

军用机器人第一股，“内需+军贸”双驾马车拉动成长

买入（首次）

2023年1月5日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	422	412	577	784
同比 (%)	48%	-2%	40%	36%
归母净利润 (百万元)	61	72	106	154
同比 (%)	3%	19%	48%	45%
每股收益 (元/股)	0.80	0.95	1.40	2.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	112.60	94.97	64.21	44.31

关键词：#稀缺资产 #新需求、新政策

投资要点

- **军用机器人核心供应商，超短距无人机光电吊舱占据市场主体地位。**公司为国内少数具有光电侦察设备及军用机器人装备型号研制能力的民营公司，在近程无人机光电吊舱细分市场占主体地位，多次军方竞标第一。光电侦察设备和军用机器人业务保持高速增长，收入合计占比90%以上，其中军用机器人在国内市场技术领先，后续将成为公司增长的主要动力。公司产品对接军方，下游客户稳定黏性大，业绩具有强稳定性。
- **十四五无人作战体系加速列装，占据产业链核心环节充享行业扩张红利。**目前正处于“百年未有之大变局”，在建军百年目标及建设现代化军队等目标驱动下，军工行业正处于高景气状态。党20大会议中提出“开创国防现代化新体系，增加新质作战力量比重”，十四五期间军队无人化装备加速放量，公司占据产业链核心环节，将充分享受行业扩张红利。
- **无人作战改写战场格局，军贸市场增长需求带动装备放量。**俄乌战争充分表明无人作战的重要性，全球各国将增加采购力度。无人机体系实现从辅助作战手段向基本作战手段的跨越，具备火力压制、侦察等军事效用，超短距无人机更具备耗材属性，可往巡飞弹方向转换，市场空间广阔，无人平台发展带动机载光电吊舱市场扩张。军用地面机器人可大量降低士兵伤亡，结合无人机作战将改写军队抢滩登陆作战模式，在祖国统一的目标指引下，系军队重点发展的领域。
- **技术为核，上市募资 6.3 亿元，研发体系及市场份额有望并进。**公司研发投入高于同行业平均水平，为典型科技导向型企业，截至 2022 年 11 月已获 101 项国家授权专利，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，上市募集资金 6.30 亿元，主要用于特种机器人南通产业基地（一期）建设项目，项目完成后有望进一步提升公司军用机器人市场占有率和盈利能力、促进创新研发体系发展，提升公司在军用无人化装备的行业地位。
- **盈利预测与投资评级：**基于十四五军工行业高景气，以及公司在军用机器人以及无人机光电吊舱领域的领先地位，我们预计公司 2022-2024 的归母净利润为 0.72/1.06/1.54 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.40/2.03 元，对应 PE 为 95/64/44 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求放量不及预期，高性能产品研发进度不及预期，客户流失或被竞争对手替代。

市场数据

收盘价(元)	90.05
一年最低/最高价	78.00/101.00
市净率(倍)	8.49
流通 A 股市值(百万元)	1,572.16
总市值(百万元)	6,813.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.60
资产负债率(% ,LF)	36.43
总股本(百万股)	75.66
流通 A 股(百万股)	17.46

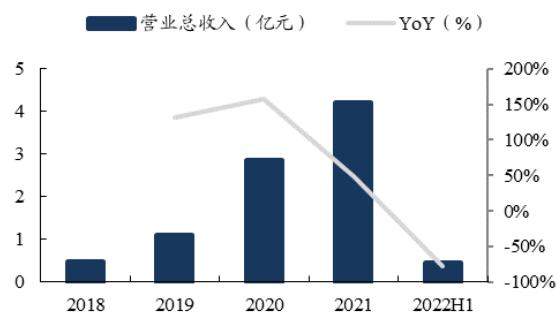
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢苏立赞，钱佳兴和许牧的指导。

晶品特装是一家主攻军用特种装备研发与制作的国家级高新技术企业，也是我国军用机器人设备和核心部件的重要供应商，产业链覆盖了采购、研发、生产、销售全程，研发技术硬、生产效率高、销售模式成熟。主营产品有光电侦察设备和军用机器人。

