

晶品特装 (688084)

证券研究报告
2024年07月16日

光电侦察+军用机器人双轮驱动，领先行业核心技术助力招标

深耕无人化装备领域，光电侦察+军用机器人双轮驱动

公司成立以来深耕军工信息化、智能化、无人化技术领域，逐步形成了“智能感知”和“机器人”两大业务板块。2019年至今，公司在光电侦察及机器人领域核心技术长期自主研发的基础上，形成了多项具有较强市场竞争力的系列化型号产品，相继赢得多款军方及军工集团的公开产品招标。

主营业务收入稳步增长，盈利能力持续向好

2018年至2021年，随着军品型号陆续批量生产，公司营业收入从0.48亿元增长至4.22亿元，CAGR达106%；归母净利润实现由负转正，业绩总体呈快速增长趋势。2022年和2023年，接连受国内宏观环境、军工行业形势和计划执行进度影响，公司订单签订、产品生产、项目交付、验收回款等环节未达预期，营业收入同比分别-33.65%/-19.64%，归母净利润同比分别-26.23%/-31.11%。近年来公司综合毛利率总体维持高位，但随产品结构变化而有所波动。2023年，公司综合毛利率为37.47%，呈小幅下降趋势，主要系2023年销售产品结构发生变化所致。

光电侦察设备重要性日益突出，公司核心技术行业领先

国防安全领域在战场感知方面的需求持续增加和技术进步带来的效率上的提高，是光电市场的强劲增长主要的驱动因素。随着军队的战场感知能力需求的增强及无人侦察监控应用需求提升，未来军用光电系统市场空间有望进一步扩展。公司开发了单兵头戴、手持、枪瞄等多类光电侦察设备及多款无人机载光电吊舱产品，产品技术参数或指标优异，在公司已中标的七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。

国防军工无人化进入发展快车道，军用机器人展现较大军事潜力

自上世纪60年代以来，军用机器人日益受到各国军界的重视，其较大的军事潜力，较高的作战效能，预示着机器人在未来的战争舞台上或是一支不可忽视的力量，将会是未来信息化战场的基本智能单元。公司积极布局无人化、智能化作战装备，突破并掌握了高效动力驱动、高适应性底盘、多自由度自适应机械臂、高效人机协同及操控等核心关键技术，自主开发了5kg、25kg、50kg、100kg、400kg、1T、1.5T等级别的系列地面机器人和无人车，根据不同作业任务主要包括侦察机器人、排爆机器人、核化机器人、多用途机器人、无人战车、无人支援车等。

盈利预测与评级：在光电侦察设备和机器人两大业务方面，公司坚持长期自主研发，形成较强市场竞争力。国防安全领域里光电侦察设备与军用机器人日益受到军方重视，公司目前产品型号目前核心技术突出，中标情况优异。在此假设下，公司2024-2026年总营收为3.98/6.41/8.46亿元，总毛利率为40.15%/43.26%/44.00%。对应EPS分别为0.72元/股、1.33元/股、1.74元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：经营业绩波动风险、客户流失或被竞争对手替代的风险、军品审价的风险、技术与产品研发的风险、主观性相关风险。

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	40.25元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	75.66
流通A股股本(百万股)	36.09
A股总市值(百万元)	3,045.28
流通A股市值(百万元)	1,452.59
每股净资产(元)	22.01
资产负债率(%)	11.99
一年内最高/最低(元)	79.80/39.47

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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	279.81	225.49	398.12	641.21	846.32
增长率(%)	(33.70)	(19.41)	76.56	61.06	31.99
EBITDA(百万元)	104.50	69.31	68.96	114.17	145.31
归属母公司净利润(百万元)	45.33	30.61	54.14	100.28	131.64
增长率(%)	(25.08)	(32.48)	76.89	85.23	31.27
EPS(元/股)	0.60	0.40	0.72	1.33	1.74
市盈率(P/E)	66.98	99.20	56.08	30.28	23.07
市净率(P/B)	1.79	1.78	1.75	1.69	1.62
市销率(P/S)	10.85	13.46	7.63	4.74	3.59
EV/EBITDA	46.31	63.19	23.75	16.27	11.70

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕无人化装备领域，光电侦察+军用机器人双轮驱动.....	4
2. 主营业务收入稳步增长，盈利能力持续向好.....	5
2.1. 业绩保持稳定增长，军用机器人业务占比不断提升.....	5
2.2. 毛利率随产品结构而有所波动，期间费用率随收入规模扩大呈现下降趋势.....	5
2.3. 募集资金重点投向科技创新领域，提升军用机器人.....	6
3. 光电侦察设备重要性日益突出，公司核心技术行业领先.....	7
3.1. 战场感知需求持续增长，光电侦察市场空间持续扩大.....	7
3.1.1. 无人机运用范围不断扩大，拉动机载光电吊舱需求不断增长.....	8
3.1.2. 军改拉动新型信息化设备需求，单兵光电侦察设备市场空间不断增长.....	8
3.2. 公司光电侦察设备产品品类不断扩展，核心技术行业内领先.....	8
4. 国防军工无人化进入发展快车道，军用机器人展现较大军事潜力.....	9
4.1. 各国大力布局无人装备，我国特种机器人市场规模增长迅猛.....	9
4.2. 公司核心技术领先，产品竞标成绩优异.....	10
5. 盈利预测与投资建议.....	10
5.1. 核心假设.....	10
5.2. 投资评级.....	11
6. 风险提示.....	11
6.1. 经营业绩波动风险.....	11
6.2. 客户流失或被竞争对手替代的风险.....	12
6.3. 军品审价的风险.....	12
6.4. 技术与产品研发的风险.....	12
6.5. 主观性相关风险.....	12

