

分析师：屈雄峰

执业证书编号：S1410523100001

联系人：吴雁宇

执业证书编号：S1410124010015

投资评级： 增持（首次）

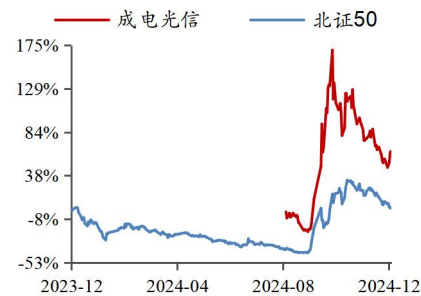
当前价格： 32.91 元

市场数据

总股本(百万股)	63.75
A 股股本(百万股)	63.75
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	48.66
12 个月最高/最低(元)	55.70/15.80
第一大股东	邱昆
第一大股东持股比例(%)	17.06
上证综指/沪深 300	3400.14/3981.03

数据来源：聚源 注：2024 年 12 月 27 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	5.71	34.38	222.74
绝对收益	-6.45	86.99	229.10

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

成电光信 920008.BJ

国防军工行业

军工通信标的，特种显示和网络总线双轮驱动（首次覆盖）

投资要点：

◆邱昆、解军、付美是一致行动人，三人是公司实际控制人。截至 2024 年 12 月 27 日，邱昆、解军、付美是一致行动人，三人是公司实际控制人，合计持有公司股权比例为 38.80%；此外，公司副总付彬、胡钢均为公司股东，持股比例分别为 2.79%、2.66%。公司核心管理层整体教育背景良好，行业从业经验丰富。

◆公司网络总线产品主要业绩增长点是 FC 网络数据通信卡。公司网络总线产品主要使用 FC 网络总线技术，具体分为高速网络通信组件和航电网络仿真、监控、测试设备；下游主要是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。公司高速网络通信组件代表产品为 FC 网络数据通信卡、FC 万兆子卡、FC 交换机。公司航电网络仿真、监控、测试设备代表产品为综合处理设备、FC 网络数据仿真系统。公司网络总线产品营业收入和毛利率均提升明显的原因是高毛利的 FC 网络数据通信卡收入占比逐年提升。

◆公司特种显示产品主要业绩增长点是 LED 球幕视景系统。公司特种显示产品主要应用于军用模拟仿真训练领域，具体可分为特种 LED 显示产品和液晶加固显示产品。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。公司特种显示产品营业收入持续提升是特种 LED 显示产品收入提升较快。

◆估值和投资建议：预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2.71、3.33、4.01 亿元，同比增长率分别为 25.61%、22.74%、20.28%；归母净利润分别为 0.51、0.64、0.79 亿元，同比增长率分别为 12.45%、26.77%、23.67%；EPS 分别为 0.79、1.01、1.25 元/股，对应 PE 分别为 41.42、32.67、26.42 倍。考虑公司产品下游需求较为确定，且客户以大型军工企业为主，业绩有望持续稳健增长。首次覆盖，给与增持评级。

◆风险提示：军工资质风险、军品质量控制风险、军品最终定价与暂定价差异导致业绩波动风险、军品市场需求变化风险、客户集中度较高风险、供应商集中度较高风险、财务风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	169.20	216.10	271.44	333.15	400.73
YOY(%)	39.43%	27.72%	25.61%	22.74%	20.28%
归母净利润(百万元)	33.62	45.04	50.65	64.22	79.42
YOY(%)	61.09%	33.98%	12.45%	26.77%	23.67%
ROE(%)	27.89%	27.17%	23.40%	22.88%	22.06%
EPS(摊薄/元)	0.53	0.71	0.79	1.01	1.25
P/E(倍)	62.40	46.58	41.42	32.67	26.42
P/B(倍)	17.41	12.66	9.69	7.48	5.83

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司简介	1
1.1 公司股权结构	1
1.2 公司核心管理层	1
2 行业简要分析	4
2.1 特种显示细分行业	4
2.2 高速网络总线细分行业	4
2.3 行业季节性特征	5
3 主营业务分析	5
3.1 业务拆分	5
3.1.1 网络总线产品	5
3.1.2 特种显示产品	8
3.2 主要客户	9
3.3 主要供应商	9
3.4 核心技术	10
4 公司财务分析	10
4.1 收入和净利润稳健增长	10
4.2 毛利率整体下降	11
4.3 期间费用率整体稳中有降	11
5 盈利预测及估值	12
5.1 盈利预测	12
5.2 估值及建议	14
6 风险提示	14

图表目录

图 1、公司股权结构	1
图 2、公司营业收入及同比增速	11
图 3、公司净利润及同比增速	11
图 4、公司毛利率	11
图 5、公司期间费用率	12
表 1、公司核心管理层	3
表 2、FC 网络数据通信卡 VS 1553B 网络数据通信卡技术特点对比	5
表 3、公司高速网络通信组件代表产品	6
表 4、公司航电网络仿真、监控、测试设备代表产品	7
表 5、公司网络总线产品收入及毛利率（万元）	7
表 6、公司特种显示代表产品	8
表 7、公司特种显示产品收入及毛利率（万元）	9
表 8、公司前五大客户	9
表 9、公司前五大供应商	9
表 10、公司主要核心技术	10
表 11、公司收入结构预测	13

