

晟楠科技 (837006.BJ)
稀缺性航空器装备零部件供应商，四代机放量带动业务增长

2024年01月04日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）
赵昊（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

证书编号：S0790522080002

日期	2024/1/3
当前股价(元)	19.09
一年最高最低(元)	22.30/9.64
总市值(亿元)	17.24
流通市值(亿元)	5.50
总股本(亿股)	0.90
流通股本(亿股)	0.29
近3个月换手率(%)	509.24

北交所研究团队

● 进入新一代航空器装备零部件供应链，多数产品为唯一供应商具备稀缺性

晟楠科技主要从事航空装备制造、军用电源领域相关产品的研发、生产和销售。当前主要产品已进入我国**最新一代战斗机**及**最新一代通用战术直升机**供应链。军工行业销售较为稳定，公司为多数产品优质供应商，具备行业优势地位。我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为0.53/0.61/0.72亿元，对应EPS分别为0.59/0.67/0.80元/股，当前股价对应PE为32.5X/28.4X/23.8X。考虑到下游装备生产及未来衍生版本有望带来的业务增量，首次覆盖给予“增持”评级。

● 我国战斗机“质”“量”均需提升，四代机进入放量阶段拉动产品需求

我国最新一代战斗机为公司航空机械类产品的主要列装武器，该产品2022年创收1.03亿元，其中控制器产品收入6805.31万元，阻尼器收入1165.59万元。此外，公司减震器最终列装武器为我国某型无人机。航空器可按用途分为军用航空及民用航空，军用航空又可分为战斗机、攻击机、轰炸机、运输机及预警机，其中战斗机是用于夺取制空权的核心武器装备，战斗机在中国军用航空装备领域占据重要地位。我国第四代战斗机歼-20生产商成飞集团营业收入不断上涨，由2020年的422.44亿元增长至2021年的567.33亿元。或意味歼-20已进入放量阶段，随着后续衍生型号推出，有望持续拉动公司产品需求。

● 2022年全球军用电源市场规模646.72亿元，直-20扩展兼容性强应用前景广

综合电源类产品品种较多，代表性产品为变压整流器、静止变流器、继电器盒，主要用于我国最新一代战术通用直升机的航电系统。该产品2022年创收3287.98万元，其中变压整流器、继电器盒分别实现收入623.01万元、1969.91万元。根据智研瞻产业研究院数据，2022年全球军工电源行业市场规模达646.72亿元。预计2019-2025年全球军用电源市场规模CAGR为7.74%。军用直升机是陆军航空兵的主要作战装备，用于执行军事任务的直升机。直-20为我国最新一代10吨级战术通用直升机，扩展兼容性强，应用前景广泛，其产量提升可带动公司军用电源类产品需求。

● 风险提示：涉密信息泄露风险、市场需求波动风险、产品质量控制风险
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	111	139	163	194	228
YOY(%)	23.8	25.1	17.2	19.2	17.7
归母净利润(百万元)	25	47	53	61	72
YOY(%)	22.3	90.7	13.1	14.5	19.2
毛利率(%)	56.1	66.9	65.2	64.3	64.0
净利率(%)	22.2	33.8	32.6	31.3	31.7
ROE(%)	19.0	25.0	13.3	14.2	14.9
EPS(摊薄/元)	0.27	0.52	0.59	0.67	0.80
P/E(倍)	70.0	36.7	32.5	28.4	23.8
P/B(倍)	12.0	9.6	4.4	4.0	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 看点：优质供应商具备稀缺性，高壁垒打造市场竞争力	4
1.1、 看点一：近三年营收 CAGR 29%，盈利能力持续提升	4
1.2、 看点二：军工行业壁垒较高，稳定供应关系具备市场优势地位	6
1.3、 看点三：核心研发团队经验丰富，超过 19 项在研项目支撑发展前景	8
1.4、 看点四：武器装备进入换代关键期，国防预算增速连续两年超 7%	11
2、 航空机械产品：四代机进入放量阶段，航空机械产品	13
2.1、 产品情况：主要用于我国最新一代战斗机，2022 年创收 1.03 亿元	13
2.2、 终端装备：按照美式标准可分为四代，衍生型号有望持续带动需求	15
2.3、 竞争格局：毛利率水平高于行业可比公司	18
3、 军用电源类产品：2022 年全球市场规模 646.72 亿元	20
3.1、 产品情况：主要用于我国最新一代战术通用直升机	20
3.2、 军用电源行业：预计 2019-2025 年全球市场规模 CAGR7.74%	21
3.3、 直升机行业：陆军航空兵的主要作战装备，直 20 应用前景广泛	22
4、 盈利预测与估值对比	24
5、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 航空控制减速器、阻尼器等用于最新一代战斗机	4
图 2： 继电器及变压整流器用于最新一代战术直升机	4
图 3： 叶学俊、叶楠、苏梅为实际控制人	4
图 4： 公司营收规模持续上涨	5
图 5： 2022 年航空机械产品实现收入 1.03 亿元	5
图 6： 毛利率较高，且整体稳步上升	5
图 7： 2022 年结构变化带动航空机械类产品毛利率增长	5
图 8： 2022 年各项费用率同比基本持平	6
图 9： 2022 年实现归母净利润 4696.36 万元（+90.67%）	6
图 10： 2022 年实现净利率 32.82%	6
图 11： 公司研发投入不断加大（万元）	9
图 12： 我国国防开支预算持续增长	12
图 13： 2021 年我国国防开支 GDP 占比为 1.74%	12
图 14： F-22 G250 系统工作示意图	15
图 15： F-35 G230 系统工作示意图	15
图 16： 2022 年航空器械类产品创收 1.03 亿元（万元）	15
图 17： 控制器产品收入占比整体呈下降趋势	15
图 18： 战斗机在中国军用航空装备领域占据重要地位	16
图 19： 歼-20 为我国新型第四代战机	17
图 20： F-35 为当前美国主力四代机机种之一	17
图 21： 2021 年成飞集团实现收入 567.33 亿元	17
图 22： 2021 年成飞集团总资产达 1511.77 亿元	17
图 23： 成飞集团“十三五”实现收入 1352.8 亿元	17
图 24： 成飞集团“十三五”实现利润 49.86 亿元	17

图 25: 歼-20 双座版 2022 年 10 月于央视首次亮相.....	18
图 26: 央视播出歼-20 控制 3 架无人机的 CG 画面.....	18
图 27: 公司营收与可比公司相比较低 (万元).....	19
图 28: 2022 年公司毛利率与可比公司相比较高.....	19
图 29: 2022 年军用电源类产品创收 3287.98 万元 (单位: 万元).....	21
图 30: 2022 年全球军工电源行业市场规模达 646.72 亿元.....	22
图 31: 预计 2025 年全球军用电源市场规模 156.5 亿美元.....	22
图 32: 预计 2025 年智能电源模块市场规模 27 亿美元.....	22
图 33: 直 20 为我国最新一代 10 吨级战术通用直升机.....	23
表 1: 以航空减速控制器产品为例, 军品新产品需深度参与研发到批发的多个阶段.....	7
表 2: 客户集中度较高, 2021 年前五大客户收入占比 92.86%.....	7
表 3: 核心技术人员研发经验丰富.....	9
表 4: 与哈工大在军用微特电机领域展开合作.....	10
表 5: 超过 19 项的在研项目, 产品矩阵不断拓展.....	10
表 6: 多项政策意见推动我国国防军工发展.....	11
表 7: 航空机械类产品最终列装于我国新一代战斗机及无人机装备.....	13
表 8: APU 被应用于第三代、三代半及第四代战斗机.....	14
表 9: 战斗机按照传统美式标准可分为四代.....	16
表 10: 主要可比公司为广联航空、迈信林、爱乐达、北摩高科.....	18
表 11: 综合电源类产品主要用于我国最新一代战术通用直升机等装备.....	20
表 12: 军用直升机可分为武装、运输、战场勤务三种类型.....	22
表 13: 可比公司 PE (2023E) 均值为 32X.....	24

1、看点：优质供应商具备稀缺性，高壁垒打造市场竞争力

1.1、看点一：近三年营收 CAGR 29%，盈利能力持续提升

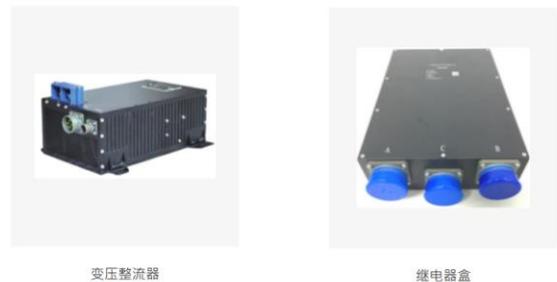
晟楠科技主要从事航空装备制造、军用电源领域相关产品的研发、生产和销售。主要产品包括航空减速控制器、航空阻尼器等航空机械类产品以及变压整流器、继电器盒等综合电源类等，主要应用于军用航空等国防军工领域。目前公司已获取生产军品所需的所有资质，经过多年的发展，与多家军工企业建立了长期的合作关系，已在航空机械以及综合电源的军工配套产品领域积累了丰富的行业经验。

