

成电光信 (920008)

军工电子先行军，赛道广阔助成长

投资评级 (暂无)

2024年08月28日

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	169.20	216.10	270.93	322.95	385.70
同比	39.43	27.72	25.37	19.20	19.43
归母净利润 (百万元)	33.62	45.05	51.32	67.66	88.21
同比	61.09	33.98	13.94	31.83	30.37
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.54	0.72	0.82	1.08	1.41
P/E (现价&最新摊薄)	18.55	13.85	12.15	9.22	7.07

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

投资要点

■ **国防军工领域高精尖产品提供商，盈利能力稳定增长：**公司主营业务为网络总线产品和特种显示产品的研发、生产及销售，公司 FC 网络总线与 LED 球幕视景系统等多项研发成果曾被权威部门鉴定达到国内领先水平，填补了国内相关领域空白，对比同类产品具有突出优势。公司已取得国家级专精特新“小巨人”企业认定、高新技术企业认定，拥有 30 项发明专利以及若干实用新型专利、外观设计专利、软件著作权等。公司营收以特种显示和网络总线产品为主，2023 年实现营收 2.16 亿元，归母净利润 0.45 亿元，毛利率/归母净利率分别为 50.40%/20.84%。

■ **军工行业稳定增长，细分领域市场广阔：**

- 1) **军工科技产业赛道广阔，航电系统价值占比逐渐提高：**随着我国综合国力日益提升，国防支出预算持续增长。中国军队目前处于机械化向信息化转变的过渡阶段，未来信息化建设提升空间大。航空装备放量拉动需求，航电系统价值占比随代际增高。
- 2) **创新运用 LED 显示技术于军事模拟仿真：**军用特种显示应用领域广泛，主要包括机载、舰载、车载、雷达以及核工业等。公司开创性地将 LED 显示技术应用于军用模拟仿真训练领域，满足了飞行模拟训练的严苛要求。
- 3) **网络总线行业市场扩张，FC 总线技术优势明显：**军用高速网络总线的发展主要以航电领域为代表，逐步向航天、船舶及车辆领域延伸。FC 总线技术的优势主要体现在数据传输速率可靠性以及实时性，已成为当前的主流技术路线，具有广阔的发展前景。

■ **技术创新国内领先，客户合作关系稳定：**公司依托电子科技大学在光纤通信以及光电显示领域的人才优势，发挥公司团队自主研发能力，在相关领域形成了一大批国内领先的知识产权，并积累了中航工业、中国电科、中国船舶等国有军工集团下属单位稳定的客户及订单资源。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024/2025/2026 年营收分别为 2.71/3.23/3.86 亿元，归母净利润分别为 0.51/0.68/0.88 亿元，同比增长 13.94%/31.83%/30.37%。根据公司发行价计算得出，公司 2024/2025/2026 年的 PE 分别为 12.15/9.22/7.07 倍。我们认为公司后续成长空间大，赛道宽广，建议投资者积极关注。

■ **风险提示：**军品市场需求变化以及竞争加剧风险、客户集中度较高风险、不能持续取得军工资质风险、军品最终定价与暂定价差异导致业绩波动的风险、军品质量控制风险、其他经营风险、财务风险等。

市场数据

发行价(元) 10.00

基础数据

本次公开发行股数 9,20 万股
1,058 万股
(超额配售选择权额行使后)
总股本 6,237 万股
6,375 万股
(超额配售选择权额行使后)

内容目录

1. 成电光信：国防军工领域高精尖产品提供商	4
1.1. 网络总线与特种显示产品两翼并行	4
1.2. 业务营收持续增长，盈利能力稳中有增	8
2. 军工行业稳定增长，细分赛道前景广阔	11
2.1. 军工科技产业赛道广阔，航电系统价值占比逐渐提高	11
2.2. 创新运用 LED 显示技术于军事模拟仿真	12
2.3. 网络总线行业市场扩张，FC 总线技术优势明显	13
3. 技术创新国内领先，客户合作关系稳定	14
3.1. 产品创新填补国内多项技术空白	14
3.2. 产品应用广泛，客户合作持久	15
4. 盈利预测与评级	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值与评级	16
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	机载网络总线示意图.....	4
图 2:	战斗机飞行员仿真模拟训练系统示意图.....	6
图 3:	公司股权结构（截至 2024 年 8 月 28 日）.....	8
图 4:	公司 2021-2023 营收及同比增速.....	8
图 5:	公司 2021-2023 归母净利润及同比增速.....	8
图 6:	公司 2023 年各业务营收占比.....	9
图 7:	公司 2021-2023 年各业务营收（单位：亿元）.....	9
图 8:	公司 2021-2023 年毛利率及净利率.....	9
图 9:	公司 2021-2023 年期间费用率.....	9
图 10:	成电光信及可比公司 2021-2024H1 毛利率.....	10
图 11:	成电光信及可比公司 2021-2024H1 净利率.....	10
图 12:	中国国防支出预算规模（单位：亿元）.....	11
表 1:	公司生产的各高速网络通信组件类型及功能.....	5
表 2:	公司生产的各航电网络仿真、监控、测试设备类型及功能.....	6
表 3:	公司生产的特种 LED 显示产品.....	7
表 4:	公司生产的液晶加固显示产品.....	7
表 5:	公司未来盈利预测拆分.....	16
表 6:	可比公司估值（截至 2024 年 8 月 28 日）.....	17

1. 成电光信：国防军工领域高精尖产品提供商

1.1. 网络总线与特种显示产品两翼并行

成都成电光信科技股份有限公司创建于 2011 年 5 月，公司主营业务为网络总线产品和特种显示产品的研发、生产及销售，公司产品目前主要应用于国防军工领域。公司自成立以来一直致力于网络总线产品特别是 FC 网络总线产品的研发。在公司技术研发团队的攻关下，公司 FC 网络总线多项研发成果曾被权威部门鉴定达到国内领先水平，填补了国内相关领域空白。公司自 2017 年以来开始重点布局特种显示领域。随着公司产品的迭代优化、应用场景的拓宽，客户需求陆续释放，公司特种显示产品的收入占比不断提升，目前为公司主要收入构成之一。公司 LED 球幕视景系统打破了我国飞行模拟仿真系统对国外投影设备关键部件的依赖，对比基于投影显示技术的同类产品，在显示效果、维修维护、自主可控等方面具有突出优势，已在我国新型主力战机的飞行训练中得到了实际应用。