表 12 、可比公司估值 14

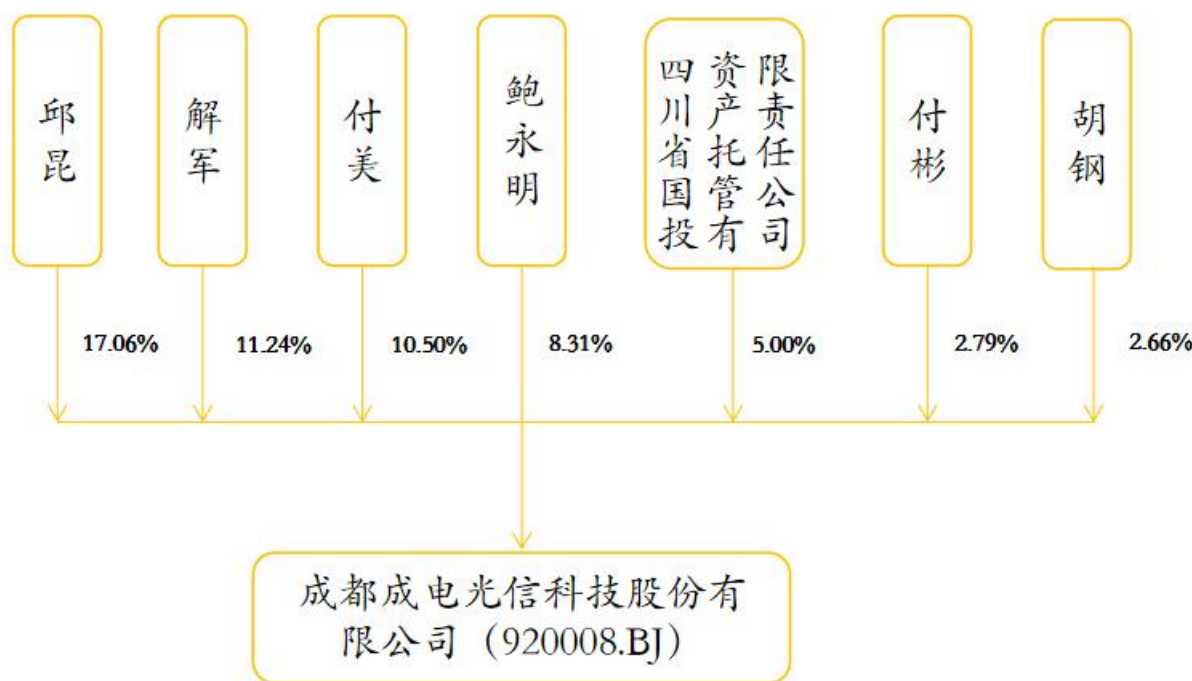
1 公司简介

成都成电光信科技股份有限公司成立于 2011 年 5 月，总部位于四川省成都市高新区。2014 年 5 月，公司完成股份制改造。2024 年 8 月，公司在深圳证券交易所上市，股票代码为 920008.BJ。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。

1.1 公司股权结构

截至 2024 年 12 月 27 日，邱昆、解军、付美是一致行动人，三人是公司实际控制人，合计持有公司股权比例为 38.80%；此外，公司副总付彬、胡钢均为公司股东，持股比例分别为 2.79%、2.66%。

图 1、公司股权结构



资料来源：iFinD，企查查，公司招股说明书，江海证券研究发展部（截至 2024 年 12 月 27 日）

1.2 公司核心管理层

公司核心管理层整体教育背景良好，行业从业经验丰富。

公司实际控制人之一邱昆先生，现担任公司董事长一职，具备深厚的学术背景。1981-1985 年，其在电子科技大学就读激光技术专业，获本科学位；1985 至 1990 年，其在清华大学就读光通信专业，分别获得硕士和博士学位。自 1990 年起，邱昆先生在电子科技大学担任教职并专注于光通信领域的研究，

1995 年被破格提升为教授，1998 年成为博士生导师。邱昆先生是我国光纤通信领域著名专家、国务院特殊津贴获得者、国家技术发明二等奖获奖团队第一顺位成员，现在是公司研发团队带头人。

公司实际控制人之一解军先生，现担任公司总经理职务；1981-1985 年在电子科技大学激光技术专业就读大学本科，期间与邱昆先生为同学。其在 1988 年获得电子科技大学管理工程专业的硕士学位后，于 1988 至 1991 年担任成都无线电一厂宣传部部长。此后，他先后担任成都电视电器集团公司总经理办公室主任、四川经济管理学院培训部主任、西华大学南校区培训部主任等职位，积累了丰富的企业经营和市场拓展经验。

