申万宏源研究 SWS RESEARCH

国防军工

2025 年 06 月 23 日

兴图新科（688081）

——军工 AI/机器人系列报告之二：视频指控系统核心配套商，军民两端共拓成长边界

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2025 年 06 月 20 日
收盘价（元）	17.45
一年内最高/最低（元）	22.97/7.85
市净率	4.3
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	1,798
上证指数/深证成指	3,359.90/10,005.03

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	4.04
资产负债率%	25.15
总股本/流通 A 股(百万)	103/103
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《军工智能化+无人化加速演进，深度融合引领军事变革奇点——军工 AI+机器人系列报告之一》 2025/03/26

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

达邵炜 A0230124030001
dasw@swsresearch.com

联系人

达邵炜
(8621)23297818×
dasw@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **视频指控系统核心供应商，业绩有望企稳回升。**公司为基于网络通信的军队专用视频指挥控制系统提供商，主要产品包括智能视频指挥系统和视频智算系统两大类，下游覆盖军工、司法、油田等多个板块应用，军民两端均有布局。其中，公司智能视频指挥系统具体包括网络化视频指挥系统、显控系统等；视频智算产品主要包括监狱安防应急指挥平台和多媒体协同交互平台。回顾公司近五年财务表现，2023 年以来公司营收端企稳回升，其中，视频指挥类产品为公司主要营收及毛利贡献来源。受产品盈利能力波动以及费用率承压影响，公司近年来持续亏损。考虑公司当前费用优化空间较大，叠加下游需求持续恢复，新兴市场加速拓展，公司业绩有望实现扭亏。
- **军工信息化重要板块，公司技术契合特种需求。**指挥信息系统是国防建设重要板块，其历经多代发展，未来将向多平台信息互联共享过渡发展。其中，军用视频指挥系统是指挥信息系统的重要组成部分，其重点关注信息延时及传输质量两大核心指标。公司坚持自主创新，研发超低延时编解码技术，并基于此技术发明了图像片段错峰编码传输算法，实现延迟指标大幅降低，能有效满足高实时性军队指挥需求。此外，公司复杂环境网络适应性技术能够保障各种不同网络下的高质量视频传输。多项高新技术引领公司特种领域应用进一步拓展。目前公司已参与机器狗等无人武器站核心模块配套，并推出了量子可信指挥体系产品，未来伴随新兴装备战场应用升级，有望进一步拓宽公司特种业务成长边界。
- **民用领域市场广阔，有望贡献新增长极。**当前公司视频传输及预警产品可应用于多个民用领域。视联网方面，云化降低信息存储成本，助力视联领域协同、高效、智能化，其中视频压缩为核心需求，伴随多个核心运营商启动建设，有望拉动视联网建设广阔空间；司法预警方面，视频预警系统为监狱监管保障核心设施之一，全国覆盖率持续提升中；油田监控方面，钻井需配备视频预警系统保障作业安全，带宽租赁降本需求带动视频压缩技术应用增加。公司当前布局司法、油田、安防等多个民用领域，行业地位突出，且应用场景持续丰富中，视联网等新兴领域有望贡献新营收增长极。
- **首次覆盖并给予“增持”评级。**公司作为音视频指挥系统核心供应商，军民两端下游潜在市场庞大，且多应用领域需求逐步释放，伴随产品有序交付，公司营收规模有望加速提升。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 0.34、0.56、0.82 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 53/32/22 倍。选取相关的代表性公司中科星图（特种领域信息系统供应商）、七一二（无线通信指挥系统供应商）、上海瀚讯（宽带通信系统设备商）进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 72/49/35 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司视频压缩传输技术行业领先，且接入通用大模型实现传统业务进一步升级，有望拓展潜在民用市场，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。
- 风险提示：军品下游订单落地节奏不及预期风险、民品市场拓展不及预期风险、盈利能力波动风险

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	153	18	265	389	527
同比增长率（%）	2.4	2.1	73.2	46.7	35.6
归母净利润（百万元）	-81	-20	34	56	82
同比增长率（%）	-	-	-	66.5	44.3
每股收益（元/股）	-.	-.	.	.	.
毛利率（%）	.	.	.	.	.
ROE（%）	-18.5	-4.8	7.2	10.9	13.8
市盈率	-23		53	32	22

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖并给予“增持”评级。公司作为音视频指挥系统核心供应商，军民两端下游潜在市场庞大，且多应用领域需求逐步释放，伴随产品有序交付，公司营收规模有望加速提升。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 0.34、0.56、0.82 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 53/32/22 倍。选取相关的代表性公司中科星图、七一二、上海瀚讯进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 72/49/35 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司视频压缩传输技术行业领先，且接入通用大模型实现传统业务进一步升级，有望拓展潜在民用市场，带动营收体量增长，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。

关键假设点

（1）智能视频指挥系统：公司智能视频指挥系统即视频指挥控制系统，目前主要应用于防务装备领域，应用于机动装备、协同作战、侦察感知、无人武器、指挥中心等多个板块，可提供跨地域、跨网系、跨单位的音视频指挥调度，保障各指挥单位快速、准确信息交互，深度契合我国国防智能化建设需求，十五五期间有望迎来加速发展。因此预计 2025E-2027E 年公司智能视频指挥系统业务营收为 1.28、1.74、2.30 亿元，对应同比增速分别为 2.3%、35.7%、31.9%。考虑未来下游需求增加，该业务体量增长带动规模效应提升，或进一步提升盈利能力，预计 2025E-2027E 年专用防护装置的毛利率分别为 46.3%、48.8%、49.6%。

（2）视频智算系统：公司视频智算系统基于原先的视频预警控制系统，结合通用大模型实现业务升级，可提供视频治理、视频加速、高效存储、个人媒体处理、智算中心等一系列智能化产品，适应客户多样需求，并与现有其他产品实现低耦合快速对接，可进一步拓宽下游行业覆盖面，且部分新兴领域已取得一定突破，未来有望实现高速发展。因此预计 2025E-2027E 公司视频智算系统业务营收为 1.36、2.14、2.97 亿元，对应同比增速分别为 406.2%、57.3%、38.8%。考虑未来新兴领域拓展有望优化视频智算系统业务盈利能力，预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 63.6%、64.2%、65.1%。

（3）其它业务：根据公司公告，公司其他业务主要为技术服务及研发合同，整体营收占比较少，提供小幅营收增量。我们预计 2025E-2027E 年公司其它业务营收为 0.0079、0.0087、0.0096 亿元，对应同比增速维持在 10.0%，结合公司其他业务中具体产品分析，我们预测 2025E-2027E 年对应毛利率稳定在 50.0%。

