

2025 年 05 月 11 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

能科科技（603859）

2024 年报及 2025 一季报点评：连续九年增长不辍，

AI 业务崛起催生新增长极

报告摘要

◆ 事件：

4 月 22 日公司公告，2024 年实现营收（15.10 亿元，+7.47%），归母净利润（1.92 亿元，-15.17%），扣非归母净利润（1.67 亿元，-22.10%）；毛利率（49.46%，+0.81pcts），净利率（18.70%，-2.91pcts），2025Q1 营业收入（3.37 亿元，-16.65%），归母净利润（0.49 亿元，-12.07%）。

投资要点：

◆ 公司 2024 年营收创近五年来新高，合同负债大幅提升体现下游旺盛需求

2024 年，公司营业收入（15.10 亿元，+7.47%）稳步增长，创近五年来新高，连续九年正增长，毛利率（49.46%，+0.81pcts）稳中有升，但归母净利润（1.92 亿元，-15.17%）有所下滑，净利率（18.70%，-2.91pcts）有所下降，我们认为主要系公司加大研发费用（1.94 亿元，+27.88%）的同时，应收账款坏账损失提升带来的信用减值损失（0.96 亿元，同比增加 0.56 亿元）明显增长所致。

2025Q1，公司营业收入（3.37 亿元，-16.65%）和归母净利润（0.49 亿元，-12.07%）同比有所下滑，主要受本期公司工业电气产品受客户交付节奏影响所致。

2024 年，公司期间费用率（26.19%，+2.56pcts）有所增长，其中销售费用率（6.23%，+0.34pcts）略有提升，主要系 2024 年公司自研产品持续落地，加大了在 AI 产品与服务、云产品与服务市场方面的人员推广及宣传投入所致；管理费用率（6.61%，-0.20pcts）略有下降；财务费用率为（0.47%，+0.37pcts）有所增加，主要系外币兑换人民币汇率波动影响及短期融资规模较上年同期有所增加所致；公司研发费用率为（12.88%，+2.06pcts），主要系募投项目在 2023 年末闭项，该部分资产对应的摊销在 2024 年增加所致。

投资评级

买入

首次评级

2025 年 05 月 09 日

收盘价(元): 30.57

目标价(元): 38.00

公司基本数据

总股本(百万股)	244.70
总市值(百万)	7,480.41
流通股本(百万股)	244.70
流通市值(百万)	7,480.41
12 月最高/最低价(元)	41.30/13.28
资产负债率(%)	31.21
每股净资产(元)	12.05
市盈率(TTM)	40.43
市净率(PB)	2.54
净资产收益率(%)	1.66

股价走势图



作者

王宏涛 分析师
SAC 执业证书：S0640520110001
联系电话：010-59562525
邮箱：wanght@avicsec.com

卢正羽 分析师
SAC 执业证书：S0640521060001
联系电话：010-59219562
邮箱：luzy@avicsec.com

宋浩田 分析师
SAC 执业证书：S0640524100001
联系电话：

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

资产负债表端，2025Q1 末，公司合同负债（4.08 亿元，+245.69%）大幅增长，表明公司在手订单保持高速增长；而公司应收账款（14.91 亿元，+11.51%）为上市以来最高值，值得重点关注。

2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额（5.19 亿元，+64.87%）创下公司上市以来历史新高，主要系公司加强对营运资金的管理所致。

◆ **公司 AI 产品与服务板块业绩亮眼，主要深耕的下游行业营收均实现增长**

公司主要提供云产品与服务、软件系统与服务等数字化转型解决方案，报告期内公司主营业务为 AI 产品与服务、云产品与服务、软件系统与服务、工业工程和工业电气产品与服务。

①**AI 产品与服务**:2024 年营业收入（2.73 亿元，+1256.18%）大幅增长，营收占比 18.08%，毛利率（39.32%，+14.32pcts）显著提升。

公司 AI 产品与服务业务主要为客户提供公司自主研发的“灵系列” AI agent 产品与服务。公司结合客户实际场景需求，实现了在机器人的训推、汽车的工艺设计优化和高端装备的 AI 质检等场景下 AI agent 产品的开发和应用，初步形成了 AI agent 产品的开发和服务能力。同时，公司调研收集了行业客户 100 余个场景化 AI 需求，整理出行业 40 余个典型场景进行了深度研究。报告期内，公司签署了 1.24 亿的“AI 大模型、软件工具链及私有云建设项目”和 1.45 亿的“大模型场景化应用合同”两个亿元级项目，主要应用于特种装备智能化的研发领域。

