

# 银河电子 (002519)

## 智能机电领军企业, 有望受益于下游高景气 买入 (首次)

2023 年 09 月 26 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,311	1,442	1,655	1,853
同比	-8%	10%	15%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	196	231	266	298
同比	1264%	18%	15%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.17	0.21	0.24	0.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.30	26.50	23.03	20.54

关键词: #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

■ **电力电子和自动控制领域核心供应商, 智能机电强军赋能:** 银河电子为集新能源、人工智能、特种装备、智能网络设备等业务为一体的综合型企业集团。其中, 特种装备业务主要产品涵盖机电综合管理系统、特种军用高频开关电源、特种电机控制系统、车载供氧装置及其相关应用软件, 广泛运用于军工领域。截至 2023 年上半年, 智能机电产品业务营收占比 75.55%, 公司提前布局军品, 长期参与全军重点型号项目的预研、科研等, 研发水平和生产规模在同行业中居于领先地位, 下游客户稳定黏性大, 业绩具有强稳定性。

■ **“十四五”后期军工智能机电需求有望加速放量, 占据产业链核心环节充分享受行业扩张红利:** “十四五”纲要明确提出要加快武器装备现代化, 加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展, 改革开放以来, 我国国防支出 GDP 占比常年保持在 1.20%-1.35%之间, 军工电子作为国防重要一环国防费用支出将不断增加。随着我国国防和军队现代化建设持续推进, 新型装备加速列装, 公司产品需求旺盛。银河电子深耕智能机电领域, 占据产业链核心环节, 同各军兵种合作密切, 未来有望持续受益于军工行业高景气。

■ **技术研发为核心, 创新能力扩增量:** 子公司同智机电具备国家军工“四证”许可资质, 先后被评为国家火炬计划重点高新技术企业、安徽省创新型试点企业、安徽省软件企业、合肥市科技小巨人企业、合肥市知识产权示范企业。截至 2022 年, 同智机电共拥有各项专利 173 项, 其中发明专利 28 项。新型特种智能机电在研中, 在传统军用装备领域、装备保障领域及新兴军用装备领域均有所应用, 有助于增强特种智能机电业务的市场竞争力, 新产品有望在 2023 年实现持续批量, 扩大业务规模。

■ **盈利预测与投资评级:** 国家利益和安全需要具备先进的智能机电技术, 我国正处于国防信息化加速发展阶段, 智能机电需求预期强烈。此外, 银河电子深耕智能机电领域多年, 基于公司在行业内的领先地位, 有望受益于下游放量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.31/2.66/2.98 亿元, 对应 PE 分别为 27/23/21 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级

■ **风险提示:** 1) 特种装备审价风险; 2) 市场竞争风险; 3) 原材料价格波动和供应不足风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.44
一年最低/最高价	4.29/7.50
市净率(倍)	1.99
流通 A 股市值(百万元)	6,072.67
总市值(百万元)	6,127.78

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.74
资产负债率(% ,LF)	16.20
总股本(百万股)	1,126.43
流通 A 股(百万股)	1,116.30

### 相关研究

《银河电子(002519): 东吴证券-银河电子 (002519) 调研报告-机顶盒业务稳健增长, 布局新业务打开新空间》

2013-06-04

## 内容目录

<b>1. 专业化企业集团，军民多元融合发展</b>	<b>4</b>
1.1. 新能源、人工智能、智能机电业务领先企业	4
1.2. 专业历史悠久，业务规模持续壮大	4
1.3. 股权结构稳定，子公司助力公司发展	4
1.4. 产品类型丰富，军民协同发展	5
1.5. 2022 年归母净利润 1.96 亿元，盈利能力稳定	7
<b>2. 国防信息化重点领域，智能机电前景广阔</b>	<b>7</b>
2.1. 军工电子市场规模稳定增长，借助行业东风	8
2.2. 行业竞争环境日益激烈，公司优化自身优势	9
2.3. 行业产业链结构清晰，上下游稳定	9
2.4. 国防信息化加速发展，武器装备智能化前景广阔	11
<b>3. 超前布局军品优势明显，重视研发创新能力突出</b>	<b>12</b>
3.1. 超前布局军品，先发优势明显	12
3.2. 专注技术研发，创新能力突出	13
3.3. 智能武器装配需求提升，“十四五”后期有望加速放量	14
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>15</b>
4.1. 核心假设	15
4.2. 盈利预测	16
4.3. 估值与评级	16
<b>5. 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司股权结构合理（截至 2023 年 6 月 30 日）.....	5
图 3: 公司智能机电业务.....	6
图 4: 公司电动汽车智能充电机.....	6
图 5: 2022 年营收 13.11 亿元，同比下降 8% .....	7
图 6: 2022 年归母净利润 1.96 亿元，同比增长 1263.97% .....	7
图 7: 毛利率稳定在 35%左右 .....	7
图 8: 三费率整体呈下降趋势.....	7
图 9: 特种智能机器人.....	8
图 10: 智能供配电系统.....	8
图 11: 2020-2025 中国军工电子市场规模预测 .....	9
图 12: 机电综合管理系统产业链.....	10
图 13: 我国正处于国防信息化四阶段中第二阶段.....	11
图 14: 军工电子是国防信息化五大领域之一.....	11
图 15: 军事领域机械化、信息化、智能化产业发展趋势.....	12
图 16: 子公司同智机电车载机电管理系统助力军事车辆.....	13
图 17: 俄乌战争中美国空军 RQ-4B“全球鹰”无人机帮助乌克兰提升“数字战场感知和认知力”.....	15
图 18: 美军综合视觉增强系统帮助士兵增强战场数据短时处理能力以及战场态势感知能力... ..	15
表 1: 公司主要行业竞争对手.....	9
表 2: 公司前五大供应商情况（截至 2022 年）.....	11
表 3: 公司前五大客户情况（截至 2022 年）.....	11
表 4: 公司在研项目情况.....	13
表 5: 子公司同智机电以电气智能化控制技术研发为核心.....	14
表 6: 公司业务拆分（百万元）.....	16
表 7: 可比公司估值（截至 2023 年 9 月 24 日）.....	16