有别于大众的认识

市场对于公司的技术壁垒认知尚不完全。公司核心技术能力为视频压缩以及低延时编码传输技术。具体来看，公司具有自主知识产权的超低延时编解码技术，实现编码带宽降低 90%。此外公司基于 H.264/H.265 标准，发明了图像片段错峰编码传输算法，相对同行类似产品，延迟指标降低了 90%左右。公司技术深度契合未来军用指挥系统技术需求，伴随军工智能化无人化发展，业绩有望迎来回升。

股价表现的催化剂

军品订单落地节奏超预期、订单规模超预期、视联网等新兴民品市场拓展超预期。

核心假设风险

军品下游订单落地节奏不及预期风险、民品市场拓展不及预期风险、盈利能力波动风险

目录

1. 特种视频指挥核心供应商，业绩有望企稳回升.....6

1.1 视频指控系统供应商，军民两端均有布局 6
1.2 聚焦音视频领域，覆盖视频指控及智算两大板块 8
1.2.1 智能视频指挥系统 9
1.2.2 视频智算系统 9
1.3 降本增效空间大，需求恢复叠加市场拓展业绩有望扭亏 10

2. 军工信息化重要板块，公司技术契合特种需求.....12

2.1 指挥信息系统是国防建设重要板块 12
2.2 信息时延及传输质量为军用指挥信息系统核心指标 14
2.3 公司低延时编码+信息传输技术领先，契合特种应用需求 16
2.4 军用机器人战场应用升级，公司参与核心模块配套 18
2.5 量子加密保障通信安全，公司已有成熟体系产品 20

3. 民用领域市场广阔，有望贡献新增长极 22

3.1 视联网云端压缩核心需求，运营商建设拉动广阔空间 22
3.2 司法及油田行业刚需，视频预警配套需求稳定 23
3.3 公司持续拓展应用场景，民用市场有望贡献新增长极 25
3.4 AI 大模型赋能传统业务，进一步巩固市场竞争力 27

4. 盈利预测及估值.....28

5. 风险提示 31

图表目录

图 1：发展历史沿革 6
图 2：股权结构图 6
图 3：公司网络化视频指挥系统产品 9
图 4：公司监狱安防集成应急指挥系统产品 10
图 5：2023 年以来公司营业收入企稳稳增 10
图 6：公司归母净利润存在较大上升空间 10
图 7：视频指控及智算系统为公司主要营收来源 10
图 8：视频指控及智算系统为公司毛利主要来源 10
图 9：2019 年以来公司净利率和毛利率情况 11
图 10：2019 年以来公司各业务毛利率情况 11
图 11：费用率情况 11
图 12：第四代指挥信息系统以“网络中心、面向服务”为主要技术特征 13
图 13：公司云视频指挥系统示意图 17
图 14：公司分布式融合指挥系统亮相 InfoComm 展 17
图 15：军用侦查机器狗 18
图 16：军用作战机器狗 18
图 17：量子密钥分发实现信息有效加密 20
图 18：基于量子纠缠实现高可靠自定向 20
图 19：美国构想的量子通信指挥作战体系 21
图 20：公司量子可信产品亮相军博会 21
图 21：公司基于量子可信建立的视频指挥体系产品 21
图 22：视联网技术历经四阶段发展，云化为下一代发展方向 22
图 23：智能编码、超低时延传输等技术为云化体系核心技术支撑 22
图 24：中国电信视联网平台体系架构图 23
图 25：智慧监狱综合多个系统，其中视频预警系统为重要一环 24
图 26：油田视频监控画面 24
图 27：油田监控视频需进行处理，降低视频传输存储成本 24
图 28：公司产品可应用于多个民用场景 25
图 ：公司智慧监狱产品 .....

图 30：公司智慧油田音视讯融合平台 27
图 31：AI 通用大模型加速发展，赋能端侧应用 27
图 32：公司成立人工智能研究院，引领传统业务再升级 28
图 33：可比公司近三年毛利率均居于高位，核心竞争力强（单位：%） 30

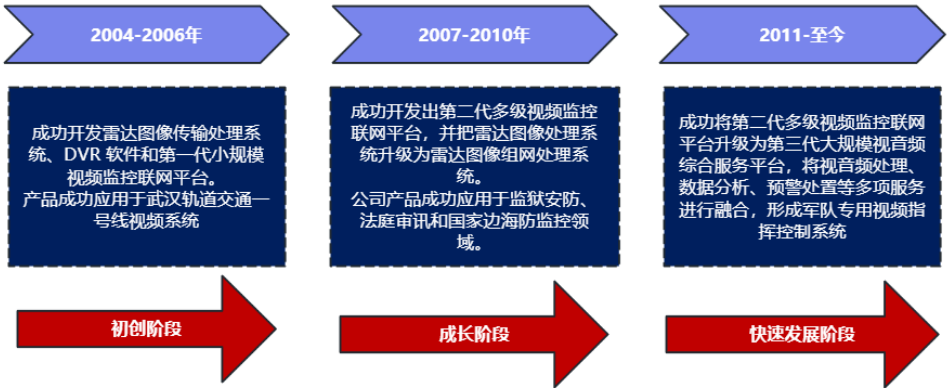
表 1：公司部分高管情况 7
表 2：公司主营业务情况 8
表 3：国防指挥信息系统各组成部分 12
表 4：军用视频指挥系统相比通用视频应用具有更高的技术要求 14
表 5：压缩比越大、码率越小，延时越高、画质越低 14
表 6：网络的可用带宽、丢包率、延时时间等对于视频指挥系统的传输质量具有重要影响 15
表 7：公司坚持自主创新，具有自身独特技术优势 16
表 8：公司图像片段错峰编码传输算法能有效满足高实时性指挥需求 16
表 9：公司复杂环境网络适应性技术行业领先 17
表 10：军用机器人主要应用领域 18
表 11：军用机器人主要应用领域 19
表 12：公司在研无人武器站配套产品 20
表 13：各大运营商启动视联网建设 23
表 14：油田视频监控系统较传统监控手段具备多方面优势 24
表 15：公司部分民用产品 25
表 16：公司主营业务拆分（单位：亿元、%） 29
表 17：可比公司估值表 31

