

立足防空预警雷达，推进业务多元化

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

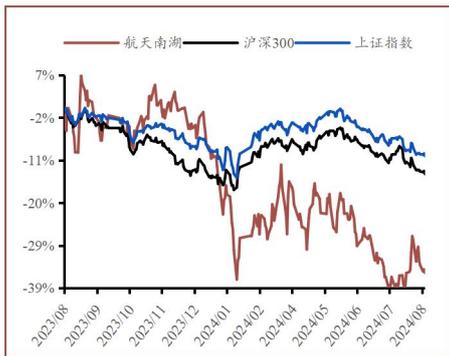
核心观点

基本数据

2024-08-14

收盘价(元)	15.44
流通股本(亿股)	0.84
每股净资产(元)	7.86
总股本(亿股)	3.37

最近12月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002

shewc@ctsec.com

相关报告

❖ **防空预警雷达龙头企业，产品品类全面。**公司是国内防空预警雷达设计和生产制造的龙头企业之一，由于行业的高门槛，同赛道内竞争对手较少。公司的主要业务包括雷达整机、雷达配套装备和雷达零部件，覆盖防空预警雷达行业的研发、生产、销售和服务全流程，产品具有较高的复杂性和价值量，且产品品类较为全面。

❖ **业绩短期承压，长期发展趋势良好。**受到“十四五”中期调整影响，公司业绩出现短期下滑。2023年，公司营收7.26亿元，同比下降23.85%；归母净利润1.02亿元，同比下降34.66%。未来随着订单的逐渐恢复，公司新型号产品的定型和生产以及公司新业务的不断拓展，公司未来的长期发展趋势良好。

❖ **大力推进业务多元化，着力开拓新的业绩增长点。**公司面对短期业绩压力，大力推进业务多样化，在军贸、低空经济等领域取得突破。2023年公司军贸业务收入达1.1亿元，实现大幅增长；中标某军用空管雷达配套设备研制项目，走出空管雷达配套领域第一步；组建低空事业部，大力发掘低空经济新质生产力。

❖ **IPO 融资促进扩产，推进募投项目。**公司于2023年进行了IPO募资，募资金额约9.1亿元，主要投资于生产智能化改造和研发测试基地建设项目。募投项目将提升雷达整体智能化生产水平，提升关键工序生产效率和产品质量，同时为公司研发提供更为良好的测试环境。

❖ **投资建议：**公司在防空预警雷达领域内龙头地位稳固，新型号产品的定型生产和新业务的拓展打开了未来的增长空间。我们预计公司2024-2026年实现营业收入10.18/12.75/16.08亿元，归母净利润1.40/1.70/2.21亿元。对应PE分别为37.18/30.71/23.51倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**产品结构相对单一；军贸业务波动风险；价格和利润率波动风险；限售股解禁风险

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	953	726	1018	1275	1608
收入增长率(%)	19.56	-23.85	40.26	25.22	26.18
归母净利润(百万元)	157	102	140	170	221
净利润增长率(%)	20.14	-34.66	36.70	21.05	30.62
EPS(元/股)	0.46	0.30	0.42	0.50	0.66
PE	33.21	50.82	37.18	30.71	23.51
ROE(%)	16.38	3.84	5.53	6.45	7.98
PB	5.44	1.95	2.06	1.98	1.88

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以2024年08月14日收盘价计算)

内容目录

1	航天南湖：专注防空预警雷达，研发能力雄厚.....	4
1.1	国内防空预警雷达主要供应商，深耕行业 30 余年.....	4
1.2	股权结构清晰，管理层业内经验丰富.....	4
1.3	IPO 融资促进扩产，投入生产智能化和研发测试基地建设.....	5
1.4	深耕防空预警雷达，推动形成多元化业务格局.....	6
1.5	业绩短期承压，长期发展趋势良好.....	7
2	雷达：现代国防夺取主动权的关键.....	10
2.1	发展历史悠久，行业壁垒较高.....	10
2.2	防空预警雷达:现代防空的“千里眼”.....	13
3	着眼现代化国防需求，公司核心技术优势明显.....	14
3.1	深耕低空探测技术，增强产品反突防能力.....	14
3.2	紧跟信息化国防发展趋势，着力发展相控阵雷达技术.....	15
4	信息化国防防空利器，内外需增长潜力较大.....	16
4.1	雷达在现代国防中的地位愈发重要，应用场景快速增加.....	16
4.2	新时代国防建设重点领域，市场规模不断扩大.....	17
5	着力拓展业务格局，发展全新业绩增长点.....	18
5.1	全球军费开支持续上涨，军贸业务前景广阔.....	18
5.2	政策支持叠加资本市场活跃，低空经济未来已来.....	20
6	盈利预测.....	22
7	可比公司估值.....	24
8	风险提示.....	24

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	股权结构：北京无线电所为最大股东（截至 2024 年一季报）.....	5
图 3.	营业收入短期承压.....	7
图 4.	归母净利润短暂下滑.....	7
图 5.	公司收入构成.....	7
图 6.	盈利有所波动，毛利率维持在 30% 以上.....	8

图 7. 公司两大主要产品毛利率保持在较高水平	8
图 8. 公司三费率稳中有降	8
图 9. 研发费用率持续上升	9
图 10. 2023 年公司与其它可比公司营收情况	10
图 11. 2023 年公司盈利水平显著高于可比公司	10
图 12. 公司研发费用率持续增长且高于可比公司	10
图 13. 雷达内部结构复杂, 技术含量高	11
图 14. 公司雷达产品	14
图 15. 有源相控阵雷达结构图	15
图 16. 现代国防面对多样化的打击力量威胁	16
图 17. 我国国防支出维持 7%左右的增长速度	17
图 18. 我国军用雷达市场规模持续增长	18
图 19. 全球军费开支持续保持增长	18
图 20. 全球军用雷达市场规模保持稳步增长	19
图 21. 我国武器装备出口位列全球第四, 未来增长潜力较大	20
图 22. 2022 年我国有 38 家上市公司中开展低空业务	21
图 23. 上市公司低空业务收入保持增长	21
图 24. 2026 年我国低空经济规模有望突破 1 万亿元	22
表 1. 公司募投项目	5
表 2. 公司产品体系	6
表 3. 雷达在军用和民用领域均有着广泛的应用场景	12
表 4. 雷达波段划分	12
表 5. 国内主要军用雷达研制生产厂商	13
表 6. 低空突防主要技术	14
表 7. 公司低空探测技术专利	15
表 8. 我国涉及低空经济发展的国家战略与规划	21
表 9. 公司业务拆分	23
表 10. 可比公司估值表	24

1 航天南湖：专注防空预警雷达，研发能力雄厚

1.1 国内防空预警雷达主要供应商，深耕行业 30 余年

公司是国内领先的防空预警雷达整机研制企业，其前身“沙市市南湖机械总厂”成立于 1989 年，主营军用雷达和家用电器业务；2017 年公司完成改制，成立股份有限公司；2023 年公司成功在科创板上市。公司长期以来聚焦防空预警雷达领域，开展雷达装备及相关系统的研发和生产，公司的预警雷达产品已成为我国防空预警领域的主力装备，在军方客户中广泛应用，产品覆盖多个军种。

图 1.公司发展历程



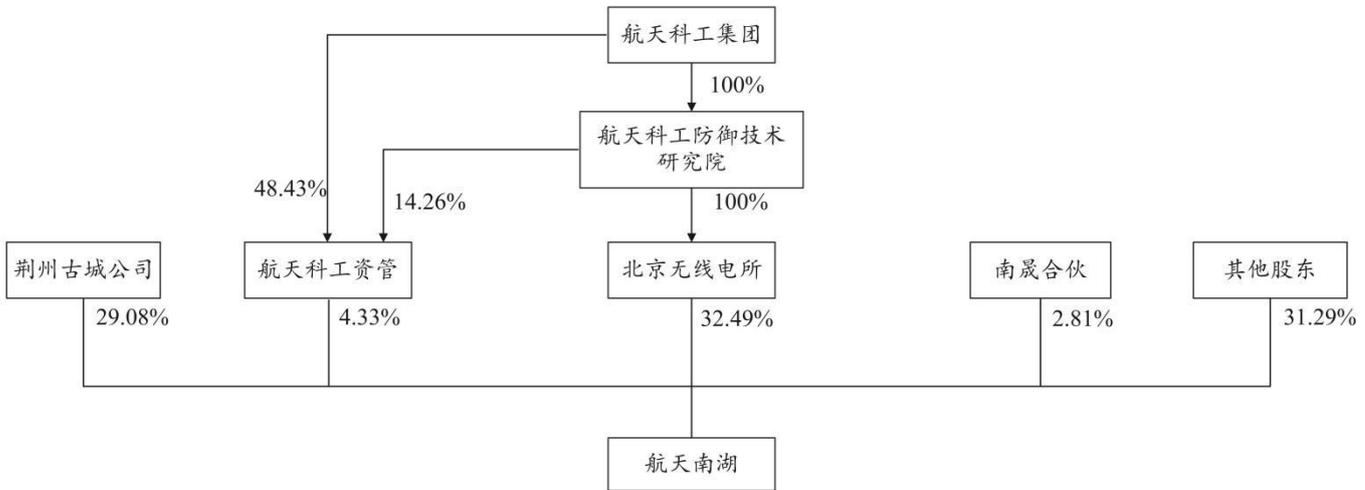
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 股权结构清晰，管理层业内经验丰富