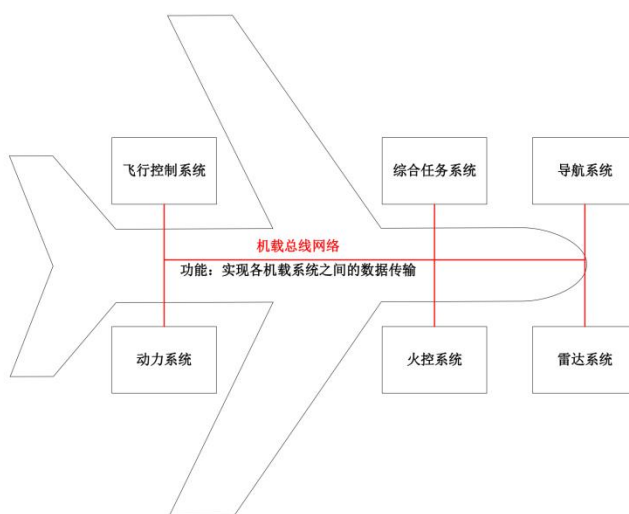
公司是一家研发驱动型的制造业企业，在主营业务相关领域拥有多项自主知识产权，创新性以及技术优势突出。公司已取得国家级专精特新“小巨人”企业认定、高新技术企业认定。公司拥有 30 项发明专利以及若干实用新型专利、外观设计专利、软件著作权等，在网络总线和特种显示相关领域形成了一批具有行业先进性的自主知识产权。

公司主要产品包括网络总线产品以及特种显示产品两大类，具体情况如下：

(1) 网络总线产品

公司网络总线产品主要应用于军用装备相关特殊总线网络的数据模拟仿真、监控、通信领域。以机载网络总线为例，其主要功能是用于机载设备、子系统到模块间的互相连接，利用机载数据总线连成的网络系统，使相互间数据信息能够完成传输。

图1：机载网络总线示意图






数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司网络总线产品主要使用的 FC 网络总线技术，具备通道和网络双重优势，有高带宽、高可靠性、高稳定性，抵抗电磁干扰等优点，相关产品主要分为两类：

- ① **高速网络通信组件**。该组件主要包括为实现高速网络通信协议的接口组件、交换组件或转换组件，接口组件安装在军用电子设备中，实现设备对外的总线通信，交换组件作为独立的设备或模块实现网络总线的的数据交换，转换组件主要用于实现不同接口的数据协议转换。公司生产的高速网络通信组件种类较多，代表产品为 FC 网络数据通信卡、FC 万兆子卡、FC 交换机，我们整理如表 1 所示。

表1: 公司生产的各高速网络通信组件类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	应用场景
FC 网络数据通信卡	该产品主要为航空电子系统网络终端及控制设备提供 FC 网络总线通信，支持适配多种操作系统，小体积低功耗高可靠。		该产品可安装在航空电子系统中的导航、雷达、火控等各类机载终端设备中。
FC 万兆子卡	该产品支持将高速通信接口转换为对外的 FC 网络接口或万兆网络接口，为用户高带宽数据的发送和接收提供可配置的网络接口通信功能。		该产品主要应用于舰船电子系统中，实现舰船网络终端的 FC 和万兆网络接口数据通信。
FC 交换机	该产品采用全双工（同时进行数据的双向通信传输）无阻塞网络结构，提供网络运行配置数据存储、系统链路状态监视、网络时间同步控制、数据交换及网络数据监视等功能。		该产品主要应用于航空、舰船各电子系统中，主要实现 FC 网络总线数据交互以及协同处理。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

- ② **航电网络仿真、监控、测试设备**。该设备通常由具有总线接口的板卡及设备构成，通过运行测试软件，实现对机载设备及系统的仿真模拟、数据激励、数据采集、故障注入等功能，从网络总线接口、被测物应用功能的角度实现对航电设备及系统功能的仿真和测试。公司生产的航电网络仿真、监控、测试设备种类较多，代表产品为综合处理设备、FC 网络数据仿真系统，我们整理如表 2 所示。

表2: 公司生产的各航电网络仿真、监控、测试设备类型及功能

产品名称	产品功能	产品图示	应用场景	技术先进性认证
综合处理设备	该产品（包括模拟综合核心处理机）主要用于对综合航空电子系统的数据进行处理，并输出处理结果。		该产品主要应用于地面航电系统仿真环境的搭建。	2017 年度四川省重大技术装备省内首台（套）产品
FC 网络数据仿真及监控系统	该产品可用于机载光纤网络及其配套产品的研发、测试和维护，通过仿真真实节点卡、捕获、过滤和记录用户定义特征的数据，完成 FC 网络的半实物仿真、各设备的设计、分析、验证和故障诊断。		该产品应用于航空电子综合系统实验室，主要用于航电系统及设备开发调试。	2013 年 4 月，四川省科学技术厅认定该产品达到了“国内领先、国际先进水平”。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

(2) 特种显示产品

公司特种显示产品主要应用于军用模拟仿真训练领域。以战斗机飞行员仿真模拟训练系统为例，其主要由用于模拟战机外部视野的视景显示系统、用于模拟战机内部驾驶环境的飞行模拟座舱以及处理数据的数据处理软件及设备三部分构成（其中，视景显示系统以及飞行模拟座舱中的显示屏为公司产品）。

图2: 战斗机飞行员仿真模拟训练系统示意图




数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司特种显示产品主要分为两类：

- ① **特种 LED 显示产品**。公司特种 LED 显示产品的代表产品为 LED 球幕视景系统，作为军用仿真模拟训练系统视景显示系统，其主要作用是为受训人员提供逼真的训练场景，如表 3 所示：

表3: 公司生产的特种 LED 显示产品

产品名称	LED 球幕视景系统
产品功能	<p>视景系统主要是为模拟仿真系统提供视觉模拟的装置，即显示观察者看到的场景图像，从而让观察者产生身临其境的视觉感受，可以广泛应用于航空航天飞行模拟、交通运输的驾驶模拟、影视娱乐的场景模拟等。</p> <p>该产品为主动发光方式，显示亮度和对比度更高，显示效果更逼真，显示沉浸感更强，解决了投影显示视场角受限及由于响应速度慢而导致的图像拖影等现象，增加了产品使用寿命，同时解决了投影显示系统维护困难，维护成本高的问题，并且可实现全国产化。整个系统具有高清显示计算机信号、视频信号、各类图像、文字或符号等的功能。</p>
产品图示	
应用场景	该系统作为军用仿真模拟训练系统重要组成部分，主要用于飞行员的教学、训练以及演习等。LED 球幕视景系统主要为一个直径数米或其他尺寸的内球面显示系统，具体作用为通过模拟真实飞机外部视景效果，从而让飞行员在训练时获得真实飞行的感受。
技术先进性认证	2021 年 1 月，四川省经济和信息化厅、四川省财政厅认定该产品为“2020 年度四川省重大技术装备省内首台套产品”。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