当前公司主要产品进入我国最新一代装备供应链体系，其中航空减速控制器、管路连接器和航空阻尼器进入我国最新一代战斗机供应链体系，同时继电器以及变压整流器进入最新一代战术直升机供应链体系。

图1：航空控制减速器、阻尼器等用于最新一代战斗机



图2：继电器及变压整流器用于最新一代战术直升机

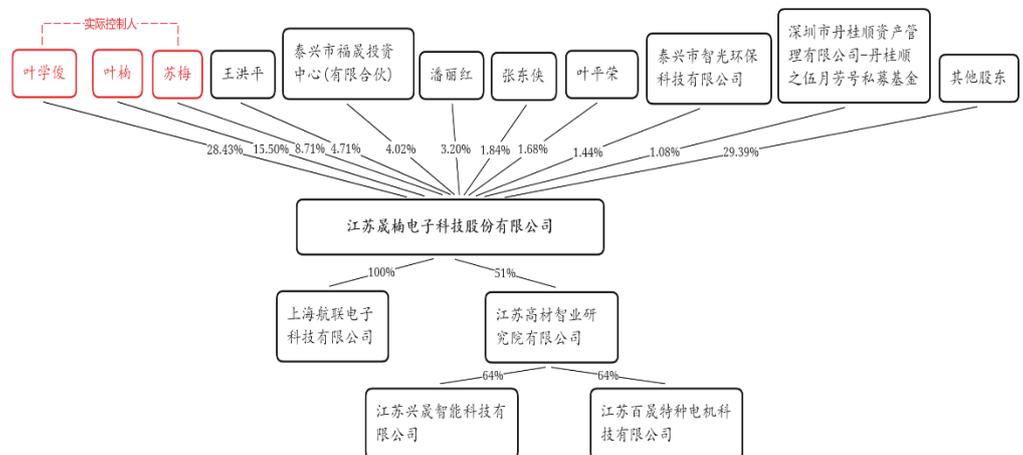


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

叶学俊、苏梅、叶楠三人为实际控制人。截至 2023 年三季报，叶学俊直接持有公司 28.43% 的股份，为公司控股股东。叶学俊、苏梅、叶楠三人为一致行动人，合计直接持有公司 52.64% 的股份。当前公司拥有两家全资或控股子公司，分别为上海航联电子及江苏高材智业研究院。

图3：叶学俊、叶楠、苏梅为实际控制人



数据来源：公司三季报、开源证券研究所

航空机械产品收入受四代机生产放量影响实现较大增长。公司营收规模持续增长，2022 年实现收入 1.39 亿元 (+25.12%)，2019-2022 年营收 CAGR 达 29%。分产品来看，2020 年后航空机械产品收入实现较大增长，2022 年实现收入 10,295.44 万元 (+82.5%)，主要受我国存量战机进入升级换代高潮，四代机开始放量生产带动航空减速控制器及航空阻尼器等产品收入增长影响所致。综合电源产品收入整体呈现波动上升趋势，主要受下游客户整机采购需求的影响，2022 年实现收入 3287.98 万元 (-29.49%)。

图4：公司营收规模持续上涨

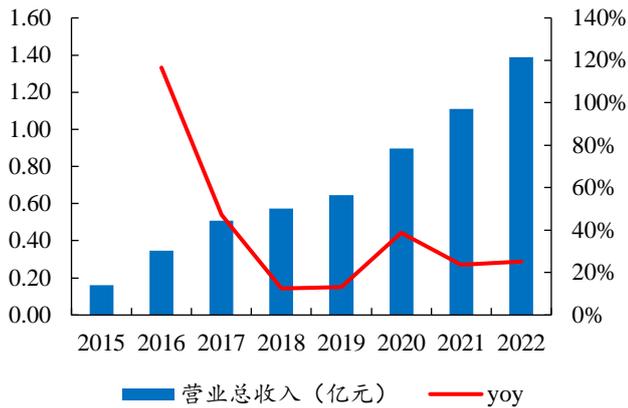
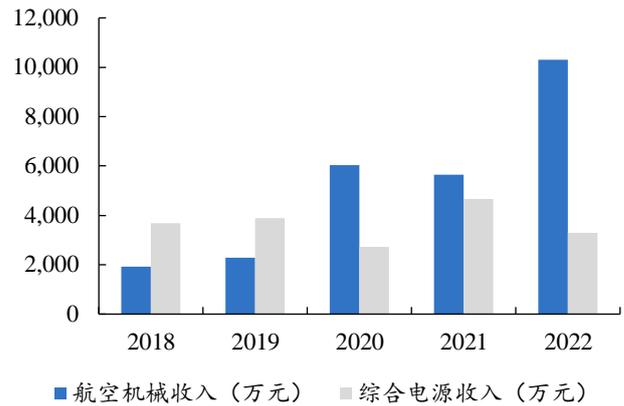


图5：2022 年航空机械产品实现收入 1.03 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

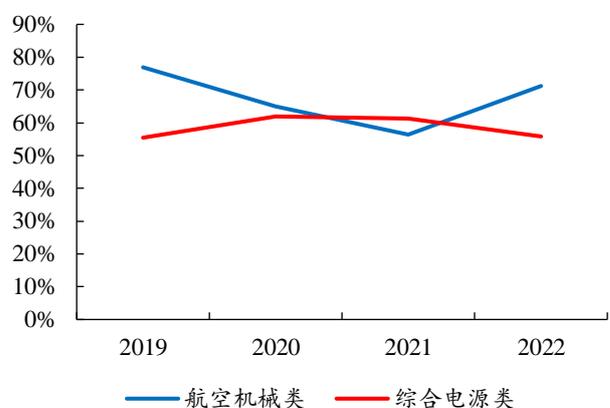
数据来源：Wind、开源证券研究所

产品销售结构变化带动整体毛利率增长。公司整体毛利率水平较高，2020、2021、2022 年毛利率分别为 63.01%、56.12%、66.90%。分产品来看，航空机械类产品 2020 年毛利率为 64.99%，较 2019 年有所下降，主要由于航空减速控制器因销售量大幅增加进行了较多的外协加工采购及毛利率低产品收入占比提升所致，2021 年由于航空减速控制器和航空阻尼器暂定价格下调，毛利率进一步下降至 56.39%，2022 年航空减速控制器及航空阻尼器等高毛利产品占比增加，带动航空机械类产品毛利率增长至 71.21%。综合电源类毛利率变化相对平稳，2022 年受继电器盒等高毛利产品占比下降影响毛利率略有下降，达 55.74%。

图6：毛利率较高，且整体稳步上升



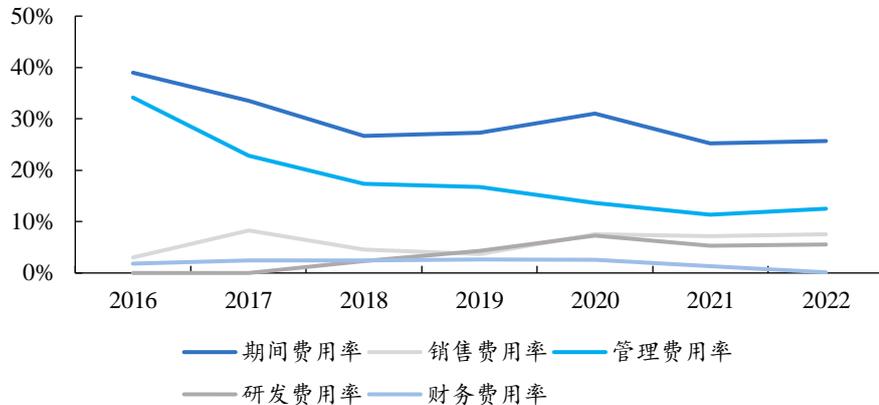
图7：2022 年结构变化带动航空机械类产品毛利率增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

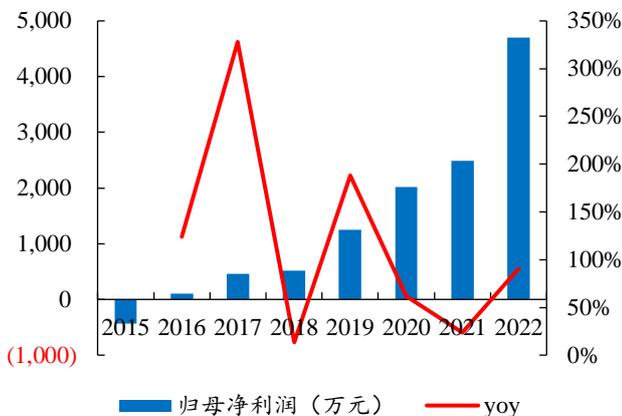
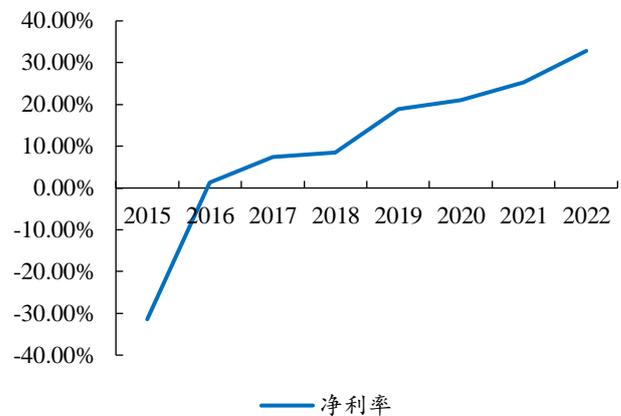
数据来源：Wind、开源证券研究所