1. 特种视频指挥核心供应商，业绩有望企稳回升

1.1 视频指控系统供应商，军民两端均有布局

公司专注于视音频领域的技术创新和产品创新，多年技术积累助推产品应用多领域延伸。根据公司招股书，公司成立于 2004 年，是一家基于网络通信的军队专用视频指挥控制系统提供商，主要产品包括视频指挥控制系统和视频预警控制系统。公司发展历程大体可分为三个阶段：1）2004 年-2006 年，公司处于初创阶段。公司以雷达图像传输业务为切入点，深入雷达图像处理、视音频图像处理的技术研究，开发了雷达图像传输处理系统、DVR 软件和第一代小规模视频监控联网平台，初代产品取得小范围应用；2）2007 年-2010 年，公司迈入成长阶段，下游民用市场快速拓展。当期公司成功开发出第二代多级视频监控联网平台，并把雷达图像处理系统升级为雷达图像组网处理系统，同时，公司业务应用场景大范围扩展，成功应用于监狱安防、法庭审讯和国家边海防监控领域；3）2011 年至今，公司国防领域应用趋于成熟，公司进入快速发展阶段。公司成功将第二代多级视频监控联网平台升级为第三代大规模视音频综合服务平台，将视音频处理、数据分析、预警处置等多项服务进行融合，打造军队专用视频指挥控制系统产品。

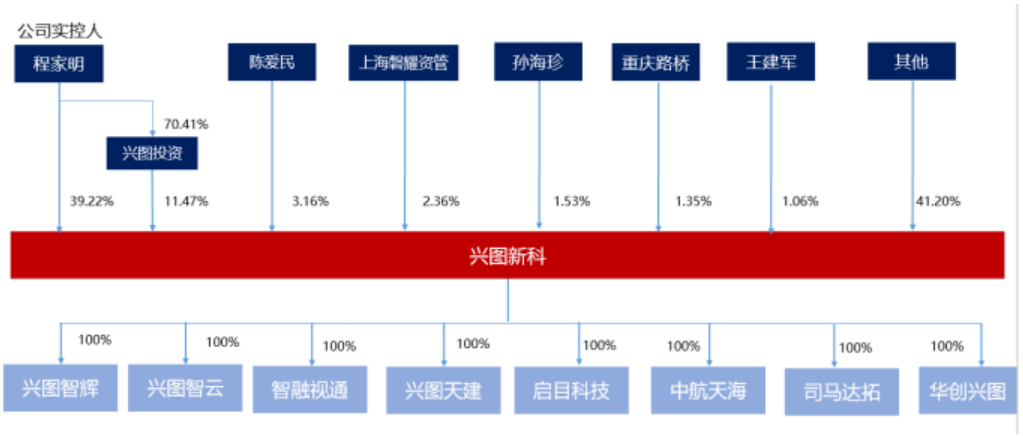
图 1：发展历史沿革



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

公司实际控制人为程家明，管理层产业经历丰富，助力公司高效运行。根据公司公告，截至 2025 年 3 月 31 日，公司实际控制人为程家明，其直接及间接合计持有公司 47.30%的股权，为公司第一大股东。程家明先生曾就职于华东电子工程研究所等单位，具有丰富的视音频领域技术积累和产业经验，并于 2004 年 6 月起于兴图新科任职，先后担任执行董事、总经理、董事长等职务。此外，管理层方面，公司多位高管行业背景深厚，可为公司提供决策支持，助力业务高效运行。

图 2：股权结构图



资料来源：iFinD、申万宏源研究 注：数据截至 2025 年 3 月 31 日

表 1：公司部分高管情况

姓名	职务	履职经历
程家明	董事长、总经理	男，1969 年 6 月出生，毕业于国防科技大学信息处理显示与识别专业，本科学历。1991 年 7 月至 1997 年 5 月，就职于华东电子工程研究所，任工程师、项目负责人；1997 年 6 月至 1998 年 7 月，就职于合肥中科大爱克科技有限公司，任高级工程师；1998 年 8 月至 1999 年 8 月，就职于武汉龙凌电子科技开发有限公司，任高级工程师；**1999 年 9 月至 2004 年 5 月，创办武汉兴图电子有限责任公司，任总经理；2004 年 6 月创办武汉兴图新科电子有限公司，2004 年 6 月至 2010 年 12 月任武汉兴图新科电子有限公司执行董事、总经理，2011 年 1 月至今，任武汉兴图新科电子股份有限公司董事长、总经理。**
崔华强	独立董事	男，1977 年 11 月出生，毕业于中国政法大学国际法专业，博士学位。2013 年 9 月至 2016 年 9 月，在北京秉道律师事务所担任律师；2016 年 10 月至今就职于北京中子律师事务所，任律师；2017 年 4 月至 2023 年 4 月在天津同仁堂股份有限公司，任独立董事；2017 年 12 月至 2022 年 3 月，在西藏金凯新能源股份有限公司，任独立董事；2019 年 3 月至今在武汉兴图新科电子股份有限公司任独立董事。
李云钢	独立董事	男，1969 年 9 月出生，毕业于国防科技大学自动控制专业，博士学位。1997 年 7 月至 2016 年 12 月，就职于国防科技大学，任教师；2017 年 4 月至 2020 年 4 月就职于湖南科瑞变流电气股份有限公司，任总经理；2020 年 5 月至今就职于湖南银河天涛科技有限公司，任首席技术官；2021 年 5 月至今，就职于长沙市众方机器人科技有限公司，任董事长；2019 年 3 月至今在公司任独立董事。
王清刚	独立董事	男，1970 年出生。2004 年获中南财经政法大学管理学博士学位，2004-2007 年在厦门大学从事工商管理博士后研究工作，具有中国注册会计师（非执业）资格。王先生 1996 年至今，于中南财经政法大学任教师工作，现为该校会计学院教授/博士生导师。王先生 2019 年 3 月至今，担任武汉兴图新科电子股份有限公司（上海证券交易所上市公司）独立董事；此外，担任武汉生之源、五洲医疗、金徽酒股份等多家公司独立董事。2024 年 6 月至今任中兴通讯独立非执行董事。
姚小华	董事、副总经理	女，1984 年 7 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于华中科技大学工商管理专业，本科学历。2005 年 7 月至 2008 年 5 月，就职于武汉国测科技股份有限公司，任综合管理行政主管；2008 年 6 月至 2010 年 12 月，就职于武汉兴图新科电子有限公司，任行政与人力资源部总监、总经理助理；2011 年 1 月至今在武汉兴图新科电子股份有限公司任董事、董事会秘书，2014 年 5 月至今在武汉兴图新科电子股份有限公司任副总经理。

资料来源：iFinD、申万宏源研究 注：信息截至 2025 年 3 月 31 日

1.2 聚焦音视频领域，覆盖视频指控及智算两大板块

公司业务主要涵盖智能视频指挥系统以及视频智算系统两部分。根据招股说明书，公司主要产品均依托于基于自主核心技术开发的视音频综合服务平台，包括视频指挥控制系统和视频预警控制系统两类。当前，公司产品已在军民两端均有应用。**军用领域：**根据公司公告，公司是全军首个视频指挥系统技术标准的制定参与者之一，参与项目于 2014 年荣获国家科技进步一等奖，并曾参与“中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 70 周年阅兵”、“中国人民解放军建军 90 周年朱日和阅兵”、“香港回归 20 周年活动”等数十项重大活动的保障任务，产品技术实力及服务保障能力得到军方认可。**民用领域：**公司充分发挥产品的模块化优势，并与监狱监管、油田预警等实际应用场景相结合，对诸如视频、门禁、报警、巡更等多项子系统进行整合，有效提升产品与实际场景的匹配程度，目前已在多地成功部署。