- ② **液晶加固显示产品**。公司液晶加固显示产品是从外形和功能上仿真机载多功能显示系统的电子设备，主要安装于飞行模拟座舱之内，应用于模拟飞行训练、机务训练以及科学研究等场景，如表 4 所示。

表4: 公司生产的液晶加固显示产品

产品名称	液晶加固显示产品
产品功能	该产品可实现图形图像和数字信息的高清显示及人机交互功能，具有较高的稳定性和可靠性，可根据客户需求对组成部件进行灵活增减。
产品图示	
应用场景	主要安装在军用仿真模拟训练系统的飞行模拟座舱中，用于飞行员的教学、训练、演习等。

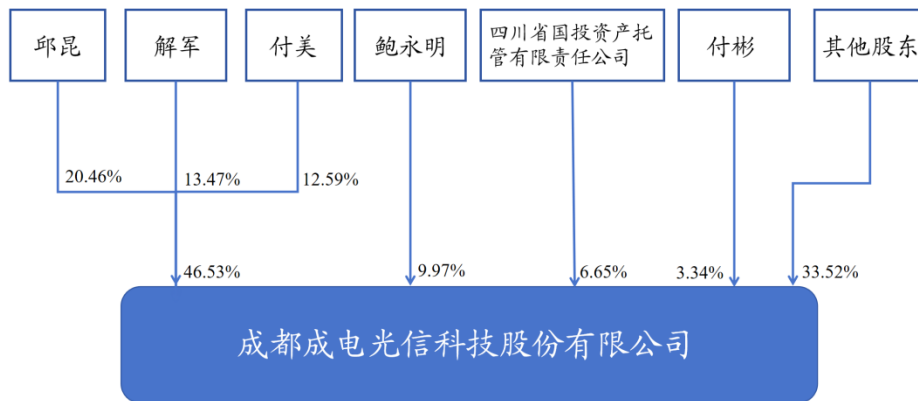
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

(3) 其他

公司其他类产品包括光电类产品以及其他产品等。

公司股权结构集中且稳定。根据公司招股书，公司不存在控股股东；邱昆、解军和付美已签署一致行动协议，共同控制公司，为公司实际控制人；截至 2024 年 8 月 28 日，实控人通过直接、间接合计持有公司 46.53% 股权。

图3: 公司股权结构 (截至 2024 年 8 月 28 日)

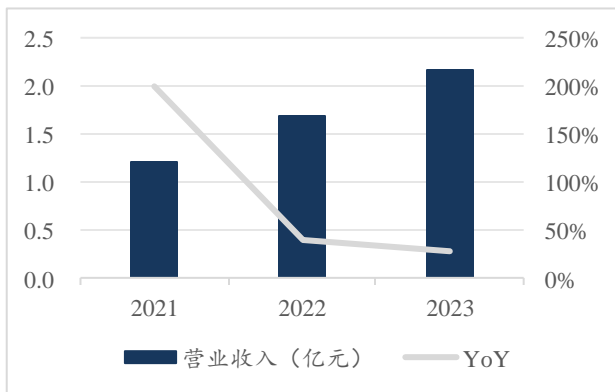


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

1.2. 业务营收持续增长, 盈利能力稳中有增

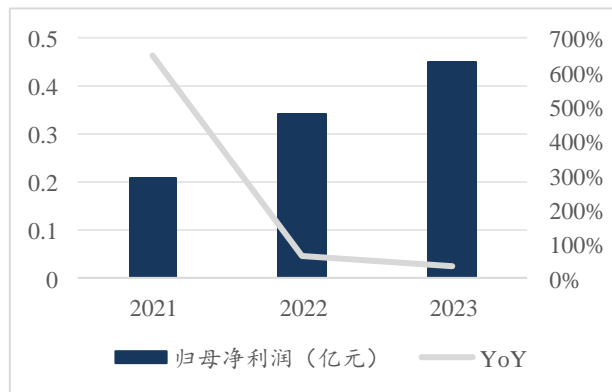
如图 4 所示, 2021-2023 年公司营业收入分别为 1.21 亿元 1.69 亿元和 2.16 亿元, 分别同比增长 199.44%、39.67%和 27.72%, 三年营业收入的年复合增长率为 74.71%。如图 5 所示, 同期归母净利润分别为 0.21 亿元、0.34 亿元和 0.45 亿元, 分别同比增长为 648.37%、61.90%和 33.98%。根据公司 2024 年半年度报告, 2024H1 营业收入为 1.45 亿元, 同比增长 89.86% ; 同期归母净利润 0.27 亿元, 同比增长 40.32% 。

图4: 公司 2021-2023 营收及同比增速



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图5: 公司 2021-2023 归母净利润及同比增速

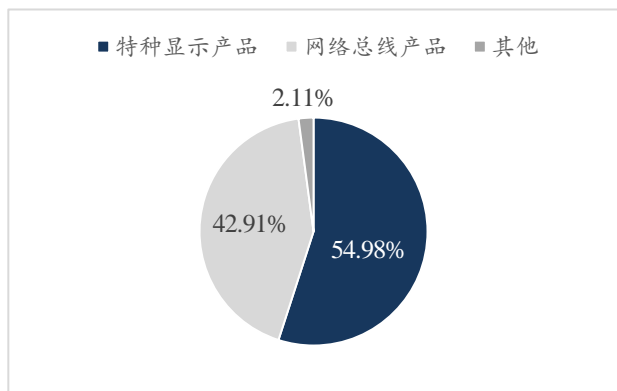


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

分板块来看, 2023 年, 公司营收的 54.98%来自特种显示产品, 营收达 1.19 亿元;

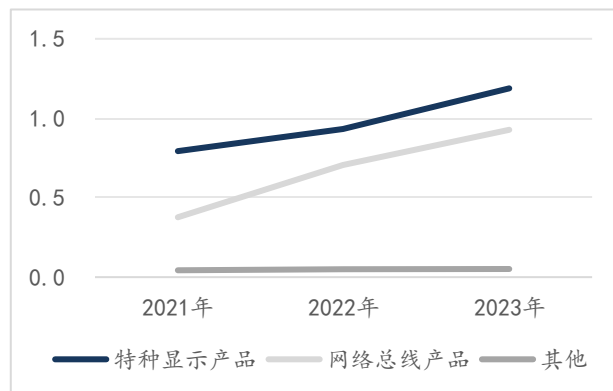
其余营收主要来自网络总线产品，占比 42.91%，营收达 0.93 亿元。近年来，随着 LED 球幕视景系统的批量供货以及 FC 网络数据通信卡的批产放量，公司特种显示产品以及网络总线产品收入均实现了快速提升，已形成特种显示及网络总线产品共同发展的格局。