公司股权结构清晰。公司最大股东为北京无线电测量研究所，持股比例为 32.49%；第二大股东为荆州市古城国有投资有限责任公司，持股比例为 29.08%；第三大股东为航天科工资产管理有限公司，持股比例为 4.33%。公司实际控制人为航天科工集团，其主要经营各类导弹武器、航天器及通信电子设备等业务。

公司管理层具有丰富的行业和技术背景。董事长罗辉华、董事兼副总经理王嘉祥和董事赵耀升等人均曾在北京无线电测量研究所担任高管或核心技术人员，在雷达通讯领域特别是防空预警雷达行业具有深厚的行业和技术背景。

图 2.股权结构：北京无线电所为最大股东（截至 2024 年一季报）



数据来源：公司公告、Choice，财通证券研究所

1.3 IPO 融资促进扩产，投入生产智能化和研发测试基地建设

公司于 2023 年进行了 IPO 募资，募资金额约 9.1 亿元，主要投资于生产智能化改造和研发测试基地建设项目。其中**生产智能化改造项目**预计建设期为 3 年，项目将建设防空预警雷达产业园区，引进数字化集成平台、雷达整机智能生产线等自动化、智能化生产工艺设备，该项目可显著增强公司防空预警雷达生产保障能力，提升雷达整体智能化生产水平，提升关键工序生产效率和产品质量。

研发测试基地建设项目预计建设期为 3 年，主要投资于防空预警雷达研发测试工业用房及相关设备设施。该项目一方面将为公司搭建先进的防空预警雷达测试环境，提高公司研发效率，缩短研发周期；另一方面有助于引进专业人才，扩大研发团队规模，完善公司产品型谱，增强公司核心竞争力。

表 1.公司募投项目

项目名称	项目性质	调整后募集资金投资总额（万元）	截止 2023 年末累计投入募集资金总额（万元）	截止 2023 年末累计投入进度（%）
生产智能化改造项目	生产建设	48600.00	16874.92	34.72
研发测试基地建设项目	研发	23800.00	18392.17	77.28
补充流动资金	补流还贷	18600.00	18621.04	100.11

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.4 深耕防空预警雷达，推动形成多元化业务格局

公司主要从事防空预警雷达的研发、生产、销售和服务，同时利用自身的技术积累，积极开展相关雷达配套装备、低空探测装备、空管设备等产品，形成多元化发展格局，主要产品包括**雷达整机**、**雷达配套装备**和**雷达零部件**。

在雷达整机领域，公司的主要产品包括**警戒雷达**和**目标指示雷达**。在雷达配套装备领域，公司的主要产品包括**防护设备**、**测试设备**、**模拟设备**和**抗干扰训练系统**。在雷达零部件领域，公司的主要产品包括**防空预警雷达**、**雷达维修器件**和**通用小型零部件**等。

公司上述产品的主要客户为国内军方客户和军工集团，同时公司也在大力开拓国际市场，根据国外客户需求研制生产了多型用于出口的防空预警雷达。

表 2.公司产品体系

产品大类	产品细分	产品功能及用途	产品图示
防空预警雷达	警戒雷达	对重点空域进行持续监视，探测发现威胁目标，为防空作战提供及时、准确、可靠的情报信息（包括目标方位、距离、高度等）	
	目标指示雷达	为防空武器系统作战部队提供防区内准确空情，及时、连续地提供目标的位置、速度、特征等信息	
雷达配套装备	防护设备	通过电磁特征模拟和伪装等多种手段保护雷达	
	测试设备	检测雷达设备是否存在故障	
	模拟设备	模拟雷达目标和作战环境回波特征，实现非真实作战场景下对雷达操作人员的训练	
	抗干扰训练系统	对雷达产品抗干扰性和操作人员抗干扰能力进行评估	
雷达零部件	维修器件	雷达日常维修、维护及战损补充	
	通用小型零部件	主要指公司生产的箱体、腔体、基片等结构件	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.5 业绩短期承压，长期发展趋势良好

公司业绩短暂下滑，但未来发展态势较好。2019-2022年，受益于我国国防支出稳定增长和国防现代化的建设，公司业绩持续保持增长，营业收入CAGR达到12.62%。2023年，公司业绩短期承压，营业收入7.26亿元，同比下降23.85%；归母净利润1.02亿元，同比下降34.66%。业绩下滑的主要原因在于行业政策、市场需求和产品交付减少，我们认为，随着下游需求及产品交付节奏的恢复和调整，公司未来业绩有坚实的增长基础。

图 3.营业收入短期承压

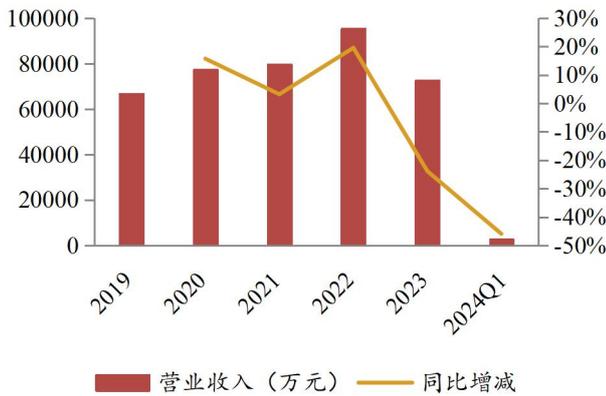
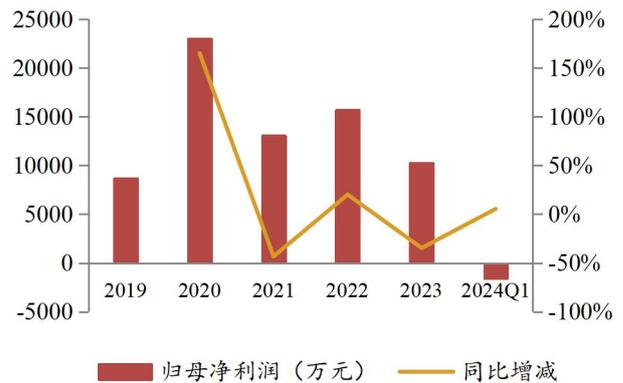


图 4.归母净利润短暂下滑

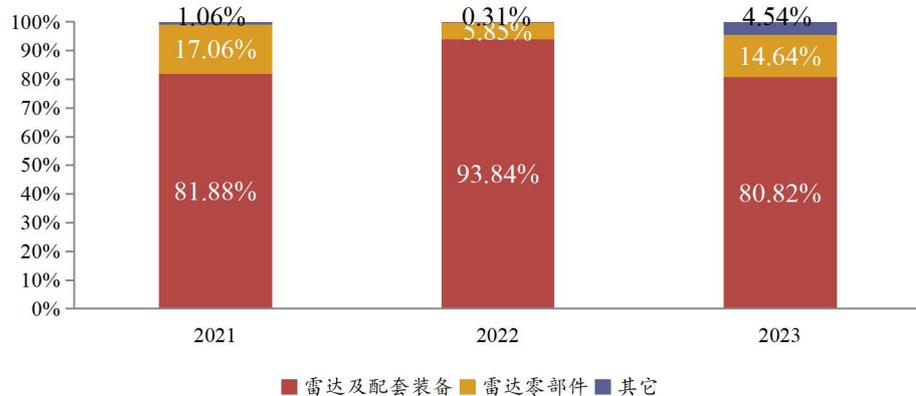


数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：公司公告，财通证券研究所

从公司营业收入构成上来看，**雷达及配套装备是公司最主要的收入来源**，常年占比超过80%。2023年，公司雷达及配套装备营收5.86亿元，占公司总营收的80.82%。雷达零部件产品增长明显，实现营收1.06亿元，同比增长90.43%，占公司总营收的14.64%，主要原因系雷达备件产品交付增加。预计未来雷达及配套装备仍将长期为公司主要业务，同时随着公司实施多元化战略，其它业务的占比也有望上升。

图 5.公司收入构成



数据来源：公司公告，财通证券研究所

盈利水平有所波动，整体保持在较高水平。2019-2023年，公司毛利率为

30.64%/49.53%/38.39%/41.80%/33.38%，毛利率均在30%以上，整体保持在较高水平。2023年，公司毛利率相比2022年下降8.42pct，主要原因系产品交付减少和产品交付类型差异。

