

晶品特装 (688084)

军用机器人首家核心上市公司, 具备复杂系统总体研制能力

投资评级

买入

首次评级

目标价(元):

86.45

报告摘要

◆ **事件:** 晶品特装是国家军用机器人整机及核心设备和光电侦察设备的重要供应商, 掌握关键核心技术, 军民协同效应强, 积极开拓民用市场。公司深耕军工信息化、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, 形成“智能感知”+“机器人”两大业务板块。公司将于2022年12月8日上市。

◆ **报告期内受益国防军工智能化、信息化与无人化趋势, 公司军品型号陆续批量生产, 多款产品列装部队, 实现了主营业务收入的快速增长, 2019-2021年营收年复合增速95.56%, 归母净利润由2019年-3.74亿元增长至2021年0.61亿元, 成长和盈利属性尽显。**

2019-2022年前三季度公司实现营业收入1.10亿元、2.85亿元、4.22亿元和1.80亿元, 2019-2021年营收年复合增速95.56%; 实现归母净利润为0.09亿元(扣除2019年股份支付3.83亿元影响)、0.59亿元、0.61亿元和0.19亿元, 2019-2021年(扣除2019年股份支付3.83亿元影响)归母净利复合增速159.28%, 盈利能力呈增长态势。

2022年1-9月, 公司实现营业收入1.80亿元(-11.93%), 归母净利润0.19亿元(同比扭亏, 较上年增长0.22亿元), 主要系报告期内销售主要产品排爆机器人-R901毛利率较高, 带动公司盈利水平提升。

◆ **公司主营业务为光电侦察设备和军用机器人的研发、生产和销售, 主要产品包括多个型号系列的无人机光电吊舱、手持光电侦察设备、单兵夜视镜、手持穿墙雷达、排爆机器人、多用途机器人、便携式侦察机器人等。专注于军工装备研发与制造, 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。**

作者

张超

分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

王菁菁

分析师

SAC执业证书: S0640518090001

联系电话: 010-59219570

邮箱: wangjj@avicsec.com

相关研究报告

《军工行业周报: 内需外贸齐飞, 军民双线共举》

公司光电侦察设备业务所处的具体细分行业主要包括机载光电吊舱行业和单兵光电侦察装备行业。

2019-2022 年上半年报告期间, 公司**光电侦察设备业务**实现收入分别为 0.79 亿元、1.62 亿元、2.98 亿元和 0.37 亿元, 占总营收比例为 75.78%、58.63%、71.60%和 83.85%; 毛利率为 53.83%、50.00%、28.28%和 38.04%。

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, 产品技术参数或指标优异, 在公司已中标的六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。光电侦察设备业务中在无人机光电吊舱业务基础上, 已顺利拓展了穿墙雷达-G008、单兵夜视镜-G001、手持光电侦察设备-G003、侦察系统组件-G002 等产品。

图表 1: 公司光电侦察设备业务具体涉及环节和对应终端产品类型

客户需求	具体部件	发行人主要参与环节	部件对应的采购分类	需求对应的产品类型
光电成像	光学系统可见光探测器 红外探测器微光组件	设计、定制化采购、检测、 组装	光电组件电子器件	无人机光电吊舱、手持光 电侦察设备、单兵夜视镜
稳定伺服	运动及位置传感器电机 及控制组件	电路设计、软件算法设计、 定制化采购、检测、组装	定制件电子器件	无人机光电吊舱
雷达探测	信号生成及接收信号处 理板	电路设计、软件算法设计、 定制化采购、检测、组装	定制件电子器件	手持穿墙雷达
图像处理	图像识别跟踪多光谱融 合图像增强	电路设计、软件算法设计、 定制化采购、检测、组装	电子器件	无人机光电吊舱、融合观 测仪、单兵夜视镜
其他	集成结构光学组件显示 模组	结构设计、定制化采购、检 测、组装	定制件光电组件	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
	激光测距卫星定位电子 罗盘惯性测量主控板	电路设计、软件算法设计、 定制化采购、检测、组装	定制件电子器件	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