图6: 公司 2023 年各业务营收占比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

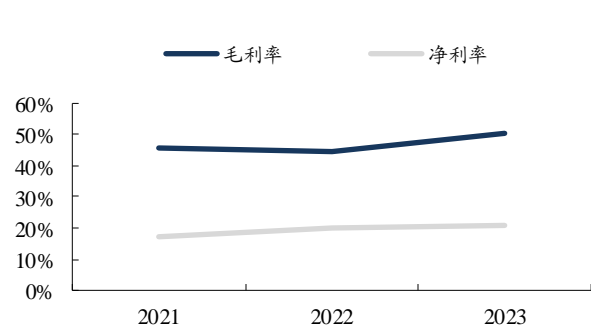
图7: 公司 2021-2023 年各业务营收 (单位: 亿元)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

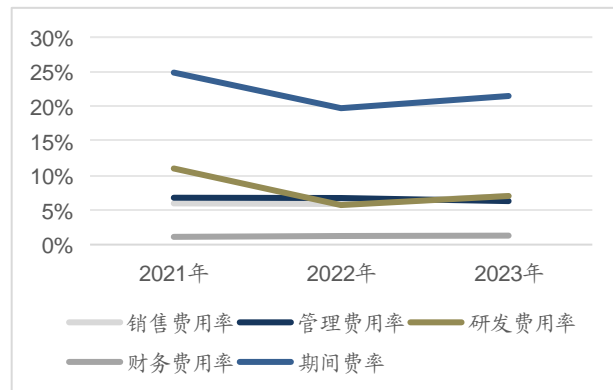
盈利能力方面，2021 年至 2023 年期间公司销售毛利率总体呈上升趋势，2023 年达到 50.40% 的高位。公司销售净利率走势与毛利率近似，稳中有增，2023 年净利率为 20.84%。2021 年-2023 年，公司期间费用率显著下降后维持在较低水平，2023 年为 21.50%。公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率常年均维持在较低水平，公司成本控制有效。

图8: 公司 2021-2023 年毛利率及净利率



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

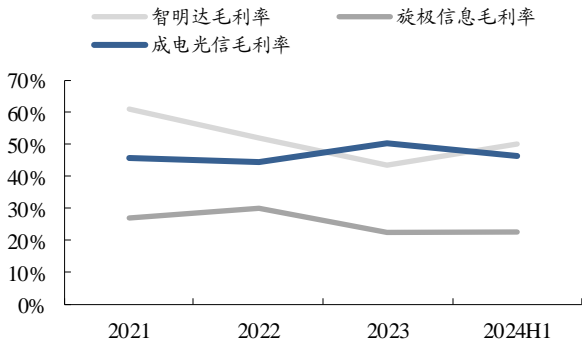
图9: 公司 2021-2023 年期间费用率



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

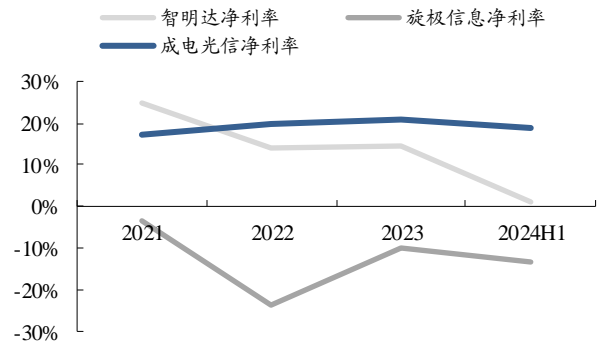
与相似业务的两家上市公司进行利润率的对比，公司盈利能力表现较强。如图 10、图 11 可以看出，2021 年至 2024 年 H1 期间，公司毛利率和净利率均较为稳定，且净利率显著高于行业内体量更大的公司。

图10: 成电光信及可比公司 2021-2024H1 毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 成电光信及可比公司 2021-2024H1 净利率



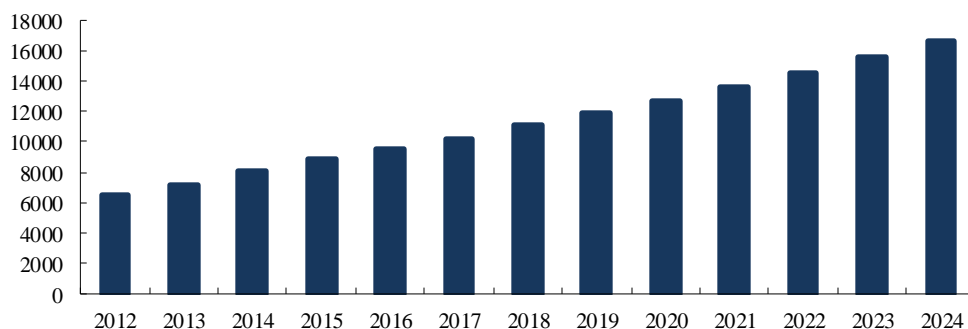
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 军工行业稳定增长，细分赛道前景广阔

2.1. 军工科技产业赛道广阔，航电系统价值占比逐渐提高

近年来，我国国防支出预算持续增长。随着十八大报告明确提出“建设与我国国际地位相称、与国家安全和发展利益相适应的巩固国防和强大军队”的国防战略，再到二十大报告设立“2035 年基本实现国防和军队现代化”、“加快把人民军队全面建成世界一流军队”的目标，我国对国防建设的投入持续增加，为军用航空业的发展提供了有力支持与保障。近年来，我国军费预算保持持续稳定增长为军工产业的发展提供了稳定的动力。根据财政部公布的数据，2024 年我国国防预算为 1.67 万亿元，同比增长 7.2%，显著高于同期 GDP 增速。

图12: 中国国防支出预算规模（单位：亿元）



数据来源：财政部，东吴证券研究所

根据财政部数据，我国军费预算支出每年稳定增长，但军费支出占 GDP 比例仍然不足 2%，2023 年国防军费预算仅占当年 GDP 的 1.2%。从国际上来看，同年我国军费开支占 GDP 比重大幅低于如美国、俄罗斯等世界主要国家。而我国作为世界第二大经济体，已具备大力发展国防工业的经济基础，未来我国军费有较大提升空间。作为现代化国防建设中的中流砥柱、国防力量的重要指标，军用航空、军用船舶规模将会保持稳定增长的态势。

军工电子是国防信息化建设的基石和高端武器装备的核心。国防信息化对于一国国防军事实力的影响达到了前所未有的高度。根据公司招股书，美国陆军信息化装备比例已达到 50%，海军、空军信息化装备比例已达到 70%，至 2020 年前后美国主战武器装备已实现完全信息化。我国 2015 年 5 月发布的《中国的军事战略》白皮书十余次提及“信息化”，反映了信息化在现代化军队建设中举足轻重的地位。国家领导人在部署国防和军队改革时也重申“构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系是改革的努力目标”。由于历史原因，中国军队目前整体仍处于机械化向信息化转变的过渡阶段，未来信息化建设提升空间大。