长期来看,公司各项费用率自2016年来受营收规模扩大影响呈现下降态势。2021年销售、管理、研发、财务费用率分别为7.22%、11.34%、5.29%、1.38%,2022年上述费用率分别为7.56%、12.45%、5.51%、0.13%,与2021年相比变化不大。

图8: 2022年各项费用率同比基本持平


数据来源: Wind、开源证券研究所

2022年归母净利润较大幅度增长,净利率持续提升。2022年公司实现归母净利润4696.36万元(+90.67%),维持增长趋势。公司净利率持续提升,2020、2021、2022年净利率分别为21.04%、25.3%、32.82%。

图9: 2022年实现归母净利润4696.36万元(+90.67%)

图10: 2022年实现净利率32.82%


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、看点二: 军工行业壁垒较高, 稳定供应关系具备市场优势地位

军工行业存在资质壁垒, 公司相关资质齐全。根据《武器装备科研生产单位保密资格认定办法》《武器装备质量管理条例》等相关法规, 从事军品的加工生产需要事先取得相关认证和资质。行业外的其他企业要进入本行业需要满足相关法规对其产品质量、技术积累、保密制度、公司治理等方面的要求。公司与子公司上海航联均已取得《武器装备科研生产单位三级保密资格证书》、《武器装备科研生产许可证》、《装备承制单位资格证书》、《国军标质量管理体系认证证书》, 相关资质齐全。

军工产品市场开拓壁垒较高。一般来说，军工新产品开发需要配套厂商从研发阶段介入，深度参与新产品从研发到批发的多个阶段才能获得配套供应资格，新企业进入市场的时间、人力及自己投入较高，很难参与已定型型号军用装备的生产。

表1：以航空减速控制器产品为例，军品新产品需深度参与研发到批发的多个阶段

序号	业务流程节点	具体时间点安排
1	需求发布	2014年11月公司与中航工业A1单位签订航空减速控制器组件研制协议，双方共同开展航空减速控制器的研制任务。
2	研发阶段	2014年11月，公司航空减速控制器技术方案通过评审会转入工程研制的试样研制阶段。2014年11月至2016年2月，公司完成首台试样生产交付及对应性能试验和系统联试，并通过了随飞机首飞评审，该产品转入设计定型阶段。
3	设计定型	2016年3月至2018年11月，航空减速控制器通过设计鉴定地面试验，并经鉴定审查会质询和讨论通过鉴定审查。
4	定价	2015年10月，公司结合成本、可比产品价格等因素向军方审价组提供初始报价，在此基础上经双方协商后首次确定暂定价格，最终价格按照军方批复价格多退少补。2021年5月，双方基于采购批量、产品成本及资金压力等因素经协商首次调整暂定价格。
5	付款	客户通常在发货后一周以内进行验收，发货后两个月内公司与客户进行对账并开具发票，按照合同约定的付款比例进行结算，信用期限通常为收到发票并入账后的一年内。

资料来源：公司第一轮问询回复、开源证券研究所

军工行业销售稳定性强，生产企业往往具备市场优势地位。由于军品采购的特点，一旦某种产品纳入军方的《合格供应商名录》，就融入了其装备采购体系，客户一般不会轻易更换该类产品，并在其后续的产品升级、技术改进和备件采购中对供应商存在一定的技术路径依赖，因此该产品的生产企业一般可在较长期间内保持优势地位。公司为大部分产品的唯一承制商，在同款产品配套服务过程中，除非发生重大质量事故，被替换或出现新进直接竞争者的可能性小。

主要服务国内大型军工集团，前五大客户收入占比超过90%。公司主要客户包括以中航工业、航天科工为代表的国内大型军工集团、军队所属单位以及其他军工企业。2020年、2021年前五大客户销售额占比分别为94.62%、92.86%。中航工业作为我军航空设备的骨干集团与公司主营业务匹配性高，2020年销售额占比分别为79.8%、68.69%。

表2：客户集中度较高，2021年前五大客户收入占比92.86%

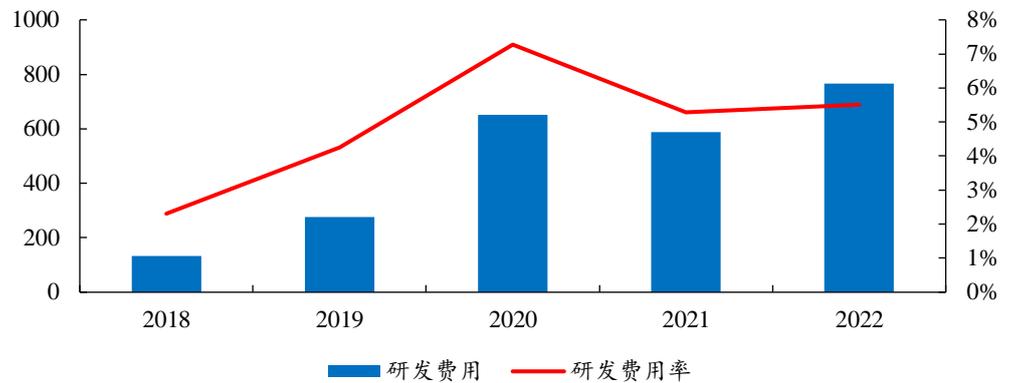
序号	集团	客户	销售金额(元)	销售额占比
2021年度				
1	中航工业	中航工业 A1 单位	43,099,689.92	68.69%
		中航工业 A2 单位	27,362,831.22	
		中航工业 A9 单位	2,051,327.44	
		中航工业 A5 单位	1,129,737.86	
		中航工业 A13 单位	796,460.18	
		中航工业 A4 单位	778,761.10	

		中航工业 A15 单位	637,168.14	
		中航工业 A6 单位	147,787.61	
		中航工业 A14 单位	106,194.69	
		中航工业 A7 单位	106,132.08	
		中航工业 A3 单位	44,247.79	
2	航天科工	航天科工 C2 单位	11,680,281.42	
		航天科工 C4 单位	1,652,081.42	12.03%
		航天科工 C6 单位	20,368.14	
3	客户 G	客户 G	6,578,166.51	5.92%
4	航天科技	航天科技 E2 单位	3,190,562.83	
		航天科技 E3 单位	1,566,390.70	4.31%
		航天科技 E4 单位	27,199.08	
5	客户 K	客户 K	2,123,893.81	1.91%
		合计	103,099,281.94	92.86%
2020 年度				
		中航工业 A1 单位	49,548,672.57	
		中航工业 A2 单位	19,628,318.53	
		中航工业 A5 单位	950,265.49	
1	中航工业	中航工业 A9 单位	924,778.77	79.80%
		中航工业 A4 单位	389,380.55	
		中航工业 A6 单位	59,107.08	
		中航工业 A7 单位	42,452.83	
2	航天科工	航天科工 C2 单位	5,784,073.20	
		航天科工 C4 单位	958,286.72	7.53%
		航天科工 C1 单位	8,761.06	
		航天科工 C6 单位	2,909.73	
3	客户 F	客户 F	3,453,752.24	3.85%
4	中国兵器	中兵航联科技股份有限公司	1,864,037.81	2.49%
		中国兵器 B2 单位	364,233.63	
5	客户 U	客户 U	852,732.77	0.95%
		合计	84,831,762.98	94.62%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

1.3、看点三：核心研发团队经验丰富，超过 19 项在研项目支撑发展前景

研发投入整体呈现增长态势。整体来看公司研发投入呈现增长态势，2018 年研发费用为 131.89 万元，研发费用率为 2.31%；2022 年研发费用达 764.88 万元，研发费用率达 5.51%。截至 2023 年 4 月 13 日，公司拥有 1 个高新技术产品，拥有专利技术 48 项，其中发明专利 5 项，实用新型专利 39 项，外观设计专利 4 项。

图11: 公司研发投入不断加大 (万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

核心技术人员军品研发经验丰富。公司三位核心技术人员吴国庆、杨宏乔、刘斌均参与过多个型号产品的研发，具有丰富的军品研发经验，从业时间近十年或十年以上，能够紧贴军品“批产一代、研制一代、预研一代、探索一代”的产研模式，奠定公司的技术基础。

