

天微电子（688511）

证券研究报告

2024年06月22日

军用灭火防爆系统龙头，下游景气度传导助力业绩腾飞

公司是一家主要从事高速自动灭火抑爆系统、高能航空点火放电器件、高精度熔断器件等产品研发、生产、销售为一体的军工科研生产企业。公司依托多年积累的核心技术、丰富的军工科研生产经验和严格的生产管理，以综合防护领域的核心器件及系统集成为主要发展方向，长期致力于为高危领域提供电子防护产品，目前已成为军工整机/总体单位的一级配套商，受到军方用户单位的认可。

主营业务收入持续增长，技术优势赋能产品竞争力

2023年公司实现营业收入14048.27万元，较上年同期增长26.84%，归属于母公司所有者的净利润4970.43万元，较上年同期增长10.64%。公司主要产品灭火抑爆系统是整车的分系统，需求受整车的年度任务影响，2023年灭火抑爆系统产品订单增加，因此公司2023年度收入有所增长。公司2018年至2022年期间费用率总体保持稳定，2018年至2021年期间，公司毛利率从55.10%到73.08%逐年稳步递增，主要系公司加强管理、闲置资金管理收益及政府补助等增加所致。

地面兵装仍存市场空间，中游有望受益于下游整车装备增长

公司灭火抑爆系统下游目标主要是装甲车辆等武器装备，灭火抑爆系统对装备车辆等装备的作战能力、乘员生存能力的提升有着重要的作用。我国装甲战车数量仍具增长空间；在装甲车辆的先进性方面，我国仍有极大的发展空间；政策上我国装备费用占比逐年攀升。我们认为，军费预算攀升叠加装备费用支出比例上调，我国装备采购额有望持续提升。下游高景气度有望逐步向上游传导，公司或将受益于下游装甲车辆扩列、换装趋势。

下游新拓展航空平台方向，民用领域市场有待深耕

公司积极拓展灭火抑爆系统的应用领域，目前已与中国航空工业集团公司下属某研究所签订了《技术开发合同》，公司受中国航空工业集团公司下属某研究所委托，将对用于航空装备发动机舱火警系统的产品进行研制并交付。我们认为，公司灭火抑爆系统在航空平台上的运用仍存较大市场空间，飞机平台未来或将有力拓宽公司灭火抑爆系统业务收入。

军工电子元器件受进口掣肘，国产替代率有待提升

目前我国还存在相当比例的军工装备采用国外进口电子元器件，但此类电子元器件的使用、升级和维护存在问题。目前灭火防爆系统中的核心器件紫外光电管国产化替代进程仍有待加快，公司已加快其自主生产能力建设。公司产品覆盖面广，拥有较强的生产线优势，同时掌握较好的客户资源，更为容易取得市场主动权。

盈利预测与评级：我们认为，公司核心产品灭火防爆系统下游地面装甲列装趋势不减，航空平台民用方向正待拓展。器件类产品国产替代逻辑清晰，公司凭借技术科研优势成为国产电子元器件中流砥柱。在此假设下，预测2024-2026年公司归母净利润分别为0.67亿元、0.93亿元、1.30亿元，对应EPS分别为0.84元/股、1.17元/股、1.62元/股。给予24年PE 40-45x，对应目标价格区间33.6-37.8元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：对中国兵器工业集团存在依赖的风险、收入增长依赖于军方招标的风险、产品单一的风险、公司产品尚未完成军品审价风险、主观性相关风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	112.47	140.48	194.15	287.65	422.71
增长率(%)	(45.94)	24.90	38.20	48.16	46.95
EBITDA(百万元)	65.34	71.54	77.85	107.68	146.99
归属母公司净利润(百万元)	44.84	49.70	67.39	93.41	129.88
增长率(%)	(60.85)	10.85	35.57	38.62	39.05
EPS(元/股)	0.56	0.62	0.84	1.17	1.62
市盈率(P/E)	39.66	35.78	26.39	19.04	13.69
市净率(P/B)	2.23	2.09	1.94	1.78	1.59
市销率(P/S)	15.81	12.66	9.16	6.18	4.21
EV/EBITDA	25.61	26.60	15.42	12.15	8.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	22.23元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	80.00
流通A股股本(百万股)	40.93
A股总市值(百万元)	1,778.40
流通A股市值(百万元)	909.81
每股净资产(元)	10.82
资产负债率(%)	10.59
一年内最高/最低(元)	34.95/16.19

作者

王泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

杨英杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001
yangyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 灭火抑爆产业研发深耕不辍，核心产品性能不断提升	4
1.1. 深耕高速自动灭火抑爆系统领域，长期致力于高位领域电子防护.....	4
1.2. 灭火抑爆系统壁垒显著，注重核心技术转化竞争实力突出.....	5
2. 主营业务收入持续增长，技术优势赋能产品竞争力	7
2.1. 毛利率水平维持高位，持续研发投入不断改善盈利能力.....	7
2.2. 应收与存货规模持续攀升，原材料占存货比达六成.....	8
2.3. 积极推进军用灭火抑爆系统研发，立足客户需求强化研发能力.....	8
3. 下游需求景气度向上传导，公司新产品新平台加大扩展力度	9
3.1. 装甲扩列换装高景气度，防火抑爆系统需求大幅提升.....	9
3.1.1. 国防现代化建设迫在眉睫，灭火抑爆系统占据重要地位.....	9
3.1.2. 地面兵装仍存市场空间，中游有望受益于下游整车装备增长.....	11
3.1.3. 下游新拓展航空平台方向，民用领域市场有待深耕.....	12
3.2. 军工电子连续维持高增长，电子元器件国产化替代亟待提高，.....	13
3.2.1. 国防科工重中之重，长坡厚雪赛道发展潜力十足.....	13
3.2.2. 电子元器件受进口掣肘，国产替代率有待提升.....	13
3.3. 三防系统产品前景广阔，公司已进入研产轨道.....	13
4. 盈利预测与投资建议	14
4.1. 核心假设.....	14
4.2. 相对估值.....	15
5. 风险提示	15
5.1. 对中国兵器工业集团存在依赖的风险.....	15
5.2. 收入增长依赖于军方招标的风险.....	15
5.3. 产品单一的风险.....	16
5.4. 公司产品尚未完成军品审价的风险.....	16
5.5. 主观性相关风险.....	16

图表目录

图 1：公司演化历程.....	4
图 2：灭火抑爆系统.....	4
图 3：点火类放电管.....	4
图 4：公司股权结构.....	5
图 5：2019 年-2023 年公司营收情况（单位：亿元）.....	7
图 6：2019 年-2023 年公司归母净利润情况（单位：亿元）.....	7
图 7：2018 年-2023 年公司费用率变化.....	7
图 8：2018 年-2023 年公司净利率、毛利率变化.....	7
图 9：2018-2023 年公司应收票据及应收账款与占营收比.....	8
图 10：2018 年-2023 年公司存货与占营收比.....	8