## 1. 专业化企业集团，军民多元融合发展

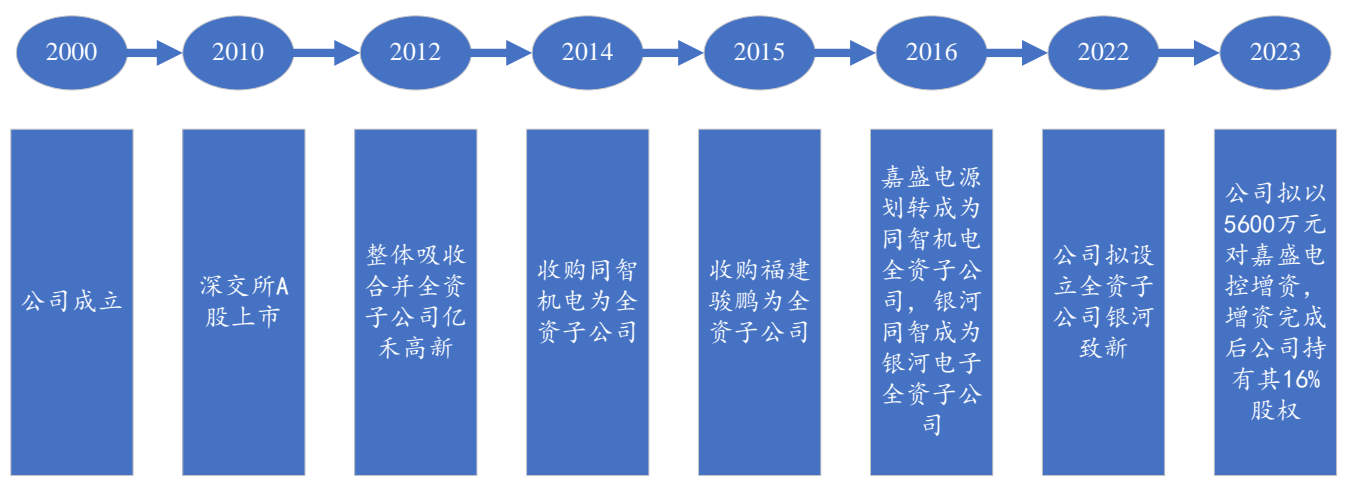
### 1.1. 新能源、人工智能、智能机电业务领先企业

银河电子是一家集新能源、人工智能、智能机电业务为主的专业化企业集团，主要产品涵盖新能源储能系统、精密结构件、机场无人驾驶智能巡视系统、行李自动搬运系统、微电网能源管理系统和智能特种装备以及 4K/8K 智能终端、光网络产品、智能网关产品。公司及下属子公司在张家港、南京、合肥等地设立了多个不同领域的研发中心，围绕新能源储能及微电网、特种装备智能机电控制系统、智能网关等多个领域，进行长期、系统的研发。

### 1.2. 专业历史悠久，业务规模持续壮大

公司成立于 2000 年，于 2010 年在深交所 A 股上市，2012 年整体吸收合并全资子公司亿禾高新，2014 年收购同智机电，2015 年收购福建骏鹏，于 2021 年拟设立全资子公司，2023 年对嘉盛电控增资，公司不断发展壮大，业务范围逐渐明晰。

图1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

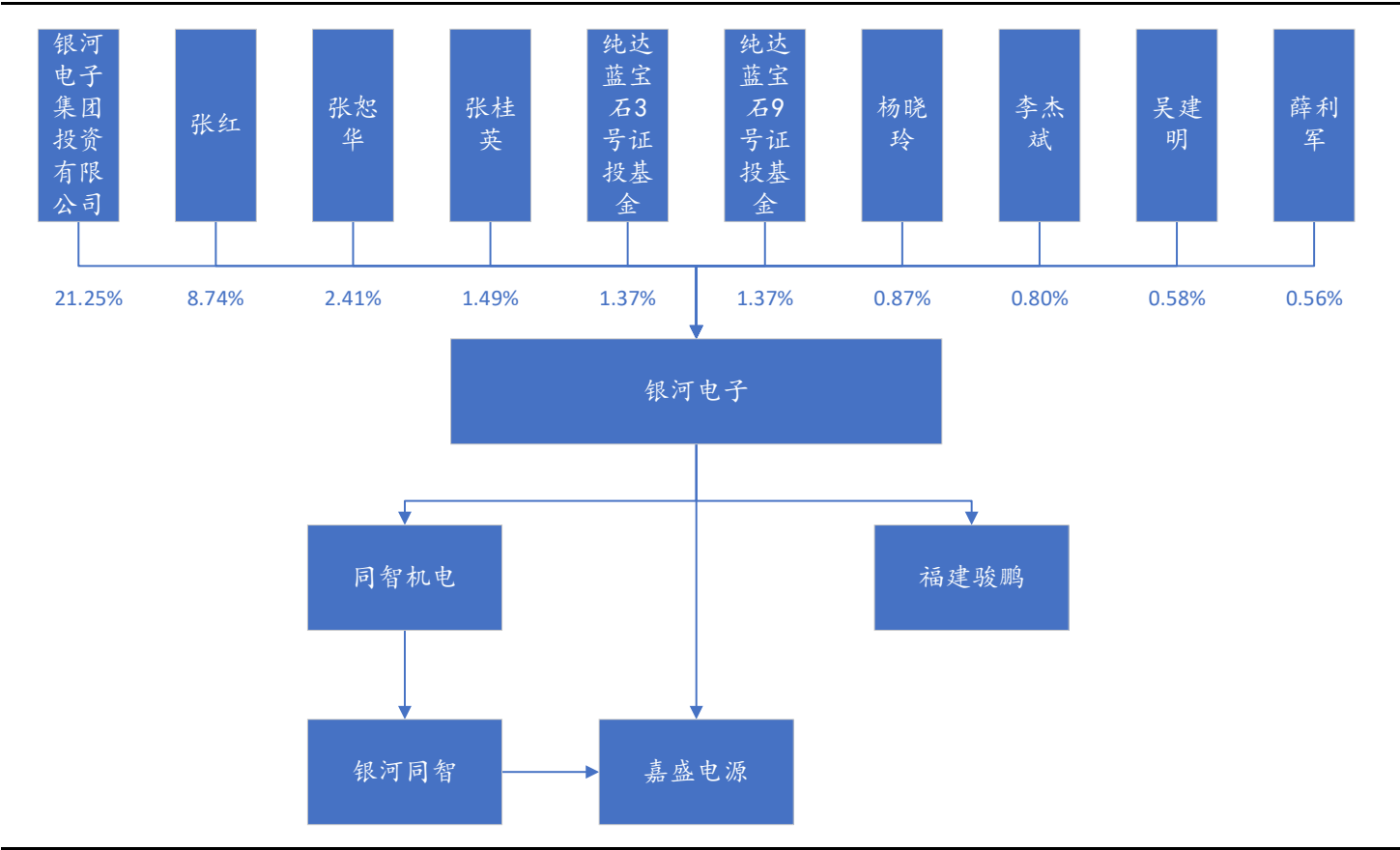
### 1.3. 股权结构稳定，子公司助力公司发展

公司为内资公司，截至 2023 年上半年，主要控股为银河电子集团投资有限公司（21.25%），其余主要控股人为张红（8.74%），为银河电子总经理及副董事长，拥有高级经济师背景，兼任多个公司董事长与经理，张恕华（2.41%），张桂英（1.49%），银河电子董事长吴建明（0.58%），公司不断完善治理结构，规范公司运作，加强信息披露管理和投资者关系管理，充分保障全体股东的合法权益同时公司推行员工持股计划。