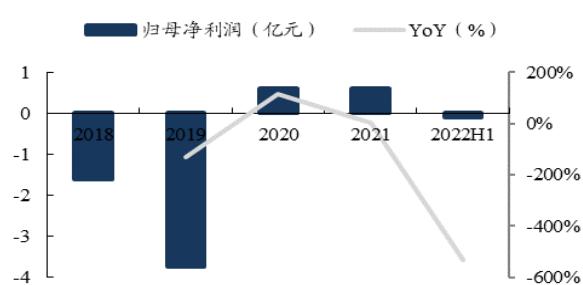
聚焦军工设备信息化，经营规模大幅增长。2021 年公司营收 42203 万元，同比 +48.32%，归母净利润 6050 万元，同比+2.73%。2021 年归母净利润增幅小于营收增幅，主要系当期手持光电侦察设备产品毛利率较低所致。2022H1 公司实现营收 4519 万元，同比降 89.29%，主要系排爆机器人（合同金额 14264 万元）订单受疫情影响延期交付。

图 1：公司营收大规模上涨



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

图 2：公司归母净利润持续增长



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

国防军工领域是收入主要来源，光电侦察设备和军用机器人营收占比 90%以上。2021 年核心业务实现收入 3.84 亿元，其中光电侦察设备/军用机器人产品分别实现收入 2.98/1.05 亿元，分别占总收入的 71.6%/25.2%。2022 年 1-6 月核心业务收入 4235 万元，光电侦察设备/军用机器人分别实现收入 3743/492 万元，占总收入的 83.85%/11.03%。

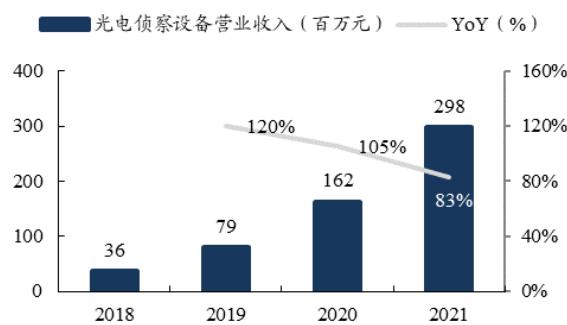
近程无人机载光电吊舱市场龙头，产品多次竞标夺首。公司掌握近程无人机载光电吊舱领域多传感器融合探测、微小型高精度光电云台等核心技术，开发了多款(超)近程无人机载光电吊舱产品，产品综合性能突出，在已中标的六款军用光电侦察探测装备型号中，四款获得竞标综合评比第一名。公司该业务客户集中度高，粘性强，主要有陆军采购部门、中国航天科技集团、中国科学院、探疆前沿科技等。

图 3：超近程无人侦察机



数据来源：东方网，东吴证券（香港）

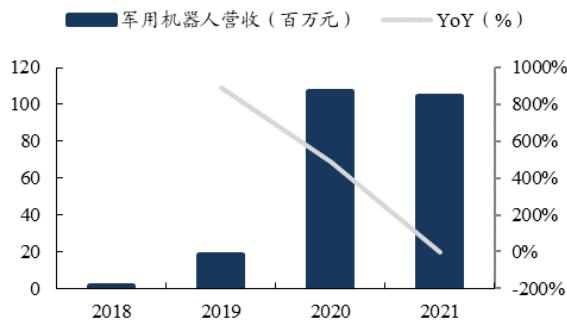
图 4：近年公司光电侦察设备营收



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

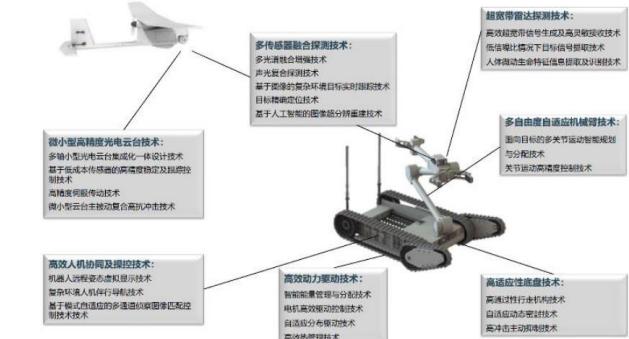
国家军用机器人整机和核心部件主要供应商。公司掌握高效动力驱动、多自由度自适应机械臂等核心关键技术，自主开发了微型、轻型重型等级别的地面机器人和无人车，主要包括系列（侦察/排爆/核化）机器人以及（多用途/支援/作战）无人车等，2021年
开始营收开始大幅提升。