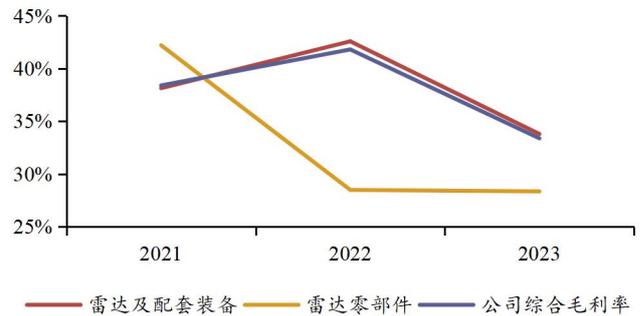
分产品来看，公司两大主要产品的毛利水平均保持在较高水平。2021-2023年，公司雷达及配套装备毛利率为38.13%/42.57%/33.79%，雷达零部件产品毛利率为42.20%/28.49%/28.35%，均保持在25%以上的较高水平。

图 6.盈利有所波动，毛利率维持在30%以上



数据来源：公司公告，财通证券研究所

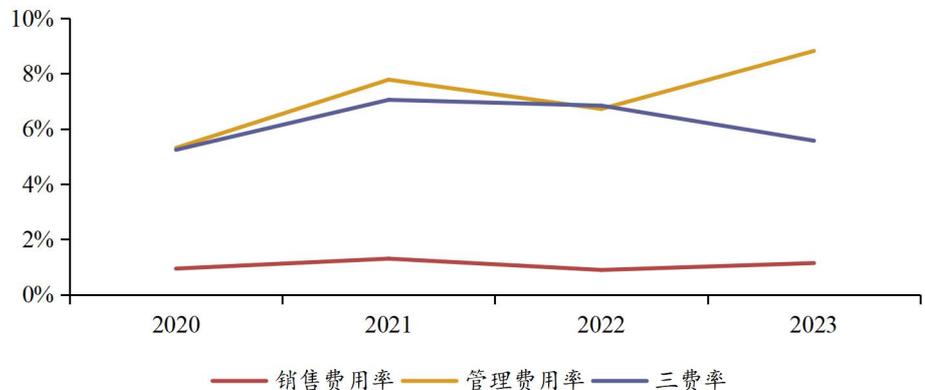
图 7.公司两大主要产品毛利率保持在较高水平



数据来源：公司公告，财通证券研究所

费用控制稳健，三费率稳中有降。2020-2023年，公司三费率较为稳定，整体保持在6%左右，显示出公司稳健的费用控制能力。2023年，公司三费率为5.57%，较2022年下降1.27pct。其中销售费用率为1.14%，长期保持在1%左右的较低水平，主要原因系公司主要客户为军方和军工集团客户，客户粘性较高，且公司产品认可度较高，与客户达成了稳定的合作关系。管理费用率为8.82%，较2022年上升2.10pct，主要原因系随着公司业务的拓展，公司管理及辅助人员数量增加，职工薪酬和办公费用增长。

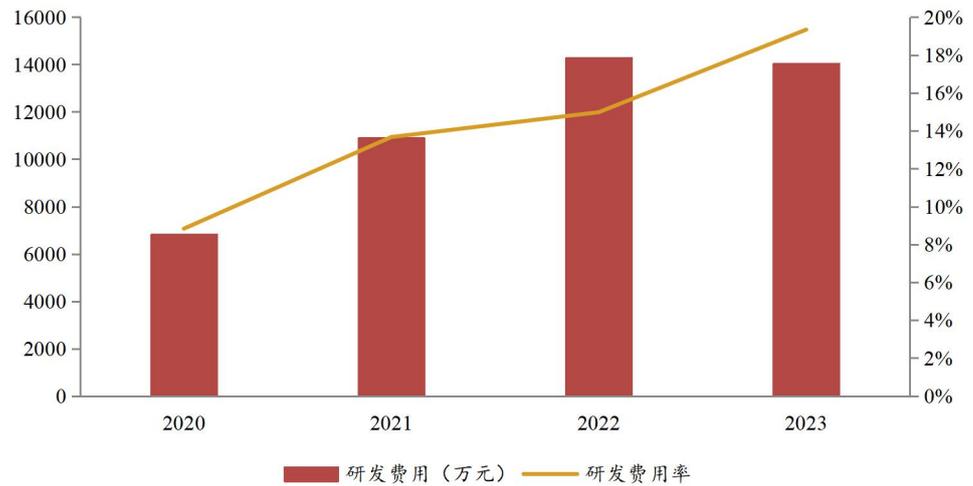
图 8.公司三费率稳中有降



数据来源：公司公告，财通证券研究所

重视技术研发，核心竞争力持续增强。公司高度重视技术创新和产品研发，累计取得发明专利48项、实用新型专利81项，已掌握相控阵雷达总体设计、软件化雷达等7项核心技术，助力公司近年来成功中标多型防空预警雷达领域研制项目。2023年公司研发费用为1.40亿元，研发费用率增长至19.34%，为公司后续开拓新业务、开发新产品奠定了坚实基础。

图9.研发费用率持续上升

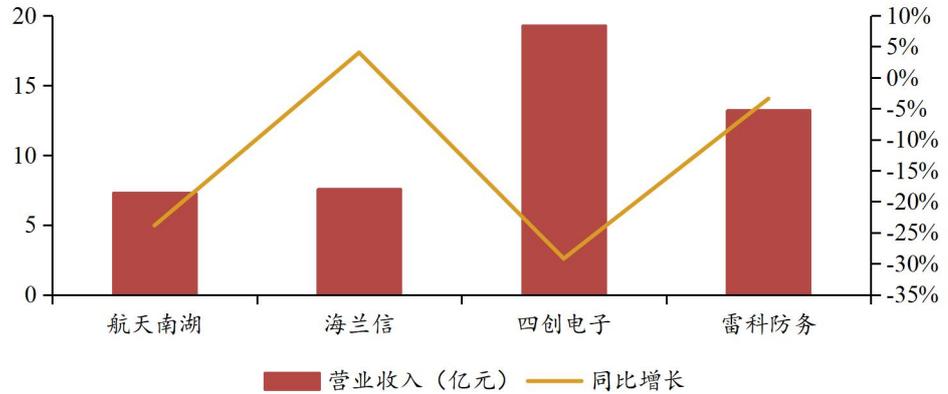


数据来源：公司公告，财通证券研究所

与同行业可比公司对比，公司在盈利和研发方面具有显著优势。从营收角度来看，受去年“十四五”中期调整等因素影响，军工行业业绩整体承压。2023年，公司与海兰信、四创电子和雷科防务三家公司的营收分别为7.26/7.54/19.27/13.18亿元，同比增速分别为-23.85%/4.04%/-29.19%/-3.39%。从盈利层面来看，2023年公司毛利率和净利率分别为33.38%/14.12%，明显高于可比公司，主要原因系公司的产品结构与客户结构与可比公司存在差异，在产品上聚焦于防空预警雷达，整体管理难度小，成本较低；军品具有更高技术要求和可靠性要求，相应毛利率水平较高。

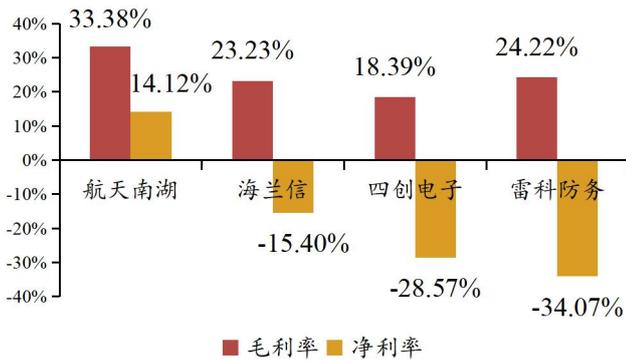
从研发层面来看，公司近四年的研发费用率分别为8.83%/13.67%/14.98%/19.34%，持续增长且与上述可比公司相比处于较高水平。主要原因系公司近年来为提升公司产品竞争力以及满足客户产品技术升级需求，将科研作为生产经营活动重点，不断加强研发投入，研发团队不断壮大。