公司主要子公司为合肥同智机电控制技术有限公司，主要从事技术保障类装备、智能供配电系统、综合电子信息系统、综合环境控制系统和保障类电源等业务，是国家重点发展企业。合肥同智深耕精密钣金加工、工业自动化设计领域，利用多年结构件制造

经验，自主研发了精密结构件的智能制造控制和集成技术，对公司总体营收贡献达到 10% 以上。

图2：公司股权结构合理（截至 2023 年 6 月 30 日）



数据来源：东方财富 Choice，东吴证券研究所

1.4. 产品类型丰富，军民协同发展

公司主要业务分为智能机电业务和新能源业务两大板块。公司智能机电业务主要包括智能特种装备业务和智能终端业务。智能特种装备业务主要是技术保障装备、智能供配电系统、综合电子信息系统、综合环境控制系统和保障类电源等产品的研发、生产、销售和服务。随着十四五期间装备放量以及军演强度提升，在全军加快武器装备现代化建设的大背景下，未来几年军工装备行业需求将持续增加，智能特种装备业务迎来发展机遇，整体行业处于上升期。

智能终端业务主要是智能家居产品的研发、生产、销售和服务，主要客户包括国内广电运营商、国内三大通信运营商，国外各大有线电视、卫星电视和互联网电视节目及网络运营商，与智能特种装备业务共同实现军民多元发展的协同业务格局。

公司及下属子公司在张家港、南京、合肥等地设立了多个不同领域的研发中心，围绕新能源储能及微电网、特种装备智能机电控制系统、智能网关等多个领域，进行长期、系统的研发。在空间格局上分配合理。



图3：公司智能机电业务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司新能源业务主要包括新能源轻量化精密结构件、储能及微电网业务。新能源轻量化精密结构件业务主要是为光伏、储能、新能源动力电池、安防等行业内的大客户配套各种精密结构件，现有产品涵盖光伏逆变类产品、储能系统类产品、新能源电动汽车动力电池箱、安防系统类产品等各类精密结构件。储能业务主要是基于 AI、大数据、云、IOT、5G 等新一代数字技术，构建一个全感知、全场景、全智能的数字化、智能化储能系统，为客户提供安全高效的工商业储能、户用储能及便携式储能系列产品。微电网业务主要是基于大数据与主动安全防御下的新一代网络化优化协调控制体系，围绕新能源微电网（群）能源管理、综合能源管控、配电系统智能运维以及电力市场交易等业务，为不同应用场景提供系列化产品和解决方案。

图4：公司电动汽车智能充电桩

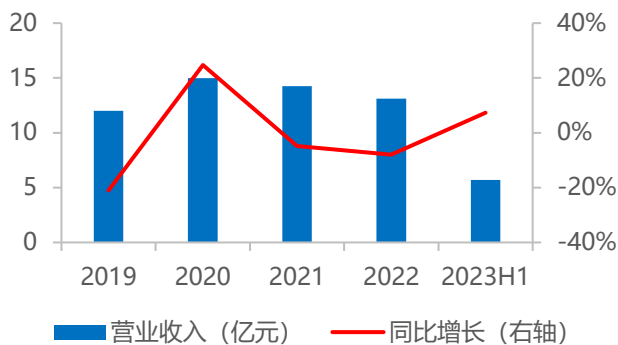


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.5. 2022 年归母净利润 1.96 亿元，盈利能力稳定

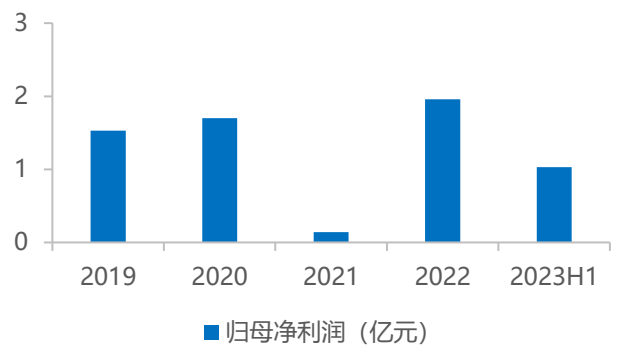
2019-2023 上半年公司营业收入整体稳定，2021 年度公司净利润大幅降低的主要原因是公司在 2021 年度出售福建骏鹏通信科技有限公司及福建骏鹏智能制造有限公司，当该出售资产事项产生投资损失 1.25 亿元。2022 年公司实现营收 13.11 亿元、归母净利润 1.96 亿元，经营情况良好。

图5：2022 年营收 13.11 亿元，同比下降 8%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

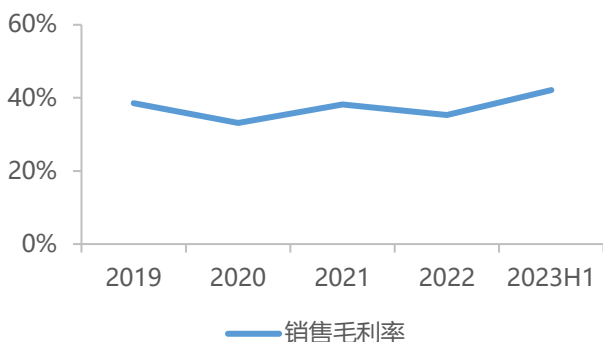
图6：2022 年归母净利润 1.96 亿元，同比增长 1263.97%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

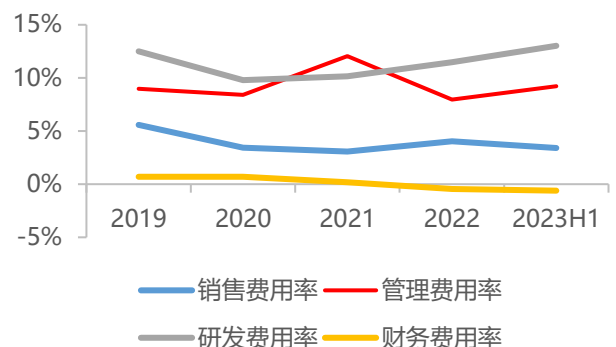
公司整体盈利能力向好，2019 至 2022 年毛利率稳定在 35%左右。期间四费率整体呈下降趋势，2023 年上半年四费率为 25.03%。

图7：毛利率稳定在 35%左右



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图8：三费率整体呈下降趋势



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 国防信息化重点领域，智能机电前景广阔

智能特种装备业务主要是技术保障装备、智能供配电系统、综合电子信息系统、综合环境控制系统和保障类电源等产品的研发、生产、销售和服务。智能供配电系统从发电、储能、电源变换、电源管理等角度为装备提供电气系统整体解决方案；综合电子信息系统对装备中各类设备数据进行采集、存储和管理，具有设备状态监测与控制、数据管理与分析、故障诊断与预测、辅助维修与远程运维管理等功能；综合环境控制系统具有温度、湿度、压力、空气净化和新风调节，高海拔环境下人员补氧，核生化探测、防