图表目录

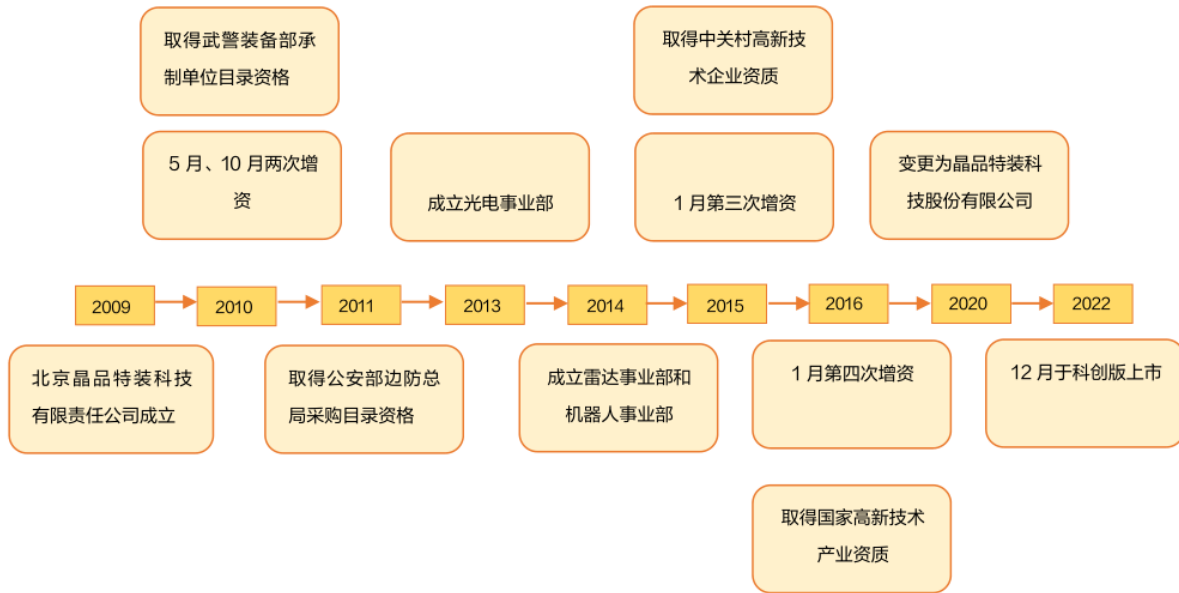
图 1：公司发展概览.....	4
图 2：公司股权架构图（截止 2024 年 3 月 31 日）.....	4
图 3：2018 年-2023 年公司营业总收入（单位：亿元）.....	5
图 4：2018 年-2023 年公司归母净利润（单位：亿元）.....	5
图 5：2018 年-2022 年公司各业务收入情况（亿元）.....	5
图 6：2023 年公司各项业务收入占比情况（单位：%）.....	5
图 7：2018 年-2023 年公司综合毛利率.....	6
图 8：2023 年公司毛利构成.....	6
图 9：2018-2023 年公司期间费用率.....	6
图 10：军用光电侦察设备分类.....	7
图 11：Markets and Markets（2020 年预测）2020-2025 年全球军用光电设备市场空间预测（亿美元）.....	7

图 12: 美国 RQ-11B 超近程无人机光电吊舱	8
图 13: 美国 MQ-9 远程无人机光电吊舱	8
图 14: 美国无人系统军费投入	9
图 15: 2019 年军用机器人占据特种机器人最大的市场份额	10
表 1: 公司募投资金投资项目 (单位: 万元)	6
表 2: 公司光电侦察设备领域核心技术	9
表 3: 晶品特装各业务收入拆分 (单位: 万元)	11

1. 深耕无人化装备领域，光电侦察+军用机器人双轮驱动

晶品特装成立于 2009 年，前身为北京晶品特装科技有限责任公司。成立之初，公司主要从事软件开发以及警用产品的研发与销售等业务；2016 年起，公司开始计划参与军方产品业务。2020 年 9 月 30 日，晶品有限作出股东会决议，同意晶品有限整体变更设立为股份有限公司；2022 年 12 月，公司于科创板上市。

图 1：公司发展概览



资料来源：公司官网，公司招股说明书，天风证券研究所

公司股权结构稳定。公司实际控制人为公司董事长陈波先生，其通过军融汇智间接控制公司 25.08% 的股份，通过军融创鑫间接控制公司 16.28% 的股份，通过军融创富间接控制公司 9.94% 的股份，合计控制公司 51.30% 的股份。军融汇智、军融创鑫、军融创富为公司股权激励的持股平台，核心技术人员可通过持股平台间接持股公司。

图 2：公司股权架构图（截止 2024 年 3 月 31 日）



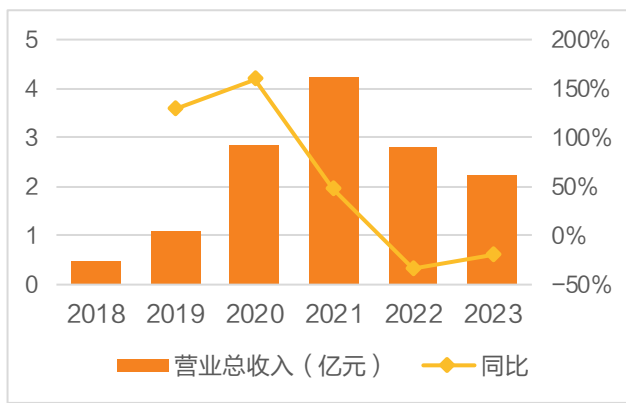
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 主营业务收入稳步增长，盈利能力持续向好

2.1. 业绩保持稳定增长，军用机器人业务占比不断提升

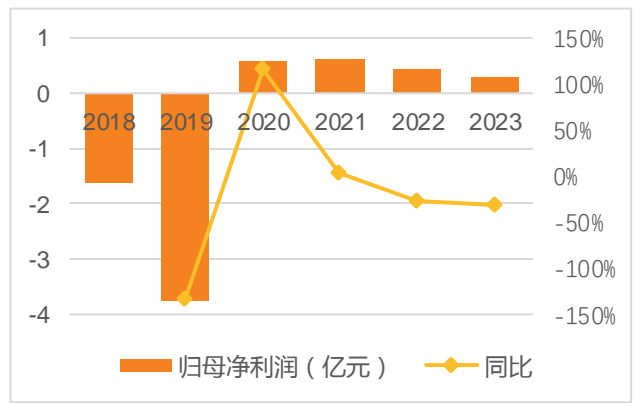
近年来，公司业绩保持稳定增长。2018年至2021年，随着军品型号陆续批量生产，公司营业收入从0.48亿元增长至4.22亿元，CAGR达106%；归母净利润实现由负转正，业绩总体呈快速增长趋势。2022年和2023年，接连受国内宏观环境、军工行业形势和计划执行进度影响，公司订单签订、产品生产、项目交付、验收回款等环节未达预期，营业收入同比分别-33.65%/-19.64%，归母净利润同比分别-26.23%/-31.11%。2024年Q1，公司实现营业收入0.08亿元，同比-37.93%。我们认为，虽然业绩受宏观形势影响仍短期承压，但公司订单充足，随着下游采购节奏逐渐恢复，公司在手订单有望持续转化为业绩。