资料来源: 公司招股书、中航证券研究所

公司**军用机器人业务**具备核心关键技术和复杂系统总体研制能力, 作为未来战场新质作战力量, 前景广阔。

2019-2022 年上半年报告期间, 公司**军用机器人业务**实现收入分别为 0.18 亿元、1.07 亿元、1.05 亿元和 0.05 亿元, 占总营收比例为 17.39%、38.65%、25.20%和 11.03%, 毛利率分别为 58.15%、64.87%、37.12%和 56.77%。2022 年 1-6 月, 由于公司在执行订单排爆机器人-R901 (合同金

额 14,264.60 万元) 受新冠疫情影响延期至 2022 年 8 月交付, 导致 2022 年上半年营业收入规模较小, 从而出现亏损。

公司积极布局无人化、智能化作战装备, 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, 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, 根据不同作业任务主要包括侦察机器人、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, 目前有多款机器人及无人车正在参与军方招标或评测。具体来看: 军用机器人中侦察机器人-G004 已于 2020 年批量交付, 多用途机器人-R903 已于 2021 年首批交付, 此外排爆机器人-R901 已获得批产订单, 将于 2022 年首批交付。

图表 2: 公司军用机器人业务具体涉及环节和对应终端产品类型

客户需求	具体部件	发行人主要参与环节	部件对应的采购分类	需求对应的产品类型
动力驱动	动力电机传动机构电机 驱动动力电池电源管理	方案设计、结构设计、电路设计、软件设计、定制化采购、检测、组装	定制件电子器件	侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、无人车等
定位导航	定位导航传感器导航计算机	电路设计、软件设计、定制化采购、检测、组装	定制件电子器件	侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、无人车等
综合控制	综合控制计算机	方案设计、结构设计、电路设计、软件设计、定制化采购、检测、组装	定制件电子器件	侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、无人车等
人机交互	触控显示器通信模块主控板	方案设计、结构设计、电路设计、软件设计、定制化采购、检测、组装	定制件电子器件	侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、无人车等
任务载荷	光电侦察多用途机械臂 核化检测火力打击	方案设计、结构设计、电路设计、软件设计、定制化采购、检测、组装	定制件电子器件光学组件	侦察机器人、多用途机器人、排爆机器人、无人车等

资料来源: 公司招股书、中航证券研究所

图表 3: 公司近年前五大客户情况 (单位: 万元)

2022.1-6				2021年					
序号	销售单位	销售额	销售占比	主要销售产品类别	序号	销售单位	销售额	销售占比	主要销售产品类别
1	中国航天科技集团有限公司	2169.88	48.01%	光电侦察设备军用机器人	1	客户 44	22542.87	53.41%	光电侦察设备军用机器人
1-1	客户 A1	1253.25	27.73%	无人机光电吊舱	2	中国航天科技集团有限公司	8274.97	19.61%	光电侦察设备
1-2	客户 A3	601.4	13.31%	侦察系统组件机器人组件	2-1	客户 A1	3689.57	8.74%	无人机光电吊舱
1-3	客户 A4	297.66	6.59%	无人光电吊舱侦察系统组件	2-2	客户 A3	3183.81	7.54%	侦察系统组件机器人组件
1-4	客户 A2	17.58	0.39%	无人机光电吊舱	2-3	客户 A2	1325.93	3.14%	无人机光电吊舱
2	客户 45	1666.53	36.87%	手持光电侦察设备	2-4	客户 A4	75.66	0.18%	无人机光电吊舱
3	洛阳隆盛科技有限责任公司	128.4	2.84%	机器人组件	3	客户 45	5418.85	12.84%	手持光电侦察设备
4	北京方鸿智能科技有限公司	94.34	2.09%	其他(服务)	4	中国兵器装备集团公司下属 B1	2291.15	5.43%	光电探测系统
5	海视英科光电(苏州)有限公司	55.18	1.22%	侦察系统组件	5	捍疆前沿科技(北京)有限公司	660.44	1.56%	侦察机器人手持穿墙雷达
合计		4114.33	91.03%	—	合计		39188.29	92.85%	—