表3: 核心技术人员研发经验丰富

核心技术人员	专业资质	背景和相关工作经验
吴国庆	机械工程师职业资格、高级工程师专业职称	2010年加入公司，任职以来，先后主管过 10种型号的飞机和2种型号导弹车配套的产品 研发。其主持、领导公司的技术创新、设计开发、新产品试制等工作，为技术带头人
杨宏乔	机械工程师职业资格、中级工程师专业职称	2013年加入公司，具有9年军品设计研发经验。任设计部副部长，负责主持 某型飞机辅助动力系统用航空减速控制器、管路连接器、某型导弹装填车取力电机齿轮箱 的研制工作。主要负责航空机械类产品的研制和管理
刘斌	机械工程师职业资格、中级工程师专业职称	2009年加入公司，具有13年的军品设计研发经验。任设计部部长，任职以来，先后负责主持 静止变流器、继电器盒、某配套方舱系统、航空座椅、供电系统 等项目的研制工作

资料来源: 公司招股书、问询函回复、开源证券研究所

研究团队三箭齐发，向不同方向攻关开发。公司设有三个设计攻关小组，每小组有10名左右的设计人员。其中第一设计小组主要从事综合电源系列产品的设计开发工作；第二设计小组主要从事以电源模块为主的混合集成电路系列产品的设计开发工作；第三设计小组主要从事机械传动、减速装置系列产品。

与南京航空航天大学及哈尔滨工业大学进行产学研技术合作。在合作研发方面，公司与哈尔滨工业大学合作成立了博士后工作站，在高端军用微特电机等领域展开合作；与南京航空航天大学自动化学院签订了项目合作协议书，以产学研模式开展合作。

表4：与哈工大在军用微特电机领域展开合作

合作单位	合作内容	权利义务	履行情况
哈尔滨工业大学微特电机与控制研究所	1、在公司的研发中心设立哈工大博士工作站。 2、双方根据军工市场的需求开展高端军用微特电机技术新产品的研发设计及生产工作。 3、在研发中心甲方所在地建立哈工大研究生实习基地，为哈工大研究生的教育工作提供实践平台。 4、公共服务。为支持泰兴市地方科技创新及特种装备工作，以共建公共服务平台为载体，以项目合作为依托，建立长期稳定的科技合作关系，为泰兴市地方科技创新及特种装备工作做出新的贡献。	在产品研发过程中所产生的知识产权归研发中心所有，未经双方同意，任何一方不得向第三人转让。具体转让相关事宜另行商议。	正在履行

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

在研项目数量较多。截止 2022 年 12 月 31 日，公司超过 19 项的在研项目，包括航空阻尼器、航空减速控制器、燃油管路连接器、伺服电机等。有望进一步丰富公司产品矩阵，为未来业绩增长提供支撑。

表5：超过 19 项的在研项目，产品矩阵不断拓展

项目名称	所处阶段	研发人员投入(人)	预计投入(万元)	拟达到的目标
1 某型电气设备	设计鉴定阶段	8	60.00	具备给地面控制站环控路(含照明、空调等)和设备路供电功能
2 某型航空阻尼器(国产化替代)	设计鉴定阶段	4	32.80	完成组合动力装置的所有载荷、振动、热膨胀的要求
3 某型电源管理单元	正样阶段	8	45.00	完成控制站对电源管理单元的使用要求
4 某型伺服电机	正样阶段	5	112.00	实现特定要求下机电能量转换
5 某型伺服电机	正样阶段	5	112.00	实现特定要求下机电能量转换
6 某型电源模块	正样阶段	5	22.00	一种高压三相桥电路模块
7 某型配电箱	正样阶段	3	20.00	完成显示系统、通讯系统等用电设备的直流供电保护及控制
8 某型配电箱	正样阶段	3	14.00	用电设备上电控制和直流供电保护
9 某型航空减速控制器	设计鉴定阶段	5	55.00	某动力系统开关装置
10 某型燃油管路连接器	方案阶段	5	35.00	满足气密要求的装置
11 某型配电箱	正样阶段	5	22.00	满足一种供电设备的使用要求
12 某型静止变流器	方案阶段	5	20.00	满足三相逆变电源的使

项目名称	所处阶段	研发人员投入(人)	预计投入(万元)	拟达到的目标要求	
13	某型静止变流器	方案阶段	5	21.00	一种大功率逆变电源转换设备
14	某型电源模块	设计鉴定阶段	5	8.50	实现交流功率因数校正
15	某型设备的电缆总成	方案阶段	5	11.00	完成各设备之间的电信号连接
16	某型继电器盒	设计鉴定阶段	5	80.00	满足某型飞行器的电源逻辑控制需求
17	某型机柜与线缆总成	正样阶段	5	20.00	满足所配套某型方舱的系统集成
18	某型机飞控液压系统综合试验台架	正样阶段	8	80.00	满足模拟飞机的工作状态的要求
19	某型减振器	方案阶段	2	7.00	能够对某型航空器起到减震保护作用
20	其他			123.00	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.4、看点四：武器装备进入换代关键期，国防预算增速连续两年超 7%

近年来我国先后发布多项政策指引国防军工发展，有望推动我国国防装备进一步发展。

- 2019年《新时代的中国国防》白皮书指出“中国国防开支与维护国家主权、安全、发展利益的保障需求相比，与履行大国国际责任义务的保障需求相比，与自身建设发展的保障需求相比，还有较大差距”。要求“构建现代化武器装备体系。完善优化武器装备体系结构，统筹推进各军兵种武器装备发展，统筹主战装备、信息系统、保障装备发展，全面提升标准化、系列化、通用化水平。加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系”。
- 2020年十九届五中全会进一步提出“确保2027年实现建军百年奋斗目标”。
- 2021年《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》指出我国国防和军队建设的“三步走”战略。

表6：多项政策意见推动我国国防军工发展

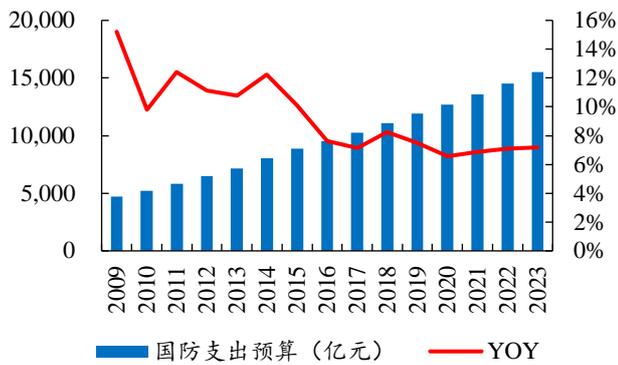
时间	相关会议政策	内容
2019	《新时代的中国国防》	新时代中国国防和军队建设的战略目标是，到2020年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升。同国家现代化进程相一致，全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化，力争到2035年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。
2020	十九届五中全会	加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一……确保2027年实现建军百年奋斗目标，要提高国防和军队现代化质量效益，促进国

时间	相关会议政策	内容
		防实力和经济实力同步提升，构建一体化国家战略体系和能力，推动重点区域、重点领域、新兴领域协调发展，优化国防科技工业布局。
2021	《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》	到 2027 年实现建军一百年奋斗目标、到 2035 年基本实现国防和军队现代化、到本世纪中叶全面建成世界一流军队的国防和军队现代化新“三步走”战略。

资料来源：人民网、中国政府网、开源证券研究所

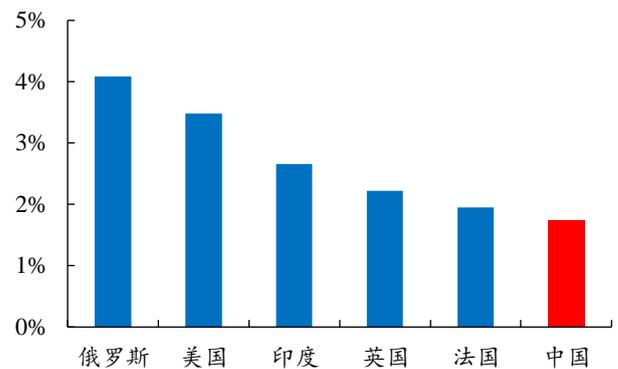
我国国防开支预算增速提升，国防开支 GDP 占比与全球主要国家相比仍处低位。根据财政部公布数据，2023 年我国国防开支预算为 15,537 亿元，同比增长 7.2%，增速比 2022 年同比上调 0.1pcts，连续两年超过 7%。从 GDP 占比来看，根据斯德哥尔摩国际和平研究院 (SIPRI) 统计数据，2021 年我国国防开支 GDP 占比仅为 1.74%，与俄罗斯、美国、印度、英国、法国等全球主要国家相比仍处于低位。

图12：我国国防开支预算持续增长



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图13：2021年我国国防开支 GDP 占比为 1.74%



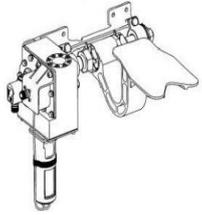
数据来源：SIPRI、开源证券研究所

2、航空机械产品：四代机进入放量阶段，航空机械产品

2.1、产品情况：主要用于我国最新一代战斗机，2022年创收1.03亿元

航空机械类产品主要用于我国最新一代战斗机。航空机械类产品中航空减速控制器、航空阻尼器、管路连接器最终列装武器为我国最新一代战斗机。减震器最终列装武器为我国某型无人机。此外还包括天馈伺服系统等产品。