图 3：2018 年-2023 年公司营业总收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2018 年-2023 年公司归母净利润（单位：亿元）

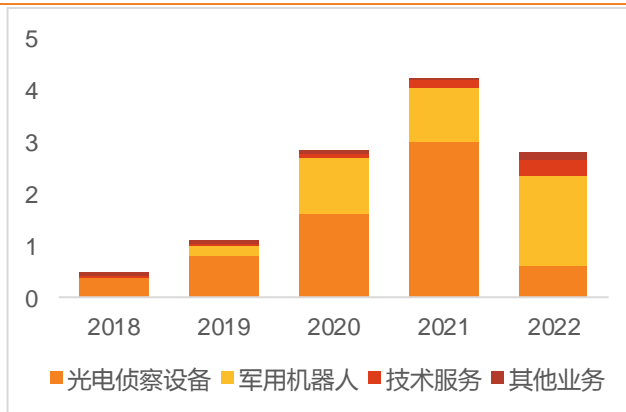


资料来源：Wind，天风证券研究所

分产品来看，军用机器人营收占比提升显著。2018至2022年，军用机器人收入由0.02亿元增长至1.74亿元，CAGR为205%，在营收中的占比由4%提升至62%，主要得益于2019年以来，公司开拓军方客户领域力度加大，相继中标多款军用机器人型号，这些产品从2020年开始逐步完成生产交付。2023年，受最终客户采购计划的影响，军用机器人验收交付减少，营收下降51.77%至0.84亿元。

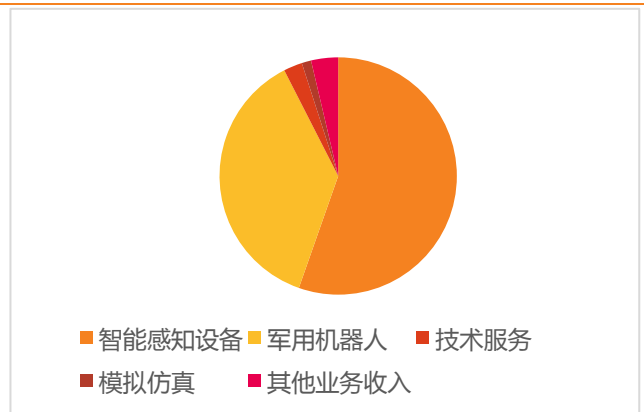
光电侦察设备稳定在公司营收中占据重要地位。2019年至2021年，光电侦察设备收入整体呈逐年增长趋势，CAGR为102%，在营收中的占比均在50%以上。2022年，受最终客户军方的采购计划影响，产品订单暂时下滑，光电侦察设备收入下降80.14%，在营收中的占比下滑至21.22%。2023年，智能感知设备收入同比+111.38%，主要系智能感知设备中增加了新产品收入；在营收中的占比达55.38%，为公司业绩的主要来源。

图 5：2018 年-2022 年公司各业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2023 年公司各项业务收入占比情况（单位：%）

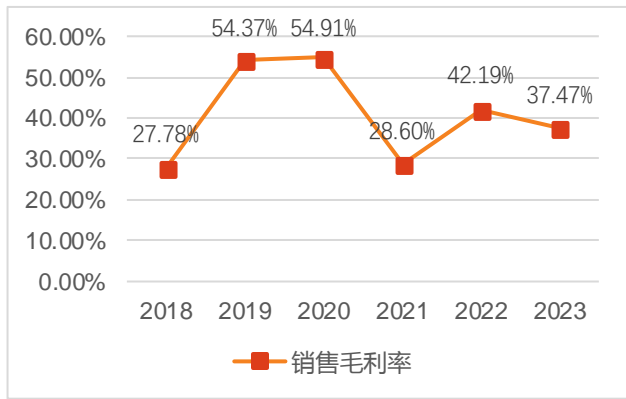


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 毛利率随产品结构而有所波动，期间费用率随收入规模扩大呈现下降趋势

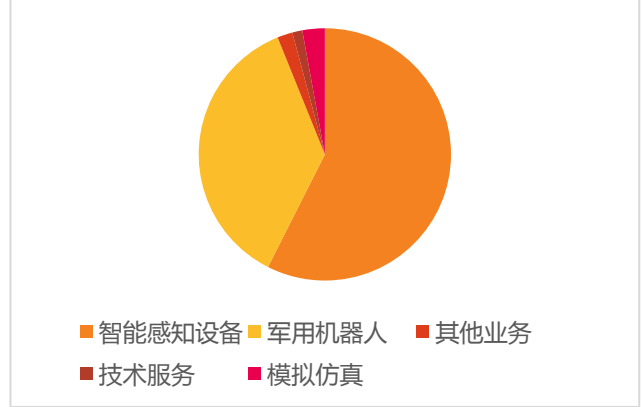
近年来公司综合毛利率总体维持高位，但随产品结构变化而有所波动。2023 年，公司综合毛利率为 37.47%，呈小幅下降趋势，主要系 2023 年销售产品结构发生变化所致。分产品来看，军用机器人毛利率为 36.80%，同比-4.49pct；智能感知设备毛利率为 38.87%，同比+2.27pct，主要系增加了毛利率较高的新产品，其毛利占比接近 58%，为公司最主要的毛利来源。我们认为，随着光电侦察设备中高毛利率的产品收入占比提升，以及军用机器人中新型号产品的交付，公司主营业务的毛利率有望持续维持较高水平。