资料来源：公司招股书、中航证券研究所

- ◆ 公司本次首次公开发行募集资金计划 11.59 亿元，其中 6.30 亿元用于特种机器人南通产业基地（一期）建设项目、北京研发中心提升项目和补充流动资金。特种机器人南通产业基地（一期）建设项目达产后年产值 6.1 亿元，北京研发中心偏重提升公司研究能力，主要研发内容包括沉浸式操作双臂排爆机器人、轻型战斗侦察无人战车、超宽带雷达通用信息处理系统、低成本智能安防机器人、模块化多功能侦察云台、人机混合作战仿真系统、智能瞄准镜等。

图表 4：公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)	选址	实施主体	建设期	预计年产值
1	特种机器人南通产业基地(一期)建设项目	42,720.00	40,000.00	南通市通州区南通高新技术产业开发区	南通晶晶	2年	达产后年产值 6.1 亿
2	研发中心提升项目	13,045.50	13,045.50	北京昌平区科技园内	晶晶特装	3年	新增国内先进的研发及中试设备,具体研发内容包括沉浸式操作双臂排爆机器人、轻型战斗侦察无人战车、超宽带雷达通用信息处理系统、低成本智能安防机器人、模块化多功能侦察云台、人机混合作战仿真系统、智能瞄准镜等。
3	补充流动资金	10,000.00	10,000.00				
合计		65,765.50	63,045.50				

资料来源：公司招股书、中航证券研究所

◆ 投资建议

我们认为，1) 军用机器人总装和核心配件的重要供应商。《中国机器人产业发展报告（2022年）》显示，2017年以来，中国特种机器人市场年均增长率达到30.7%。预计2022年中国特种机器人市场规模约为22亿美元，预计到2024年，中国特种机器人市场规模将有望达到34亿美元。国家对无人化、信息化武器装备的采购力度将有所加大，相关支出在国防支出中的比例将有所上升，公司军用机器人业务将有望受益于相关需求的增长；

2) 无人机的智能化灵活化在装备体系中的地位愈发凸显，适配的光电吊舱行业前景广阔，2022年4月以第一名中标“无人机吊舱-708”项目表明公司光电侦察设备产品技术参数或指标优异，未来批产确定性强；

3) 公司已中标的六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；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，目前有多款机器人及无人车正在参与军方招标或评测。根据军品配套定型较为稳定的特点，公司将充分受益于国防军工智能化、信息化与无人化趋势，公司军品型号陆续批量生产；

4) 研发驱动效能突出。公司已获得101项国家授权专利，其中发明专利29项，实用新型专利53项，外观设计专利19项，另有计算机软件著作权83项。突破并构建了光电侦察设备、军用机器人领域涉及的七大核心技术群，核心技术所应用产品的性能指标和质量达到国际同类水平。

基于以上观点，我们预计公司2022-2024年的营业收入分别为4.37亿元、5.98亿元和8.24亿元，归母净利润分别为0.65亿元、1.02亿元及1.49亿元，EPS分别为1.16元、1.79元、2.62元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景，我们给予“买入”评级，目标价86.45元，对应2022-2024年PE分别为75倍、48倍、33倍。

◆ 风险提示

募投项目建设及生产产能不及预期；军品产品订单波动；客户和供应商集中度较高

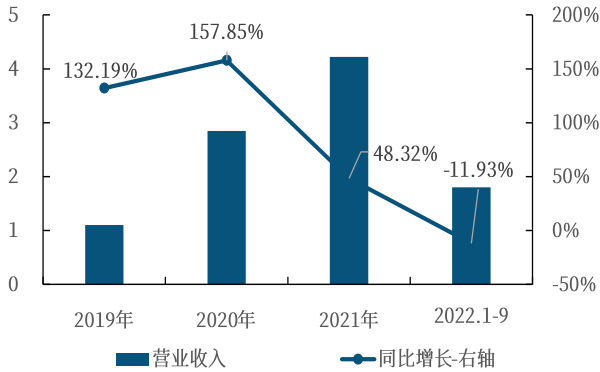
财务数据与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	422.03	437.45	597.65	823.79
增长率（%）	48.32	3.65	36.62	37.84
归母净利润（百万元）	60.51	65.47	101.70	148.59
增长率（%）	2.73	8.21	55.33	46.11
毛利率（%）	28.60	31.78	35.24	36.95
每股收益（元）	1.07	1.16	1.79	2.62

市盈率 PE	57.10	52.77	33.97	23.25
市净率 PB	5.94	5.34	1.81	1.68
净资产收益率 ROE (%)	10.41	10.12	5.33	7.23