公司实际控制人之一付美女士，现担任公司副总经理、财务负责人、董事会秘书等职位。1981 年至 1996 年，其在成都无线电一厂人事处和党委办公室工作，与解军先生共事。1996 年，付美女士与其弟付彬先生、解军先生共同创立了四川金鹰科技发展有限责任公司，专注于电子产品经销业务，期间积累了丰富的企业管理经验。

表 1、公司核心管理层

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	个人简历
邱昆	董事长	2014-04-07	男	中国	博士	1964	1990 年 9 月至今, 历任电子科技大学讲师、副教授、教授、教授; 1993 年至 1994 年在美国罗切斯特大学从事博士后研究工作; 1990 年至今, 在电子科技大学任教, 1995 年在电子科技大学破格晋升教授, 1998 年被聘为博士生导师。2011 年出资设立成都成电光信科技股份有限公司, 任有限公司董事长; 2014 年至今, 担任成都成电光信科技股份有限公司董事长。2015 年 6 月至今任成都隼睿企业管理咨询有限公司法定代表人、总经理; 2015 年 9 月至今任成都隼睿投资合伙企业(有限合伙) 执行事务合伙人委派代表。
解军	总经理	2014-04-07	男	中国	硕士	1963	1988 年至 1991 年, 任成都无线电一厂宣传部部长; 1991 年至 1993 年, 任成都电视电器集团公司总经理办公室主任; 1993 年至 2002 年, 任四川经济管理学院产业开发处处长; 2002 年至 2008 年, 任四川经济管理学院培训部主任; 2008 年至 2014 年, 任西华大学南校区培训部主任; 1996 年至 2011 年, 任金鹰科技总经理。2011 年出资设立成都成电光信科技股份有限公司, 任有限公司董事及总经理; 2014 年至今, 任成都成电光信科技股份有限公司董事及总经理。
付彬	副总经理	2014-04-07	男	中国	大专	1966	1983 年至 1987 年, 任空军某部队无线电技术员; 1987 年至 1996 年, 任成都市果品公司干事; 1996 年至 2003 年, 历任四川翱翔科技发展有限公司副总经理、总经理; 2003 年至 2011 年, 任金鹰科技副总经理。2011 年出资设立成都成电光信科技股份有限公司, 任有限公司董事、副总经理; 2014 年至今, 任成都成电光信科技股份有限公司董事及副总经理。
付美	副总经理, 财务负责人, 董事会秘书	2014-04-07	女	中国	本科	1963	1981 年至 1996 年, 在成都无线电一厂人事处、党委办公室任办事员; 1996 年至 2014 年, 在金鹰科技任职。2011 年出资设立成都成电光信科技股份有限公司, 任有限公司董事、副总经理; 2014 年至今, 任成都成电光信科技股份有限公司董事、副总经理及财务负责人; 2015 年至今, 任成都成电光信科技股份有限公司董事会秘书。
胡钢	副总经理	2014-04-07	男	中国	硕士	1969	1992 年至今, 历任电子科技大学讲师、副教授兼硕士生导师。2011 年至 2014 年, 任有限公司副总经理; 2014 年至今, 任成都成电光信科技股份有限公司副总经理。2024 年至今, 任成都成电光信科技股份有限公司董事。

资料来源: iFinD, 江海证券研究发展部

2 行业简要分析

2.1 特种显示细分行业

军用特种显示应用领域主要包括机载、舰载、车载、雷达以及核工业等显示设备，也包括地面模拟仿真用的机载座舱显示设备与视景显示设备等。公司特种显示产品目前主要为飞行模拟器中的 LED 球幕视景显示系统和座舱模拟显示系统，属于机载地面模拟仿真显示设备。

飞行模拟器是军用模拟仿真设备，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，是飞行人员训练中不可缺少一环。飞行模拟器的逼真性和训练效果很大程度上由视景系统的显示性能决定。

视景显示技术包括板块式显示、虚像显示、投影球幕实像显示、VR 显示、LED 显示等。板块式显示、虚像显示、投影球幕实像显示三种技术都是基于投影显示技术进行设计实施，存在亮度低、对比度低、寿命短和维护困难等问题。VR 显示技术目前主要用于民用领域，由于其时间延迟大、显示清晰度低、视场角较小和亮度低等缺陷，尚无法达到军事训练要求。公司核心技术团队攻克多项关键技术，产品历经 5 次迭代，开创性地将 LED 显示技术应用用于军用模拟仿真训练领域。

LED 球幕视景系统属于全新细分领域，行业技术壁垒高且处于高速发展期，市场参与者较少。LED 显示系统发展趋势是具备更高的清晰度和 3D 立体显示功能、列装虚像显示系统和搭载运动平台。

2.2 高速网络总线细分行业

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。航电系统的数据通信枢纽是航空电子网络总线。航电系统的发展方向是通用化、模块化和开放化，对航空电子网络总线的带宽、实时性、可靠性等要求会越来越高。

