

股票投资评级

兰剑智能(688557)

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元) | 36.93 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 0.73 / 0.44 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 27 / 16 |
| 52周内最高/最低价 | 40.80 / 29.82 |
| 资产负债率(%) | 34.5% |
| 市盈率 | 29.54 |
| 第一大股东 | 吴耀华 |
| 持股比例(%) | 35.9% |

研究所

分析师:孙业亮
SAC登记编号:S1340522110002
Email:sunyeliang@cnpsec.com
研究助理:丁子惠
SAC登记编号:S1340123020006
Email:dingzihui@cnpsec.com

AI+机器人为基，RaaS 引领落地

● AI 为基，算法领先

公司深耕物流科技领域，研发基于嵌入式人工智能 AI 技术的仓储机器人、穿梭机器人、搬运机器人等智能物流机器人，根据不同行业客户的需求，选择一种或多种智能物流机器人进行整合，构建面向不同行业的全流程智能物流装备系统，并在不同行业领域应用，自研自产率高达 80%。

公司董事长吴耀华先生为从事仓储物流自动化行业 30 余年的技术专家，自 1999 年 9 月至今就职于山东大学控制科学与工程学院，任教授、博士生导师，不但拥有深厚的理论基础，且在工作中积累了丰富的技术实践经验，现为公司的研发团队总指挥。公司的高精度模式识别算法、智能化模式识别装置、托盘位置与外形检测智能算法、基于微型伺服的拨爪控制算法、高阶贝塞尔曲线的应用、机械手混合尺寸拆垛和码垛算法等，都已成功应用于物流机器人。

● 全行业布局，有望向人形机器人拓展

公司不断扩大客户覆盖度，涉及的下游行业广泛，包括规模零售、医药、电商、汽车、石化、烟草、航空航天等行业，同时开拓了白酒、新能源、通信设备、农牧业、家电、工程机械、食品、家居等重点行业。

人形机器人第一步渗透的场景为安保、仓储物流行业，特斯拉、波士顿、OpenAI 等公司开发的早期人形机器人都为用来完成重复性任务的物流仓库机器人。“仿真运动”是人形机器人不同于工业机器人的一个重要难点，需要运动规划和控制、机器视觉等领先的 AI 算法和精确的视觉及传感方案。据官网，公司自研算法 13 种，其中，机械手图像识别算法、SLAM 导航算法、基于微型伺服的拨爪控制算法、外形检测智能算法等可以迁移至人形机器人行业，有向人形机器人拓展的逻辑路径。

● RaaS 打造全链条物流生态服务

公司创新商业模式，较早布局 RaaS (Robot as a Service，机器即服务) 代运营服务，解决仓储作业中海量订单、海量 SKU、订单时效性高且需大规模高效精准拆零拣选等痛点。该种合作模式下，客户仅提供仓库，由兰剑智能投资建设智能仓储物流自动化系统，并设立专业运营团队负责系统的仓储作业、运营和维护等，按照处理量和存储量与客户进行代运营操作服务费用结算。RaaS 代运营服务模式降低了客户初期的付费门槛，给客户更多选择，同时为公司带来可持续收入。

● 超级工厂进展顺利，突破产能瓶颈

德州的超级工厂进展顺利，目前超级未来工厂一期二期已投入使用，三期工程已落成。2023 年 5 月 5 日公司股东大会审议并通过了

《关于变更部分募集资金投资项目的议案》，此议案是对超级未来工厂的扩建，建设为期两年，继续扩大产能。超级工厂的投产将扩大公司生产场地，提升 AGV 搬运机器人、输送线、烟草分拣线、货架等自动化装备的组装生产能力，突破公司目前的产能瓶颈，可以更好的满足不同行业客户差异化产品需求，缩短供货时间，提高响应能力，支持公司承接更多项目。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 1.89、2.78、3.53 元，当前股价对应的 PE 分别为 19.55、13.28、10.45 倍。公司软硬件产品兼具，技术体系完备，多种 AI 算法加持，下游行业广泛，在手订单充足，募投项目突破产能瓶颈，公司于去年发布股权激励，彰显业绩信心，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