表7：航空机械类产品最终列装于我国新一代战斗机及无人机装备

序号	产品名称	主要功能	产品图
1	航空减速控制器	采用蜗轮蜗杆减速机构来传递扭矩,同时还控制了某机械结构组件的打开、闭合时的角度行程。航空减速控制器是飞机辅助动力系统的重要组成部分,为飞机辅助动力发动机的启动提供进排气的功能需求,并与组合动力装置、空气涡轮起动机等分系统一起,使飞机具备空中启动发动机、空中提供应急功率等能力。 最终列装武器装备为我国最新一代战斗机。	
2	航空阻尼器	1、连接、支撑组合动力装置与飞机机身结构,能承受作用在其上的所有载荷; 2、能够吸收和降低组合动力装置产生的振动,从而隔离或减弱组合动力装置传递给飞机结构的振动。 最终列装武器装备为我国最新一代战斗机。	
3	减震器	1、连接、支撑涡桨发动机及其配套的螺旋桨,能够承受作用在其上的所有载荷,包括空中飞行机载载荷、陀螺力矩、发动机和螺旋桨等重力产生的力矩、螺旋桨产生的推力及扭矩; 2、能够吸收和降低涡桨发动机及其配套的螺旋桨产生的振动,从而隔离或减弱发动机和螺旋桨传给飞机结构的振动;能吸收和降低飞机结构的振动,从而隔离或减弱飞机结构传给动力装置的振动; 3、允许发动机的热膨胀,防止因热膨胀对发动机及飞机结构产生不利的载荷。 最终列装武器装备为我国某型无人机。	
4	管路连接器	1、用于管路安装时的位移补偿; 2、用于工作条件下引气管路的位移补偿; 3、提供空气流通通道,并在满足压力衰减的条件下,具备气密、防爆、耐压的能力。 最终列装武器装备为我国最新一代战斗机。	
5	天馈伺服系统	自动天馈伺服系统,通过机电控制及馈线自动收放,减少人工干预,实现车载各型高架天线的快速展开、撤收及天馈线的收藏,并解决电动升降杆手动架设多天线时人工作业时间较长的问题。	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

➤ 航空控制减速器

航空控制减速器为公司的主要产品之一，应用于飞机的辅助动力装置。

辅助动力装置（APU）本质上是一台燃气涡轮发动机，为主发动机的启动和飞机的环控、液压、电力等系统提供辅助能源，并不直接为飞行提供动力，因此此类发动机被统称为辅助动力装置。在战斗机领域，APU 装置已被应用于第三代、三代半及第四代战斗机。型号由机械型逐步发展为气压型，第四代机 F-35 及 F-22 将辅助动力装置（APU）与应急动力装置（EPU）装置结合，发展为组合动力装置（IPU）。

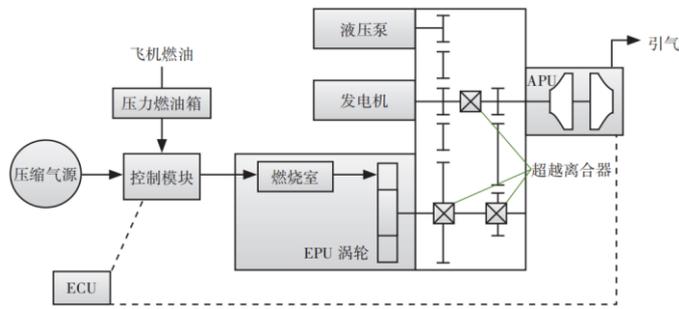
表8：APU 被应用于第三代、三代半及第四代战斗机

战斗机		发动机			发动机的启动方式		
划代	型号	类型	型号	加力推力/kN	APU 型号	轴功率/kW	类型
第三代	米格-29	涡扇	ED-33	81.3	VK100	72	机械型 APU
	米格-31	涡扇	Д-30Φ6	149	TKC48	90	机械型 APU
	苏-27	涡扇	AL-31F	117.6	Г Т Д Э 117	66	机械型 APU
	F-15	涡扇	F110	126.4	JFS190	121	机械型 APU
	F-16	涡扇	F100	126.4	T62-4-8	169	机械型 APU
	F-18	涡扇	F404	69.8	GTCP36-200		气压型
	幻影“2000”	涡扇	M53-P2	95.9	Noelle180	133	机械型 APU
	狂风	涡扇	RB199	73.3	T312	105	机械型 APU
	“阵风”	涡扇	M88	87.2	RUBIS3		气压型 APU+ATS
	三代半	EF2000	涡扇	EJ200	88.2	GTCP36-170	
	“鹰狮”	涡扇	RM12	87.2	TGA15		气压型 APU+ATS
第四代	F-22	涡扇	F119	152.8	G250		气压型 IPU+ATS
	F-35	涡扇	F135	187.2	G230		电力型 IPU

资料来源：《战斗机用辅助动力装置的发展》、开源证券研究所

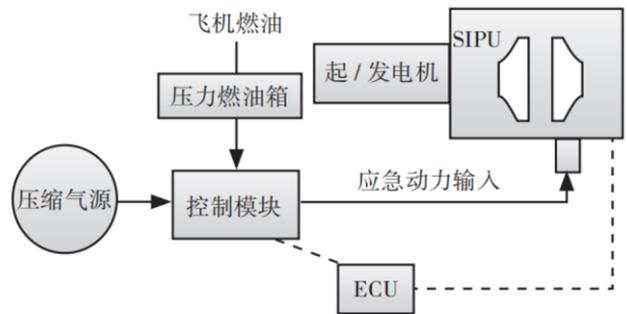
由于 APU 本质仍为燃气涡轮发动机，其需要使用飞机上的燃油和外界空气工作提供起动和辅助能源。航空控制减速器产品功能为飞机辅助动力发动机的启动提供进排气的功能需求，是 APU 系统的重要组成部分。

图14: F-22 G250 系统工作示意图



资料来源:《战斗机用辅助动力装置的发展》

图15: F-35 G230 系统工作示意图

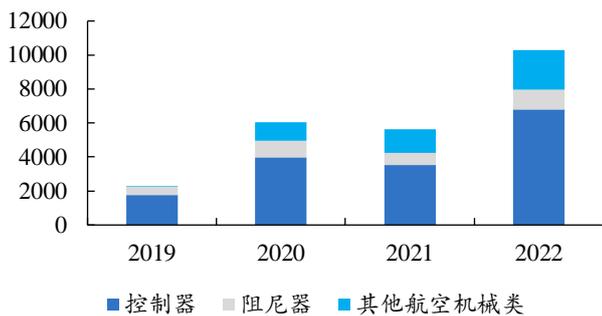


资料来源:《战斗机用辅助动力装置的发展》

➤ 收入结构

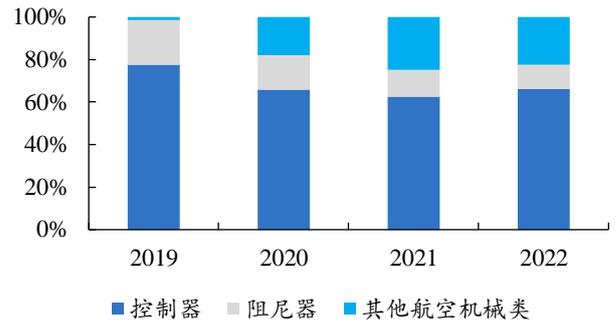
2022 年航空机械类产品创收 1.03 亿元，控制器及阻尼器产品收入占比高。2019-2022 年，航空机械类产品收入分别为 2282.68、6043.83、5640.64、10295.44 万元。其中 2022 年控制器产品收入 6805.31 万元，阻尼器收入 1165.59 万元，航空机械类产品收入占比分别为 66.1% 及 11.32%。

图16: 2022 年航空器械类产品创收 1.03 亿元 (万元)



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图17: 控制器产品收入占比整体呈下降趋势

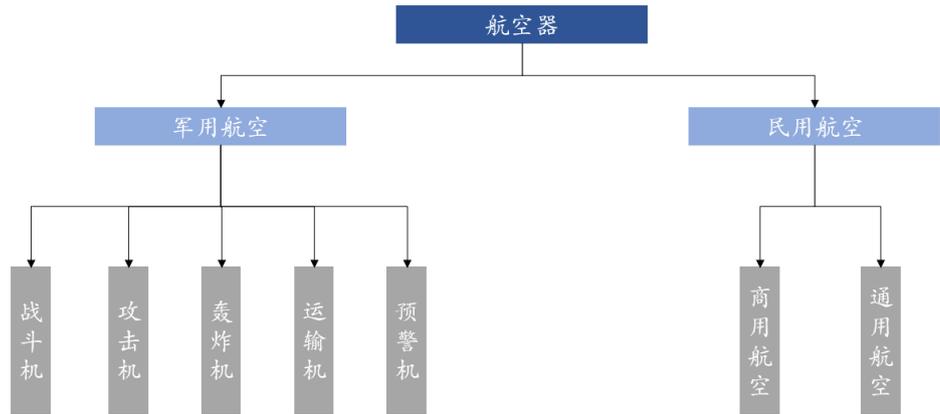


数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

2.2、终端装备: 按照美式标准可分为四代, 衍生型号有望持续带动需求

战斗机在中国军用航空装备领域占据重要地位。航空器可按用途分为军用航空及民用航空，军用航空又可分为战斗机、攻击机、轰炸机、运输机及预警机，其中战斗机是用于夺取制空权的核心武器装备，是用于在空中消灭敌机和其他飞航式空袭兵器、夺取制空权的军用飞机，一直是最受重视、发展最快的机种。回顾航空发展史，最先进的航空技术一般都首先用于战斗机，可以说战斗机的技术代表着航空科技发展的前沿，一定程度上反映了一国航空的实力和军用航空工业的发展水平。