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、稳定性方面具有一定的优势，可应用于数据传输要求不高的环境，但无法完全满足现代航空电子系统的需求。

FC 网络总线技术由美国标准化委员会（ANSI）于 1988 年提出，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。FC 总线技术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。

表 2、FC 网络数据通信卡 VS 1553B 网络数据通信卡技术特点对比

对比项目	FC 网络数据通信卡	1553B 网络数据通信卡	备注
接口通信速率	2.125Gbps	1Mbps	FC 相对上一代网络总线接口传输速率大幅提高，带宽优势明显。
传输介质	光纤	电缆	光纤具有抗电磁干扰的优点，重量轻且稳定性高。
网络拓扑	星型交换	总线式	星型交换的网络拓扑传输效率更高。
丢包特性	10^{-12}	10^{-9}	FC 具有明显更优的误码率指标，可靠性更高。

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

2.3 行业季节性特征

军用产品本身生产不受季节性因素影响，但需求主要受军方采购计划影响，产品验收和结算时间大部分在四季度，故行业有一定的季节性特征。

3 主营业务分析

3.1 业务拆分

公司主要产品包括网络总线产品和特种显示产品两类。

3.1.1 网络总线产品

公司网络总线产品主要使用 FC 网络总线技术，具体分为高速网络通信组件和航电网络仿真、监控、测试设备；下游主要是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。

高速网络通信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。

公司高速网络通信组件代表产品为 FC 网络数据通信卡、FC 万兆子卡、FC 交换机。

FC 网络数据通信卡安装于 FC 网络的各终端及控制设备中，实现 FC 网络的相关协议，为各终端及控制设备提供对外的 FC 通信。FC 网络数据通信卡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，为各

类机载终端设备提供 FC 总线网络的接入能力，从而达到交互通信的作用。

FC 万兆子卡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，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，支持多种优先级调度机制，同时支持原语时钟同步，保证全网的时钟统一；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。

表 3、公司高速网络通信组件代表产品

产品名称	产品功能	产品图示	应用场景
FC 网络数据通信卡	FC 网络数据通信卡安装于 FC 网络的各终端及控制设备中，实现 FC 网络的相关协议，为各终端及控制设备提供对外的 FC 通信。产品支持适配多种操作系统，小体积低功耗高可靠，为 FC 终端设备提供优质的接口解决方案。		FC 网络数据通信卡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，为各类机载终端设备提供 FC 总线网络的接入能力，从而达到交互通信的作用。
FC 万兆子卡	FC 万兆子卡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。产品对外接口支持 FC 网络接口协议和万兆网络接口协议的切换，支持用户接口配置，支持用户数据组包，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	FC 交换机采用全双工（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，支持多种优先级调度机制，同时支持原语时钟同步，保证全网的时钟统一。		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。

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

航电网络仿真、监控、测试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。

公司航电网络仿真、监控、测试设备代表产品为综合处理设备、FC 网络数据仿真系统。

综合处理设备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；应用场景是用于地面航电系统仿真环境的搭建。

FC 网络数据仿真系统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，完成 FC 网络的半实物仿真；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。

表 4、公司航电网络仿真、监控、测试设备代表产品

产品名称	产品功能	产品图示	应用场景
综合处理设备	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。
FC 网络数据仿真及监控系统	机载 FC 网络仿真及监控系统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，完成 FC 网络的半实物仿真。		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。

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2021 年-2024 中报，公司网络总线产品营业收入分别为 3,769.47、7,071.79、9,273.66、5,274.31 万元，同比增速分别为 43.92%、87.61%、31.14%、24.40%，对应毛利率分别为 54.11%、61.36%、67.51%、71.44%；公司网络总线产品营业收入和毛利率均提升明显的原因是高毛利的 FC 网络数据通信卡收入增长明显，且占比逐年提升。

表 5、公司网络总线产品收入及毛利率（万元）

	2020 年报	2021 年报	2022 年报	2023 年报	2024 中报
网络总线产品营业收入：	2,619.12	3,769.47	7,071.79	9,273.66	5,274.31
网络总线产品营业收入同比增速		43.92%	87.61%	31.14%	24.40%
网络总线产品毛利率	60.98%	54.11%	61.36%	67.51%	71.44%
FC 网络数据通信卡营业收入	564.30	897.73	2,189.69	6,466.83	
FC 网络数据通信卡营业收入占比	21.55%	23.82%	30.96%	69.73%	

数据来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

3.1.2 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，具体可分为特种LED显示产品和液晶加固显示产品。

公司特种LED显示产品的代表产品为是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。LED球幕视景系统为主动发光方式，由过去投影式视景系统的投影仪被动显示更新为LED主动显示，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。

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。

表 6、公司特种显示代表产品

产品名称	产品功能	产品图示	应用场景
LED 球幕视景系统	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，可以广泛应用于航空航天的飞行模拟、交通运输的驾驶模拟、影视娱乐的场景模拟等。		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。
液晶加固显示产品	液晶加固显示产品是由高分辨率液晶显示屏、高功率LED固体背光源、抗强光多点红外触摸屏以及导光按键板等组件整体加固而成。可实现图形图像和数字信息的高清显示及人机交互功能。		该产品主要安装在军用仿真模拟训练系统的飞行模拟座舱中，主要用于飞行员的教学、训练以及演习等。