图 7：2018 年-2023 年公司综合毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

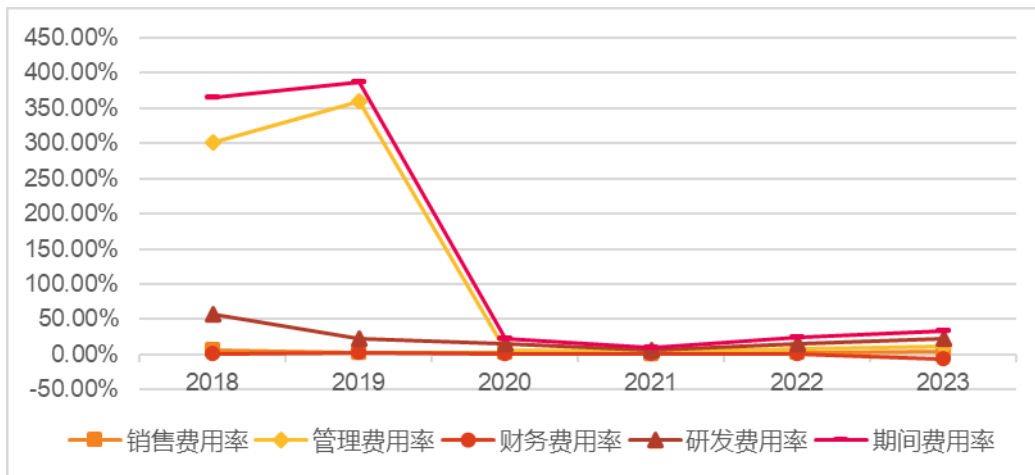
图 8：2023 年公司毛利构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司保持高强度研发投入，研发费用率高于同行业可比公司平均水平。2020 年前，公司期间费用率较高主要系股份支付计入管理费用，扣除股份支付后 2019 年公司的期间费用率为 39.63%。2023 年，公司期间费用率为 33.55%，同比+8.34pct。其中，公司研发投入稳步增长，为 5211.24 万元，研发投入金额较上年同期增长 20.40%；截至 2023 年年报，公司拥有研发人员 76 人，占公司总人数的 27.44%；已获发明专利 37 项，实用新型专利 52 项，外观设计专利 19 项，另有计算机软件著作权 103 项。

图 9：2018-2023 年公司期间费用率



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

2.3. 募集资金重点投向科技创新领域，提升军用机器人

公司本次拟公开发行 1,900 万股人民币普通股，将主要用于现有业务的产业化能力提升和研发能力提升，将主要投向科技创新领域。其中，特种机器人南通产业基地（一期）建设项目拟投入募集资金 40,000.00 万元，进一步提升公司现有军用机器人业务的市场占有率和盈利能力；研发中心提升项目拟投入募集资金 13045.50 万元，将对原有研发中心进行升级改造，新增国内先进的研发及中试设备；此外，公司拟将本次募集资金中的 10,000.00 万元用于补充流动资金，满足公司战略发展和对运营资金的需求。

表 1：公司募投资金投资项目（单位：万元）

序号	募投资金投资项目	项目投资总额	拟用募集资金投入金额	建设期
1	特种机器人南通产业基地（一期）建设项目	42,720.00	40,000.00	2 年
2	研发中心提升项目	13,045.50	13,045.50	3 年
3	补充流动资金	10,000.00	10,000.00	

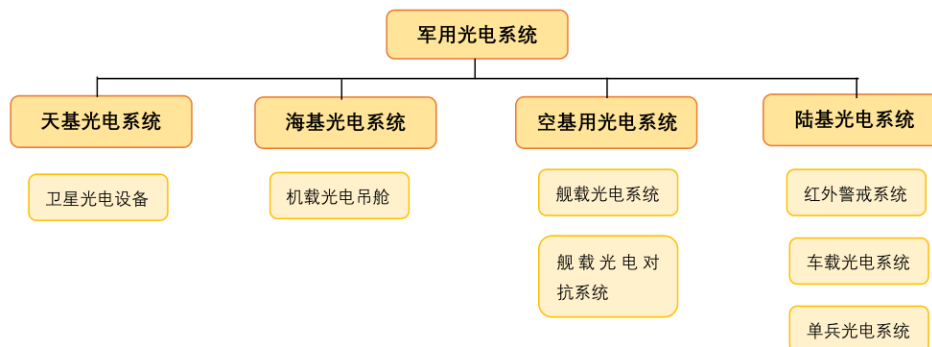
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3. 光电侦察设备重要性日益突出，公司核心技术行业领先

3.1. 战场感知需求持续增长，光电侦察市场空间持续扩大

光电侦察装备是运用光电转换原理将目标反射的电磁信号或者自身辐射的电磁信号转换为装备能够识别的电信号，然后根据识别的电信号进行目标的探测、定位、跟踪以及瞄准等。按承载平台的不同，光电侦察装备可分为：天基光电系统，如卫星光电设备；空基光电系统，如机载光电吊舱；海基光电系统，如舰载光电系统；陆基光电系统，如单兵光电枪械瞄准镜、观瞄仪等。具体分类如下图所示：