我们认为，AI 技术将重构工业软件架构体系，国内正在推动 AI 与工业软件深度融合，逐步探索智能化场景应用，构建自主可控的工业软件体系。随着公司 AI 技术能力实现落地应用，AI 业务有望为公司业绩的第二增长曲线，通过 AI 大模型技术赋能智能化应用，将一方面有助于公司在传统汽车、高端装备领域工业软件用户上进一步开发更多需求，并保持竞争优势，同时也可以机器人等新兴产业领域中拓展更多的市场空间。

②**云产品与服务**: 2024 年营业收入（4.58 亿元，+6.68%）稳步增长，营收占比 30.35%，毛利率（53.83%，-4.57pcts）有所下降。

公司云产品与服务业务主要为客户提供公司自主研发的乐仓、乐研、乐造、乐数等“乐系列”工业软件产品和服务。报告期内公司对乐仓、乐研、乐造、乐数等“乐系列”自研产品进行持续优化。结合各行业客户不同应用场景的实践经验，进一步丰富了产品系列，形成 12 个行业包、36 个子应用、156 个工业组件，扩大了公司自研产品从研发到制造各流程节点的覆盖面。同时对产品功能和性能做了持续研究和提升，使产品的适用性和便利性进一步提高。

邮箱: songht@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

刘帅 研究助理
SAC 执业证书: S0640123070036

联系电话:

邮箱: liusl@avicsec.com

相关研究报告

我们认为，当前工业软件在向云化加速转型，公司“乐系列”产品覆盖从研发设计到生产制造的全生命周期，通过进一步将产品集成到云端，可以提高产品的适用性和便利性，从而增强用户粘性，为公司业绩带来稳定增长。

③软件系统与服务：2024 年营业收入（3.16 亿元，-39.92%）有所下滑，营收占比 20.90%，毛利率（40.33%，+3.75pcts）有所提升。

公司软件系统与服务业务主要是依托公司深厚的行业经验和对客户的需求理解，整合生态合作伙伴的 CAD、CAE、EDA 等工具软件，以及 PLM、MOM、ERP 等系统软件，为客户提供覆盖业务咨询、方案设计、软件应用与定制开发以及运行维护等全流程系统服务。报告期内，公司通过对客户需求的准确把握和生态合作伙伴的深度融合，有效服务于客户的数字化建设。

④工业工程及工业电气产品与服务：2024 年营业收入（4.57 亿元，+6.70%）稳步增长，营收占比 30.24%，毛利率（57.46%，-2.51pcts）有所下降。

公司工业工程和工业电气产品与服务业务主要涵盖数字化产线、高压大功率变频器等工业自动化和工业电气产品与服务。数字化产线主要是基于公司制造装配工艺、半物理仿真、传动与测试等技术能力，为客户提供“数字孪生”虚实结合的生产线解决方案及实施交付服务。高压大功率变频器凭借全数字控制、电力电子驱动保护、热设计等方面行业领先的技术，在核电、化工等行业的国产化应用方面取得重大突破。公司将继续保持技术和业绩领先性，快速拓展和占领行业市场。

我们认为，在自主可控大背景下，随着公司在核电、化工等行业的国产化应用取得重大突破，该板块业务持续增长较为确定。

从下游客户所属行业上看，公司主要深耕重工装备、汽车、高科技电子、通用机械、能源动力等行业。报告期内，通用机械和能源动力行业收入实现快速增长，重工装备、汽车、高科技电子行业收入增速平稳，其中重工装备行业毛利率显著提升。

分行业	营业收入 (亿元)	营业收入比上年 增减	毛利率	毛利率比上年增减
重工装备	5.07	6.13%	55.29%	+6.94pcts
汽车	2.00	1.05%	38.48%	-3.72pcts
高科技电子	2.67	0.22%	44.91%	-0.10pcts
通用机械	3.58	21.40%	49.79%	-2.40pcts
能源动力	1.69	26.74%	51.76%	-8.92pcts
其他	0.03	-90.37%	32.00%	-9.50pcts
总计	15.03	7.57%	49.46%	+0.77pcts