表 2：公司主营业务情况

系列	产品	功能简介	核心软、硬件
视频指挥控制类产品	网络化视频指挥系统	用户可以在全国各地通过不同类型终端访问该系统，实现视频指挥、视频呼叫、组织会议等，从而具备全网全域全时的视频指挥调度能力，是公司报告期内收入占比最高的产品。	主要软件：联网管理服务软件、综合管理服务软件、音视频转发服务软件、录像录时服务软件、技勤终端软件、运维终端软件； 主要硬件：专用编解码阵列、专用服务器。
	显控系统	通过统一管控切换矩阵、拼接融合器、环境控制设备等，可以实现对指挥大厅大屏的灵活导调控制，按需将视频投到大屏上拼接显示。	主要软件：坐席管理终端软件、协同坐席终端软件、触控导播终端软件、坐席管理服务器 I、II 型软件； 主要硬件：低时延输入输出节点盒、坐席管理终端、协同坐席终端、分布式低时延阵列、坐席管理服务器 I、II 型。
	视频点播系统	通过将各类异构网络视音频资源统一汇聚，实现对各类资源的统一调度、智能分析，辅助首长决策。	主要软件：参谋终端软件、导播终端软件、云调度终端软件； 主要硬件：资源调度管理服务设备、音视频转发服务设备、录像存储管理服务设备、流媒体管理服务设备。
视频预警控制类产品	监狱安防集成应急指挥	可以自主分析视频信息并对异常情况发出警报。同时，上下级监狱可以通过该系统进行双向视音频交互。针对突发情况，紧急预案自动启动。	主要软件：图像调度管理席位、综合信息管理席位、三维地图管理席位、语音视频会商席位、系统运维管理软件； 主要硬件：编解码器、数模混合音视频分析仪。
	多媒体协同交互	系统可支持多种网络环境，目前该系统主要用于油田管理，移动完成作业现场监管、生产协调、作业调度。	主要软件：信令调度服务软件、媒体转发服务软件、PC 终端软件、Android 终端软件、IOS 终端软件、导播终端软件、 运维终端软件； 主要硬件：编码器、解码器、智能安全帽。
	视频治理产品	提供低带宽传输、无线传输、存储扩容、汇聚共享、智能分析等功能的产品序列。覆盖视频应用的传输、汇聚、存储、智算全场景，能够有效解决因视频路数增加、质量提升导致的带宽不足、设备卡顿等问题，以及应对存储空间不足、算力调度、视频加密传输、直播扩容、无人机高清视频传输等方面的难题	包含视频传输网关、视频存储伴侣、视频智算集群、中心汇聚集群、边缘汇聚网关、AI 边缘计算盒、智能分析服务器、数字视网膜平台、视频压缩板卡、视频压缩服务（GPU）等，共 4 大类 14 款产品

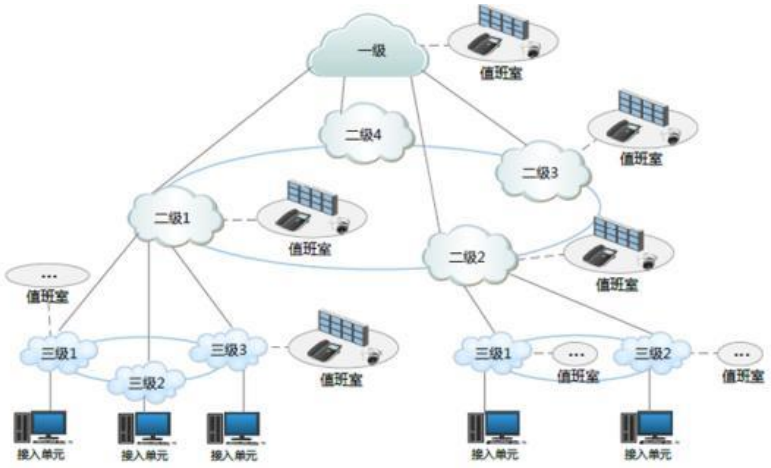
其他产品	便携式微型投影仪	主要用于产品演示、宣传推广、会议讨论等。管理销售行为、分析客户预期、发现销售机会，有效提升销售业绩。	软件：任易屏分享平台、任易屏 TV 端软件；硬件：任屏 P-I\SP-I\SP-III\SP-IV。

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

1.2.1 智能视频指挥系统

公司智能视频指挥类产品具体包括网络化视频指挥系统、显控系统和视频点播系统等。公司视频指控产品具体包括：1）网络化视频指挥系统，同时具备视频指挥、资源调度、视频会议、值勤值班四大类核心功能。该产品在指挥所、值班室、机动指挥所等多类地点有所部署，可满足军队快速反应与决策指挥的需求。该产品是公司的主要收入来源之一。2）显控系统，通过光纤、以太网等通信网络传输设备引接各类视音频资源，将本地、远端各类视频信号统一汇聚到指挥大厅，实现对指挥大厅大屏的灵活导调控制。该系统充分考虑安全性、可靠性、可维护性和可扩展性，集多源信号接入、设备集中控制、预案智能调度、备份机制完备等特点为一体，可广泛应用于指挥控制中心、演示中心等场景。3）视频点播系统，可接入用户监控系统、卫星系统、指挥系统等多种场景，将军队不同时期建设的不同体制、相互独立的各类视音频交互系统进行统一融合、统一调度、集中管理、互联互通。同时，该系统集合运维检测、视频诊断功能，可对视频资源质量进行智能分析和预警检测。

图 3：公司网络化视频指挥系统产品



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

1.2.2 视频智算系统

公司的视频智算系统类产品主要包括监狱安防应急指挥平台和多媒体协同交互平台，具体来看：1）监狱安防集成应急指挥系统，其集成了周界防范、视频监控、报警、电网、AB 门、门禁、巡更、监舍对讲、会见等各种业务子系统，可对目标范围内全部活动内容进行实时预警、监控、分析、反馈，并依托监狱安防集成应急指挥系统实现不同级别指挥中心的互联互通，建立有效的预警防范控制体系，提升监狱场景的管理便捷性。2）多媒体协同交互产品，其作为视音频信息实时传递与共享的桥梁，可使用户在指挥中心实现与移动