图18: 战斗机在中国军用航空装备领域占据重要地位



资料来源:《从战斗机的发展历程看空气动力学的贡献》、开源证券研究所

战斗机按照传统美式标准可分为四代。战斗机有多类分类方法, 根据国内将歼-20 称为四代机的习惯, 本文采用旧西方标准将战斗机进行分类。战斗机在一战中萌芽, 依靠活塞发动机驱动; 二战末期, 涡轮喷气发动机的出现催生了喷气式战斗机。随后喷气式战斗机呈螺旋上升式发展, 体现了作战思想和武器装备发展的相互牵引, 至今已发展至第四代。目前最先进的第四代战机在“先敌发现、先敌开火、先敌摧毁”的空战理念指引下, 开始强调隐身性、超音速巡航、超机动性敏捷性、战场态势感知能力的“4S 能力”, 作战方式也转变为超视距攻击、系统作战为主。

表9: 战斗机按照传统美式标准可分为四代

	旧西方标准 (2012 年以前)	俄罗斯标准	新美标准 (2012 年以后)
第一代	最大速度 1.5 倍音速, 采用机炮等为武器, 代表机型 F-86/F-100 等	最大速度 1.5 倍音速, 采用机炮、近距离导弹为武器, 代表机型米格-15、米格-17 等	亚音速、火炮, 代表机型 F-86
第二代	2 倍音速、导弹、航电, 代表机型 F-104、F-4、F-5	最大速度 2.8 倍音速, 代表机型米格-21、米格-25	超音速、机炮, 代表机型 F-100
第三代	电传、超视距、启动、涡扇、复合材料, 把可变后掠翼战斗机单独列为一代, 代表机型 F-14/15/16/18	代表机型米格-23、苏-24	2 倍音速、导弹、航电, 代表机型 F-104、F-4、F-5
第四代	4S: 超机动、超隐身、信息化、超音速巡航、超视距, 代表机型 F-22、F-35	代表机型米格-29、苏-27、苏-30、苏-35、苏-37	电传、超视距、启动、涡扇、复合材料, 代表机型 F-14/15/16/18
第五代		代表机型 T-50、苏-57	4S: 超机动、超隐身、信息化、超音速巡航、超视距, 代表机型 F-22、F-35

资料来源:《美国五代战斗机座舱透明件技术的应用进展》、开源证券研究所

公司航空减速控制器、航空阻尼器、管路连接器产品最终列装武器装备为我国最新一代战斗机, 最新一代战斗机的生产情况与公司业绩相关性较大。歼-20 为我国最新一代双发重型隐身战斗机, 对标美国 F-22 及 F-35 机型。

图19: 歼-20 为我国新型第四代战机



资料来源: 中国军网

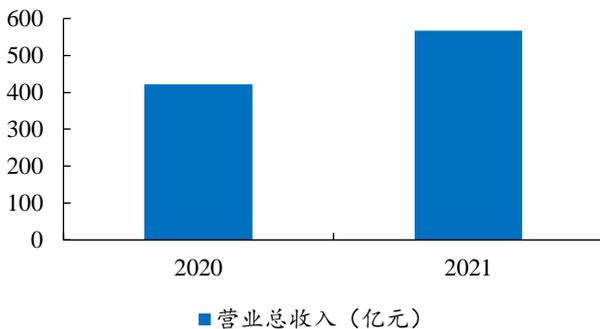
图20: F-35 为当前美国主力四代机机种之一



资料来源: 观察者网

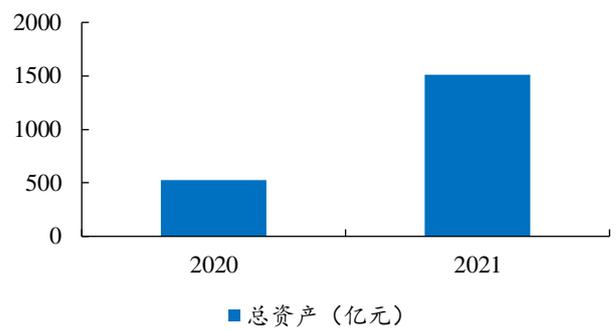
歼-20 制造商成飞集团经营规模不断扩大。成飞集团为歼-20 研发及制造商, 根据中航电子披露公告, 成飞集团营收由 2020 年的 422.44 亿元增长至 2021 年的 567.33 亿元, 总资产由 2020 年的 526.37 亿元增长至 2021 年的 1511.77 亿元。根据成飞集团公众号披露的 2020 年社会责任报告, “十三五”期间实现营收 1352.8 亿元, 为“十二五”的 2.2 倍; 实现利润 49.86 亿元, 为“十二五”的 2.3 倍。

图21: 2021 年成飞集团实现收入 567.33 亿元



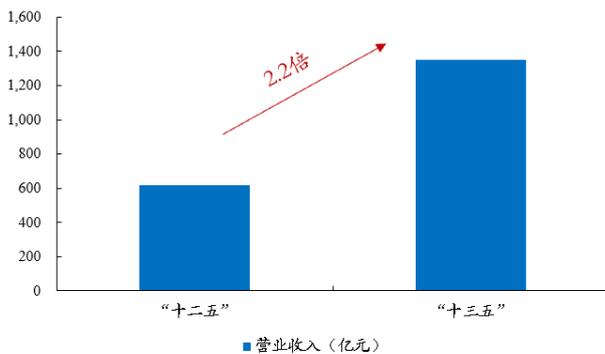
数据来源: 中航电子公告、开源证券研究所

图22: 2021 年成飞集团总资产达 1511.77 亿元



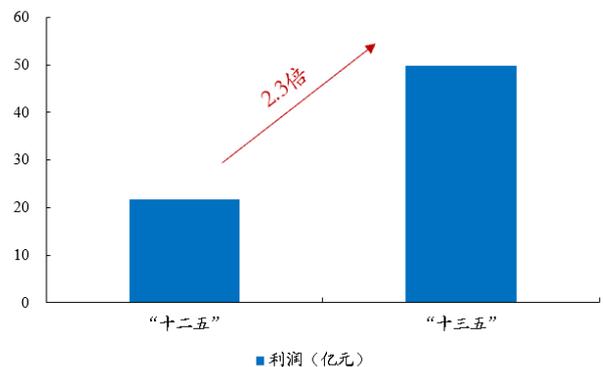
数据来源: 中航电子公告、开源证券研究所

图23: 成飞集团“十三五”实现收入 1352.8 亿元



数据来源: 成飞集团官方公众号、开源证券研究所

图24: 成飞集团“十三五”实现利润 49.86 亿元



数据来源: 成飞集团官方公众号、开源证券研究所

歼-20 推出后续衍生型号，有望持续放量带动公司产品需求。根据历史经验，一款战机型号往往会通过推出后续改进型号来延续作战能力，例如同为成飞集团设计的歼-10 拥有歼-10A、歼-10B、歼-10C 等多种型号。2022 年 10 月央视军事频道《军事科技》栏目出现双座版歼-20 镜头，为该型号首次在官方媒体中亮相，此外配发了歼-20 控制 3 架无人机的 CG 画面，为央视军事频道首次官宣歼-20 双座版及“忠诚僚机”的存在。歼-20 的衍生型号推出有望持续拉动公司产品需求。

图25: 歼-20 双座版 2022 年 10 月于央视首次亮相



资料来源:《航空知识》官方公众号、开源证券研究所

图26: 央视播出歼-20 控制 3 架无人机的 CG 画面



资料来源:《航空知识》官方公众号、开源证券研究所

2.3、竞争格局：毛利率水平高于行业可比公司

大部分产品无直接竞争对手，相关产品替代可能性小。军工行业壁垒较高，行业外潜在竞争对手较难进入，整个行业处于有限竞争格局。行业内生产企业主要根据军方订单生产，生产和销售都具有很强的计划性特征，产品销售价格受市场供求关系波动的影响较小，行业市场化程度不高。因此公司在自身所处的细分行业市场中直接竞争对手较少，大部分产品无直接竞争对手，且为保障最终列装武器装备的稳定性和可靠性，除非发生重大质量事故，相关产品被替代可能性小。公司主要可比公司为广联航空、迈信林、爱乐达、北摩高科。