图 10.2023 年公司与其它可比公司营收情况



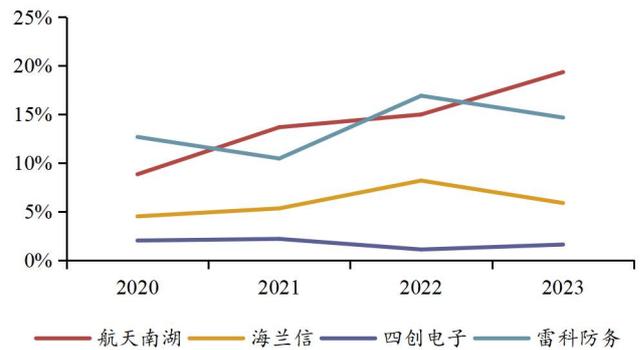
数据来源：Choice，财通证券研究所

图 11.2023 年公司盈利水平显著高于可比公司



数据来源：Choice，财通证券研究所

图 12.公司研发费用率持续增长且高于可比公司



数据来源：Choice，财通证券研究所

2 雷达：现代国防夺取主动权的关键

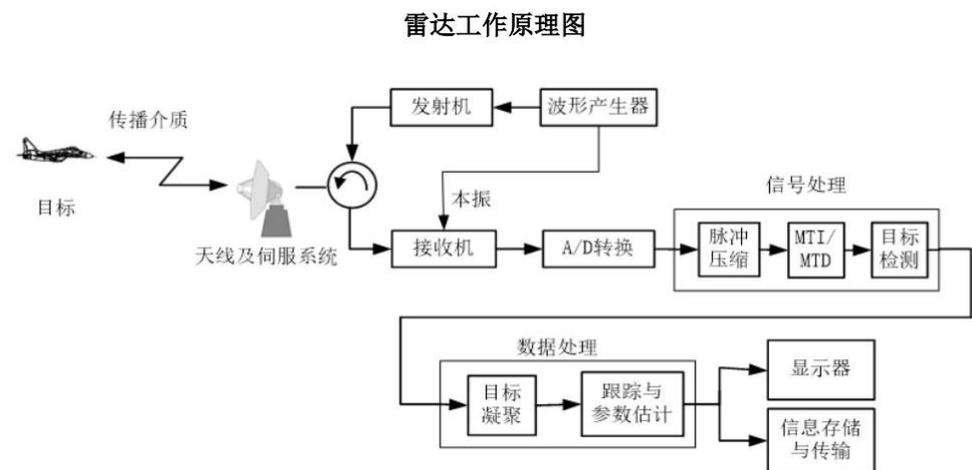
2.1 发展历史悠久，行业壁垒较高

雷达技术起源于 20 世纪 20 至 30 年代，雷达通过发射电磁波对目标进行照射并接收其回波，经波形处理后获取目标的位置和速度等信息。雷达具有探测距离远，测定坐标速度快，能全天时、全天候使用等特点，主要用于对空中目标、空间目标、海面目标和地面目标的探测。

雷达的工作架构复杂，技术含量较高。雷达通常由波形产生器、发射机、接收机、信号处理机、显示器、天线及其伺服装置、电源等部分组成。波形产生器（又称激励源）产生一定工作频率、一定调制方式的射频激励信号，同时产生相干本振

信号送给接收机；发射机对激励源提供的射频激励信号进行功率放大，再经收发开关馈电至天线，由天线辐射出去；目标回波信号经天线和收发开关至接收机，再由接收机对接收信号进行低噪声放大、混频和滤波等处理；信号处理的作用是抑制非期望信号（杂波、干扰），通过相干积累或非相干积累以提高有用信号的信噪比，并对目标进行自动检测与跟踪等。通常将目标航迹的关联、跟踪滤波、航迹管理等成为雷达的数据处理。目标航迹及相关信息在屏幕上显示的同时，通过通讯设备传输至各级指挥系统。

图 13.雷达内部结构复杂，技术含量高



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

雷达种类多样，在军用和民用领域均有广泛的应用场景。雷达早期发展主要源于军事需求，军用雷达是获取陆、海、空、天战场全天候、全天时战略和战术情报的重要手段，是实现远程打击、精确打击的必要手段，因此在警戒、侦查、引导、制导和敌我识别等领域获得了广泛应用，成为现代国防中一种重要的电子装备，在国防领域具有极其重要的战略地位。

雷达在民用领域也有着广泛应用。雷达的高精度探测能力使其在民用领域有着较大的应用潜力，随着雷达技术的发展和雷达性能的提高，特别是计算机、高功率发射器件以及高速信号处理等技术的快速发展，雷达在民用领域的应用范围不断扩大，目前主要应用于空管、气象、遥感和交通等领域。

表 3.雷达在军用和民用领域均有着广泛的应用场景

应用领域	产品细分	产品功能及用途
军用领域	预警雷达	用于警戒、监视和识别空中、海面 and 导弹目标
	制导雷达	地空导弹武器系统的核心组成部分，提供控制和引导导弹飞向来袭的飞机、导弹等目标所需信息的雷达，根据装载平台不同可分为车载、舰载、机载和弹载
	火控雷达	用来控制武器瞄准目标的雷达，能自动跟踪目标并精确测定目标位置
	对地观测雷达	利用机载或星载平台搭载雷达载荷对地面目标进行遥感探测
	空间探测雷达	对各种空间目标（卫星、飞船、航天飞机、运载火箭等）进行主动实时的探测、捕获、跟踪、测轨、识别并提供空间目标活动态势和各种目标特征信息
	测量雷达	用于对空中目标的位置、轨迹、形状等进行精确测量
民用领域	气象雷达	用于对云、雨、风等气象要素进行探测的特殊雷达
	空管雷达	主要用于对航线航路进行监视，提供航路目标，为空中交通管制提供雷达信息保障
	导航雷达	探测运动平台周围的目标，提供地面特征图像，以实施航行避让、自身定位等
	汽车防撞雷达	用于监视汽车周界环境场景，实现汽车防撞告警

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

根据应用场景的不同，雷达所使用的频率也不同。目前使用最广泛的雷达频率通常在 X-Band 以下，其中，L-band 主要用于导弹预警，S-Band 主要是舰载雷达的工作频率，C-Band 用在气象监测雷达上，X-Band 更多用在机载雷达上。

表 4.雷达波段划分

雷达波段	频率范围
HF	3-30MHz
VHF	30-300 MHz
UHF	300-1000MHz
L	1-2GHz
S	2-4 GHz
C	4-8 GHz
X	8-12 GHz
Ku	12-18 GHz
K	18-27 GHz
Ka	27-40 GHz
V	40-75 GHz
W	75-110 GHz

数据来源：《应用于相控阵收发组件的射频微波集成电路设计》（杨小峰，2014），财通证券研究所

行业壁垒较高，从业单位稀缺。军用雷达装备研制是事关国防安全的高科技产业，在资质、技术和资金等方面存在着较高的壁垒。一方面，军用雷达及其配套装备生产单位须获得参与军品生产所需相应军工业务资质等条件，方能开展武器装备科研生产活动；另一方面，雷达产品技术门槛高，需要长期的技术积累和工程经

验，同时雷达产品研发周期较长，前期投入大，对企业的资金和技术储备均有较高的要求。目前国内有能力从事雷达整机研制工作的企业主要有中电科 14 所、中电科 38 所、成都中电锦江和航天南湖等单位。

表 5.国内主要军用雷达研制生产厂商

企业名称	雷达业务情况与市场地位
中电科 14 所 中电科 38 所	雷达整机产品涵盖火控雷达、搜索雷达、警戒雷达、情报侦查雷达、空管雷达、气象雷达等
海兰信	产品包括导航雷达、近海探测雷达和高频地波雷达等
国睿科技	雷达及系统产品覆盖军工电子、空中交通、公共气象等多个领域，产品包括地面情报雷达、武器制导雷达、武器定位雷达以及靶场测控雷达；预警机雷达、战斗机雷达、直升机载雷达；空管一/二次雷达产品；气象探测雷达装备产品，灾害性天气综合观测探测系统产品以及气象大数据处理和精细化天气预报预警系统产品
四创电子	产品主要包括气象雷达、空管雷达、低空监视雷达、新体制雷达等电子装备
成都中电锦江	专门从事军民用地面雷达等电子系统工程产品，产品包括地面情报雷达、气象水文装备等
航天南湖	产品主要为防空预警雷达产品，包括整机、配套装备和零部件，正在拓展空管雷达产品等新业务

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2.2 防空预警雷达:现代防空的“千里眼”

防空预警雷达在现代国防中具有毋庸置疑的重要性。防空预警雷达是军用雷达产业内应用场景较广、需求较大的雷达类别，用于警戒、监视和识别以飞机类气动目标为代表的空中目标，承担空中目标的预警探测和监视管制任务，是现代国防中一种重要的电子装备，在国防领域具有极其重要的战略地位。

我国自建国初期便开始发展防空预警雷达。经历了仿制、自主研发、跟踪追赶三个阶段之后，目前已大大缩小了与世界先进水平的差距，进入了比肩超越阶段。当前，伴随着层出不穷的新式作战武器、作战样式以及军事电子技术的快速发展，防空预警雷达在复杂电磁环境下的精度、分辨力、抗干扰性、多目标跟踪能力和可靠性均在稳步提升，**相控阵技术逐渐成为主要的技术特征。**