资料来源：iFinD，中航证券研究所

◆ 公司再次发布员工持股计划，有利于充分调动员工的积极性，彰显未来发展信心

继 2023 年之后，2025 年 4 月 25 日，公司发布《2025 年员工持股计划（草案）》，其中拟参与本期员工持股计划的员工预计不超过 75 人，持股数量不超过 66.98 万股，股票来源为公司回购的公司 A 股普通股股票，约占草案公告日公司股本总额的 0.27%。本员工持股计划受让公司回购股份的价格为 29.86 元/股，考虑公司配套资金和员工自有及自筹资金比例为 1:1，员工实际购买价格为 14.93 元/股。

我们认为，近年来公司多次开展员工持股计划，一方面有利于公司充分调动员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，短期内有利于增强员工对公司各方面的认同度，长期来看有利于促进公司持续、健康和稳定发展；另一方面，这也彰显了公司对于未来内在价值与市场价值持续提升上信心较强。

投资建议：

2024 年，公司营收持续增长，针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、在当前工业软件自主可控的大趋势，国产工业软件的需求增长确定性较强。公司进一步将产品集成到云端，可以提高产品的适用性和便利性，从而增强用户粘性，为公司业绩带来稳定增长。

2、公司前瞻性地布局了 AI agent 产品的开发和服务，已经签订了两个应用于特种装备智能化的亿元级项目。随着公司 AI 技术能力实现落地应用，AI 业务有望为公司业绩的第二增长曲线。

3、公司多次开展员工持股计划，一方面有利于充分调动员工的积极性，促进公司持续、健康和稳定发展，另一方面更是彰显公司对于未来内在价值与市场价值持续提升上信心较强。

基于以上观点，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 17.53 亿元/19.73 亿元/21.42 亿元，归母净利润分别为 2.30 亿元/2.59 亿元/2.85 亿元，EPS 分别为 0.94 元/1.06 元/1.16 元，首次覆盖给以“买入”评级，给予目标价 38.00 元，分别对应 40 倍/36 倍/33 倍 PE。

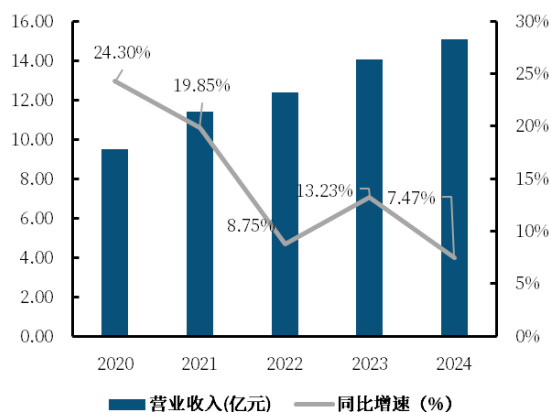
风险提示：研发进展不及预期风险；应收账款坏账损失风险；AI 应用不及预期风险；行业竞争加剧风险等。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1404.82	1509.82	1752.95	1972.93	2141.83
增长率（%）	13.23	7.47	16.10	12.55	8.56
归母净利润（百万元）	226.02	191.73	230.48	259.44	285.02
增长率（%）	13.45	-15.17	20.21	12.56	9.86
毛利率（%）	48.65	49.46	49.28	49.19	49.00
每股收益（元）	0.92	0.78	0.94	1.06	1.16
市盈率 PE	32.71	38.55	32.07	28.49	25.94
市净率 PB	2.71	2.55	2.37	2.19	2.02
净资产收益率 ROE（%）	8.28	6.62	7.38	7.68	7.80