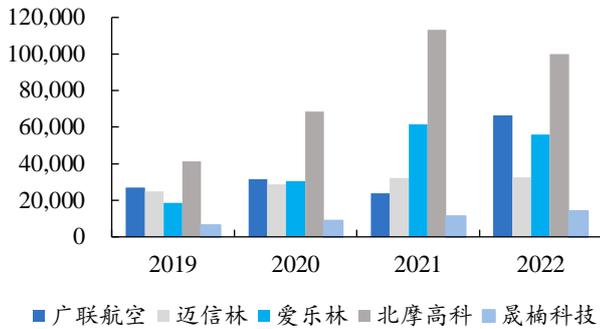
表10: 主要可比公司为广联航空、迈信林、爱乐达、北摩高科

公司名称	成立时间	主营业务
广联航空	2011 年	从事航空工业相关产品设计、研发、制造的国家级高新技术企业。公司以具有突出优势的航空工装业务为基础，积极开拓了航空零部件和部段、无人机等业务，产品覆盖军用和民用航空工业各领域，成为专业化程度高、技术积累丰富、广受认可的航空工业相关产品供应商。
迈信林	2010 年	承担多种型号涉及两万余项航空航天零部件的设计、制造及装配，产品涉及飞机机身、机翼、尾翼、发动机、起落架、机电系统、航电系统等，是国内少数同时具备机体零部件、发动机零部件和机载设备零部件综合配套能力的民营航空航天零部件制造商。
爱乐达	2004 年	从事军用飞机和民用客机零部件的精密加工业务。公司设立十余年来，累积参与了多种型号涉及 3,000 余项航空零部件的配套研制及生产，积累了丰富的精密加工技术和经验。
北摩高科	2003 年	从事军、民两用航空航天飞行器起落架着陆系统及坦克装甲车辆、高速列车等高端装备制动产品的研发、生产和销售，系军工领域高端装备制造的国家级高新技术企业，属于国家重点扶持的战略新兴产业。

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

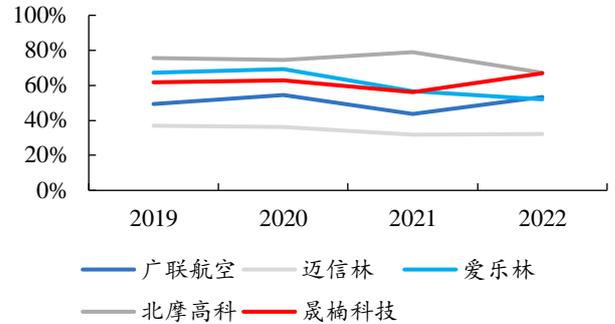
与可比公司相比营收较低，但毛利率较高。从营收来看，2022年广联航空、迈信林、爱乐林、北摩高科、晟楠科技营收分别为6.64亿元、3.24亿元、5.61亿元、9.98亿元、1.39亿元，晟楠科技营收与可比公司相比较低。从毛利率看，2022年上述公司毛利率分别为53.23%、32.13%、51.99%、67.20%、66.90%，晟楠科技毛利率高于其余可比公司。

图27：公司营收与可比公司相比较低（万元）



数据来源：公司招股书、Wind、开源证券研究所

图28：2022年公司毛利率与可比公司相比较高



数据来源：公司招股书、Wind、开源证券研究所

3、军用电源类产品：2022 年全球市场规模 646.72 亿元

3.1、产品情况：主要用于我国最新一代战术通用直升机

综合电源类产品品种较多，代表性产品用于我国最新一代战术通用直升机等航空器。综合电源类产品中代表性产品为变压整流器、静止变流器、继电器盒，主要用于我国最新一代战术通用直升机的航电系统。其他电源类产品包括灭火器控制盒、供电柜、供电单元、综合电源方舱、毁钥控制盒、通信车电源等。

表11：综合电源类产品主要用于我国最新一代战术通用直升机等装备

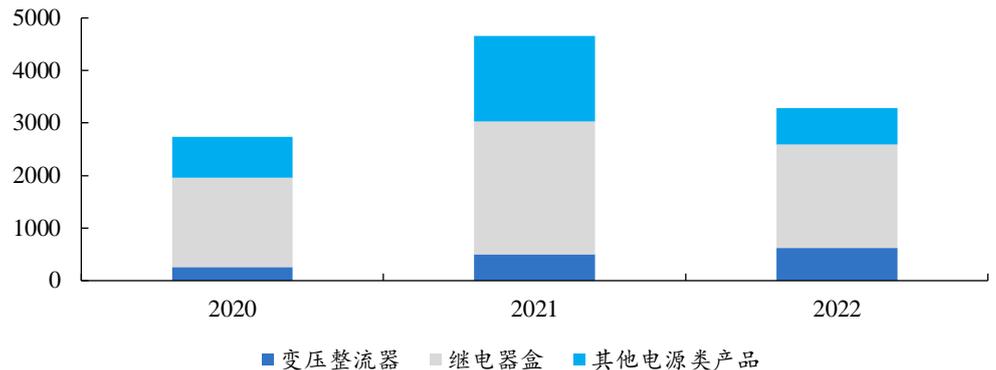
序号	产品名称	主要功能	产品图
1	变压整流器	将三相交流电转换成直流电。主要列装于我国最新一代战术通用直升机，系其航电系统的重要部分之一。	
2	静止变流器	静止变流器主要用于将直流电压变为交流电压。主要列装于我国最新一代战术通用直升机，系其航电系统的重要部分之一。	
3	灭火器控制盒	用于发动机和 APU 的火警险情的探测和告警指示。	
4	继电器盒	继电器盒是继电器的系统集成，具有体积小、可维护性高、可靠性高等特点。主要列装于我国最新一代战术通用直升机，系其航电系统的重要部分之一。	
5	供电柜	1、便于分片(或分类)配置电源； 2、当线路出现故障时，有利于控制故障范围也方便快速找出故障点及时加以排除； 3、便于分片安排线路检修，而无须大面积的停电； 4、配电柜内方便放置各种保护设备如防止短路的熔断器(保险丝),防止过载的空气开关等。	
6	供电单元	具有一路三相电 AC 380V±10%50Hz 输入，可实现单相 AC220V 输出，为后级各用电设备提供不间断电源的功能，输出总功率>60KW，单个模块输出>15KW,采用四个模块组件，支持热插拔。当交流电网输入中断时，各输出回路的 UPS 会自动切换到电池供电状态，切换时间均为在线无缝切换，系统供电无任何中断。	
7	综合电源方舱	作为总体项目整车的组成部分，能有效满足任务系统的集成联网，为工作人员提供一个舒适、可靠的工作环境。同时作为一个机动平台，能够随时布设到任务地点，满足用户的任务需求。	
8	毁钥控制盒	是毁钥控制部件之一，可实现对设备的人工或自动毁钥控制，对机上的超短波双电台和惯导系统的密钥进行烧毁。	
9	通信车电源	集合交流供电、电池供电、硅整流发电机发电等多种供电方式，综合管理后变换成车内设备需求的	

序号	产品名称	主要功能	产品图
		电压，同时向上位机上报电源的状态信息。	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2022年创收3287.98万元，继电器盒产品占比高。2020-2022年公司军用电源类产品分别实现收入2734.43万元、4663.12万元、3287.98万元，收入波动较大。2022年变压整流器、继电器盒及其他电源类产品分别实现收入623.01万元、1969.91万元、695.06万元，继电器盒产品贡献军用电源类的主要收入。

图29：2022年军用电源类产品创收3287.98万元（单位：万元）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、军用电源行业：预计2019-2025年全球市场规模CAGR7.74%

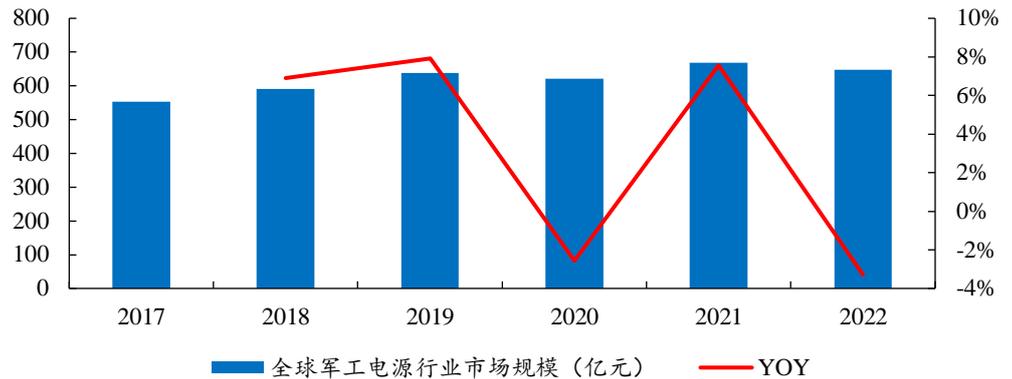
电源是将其他形式的能量转换为电能并向电子负载提供功率的装置，作为电力电子设备正常工作和电压调节的重要环节一直占有重要地位。广义上讲电源也包括把一种制式（电流、电压）的电能转换为其它制式（电流、电压）的电能的装置，是电子设备和机电设备的基础。