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

2021 年-2024 中报，公司特种显示产品营业收入分别为 7,931.53、9,349.65、11,881.03、9,087.82 亿元，同比增速分别为 884.63%、17.88%、27.07%、190.26%，对应毛利率分别为 43.85%、34.46%、37.68%、31.24%。公司特种显示产品营业收入持续提升是特种LED显示产品收入提升较快。公司特种显示产品毛利率波动较大，2021 年毛利率较高，原因是部分产品享受军品免征增值税优惠政策；2022 年毛利率下降，是由于销售的特种LED显示产品多为军品列装产品，成本高于样机；2023 年毛利率回升，是LED显示产品毛利率回升所致；2024 年中报毛利率下降明显，原因是非标准球幕产品交付和验收增加较多，

其成本较高拉低整体毛利率。

表 7、公司特种显示产品收入及毛利率（万元）

	2020 年报	2021 年报	2022 年报	2023 年报	2024 中报
特种显示产品营业收入	805.53	7,931.53	9,349.65	11,881.03	9,087.82
特种显示产品营业收入同比增速		884.63%	17.88%	27.07%	190.26%
特种显示产品毛利率	38.91%	43.85%	34.46%	37.68%	31.24%
特种 LED 显示产品营业收入		6,200.74	7,813.39	10,231.25	
特种 LED 显示产品营业收入占比		78.18%	83.57%	86.11%	

数据来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

3.2 主要客户

2021-2023 年，公司前五大客户合计收入占比分别为 98.07%、97.08%、95.77%，公司第一大客户中航工业收入占比分别为 79.83%、78.25%、85.42%。

公司客户集中度高，符合军工行业特性；且公司与主要客户均具有较长的合作年限，其中与中航工业、中国电科合作年限均超过 10 年，相关业务具有稳定性以及可持续性。

我们认为，公司客户集中度高主要由公司业务模式决定，且主要客户均为大型军工国企，整体风险可控。

表 8、公司前五大客户

2021 年		2022 年		2023 年	
客户	收入占比	客户	收入占比	客户	收入占比
中航工业	79.83%	中航工业	78.25%	中航工业	85.42%
中国船舶	9.55%	中国电科	9.01%	中国船舶	5.43%
D 客户	4.05%	中国船舶	5.51%	D 客户	1.89%
中国电科	3.87%	D 客户	2.90%	AS 单位	1.61%
G 客户	0.78%	AN 客户	1.41%	中国电科	1.42%
合计	98.07%	合计	97.08%	合计	95.77%

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

3.3 主要供应商

2021-2023 年，公司前五大供应商合计采购金额占比分别为 43.00%、55.02%、56.08%，公司第一大供应商深圳市艾森视讯科技有限公司采购金额占比分别为 23.62%、33.08%、25.78%。可知，公司存在一定单一供应商依赖风险。

表 9、公司前五大供应商

2021 年采购金额占比	2022 年采购金额占比	2023 年采购金额占比
--------------	--------------	--------------

第一大供应商	23.62%	33.08%	25.78%
前五大供应商合计	43.00%	55.02%	56.08%

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

3.4 核心技术

公司核心技术团队有 8 名成员，分别为邱昆、解军、胡钢、王继岷、王琳、龚国伟、李吉庆、伍建彬。

公司主要核心技术有 9 项，均为自主研发。

表 10、公司主要核心技术

技术名称	技术来源	主要对应产品
高密度 LED 复杂曲面显示技术	自主研发	LED 球幕视景系统
球形 LED 显示驱动和控制技术	自主研发	LED 球幕视景系统
用于飞行仿真的低延迟视频传输及多通道视频同步技术	自主研发	LED 球幕视景系统
高密度柔性 LED 灯板及高精度球面拼接技术	自主研发	LED 球幕视景系统
针对 LED 球面图像的非线性失真几何校正技术	自主研发	LED 球幕视景系统
FC 网络数据通信卡基于光纤的在线升级技术	自主研发	FC 网络数据通信卡
FC 交换机并行交换调度技术	自主研发	FC 交换机
基于综合核心处理机的接口通信测试技术	自主研发	综合核心处理机
FC 多端口仿真技术	自主研发	FC 网络数据仿真系统及监控系统

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

4 公司财务分析

4.1 收入和净利润稳健增长

2021 年-2024 年三季报，公司营业收入分别为 1.21、1.69、2.16、2.03 亿元，同比增速分别为 199.44%、39.43%、27.72%、61.21%；公司净利润分别 0.21、0.34、0.45、0.31 亿元，同比增速分别为 648.37%、61.09%、33.98%、16.59%。2021-2023 年，公司营业收入稳健增长主要系特种 LED 显示产品和 FC 网络数据通信卡增速较快；2024 年三季报，公司收入增速明显主要系特种显示产品顺利完成交付和验收。2021 年-2024 年三季报，公司净利润稳健增长，主要系公司业务稳健增长。