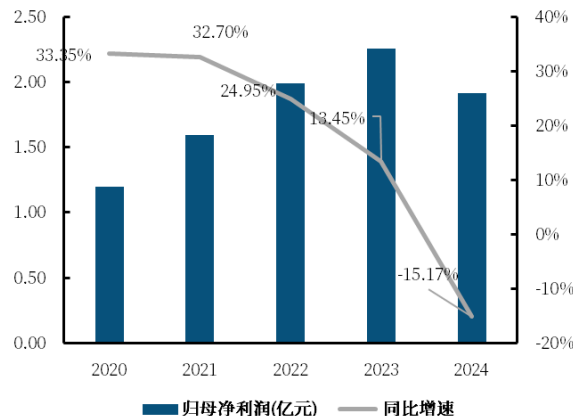
资料来源：iFinD，中航证券研究所

各业务预测表（百万元）		2024A	2025E	2026E	2027E
云产品与服务	营收	458.24	549.89	632.38	695.61
	成本	211.58	252.95	290.89	319.98
	营收增长率	6.68%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	53.83%	54.00%	54.00%	54.00%
工业工程和工业电气产品与服务	营收	456.50	570.62	656.22	721.84
	成本	194.21	251.07	295.30	332.05
	营收增长率	6.70%	25.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	57.46%	56.00%	55.00%	54.00%
软件系统与服务	营收	315.53	283.98	283.98	283.98
	成本	188.28	176.06	176.06	176.06
	营收增长率	-39.92%	-10.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	40.33%	38.00%	38.00%	38.00%
AI 产品与服务	营收	273.00	341.25	392.44	431.69
	成本	165.65	204.75	235.46	259.01
	营收增长率	1256.18%	25.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	39.32%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	营收	6.55	7.21	7.93	8.72
	成本	3.40	4.32	4.76	5.23
	营收增长率	-10.67%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	48.05%	40.00%	40.00%	40.00%

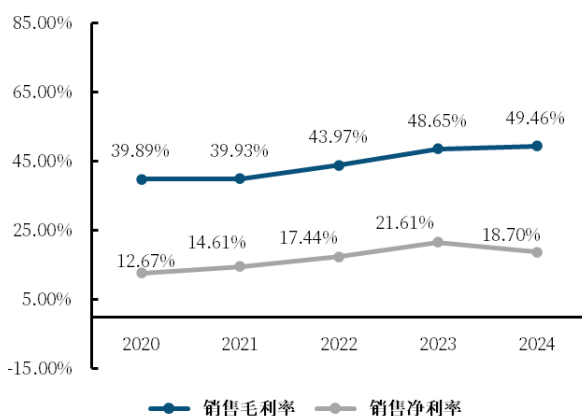
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 公司营业收入及增速情况


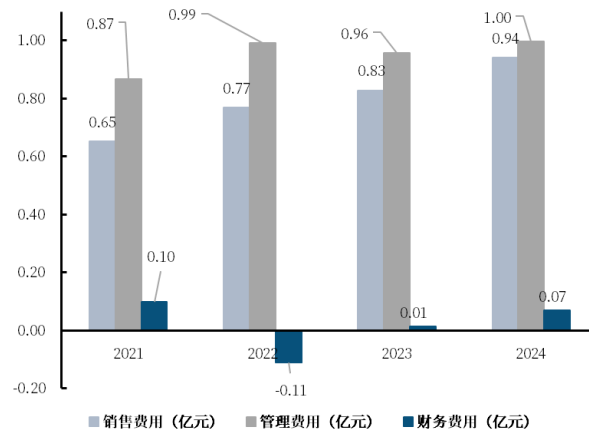
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况


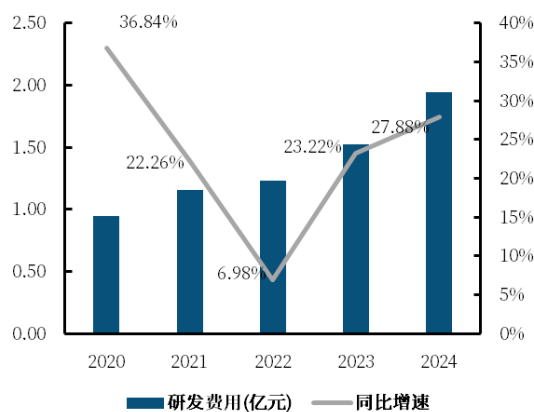
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况


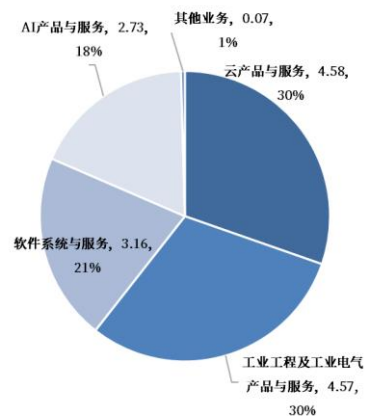
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位:亿元）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成（单位:亿元）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