相较于一般电源产品，军用电源产品对产品特性与稳定性的要求更高。军用高可靠电源产品凭借其宽应用温度范围、适应严酷应用环境、抗干扰、高可靠性等优良特性，在军工领域得到了广泛应用。军用电源应用领域包括航空、航天、机载、弹载、舰船、雷达等。

军用电源逐步实现国产替代。我国军用电源行业起步较晚，早期国内相关市场主要被Vicor、Interpoint等国外电源品牌占据，但随着我国电子电力技术和国防军工现代化进程的加速发展，我国军用电源产业已取得了长足的进步，国家对于国防军工“自主可控”的意识大幅加强。整体来看，我国军用电源行业已逐步实现了由国产品牌对国外主流品牌的进口替代，并面向上游元器件国产化替代的方向继续推进。

根据智研瞻产业研究院数据，2022年全球军工电源行业市场规模达646.72亿元，同比下降3.29%。

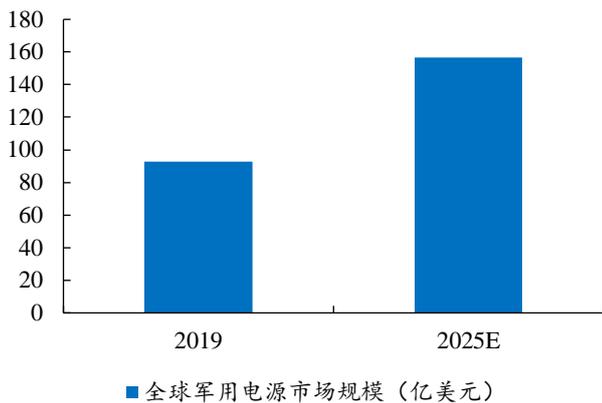
图30：2022 年全球军工电源行业市场规模达 646.72 亿元



数据来源：智研瞻产业研究院、开源证券研究所

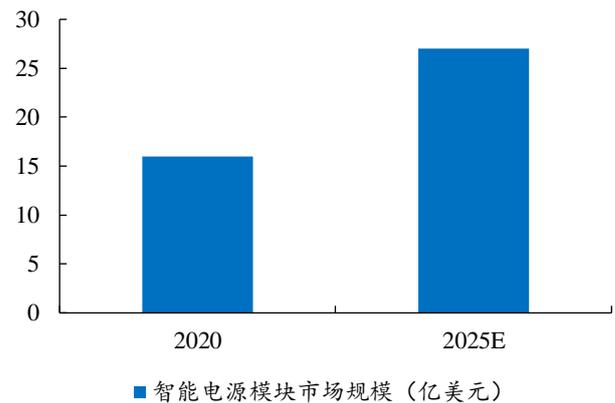
根据 Reportlinker 预测，2025 年全球军用电源市场规模有望从 2019 年的 92.9 亿美元增长到 156.5 亿美元，期间 CAGR 为 7.74%。根据 Markets and Markets 预测，2025 年全球智能电源模块市场规模有望从 2020 年的 16 亿美元增长到 2025 年的 27 亿美元，期间 CAGR 为 9.11%。

图31：预计 2025 年全球军用电源市场规模 156.5 亿美元



数据来源：Reportlinker、立鼎产业研究院、开源证券研究所

图32：预计 2025 年智能电源模块市场规模 27 亿美元



数据来源：Markets and Markets、立鼎产业研究院、开源证券研究所

3.3、直升机行业：陆军航空兵的主要作战装备，直 20 应用前景广泛

军用直升机是陆军航空兵的主要作战装备，用于执行军事任务的直升机。在对地攻击、反坦克作战、支援地面部队作战和支援舰艇部队作战，以及提高部队机动性和后勤支援等方面具有重要作用。军用直升机按功能进行分类可分为武装直升机、运输直升机和战场勤务直升机。

表12：军用直升机可分为武装、运输、战场勤务三种类型

类型	主要特点	用途
武装直升机	配备机载武器和火控系统	对地面、水面、水下和低空目标实施攻击
运输直升机	受地形限制少，能进行垂直补给	运送人员、武器装备和军用物资

类型	主要特点	用途
战场勤务直升机	配备专用航空侦察(观察) 侦察、预警、通信、指挥、电子战、校射、救护、设备	营救、布雷、扫雷、中继制导等

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

直-20为我国最新一代10吨级战术通用直升机，扩展兼容性强，应用前景广泛。直-20是我国自主研发的中型双发多用途直升机，能在昼、夜复杂气象条件下，遂行机降和运输等多样化任务，具有全域、全时出动能力。直-20于2013年首飞，于2019年首次在阅兵中亮相。直-20作为战术通用直升机具备良好的扩展兼容性，基本运输型平台可快捷拓展为其它任务状态。适配于海军、陆军、空军、武警、民用等众多领域，应用前景广泛。

图33：直-20为我国最新一代10吨级战术通用直升机



资料来源：澎湃新闻

4、盈利预测与估值对比

公司主营航空机械及综合电源类产品，已进入我国最新一代战斗机及通用直升机供应链，多数产品为唯一供应商具备稀缺性，随着我国武器装备进入更新换代关键时期，下游需求良好。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.53/0.61/0.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.67/0.80 元/股，当前股价对应 PE 为 32.5X/28.4X/23.8X。考虑到下游装备生产及未来衍生版本有望带来的业务增量，首次覆盖给予“增持”评级。

表13: 可比公司 PE (2023E) 均值为 32X

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
广联航空	300900.SZ	24.69	52.28	0.92	1.25	1.59	26.8	19.8	15.5
迈信林	688685.SH	27.95	31.27	0.52	0.58	0.65	53.8	48.2	43.0
爱乐达	300696.SZ	17.62	51.65	0.81	1.10	1.26	21.8	16.0	14.0
北摩高科	002985.SZ	34.09	113.13	1.32	1.74	2.15	25.8	19.6	15.9
	均值	26.09	62.08	0.89	1.17	1.41	32.0	25.9	22.1
晟楠科技	837006.BJ	19.09	17.24	0.59	0.67	0.80	32.5	28.4	23.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 数据 20240103, 可比公司盈利预测来自 Wind 一致性预测

5、风险提示

涉密信息泄露风险、市场需求波动风险、产品质量控制风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	241	209	444	511	556	营业收入	111	139	163	194	228
现金	51	25	247	269	285	营业成本	49	46	57	69	82
应收票据及应收账款	164	139	150	185	198	营业税金及附加	2	2	3	3	3
其他应收款	1	1	3	1	4	营业费用	8	11	12	14	17
预付账款	5	2	6	4	8	管理费用	13	17	19	23	27
存货	20	39	37	50	60	研发费用	6	8	9	11	13
其他流动资产	1	3	1	2	2	财务费用	2	0	0	0	0
非流动资产	72	107	102	101	100	资产减值损失	-0	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	0	2	1	1
固定资产	45	77	74	71	68	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	13	13	12	13	13	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	15	18	16	18	19	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	313	316	546	612	656	营业利润	30	52	62	72	83
流动负债	168	134	147	171	169	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	9	0	0	0	0	营业外支出	0	0	1	0	0
应付票据及应付账款	51	75	81	95	102	利润总额	31	53	62	73	84
其他流动负债	108	58	66	77	67	所得税	4	8	9	10	12
非流动负债	1	0	0	0	0	净利润	27	46	53	62	72
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	-1	0	2	-0
其他非流动负债	1	0	0	0	0	归属母公司净利润	25	47	53	61	72
负债合计	168	134	147	172	169	EBITDA	35	57	65	74	85
少数股东权益	1	3	3	4	4	EPS(元)	0.27	0.52	0.59	0.67	0.80
股本	67	67	90	90	90						
资本公积	24	24	194	194	194	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	53	88	117	147	180	成长能力					
归属母公司股东权益	144	179	396	436	482	营业收入(%)	23.8	25.1	17.2	19.2	17.7
负债和股东权益	313	316	546	612	656	营业利润(%)	24.0	73.1	18.8	16.4	16.4
						归属于母公司净利润(%)	22.3	90.7	13.1	14.5	19.2
						获利能力					
						毛利率(%)	56.1	66.9	65.2	64.3	64.0
						净利率(%)	22.2	33.8	32.6	31.3	31.7
						ROE(%)	19.0	25.0	13.3	14.2	14.9
						ROIC(%)	17.6	25.2	13.0	13.6	14.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	53.7	42.4	27.0	28.1	25.8
						净负债比率(%)	-28.2	-13.6	-61.9	-61.2	-58.5
						流动比率	1.4	1.6	3.0	3.0	3.3
						速动比率	1.3	1.2	2.7	2.7	2.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
						应收账款周转率	1.0	1.1	1.5	1.6	1.7
						应付账款周转率	1.8	1.1	1.1	1.3	1.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.27	0.52	0.59	0.67	0.80
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.11	0.67	0.53	0.50
						每股净资产(最新摊薄)	1.60	1.99	4.38	4.82	5.34
						估值比率					
						P/E	70.0	36.7	32.5	28.4	23.8
						P/B	12.0	9.6	4.4	4.0	3.6
						EV/EBITDA	47.8	29.7	22.7	19.7	16.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn