盯行业发展动态，以其较强的研发能力和技术实力、严格的品控和高质量生产保持其核心竞争力。
- 收购铭科思微，实现芯片自主可控。**2021 年公司以 5 亿元的价格收购的成都铭科思微电子技术有限责任公司，缓解芯片紧张问题，同时在我国集成电路快速发展的行业背景下，抓住机遇大幅增加其研发费用，实现国产芯片自主研发和电子军工产业自主化，延长公司产业链，提升协同优势。
- 盈利预测与投资评级：**基于考虑公司在用嵌入式计算机模块处于龙头地位，加之十四五期间军工行业利好趋势，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.48 /2.30/3.24 亿元，对应 EPS 分别为 2.95 元、4.57 元及 6.44 元，对应 PE 分别为 37/24/17 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	108.00
一年最低/最高价	75.05/178.00
市净率(倍)	6.02
流通 A 股市值(百万元)	3,130.92
总市值(百万元)	5,436.24

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	17.94
资产负债率(% ,LF)	31.23
总股本(百万股)	50.34
流通 A 股(百万股)	28.99

### 相关研究

智明达三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>936</b>	<b>1,100</b>	<b>1,475</b>	<b>2,008</b>	<b>营业总收入</b>	<b>449</b>	<b>623</b>	<b>870</b>	<b>1,223</b>
货币资金及交易性金融资产	259	302	360	491	营业成本(含金融类)	175	248	347	479
经营性应收款项	430	515	766	1,077	税金及附加	4	5	7	10
存货	238	272	332	420	销售费用	30	44	65	98
合同资产	0	0	0	0	管理费用	48	69	87	126
其他流动资产	9	12	16	21	研发费用	95	131	170	242
<b>非流动资产</b>	<b>364</b>	<b>407</b>	<b>442</b>	<b>472</b>	财务费用	2	0	0	0
长期股权投资	175	175	175	175	加:其他收益	27	37	61	92
固定资产及使用权资产	40	90	131	164	投资净收益	-1	0	0	0
在建工程	129	119	112	106	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	5	6	7	7	减值损失	-1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	5	6	<b>营业利润</b>	<b>120</b>	<b>165</b>	<b>255</b>	<b>360</b>
其他非流动资产	13	13	13	13	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,300</b>	<b>1,507</b>	<b>1,918</b>	<b>2,480</b>	<b>利润总额</b>	<b>120</b>	<b>165</b>	<b>255</b>	<b>360</b>
<b>流动负债</b>	<b>393</b>	<b>451</b>	<b>632</b>	<b>870</b>	减:所得税	9	16	26	36
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	3	3	3	<b>净利润</b>	<b>112</b>	<b>148</b>	<b>230</b>	<b>324</b>
经营性应付款项	232	278	389	538	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	1	2	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>112</b>	<b>148</b>	<b>230</b>	<b>324</b>
其他流动负债	157	169	238	327	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.22	2.95	4.57	6.44
非流动负债	21	21	21	21	EBIT	123	127	194	268
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	135	144	218	300
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	61.08	60.24	60.15	60.86
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	24.81	23.82	26.42	26.51
其他非流动负债	20	20	20	20	收入增长率(%)	38.43	38.68	39.56	40.55
<b>负债合计</b>	<b>414</b>	<b>472</b>	<b>653</b>	<b>891</b>	归母净利润增长率(%)	30.30	33.15	54.76	41.06
归属母公司股东权益	887	1,035	1,265	1,589					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>887</b>	<b>1,035</b>	<b>1,265</b>	<b>1,589</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,300</b>	<b>1,507</b>	<b>1,918</b>	<b>2,480</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	67	103	118	191	每股净资产(元)	17.61	20.56	25.13	31.57
投资活动现金流	-272	-90	-90	-90	最新发行在外股份(百万股)	50	50	50	50
筹资活动现金流	334	0	0	0	ROIC(%)	17.20	11.88	15.12	16.84
现金净增加额	129	13	28	100	ROE-摊薄(%)	12.58	14.35	18.17	20.40
折旧和摊销	12	17	24	32	资产负债率(%)	31.81	31.33	38.00	40.00
资本开支	-160	-59	-59	-60	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.75	36.61	23.66	16.77
营运资本变动	-84	-71	-201	-249	P/B(现价)	6.13	5.25	4.30	3.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