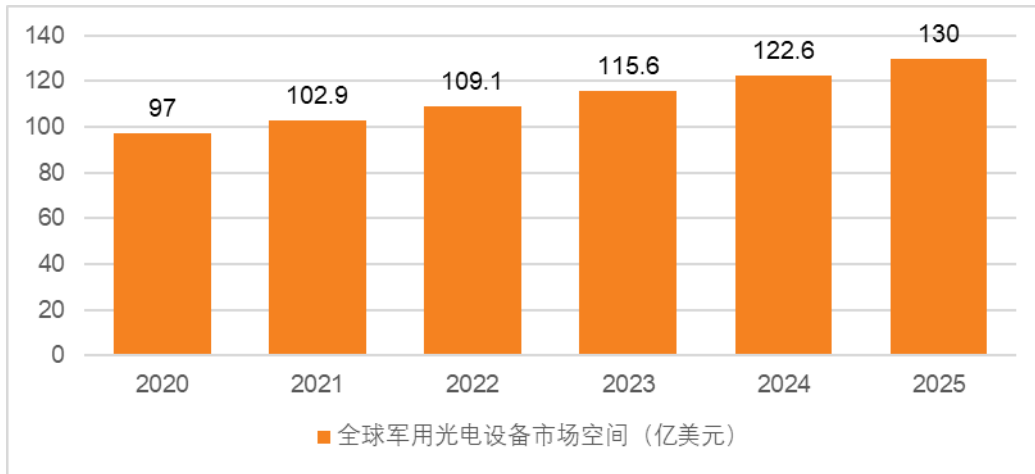
图 10：军用光电侦察设备分类



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

国防安全领域在战场感知方面的需求持续增加和技术进步带来的效率上的提高，是光电市场的强劲增长主要的驱动因素。随着军队的战场感知能力需求的增强及无人侦察监控应用需求提升，未来军用光电系统市场空间有望进一步扩展。根据 Markets and Markets 机构公开的数据显示，全球光电设备市场规模预计 2020-2025 年复合增速达 5.0%，市场规模将从 414 亿美元增长至 527 亿美元，其中军用光电设备细分市场预计将从 2020 年的 97 亿美元增长到 2025 年的 130 亿美元，复合增速为 6.1%。据其预计未来亚太地区军用市场份额增速最快，主要原因系地面、舰艇和机载平台对光电设备需求不断增加。

图 11：Markets and Markets（2020 年预测）2020-2025 年全球军用光电设备市场空间预测（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，Markets and Markets，天风证券研究所

3.1.1. 无人机运用范围不断扩大，拉动机载光电吊舱需求不断增长

机载光电吊舱可配备于多种飞行器，可使飞行器拥有其本身所不具备的功能，可用于执行目标搜索识别、跟踪定位、火力瞄准、指示导引等任务，已成为现代各类飞行器拓展功能的标准配置。机载光电吊舱集成光电探测、伺服跟踪、精确制导等多种技术，且对性能、适应性等有着严格要求。过去只有美国、法国、以色列等少数发达国家具有研发生产能力，近年来随着国内技术储备逐渐成熟，国内已具备研发和生产该类装备的能力。基于无人机在装备体系的重要地位，其适配的光电吊舱的地位和发展也越来越受到重视，前景更加广阔。

图 12：美国 RQ-11B 超近程无人机光电吊舱



资料来源：公司招股说明书，Aerovironment 公司官网，国际无人系统协会（AUVSI）官网，天风证券研究所

图 13：美国 MQ-9 远程无人机光电吊舱



资料来源：公司招股说明书，Aerovironment 公司官网，国际无人系统协会（AUVSI）官网，天风证券研究所

根据 Markets and Markets 预测，军用飞机光电吊舱每年的市场规模将从 2016 年的 30.6 亿美元上升至 2022 年的 44.9 亿美元。

3.1.2. 军改拉动新型信息化设备需求，单兵光电侦察设备市场空间不断增长

军改后，部队重视新质作战能力提升并强调实战化军事训练，对武器装备升级换代以及消耗用品需求提高，尤其对新型信息化装备需求明显大幅提高，单兵光电侦察装备采购规模开始逐渐放量。根据我国国防部发布的《新时代的中国国防》白皮书，我国现役军队总人数为 200 万人，若未来我军 10% 的部队装备单兵光电侦察设备，则我国军用光电侦察设备市场容量就可达到 20 万套。假设以公司已交付至部队的单兵光电侦察设备的价值水平进行预估，则公司未来可装配至部队的对应总市场空间约为 100 亿元~400 亿元。

3.2. 公司光电侦察设备产品品类不断扩展，核心技术行业内领先

公司光电侦察设备业务主要包括无人机光电吊舱、手持光电侦察设备、单兵夜视镜、手持

穿墙雷达、光电压制/对抗产品等。在该业务上，公司开发了单兵头戴、手持、枪瞄等多类光电侦察设备及多款无人机载光电吊舱产品，产品技术参数或指标优异，在公司已中标的七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。

同时，为积极应对昼夜及复杂恶劣条件下环境感知问题，公司在国内率先突破了多光融合增强技术，大幅提高了复杂环境下弱小目标和特殊目标昼夜全天时探测识别能力；且掌握了多传感器融合探测、微小型高精度光电云台、超宽带雷达探测等关键技术，开发了单兵夜视眼镜、融合观测仪、系列无人机载高精光电载荷、穿墙雷达等产品，产品综合性能达到国内领先水平，有效支撑了用户昼夜复杂环境态势感知能力提升。

表 2：公司光电侦察设备领域核心技术

序号	核心技术	核心技术内容简述	技术来源	主业应用情况	成熟程度
1	多传感器融合探测	运用多传感器信息，并结合智能算法融合，显著提高系统在探测、识别及跟踪等方面的准确度及可靠性，提高侦察系统综合性能。	自主研发	侦察设备军用机器人	量产阶段
2	微小型高精度光电云台	综合多轴小型光电云台集成化一体设计技术、高精度伺服传动技术等关键技术，解决微小型云台高集成度设计、云台精确传动、控制问题。	自主研发	光电吊舱导引头	量产阶段
3	超宽带雷达探测技术	综合低信噪比（SNR）情况下目标信号提取技术、高效超宽带信号生成及高灵敏接收技术等手段，具有穿透性能好、探测距离远、定位精度高、抗干扰能力强等先进特点。	自主研发	穿墙雷达产品	量产阶段