图 2、公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

图 3、公司净利润及同比增速

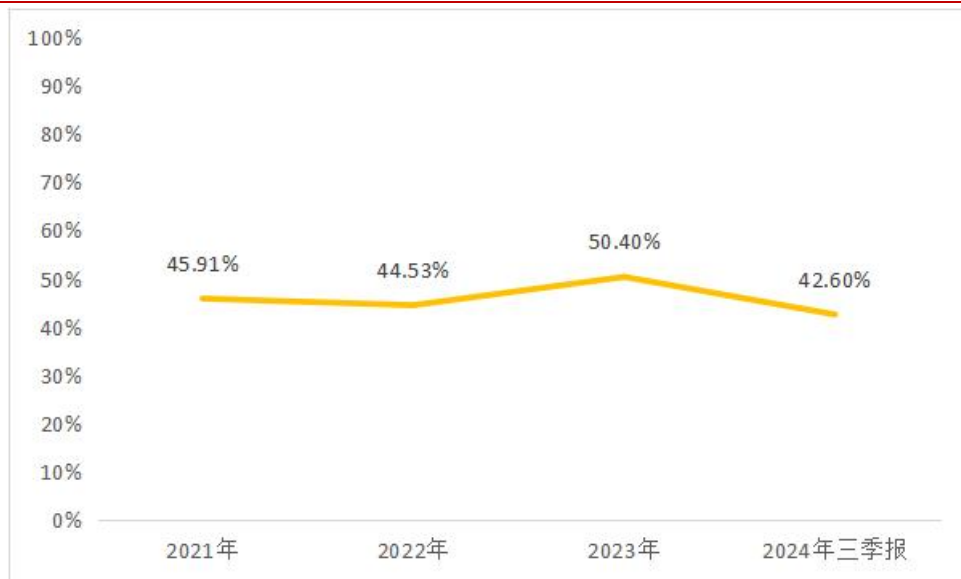


数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

4.2 毛利率整体下降

2021年-2024年三季报，公司毛利率分别为45.91%、44.53%、50.40%、42.60%。2021年和2022年，公司毛利率保持稳定；2023年，公司毛利率提升明显，主要系网络总线产品毛利率提升所致；2024年三季报，公司毛利率下降明显，主要系毛利率较低的特种显示产品占比增大。

图 4、公司毛利率



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

4.3 期间费用率整体稳中有降

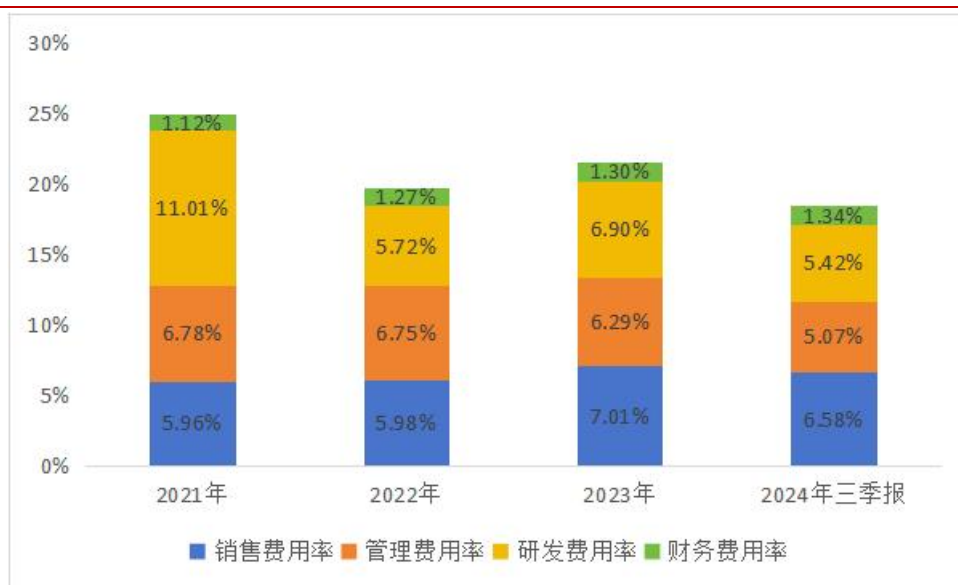
2021年-2024三季报，公司期间费用率分别为24.88%、19.73%、21.50%、18.41%。2021年-2022年，公司期间费用率下降，主因公司特种LED显示产品定型并实现销售，公司营业收入显著增加。2023年，公司期间费用率有

所提升，主要是销售费用和研发费用提升所致。2024 年三季报，公司期间费用率下降，主要系公司收入提升明显，管理费用率和研发费用率下降。

具体来看，2021 年-2024 三季报，公司销售费用率分别为 5.96%、5.98%、7.01%、6.58%，管理费用率分别为 6.78%、6.75%、6.29%、5.07%，研发费用率分别为 11.01%、5.72%、6.90%、5.42%，财务费用率分别为 1.12%、1.27%、1.30%、1.34%。