图 14.公司雷达产品



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3 着眼现代化国防需求，公司核心技术优势明显

3.1 深耕低空探测技术，增强产品反突防能力

低空突防是防空预警雷达面临的重要威胁。低空突防是为了躲避对方雷达和地面防空系统的探测，利用地球曲率和地形起伏造成的遮挡、雷达探测系统的盲区以及对方防空武器所需要的调度时间等有利条件，使航空兵器快速隐蔽的深入敌区进行突然打击。与超高空和隐身技术等新技术应用相比，低空突防更加注重任务规划和打击战术的应用，更加具有灵活性和可操作性，在实战中更防不胜防，因此具备较强反低空突防能力的防空预警雷达将在国防行动中为己方争得极大的优势。

表 6.低空突防主要技术

技术类型	原理与实现方式
地形跟随	飞机按预定的最小离地高度在垂直平面内随地形轮廓作机动飞行
地形规避	飞机在方位平面内作机动飞行，飞绕山峰等高达障碍物
威胁规避	飞机在方位平面内作机动飞行，规避敌方探测和防空武器攻击，以充分接近目标

数据来源：《飞机低空突防技术研究》（叶文等，2007），财通证券研究所

低空探测技术是公司核心技术之一，公司产品具备良好的反低空突防能力。公司现具有 2 项低空探测技术专利，显示了公司在反低空突防领域的技术积累，公司

产品在高机动、低空目标预警探测等方面具有较强的竞争优势，多个型号产品曾荣获国防部科技进步二等奖、三等奖和原机械电子工业部优质产品奖等奖项。

表 7.公司低空探测技术专利

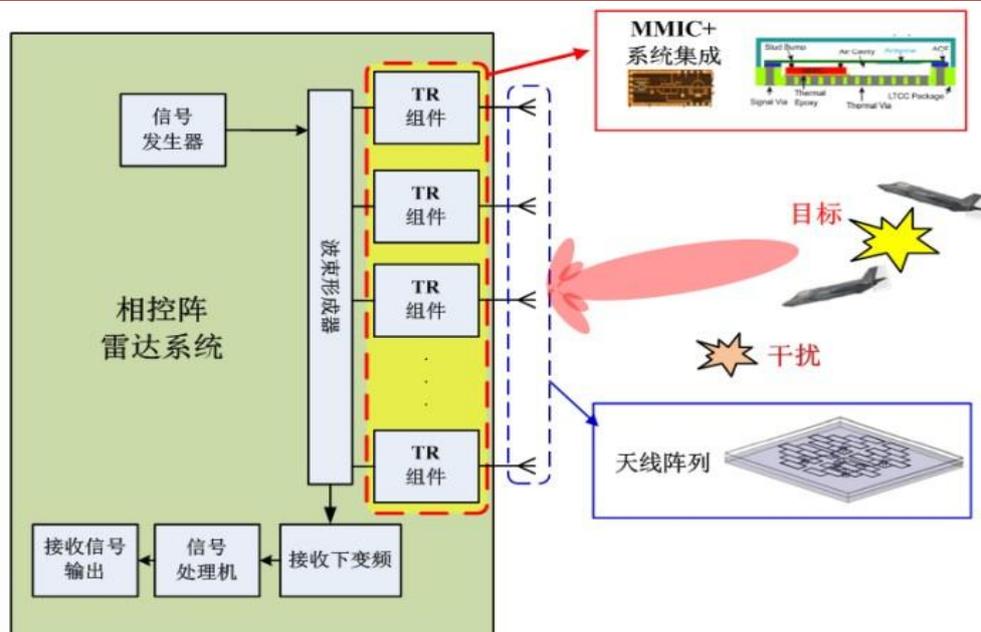
专利号	专利名称
CN201911371159.3	一种“低慢小目标”的威胁评估方法
ZL201911372187.7	一种低慢小目标探测系统多源数据融合方法

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

3.2 紧跟信息化国防发展趋势，着力发展相控阵雷达技术

相控阵雷达特别是有源相控阵雷达相比传统体制雷达具有明显优势。相控阵雷达是一种多功能高性能雷达，其天线阵由许多天线单元排成的阵列组成，其利用波束控制计算机按一定的程序来控制天线阵的移相器，从而改变阵面上的相位分布，促使波束在空间按一定规则扫描。相控阵雷达根据天线的不同可分为无源相控阵雷达和有源相控阵雷达，其中有源相控阵雷达的每个天线单元通道上均有一个高功率放大器、低噪声放大器或 T/R 组件，每个通道独立发射和接收电磁波。相控阵雷达特别是有源相控阵雷达相较于传统体制雷达具有发射功率大、探测距离远、抗干扰能力强等特点，是当前先进雷达的主要形式。

图 15.有源相控阵雷达结构图



数据来源：国博电子招股说明书，财通证券研究所

公司的销售产品和在研产品中，相控阵雷达产品占据较大比例。公司于2012-2015年推动产品和技术创新，在相控阵雷达技术领域取得突破，推出了警戒雷达产品

B，并于 2022 年推出其改进型，实现产品的升级迭代；2016 年，公司推出相控阵目标指示雷达产品 A，在低空探测目标等方面实现突破，目前已成为公司的主要产品，在军方广为应用。

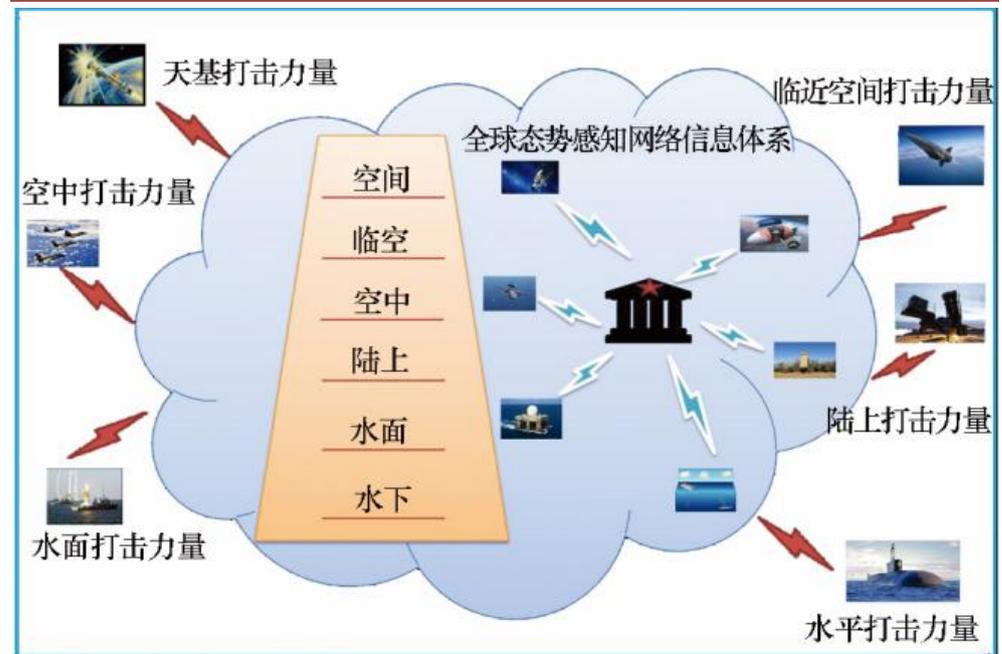
4 信息化国防防空利器，内外需增长潜力较大

4.1 雷达在现代国防中的地位愈发重要，应用场景快速增加

制信息权争夺日趋白热化，空域威胁多样化为防空预警雷达提供广阔增长空间。未来国防将是多层次、全方位、大纵深、主体覆盖陆、海、空、天、网为一体的高科技信息化国防体系，低空突防、干扰、隐身等威胁不断革新，高空高速目标、无人机蜂群等新式威胁不断涌现；同时，随着低空逐步开放，空中飞行器种类不断涌现，对于空域的探测能力要求不断提高，不仅要发现目标还要判断目标种类与威胁属性，这些都助推各国对于防空预警雷达的需求和技术要求不断提高。

雷达技术发展迅速，应用场景快速增加。近年来，随着我国信息技术产业的进步，我国雷达技术发展迅速，已从雷达制造大国迈入雷达研发强国。防空预警雷达作为最重要的信息化装备之一，产品在不断迭代升级，应对各类威胁、搭载于各类平台、品种各异的新型雷达层出不穷，在各式武器装备领域中的应用场景不断丰富，下游客户的需求也越来越多元。