航空装备放量拉动需求。我国现役军机数量和结构与世界军事强国差距较大，升级换代需求强烈。根据 Flight International 发布的《世界空军 2023》，我国军用飞机总数与美国军机的绝对数量差距明显。在军机代际方面，我国战斗机以歼 7、歼 8 为代表的二代机占比仍达 46.71%，而美国空军二代机已经基本退役，三代机和四代机的占比分别为 77.89%和 22.11%。“十四五”期间是我国军机结构性升级换代的关键时期，三代机将逐步完成对二代机的替代，成为空军战斗机主力，同时，四代机也有望迎来加速列装。根据历史经验看，一款武器装备的生命周期会先后经历低速生产小批量列装阶段和高速生产大批量列装阶段。“十四五”期间我国多款武器装备进入中高速生产阶段，这也将带动配套领域的高速发展。以航空装备为例，国防需求及力量平衡迫使我国加快升级换代，未来 3-5 年将迎来军用飞机更新换代的高峰，目前航空装备上游已呈现出高景气状态，对特种显示和网络总线产品的需求势必将显著增加。

航电系统价值占比随代际增高。航空电子系统是飞机上电子系统的总和。根据公司招股书，随着航空器技术与代际更新，航空器中航电系统价值量占比呈现升高趋势，二代机航电系统价值量占比在 10%到 20%之间，而四代机航电系统价值量占比能够达到 40%以上。航空电子系统使用统一处理器对飞机上各种航空电子设备的信息进行统一的处理，然后通过显示器将相关数据显示出来，从而传达各部件的运行信息。因此，航电系统占比提高，能够使得航空器各方面的综合性能得到较大提升，是未来航空武器装备的发展趋势。这为作为航电系统重要组成部分的特种显示和航电网络总线产业创造了新的发展空间。

2.2. 创新运用 LED 显示技术于军事模拟仿真

军事模拟仿真重要性突显，拉动相关产品需求。近年来，我国不断在装备训练仿真、业务训练仿真和指挥训练仿真三方面着力，研制开发各类训练模拟器和系统，如飞行训练模拟器、炮兵模拟训练系统等，通过虚拟作战环境和模拟作战流程让训练人员快速掌握宝贵的操作技巧和作战经验，逼真的视觉、听觉甚至运动感受还能使训练人员能获得真实的操作体验，有针对性地设计具体的作战场景，高效、便捷、节约地提高机关受训人员的业务素养。

飞行模拟器是能够模拟航空器执行飞行任务时的飞行状态、飞行环境和飞行条件，并能给飞行员提供近似真实的操纵负荷、视觉、听觉以及运动感觉的军用模拟仿真设备。飞行模拟器凭借其独特的安全性、经济性和高效率性，使其成为飞行人员训练中必不可少的重要一环。

视景系统是飞行模拟器中相对独立的一个主体系统。视景系统的显示性能很大程度上会影响飞行模拟器的逼真性以及训练效果。目前行业中常见的视景显示技术主要包括三种：板块式显示、虚像显示、投影球幕实像显示。其中，板块式显示一般是利用多块液晶显示屏或投影屏幕拼接来实现，视场范围可以扩大到较高的程度，图像较为清晰，但是板块间会存在缝隙，影响视觉效果。虚像显示是利用球面反射镜准直成像原理，由

投影器、背投屏和球面准直镜组成，飞行员通过准直镜观看视景图像的虚像，虚像显示技术呈现的图像纵深感强，但由于原理结构所限，其垂直视场角较小，最大在 60 度左右。由于投影显示技术存在亮度低、对比度低、寿命短和维护困难等问题，使其在显示效果、维护成本、自主可控等方面存在劣势。VR 显示技术是行业中较为新兴的一种显示技术，该技术目前主要应用于民用领域，目前由于其时间延迟大、显示清晰度低、视场角较小和亮度低等技术条件所限，其显示的视景效果还无法达到军事训练要求。

投影球幕实像显示采用多台投影仪经过图像拼接方式拼接成球形，虽然图像纵深感较虚像显示弱，但可保证飞行员视场角足够大，并能兼顾具有较好的沉浸感，因此该方案亦是目前主流视景系统方案。另外，军用特种显示应用领域还包括机载、舰载、车载、雷达以及核工业等显示设备等。

2.3. 网络总线行业市场扩张，FC 总线技术优势明显

军用高速网络总线的发展主要以航电领域为代表，逐步向航天、船舶及车辆领域延伸。以航空为例，航空电子网络总线是航电综合系统的数据通信枢纽，具有实时性能的网络互连技术，通过数据总线将航空设备与各种子系统以及各种模块互相连接起来形成一个完整的网络系统，通过资源管理和共享，实现互联网络设备终端的功能最大化。随着计算机技术、数据通讯技术和网络技术的发展，航电系统进一步向通用化、模块化和开放化方向发展，对航电总线的带宽、实时性、可靠性等要求也越来越高。

目前典型的航空电子数据网络总线技术包括 1553B 总线技术、FC 总线技术等。1553B 总线技术传输速率有限，在可靠性以及稳定性方面具有一定的优势，可以应用于数据传输要求不高的环境中，但对于现代航空电子系统而言，不能完全满足其发展的需求。FC 总线技术在各个方面性能都得到了提升，主要体现在数据传输速率可靠性以及实时性，可以满足现代航空电子系统的需求，已成为当前的主流技术路线，具有广阔的发展前景。

FC 网络总线技术是由美国标准化委员会（ANSI）的 X3T11 小组于 1988 年提出的高速串行传输总线，是一个为适应高性能数据传输要求而设计的计算机通信协议。FC 网络总线是航空电子系统的基础和关键技术之一，具备通道和网络双重优势，有高带宽、高可靠性、高稳定性，抵抗电磁干扰等优点，能够提供非常稳定可靠的光纤连接，适宜构建大型的数据传输和通信网络。目前，FC 总线技术是新一代航空电子网络传输标准的光传输技术，已在航空电子系统以及雷达信号处理及传输、网络计算和储存、数据通讯等军工领域得到广泛运用。

FC 网络总线目前已在以美国为首的先进国家的航空领域进行应用，在我国该项技术已逐步在部分拥有先进航电系统的机型进行列装，该部分市场需求主要与列装此类航电系统的先进战机机型规模相关。随着 FC 网络总线在航空电子系统成功的应用，其在船舶、航天、车辆领域的应用亦不断推广，市场应用空间将进一步扩大。