我们认为，随着公司业务规模不断扩大，公司期间费用率整体稳中有降。

图 5、公司期间费用率



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

(1) **特种显示产品**：据公司招股说明书，截至 2024 年 5 月 31 日，公司在手订单含税金额为 1.39 亿元，主要由 LED 球幕视景显示系统长期订单构成，FC 网络数据通行卡订单金额较低。据公司 2024 年中报，公司特种显示产品收入同比增长 190.26%。结合公司招股说明书 2024 年收入预测，考虑公司特种显示产品交付周期及未来需求，假设公司特种显示产品 2024-2026 年营业收入同比增速分别为 27%、24%、21%。据公司招股说明书，公司 2021-2023 年特种显示产品毛利率分别为 43.85%、34.46%、37.68%，其毛利率变动主要受主要产品毛利率变动及产品销售结构变化影响。2021 年，公司特种显示产品毛利率较高，主要系部分产品享受军品免征增值税优惠政策。2022 年，公司特种显示产品毛利率较 2021 年下降系 2022 年销售的特

种 LED 显示产品多为军品列装产品，成本高于验证使用样机；2023 年，公司特种显示产品毛利率较 2022 年上升，主要系特种 LED 显示产品毛利率上升所致。据公司 2024 年中报，公司特种显示产品毛利率受非标准球幕产品交付增加而下降为 31.24%，故假设公司特种显示产品 2024 毛利率为 32%；考虑公司业务扩大带来的规模效应，假设公司特种显示产品 2025、2026 年毛利率分别为 35%、38%。

(2) 网络总线产品：据公司 2024 年中报，公司网络总线产品营业收入增速为 24.40%；据前文业务分析，公司网络总线产品业务中，毛利率较高的 FC 网络通信数据卡收入占比逐年提升明显，需求相对较好。故假设公司网络总线产品 2024-2026 年营业收入同比增速分别为 25%、22%、20%。据公司 2024 年中报，公司网络总线产品毛利率为 71.44%；据前文业务分析，公司网络总线产品业务中，毛利率较高的 FC 网络通信数据卡收入占比逐年提升明显。考虑 FC 网络通信数据卡业务后面竞争趋于激烈，故假设公司网络总线产品 2024-2026 年毛利率分别为 65%、60%、55%。

(3) 其他：考虑业务规模较小，为简化，假设公司其他业务 2024-2026 年营业收入均为 2021-2023 年营业收入均值，2024-2026 年营业成本均为 2021-2023 年营业成本均值。

表 11、公司收入结构预测

业务	科目	2021 年报	2022 年报	2023 年报	2024E	2025E	2026E
特种显示产品	营业收入（亿元）	0.79	0.93	1.19	1.51	1.87	2.26
	YOY	884.63%	17.88%	27.07%	27.00%	24.00%	21.00%
	营业成本（亿元）	0.45	0.61	0.74	1.03	1.22	1.40
	毛利率	43.85%	34.46%	37.68%	32.00%	35.00%	38.00%
网络总线产品	营业收入（亿元）	0.38	0.71	0.93	1.16	1.41	1.70
	YOY	43.92%	87.61%	31.14%	25.00%	22.00%	20.00%
	营业成本（亿元）	0.17	0.27	0.30	0.41	0.57	0.76
	毛利率	54.11%	61.36%	67.51%	65.00%	60.00%	55.00%
其他	营业收入（亿元）	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	YOY	-30.90%	14.90%	-8.68%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本（亿元）	0.04	0.05	0.03	0.04	0.04	0.04
	毛利率	12.18%	-5.15%	33.86%	13.07%	13.07%	13.07%

合计	营业收入（亿元）	1.21	1.69	2.16	2.71	3.33	4.01
	YOY	199.44%	39.43%	27.72%	25.61%	22.74%	20.28%
	营业成本（亿元）	0.66	0.94	1.07	1.47	1.82	2.21
	毛利率	45.91%	44.53%	50.40%	45.77%	45.31%	44.91%

数据来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

5.2 估值及建议

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2.71、3.33、4.01 亿元，同比增长率分别为 25.61%、22.74%、20.28%；归母净利润分别为 0.51、0.64、0.79 亿元，同比增长率分别为 12.45%、26.77%、23.67%；EPS 分别为 0.79、1.01、1.25 元/股，对应 PE 分别为 41.42、32.67、26.42 倍。