图 16.现代国防面对多样化的打击力量威胁



数据来源：《面向下一代战争的雷达系统与技术》（王建明，2017），财通证券研究所

4.2 新时代国防建设重点领域，市场规模不断扩大

信息化军队建设稳步推进，国防支出保持增长且增长空间仍然较大。军队信息化是我国国防现代化的重要组成部分，2015年国务院新闻办公室发布的《中国的军事战略》明确提出要“着眼建设信息化军队，打赢信息化战争”，在这一方针的指引下，我国的国防支出保持着稳定增长态势。2024年我国国防预算支出为16655.40亿元，同比增长7.2%。2014-2024年，我国的国防支出增速均保持在7%左右的水平，由8082.30亿元增长至16655.40亿元，CAGR达到7.50%，保持稳步增长。同时，国防信息化战略的实施有望进一步提振信息化装备的需求，军用雷达作为信息化装备的重要组成部分有望充分受益。

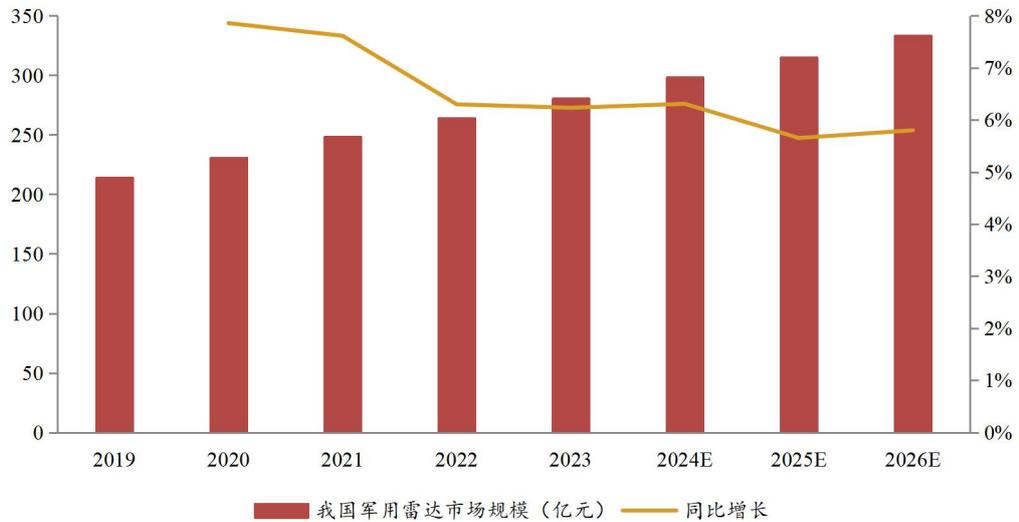
图 17.我国国防支出维持 7%左右的增长速度



数据来源：Choice，财通证券研究所

在国防信息化战略和国防支出增长双重有利因素的刺激下，近年来我国军用雷达市场规模持续增长。根据智研瞻发布的《中国军用雷达行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》，2023年我国军用雷达市场规模达到280.56亿元，同比增长6.23%。该报告预测未来三年我国的军用雷达市场规模将持续保持5%以上的增长速度，预计2026年我国军用雷达市场将达到333.40亿元的市场规模。

图 18.我国军用雷达市场规模持续增长



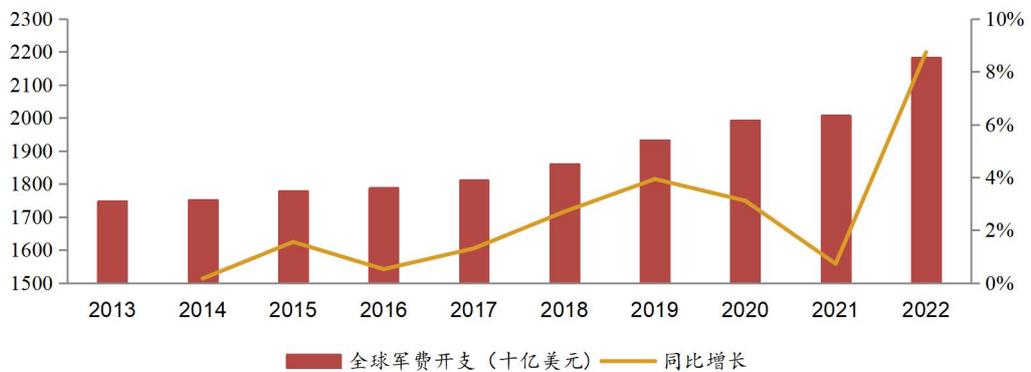
数据来源：智研瞻，财通证券研究所

5 着力拓展业务格局，发展全新业绩增长点

5.1 全球军费开支持续上涨，军贸业务前景广阔

全球国防开支持续保持增长态势，为军贸开支提供有力支撑。2013-2022年，全球军费开支持续保持增长，由2013年的1.75万亿美元增长至2022年的2.18万亿美元，CAGR达到2.47%。由于俄乌冲突的爆发以及欧美国家开启对于乌克兰的军事援助，2022年全球军费开支实现大幅增长，相比2021年增长8.74%。随着俄乌冲突的延宕以及巴以冲突的升级，预计未来全球军费开支仍将保持增长态势。军费支出是军贸的基础，全球军费支出的增长将有力促进全球军贸规模的扩大。

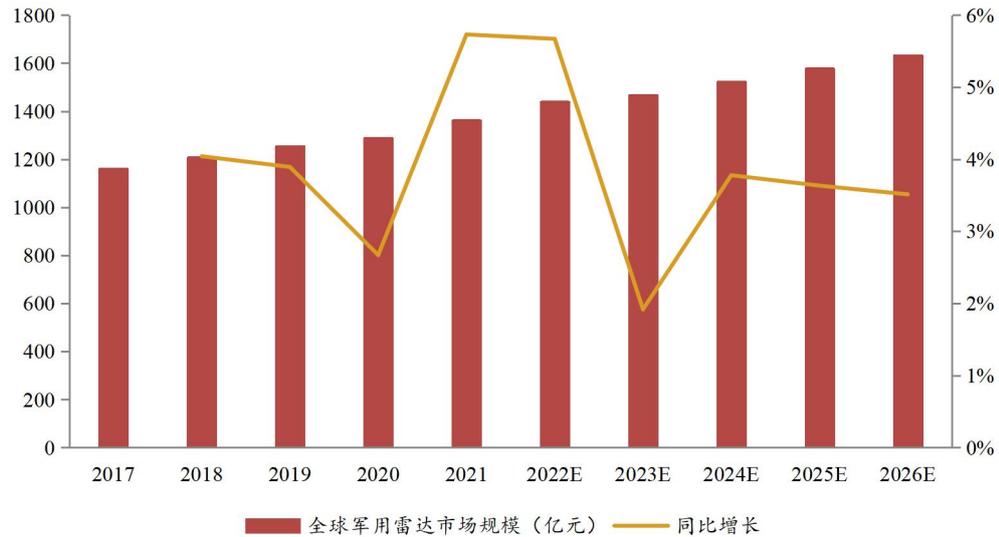
图 19.全球军费开支持续保持增长



数据来源：Choice，财通证券研究所

全球军用雷达市场规模保持稳步增长。根据亿渡数据的统计数据，2021 年全球雷达市场规模为 2233.7 亿元，其中军用雷达市场规模为 1361.70 亿元，占比 60.96%；预计 2026 年全球雷达市场规模将达到 2721 亿元，其中军用雷达市场规模将达到 1632.6 亿元，2021-2026 年全球军用雷达市场规模 CAGR 为 3.70%。全球军用雷达市场规模的稳步增长为公司军贸业务的拓展提供了广阔的前景。

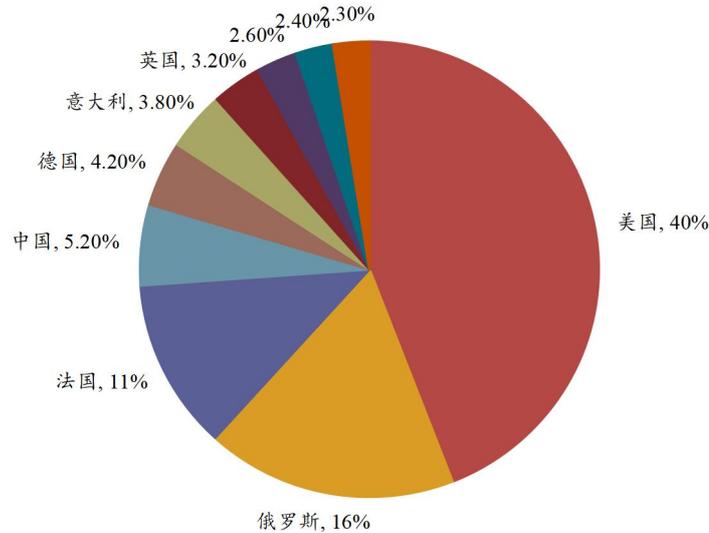
图 20.全球军用雷达市场规模保持稳步增长



数据来源：亿渡数据，财通证券研究所

我国武器装备出口份额与美俄等军事强国仍有明显差距，未来增长潜力较大。斯德哥尔摩和平研究所（SIPRI）的研究数据显示，2018-2022 年中国武器出口份额为 5.2%，位列世界第四，与美国（占比 40%）和俄罗斯（占比 16%）两大传统军事强国相比仍有明显差距。目前我国军贸产品种类不断丰富，武器装备性能不断提高，近年来军贸额呈现持续增长的态势，未来我国武器装备出口总额与份额有较大的增长潜力。