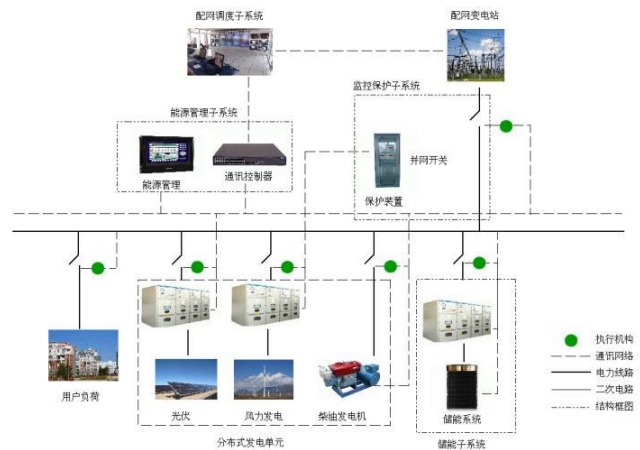
护等功能，用于高海拔、高寒、高热地区，为人员生命提供保障；保障类电源用于装备维修、保养、检测、训练和野战等领域，具有启动、充电、切割、氩弧焊、储能、交直流供电等功能。上述各分系统主要用于坦克、装甲车、自行火炮、指挥车、通信车、侦察车、技术保障、后勤等类型军用特种车辆。

图9：特种智能机器人



数据来源：特种装备网，东吴证券研究所

图10：智能供配电系统



数据来源：联科众能科技有限公司，东吴证券研究所

智能终端业务主要是智能家居产品的研发、生产、销售和服务，具体产品主要包括支持 4K/8K 超高清、IPTV/OTT，智能融合型网关、家庭多媒体中心的 DVB 有线数字、地面数字、卫星数字等机顶盒；面向智能接入网络终端产品包括：多功能智能网关、EPON/GPON、Cable Modem、WiFi 路由、EOC 等，主要客户包括国内广电运营商、国内三大通信运营商，国外各大有线电视、卫星电视和互联网电视节目及网络运营商。

## 2.1. 军工电子市场规模稳定增长，借助行业东风

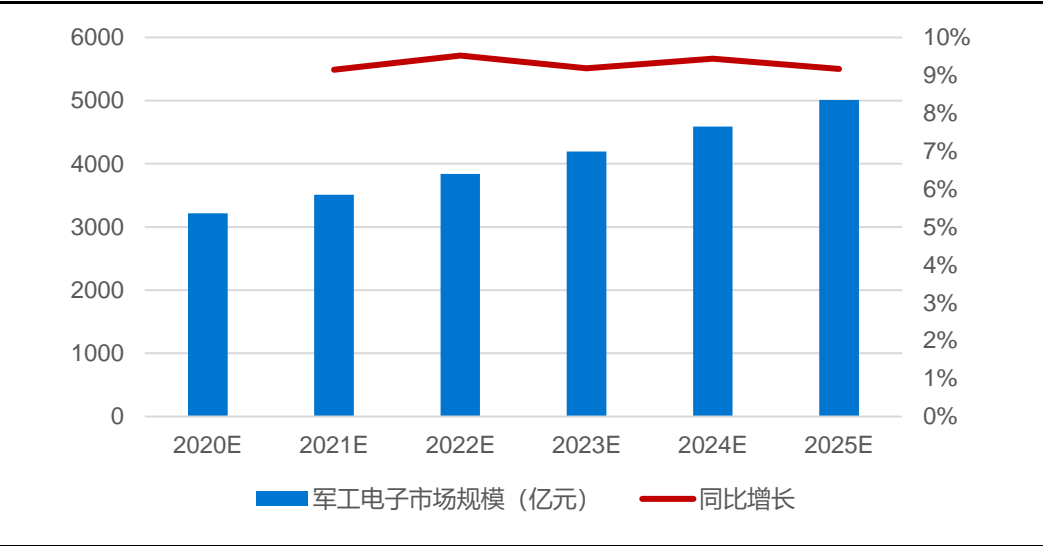
智能特种装备领域进入“十四五”以来，在军费稳定增长以及加强实战化训练的背景下，行业需求端有所保证，业务发展持续向好。2023 年 3 月 5 日，中国财政部发布 2023 年政府预算草案报告披露 2023 年国防预算约为 15537 亿元人民币，同比增长 7.2%，增幅比去年上调 0.1%，国防预算连续 8 年保持个位数增长。改革开放以来，我国国防支出每年保持在 1.2%-1.35% 之间，军工电子作为未来国防支出的重要一环国防费用支出将不断增加，根据前瞻产业研究院的测算，2025 年我国军工电子行业市场规模预计将达到 5012 亿元，2022-2025 年复合增长率将达 9.3%。

智能终端领域随着超高清生态逐步成熟，将带动行业应用和内容服务的发展，各大运营商也正在向着深入挖掘用户需求、提升服务竞争力的方向发展。特别是政企业务：分为集团专网、视频会议、视频监控、智慧医疗、智能家居、智慧教育、媒体服务类、政务和民生服务类。我国有线电视行业 4K 超高清机顶盒及网通类产品市场空间将进一步释放。从全球数字盒子产业的发展、创新、变革的视角，全球数字盒子行业在向着



智能化、多功能不断迭代中演进。

图11：2020-2025 中国军工电子市场规模预测



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

2.2. 行业竞争环境日益激烈，公司优化自身优势

行业竞争环境日益激烈，专业化差异化成相对优势。受到军民融合政策的影响，特种装备市场进入门槛逐步降低，特种装备业务面临的市场竞争环境也将日趋激烈。公司在智能机电行业主要的竞争对手是天银机电、四川九洲、国瑞科技、中航电测、汇川技术等。且行业内企业在主要产品方向、应用领域等方面各具差异，公司业务在特种智能机电细分领域具有专业化优势，拥有规模庞大的研发团队，面对竞争时具有一定优势。

公司优化自身优势。银河电子拥有同智机电、亿都智能等优秀子公司，截至 2023 年上半年，同智机电公司共拥有各项专利 166 项，其中发明专利 27 项，亿都智能共拥有授权专利总计 44 项，其中发明专利 3 项，彰显着公司在研发方面的优势。