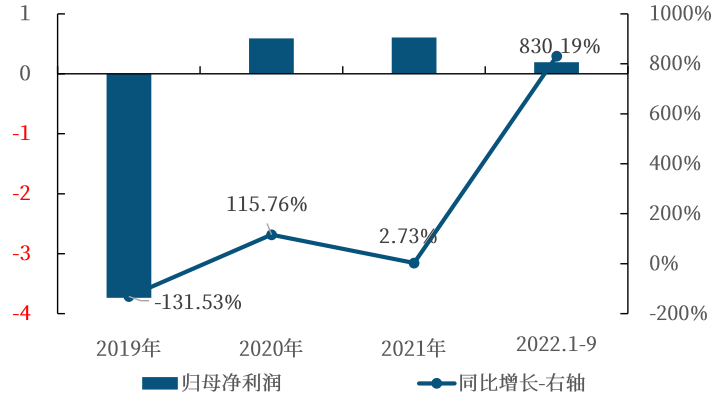
资料来源：iFind, 中航证券研究所

公司分产品预测表 (百万元)	2021 年	2022E	2023E	2024E	
光电侦察设备	营收	297.52	229.09	304.69	411.33
	成本	213.38	169.53	204.14	263.25
	毛利润	84.14	59.56	100.55	148.08
	毛利率	28.28%	28.00%	33%	34%
军用机器人	营收	104.76	193.80	275.19	390.78
	成本	65.87	120.16	165.12	234.47
	毛利润	38.89	73.64	110.08	156.31
	毛利率	37.12%	38%	40%	40%
其他	营收	13.24	14.57	17.77	21.68
	成本	20.29	8.74	9.60	11.71
	毛利润	-7.05	5.83	8.18	9.97
	毛利率	-53.24%	40%	46%	46%
合计	营收	415.52	437.45	597.65	823.79
	成本	349.98	298.42	387.03	519.40
	毛利润	115.98	139.03	210.62	304.39
	毛利率	27.91%	31.78%	35.24%	36.95%

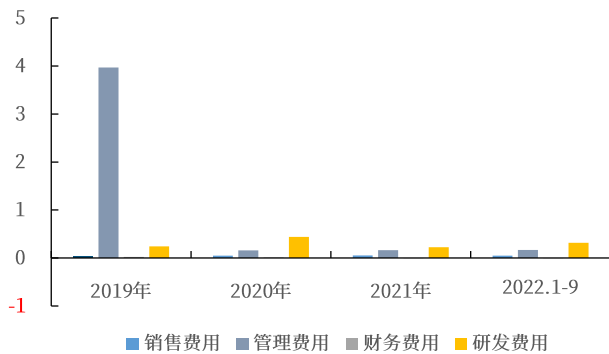
资料来源：iFind, 中航证券研究所

● 2019-2022 年前三季度公司主要财务数据
图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）


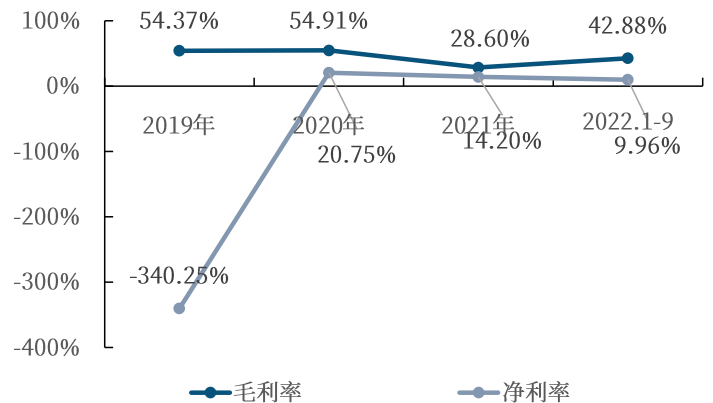
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）