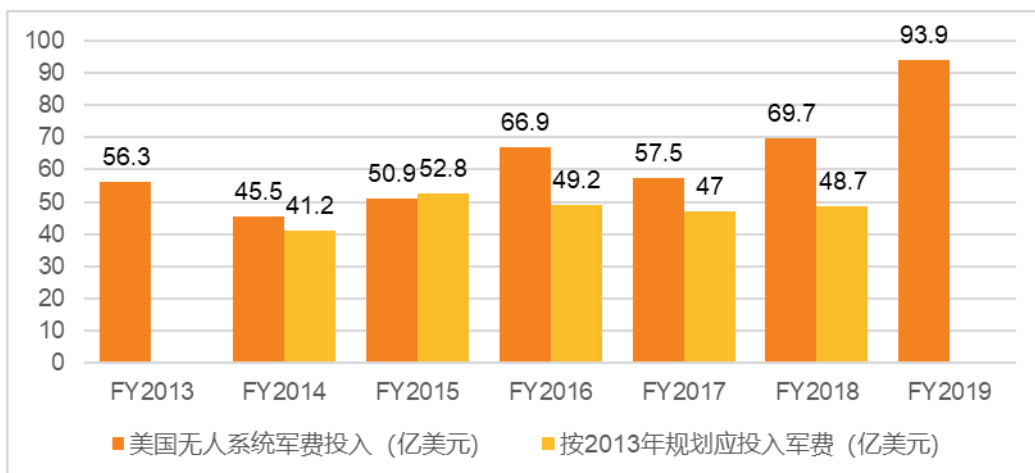
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 国防军工无人化进入发展快车道，军用机器人展现较大军事潜力

4.1. 各国大力布局无人装备，我国特种机器人市场规模增长迅猛

自上世纪 60 年代以来，军用机器人日益受到各国军界的重视，其较大的军事潜力，较高的作战效能，预示着机器人在未来的战争舞台上或是一支不可忽视的力量，将会是未来信息化战场的基本智能单元。美国在机器人领域的军费投入规模全球领先，2019 财年在军用机器人系统领域总预算达到了 93.9 亿美元，根据美国国防部 2013 年《无人系统路线图》对 2014-2018 财年的规划，其实际花费军费超出规划总计 51.74 亿美元，超额比例达 21.66%。

图 14：美国无人系统军费投入

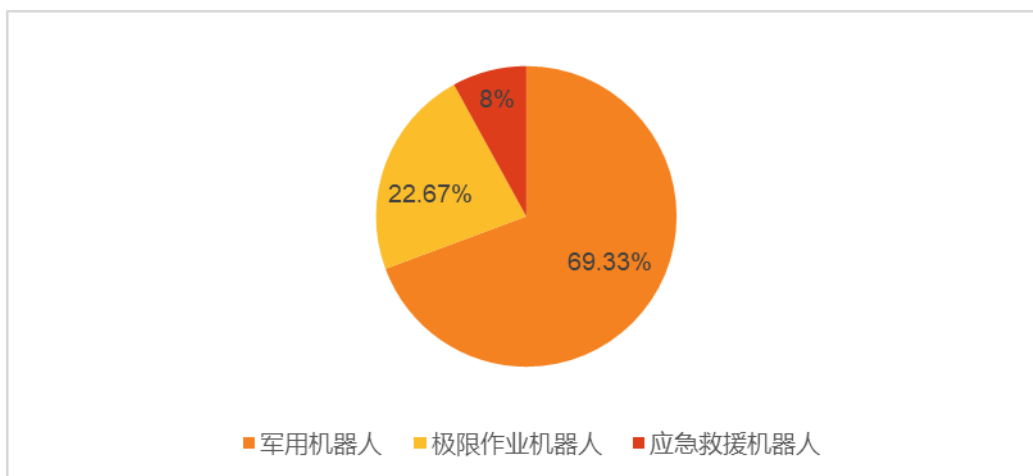


资料来源：公司招股说明书，《无人系统路线图 2013-2038》，美国国防部，《2019 财年无人预算汇总》，《2018 财年无人预算汇总》，美国巴德学院无人机研究中心，天风证券研究所

随着感知、通信及各类无人平台技术的不断成熟，军用无人系统有望逐步应用于实战。智能化无人装备具有“空间多维、全天候、非对称、非接触、非线性、人员零伤亡”等作战运用特点，未来或将推动战争形态的演变。未来可搭载多种任务载荷的地面机器人及无人战车，在不同场景下执行各类作战任务，将大大提高军队作战能力。2022 年美俄无人车装备数量过万，我国无人战车装备数量远低于美俄，未来行业成长空间广阔。在科技兴军战略背景下，国家对无人化、信息化武器装备的采购力度将有所加大，相关支出在国防支出中的比例将有所上升，军工类无人系统装备企业面临较大的市场机会。

军用机器人占特种机器人销售额比例较大，随着军工智能化、无人化、信息化的加速推进，军用机器人占比有望持续提升。根据中国电子学会公布的《中国机器人产业发展报告(2019 年)》，2019 年军事应用机器人、极限作业机器人和应急救援机器人市场规模预计分别为 5.2 亿美元、1.7 亿美元和 0.6 亿美元，占比分别为 69.33%、22.67%、8.00%。

图 15：2019 年军用机器人占据特种机器人最大的市场份额



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.2. 公司核心技术领先，产品竞标成绩优异

在军用机器人业务方面，公司积极布局无人化、智能化作战装备，突破并掌握了高效动力驱动、高适应性底盘、多自由度自适应机械臂、高效人机协同及操控等核心关键技术，自主开发了 5kg、25kg、50kg、100kg、400kg、1T、1.5T 等级别的系列地面机器人和无人车，根据不同作业任务主要包括侦察机器人、排爆机器人、核化机器人、多用途机器人、无人战车、无人支援车等。

2023 年公司已中标四款军用机器人型号，均以综合评比第一名的优异成绩中标，并持续产生订单，现有打击机器人等多款机器人正在参与军方招标或评测。打击机器人与其他特战、保障用途机器人不同，属于主战装备序列，在清剿、对抗、边防、守卫等场景均可能大量使用，中标后市场前景广阔。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

光电侦察设备：现代战争中光电侦察能力需求不断提高，随着军队的战场感知能力需求的增强及无人侦察监控应用需求提升，未来军用光电系统市场空间有望进一步扩展。公司光电侦察产品品类不断扩大，核心技术在行业内保持领先地位，中标七款产品中，四款获得竞标综合评比第一。