终端、智能安全帽等设备视音频信息的交互，能够对事前预警、事中监控、事后处理等一系列安全生产调度需求进行满足，实现多业务、多设备的深度融合和共享，有效在全生产流程提升效率。

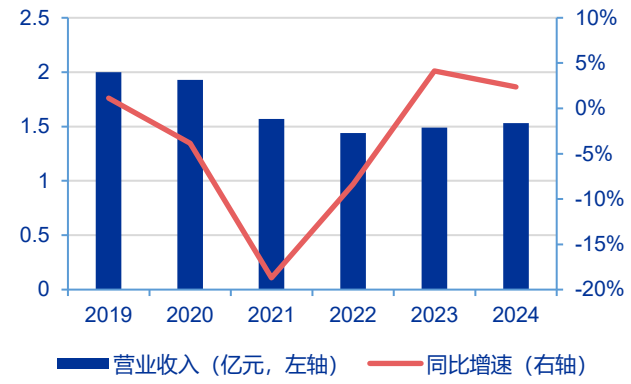
图 4：公司监狱安防集成应急指挥系统产品

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

1.3 降本增效空间大，需求恢复叠加市场拓展业绩有望扭亏

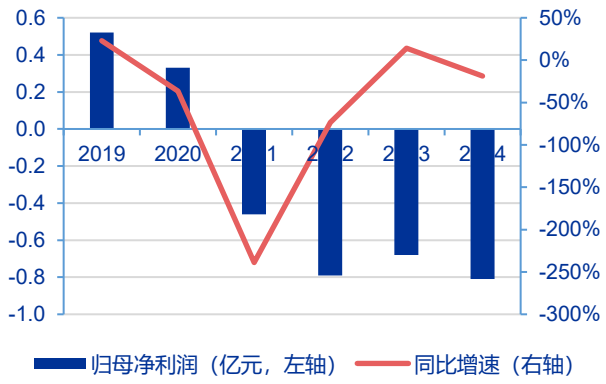
2023 年以来公司营收端企稳回升，智能视频指挥类产品为公司主要营收及毛利来源。回顾公司近五年营收及利润情况：2019-2022 年，受下游客户生产建设计划影响，公司营业收入与归母净利润逐年下降。2023 年以来，伴随公司产品下游市场拓展，公司营收端企稳，根据公司 2024 年年报，公司 2024 年实现营业收入 1.53 亿元，同比增长 2.38%；公司 2024 年实现归母净利润-0.81 亿元，公司亏损主要系毛利率下滑叠加费用端高位承压。此外，分析公司产品结构，2019-2024 年智能视频指挥类产品营收合计占比及毛利合计占比均维持在 75%以上，是公司的营收及毛利主要贡献来源。

图 5：2023 年以来公司营业收入企稳稳增



资料来源：iFinD、申万宏源研究

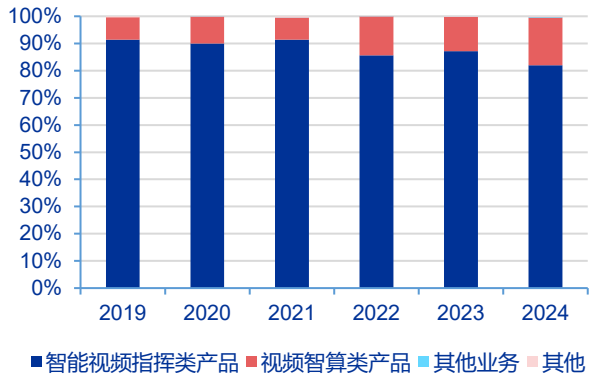
图 6：公司归母净利润存在较大上升空间



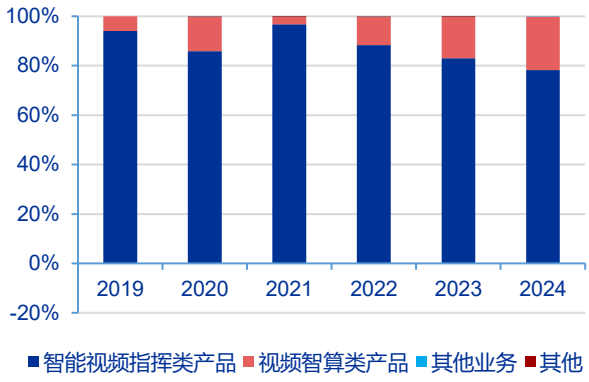
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 7：视频指控及智算系统为公司主要营收来源

图 8：视频指控及智算系统为公司毛利主要来源



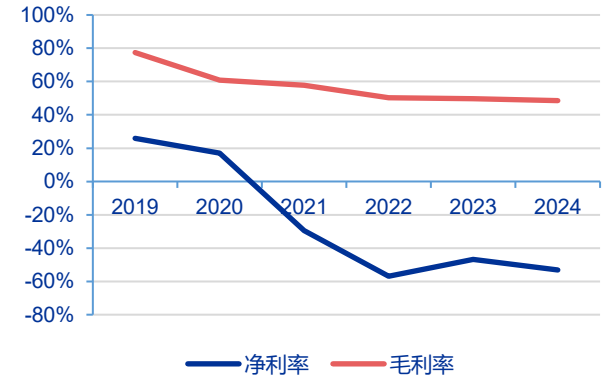
资料来源：公司年报、申万宏源研究



资料来源：公司年报、申万宏源研究

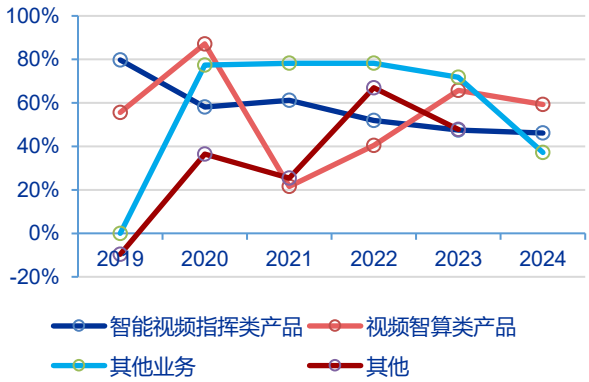
受产品结构影响近年来公司毛利率下滑，净利率存在较大提升空间。根据公司公告，受产品结构影响，2019 年以来公司整体毛利率呈下滑趋势，其中 2024 年公司毛利率为 48.56%，较 2023 年减少 1.22pcts。受主业盈利能力下滑及费用端影响，2019-2022 年公司净利率逐年下滑，由 2019 年的 25.9%下降至 2022 年的-56.91%，2024 年公司净利率为-53.07%，较 2023 年减少 6.28pcts。未来伴随公司下游需求恢复，新老产品交付带动营收体量提升，叠加费用端管控降本增效，公司净利率或将迎来回升。