图 5：近年公司军用机器人营收高速增长



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

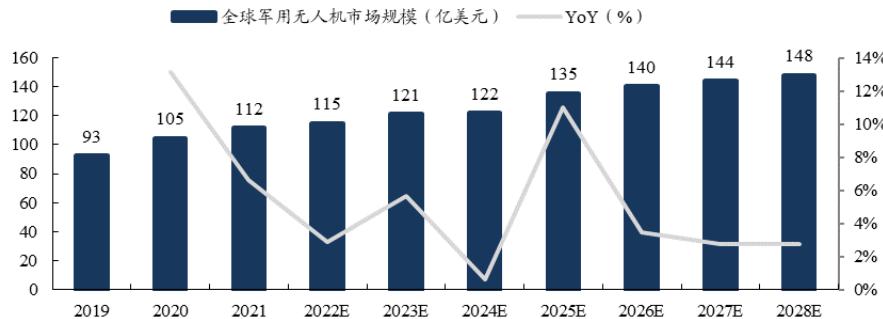
图 6：公司深耕无人军用装备技术



数据来源：公司招股书，东吴证券（香港）

政策行业双线推进，无人装备大有可为。1) 军国防信息化建设发力，国家军费预算增长。《十四五规划和2035年远景目标纲要》明确提出，要“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”。2022年我国军费预算1.45万亿元，同比+7.1%，较2021年增加0.3pct，国防装备费支出占比逐年提升。2) 改写战争形态，无人机市场快速增长带动机载光电设备扩张。无人机体系改变了传统战争形态，已实现从辅助作战手段向基本作战手段的跨越，具备火力压制、侦察等军事效用，超近距无人机可方便转换成巡飞弹，具备耗材属性，增速更快，无人机市场快速发展带动机载光电吊舱市场扩张。

图 7：全球军工无人机市场规模预测



数据来源：东吴证券（香港）

投资建议：基于十四五军工行业高景气，以及公司在军用机器人以及光电侦察设备行业领先地位，我们预计公司2022-2024年的归母净利润为0.72/1.06/1.54亿元，对应EPS为0.95/1.40/2.03元，对应PE为95/64/44倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求放量速度不及预期，高性能产品研发进展不及预期，客户流失或被竞争对手替代。

C 晶品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	986	1,869	2,406	2,485	营业收入	422	412	577	784
现金	494	1,321	1,566	1,796	减: 营业成本	301	236	330	447
应收账款	320	324	517	276	营业税金及附加	5	5	7	9
存货	157	207	302	387	销售费用	5	5	7	9
其他流动资产	16	16	21	25	管理费用	16	21	32	36
非流动资产	123	170	152	137	研发费用	22	63	81	110
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
固定资产	17	49	61	65	资产减值损失	9	5	5	5
在建工程	70	93	60	37	加: 投资净收益	4	2	3	4
无形资产	11	14	17	19	其他收益	1	1	1	1
其他非流动资产	25	15	15	15	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	1,110	2,039	2,558	2,622	营业利润	67	80	119	172
流动负债	472	258	672	584	加: 营业外净收支	0	1	1	1
短期借款	10	14	20	20	利润总额	68	81	119	173
应付账款	327	145	515	379	减: 所得税费用	8	10	14	21
其他流动负债	134	99	138	185	减: 少数股东损益	-1	-1	-1	-1
非流动负债	60	65	65	65	归属母公司净利润	61	72	106	154
长期借款	55	55	55	55					
其他非流动负债	5	10	10	10	EBIT	63	82	120	172
负债合计	532	323	737	649	EBITDA	70	92	135	193
少数股东权益	-4	-4	-5	-7					
归属母公司股东权益	581	1,720	1,826	1,980	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益	1,110	2,039	2,558	2,622	每股收益(元)	0.80	0.95	1.40	2.03
					每股净资产(元)	10.26	22.74	24.14	26.17
					发行在外股份(百万股)	76	76	76	76
					ROIC(%)	10.51	5.91	5.71	7.67
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE-摊薄(%)	10.41	4.17	5.81	7.77
经营活动现金流	173	-192	238	236	毛利率(%)	28.60	42.64	42.82	43.01
投资活动现金流	-260	96	1	-6	归母净利率(%)	14.34	17.42	18.38	19.61
筹资活动现金流	151	1,075	6	0	资产负债率(%)	47.95	15.85	28.80	24.74
现金净增加额	65	979	245	230	收入增长率(%)	48.32	-2.44	40.19	35.88
折旧和摊销	7	10	15	21	归母净利润增长率(%)	2.73	18.57	47.91	44.92
资本开支	-79	-72	-2	-10	P/E(现价&最新股本摊薄)	112.60	94.97	64.21	44.31
营运资本变动	98	-271	117	63	P/B(现价)	8.78	3.96	3.73	3.44

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>