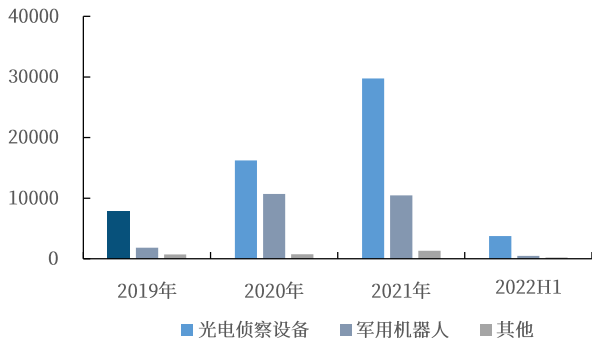
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司期间费用情况（单位：亿元）


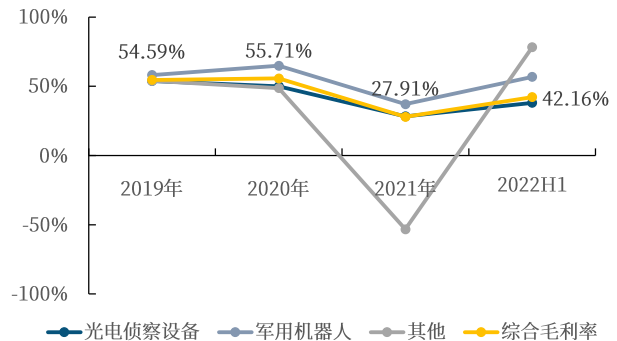
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司毛利率/净利率变化情况（单位：%）


资料来源：iFind，中航证券研究所

图5 公司各业务情况（单位：万元）


资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 公司各业务毛利率（单位：%）


资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	422.03	437.45	597.65	823.79	货币资金	195.08	244.70	1470.20	1579.72
营业成本	301.33	298.42	387.03	519.40	应收票据及账款	317.15	343.55	469.36	646.95
税金及附加	5.18	0.87	5.10	7.03	预付账款	5.37	7.73	10.57	14.56
销售费用	5.12	1.09	2.27	2.97	其他应收款	6.11	13.22	18.06	24.90
管理费用	16.21	21.87	26.89	41.19	存货	157.14	383.43	497.28	667.35
研发费用	22.24	30.62	51.40	74.14	其他流动资产	305.64	304.20	306.11	308.80
财务费用	-0.10	1.84	-1.03	-4.01	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-4.95	-11.51	-15.72	-21.67	固定资产	17.07	24.22	29.54	33.04
信用减值损失	-4.02	-2.19	-2.99	-4.12	在建工程	69.88	58.24	46.59	34.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	11.10	9.25	7.40	5.55
投资收益	3.53	1.80	1.80	1.80	长期待摊费用	0.26	0.13	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.30	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	24.82	24.82	24.82	24.82
资产处置收益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	资产总计	1109.62	1413.49	2879.92	3340.64
其他收益	0.54	0.20	1.20	2.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.45	71.03	110.28	161.08	应付票据及账款	327.08	457.17	592.91	795.69
营业外收入	0.63	0.21	0.21	0.21	其他流动负债	144.57	266.12	349.45	472.18
营业外支出	0.54	0.30	0.30	0.30	流动负债合计	471.65	723.28	942.36	1267.87
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	60.38	47.20	33.93	20.66
利润总额	67.55	70.94	110.19	160.99	其他非流动负债	0.05	0.05	0.05	0.05
所得税	7.61	5.51	8.56	12.51	非流动负债合计	60.43	47.25	33.98	20.71
净利润	59.94	65.43	101.62	148.48	负债合计	532.09	770.54	976.34	1288.58
少数股东损益	-0.57	-0.05	-0.08	-0.11	股本	56.66	56.66	75.66	75.66
归属母公司股东净利润	60.51	65.47	101.70	148.59	资本公积	473.42	473.42	1613.42	1613.42
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	51.26	116.73	218.43	367.02
经营性现金净流量	168.45	63.00	77.16	117.28	归属母公司权益	581.33	646.81	1907.51	2056.09
投资性现金净流量	-259.70	1.65	1.57	1.51	少数股东权益	-3.80	-3.85	-3.93	-4.04
筹资性现金净流量	151.36	-15.02	1146.76	-9.26	股东权益合计	577.53	642.96	1903.58	2052.06
现金流量净额	60.12	49.63	1225.49	109.52	负债和股东权益合计	1109.62	1413.49	2879.92	3340.64

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637