3. 技术创新国内领先，客户合作关系稳定

公司自 2011 年设立以来，面向行业前沿技术发展趋势，紧跟我国重大新型号装备的研制进程，依托电子科技大学在光纤通信以及光电显示领域的人才优势，发挥公司团队自主研发能力，在相关领域形成了一大批国内领先的知识产权，并积累了中航工业、中国电科、中国船舶等国有军工集团下属单位稳定的客户及订单资源。

3.1. 产品创新填补国内多项技术空白

公司是一家研发驱动型的制造业企业，我们列举具有创新代表性的产品如下：

(1) LED 球幕视景系统：该产品具备高刷新率、高清晰度、大视场角、高对比度、长寿命、易维护、易运输安装等特点及优势，打破了我国飞行模拟仿真系统对国外投影设备关键部件的依赖。四川省经济和信息化厅、财政厅曾认定该产品“填补了飞行仿真系统领域视景 LED 球幕显示技术的国内空白，居国内领先水平”及“2020 年度四川省重大技术装备省内首台套产品”。

不同于民用 LED 显示屏，军用模拟仿真训练领域对 LED 显示屏有着诸多特殊要求。如民用 LED 显示屏要求高亮高灰显示，而视景系统要求低亮高灰显示；民用 LED 显示屏多为矩形显示屏或柱面显示屏，而视景系统为了获得强沉浸感和图像空间位置精确通常将显示面设计为球形；民用 LED 显示屏对视频传输延迟没有过高要求，而模拟仿真训练为了实时响应操纵信息，对视景系统的传输延迟有极为苛刻的要求；同时，视景系统对 LED 显示屏可靠性、稳定性、使用寿命和维护便利性等也都具有更高的要求。

公司核心技术团队攻克多项关键技术，产品历经 5 次迭代：从最早第一代 2m*2m（直径 7 米）球瓣幕粗样开始，验证了高密度 LED 显示技术应用于复杂曲面显示要求的可行性，解决了包括适用于飞行模拟训练用的低亮度条件下高灰度图像显示驱动、高密度 LED 灯珠曲面排布及柔性电路板制造工艺、高精度高强度柔性结构和改善显示亮度和对比度的光学窗口等问题；再到第二代 1m*2m（直径 7 米）球带幕中样，攻克了 LED 灯板高精度拼接、适用于夜航飞行模拟训练的显示效果实现和 3D 显示功能等关键技术；在第三代时首次实现了直径 7 米全球幕形态的产品状态，解决了飞行模拟训练要求的低延迟视频图像传输、多通道高精度视频同步和球形显示特有的非线性失真几何校正等关键技术；在第三代产品与主要客户充分沟通后，公司研制了第四代直径 5 米的 LED 球幕视景系统，攻克了 LED 灯板拼缝、亮度均匀性和传输延迟等技术难题，并全面实现了标准化和模块化的产品安装；最终，公司于 2021 年按照客户要求，通过进一步优化产品的模块化、标准化和高可靠性，推出第五代 LED 球幕视景系统，通过军品鉴定并批量供货。

(2) 模拟综合核心处理机：该产品直接面向中航工业、中国电科下属单位，市场定位明确，密切结合我国机载 FC 网络在研发中的实际需求，采用了多项创新性的技术，

能够实现多项不同的功能，能做到长时间、高速收发并大容量存储数据。四川省经济和信息化委员会、财政厅曾认定该产品“填补了飞行员训练模拟系统研发领域综合核心处理器仿真技术的空白，在国内居于领先水平”及“2017 年度四川省重大技术装备省内首台（套）产品”。

（3）FC 接口分机：该产品开创性地将 FC 网络从航电通信领域拓展至舰载武器系统。公司在机载 FC 网络设计的基础上进行改进，对流量控制、故障链路冗余等方面进行了创新设计，确保即便互为备份的两个冗余交换网络不同的通信链路同时出现故障时，FC 接口分机仍然可以正常完成数据的转发，满足了舰载武器系统对网络通信的高要求。

3.2. 产品应用广泛，客户合作持久

公司现有产品经过多年研发定型，在军用网络总线以及特种显示行业有着深厚的技术积累，具备较好的先发优势和示范效应。公司所处的细分行业属于技术密集型产业，且涉及通信、光电、工程、软件等多学科技术，对进入该行业的企业所需要的技术实力要求较高。公司主要产品 LED 球幕视景系统以及 FC 网络数据通信卡均经过了较长时间的研制定型过程，在研制过程中积累了丰富的相关经验。公司技术相关人员具备多年的军品研发经验，熟悉军品的技术特性，在研发时能够根据客户的需求及时的提出相应的设计方案，具备先发优势。

军用网络总线以及特种显示行业应用广泛，未来扩张空间广阔。军用网络总线以及特种显示在武器装备向信息化、智能化、集成化升级过程中起到关键作用。公司的网络总线以及特种显示产品目前主要应用在军用航空的特定领域，配套的机型正在稳步增加。军用航空是军工行业技术要求最高的领域之一，代表着整个军工行业未来的技术发展方向。预计随着产能的扩张以及成本的下降，公司相关产品有望在舰船、兵器等领域得到广泛应用，公司客户结构将得到进一步丰富。

国防军工领域有较高的客户壁垒，相关配套单位一般在武器装备开始研制初期就需要参与到该武器装备的配套研制之中，并随着不断优化相应调整指标参数等。当项目定型后，军工单位通常不会轻易更换供应商。该种模式强化了公司与已有客户建立的合作关系，长期保持稳定。公司依托在主营业务相关领域深厚的技术积淀，定型产品带来的先发优势和示范效应，推动相关产品在更多机型的应用，并积极拓展舰船、兵器等新的应用领域和客户。

公司主要产品通过配套特定型号武器装备项目的方式实现销售，由于公司所配套的武器装备的定型放量，近年来公司销售收入快速增长。根据历史上我国较早型号战机服役时间资料，初步估计公司产品所适配的新型主力战机服役期限可达二十年以上。因此，基于目前项目的相关合作未来持续时间较长，公司产品在较长时间内均具有较为稳定的需求。公司的主要客户包括中航工业、中国电科等大型国有军工集团下属单位，已保持十年以上的合作历史，与主要客户维持了较稳定的合作关系。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

由于我国国防科技工业正处于补偿式发展阶段，军工产业及特种显示、网络总线细分行业均保持稳定增长态势，未来公司通过产品升级亦有望提升市占率。我们预计公司特种产品 2024-2026 年收入增速分别为 28%、15%、15%，CAN 总线产品 2024-2026 年收入增速分别为 26%、25%、25%；公司 2024-2026 年整体毛利率分别为 45%、47%、48%。