军用机器人：军用机器人日益受到国内军界重视，但目前我国无人战车装备数量远低于美俄，未来行业成长空间广阔。公司自主开发了 5kg、25kg、50kg、100kg、400kg、1T、1.5T 等级别的系列地面机器人和无人车，已中标四款型号，均为综合评比第一名。

综上所述，我们假设公司 2024-2026 年总营收分别为 3.98/6.41/8.46 亿元，总毛利率分别

为 40.15%/43.26%/44.00%。

表 3：晶品特装各业务收入拆分（单位：万元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光电侦察设备							
收入	16,243.83	29,751.71	5,907.53	12775.72	22357.51	35772.02	46503.62
收入 yoy	105.39%	83.16%	-80.14%	116.26%	75.00%	60.00%	30.00%
成本	8121.92	21337.93	3415.14	7814.91	13638.08	20926.63	27065.11
毛利	8121.92	8413.78	2492.39	4960.81	8719.43	14845.39	19438.51
毛利率(%)	50.00%	28.28%	42.19%	38.83%	39.00%	41.50%	41.80%
业务收入比例(%)	57.09%	70.50%	21.11%	56.66%	56.16%	55.79%	54.95%
军用机器人							
收入	10,708.18	10,475.60	17,352.44	8368.40	14644.70	23431.52	30460.98
收入 yoy	489.95%	-2.17%	65.65%	-51.77%	75.00%	60.00%	30.00%
成本	3761.78	6587.06	10184.14	5288.83	9109.00	13707.44	17667.37
毛利	6946.40	3888.54	7168.29	3079.57	5535.70	9724.08	12793.61
毛利率(%)	64.87%	37.12%	41.31%	36.80%	37.80%	41.50%	42.00%
业务收入比例(%)	37.63%	24.82%	62.02%	37.11%	36.78%	36.54%	35.99%
技术服务							
收入	753.96	1,324.34	3,186.19	574.74	1149.48	2011.59	3017.39
收入 yoy	5.80%	75.65%	140.59%	-81.96%	100.00%	75.00%	50.00%
成本	386.86	2029.42	1923.18	409.56	729.92	1,190.86	1,780.26
毛利	367.10	-705.08	1263.00	165.18	419.56	820.73	1237.13
毛利率(%)	48.69%	-53.24%	39.64%	28.74%	36.50%	40.80%	41.00%
业务收入比例(%)	2.65%	3.14%	11.39%	2.55%	2.89%	3.14%	3.57%
其他业务							
收入	748.44	651.56	1,534.80	830.31	1660.62	2906.09	4649.74
收入 yoy	24.94%	-12.94%	87.00%	87.00%	100.00%	75.00%	60.00%
成本	560.58	178.98	322.15	587.94	348.73	557.97	883.45
毛利	187.86	472.58	1212.65	242.37	1311.89	2348.12	3766.29
毛利率(%)	25.10%	72.53%	79.01%	29.19%	79.00%	80.80%	81.00%
业务收入比例(%)	2.63%	1.54%	5.49%	3.68%	4.17%	4.53%	5.49%
合计	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	28454.40	42203.22	27980.95	22549.17	39812.31	64121.21	84631.72
总收入 yoy	157.85%	48.32%	-33.70%	-19.41%	76.56%	61.06%	31.99%
总成本	12830.09	30133.10	16175.79	14101.24	23825.73	36382.90	47396.18
总毛利	15624.31	12070.12	11805.16	8447.93	15986.58	27738.31	37235.54
总毛利率(%)	54.91%	28.60%	42.19%	37.46%	40.15%	43.26%	44.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 投资评级

基于公司光电侦察设备及军用机器人方面的技术优势和良好中标情况，我们首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

6.1. 经营业绩波动风险

公司军用机器人和光电侦察设备中的无人机光电吊舱类产品属于相对复杂的型号装备，其年度采购稳定性一般高于复杂程度、系统性相对较弱的光电侦察设备中的单兵光电侦察设备类产品。单兵光电侦察设备类产品呈现多品种、小批次的特性，军方客户择优确定中标单位后可能会进行集中式采购，因此后续订单存在一定不确定性和波动性。因此，公司军品业务订单主要受军方装备采购总体计划和年度采购需求影响，若装备采购总体计划减少或年度采购需求存在较大差异，将导致公司经营业绩存在波动甚至出现大幅下滑的风险。

6.2. 客户流失或被竞争对手替代的风险

公司专注于军工装备研发与制造，通过自主研发具备了复杂系统总体研制能力，以总体单位身份研发的多款型号产品成功列装一线部队。公司主要客户为军方客户或军工集团，基于装备分批逐步列装的节奏及对装备通用性和一致性要求，已定型列装的产品在规划采购周期内一般不会变更供应商，且后续改进升级型号采购通常优先与原总装单位和配套单位合作，因此具有一定的路径锁定特性。但行业内具备一定研发实力的其他企业在客户的新型号招投标过程中仍与公司存在竞争，若竞争对手加大无人化、信息化武器装备的研制力度并获得客户认可，可能导致客户选用其他竞争对手产品或公司的竞争优势缩小，存在客户流失或被竞争对手替代的风险。

6.3. 军品审价的风险

根据《军品定价议价规则》（以下简称“议价规则”）的相关规定，针对不同采购方式，军品议价分为激励约束议价、竞争议价、征询议价等三种。其中激励约束议价主要用于采购单一来源的军品，竞争议价是指订购方通过公开招标、邀请招标、竞争性谈判等采购方式确定军品价格，征询议价是指订购方通过市场询价和评审等方式确定军品价格。根据议价规则，竞争议价、征询议价方式确定军品价格的，订购方不再组织审价；激励约束议价将在采购任务完成或批量生产一定时期后开展成本审核工作，此类情形涉及军品审价环节。如果产品开展最终价格审定且产品暂定价格与最终批复价格存在较大差异，则将导致公司未来收入、利润及毛利率出现较大波动的风险。