图 21.我国武器装备出口位列全球第四，未来增长潜力较大



数据来源：SIPRI，财通证券研究所

公司积极发展多样化业务格局，大力开拓军贸业务。2023 年公司推进 1 型雷达产品的出口立项审批、签订 1 型雷达军贸合同，海外产品库再添新军，全年实现军贸业务收入 1.1 亿元，占公司总营收的 15.15%。随着我国武器出口规模的逐步扩大以及公司持续拓展军贸业务，预计公司军贸规模将保持稳健增长态势。

5.2 政策支持叠加资本市场活跃，低空经济未来已来

低空经济是一种全新的经济形态。低空经济是指各类低空飞行器在飞行活动中所关联的新兴产业，主要包括低空运载装备、空地基础设施、空域管理设备及系统等，具有成长性高、产业链条长、融合性强、辐射面广的特点，典型应用场景包括空中游览、低空物流、城市公共治理等，是一种新经济形态。

我国高度重视低空经济发展，战略地位突出。2021 年《国家综合立体交通网规划纲要》首次将“低空经济”写入国家规划；2023 年中央经济工作会议提出要“打造生物制造、商业航天、低空经济等战略性新兴产业”，将低空经济上升至战略高度。2024 年 3 月 27 日，工信部、科技部、财政部及民航局联合发布《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030）》，提出到 2030 年新型通用航空装备形成万亿级市场规模的目标。

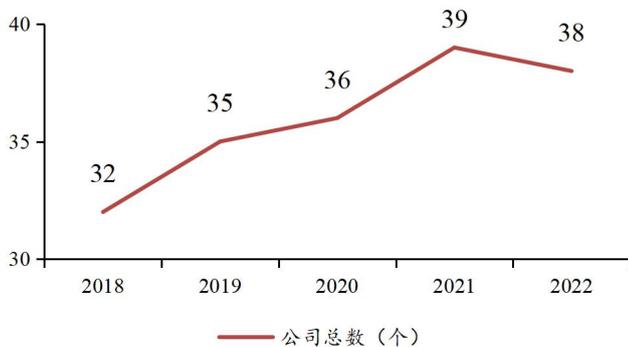
表 8.我国涉及低空经济发展的国家战略与规划

时间	会议或文件	内容
2021年1月	《国家综合立体交通网规划纲要》	首次提出发展“低空经济”，“低空经济”被首次写入国家规划，具有标志性意义，《纲要》从国家层面加强了对低空经济建发展的顶层设计。
2023年5月	《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》	规划无人驾驶航空器飞行以及有关活动
2023年10月	《绿色航空制造业发展纲要（2023-2035）》	2025年eVTOL实现试点运行，2035年新型通用航空设备实现商业化、规模化应用
2023年12月	中央经济工作会议	提出“打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业”
2024年3月	《政府工作报告》	提出“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”
2024年3月	《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030）》	到2027年，新型通用航空装备在城市空运、物流配送、应急救援等领域实现商业应用；到2030年，通用航空装备全面融入人民生活各领域
2024年5月	《电动垂直起降航空器（eVTOL）起降场技术要求》	我国首部针对eVTOL起降场的技术规范，对eVTOL起降场的物理特性、障碍物限制、结构设计等参数进行了明确阐释

数据来源：国务院、中央军委、工业和信息化部，财通证券研究所

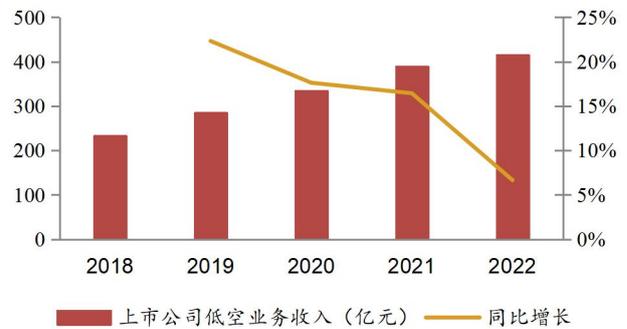
低空经济板块上市公司数量与业务收入总体增长，资本市场活跃。根据国家低空经济融合创新研究中心的数据，截至2022年，我国开展有低空业务的上市公司总数为38家，较2018年增加了6家；从业务收入的角度来看，2022年我国上市公司中低空业务收入达到415.40亿元，2018-2022年CAGR达到15.62%，保持了较高的增长速度。

图 22.2022 年我国有 38 家上市公司中开展低空业务



数据来源：国家低空经济融合创新研究中心，财通证券研究所

图 23.上市公司低空业务收入保持增长



数据来源：国家低空经济融合创新研究中心，财通证券研究所

在政策支持与活跃的资本市场双重因素激励下，我国低空经济规模持续扩大。根据深企投产业研究院的数据，2023年我国低空经济规模已达到5059.5亿元，同比增长33.82%。随着低空飞行活动的日益增多以及低空经济基础设施的完善，我国低空经济规模将持续增长，预计2026年我国低空经济规模有望突破1万亿元，达到10644.6亿元，2021-2026低空经济规模CAGR有望达到29.60%。

图 24.2026 年我国低空经济规模有望突破 1 万亿元



数据来源：深企投产业研究院，财通证券研究所

公司深化产业布局调整，开拓低空经济业务。公司通过项目牵引拓展产业新领域，2023 年中标某军用空管雷达配套设备研制项目，走出了空管雷达配套领域拓展第一步；组建低空事业部，拓宽产业新赛道，低空领域产业化步伐全面加速。目前，公司低空经济业务主要为军用低空防务和民用空管雷达产品，军用低空防务主要服务于无人机等低空目标探测，民用空管雷达主要用于机场空域管制，维护航行安全等。展望未来，公司低空经济业务发展前景良好。

6 盈利预测

公司雷达整机及配套装备、雷达零部件业务相关业绩有望随着后续订单的逐渐恢复、新型号产品的定型生产以及军贸业务的开拓而逐渐增长，主营业务前景广阔。同时，随着公司在低空经济等领域的布局以及募投项目的稳步推进，有望进一步打开未来的增长空间。

核心假设与业绩拆分

1) 雷达及配套装备业务：随着未来下游需求逐步回归正常，公司在军贸领域的持续发力以及公司在空管雷达等领域的开拓，未来业绩有望实现持续增长。我们预计 2024-2026 年公司该业务收入分别为 8.34/10.36/13.02 亿元。毛利率方面，由于预计公司军贸业务收入将继续维持高增长，且军贸业务整体毛利水平较高，有望带动未来三年该业务的毛利水平，据此我们预计未来三年公司该业务毛利率分别为 35.95%/35.98%/36.73%。

2) 雷达零部件业务: 随着公司雷达整机及配套业务规模的持续扩大,对于雷达的维修维护及补充需求也会随之提升,为公司雷达零部件业务带来增长空间。我们预计未来三年公司该业务收入分别为 1.41/1.82/2.34 亿元。毛利率方面,由于公司雷达整机产品技术和价值含量的上升,相关零部件的价值量也将有所增加,带动雷达零部件业务毛利的上升。我们预计该业务未来三年毛利率为分别为 29.16%/29.98%/30.12%。

3) 费用率相关假设: 销售费用方面,考虑到公司销售模式和渠道较为稳定,且随着公司业务规模上升带来的规模效应,预计未来三年销售费用率会有所下降,我们给予未来三年销售费用率预期为 1.1%/1.0%/0.9%;管理费用方面,虽然随着公司业务规模的不断扩大,使得办公场所的租赁费用、管理及辅助人员数量会有所上升,但考虑到规模扩大对费用的摊薄,管理费用率将有所下降,我们预计未来三年公司管理费用率为 7.8%/7.5%/7.4%;研发费用方面,考虑到公司正在拓展空管雷达、军贸等新业务,研发活动将有所增加,预计未来三年研发费用率为 16.9%/17.4%/17.6%。

表 9.公司业务拆分

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
公司业绩					
营业总收入 (亿元)	9.53	7.26	10.18	12.75	16.08
yoy	19.56%	-23.85%	40.26%	25.22%	26.18%
毛利率	41.80%	33.38%	35.26%	35.38%	35.98%
雷达及配套装备					
营业收入 (亿元)	8.94	5.86	8.34	10.36	13.02
yoy	37.03%	-34.42%	42.16%	24.21%	25.76%
毛利率	42.57%	33.79%	35.95%	35.98%	36.73%
雷达零部件					
营业收入 (亿元)	0.56	1.06	1.41	1.82	2.34
yoy	-58.96%	90.43%	32.50%	29.34%	28.72%
毛利率	28.49%	28.36%	29.16%	29.98%	30.12%
其他主营业务					
营业收入 (亿元)	0.02	0.32	0.42	0.56	0.70
yoy	-69.22%	1264.19%	32.51%	31.88%	26.22%
毛利率	54.23%	41.00%	41.01%	41.00%	40.99%
其他业务					
营业收入 (亿元)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
yoy	-36.53%	82.13%	10.23%	-9.16%	13.22%
毛利率	95.12%	80.39%	80.39%	80.39%	80.39%