表5: 公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
特种产品	79.32	93.50	118.81	152.08	174.89	201.12
增速	884.63%	17.88%	27.07%	28.00%	15.00%	15.00%
毛利率	43.85%	34.46%	37.68%	35.00%	36.00%	37.00%
CAN 总线产品	37.69	70.72	92.74	116.85	146.06	182.58
增速	43.92%	87.61%	31.14%	26.00%	25.00%	25.00%
毛利率	54.11%	61.36%	67.51%	59.00%	60.00%	60.00%
其他主营业务	4.34	4.99	4.55	2.00	2.00	2.00
增速	-30.90%	14.90%	-8.68%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	12.18%	/	33.86%	/	/	/
总计	121.35	169.21	216.1	270.93	322.95	385.70
总增速	199.41%	39.44%	27.72%	25.37%	19.20%	19.43%
整体毛利率	45.90%	44.69%	50.40%	45.83%	47.25%	48.21%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于以上假设，我们预计成电光信 2024-2026 年营业收入达到 2.71/3.23/3.86 亿元，同比增速分别为 25.37%/19.20%/19.43%；预计归母净利润分别为 0.51/0.65/0.90 亿元，同比增长 13.33%/27.45%/38.46%。

4.2. 估值与评级

按发行股价 10 元，总股本 6,237 万股（上市后，超额配售选择权额行使前），成电光信对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.15/9.22/7.07 倍。同类公司中，智明达为西部地区军工电子领域的上市公司，客户以中国电科、中航工业等国内大型国有企业下属单位为主，与公司在地理位置、业务领域及客户结构方面存在一定相似性，且部分细分产品与公司网络总线产品在组成、形态以及功能等方面存在一定相似性；利亚德子业务智能显示产品中包含军用特需产品，与公司特种显示产品存在一定相似性。因此，我们选取这两家上市公司作为同业可比公司。横向比较我们发现，公司 2024-2026 年 PE 较可比公司均值的 19.12/15.47/12.48 倍相比明显较低。

表6: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 28 日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
688636.SH	智明达	21.14	96.26	99.05	124.98	149.87	21.96	21.34	16.91	14.11
300296.SZ	利亚德	103.7	285.71	631	760	982	36.30	16.43	13.64	10.56
	可比公司均值:	62.42	190.99	365.03	442.49	565.94	29.13	18.89	15.28	12.33
920008.BJ	成电光信	6.24	45.04	51	65	90	13.85	12.15	9.22	7.07

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 利亚德盈利预测来自 Wind 一致预期, 智明达、成电光信盈利预测来自东吴证券研究所, 成电光信总股本按上市后 (超额配售选择权额行使前)

5. 风险提示

（一）经营风险

1、军工行业特有模式可能导致业绩下滑的风险

军工行业特殊的业务模式，可能在以下方面导致公司出现业绩下滑情形：

（1）军品市场需求变化以及竞争加剧风险

公司主要客户为国内大型国有企业下属单位，最终用户为军方。因为军工产品涉及国防安全的特殊性，国家对军品采购实行了严格的控制，军品采购具有高度的计划性，公司产品的需求整体上受我国军费预算和装备采购计划影响，相关安排直接决定市场需求。因此，军费预算和装备采购计划的波动对公司业绩有重大影响。

此外，一方面，公司网络总线以及特种显示产品应用了行业较为前沿的技术，市场应用方向尚在陆续扩展，市场空间的增长速度存在不确定性。另一方面，公司主要产品目前面临的行业竞争对手相对较少，现有竞争对手如果在交付时效性、产品质量、产品售后保障、市场拓展能力等方面优于公司，则将导致公司市场份额出现下滑，且随着市场空间的增长，可能吸引更多新进入者，公司面临市场竞争加剧的风险。

（2）客户集中度较高风险

公司主要客户为中航工业、中国船舶、中国电科等国内大型国有企业下属单位。根据公司招股书，公司前五大客户营业收入占比为 98.07%、97.08%和 95.77%，其中第一大客户中航工业下属单位营业收入占比为 79.83%、78.25%和 85.42%，中航工业 A1 单位营业收入占比为 65.42%、57.86%和 53.92%，公司存在客户集中度较高的风险。公司产品主要为客户相关产品配套，客户产品方向的调整、需求的变化、内部管理的变化等均可能对其采购公司产品的进度、规模等产生影响。由于公司客户相对集中，若重点客户采购进度、规模出现较大变化，将对公司业绩产生较大的影响。

（3）不能持续取得军工资质风险

公司主要客户均为军工单位。公司已取得从事军工业务相关资质证书，其中有两项资质证书处于续审过程中。根据相关规定，前述资质每隔一定期限需重新认证，如果公司不能持续取得军工资质，将直接影响公司业务开展，对公司经营业绩造成重大不利影响。

（4）军品最终定价与暂定价差异导致业绩波动的风险

公司部分产品销售根据合同约定为暂定价，最终价需军方审价确定。由于军方审价周期较长，针对尚未审价的产品，供销双方按照合同暂定价格结算，在军方审价后进行调整。在军方审价之前公司按暂定价确认收入，最终定价与暂定价的差额影响计入最终

定价的当期。公司以暂定价确认的收入未发生确认后调整的情形，但公司仍然面临部分产品最终定价与暂定价差异导致业绩波动的风险。同时，若未来公司相关产品的审定价格与暂定价格之间出现较大偏差且产品价格审定时间较为集中，将有可能出现差异调整较大导致当年公司营业收入或净利润大幅下滑的风险。

(5) 军品质量控制风险

军品对产品质量的可靠性、稳定性均有着较高要求。公司产品质量整体情况是客户选择公司产品的重要评判标准之一。如果公司产品出现质量问题，将导致退换货等不利后果，且影响公司与客户的合作关系以及后续订单的获取，对公司经营造成不利影响。若公司产品出现重大质量问题，将可能导致配套的武器装备系统出现故障，不仅将严重影响公司后续订单，甚至可能被追究责任并要求赔偿损失，对公司经营造成重大不利影响。

(6) 项目制合作影响公司业绩的风险

公司主要产品的客户为大型国有企业下属单位等，由于军工行业最终为军方服务，由于军方项目导向较强，公司与客户开展的大部分合作是基于特定型号武器装备进行配套而进行的项目制合作。若公司出现研发方向选择偏差，产品质量不符合要求或者对于市场未来发展信息获取不充分等问题，将会导致公司现有项目无法继续合作或者无法获取新的合作项目，从而对公司经营业绩产生不利影响。

(7) 无法持续获取新客户风险

公司主要产品的客户主要为大型国有企业下属单位等，新客户的拓展需要投入较多资源以及时间研制开发出符合客户需求的产品，从研制到实现销售的周期较长。订单的下达由客户审批程序、研发采购计划等多种因素决定，导致公司对于新客户及其订单的获取具有一定的不确定性。