6.4. 技术与产品研发的风险

公司一直专注于光电侦察设备及军用机器人的研发和产品设计，核心技术是公司保持竞争优势的有力保障，公司所属行业属于技术密集型行业，无人化、信息化领域属于国防装备大力发展的前沿领域。近年来公司实现经营规模大幅增长，为保持公司在行业内的领先优势，公司仍需保持较大的研发投入并持续升级和迭代技术与产品。如果公司未来不能继续保持充足的研发投入来满足技术持续创新、升级迭代的需要，或公司技术及产品不能保持现有领先地位或新项目研发失败，将导致盈利降低甚至亏损，对公司持续盈利能力产生重大不利影响。

6.5. 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	1,377.10	1,240.69	1,337.34	1,110.28	1,257.31
应收票据及应收账款	188.16	235.01	380.18	698.65	741.33
预付账款	4.56	5.95	7.84	15.68	15.46
存货	145.92	148.33	288.69	414.07	510.57
其他	75.37	40.73	82.99	95.23	93.98
流动资产合计	1,791.11	1,670.72	2,097.04	2,333.91	2,618.65
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.85	191.62	180.63	169.64	158.65
在建工程	169.93	38.60	51.27	45.06	3.44
无形资产	10.97	10.90	10.47	10.04	9.61
其他	13.67	20.30	23.05	18.82	20.57
非流动资产合计	200.42	261.41	265.42	243.56	192.27
资产总计	1,992.79	1,935.49	2,362.46	2,577.48	2,810.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	219.90	177.27	484.32	604.15	752.20
其他	37.24	19.15	146.06	189.35	205.00
流动负债合计	257.14	196.41	630.38	793.49	957.21
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	5.88	5.12	5.48	5.50	5.37
非流动负债合计	5.88	5.12	5.48	5.50	5.37
负债合计	304.98	241.79	635.86	798.99	962.58
少数股东权益	(6.13)	(9.84)	(12.12)	(16.59)	(23.35)
股本	75.66	75.66	75.66	75.66	75.66
资本公积	1,521.69	1,521.69	1,521.69	1,521.69	1,521.69
留存收益	96.59	104.58	140.86	197.02	273.40
其他	0.00	1.61	0.51	0.71	0.94
股东权益合计	1,687.81	1,693.70	1,726.60	1,778.49	1,848.35
负债和股东权益总计	1,992.79	1,935.49	2,362.46	2,577.48	2,810.92

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	43.01	26.90	54.14	100.28	131.64
折旧摊销	3.17	6.29	11.42	11.42	11.42
财务费用	0.54	0.28	(10.63)	(9.94)	(9.52)
投资损失	(5.84)	(13.17)	(7.51)	(8.84)	(9.84)
营运资金变动	(50.41)	(58.30)	70.50	(288.73)	25.01
其它	(6.89)	(0.98)	5.39	(1.97)	(10.66)
经营活动现金流	(16.43)	(38.98)	123.31	(197.79)	138.04
资本支出	101.86	61.22	12.32	(6.22)	(41.49)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	98.51	(124.90)	(35.08)	9.27	90.96
投资活动现金流	200.36	(63.69)	(22.76)	3.05	49.46
债权融资	(62.36)	12.41	13.95	8.10	9.64
股权融资	1,044.66	(13.36)	(17.84)	(40.41)	(50.12)
其他	12.35	(43.36)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	994.65	(44.32)	(3.89)	(32.31)	(40.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,178.58	(146.98)	96.65	(227.06)	147.03

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	279.81	225.49	398.12	641.21	846.32
营业成本	161.75	141.00	238.26	363.83	473.96
营业税金及附加	1.13	1.91	2.59	4.17	5.50
销售费用	6.83	8.97	13.93	21.74	28.61
管理费用	20.79	28.07	40.61	65.21	85.90
研发费用	43.28	52.11	66.88	103.88	134.56
财务费用	(0.37)	(13.51)	(10.63)	(9.94)	(9.52)
资产/信用减值损失	(4.09)	(13.33)	(8.80)	(8.74)	(10.29)
公允价值变动收益	0.08	(0.38)	8.80	6.00	1.00
投资净收益	5.84	13.17	7.51	8.84	9.84
其他	(5.94)	(21.16)	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.50	28.64	54.00	98.44	127.85
营业外收入	0.12	0.06	0.40	0.19	0.22
营业外支出	0.40	0.16	0.36	0.31	0.28
利润总额	50.22	28.55	54.04	98.32	127.80
所得税	7.22	1.65	3.31	6.02	7.82
净利润	43.01	26.90	50.73	92.31	119.98
少数股东损益	(2.32)	(3.71)	(3.41)	(7.97)	(11.66)
归属于母公司净利润	45.33	30.61	54.14	100.28	131.64
每股收益(元)	0.60	0.40	0.72	1.33	1.74

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-33.70%	-19.41%	76.56%	61.06%	31.99%
营业利润	-25.13%	-43.28%	88.54%	82.28%	29.89%
归属于母公司净利润	-25.08%	-32.48%	76.89%	85.23%	31.27%
获利能力					
毛利率	42.19%	37.47%	40.15%	43.26%	44.00%
净利率	16.20%	13.57%	13.60%	15.64%	15.55%
ROE	2.68%	1.80%	3.11%	5.59%	7.03%
ROIC	38.08%	5.14%	9.87%	24.39%	18.04%
偿债能力					
资产负债率	15.30%	12.49%	26.92%	31.00%	34.24%
净负债率	-81.46%	-73.19%	-77.20%	-62.28%	-67.88%
流动比率	5.99	7.07	3.33	2.94	2.74
速动比率	5.50	6.45	2.87	2.42	2.20
营运能力					
应收账款周转率	1.23	1.07	1.29	1.19	1.18
存货周转率	1.85	1.53	1.82	1.82	1.83
总资产周转率	0.18	0.11	0.19	0.26	0.31
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.40	0.72	1.33	1.74
每股经营现金流	-0.22	-0.52	1.63	-2.61	1.82
每股净资产	22.39	22.52	22.98	23.73	24.74
估值比率					
市盈率	66.98	99.20	56.08	30.28	23.07
市净率	1.79	1.78	1.75	1.69	1.62
EV/EBITDA	46.31	63.19	23.75	16.27	11.70
EV/EBIT	47.67	69.28	28.47	18.07	12.70

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