图 9：2019 年以来公司净利率和毛利率情况



资料来源：公司年报、申万宏源研究

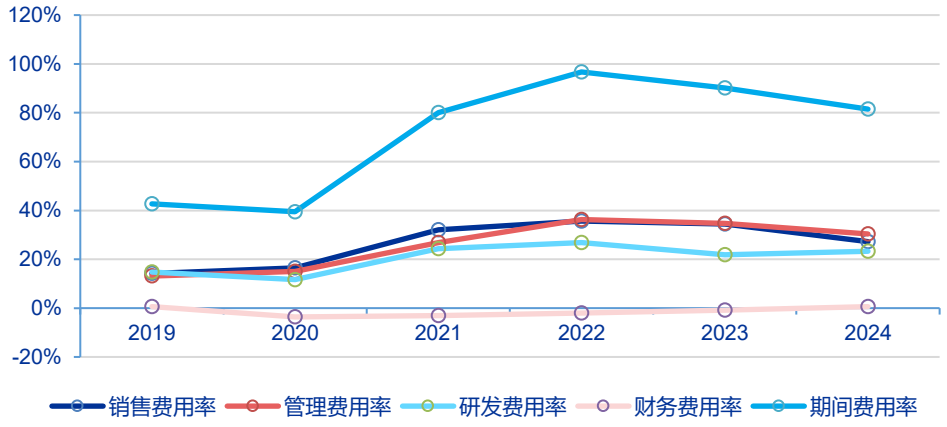
图 10：2019 年以来公司各业务毛利率情况



资料来源：公司年报、申万宏源研究

费用端承压位于高位，公司降本增效空间较大。2019-2024 年，公司期间费用率整体呈上升趋势，由 2019 年的 42.63%上升至 2024 年的 81.50%，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别较 2019 年上涨 13.05/17.24/8.59pcts。我们分析认为，期间费用率主要上涨原因系公司加速拓展民品市场，用工成本提升以及研发投入加大所致。伴随公司市场拓展初步完成，在研产品定型、生产、交付确收，叠加公司自身进一步增强降本措施收效，未来费用端优化空间较大。

图 11：费用率情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

2. 军工信息化重要板块，公司技术契合特种需求

2.1 指挥信息系统是国防建设重要板块

国防指挥信息系统是信息化军队建设重要板块。国防指挥信息系统也称综合电子信息系统，我军早期称为指挥自动化系统，美军称之为 C4ISR 系统，包括指挥（Command）、控制（Control）、通信（Communication）、计算机（Computer）、情报（Intelligence）、监视（Surveillance）、侦察（Reconnaissance）七个部分，是集指挥控制、预警探测、情报侦察、通信、武器控制和其他作战信息保障等功能于一体，用于军事信息获取、处理、传递、决策支持和对部队实施指挥控制以及战场管理的军事信息系统。随着战争形态向信息化智能化战争发展，指挥信息系统成为国防建设的必然选择。

表 3：国防指挥信息系统各组成部分

主要角色	系统	主要技术
大脑	计算机系统	大容量、高速数据处理、强运算能力的计算机，为硬件量身定做的专用软件及设备的计算机网络
神经中枢	指挥系统	处理平台、数据终端通信设备、网络安全应用软件及数据库
肢体	控制系统	提供作战指挥用的直观图形、图像的显示设备、控制系统、 通信及其他附属设备
神经脉络	通信系统	有线通信、无线通信、卫星通信、光纤通信、数据链、自组网通信等
耳目	情报系统	光电系统、传感器、红外侦察设备、夜视设备、侦察飞机、 无人机、侦察卫星、定位卫星、大数据应用及海陆雷达
	监视系统	
	侦察系统	

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

指挥信息系统历经四代发展，目前正在建设以“网络中心、面向服务”为主要技术特征的第四代指挥信息系统。

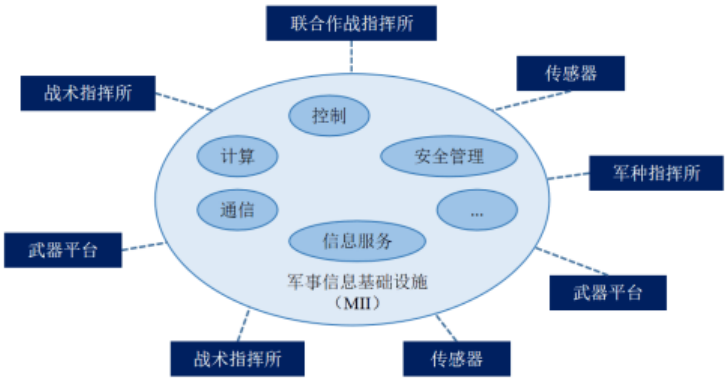
1）第一代，仅连接“单点”，无法协同作战：第一代指挥信息系统的结构特征可概括为“单点”，即以单一作战区域的指挥所这个“点”为中心，直接连接传感器和武器平台，不具备和友邻部队进行协同作战的能力。

2）第二代，从“点”向“线”发展，可进行单兵种信息传输：第二代指挥信息系统主要围绕指挥所建设，处于各军兵种主导的分散建设模式，局域网、面向对象等技术的进步，推动了指挥信息系统结构从“点”向“线”的发展，基本解决了军兵种独立作战的指挥控制问题，但各军兵种指挥信息系统间相对独立运行，不能互联互通，缺乏跨军兵种的信息共享和作战协同能力。

3）第三代，从“线”到“面”转变，具备跨兵种联合信息交互能力：第三代指挥信息系统实现了通信网络、计算、系统软件等多方面的技术进步，系统整体信息交互和共享能力有了大幅提高，通过联合共享库、数据库订阅/分发、信息推送和信息点播等方式，具备了一定程度的跨军兵种能力。第三代系统是一种层次化联网的树型结构，完成了从“线”到“面”的转变。

4）第四代，以“网络”为中心，可实现多平台信息互联共享：第四代指挥信息系统从互联网技术和面向服务的体系架构（SOA）等信息技术的快速发展中获得技术支撑。与第三代系统相比，第四代系统实现了向以网络为中心的扁平化组网结构转变，“网络中心化”是其核心特征，强调打破平台间的壁垒，通过网络将战场上的传感器、指挥控制系统、作战部队与火力打击单元等作战实体连接起来，构成一个有机整体，从而使得信息充分共享。