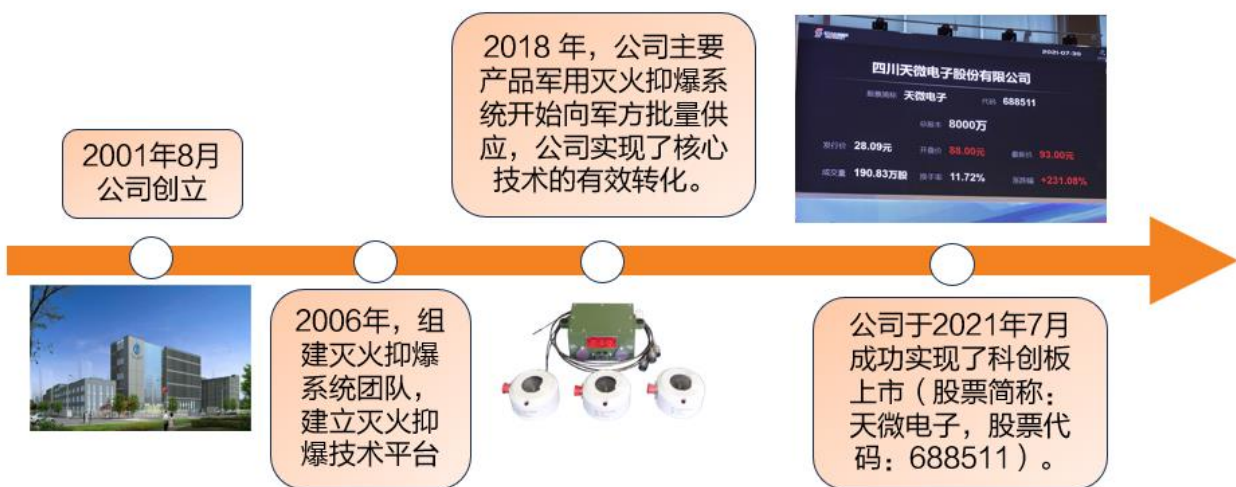
图 11: 2018 年-2023 年研发费用及占营业收入比重变化.....	9
图 12: 2018-2023 年公司主要产品产销率	9
图 13: 中国 99A 第三代主战坦克	10
图 14: 中国轰 6K 战略轰炸机	10
图 15: 俄 T-80 坦克内部, 红色金属罐内装有灭火剂	10
图 16: 公司所处产业链位置	11
图 17: 现代装甲车辆综合防护系统情况	11
图 18: CESSNA525 M2 飞机防火系统原理图	12
图 19: 火警探测系统原理图	12
图 21: 2021-2025E 年中国军工电子行业市场规模变化趋势	13
图 21: 我火箭军多功能智能机器人清除高危辐射源	14
表 1: 公司重要管理层人员履历	5
表 2: 公司业务产品	6
表 3: 公司主要在研项目 (建设进度统计截止 2023 年 12 月底)	8
表 4: 军用灭火抑爆系统的主要工作单元情况	10
表 5: 2010-2017 年中国年度国防费构成 (单位: 亿元)	12
表 6: 公司器件类产品技术水平及特点	13
表 7: 天微电子各业务收入拆分 (单位: 万元)	14
表 8: 可比公司 PE 预测 (数据截止至 2024 年 6 月 22 日)	15

1. 灭火抑爆产业研发深耕不辍，核心产品性能不断提升

1.1. 深耕高速自动灭火抑爆系统领域，长期致力于高位领域电子防护

四川天微电子股份有限公司（原四川天微电子有限责任公司）于2001年8月成立，是一家主要从事高速自动灭火抑爆系统、高能航空点火放电器件、高精度熔断器件等产品研发、生产、销售为一体的军工科研生产企业。公司依托多年积累的核心技术、丰富的军工科研生产经验和严格的生产管理，以综合防护领域的核心器件及系统集成为主要发展方向，长期致力于为高危领域提供电子防护产品。公司拥有较为完善的科研生产设备、试验检测设备以及配套设施，建立了完整的军工科研生产平台，具有满足科研生产的良好环境和保障条件，目前已成为军工整机/总体单位的一级配套商，受到军方用户单位的认可。

图 1：公司演化历程



资料来源：公司官网，招股说明书，Wind，天风证券研究所

公司坚持“创新进取，自强不息；精益求精，军工报国”的企业经营宗旨，不断加大研发投入，持续提高公司技术壁垒和产品竞争力。2023年，公司立足客户需要，积极推进系统类产品研发销售，加大器件类产品的研发销售，同时加大民品业务的拓展。系统类产品方面，实现全年收入1.07亿元，占主营业务收入77.52%，同比上升13.05%；器件类产品方面，实现全年收入2192.99万元，占主营业务收入15.95%，同比下降5.54%；委托研制项目方面，实现全年收入898.18万元，占主营业务收入6.53%，同比下降7.51%。

图 2：灭火抑爆系统



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 3：点火类放电管

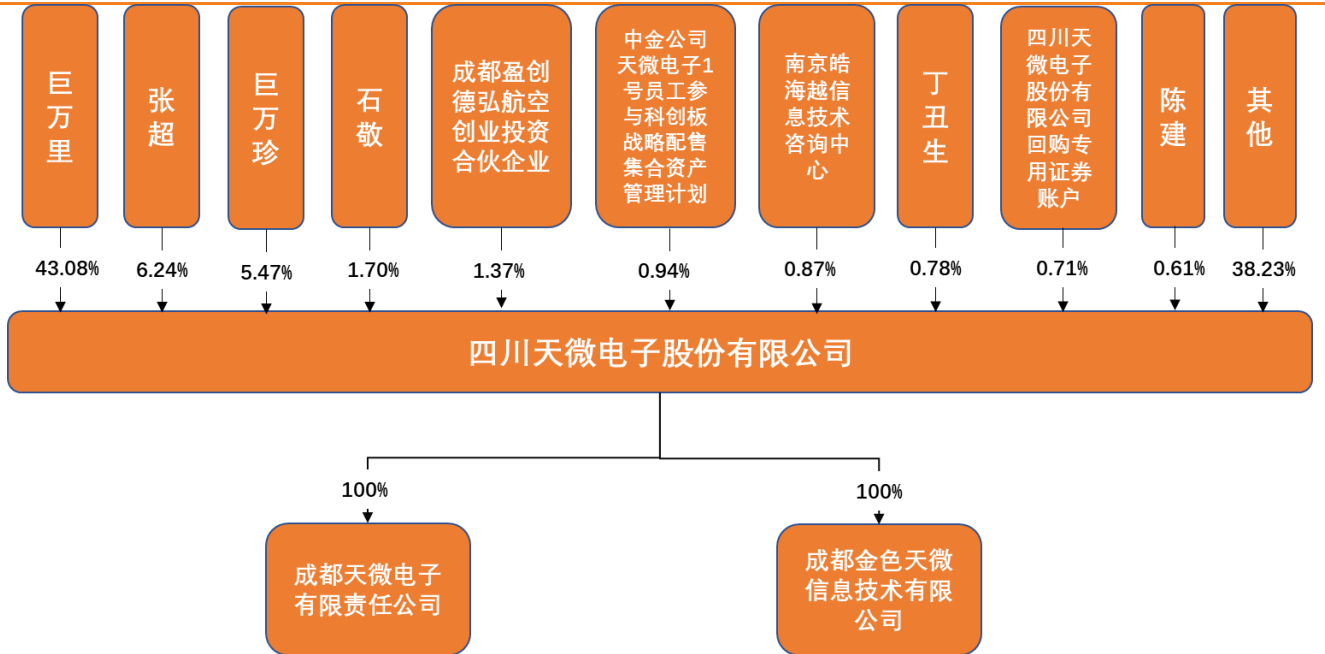


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司股权结构稳定，控股公司分工明确。公司实际控制人和第一大股东均为巨万里，直

接持有 43.08%股份，公司控制权稳定，决策效率高。公司管理层专业背景深厚，均在行业内深耕多年。公司董事长巨万里历任中国电子器件工业总公司深圳分公司市场部西南片区经理、巨人通讯执行董事、总经理、国微科技行政人事部经理、董事会秘书。董事杨有新历任空军第一研究所发动机研究室工程师、总体组组长，原国防科工委科技部航空局参谋，原总装备部军兵种装备部航空局参谋、副局长，军委装备发展部科研订购局正师职干部等军工领域干部。

图 4：公司股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：截止 2024 年 6 月 20 日

表 1：公司重要管理层人员履历

姓名	主要业务与产品
巨万里	1989 年 9 月至 1991 年 9 月任中国电子器件工业总公司人事部干部；1991 年 9 月至 1994 年 5 月任中国电子器件工业总公司深圳分公司市场部西南片区经理；1994 年 5 月至 1999 年 11 月任巨人通讯执行董事、总经理；1999 年 11 月至 2001 年 6 月任国微科技行政人事部经理、董事会秘书；2001 年 8 月至 2013 年 11 月任四川天微电子有限责任公司执行董事、总经理；2013 年 11 月至 2020 年 3 月任四川天微电子有限责任公司董事长；2020 年 3 月至今任四川天微电子股份有限公司董事长。
杨有新	1991 年 4 月至 1996 年 3 月任空军第一研究所发动机研究室工程师、总体组组长；1996 年 3 月至 1998 年 4 月任原国防科工委科技部航空局参谋；1998 年 5 月至 2015 年 12 月任原总装备部军兵种装备部航空局参谋、副局长；2016 年 1 月至 2018 年 7 月任军委装备发展部科研订购局正师职干部；2018 年 11 月至 2021 年 11 月任成都爱乐达航空制造股份有限公司总经理，2019 年 9 月至 2021 年 11 月任成都唐安航空制造股份有限公司执行董事，2018 年 11 月至今任成都爱乐达航空制造股份有限公司董事、副董事长；2020 年 3 月至今任四川天微电子股份有限公司董事。
张超	1989 年 9 月至 2003 年 8 月先后任成都庆光电器总厂显像管车间工艺员、显像管车间工段技术主管、环形灯车间质保主任、军品研究副所长；2003 年 8 月至 2004 年 8 月任四川天微电子有限责任公司副总经理兼总工程师；2004 年 8 月至 2013 年 12 月任四川天微电子有限责任公司常务副总经理、监事；2013 年 12 月至 2020 年 3 月任四川天微电子有限责任公司董事、总经理；2020 年 3 月至今任四川天微电子股份有限公司董事、总经理。

资料来源：公司 2023 年度报告，天风证券研究所

1.2. 灭火抑爆系统壁垒显著，注重核心技术转化竞争实力突出

公司主要产品为新型灭火抑爆系统、特种熔断器和航空放电管等器件、三防采集驱动装置等。灭火抑爆系统主要用于装甲车辆等武器装备；熔断器和放电管等器件主要应用于航空、航天等领域，目前业务规模较小；除主要产品销售业务以外，公司还承接部分委托研制业务，收入占比较小。

灭火抑爆系统：系公司成立以来核心产品，系统类产品方面 2023 年实现全年收入 1.07 亿元，占主营业务收入 77.52%，同比提升 13.05%，主要系灭火抑爆系统是整车的分系

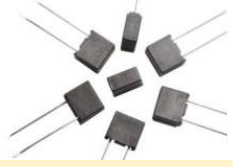
统，需求受整车的年度任务影响，2023 年灭火抑爆产品订单增加所致。军用灭火抑爆系统的核心功能为探测识别和控制，各工作单元的具体工作过程中，光学探测器与温度探测器是获取信息的传感装置，通过传感器件（紫外光电管、红外光敏元件、线式温度传感器）与微型处理器的结合，形成了兼具信息探测和信息处理功能的智能传感功能，提供实现探测识别功能的基础，逻辑控制器接收识别到的信息分析处理后启动控制功能；

电路保护元器件：2023 年实现全年收入 2192.99 万元，占主营业务收入 15.95%，同比下降 5.54%。公司生产和研发的器件类产品主要以军用放电管、军用熔断器为主，放电管产品在原先的基础上衍生出了大量的新型号，基本满足现阶段国内装备发展需求，经过十几年的研制，产品已在多个型号军用产品上应用，公司具有稳定的生产制造能力，产品技术成熟。在熔断器产品方面，公司产品实现了多型号规格覆盖，工作精度高、可靠性高，产品在航空、海军等领域具备庞大的应用需求；

委托研制项目：2023 年实现全年收入 898.18 万元，占主营业务收入 6.53%，同比下降 7.51%。公司委托研制收入主要通过承接各项军工科研项目实现。军工科研类项目主要分为两类，一类是由军方部委制定的科研新项目；另外一类是由军工用户单位制定的科研项目。

表 2：公司业务产品

业务	产品名称	典型产品图片	产品特点	应用领域	
灭火抑爆系统	灭火抑爆系统		高可靠实时探测、实时分析处理、实时高效灭火抑爆	装甲车辆乘员舱灭火抑爆和动力舱灭火	
	灭火系统		采集、驱动分布式独立，配置高可靠车辆总线通讯	装甲车辆动力舱灭火	
	抑爆系统		高可靠实时探测、实时分析处理、实时高效抑爆	装甲车辆乘员舱抑爆	
电路保护元器件	放电管	点火类放电管		具有快速反应、高能量放电等特点，实现高可靠稳定点火，使用寿命时间长	军用航空发动机点火系统
		保护类放电管		在高压情况下，实现瞬间放电，具有稳定的可靠性	军用航空机载雷达电源系统
	熔断器	大型大电流陶瓷快/慢熔断系列		具有环保、无铅、抗振、低内阻等特点，短路电流分断能力高，能承载大电流负载系统	军用领域：航空、战车、船舶等电源控制系统
		小型管状陶瓷快/慢熔断系列		具有环保、无铅、抗振、低内阻、低温、低功耗等特点，具有高分断能力	军用领域：航空、航天、兵器、雷达、舰船、基站、电子设备等电路
		微型贴装陶瓷快/慢熔断系列		具有安装快捷、连接可靠、可焊性高，低功耗、高可靠、高精度等特点	军用领域：航空、航天、兵器、雷达、舰船、基站、电子设备等电路

	<p>小型塑料插件慢熔断系列</p>		<p>具有环保、无铅、抗振、抗浪涌等特点，可直接软焊或插入，满足较小的封装空间要求</p>	<p>军用领域：航空、航天、兵器、雷达、舰船、基站、电子设备等电路</p>
--	--------------------	---	---	---------------------------------------

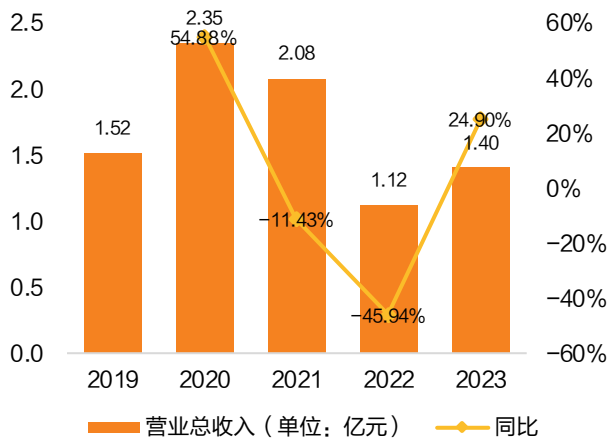
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2. 主营业务收入持续增长，技术优势赋能产品竞争力

2.1. 毛利率水平维持高位，持续研发投入不断改善盈利能力

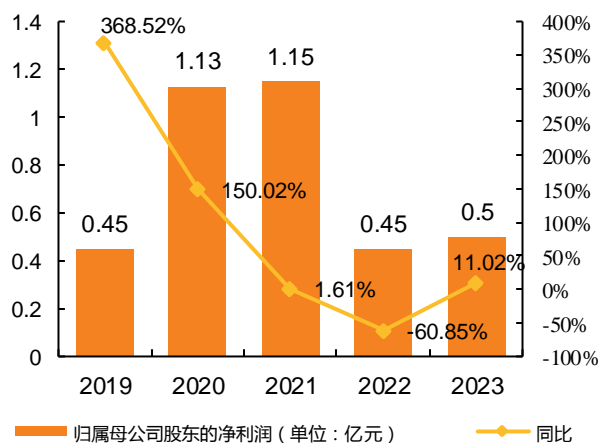
2023 年公司实现营业收入 14048.27 万元，较上年同期增长 26.84%，归属于母公司所有者的净利润 4970.43 万元，较上年同期增长 10.64%。公司主要产品灭火抑爆系统是整车的分系统，需求受整车的年度任务影响，2023 年灭火抑爆系统产品订单增加，因此公司 2023 年度收入有所增长。重点型号武器装备的系统配套周期一般较长，基于保密性和安全性，军方通常情况下不会轻易更换配套厂商，且当前较多核心部件并未完全实现国产化，一定程度上制约了我国武器装备领域发展，未来武器装备整体国产化进程将会促使相关企业在技术领域实现较大突破。我们认为，军品供应机制使得公司营收较为稳定，核心部件国产替代或将推动公司营收利润进一步增长。

图 5：2019 年-2023 年公司营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2019 年-2023 年公司归母净利润情况（单位：亿元）

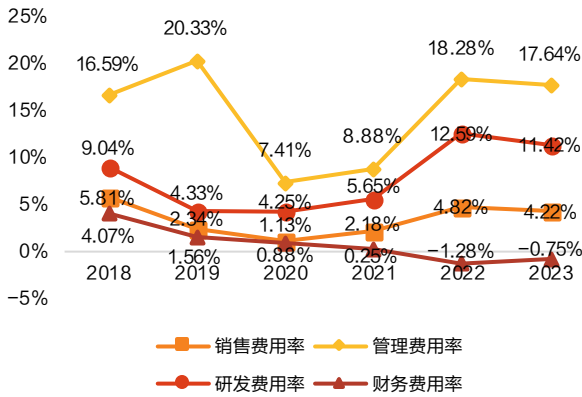


资料来源：Wind，天风证券研究所

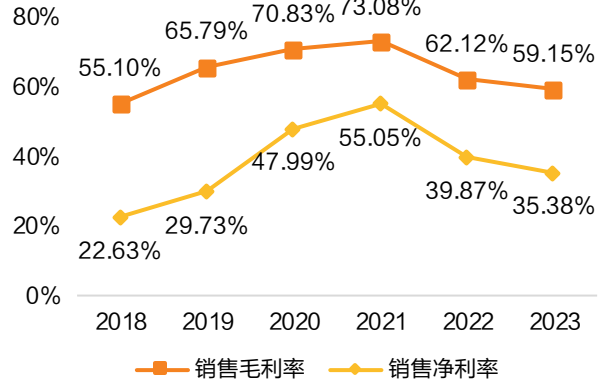
公司 2018 年至 2023 年期间费用率总体可控，公司 2023 年全年研发投入 1604.2 万元，同比增长 13.32%。研发费用率大幅增加，从 2018 年的 9.04% 增长至 2023 年的 11.42%，2023 年公司研发投入增长主要系股份支付费用增加所致；2023 年管理费用率增加主要系股份支付费用增加所致；2023 年财务费用较上年增加 37.64 万元，主要系利息收入减少所致；2023 年销售费用较上年同期增加 9.35%，主要为扩大销售规模，销售人员差旅费与销售服务费用增加所致。

图 7：2018 年-2023 年公司费用率变化

图 8：2018 年-2023 年公司净利率、毛利率变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所



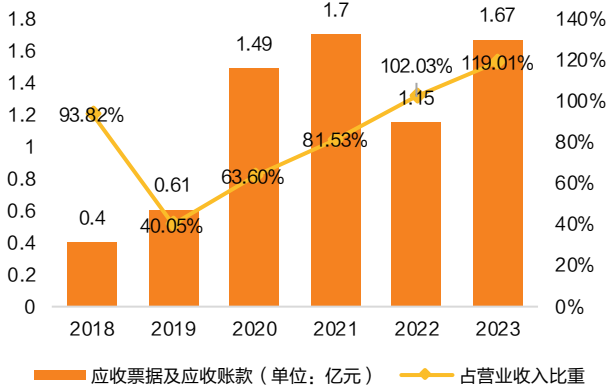
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018年至2021年期间,公司毛利率从55.10%到73.08%逐年稳步递增,净利率由22.63%增长至55.05%,2021年利润增多主要系公司加强管理、闲置资金理财收益及政府补助等增加所致。2022年至2023年毛利率、净利率同比有所下降,2022年利润减少主要系期内营业收入减少,新中标产品毛利率低于系统产品平均毛利率,公司人员增加导致职工薪酬增加、研发费用增加以及2022年政府补助减少所致。我们认为2018年至2023年,尽管受人力资源成本、产品收入结构、期间费用、新品利润等各种因素的影响,但公司毛利率一直保持50%以上,证明拥有较强盈利能力。

2.2. 应收与存货规模持续攀升,原材料占存货比达六成

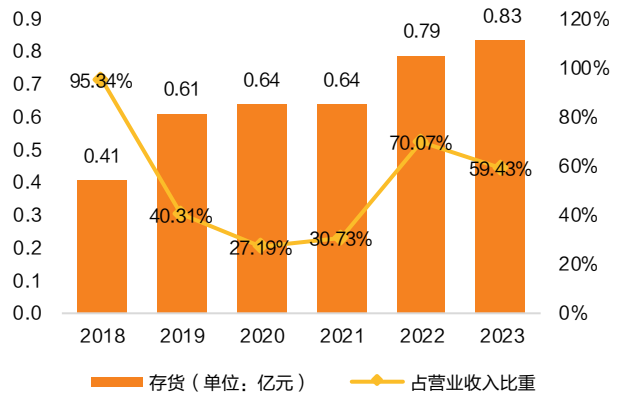
公司2020年至2023年应收票据及应收账款占营收比重稳步增长,占营收比始终维持60%以上,从63.60%增长至119.01%,保持稳定增长态势。2020年至2023年,公司存货规模稳定增长,截止2023年12月31日,存货期末余额账面价值共计0.83亿元。2018-2020年,存货占营收比重呈现明显下降趋势,2023年相对2022年也有所下降,公司资产周转情况较好,公司产品销售状况趋势向好,存货占营收比重或将持续下降。

图 9: 2018-2023 年公司应收票据及应收账款与占营收比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 2018 年-2023 年公司存货与占营收比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 积极推进军用灭火抑爆系统研发,立足客户需求强化研发能力

在长期发展过程中,公司始终将创新作为最核心的发展要素和动力。公司发展核心技术储备及研发的思路主要集中于公司的优势领域,能够更好地形成研发成果,以此在军工及综合防护领域实现持续的产品升级和产业延伸。军品研制技术水平高,开发难度大,公司按照“装备一代、生产一代、研制一代、预研一代、探索一代”的研发思路,优先在产品产业链及优势领域进行技术研发和创新,在研项目以产业延伸和产业升级为主,不断适应和满足武器装备的作战需求。公司具备技术创新的发展潜力。公司经过多年科研创新,研发成果转化能力较强,目前已成为整机/总体单位的一级配套商,主要产品军用灭火抑爆系统的配套武器装备型号数量优于其他竞争对手。公司已取得多项发明专利等自主知识产权,取得较为突出的技术成果,并参与国家军用标准的修订。

表 3: 公司主要在研项目 (建设进度统计截止 2023 年 12 月底)

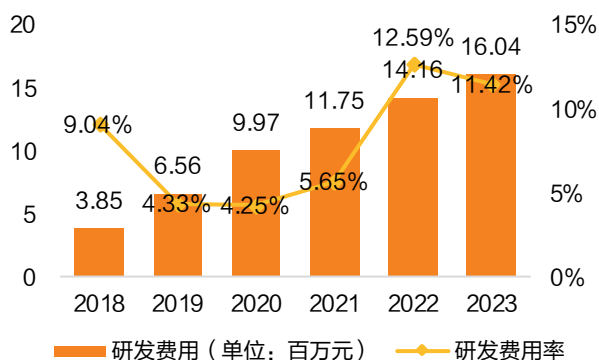
项目名称	拟达到目标	具体应用前景
------	-------	--------

<p>某三防通用采集驱动装置</p>	<p>为陆上机动平台提供核生化集体防护，可针对不同陆上平台，构建超压式、送风式集体防护系统和保护性出入口，对放射性落下灰、化学毒剂、生物气溶胶以及其他有毒有害物质的监测报警和有效防护任务，确保机动平台舱室内乘载员正常作业，避免或减轻机动平台上人员、设备、物资等遭受核生化污染，兼顾人员出入功能及应急洗消能力；通过对国产传感器核心电路设计和模块集成的持续研发，以及对显示屏和整机抗电磁干扰融合设计，使三防通用采集驱动装置实现全国产化的同时，提高装置的电磁兼容性，提升平均无故障间隔时间，缩短平均修复时间，满足国内军事领域对维修性、维修性、电磁兼容性、信息化等需求，形成通用化、系列化产品。</p>	<p>陆上机动平台</p>
<p>探测感知技术研究</p>	<p>发动机舱火焰探测系统（含集成式和分体式）融合紫外和红外检测技术的探测优势，通过微处理器分析、处理、判断采集的光谱信息，克服了测高灵敏度与误报的矛盾，是一款耐高温、高可靠、小型化、轻量化的火焰探测器，实时将火警信息及其相关状态信息传递给飞机；用于船舶或者航母上的防爆型复合火灾探测器，根据需求实时采集紫红外光电、压力、温度、视频和烟雾等信号，能够对发生的火焰进行预警及记录，并及时将现场情况传输给上位机，方便相关人员对于火情进行监控以及对于起火原因进行分析，做出相应处置。</p>	<p>小型、中大型飞机、船舶、航母发动机舱火焰探测</p>
<p>车内环境综合控制系统</p>	<p>采用集中控制理念，通过对三防、空调、制氧装置进行模块化、集成化设计，大幅缩小环境控制装备的体积和重量，提升系统的集成度和智能化水平，提升三防防护能力、制冷、制热、制氧浓度等关键性能指标，满足新一代装备对环境控制的要求。</p>	<p>某新型坦克及装甲</p>
<p>新型灭火抑爆系统</p>	<p>通过对核心部（组）件及系统的持续研发、技术迭代升级，以及抗电磁脉冲设计，提升系统任务可靠度，提升平均无故障时间，满足军事装备需求。</p>	<p>某新型坦克及装甲、两栖装备</p>
<p>核心器件国产化替代</p>	<p>通过对核心器件产品的持续研发、拓展和技术迭代升级，使相关产品在特性、寿命等方面满足国内军事领域的需求，完全替代国外产品。</p>	<p>航空航天装备</p>

资料来源：2023 年年度报告，天风证券研究所

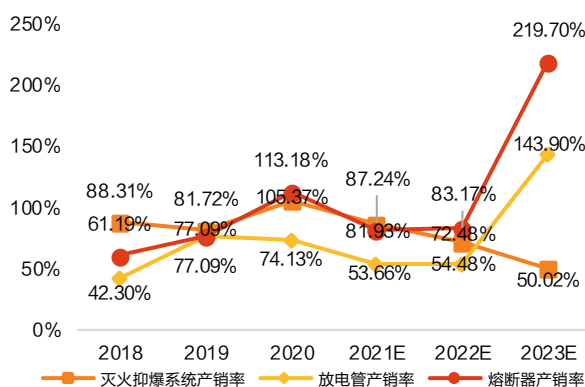
公司研发费用持续攀升，从 2018 年的 0.04 亿元增长至 2023 年的 0.16 亿元。公司未来将继续加大研发力度，前瞻性与实用性并重，谨慎选择技术方向及技术储备，紧密围绕产业链进行产品战略布局和核心技术储备，并以核心器件的升级换代和系统集成的性能提升为具体发展的优选方向，加大与整车单位合作，进一步开拓三防产品市场，扩大三防产品收入，同时积极推进民品业务的开拓，响应军民技术双向转移转化。

图 11：2018 年-2023 年研发费用及占营业收入比重变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2018-2023 年公司主要产品产销率



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所
备注：2021-2023 年各产品产销率为估计值

3. 下游需求景气度向上传导，公司新产品新平台加大扩展力度

3.1. 装甲扩列换装高景气度，防火抑爆系统需求大幅提升

3.1.1. 国防现代化建设迫在眉睫，灭火抑爆系统占据重要地位

为了适应现代战争尤其是信息化战争的需求，实现军队的全面信息化以及军队的核心战斗

力，国防信息体系的建设尤为重要。根据我国国防和军队现代化建设“三步走”战略，到2020年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，到2050年实现国防和军队现代化。目前我国军队正处于信息化建设关键阶段，军工电子行业承担着“信息系统一体化、武器装备信息化、信息装备武器化、信息基础设施现代化”的重大战略任务，未来军工电子行业具有广阔的发展空间和市场前景。

图 13：中国 99A 第三代主战坦克



资料来源：观察者网，天风证券研究所

图 14：中国轰 6K 战略轰炸机



资料来源：央视网，天风证券研究所

综合防护系统中的灭火抑爆系统在军用领域有着非常重要的地位。一辆装甲车辆要充分发挥其战斗效能，其中一个非常重要的条件是，当它被炮弹击穿之后仍能保持其乘员的生存能力。据统计，二次大战期间，被反坦克武器击穿的全部坦克有 40% 引起火灾；在越南和中东战争中，全部损失的坦克约有 50% 与车内燃料与弹药着火有关。考虑到各种反坦克弹药效能的提升及数量的增长，在未来的大规模军事冲突中，如果装甲车辆不采取适当的防爆抑爆措施，将会出现更高的人员伤亡率及车辆损坏率。正因为作为装甲车辆综合防护系统核心的灭火抑爆系统如此重要，灭火抑爆系统被称为装甲车辆最后一道防线。目前灭火抑爆系统已经作为装甲车辆的标配装备使用。

图 15：俄 T-80 坦克内部，红色金属罐内装有灭火剂



资料来源：国防部网，中国国防报，天风证券研究所

公司主要产品军用灭火抑爆系统是以光学探测器、温度探测器、逻辑控制器三大工作单元为基础载体的军工电子信息产品，基本功能为利用光学探测器和温度探测器的探测、识别等传感功能，在极短时间内探测和识别火焰特征，并将其转化为电信号进行传递，在此基础上，通过逻辑控制器综合分析判断后发出控制动作指令，驱动灭火抑爆瓶（由用户另行配套安装）实施完成灭火抑爆目的。军用灭火抑爆系统的核心功能为探测识别和控制，各工作单元的具体工作过程中，光学探测器与温度探测器是获取信息的传感装置，通过传感器件（紫外光电管、红外光敏元件、线式温度传感器）与微型处理器的结合，形成了兼具信息探测和信息处理功能的智能传感功能，提供实现探测识别功能的基础，逻辑控制器接收识别到的信息分析处理后启动控制功能。

表 4：军用灭火抑爆系统的主要工作单元情况

主要工作单元	组成	功能及特点
光学探测器	光学探测器是一种具有信息处理能力的智能传感器，属于光敏传感器，是对外界光信号有响应和转换功能的敏感装置，由光敏元件、逻辑电路、	光学探测器可实现火焰的快速精确探测，具有自动校准、自动补偿、自动诊断功能，同时还具备数据存储、信息处理和通信功能。它通过紫外光电管、红外光敏元

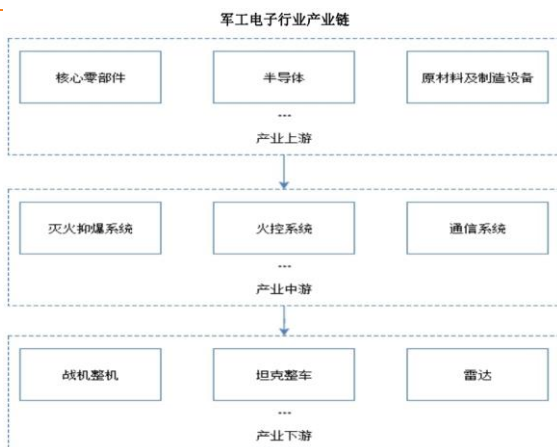
	<p>软件程序和结构件组成。光敏元件包括紫外光电管和红外光敏元件，逻辑电路包括微处理器和其他电子元器件，软件程序是将逻辑算法编制成程序代码，经编译后形成可执行程序通过微处理器运行，结构件包括探测器上盖、探测器底座等。</p>	<p>件分别探测采集光谱信号，利用逻辑算法分析处理，快速准确识别火焰，同时与逻辑控制器通信，传输报警信息。光学探测器具有响应速度快、抗干扰能力强、可靠性高的特点。</p>
温度探测器	<p>温度探测器是一种具有信息处理能力的智能传感器，属于温敏传感器，是将温度转换成电信号的敏感装置，由线式温度传感器、逻辑电路、软件程序组成。线式温度传感器是一种感受温度的器件，逻辑电路包括微处理器和其他电子元器件，软件程序是将逻辑算法编制成程序代码，经编译后形成可执行程序通过微处理器运行。</p>	<p>温度探测器可实现动力舱复杂环境下温度的快速探测和准确识别，具有自动诊断、自适应功能，同时还具备数据存储、信息处理和通信功能。它通过采集体现温度变化的电阻、电容参数，利用逻辑算法分析处理，准确识别火焰温度，同时与逻辑控制器通信，传输报警信息。温度探测器具有双参数（电阻、电容参数）检测、安装维护方便、可靠性高、耐油污的特点。</p>
逻辑控制器	<p>逻辑控制器由逻辑电路、软件程序和结构件组成。逻辑电路包括微处理器和其他电子元器件，软件程序是将逻辑算法编制成程序代码，经编译后形成可执行程序通过微处理器运行，结构件包括控制器上盖、控制器底座等。</p>	<p>逻辑控制器可实现灭火抑爆目标的逻辑控制，具有信息融合、智能控制、数据存储和通信等功能。它通过光学探测器和温度探测器发送的报警信息，采用智能控制技术实现灭火抑爆策略，逻辑控制器具有控制速度快、可靠性高、驱动能力强等特点。</p>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 地面兵装仍存市场空间，中游有望受益于下游整车装备增长

公司灭火抑爆系统下游目标主要是装甲车辆等武器装备，灭火抑爆系统对装备车辆等装备的作战能力、乘员生存能力的提升有着重要的作用。

图 16：公司所处产业链位置



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 17：现代装甲车辆综合防护系统情况

综合防护系统	
关键组成部分	作用
伪装（热特征、雷达信号特征、外形结构特征）	避免装甲车辆被侦察
光电干扰系统、多频谱烟幕、施放干扰装置	避免装甲车辆被发现
主动防护设备（主动拦截系统等）	避免装甲车辆被击中
装甲（爆炸反应装甲、多层复合装甲）	避免装甲车辆被击穿
三防系统	避免装甲车辆被破坏、乘员被杀伤（核生化）
灭火抑爆系统	避免装甲车辆被摧毁、乘员被杀伤（二次效应）

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

数量上：我国装甲战车数量仍具增长空间。根据 Global FirePower 数据，我军 2020 年装甲战车数量达 33000 辆，数量为世界第二，仅次于美国的 39253 辆。在坦克数量方面，根据 Global FirePower 测算，2020 年我国坦克数量近 3500 辆，数量为世界第 7 位，而第一名俄罗斯的坦克数量为 12950 辆。综上我国装甲战车数量与先进国家差距较小，而坦克数量与先进国家差距较大，仅为俄罗斯的 27.03%，仍有较大发展空间。

技术上：在装甲车辆的先进性方面，我国仍有极大的发展空间。我国在役主战坦克数量结构偏老化，目前一二代主战坦克占比仍较多，换装需求持续，面对当代智能化、信息化战争趋势以及《新时代的中国国防》白皮书关于“机动作战、立体攻防”的战略要求，高端的主战坦克和步兵战车换装需求较大。公司预计未来我国一二代主战坦克将逐步退役，第三代主战坦克进行替代，同时第四代主战坦克具有轻型化、高机动、多功能一体化的特点，火炮系统、信息化程度方面均领先于第三代，拥有更强劲的防护能力和更高的机动性，第四代主战坦克未来有望带来新的更换需求。资料显示，我国目前相对落后的第一代、第二代坦克现役数量仍然占比 50% 以上，装甲车辆的更新换代将一直持续。

政策上：我国装备费用占比逐年攀升。2019 年我国国防部披露《新时代的中国国防》白皮书，其中提到我国国防费用按用途划分主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成。2010 年至 2017 年中国年度国防费构成中装备费支出占比持续维持在 33.2% 以上，整体上呈现上升趋势。其中还提到，我国要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。

我们认为，军费预算攀升叠加装备费用支出比例上调，我国装备采购额有望持续提升。下游高景气度有望逐步向上游传导，公司或将受益于下游装甲车辆扩列、换装趋势。

表 5：2010-2017 年中国年度国防费构成（单位：亿元）

年度\项目	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	支出额	占比 (%)	
2010	1859.31	34.9	1700.47	31.9	1773.59	33.2	5333.37
2011	2065.06	34.3	1899.43	31.5	2063.42	34.2	6027.91
2012	1955.72	29.2	2329.94	34.8	2406.26	36.0	6691.92
2013	2002.31	27.0	2699.71	36.4	2708.60	36.6	7410.62
2014	2372.34	28.6	2679.82	32.3	3237.38	39.1	8289.54
2015	2818.63	31.0	2615.38	28.8	3653.83	40.2	9087.84
2016	3060.01	31.3	2669.94	27.4	4035.89	41.3	9765.84
2017	3210.52	30.8	2933.50	28.1	4288.35	41.1	10432.37

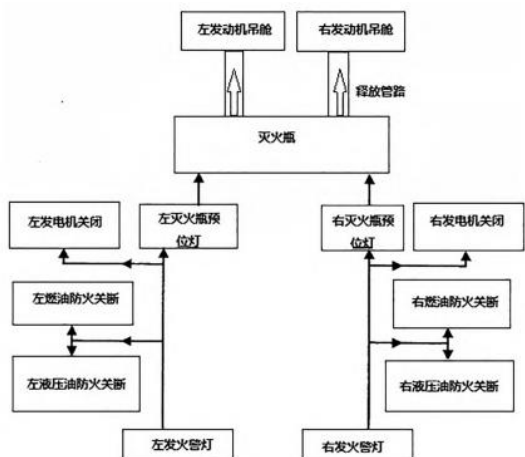
备注：数据来源于中国政府向联合国提交的国防费基本数据

资料来源：国防部，天风证券研究所

3.1.3. 下游新拓展航空平台方向，民用领域市场有待深耕

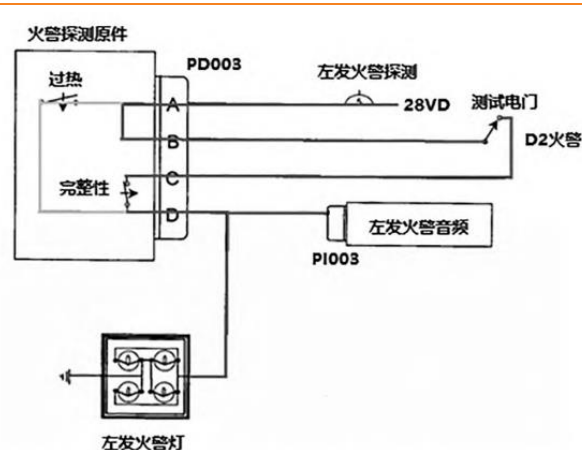
飞机的失火是飞机使用、维护过程中发生次数最多的事故情况之一，因此世界各国对飞机防火系统的设计、分析工作都十分重视。以公务机 CESSNA525 M2 型为例，其防火系统分为两个主要部分：火警探测系统和灭火系统。发动机火警探测系统探测火警并向机组人员发出火警指示。灭火系统由一个固定灭火瓶、释放管路、灭火瓶释放控制装置和相关电路组成，灭火瓶包括压力表和两个释放组件，灭火剂对发动机舱部件没有损坏,因此无需更换发动机部件。

图 18：CESSNA525 M2 飞机防火系统原理图



资料来源：《CESSNA525 M2 飞机防火系统原理分析及与 CJ1 飞机构型差异对比》陈磊，天风证券研究所

图 19：火警探测系统原理图



资料来源：《CESSNA525 M2 飞机防火系统原理分析及与 CJ1 飞机构型差异对比》陈磊，天风证券研究所

公司作为中航物资装备有限公司元器件等产品的供应商，积极推广相关产品在航空工业集团旗下科研院所以及下属军工企业的运用。此外，公司积极拓展灭火抑爆系统的应用领域，目前已与中国航空工业集团公司下属某研究所签订了《技术开发合同》，积极开展航空装备火警系统的产品研制，目前该项目已实现装机飞行。其余型号，公司基于与某集团公司下属某研究所针对光学火警探测装置签订的《装备配套研制合同》，目前正积极推动相关航空装备火警系统产品的研制。我们认为，公司灭火抑爆系统在航空平台上的运用仍存较大市场空间，飞机平台未来或将有力拓宽公司灭火抑爆系统业务收入。

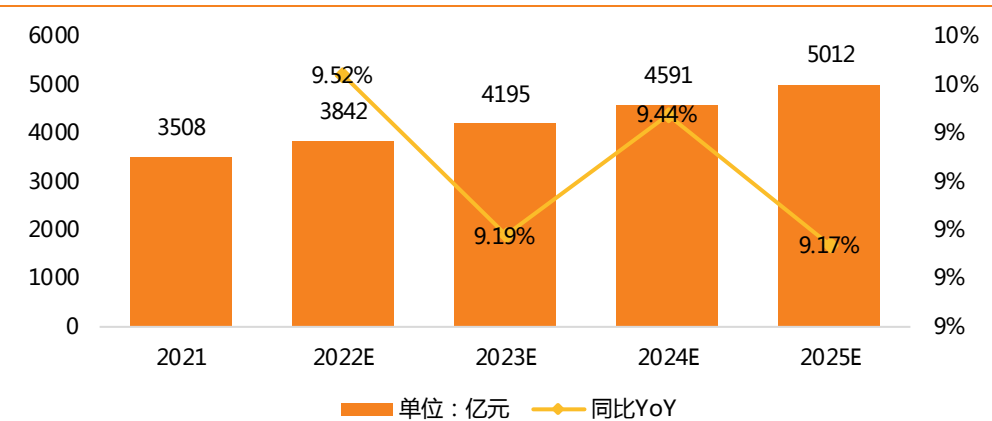
随着社会经济发展和我国易燃易爆行业火灾及爆炸等燃爆安全隐患明显，人员伤亡和财产损失严重，并且部分事故还引发大气污染以及环境破坏，致使生态失衡。目前除煤矿等少数领域有瓦斯抑爆产品外，其它行业大多采用传统的消防方式进行防控，传统的防控手段对爆炸控制效果有限，采用抑爆技术进行控制能够更好地防止爆炸事故的发生。矿井瓦斯爆炸事故是煤矿灾害事故中最具破坏力的事故之一，在煤矿领域公司产品已在四川、山西等多地实际应用且实现销售。公司有望依托于自身的技术储备，结合民用领域市场的需求和应用趋势，稳妥开展民用领域市场的开拓工作，逐步在民用市场的综合防护领域形成具有竞争力的产品。

3.2. 军工电子连续维持高增长，电子元器件国产化替代亟待提高，

3.2.1. 国防科工重中之重，长坡厚雪赛道发展潜力十足

军工电子元器件行业是我国国防科技工业的一部分，相对于民用领域产品，军用电子元器件对产品质量等级要求非常高。随着现代科学技术高速地发展，一场把机械化战争形态改造成信息化军事形态的军事变革正在全球范围进行。实现武器装备信息化的必要条件是具有高水平、高可靠性的军用电子元器件。按应用于不同的装备来看，军用电子元器件主要应用于航空装备、航天、地面装备、指挥系统及通信系统等方向。根据中商情报网，我国军工电子行业市场规模 2021-2025 年年均增长速度超过 9%，我们认为，军工电子行业尽显赛道长坡厚雪属性，后续发展势头强劲。

图 20：2021-2025E 年中国军工电子行业市场规模变化趋势



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

3.2.2. 电子元器件受进口掣肘，国产替代率有待提升

目前我国还存在相当比例的军工装备采用国外进口电子元器件，但此类电子元器件的使用存在以下问题：第一，我国军工装备的基础生产严重依赖国外厂商的设备技术，目前电子元器件更新周期逐渐缩短，严重限制我国军工装备研发的发展节奏，并对很多已服役和仍在产的航空航天高端装备的维护和生产造成较大影响；第二，部分西方国家形成联盟，长期对我国实行严格电子元器件出口限制政策，对我国高性能的航空航天装备的研产造成较大影响；第三，进口电子元器件可能会在设计、制造、封装、测试等环节被人为植入后门，从而存在信息安全隐患。为实现我国军工领域的自主可控，我国国防装备国产化持续推进，军用电子元器件的国产进程也带来了新的市场空间。

目前灭火防爆系统中的核心器件紫外光管国产化替代进程仍有待加快，公司已加快其自主生产能力建设。公司系统产品在业内保持高水平，技术升级与国外同类产品保持同步。公司器件类产品质量性能突出，已成功研发并批量生产器件类产品，产品覆盖多种型号产品，部分器件类产品生产线贯国军标。公司研发、技术实力较强，产品开发经验丰富，新产品、新技术开发能力较强，与主要军工客户形成了长期稳定的合作关系。公司产品覆盖面广，拥有较强的生产线优势，同时掌握较好的客户资源，更为容易取得市场主动权。

表 6：公司器件类产品技术水平及特点

产品系列	技术水平	技术特点
高能点火气体放电管	产品综合性能指标突出，实现批量列装	陶瓷封装、可靠性高、击穿电压波动范围小、使用寿命长
过电压保护气体放电管	性能指标突出，研制成功并实现列装	陶瓷封装、电压脉冲防护可靠性高、维持电压高，使用寿命长
熔断器	实现多规格型号的覆盖	工作精度高、可靠性高

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 三防系统产品前景广阔，公司已进入研产轨道

“老三防”即“防原子、防化学、防生物武器”，指对核武器、化学武器、生物武器的防护。

防原子武器：

2023 年 3 月 21 日，英国国防部证实英国将向乌克兰提供的“挑战者-2”主战坦克配套弹

药中包含贫铀穿甲弹，当前愈加紧张的国际局势下，我国可能会面临类似俄乌冲突中经生化战剂与放射性污染物扩散后的核生化污染环境。

防化学武器：

《禁止化学武器公约》已生效多年，但化学武器销毁仍未结束，近年多次发生化学毒剂的非战争使用，此外中东地区化学武器使用事件不断发生，国际核生化威胁形势仍然严峻。

防生物武器：

随着国际国内形势的不断变化，美、俄、英、法等不断调整安全和军事战略，相继出台的《应对大规模杀伤性武器战略》、《俄罗斯国家安全战略》等从法规层面强调生物武器威胁，强化生物装备体系建设，基本形成感知、预警与辅助决策的侦察体系。

图 21：我火箭军多功能智能机器人清除高危辐射源



资料来源：中国核技术网，天风证券研究所

综上所述，我们认为，核生化防护装备仍然保持战略地位，未来国防需求端景气度不减，公司在三防系统研产方面的顺利开展有望为后续三防系统业务的起航打下坚实基础，三防系统或将成为公司又一大收入支柱。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

公司主要产品灭火抑爆系统是整车的分系统，需求受整车的年度任务影响，2023 年灭火抑爆系统产品系统订单增加导致公司年度收入有所增长。受摊销股份支付费用，以及减值损失较上一年度有所增长的影响，营业利润略有下降。我们认为，公司核心产品灭火防爆系统下游地面装甲列装趋势不减，航空平台民用方向正待拓展。器件类产品国产替代逻辑清晰，公司凭借技术科研优势成为国产电子元器件中流砥柱。

表 7：天微电子各业务收入拆分（单位：万元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
系统类							
收入	21,068.18	18,090.83	6,833.49	10661.25	14392.69	21589.03	32383.55
收入 yoy	56.25%	-14.13%	-62.23%	56.01%	35.00%	50.00%	50.00%
成本	6,300.82	4,748.44	2,365.28	4136.57	5037.44	7340.27	10686.57
毛利	14,767.36	13,342.38	4,574.55	6524.69	9355.25	14248.76	21696.98
毛利率(%)	70.09	73.75	65.92	61.20	65.00	66.00	67.00
业务收入比例(%)	89.69	86.95	61.70	75.89	74.13	75.05	76.61
器件类							
收入	1,448.84	2,025.02	2,277.09	2192.99	2960.54	3848.70	5003.31
收入 yoy	26.56%	39.77%	12.45%	-3.69%	35.00%	30.00%	30.00%
成本	368.53	507.00	1,031.82	1065.79	1361.85	1770.40	2301.52
毛利	1,080.31	1,518.01	1,281.12	1127.20	1598.69	2078.30	2701.79
毛利率(%)	74.56	74.96	55.39	51.40	54.00	54.00	54.00
业务收入比例(%)	6.17	9.73	20.56	15.61	15.25	13.38	11.84
委托研制类							

收入	804.60	383.52	1,657.98	898.18	1706.54	2901.12	4351.68
收入 yoy	59.91%	-52.33%	332.31%	-45.83%	90.00%	70.00%	50.00%
成本	134.67	278.38	794.12	458.97	853.27	1,450.56	2,175.84
毛利	669.92	105.14	889.08	439.21	853.27	1450.56	2175.84
毛利率(%)	83.26	27.41	52.82	48.90	50.00	50.00	50.00
业务收入比例(%)	3.43	1.84	14.97	6.39	8.79	10.09	10.29
其他业务							
收入	168.31	306.01	306.79	295.85	355.02	426.02	532.53
收入 yoy	386.73%	81.81%	87.00%	-3.57%	20.00%	20.00%	25.00%
成本	47.96	67.66	69.75	77.22	88.76	106.51	133.13
毛利	120.35	238.35	241.49	218.63	266.27	319.52	399.40
毛利率(%)	71.50	77.89	77.59	73.90	75.00	75.00	75.00
业务收入比例(%)	0.72	1.47	2.77	2.11	1.83	1.48	1.26
合计	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	23489.93	20805.38	11075.35	14048.27	19414.79	28764.87	42271.07
总收入 YoY	54.88%	-11.43%	-46.77%	26.84%	38.20%	48.16%	46.95%
总成本	6852.01	5600.81	4195.34	5738.54	7341.31	10667.74	15297.07
总毛利	16637.92	15204.57	6880.01	8309.73	12073.47	18097.14	26974.00
总毛利率(%)	70.83	73.08	62.12	59.15	62.19	62.91	63.81

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 相对估值

我们采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测。我们选取军工装备体系的上海瀚讯、江航装备和北摩高科作为可比公司, 参考 2024 年可比公司 PE, 考虑到公司持续研发投入夯实技术壁垒, 未来有望进一步提升盈利能力和市场占有率; 同时随着地面兵装、航空平台等领域的快速扩张, 对灭火抑爆系统和三防系统需求弹性大, 公司营收有望持续增长。我们认为 2024 年 PE 40-45x 为合理估值区间, 对应目标价格区间 33.6-37.8 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司 PE 预测 (数据截止至 2024 年 6 月 22 日)

证券代码	公司	股价 (元)	预测 EPS (元)			预测 PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300762.SZ	上海瀚讯	16.37	0.21	0.39	0.56	77.44	42.04	29.19
688586.SH	江航装备	9.49	0.31	0.37	0.43	30.99	25.68	22.22
002985.SZ	北摩高科	22.63	0.98	1.23	1.49	23.11	18.42	15.20
平均值		16.16	0.50	0.66	0.83	43.85	28.71	22.20

注: 预测 EPS、预测 PE 来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 对中国兵器工业集团存在依赖的风险

2018 年、2019 年和 2020 年, 按同一控制下口径公司前五名客户销售收入合计占营业收入比例分别为 87.27%、97.49%和 97.77%, 呈现出客户集中度较高的特点。其中, 中国兵器工业集团有限公司下属各单位合计收入占比分别为 58.85%、80.26%和 88.92%, 公司对兵器工业集团有限公司的依赖程度持续提升。公司主要业务收入来源于军品销售, 主要集中于国防工业军工装备中的综合防护领域, 主要向中国兵器工业集团有限公司所属单位供货。

5.2. 收入增长依赖于军方招标的风险

公司营业收入增长主要系公司在灭火抑爆系统统型招标中成功中标, 并因此确定了公司灭火抑爆系统的配套关系。未来如果军方重新举行灭火抑爆系统招标, 或者重新调整灭火抑爆系统配套关系, 将可能导致公司订单下降、收入下滑甚至业绩不能持续, 从而对

公司的经营业绩产生重大不利影响。

5.3. 产品单一的风险

目前军用灭火抑爆系统产品是公司营业收入的主要来源，产品类型较为单一，增长空间受国际局势等内外部复杂因素的影响具有不确定性。公司主要产品军用灭火抑爆系统应用于装甲车辆，在研产品应用领域也集中于装甲车辆，主要业绩来源领域较为单一。公司主要产品市场属于装甲车辆的细分市场，市场空间相对较小，业绩增长空间有限。

5.4. 公司产品尚未完成军品审价的风险

公司主要产品军用灭火抑爆系统收入确认方法为：在销售完成、尚未取得军品审价批复前，按合同暂定价确认收入；审价完成的当期将审定价与暂定价的累计差异调整当期营业收入。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，在审定价格相对暂定价大幅向下调整的情况下，公司的经营业绩将会出现明显下降。

5.5. 主观性相关风险

研究预测具有主观性风险，或与之后市场发展方向出现偏离。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	141.96	157.91	123.19	23.01	65.42
应收票据及应收账款	114.76	167.18	225.56	403.27	472.58
预付账款	0.42	0.19	3.31	0.27	4.42
存货	78.81	83.48	123.53	196.43	244.49
其他	454.57	444.79	464.93	456.05	459.06
流动资产合计	790.51	853.57	940.52	1,079.03	1,245.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	56.87	55.04	48.09	41.14	34.19
在建工程	0.46	21.16	21.16	21.16	21.16
无形资产	5.72	5.50	5.24	4.98	4.73
其他	18.44	21.54	17.88	16.60	15.44
非流动资产合计	81.49	103.24	92.38	83.89	75.52
资产总计	872.00	956.81	1,032.90	1,162.92	1,321.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	7.14	0.00
应付票据及应付账款	31.61	45.41	65.39	92.16	128.54
其他	15.25	26.66	24.03	39.48	44.41
流动负债合计	46.86	72.07	89.43	138.78	172.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.45	26.37	27.19	27.00	26.85
非流动负债合计	27.45	26.37	27.19	27.00	26.85
负债合计	75.84	104.94	116.61	165.78	199.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	569.37	564.89	564.89	564.89	564.89
留存收益	188.11	237.90	295.48	384.35	505.84
其他	(41.32)	(30.92)	(24.08)	(32.10)	(29.03)
股东权益合计	796.16	851.87	916.29	997.14	1,121.69
负债和股东权益总计	872.00	956.81	1,032.90	1,162.92	1,321.50

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	44.84	49.70	67.39	93.41	129.88
折旧摊销	8.03	8.87	7.21	7.21	7.21
财务费用	0.07	0.00	(1.00)	(0.52)	(0.32)
投资损失	(15.29)	(12.12)	(12.12)	(13.18)	(12.47)
营运资金变动	128.63	(47.28)	(104.35)	(194.37)	(80.22)
其它	(46.93)	13.40	2.00	1.00	2.00
经营活动现金流	119.36	12.57	(40.88)	(106.45)	46.09
资本支出	(3.53)	27.06	(0.82)	0.18	0.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(34.69)	(38.82)	8.94	10.99	8.32
投资活动现金流	(38.22)	(11.76)	8.12	11.18	8.47
债权融资	(28.57)	1.06	1.00	7.66	(6.82)
股权融资	(41.32)	5.91	(2.97)	(12.56)	(5.33)
其他	(52.16)	2.60	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(122.04)	9.58	(1.96)	(4.90)	(12.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(40.90)	10.39	(34.73)	(100.17)	42.41

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	112.47	140.48	194.15	287.65	422.71
营业成本	42.61	57.39	73.41	106.68	152.97
营业税金及附加	1.03	2.28	2.72	4.03	5.92
销售费用	5.43	5.93	7.77	11.45	15.64
管理费用	20.57	24.78	32.81	48.32	70.59
研发费用	14.16	16.04	20.97	30.92	52.33
财务费用	(1.43)	(1.06)	(1.00)	(0.52)	(0.32)
资产/信用减值损失	(0.05)	(5.44)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
公允价值变动收益	0.00	0.00	2.00	1.00	2.00
投资净收益	15.29	12.12	12.12	13.18	12.47
其他	(33.79)	(19.04)	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.68	47.48	71.58	100.94	140.03
营业外收入	2.22	9.31	5.41	5.65	6.79
营业外支出	0.12	0.04	0.07	0.07	0.06
利润总额	50.78	56.75	76.92	106.51	146.76
所得税	5.94	7.04	9.54	13.10	16.88
净利润	44.84	49.70	67.39	93.41	129.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	44.84	49.70	67.39	93.41	129.88
每股收益(元)	0.56	0.62	0.84	1.17	1.62

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-45.94%	24.90%	38.20%	48.16%	46.95%
营业利润	-62.12%	-2.46%	50.77%	41.00%	38.74%
归属于母公司净利润	-60.85%	10.85%	35.57%	38.62%	39.05%
获利能力					
毛利率	62.12%	59.15%	62.19%	62.91%	63.81%
净利率	39.87%	35.38%	34.71%	32.47%	30.73%
ROE	5.63%	5.83%	7.35%	9.37%	11.58%
ROIC	14.64%	20.77%	26.04%	26.04%	23.48%
偿债能力					
资产负债率	8.70%	10.97%	11.29%	14.26%	15.12%
净负债率	-17.83%	-18.54%	-13.44%	-1.59%	-5.83%
流动比率	16.34	10.86	10.52	7.78	7.20
速动比率	14.71	9.80	9.14	6.36	5.79
营运能力					
应收账款周转率	0.79	1.00	0.99	0.91	0.97
存货周转率	1.58	1.73	1.88	1.80	1.92
总资产周转率	0.12	0.15	0.20	0.26	0.34
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.62	0.84	1.17	1.62
每股经营现金流	1.49	0.16	-0.51	-1.33	0.58
每股净资产	9.95	10.65	11.45	12.46	14.02
估值比率					
市盈率	39.66	35.78	26.39	19.04	13.69
市净率	2.23	2.09	1.94	1.78	1.59
EV/EBITDA	25.61	26.60	15.42	12.15	8.56
EV/EBIT	28.75	29.64	16.99	13.02	9.00

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com