表1：公司主要行业竞争对手

企业名称	主要产品及竞争优势
天银机电	提供起动机、吸气消音器、变频控制器等，是冰箱压缩机零配件细分领域龙头企业
四川九洲	以宽带网络设备、数字电视终端设备为主的高科技企业
国瑞科技	提供船舶低压配电产品系列、中压产品系列、电源产品系列、自动化及控制设备产品系列、舰船用开关产品系列,并为用户提供船舶电气成套系统集成解决方案与售后服务。
汇川技术	专注于工业自动化控制产品的研发、生产和销售，是国内工业自动化控制领域的佼佼者
中航电测	聚焦“智能测控”领域，业务涵盖航空军品、传感控制、智能交通、工业软件四大业务板块,是国内提供军民用智能测量和控制产品及系统解决方案的领先企业

数据来源：东方财富 Choice，东吴证券研究所

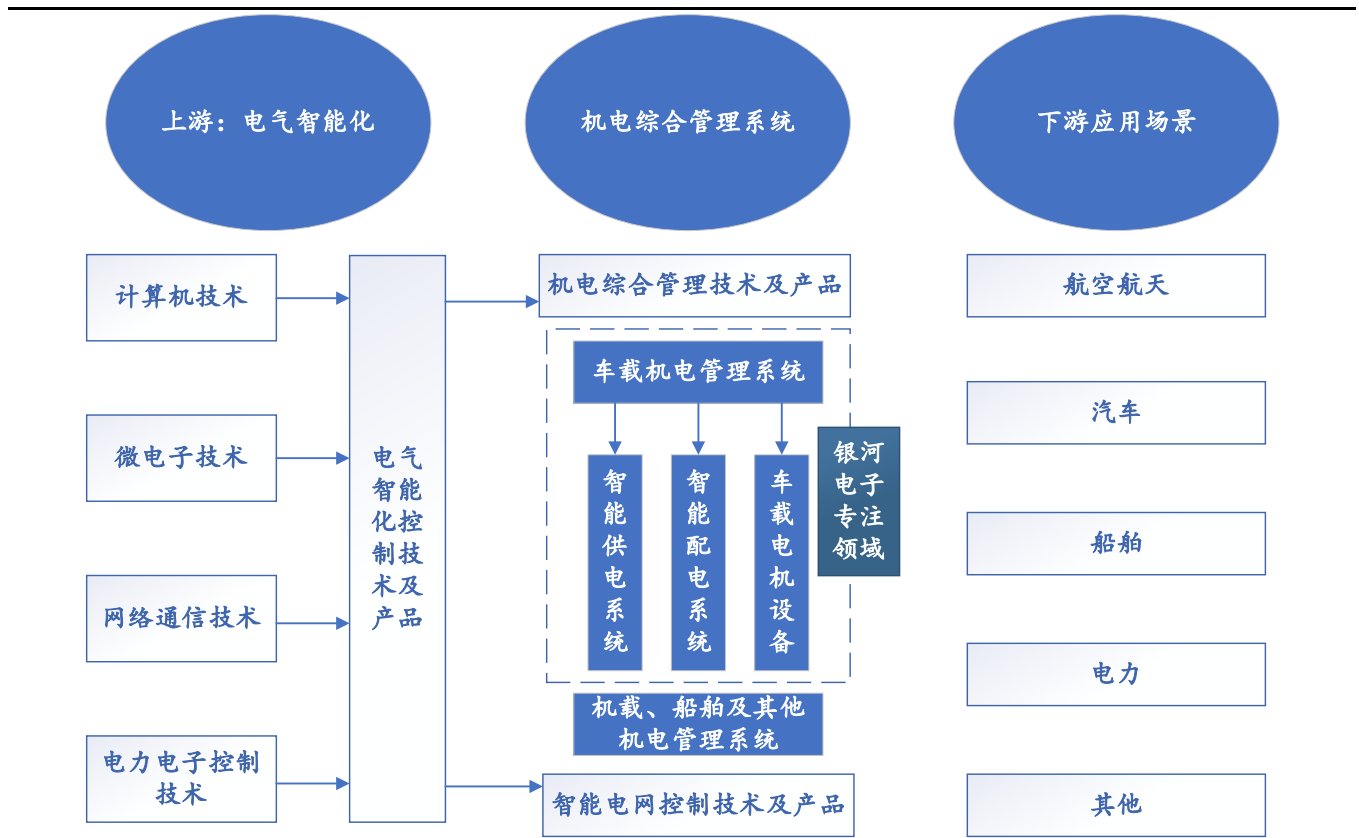
2.3. 行业产业链结构清晰，上下游稳定

机电综合管理系统上游为电气智能化领域，电气智能化控制技术是由计算机技术、微电子技术、电力电子控制技术以及网络通信技术等交叉、融合而成的综合性高新技术，其技术水平是国家工业现代化的重要标志。

机电综合管理系统下游应用场景广阔，主要包括五大领域：航空航天（战斗机、预警机、侦察机、民用客机、航天飞机和其他飞行器）、汽车（坦克、自行火炮、军用车辆、消防车、工程抢险车、新能源汽车和其他特种车）、船舶（军用舰艇、海洋勘察船、石油开发船、运输船）、电力（发电厂、变电站、电力传输、电网管理、微电网控制）、其他（各工业现场总线的线路保护监控）。

机电综合管理系统分为机电综合管理技术及产品、智能电网控制技术及产品两大领域。机电综合管理技术及产品按照不同应用场景分为机载机电管理系统、车载机电管理系统、船舶机电管理系统及其他设备管理。银河电子专注领域为车载机电管理系统，包括智能供电系统、智能配电系统以及车载电机设备。

图12：机电综合管理系统产业链



数据来源：银河电子公司公告、东吴证券研究所

**公司同供应商合作良好。**2022 年公司向前五大供应商采购占比加总为 18.74%，不存在向单个供应商采购占比超过 50%的情况，行业上游稳定，不存在技术垄断的情况。公司秉承诚实守信、公平公正的原则，在经济活动中充分尊重供应商合法权益，积极构建和发展与供应商互信合作关系，树立了良好的企业形象。

表2: 公司前五大供应商情况 (截至 2022 年)

	供应商名称	采购额(元)	占年度采购总额比例
1	供应商第一名	41,598,017.60	6.22%
2	供应商第二名	24,523,560.21	3.67%
3	供应商第三名	24,519,930.66	3.66%
4	供应商第四名	17,898,431.98	2.67%
5	供应商第五名	16,865,722.50	2.52%
	合计	125,405,662.95	18.74%

数据来源: 银河电子年报, 东吴证券研究所

公司客户粘性较高, 进入部队装备配套体系后订单稳定性较强。公司的主要客户包括各军兵种、军方科研院所、军工集团以及非军方客户。公司军工产品广泛应用于陆、海、空、火箭军、武警等大量主战装备和保障装备, 客户群体主要集中在军方和研究机构等。公司客户订单粘性较高, 军品进入部队装备配套体系后, 订单具有较强的计划性和稳定性。2022 年公司前五名客户合计销售金额超 4.3 亿元, 前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 33.13%。