图 12：第四代指挥信息系统以“网络中心、面向服务”为主要技术特征



资料来源：公司招股书、申万宏源研究

从全球格局看，美国是军队信息化的领导者，以美为鉴，指挥信息系统向系统综合集成趋势发展。从 C2、C3、C3I、C4I、综合 C4I 到如今的 C4ISR 系统，美国电子信息系统已经从各军兵种各自为战的一个个自动化孤岛发展整合成网控全军的、综合集成的大系统。1991 年海湾战争是美军电子信息系统战略管理的转折点。战前，美军 C4I 系统由不同部门孤立开发，各系统虽独立运行良好，但因缺乏统一筹划导致各军种间信息无法互通，需要依靠人工传递数据，暴露出明显短板。战后美军启动改革，提出“武士 C4I 计划”，改为采用开放式系统工程方法，要求将全球指挥控制系统与国防信息网统一建设。这一转变在 1999 年科索沃战争中初见成效，包括图文、声像资料在内的情报信息基本实现了数字化网络传输和无缝链接，军队向信息化、网络化和一体化作战发展，极大提高了整体作战效能，其建设经验对于仍在探索新军事变革发展的国家具有一定借鉴价值。

2.2 信息时延及传输质量为军用指挥信息系统核心指标

军用视频指挥系统是指挥信息系统的重要组成部分，因其直观、清晰、信息量大，能够及时为指挥员实施及时、有效的正确指挥提供有力支持。信息化战场上瞬息万变，视频指挥系统因其直观、清晰、信息量大等优势，成为战场态势感知的关键手段。军队专用视频指挥系统既具备远程组会、音视频交互的特征，又突破了用户只能加入单一会议的限制，具备多级组会、交叉组网、越级指挥、横向联合、不间断插会、自主控制、预案联动、按需分发、柔性重组的能力，需满足战略指挥平滑迁移、战术末端随遇接入、复杂网络保底通联、安全保密自主可控等要求，实现资源服务化、系统栅格化、指挥伴随化。因此，与通用视频应用相比，军用视频指挥系统具有更高的技术需求。

表 4：军用视频指挥系统相比通用视频应用具有更高的技术要求

项目	军队专用视频应用	通用视频应用
部署差异	通常进行全国化、栅格化部署，网络间互备特征明显	一般区域化部署、单一系统部署，本地单机备份为主
业务差异	需同时处理视频、雷达、情报、态势等多种信号源，融合指挥、会议、预警等多种业务	一般处理单一视频信号源，以一种业务为主，如视频会议
网络差异	多种网络组网使用，需要同时适应光纤网、卫星、工业 4G、电台、微波、DDN 专线等	以公网或局域网为主，网络种类单一
环境差异	恶劣环境适应要求高，需要适应高原、高寒、盐雾、高湿等极端自然环境、复杂的电磁环境以及车载、舰载等震动冲击环境	应用环境要求不高，一般在机房环境工作
安全保密差异	军队装备有专门的安全保密性要求	正常情况下满足国家标准要求，无强制性要求

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

信息延时及传输质量是评价军用视频指挥系统效能的主要核心指标。

一方面，为保障战场实时指挥，系统需保证视频低延时传输，并解决延时与码率的平衡问题。视频延时是指信号源从发送者传输到接收者过程中所耗费的时间，通常与视频压缩相关。一般来说，压缩比越大、码率越小，延时越高、画质越低。市面上主要有深压缩和浅压缩两种编解码技术架构，其中深压缩技术将视频进行深度压缩，即高压缩比，具有低码率、高并发、易远传、易兼容等优势，但延时较大，画质较差；浅压缩技术将视频进行较浅的压缩，即低压缩比，具备低延时、高画质优势，但码率带宽占用太大，成本太高，且协议难以兼容通用 H.26X 协议格式的音视频系统。两种压缩技术各有优劣，单一技术均无法完全满足军事需求，做到延时与码率的有效平衡。

表 5：压缩比越大、码率越小，延时越高、画质越低

	深压缩（H.264/H.265）	浅压缩（JPEG2000、VC2 等）
码率带宽	2-10Mbps	300-700Mbps
传输延时	65-120ms	≤20ms

画质质量	低画质	高画质
扩展应用	KVM 远控较差 能跨域远传 能录播存储 能接入 IPC 系统融合一般	KVM 远控较好 不能跨域远传 不能录播存储 不能接入 IPC 系统融合较差
应用场景	画质要求低 延时要求低 码流兼容性要求高 功能及拓展要求高	画质要求高 延时要求高 码流兼容性要求低 功能及拓展要求低

资料来源：公司官网、申万宏源研究

另一方面，军用视频指挥系统需适用各种网络环境，对信息传输质量提出了较高要求。根据论文《IP 网络性能测试综述》，IP 网络性能的参数主要包括时延、丢包率、抖动、误差率、带宽、吞吐量等。视频指挥系统产品基于 IP 网络，网络吞吐量较大且对响应时间十分敏感。在复杂多变的网络环境中，视频传输往往面临着丢包、抖动、延迟等诸多挑战，网络波动导致的视频卡顿、延迟、调阅多路视频受限等问题，长期制约着实时决策效率。军用视频指挥系统需要满足实战、实训各类应用场景的指挥控制场景，需要在极端非理想网络环境下，仍可保障低延迟高清视频传输，对信息传输技术提出了严格要求。|

表 6：网络的可用带宽、丢包率、延时时间等对于视频指挥系统的传输质量具有重要影响

性能指标	指标说明
时延	网络时延是指数据分组在网络中传输的延迟时间，包括单向时延和往返时延。单向时延指穿过一个或多个网络段，传送 IP 包所经历的时间。往返时延指从网络的一端发送一个信息到另一端，然后该信息再返回到发送端所需要的时间。网络时延主要由链路传输时延、节点处理时延与排队时延造成。
丢包率	丢包率指在一定的时段网内两点间传输中丢失分组与总的分组发送量的比率。丢包率主要与网络的流量有关，即与每段路由的网络拥塞程度有关。拥塞程度越大，网络丢包率越高，将直接影响网络应用的正常使用。
抖动	抖动也称为 IP 时延变化，是指分组从源节点到目的节点相继分组到达时间的变化量。时延抖动主要由 IP 数据包在节点排队等待时间的不确定性因素造成。
误差率	误差率是指同一个包两次接收或分组的次序颠倒等而引起的错误与总的分组发送量的比率。
带宽	带宽反映了单位时间内传输数据的能力，即每秒网络所能传输的数据量。对于测量而言，沿一条路径的可用带宽是用户端主机沿着该路径与给定的目的主机之间能够传输的最大带宽。
吞吐量	吞吐量是指在规定时间、空间及网络路径的前提下，传输数据时实际获得的带宽值，一般指链路上所有通信数据总的传输速率。