选取主营业务类似上市公司全信股份、利亚德、智明达为可比公司，可比公司 2024-2026 年 PE 算术平均值分别为 44.59、30.35、23.24 倍。

考虑公司产品下游需求较为确定，且客户以大型军工企业为主，业绩有望持续稳健增长。首次覆盖，给与增持评级。

表 12、可比公司估值

证券代码	证券名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300447.SZ	全信股份	14.92	0.43	0.40	0.50	0.66	34.90	37.30	29.84	22.61
300296.SZ	利亚德	7.25	0.11	0.18	0.23	0.30	64.16	41.43	31.52	24.58
688636.SH	智明达	29.90	1.28	0.54	1.01	1.33	23.37	55.03	29.70	22.54
算术平均值							40.81	44.59	30.35	23.24
920008.BJ	成电光信	32.91	0.71	0.79	1.01	1.25	46.58	41.42	32.67	26.42

数据来源：iFinD，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于iFinD一致预期，截至2024年12月27日数据）

6 风险提示

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；如公司不能持续取得军工资质，将对公司业绩产生重大不利影响。

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。如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。

军品最终定价与暂定价差异导致业绩波动风险。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。2021-2023 年，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。

军品市场需求变化风险。公司主要终端下游是军工行业。军工产品采购受到国家的严格控制，具有高度的计划性；公司产品需求整体受我国军费预算和装备采购计划影响。如我国军费预算下降或装备采购计划金额下降，则公司业绩存在下降风险。

客户集中度较高风险。2021-2023 年，公司前五大客户营业收入合计占比分别为 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分别为 79.83%、78.25%和 85.42%，中航工业 A1 单位营业收入占比分别为 65.42%、57.86%和 53.92%，公司存在客户集中度较高的风险。如公司大客户采购需求发生变化，将对公司业绩产生重大不利影响。

供应商集中度较高风险。2021-2023 年，公司向前五大供应商采购金额合计占比分别为 43.00%、55.02%和 56.08%；其中，向第一大供应商艾森视讯采购金额占比分别为 23.62%、33.08%和 25.78%。公司存在供应商集中度较高风险，如艾森视讯等公司主要供应商经营发生不利变化，则可能影响公司的生产计划和产品交付。

财务风险。公司应收账款和存货余额较大，如发生大额减值，将对公司业绩产生不利影响。

附录:

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	203	293	357	440	501	营业收入	169	216	271	333	401
现金	38	37	64	57	69	营业成本	94	107	147	182	221
应收票据及应收账款	64	133	115	189	177	营业税金及附加	0	1	1	2	2
其他应收款	3	3	4	5	6	销售费用	10	15	18	21	24
预付账款	10	6	14	11	19	管理费用	11	14	15	16	17
存货	85	112	159	177	230	研发费用	10	15	17	19	21
其他流动资产	3	2	2	2	2	财务费用	2	3	7	8	9
非流动资产	28	32	35	39	40	资产和信用减值损失	-6	-13	-12	-15	-20
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	1	2	1	1
固定资产	18	22	29	34	37	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2	1	-3	-5	-7	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	8	9	9	10	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	232	325	392	479	542	营业利润	37	49	56	71	88
流动负债	94	112	136	166	159	营业外收入	1	2	1	1	1
短期借款	45	50	50	81	55	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	23	21	39	35	54	利润总额	38	51	57	72	89
其他流动负债	26	41	47	51	50	所得税	5	6	6	8	10
非流动负债	17	47	39	32	23	净利润	34	45	51	64	79
长期借款	15	44	37	30	21	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2	2	归属母公司净利润	34	45	51	64	79
负债合计	111	159	175	198	182	EBITDA	44	59	64	81	99
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.71	0.79	1.01	1.25
股本	52	53	53	53	53	主要财务比率					
资本公积	14	16	16	16	16	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	55	100	151	215	294	成长能力					
归属母公司股东权益	121	166	216	281	360	营业收入(%)	39.4	27.7	25.6	22.7	20.3
负债和股东权益	232	325	392	479	542	营业利润(%)	59.1	32.1	14.4	27.1	23.7
						归属于母公司净利润(%)	61.1	34.0	12.5	26.8	23.7
						获利能力					
						毛利率(%)	44.5	50.4	45.8	45.3	44.9
						净利率(%)	19.9	20.8	18.7	19.3	19.8
						ROE(%)	27.9	27.2	23.4	22.9	22.1
						ROIC(%)	19.5	18.3	17.0	16.8	18.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	47.9	48.9	44.7	41.4	33.6
						净负债比率(%)	18.9	35.6	14.9	22.4	4.6
						流动比率	2.2	2.6	2.6	2.6	3.2
						速动比率	1.1	1.5	1.3	1.5	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.9	2.4	2.4	2.4	2.4
						应付账款周转率	3.7	5.0	5.0	5.0	5.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.53	0.71	0.79	1.01	1.25
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.22	-0.44	0.64	-0.19	0.99
						每股净资产(最新摊薄)	1.89	2.60	3.39	4.40	5.65
						估值比率					
						P/E	62.4	46.6	41.4	32.7	26.4
						P/B	17.4	12.7	9.7	7.5	5.8
						EV/EBITDA	40.0	30.5	27.9	22.3	17.8

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：屈雄峰

从业经历：多年证券投研经验，拥有券商及私募基金从业经历，2020 年加入江海证券，对多个成长行业有长期跟踪研究。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。