下游客户需求扩张不及预期；行业竞争加剧；政策推动存在波动性；产品研发不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 915 | 1262 | 1660 | 2139 |
| 增长率(%) | 51.59 | 37.83 | 31.56 | 28.87 |
| EBITDA（百万元） | 108.22 | 154.55 | 221.01 | 278.11 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 90.52 | 137.27 | 202.09 | 256.73 |
| 增长率(%) | 12.45 | 51.63 | 47.22 | 27.04 |
| EPS(元/股) | 1.25 | 1.89 | 2.78 | 3.53 |
| 市盈率(P/E) | 29.65 | 19.55 | 13.28 | 10.45 |
| 市净率(P/B) | 2.70 | 2.37 | 2.01 | 1.69 |
| EV/EBITDA | 21.26 | 17.01 | 10.52 | 8.61 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|------------|-------------|------------|------------|
| 利润表 | | | | | | | | | |
| 营业收入 | 915 | 1262 | 1660 | 2139 | 营业收入 | 51.6% | 37.8% | 31.6% | 28.9% |
| 营业成本 | 664 | 914 | 1198 | 1538 | 营业利润 | 10.8% | 56.8% | 45.3% | 27.0% |
| 税金及附加 | 7 | 9 | 12 | 15 | 归属于母公司净利润 | 12.4% | 51.6% | 47.2% | 27.0% |
| 销售费用 | 53 | 76 | 83 | 107 | 毛利率 | 27.5% | 27.6% | 27.8% | 28.1% |
| 管理费用 | 40 | 57 | 75 | 96 | 净利率 | 9.9% | 10.9% | 12.2% | 12.0% |
| 研发费用 | 75 | 101 | 116 | 150 | ROE | 9.1% | 12.1% | 15.1% | 16.1% |
| 财务费用 | -1 | -1 | -1 | -1 | ROIC | 8.8% | 11.6% | 14.5% | 15.5% |
| 资产减值损失 | -9 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 营业利润 | 96 | 150 | 218 | 277 | 资产负债率 | 34.5% | 39.7% | 45.3% | 42.7% |
| 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 2.11 | 1.95 | 1.82 | 1.98 |
| 营业外支出 | 2 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 利润总额 | 96 | 150 | 218 | 277 | 应收账款周转率 | 3.03 | 3.12 | 3.12 | 3.09 |
| 所得税 | 6 | 13 | 16 | 20 | 存货周转率 | 3.85 | 3.50 | 3.55 | 3.65 |
| 净利润 | 91 | 137 | 202 | 257 | 总资产周转率 | 0.62 | 0.74 | 0.77 | 0.82 |
| 归母净利润 | 91 | 137 | 202 | 257 | 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(元) | 1.25 | 1.89 | 2.78 | 3.53 | 每股收益 | 1.25 | 1.89 | 2.78 | 3.53 |
| 资产负债表 | | | | | | | | | |
| 货币资金 | 159 | 54 | 359 | 289 | 每股净资产 | 13.69 | 15.58 | 18.36 | 21.89 |
| 交易性金融资产 | 181 | 181 | 181 | 181 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 364 | 449 | 623 | 771 | PE | 29.65 | 19.55 | 13.28 | 10.45 |
| 预付款项 | 14 | 58 | 83 | 79 | PB | 2.70 | 2.37 | 2.01 | 1.69 |
| 存货 | 248 | 473 | 463 | 708 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 1055 | 1409 | 1962 | 2298 | 净利润 | 91 | 137 | 202 | 257 |
| 固定资产 | 260 | 262 | 266 | 270 | 折旧和摊销 | 15 | 11 | 12 | 12 |
| 在建工程 | 11 | 14 | 15 | 16 | 营运资本变动 | -206 | -236 | 107 | -321 |
| 无形资产 | 14 | 14 | 14 | 14 | 其他 | 7 | -6 | -8 | -11 |
| 非流动资产合计 | 464 | 470 | 475 | 480 | 经营活动现金流净额 | -93 | -94 | 313 | -63 |
| 资产总计 | 1519 | 1879 | 2437 | 2777 | 资本开支 | -40 | -17 | -17 | -17 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | 216 | 6 | 8 | 11 |
| 应付票据及应付账款 | 273 | 302 | 535 | 534 | 投资活动现金流净额 | 175 | -11 | -9 | -6 |
| 其他流动负债 | 227 | 421 | 544 | 629 | 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 500 | 723 | 1079 | 1163 | 债务融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 24 | 24 | 24 | 24 | 其他 | -25 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 24 | 24 | 24 | 24 | 筹资活动现金流净额 | -25 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 524 | 746 | 1103 | 1186 | 现金及现金等价物净增加额 | 58 | -105 | 304 | -69 |
| 股本 | 73 | 73 | 73 | 73 | | | | | |
| 资本公积 | 602 | 602 | 602 | 602 | | | | | |
| 未分配利润 | 284 | 401 | 573 | 791 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他 | 36 | 57 | 87 | 126 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 995 | 1132 | 1334 | 1591 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 1519 | 1879 | 2437 | 2777 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048