单位:百万元						
报表预测	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
会计年度						
利润表						
营业收入	1,240.68	1,404.82	1,509.82	1,752.95	1,972.93	2,141.83
减: 营业成本	695.18	721.40	763.12	889.16	1,002.48	1,092.33
税金及附加	5.66	8.68	9.61	10.99	12.37	13.43
主营业务利润	539.83	674.74	737.09	852.79	958.09	1,036.06
减: 销售费用	76.93	82.80	94.10	113.94	138.11	139.22
管理费用	99.27	95.72	99.80	122.71	147.97	149.93
研发费用	123.39	152.04	194.43	192.82	217.02	235.60
财务费用	-10.89	1.45	7.09	3.79	-3.08	-5.70
经营性利润	251.14	342.74	341.66	419.53	458.07	517.02
加: 资产减值损失	0.62	-5.70	3.53	-0.71	-0.80	-0.87
信用减值损失	-32.00	-39.37	-95.79	-105.18	-98.65	-117.80
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	7.64	3.94	6.50	6.06	6.06	6.06
公允价值变动损益	-0.02	0.26	0.04	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.08	0.13	2.22	0.76	0.76	0.76
其他收益	28.95	28.67	55.54	37.72	37.72	37.72
营业利润	256.24	330.67	313.71	358.18	403.16	442.89
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.94	3.20	4.66	3.93	3.93	3.93
减: 营业外支出	15.26	2.99	5.23	4.11	4.11	4.11
利润总额	241.93	330.88	313.14	358.00	402.97	442.71
减: 所得税	25.55	27.23	30.77	34.15	38.44	42.23
净利润	216.37	303.64	282.37	323.85	364.53	400.47
减: 少数股东损益	17.15	77.62	90.63	93.37	105.09	115.46
归属母公司股东净利润	199.23	226.02	191.73	230.48	259.44	285.02
资产负债表						
货币资金	382.06	271.86	556.76	709.15	1,274.86	1,903.41
交易性金融资产	110.11	175.57	103.61	103.61	103.61	103.61
应收票据	27.73	20.80	11.04	19.38	21.82	23.68
应收账款	1,165.97	1,424.60	1,535.95	1,736.10	1,953.98	2,121.25
预付账款	82.95	76.23	43.81	72.99	82.15	89.19
其他应收款	54.56	41.81	43.28	51.21	57.63	62.57
存货	110.78	154.05	211.06	245.92	277.25	302.11
其他流动资产	13.79	41.30	157.49	117.19	131.90	143.19
长期股权投资	0.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	65.09	62.19	59.28	48.63	37.99	27.34
固定资产和在建工程	141.49	197.08	198.92	191.00	183.07	175.15
无形资产和开发支出	901.24	1,231.59	1,458.04	1,152.16	816.94	481.73
其他非流动资产	70.42	93.37	106.65	99.97	92.28	92.28
资产总计	3,127.00	3,790.44	4,485.87	4,547.30	5,033.47	5,525.48
短期借款	75.89	96.32	230.33	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	59.54	54.27	104.57	88.29	99.54	108.47
应付账款	292.10	463.10	461.16	554.06	624.67	680.66
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	32.86	154.13	355.34	302.44	340.39	369.53
其他应付款	68.75	73.04	115.96	104.36	117.66	128.21
长期借款	19.27	54.06	26.90	14.14	2.17	-8.00
其他负债	27.63	60.16	120.18	94.34	101.13	105.19
负债合计	576.04	955.07	1,414.43	1,157.63	1,285.57	1,384.05
股本	166.57	166.57	244.70	244.70	244.70	244.70
资本公积	1,517.60	1,514.85	1,410.80	1,410.80	1,410.80	1,410.80
留存收益	802.16	1,049.01	1,242.87	1,467.74	1,720.86	1,998.94
归属母公司股东权益	2,486.32	2,730.43	2,898.37	3,123.24	3,376.36	3,654.43
少数股东权益	64.64	104.94	173.08	266.44	371.54	486.99
股东权益合计	2,550.96	2,835.37	3,071.45	3,389.68	3,747.89	4,141.43
负债和股东权益合计	3,127.00	3,790.44	4,485.87	4,547.30	5,033.47	5,525.48
投入资本(IC)	2,536.01	2,810.18	3,225.06	3,292.23	3,160.78	2,983.14
现金流量表						
资本支出	327.61	318.01	299.58	-0.00	0.00	0.00
自由现金流	-274.58	5.99	161.90	307.77	492.69	572.43
短期借款增加	11.52	20.43	134.00	-230.33	0.00	0.00
长期带息债务增加	7.21	34.79	-27.16	-12.76	-11.96	-10.17
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	16.51	0.00	5.61	6.32	6.94
长期投资	99.69	-53.69	-43.38	1.83	1.83	1.83
经营性现金净流量	110.87	314.71	518.86	402.30	578.32	637.38
投资性现金净流量	-234.33	-386.63	-360.92	2.59	2.59	2.59
筹资性现金净流量	-69.53	-23.44	69.09	-252.49	-15.20	-11.41
现金流量净额	-187.35	-94.55	226.40	152.40	565.70	628.55

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637