表3: 公司前五大客户情况 (截至 2022 年)

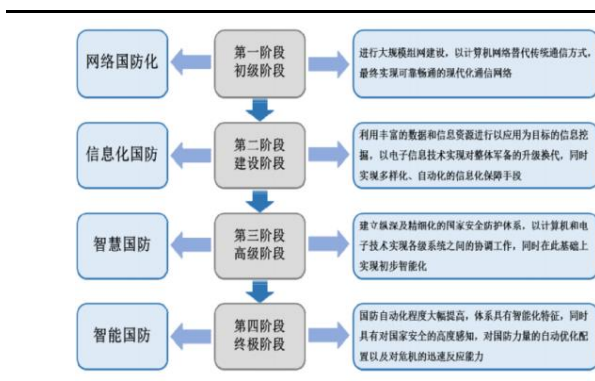
	客户名称	销售额(元)	占年度销售总额比例
1	客户第一名	166,703,988.53	12.72%
2	客户第二名	67,601,158.17	5.16%
3	客户第三名	66,195,840.74	5.05%
4	客户第四名	72,599,644.25	5.54%
5	客户第五名	61,117,980.66	4.66%
	合计	434,218,612.35	33.13%

数据来源: 银河电子年报, 东吴证券研究所

## 2.4. 国防信息化加速发展, 武器装备智能化前景广阔

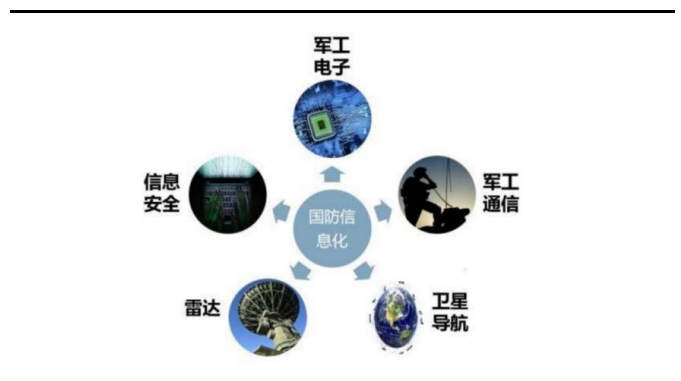
我国国防信息化处于加速发展期。国防信息化, 是为了适应现代信息化战争发展的需要而建设的国防体系, 目的在于实现军队的全面信息化, 提高军队的核心战斗力。

图13: 我国正处于国防信息化四阶段中第二阶段



数据来源: 上海瀚讯招股书, 东吴证券研究所

图14: 军工电子是国防信息化五大领域之一

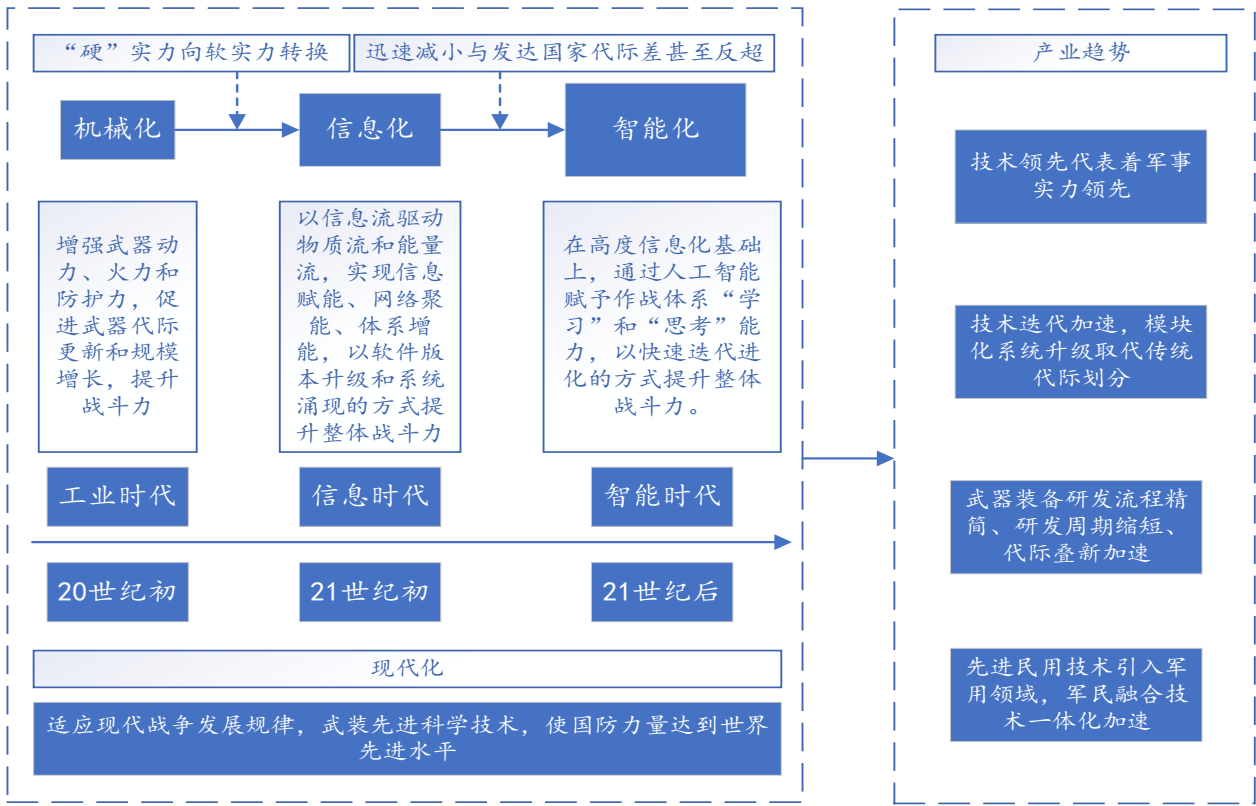


数据来源: 上海瀚讯招股书, 东吴证券研究所

国防信息化的发展可以分为网络化国防、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发展到第三阶段后期，并即将过渡到第四阶段。而我国刚刚迈入到第二阶段，国防信息化有待加速发展。

**军工电子快速发展，武器装备智能化深入推进。**《十四五规划和 2035 远景目标建议》要求加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备实现升级换代和智能化武器装备发展，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。军事武器装备及作战系统朝着智能化方向发展，技术迭代加速。推动军事体系智能化发展是迅速减小我国与发展国家军事实力代际差甚至反超的重要战略部署。

图15：军事领域机械化、信息化、智能化产业发展趋势



数据来源：东吴证券研究所绘制

目前国际政治经济格局不稳定，我国面临的安全形势复杂严峻，对武器装备的需求进一步提升，同时目标性、紧迫性更强。为了达成国防信息化、智能化等发展目标，伴随十四五期间装备放量以及军演强度提升，军品的消耗进一步加快。在全军加快武器装备现代化建设的大背景下，未来几年军工装备行业智能化迭新需求将持续增加。银河电子作为智能机电领域行业领军企业，极具竞争优势，有望充分享受行业发展红利。