如果公司对新技术方向选择出现偏差、无法满足新客户的需求、产品质量不能持续改善，公司可能在获取新客户的过程中面临竞争失败的风险，将对公司未来业绩增长带来不利影响。

2、其他经营风险

(1) 与可比上市公司所处细分领域存在差异，部分业务技术数据、财务指标可比性较差，影响投资者价值判断的风险

目前，A 股上市公司中尚不存在以网络总线和特种显示的研发、生产以及销售作为主营业务的上市公司。公司在选取可比公司时，已充分考虑与公司财务、业务的可比性，主要选取了电子信息领域与公司有类似产品的上市公司作为可比公司，但公司与相关公司在产品用途及所在细分领域等方面仍存在不同程度的差异。因此公司招股说明书部分业务信息、财务指标等与相关公司的可比性较差，投资者可能无法通过同行业对比获知

公司在行业中的地位，从而可能影响投资者对公司价值的准确判断。

（2）现有生产经营场所租赁风险

根据公司招股书，公司现有生产、研发和办公的场所均为通过租赁取得，其中部分租赁的生产场所出租方尚未取得房产证，对应面积为 2,316 平米，其面积占公司所有租赁场所的比例为 52.77%。若上述租赁合同到期无法续期或者未取得房产证的租赁房产被主管部门要求拆除搬迁，则公司需要重新租赁替代场所，从而对公司生产经营造成不利影响。

（3）控制权发生变更的风险

根据公司招股书，公司无控股股东，实际控制人为邱昆、解军和付美，其中，邱昆直接持有公司股份 10,878,430 股，占公司发行前总股本的 20.46%；解军直接持有公司股份 7,164,459 股，占公司发行前总股本的 13.47%；付美直接持有公司股份 6,696,260 股，占公司发行前总股本的 12.59%。前述三人已通过签署《一致行动协议》《〈一致行动协议〉之补充协议》及《〈一致行动协议〉补充协议之二》进一步巩固了其对公司的共同控制，合计控制公司发行前总股本的 46.53%。本次发行完成后，上述三位实际控制人控制公司股份的比例将进一步降低。同时，若公司其他股东之间达成股权、表决权等的协议安排亦可能对公司控制权产生影响。

尽管公司通过实际控制人之间签署《一致行动协议》《〈一致行动协议〉之补充协议》及《〈一致行动协议〉补充协议之二》、股东自愿锁定股份安排等方式予以应对，有助于保证公司控制权及股权结构在本次发行后可预期期限内稳定、有效，但若上市后公司的控制权发生变动，可能对公司的业务发展、经营业绩及人员管理产生不利影响。

（4）供应商集中风险

根据公司招股书，公司向前五大供应商采购金额分别为 4,317.70 万元、6,937.22 万元和 8,188.72 万元，占各期采购总额的比例分别为 43.00%、55.02%和 56.08%；其中，向第一大供应商艾森视讯采购金额分别为 2,371.17 万元、4,171.29 万元和 3,764.03 万元，占各期采购总额的比例分别为 23.62%、33.08%和 25.78%，供应商相对较为集中。公司与艾森视讯等主要供应商建立了良好、稳定的合作关系。若 1-1-7 艾森视讯等主要供应商生产经营或财务状况出现恶化，或产品服务的质量不符合公司要求，或因为各种内外部原因导致产品服务供应不及时，而短期内其他供应商的供应无法及时满足公司的需求，则可能影响公司的生产计划和产品交付，最终对公司经营业绩产生不利影响。

（二）财务风险

1、应收账款余额较大风险

公司下游客户主要为国内大型国有企业下属单位。受军费拨付进度、年末集中结算等因素影响，其账期通常较长。由于公司收入规模增长较快，进一步促使应收账款金额

大幅提升。假如国际形势、国内政策环境、客户资金预算等发生重大不利变化，导致下游客户付款进度以及能力恶化，可能导致公司应收账款计提大额减值或不能收回，进而对公司经营业绩造成不利影响。

2、存货余额较大风险

公司下游客户主要为国内大型国有企业下属单位。为了保证产品交付的及时性以及产品售后，公司采购的原材料及备品备件数量及金额相对较大。同时由于受军品验收交付进度因素以及公司收入增长规模较快因素叠加影响，进一步提升了公司的存货余额。较高的存货余额加大了公司现金流压力以及负债水平。如果公司存货存在长时间闲置情形，可能导致存货计提大额跌价，进而对公司经营业绩造成不利影响。

成电光信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	293	381	462	567	营业总收入	216	271	323	386
货币资金及交易性金融资产	37	60	77	105	营业成本(含金融类)	107	147	170	200
经营性应收款项	139	171	203	242	税金及附加	1	2	3	3
存货	112	135	156	183	销售费用	15	23	27	31
合同资产	0	0	0	0	管理费用	14	20	24	27
其他流动资产	5	15	26	37	研发费用	15	20	23	27
非流动资产	32	33	32	31	财务费用	3	2	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	加其他收益	1	1	2	2
固定资产及使用权资产	25	26	25	24	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1	1	0	0	减值损失	(13)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	49	58	76	99
其他非流动资产	4	6	6	6	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	325	414	494	598	利润总额	51	58	76	99
流动负债	112	150	163	178	减:所得税	6	6	8	11
短期借款及一年内到期的非流动负债	52	76	76	76	净利润	45	51	68	88
经营性应付款项	21	33	38	44	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	15	14	16	19	归属母公司净利润	45	51	68	88
其他流动负债	25	28	33	39	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.72	0.82	1.08	1.41
非流动负债	47	47	47	47	EBIT	53	60	77	100
长期借款	44	44	44	44	EBITDA	59	65	83	106
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.40	45.83	47.25	48.21
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	20.84	18.94	20.95	22.87
其他非流动负债	1	0	0	0	收入增长率(%)	27.72	25.37	19.20	19.43
负债合计	159	197	209	225	归母净利润增长率(%)	33.98	13.94	31.83	30.37
归属母公司股东权益	166	217	285	373					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	166	217	285	373					
负债和股东权益	325	414	494	598					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(28)	7	24	36	每股净资产(元)	3.12	3.48	4.57	5.98
投资活动现金流	(5)	(5)	(5)	(5)	最新发行在外股份(百万股)	62	62	62	62
筹资活动现金流	32	21	(3)	(3)	ROIC(%)	21.26	17.62	18.45	19.73
现金净增加额	(1)	23	16	28	ROE-摊薄(%)	27.17	23.63	23.76	23.65
折旧和摊销	5	5	6	7	资产负债率(%)	48.94	47.55	42.38	37.62
资本开支	(5)	(5)	(5)	(5)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.85	12.15	9.22	7.07
营运资本变动	(93)	(51)	(52)	(62)	P/B(现价)	3.21	2.87	2.19	1.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>