数据来源: Choice, 财通证券研究所

7 可比公司估值

公司是我国防空预警雷达龙头，当前随着我国国防支出的稳步增长，我国军用雷达产品具有广阔的市场空间。同时，全球国防支出也呈现增长趋势，为雷达军贸创造了需求。公司近年来在持续深耕国内防空预警雷达主业的同时，不断开辟新的业绩增长点，为公司未来业绩增长提供了坚实基础。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 10.18/12.75/16.08 亿元，归母净利润 1.40/1.70/2.21 亿元，EPS 分别为 0.42/0.50/0.66 元，对应 PE 分别为 37.18/30.71/23.51X，首次覆盖，给予“增持”评级。

可比公司方面，我们根据公司的行业特性和业务性质，选择了三家与公司业务相近且可比的雷达制造公司，分别为四创电子、天和防务和海兰信，2024-2026 年三家可比公司 PE 均值为 158.07/53.91/30.69X。

表 10.可比公司估值表

股票简称	总市值		EPS				PE				
	(亿元)										
	2024/8/14	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
四创电子	44.93	0.24	-2.06	0.05	0.20	0.42	95.41	/	352.88	84.29	40.06
海兰信	44.92	-1.20	-0.16	0.19	0.25	0.32	/	/	25.68	19.45	14.47
天和防务	45.45	-0.29	-0.38	0.10	0.17	0.26	/	/	95.70	58.00	37.53
		可比公司平均					17.20	/	158.07	53.91	30.69
		可比公司中位数					/	/	95.70	58.00	37.53
航天南湖	52.07	0.62	0.34	0.42	0.50	0.66	34.84	53.32	37.59	31.05	23.77

数据来源：各公司公告、财通证券研究所（可比公司预测数据来自 Choice 一致预期）

8 风险提示

产品结构相对单一的风险：公司成立以来一直专注于防空预警雷达领域，产品结构相对单一，且收入来源主要为老型号产品。虽然公司目前正在研制新型号产品，以及推进业务的多样化，但是未来新产品新业务的开展和销售情况仍存在不确定性，公司对于老产品的销售收入仍可能存在依赖，这会加大公司经营业绩的风险。

军贸业务波动风险：公司 2023 年军贸业务收入实现大幅增长，预计未来三年军贸业务对于经营业绩具有支撑作用。但军贸业务与国际局势等因素密切相关，具有很大的不确定性，存在军贸业务波动导致公司整体业绩下滑的风险。

价格和利润率波动风险：目前主要客户推行低成本采购，且公司新型号产品定价偏低，这可能会对公司产品整体价格和毛利水平产生不利影响。

限售股解禁风险：公司首次公开发行股票后，有限售条件的流通股为 260703041

股，其中公司上市起以 12 个月为锁定期的限售股份数量为 2514850 股，占公司目前股本总数的 0.75%，现锁定期已满，这部分限制股于 2024 年 5 月 20 日起上市流通，该部分限售股由 5 名股东持有。若未来有持有限售股票的大股东减持限售期已满的股票，可能会对公司股价造成负面影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	953.01	725.69	1017.87	1274.55	1608.29	成长性					
减:营业成本	554.61	483.46	658.94	823.66	1029.55	营业收入增长率	19.6%	-23.9%	40.3%	25.2%	26.2%
营业税费	6.76	6.04	6.92	9.38	11.79	营业利润增长率	19.1%	-38.2%	40.3%	20.4%	30.2%
销售费用	8.49	8.28	10.99	13.00	14.96	净利润增长率	20.1%	-34.7%	36.7%	21.0%	30.6%
管理费用	64.03	63.92	79.04	95.85	119.50	EBITDA 增长率	19.0%	-50.6%	74.1%	32.4%	35.1%
研发费用	142.72	140.35	172.42	221.93	282.67	EBIT 增长率	20.7%	-55.6%	44.5%	31.5%	38.7%
财务费用	-7.35	-31.77	-41.70	-39.08	-39.85	NOPLAT 增长率	21.8%	-52.9%	40.1%	32.2%	39.1%
资产减值损失	-3.35	-6.88	-7.26	-5.72	-5.88	投资资本增长率	14.4%	178.3%	-5.1%	3.8%	5.6%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	14.7%	178.6%	-5.1%	3.8%	5.6%
投资和汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	163.41	101.06	141.80	170.79	222.33	毛利率	41.8%	33.4%	35.3%	35.4%	36.0%
加:营业外净收支	-0.02	-0.45	0.01	-0.10	0.12	营业利润率	17.1%	13.9%	13.9%	13.4%	13.8%
利润总额	163.39	100.61	141.81	170.69	222.45	净利率	16.5%	14.1%	13.8%	13.3%	13.8%
减:所得税	6.58	-1.84	1.76	1.16	1.00	EBITDA/营业收入	17.9%	11.6%	14.5%	15.3%	16.4%
净利润	156.81	102.46	140.05	169.53	221.45	EBIT/营业收入	16.4%	9.5%	9.8%	10.3%	11.4%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	304.87	2085.07	1953.90	1992.83	1985.90	固定资产周转天数	21	26	50	84	93
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	81	148	29	-5	-5
应收账款	866.47	274.11	361.39	450.96	567.77	流动资产周转天数	584	1111	1012	841	723
应收票据	6.62	28.08	32.34	38.16	51.48	应收账款周转天数	214	283	112	115	114
预付账款	10.05	4.19	8.90	10.43	12.64	存货周转天数	286	309	234	217	215
存货	441.73	387.26	470.96	523.82	703.14	总资产周转天数	655	1270	1189	1019	888
其他流动资产	9.69	43.96	43.96	43.96	43.96	投资资本周转天数	339	900	920	729	605
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	16.4%	3.8%	5.5%	6.5%	8.0%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.5%	3.1%	4.1%	4.5%	5.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.6%	2.6%	3.9%	5.0%	6.5%
固定资产	55.52	50.09	233.56	362.07	468.46	费用率					
在建工程	19.75	253.91	188.34	165.09	157.98	销售费用率	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
无形资产	95.34	95.87	111.80	119.71	129.06	管理费用率	6.7%	8.8%	7.8%	7.5%	7.4%
其他非流动资产	32.18	22.00	21.19	21.19	21.19	财务费用率	-0.8%	-4.4%	-4.1%	-3.1%	-2.5%
资产总额	1851.11	3270.00	3453.34	3759.59	4178.12	三费/营业收入	6.8%	5.6%	4.7%	5.5%	5.9%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	363.45	365.97	484.63	600.67	757.71	资产负债率	48.3%	18.4%	26.7%	30.1%	33.6%
应付票据	269.58	108.58	231.71	273.21	329.97	负债权益比	93.3%	22.6%	36.4%	43.1%	50.6%
其他流动负债	7.06	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.84	4.74	3.15	2.73	2.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.32	4.01	2.57	2.22	1.88
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1606.54	1267.62	37040.19	48695.73	67555.87
负债总额	893.50	601.83	921.77	1132.68	1403.48	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.14	0.09	0.13	0.15	0.20
股本	252.94	337.25	337.25	337.25	337.25	分红比率	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
留存收益	626.35	681.59	545.07	640.41	788.14	股息收益率	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%	1.3%
股东权益	957.61	2668.18	2531.57	2626.92	2774.64	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.46	0.30	0.42	0.50	0.66
净利润	156.81	102.46	140.05	169.53	221.45	BVPS(元)	2.84	7.91	7.51	7.79	8.23
加:折旧和摊销	14.98	15.24	47.04	63.28	80.63	PE(X)	33.2	50.8	37.2	30.7	23.5
资产减值准备	21.82	-15.27	14.14	12.60	12.76	PB(X)	5.4	2.0	2.1	2.0	1.9
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-1.86	-12.82	0.00	0.00	0.00	P/S	5.5	7.2	5.1	4.1	3.2
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	28.7	36.9	22.1	16.5	12.2
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-474.84	222.98	128.74	43.61	-59.17	PEG	1.6	—	1.0	1.5	0.8
经营活动产生现金流量	-286.22	310.55	323.92	289.13	255.57	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	103.70	-1174.61	-179.87	-176.01	-188.77	REP					
融资活动产生现金流量	-46.93	1608.59	-41.06	-51.34	-67.06						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以2024年08月14日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。