3. 超前布局军品优势明显，重视研发创新能力突出

3.1. 超前布局军品，先发优势明显



**军工行业准入门槛高。**军工行业客户和产品的特殊性决定了行业较高的准入标准，相关产品研发周期长，技术要求高，同时产品需要历经客户长期检验才能打开市场。

**公司军品布局具有先发优势。**银河电子布局军品领域时间久，市场订单需求稳定发展，子公司同智机电多年一直参与全军的预研、科研等重点型号项目，研发水平和生产规模在同行业中居于领先地位，储备了较为丰富的军方定型项目，并不断拓展到新的型号装备，深受不同客户群体青睐。多年来，公司产品广泛应用于陆、海、空、火箭军、武警等大量主战装备和保障装备上，与各军兵种、军方科研院所、军工集团形成了长期稳定的合作，在智能机电控制领域积累了较强核心竞争力。

图16：子公司同智机电车载机电管理系统助力军事车辆



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 专注技术研发，创新能力突出

**公司重视行业核心技术研发。**子公司同智机电先后被评为国家火炬计划重点高新技术企业、安徽省创新型试点企业、安徽省软件企业、合肥市科技小巨人企业、合肥市知识产权示范企业。公司重视研发团队的建设培养，拥有“安徽省级博士后工作站”，“安徽省异步电机控制工程技术研究中心”，“安徽省特种车辆智能机电综合管理系统工程研究中心”等多个专业技术研发平台；同时与众多高等院校保持长期稳定的产学研合作关系以及技术交流合作，促进公司产品技术不断升级优化。

表4：公司在研项目情况

项目名称	项目目的	项目进展	项目目标	项目影响
特种智能机电业务	传统军用装备领域形成系列化产品和系统研发能力；装备保障领域拓展检测专业覆盖范围；技术保障装备领域完善综合保养车研制生产能力；新兴军用装备领	进行中	2023 年实现持续批量订单	有助于增强特种智能机电业务的市场竞争力，扩大业务规模



OCP 软件平台及 APP	域，为无人系统提供通用关键部件支撑。			
	为提高海外充电桩产品核心竞争力，降低公司在海外充电桩外购软件上的费用支出同时积累公司内部在海外充电桩市场上的服务经验以应对海外充电桩市场的长期发展	已完成前置机开发	2023 年完成后台、APP 软件产品开发	核心技术自主化，增加海外桩产品毛利率
海外小功率直流充电机项目	乘用车充电为主，满足 TUV 认证要求，满足欧标、美标、日标、国标两两任意组合	完成，交付小批认证中	下半年完成项目上线	扩大海外桩产品线，增加海外销售额
户储、便携式储能	满足海外客户多场景用电需求，满足相关认证要求，提升产品竞争力	进行中	2023 年实现批量订单	满足海外客户多重需求，海外销售额增加
PCS 电源项目预研	实现非隔离双向电源产品开发，并达到量产状态	进行中	开发完成非隔离双向 ACDC 技术平台	实现新技术平台开发，有利扩展公司技术平台；为公司储能产品开发提供技术平台

数据来源：银河电子年报，东吴证券研究所

**公司创新能力突出。**公司始终以“创新”作为企业发展的核心动力，密切关注和研究最新前沿技术，引进了一批包括博士、硕士在内的高技术人才，研发团队超 500 人。公司在苏州、南京、合肥等地建立起了专业的研发中心，并依托公司拥有的国家级博士后科研工作站、省级研究生工作站、省级企业技术中心、省级工程技术研究中心，成立专业团队进行新项目的预研开发，成为公司持续良性发展的有力保证。

表5: 子公司同智机电以电气智能化控制技术研发为核心

主要产品生产技术	技术水平
机电综合控制管理技术	国内领先
移动车载不间断电源逆变技术	国内领先
智能直流功率模块技术	国内领先
车载变压吸附制氧技术	国内领先
车载异步电机启动/发电技术	国内领先
大功率高频逆变开关技术	国内领先

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 智能武器装配需求提升，“十四五”后期有望加速放量

**现代战争智能化趋势明显。**人工智能技术在军事领域广泛应用，将分布在不同战场空间的作战单元融为一体，促使作战空间加速拓展、跨域联动，多维战场空间同时发力，多种作战能力同时聚焦，可达成全域精确聚能释能。

**智能化武器装备拓展物理域作战空间。**随着人工智能、大数据、自主控制、物联网等先进技术的发展及转化应用，武器装备的智能化程度越来越高，功能越来越强，应用范围越来越广，智能化作战战场由传统的陆、海、空等向临近空间、极地、深空、深海、地下等领域拓展。

图17: 俄乌战争中美国空军 RQ-4B “全球鹰”无人机帮助乌克兰提升“数字战场感知和认知力”



数据来源：光明军事，东吴证券研究所

图18: 美军综合视觉增强系统帮助士兵增强战场数据短时处理能力以及战场态势感知能力



数据来源：光明军事，东吴证券研究所

**“十四五”后期军工智能机电需求有望加速放量。**“十四五”纲要明确提出要加快武器装备现代化，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。随着我国国防和军队现代化建设持续推进，新型装备加速列装，公司产品需求旺盛。银河电子深耕智能机电领域，同各军兵种合作密切，未来有望持续受益于军工行业高景气。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 核心假设

银河电子深耕智能机电领域，积累了丰富的经验以及制造技术，具有较强行业影响力。其产品线也从最初的电视机顶盒，逐渐演进为以特种智能机电产品为主，再朝新能源方向拓展。

**智能机电产品：**军工电子是国防信息化关键组成部分，未来有望快速发展。现代战争中武器装备智能化深入推进，军事武器装备及作战系统朝着智能化方向发展，技术迭代加速，军工行业景气度高，未来智能武器及作战体系建设大势所趋，相关产品需求预期强烈，智能机电前景光明。银河电子深耕智能机电领域，未来有望受益于下游武器装备更新换代节奏。随着收购兼并与在研项目批产的持续推进，预计 2023 年起公司该项业务将获得稳步发展，预计 2023-2025 公司该业务增速分别为 10.00%、15.00%、12.00%，毛利率总体保持稳定，分别为 44.00%、42.50%、44.00%。

**机顶盒：**2022 年国家广播电视总局发布《关于进一步加快推进高清超高清电视发展的意见》，提出到 2025 年底，全国地级及以上电视台和有条件的县级电视台全面完成从

标清到高清转化，高清超高清电视接收终端将逐渐普及。随着超高清生态逐步成熟，将带动行业应用和内容服务的发展。公司期望不断丰富产品线来提高市场渗透率与占有率，多方位增强公司的业绩增长能力。预计 2023-2025 公司该业务增速分别为 10.00%、15.00%、12.00%，毛利率相对稳健，分别为 18.00%、20.00%、20.00%。

## 4.2. 盈利预测

表6：公司业务拆分（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
智能机电产品				
营收	1019.64	1121.60	1289.84	1444.63
同比增速	-0.53%	10.00%	15.00%	12.00%
毛利率	40.00%	44.00%	42.50%	44.00%
机顶盒				
营收	243.06	267.37	307.47	344.37
同比增速	8.53%	10.00%	15.00%	12.00%
毛利率	17.30%	18.00%	20.00%	20.00%
其他业务收入				
营收	47.96	52.76	58.03	63.83
同比增速	-72.70%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	26.15%	30.00%	30.00%	30.00%
合计				
营收	1310.66	1441.73	1655.35	1852.83
同比增速	-8.01%	10.00%	14.82%	11.93%
毛利率	35.28%	38.67%	37.88%	39.06%

数据来源：iFind，东吴证券研究所

## 4.3. 估值与评级

行业内的主要企业主要包括天银机电，四川九洲和国睿科技等，可将它们选作可比公司进行相对估值法测算。

表7：可比公司估值（截至 2023 年 9 月 24 日）

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300342	天银机电	47.77	0.08	0.57	0.97	1.58	610.80	83.82	49.26	30.24
000801	四川九洲	78.14	1.98	2.55	3.29	4.14	39.48	30.65	23.73	18.88
600562	国睿科技	187.52	5.49	6.78	8.46	10.61	34.14	27.66	22.17	17.68
	平均值						228.14	47.37	31.72	22.27
002519	银河电子	61.28	1.96	2.32	2.66	2.98	31.30	26.50	23.03	20.54

数据来源：天银机电，四川九洲和国睿科技数据来自 Wind 一致预期，银河电子数据来自东吴证券研究所测算

国家利益和安全需要具备先进的智能机电技术，我国正处于国防信息化加速发展阶

段，智能机电需求预期强烈。且我国长期实施军民融合战略，鼓励民营企业参与到军用产品的研发和应用中，推动了军用智能机电技术的发展。此外，银河电子深耕智能机电领域多年，基于公司在行业内的领先地位，有望受益于下游放量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.31/2.66/2.98 亿元，对应 PE 分别为 27/23/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**特种装备审价风险：**公司部分特种装备产品尚未进行全部审价，且军方对新产品的价格审定过程可能较长，最终审定价格与暂定价格的差异幅度具有不确定性，可能导致公司的经营业绩在价格差异调整年度内出现波动，如出现审定价格相对暂定价格向下调整的情况，公司的经营业绩将会出现下降。

**市场竞争风险：**特种装备行业：受到军民融合政策的影响，特种装备市场进入门槛逐步降低，公司特种装备业务面临的市场竞争环境也将日趋激烈，产品售价存在下降风险。民品行业：随着新能源行业以及储能领域投资力度加大及技术水平的不断发展，公司业务面临技术不断创新、价格持续下降及盈利模式等方面的压力，从而降低竞争力的风险。

**原材料价格波动和供应不足风险：**受俄乌冲突等影响，能源及大宗物料价格大幅上涨，产业链供应链不确定性因素不断增多，对公司供应链管理提出了更高的要求，如果公司不能及时做好供应链统筹安排，可能产生原材料供应波动较大的风险。针对原材料波动风险。



银河电子三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,711</b>	<b>2,625</b>	<b>2,479</b>	<b>2,506</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,311</b>	<b>1,442</b>	<b>1,655</b>	<b>1,853</b>
货币资金及交易性金融资产	1,275	1,099	595	607	营业成本(含金融类)	848	884	1,028	1,129
经营性应收款项	798	751	1,024	964	税金及附加	17	15	19	20
存货	606	751	824	908	销售费用	53	51	63	68
合同资产	0	0	0	0	管理费用	104	144	149	176
其他流动资产	32	24	36	26	研发费用	151	156	185	204
<b>非流动资产</b>	<b>921</b>	<b>1,269</b>	<b>1,635</b>	<b>2,108</b>	财务费用	(6)	(8)	(6)	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	34	36	41
固定资产及使用权资产	629	923	1,298	1,765	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	86	74	73	79	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	96	187	194	213	减值损失	(17)	0	0	0
商誉	100	75	60	41	资产处置收益	49	24	45	40
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>199</b>	<b>256</b>	<b>298</b>	<b>337</b>
其他非流动资产	8	8	8	8	营业外净收支	(1)	1	1	2
<b>资产总计</b>	<b>3,632</b>	<b>3,894</b>	<b>4,115</b>	<b>4,614</b>	<b>利润总额</b>	<b>199</b>	<b>257</b>	<b>299</b>	<b>339</b>
<b>流动负债</b>	<b>499</b>	<b>642</b>	<b>596</b>	<b>797</b>	减:所得税	3	26	33	41
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	7	7	7	<b>净利润</b>	<b>196</b>	<b>231</b>	<b>266</b>	<b>299</b>
经营性应付款项	328	468	399	585	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	18	28	27	33	<b>归属母公司净利润</b>	<b>196</b>	<b>231</b>	<b>266</b>	<b>298</b>
其他流动负债	145	140	163	172	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.17	0.21	0.24	0.26
非流动负债	31	31	31	31	EBIT	151	225	247	297
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	195	292	353	434
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.28	38.67	37.88	39.06
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.94	16.04	16.08	16.11
其他非流动负债	31	31	31	31	收入增长率(%)	(8.01)	10.00	14.82	11.93
<b>负债合计</b>	<b>530</b>	<b>674</b>	<b>628</b>	<b>828</b>	归母净利润增长率(%)	1,263.97	18.11	15.09	12.13
归属母公司股东权益	3,092	3,211	3,477	3,775					
少数股东权益	10	10	10	11					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,102</b>	<b>3,221</b>	<b>3,487</b>	<b>3,786</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,632</b>	<b>3,894</b>	<b>4,115</b>	<b>4,614</b>					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	129	328	(78)	580	每股净资产(元)	2.74	2.85	3.09	3.35
投资活动现金流	(74)	(361)	(386)	(517)	最新发行在外股份(百万股)	1,126	1,126	1,126	1,126
筹资活动现金流	0	(113)	0	0	ROIC(%)	4.94	6.38	6.55	7.18
现金净增加额	55	(146)	(464)	63	ROE-摊薄(%)	6.33	7.20	7.65	7.90
折旧和摊销	44	68	106	136	资产负债率(%)	14.60	17.30	15.26	17.95
资本开支	2	(391)	(426)	(567)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.30	26.50	23.03	20.54
营运资本变动	(80)	54	(405)	187	P/B(现价)	1.98	1.91	1.76	1.62

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>