资料来源：论文《IP 网络性能测试综述》、申万宏源研究

基于云体制的视频系统在移动性和扩容上具有显著优势，当前军用视频指挥系统正在 IP 网络化视频阶段向云视频阶段过渡。随着信息技术的快速发展，云计算和云存储成为重要技术手段，基于云体制的视频系统在移动性和扩容等方面都呈现出明显优势。军队大力深入研究数据融合、非结构化数据分析、深度学习、太空宽带、系统集成等一系列新型技

术，逐渐形成了向云视指挥信息系统发展演变的趋势。第四代视频指挥系统正由 IP 网络化视频阶段向云视频阶段过渡，以云融合、大数据、人工智能和超高清视频编解码技术为核心、实现多源信号的随遇接入，深度融合智能控制，灵活调度等功能，从而大幅提高指挥机关和指挥员决策能力。

2.3 公司低延时编码+信息传输技术领先，契合特种应用需求

公司坚持自主创新，具有自身独特技术优势。基于视音频综合服务平台运行的视频指挥控制系统可以简单分为信息采集、传输、处理、呈现四个环节，公司核心技术主要在前三个环节，并在此基础上加以 AI 辅助指挥功能。**1）采集环节：超低延时编解码技术**重点为系统解决视频压缩问题，其能够保证在画面质量、超低延时、带宽受限等条件同时作用下取得最优的效果；**2）传输环节：复杂环境网络适应技术**为系统解决了网络适应性问题，使整个系统能够适用各种网络环境，在极端非理想网络环境下仍可保障视频传输质量。**3）处理环节：视音频中间件技术**为系统业务功能提供统一的标准接口，使其具有图像显示、信令调度等多种应用功能，是视频指挥系统运转的基础。

表 7：公司坚持自主创新，具有自身独特技术优势

核心技术	优势技术点	知识产权保护
高可靠、高并发、大容量的视音频中间件技术	视音频媒体流热迁移技术 高并发媒体传输技术	5 项专利、9 项软件著作权
复杂环境网络适应技术	宽带侦察与拥塞探测技术 丢包重传技术	1 项专利、1 项软件著作权
超低延时编解码技术	超低延时编解码技术	2 项专利、1 项软件著作权

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

公司基于超低延时编解码技术，发明了图像片段错峰编码传输算法，实现延迟指标大幅降低，能有效满足高实时性军队指挥需求。其中，公司具有自主知识产权的超低延时编解码技术，实现编码带宽降低 90%，并广泛应用于特种指挥领域。公司基于 H.264/H.265 标准，创新性地推出了超低延时编解码技术，发明了图像片段错峰编码传输算法，融合了静态图像编解码算法和基于运动图像多帧编解码算法的优势，利用 FPGA 器件作为高性能硬件平台，建立了以宏块为单位的帧内预测、帧间预测及运动估计方法，实现了低延时≤20ms，相对同行类似产品，延迟指标降低了 90%左右，能有效满足对指挥系统实时性要求很高的场合。

表 8：公司图像片段错峰编码传输算法能有效满足高实时性指挥需求

算法名称	技术特点	应用场景
静态图像编解码算法	基于静态单帧图像做为视频编解码的对象，其特点是**编码及解码延时极低，但编码压缩效率很一般**，对 1080P60 的视频标准，一般需要的传输带宽在 300M 左右	适合点对点的短距离传输应用场景
运动图像多帧编解码算法	以多帧图像的运动预测作为视频编解码的对象，虽然编码及解码时延高，达到 200ms 左右，但编码压缩效率较高，对 1080P60 的视频标准，一般所需传输带宽在 8M 左右	主要应用于大规模视频交换等领域

图像片段错峰编码传输算法	**融合了前两个算法的优势**，建立了以宏块为单位的帧内预测、帧间预测及运动估计方法，数据处理时延小于 2ms，采用并行处理技术，而且所有计算资源都用于数据处理，不需要额外调度，可实现视频数据实时压缩，**具有远程控制流畅、视频音频传输实时、信号切换响应快速、宽带要求低等特点**	能有效满足对指挥系统实时性要求很高的场合

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

公司传输技术领先，其复杂环境网络适应性技术能够保障各种不同网络下的高质量视频传输。在长期服务军队用户建设、发展过程中，公司结合用户网络实际情况，经过多年的开发、验证、积累，形成了整套适合用户网络特点的视频传输技术，解决了各级单位网络带宽资源不平衡与高质量视频传输之间的矛盾，能够适应有线、无线、卫星等各种不同网络的视频传输需求。具体而言，公司视频传输技术包括带宽侦测与拥塞探测技术、网络缓冲技术、丢包重传技术、流量整形技术、码率动态调整技术等子技术。通过这些技术的研制和运用，公司有效保证了视频指挥控制系统产品能够更好地服务于用户，并在行业激烈竞争中脱颖而出。

表 9：公司复杂环境网络适应性技术行业领先

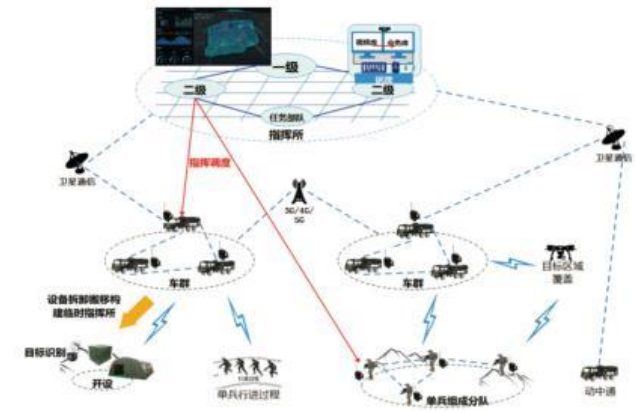
核心技术	子技术	技术指标
复杂环境网络适应技术	带宽侦测与拥塞探测技术	可同时侦测 128 路媒体流并行收发（每路 2Mbps）状态下的可用带宽。 在丢包（5%~30%）情况下侦测得到的可用带宽误差率小于 1%。 冗余侦测数据占比 0%。
	网络缓冲技术	在 128 路媒体流并行收发（每路 2Mbps），在双向丢包率为 30%、双向延时为 100ms 的极端网络环境下可适应 1S 以内的网络抖动。
	丢包重传技术	在并发 128 路媒体流（2Mbps）情况下，支持在丢包 30%，双向延迟 100ms 环境下，数据最终到达率 99.9%。
	流量整形技术	在 128 路媒体流并行收发（每路 2Mbps），在双向丢包率为 30%、双向延时为 100ms 的极端网络环境下将网络流量的波峰从 200%控制在 150%以内。
	码率动态调整技术	可支持网络可用带宽在 2M/512K/256K/128K 波动范围内的 自适应调整，适应速度在 20 秒以内，最低可达到音频保底适应。

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

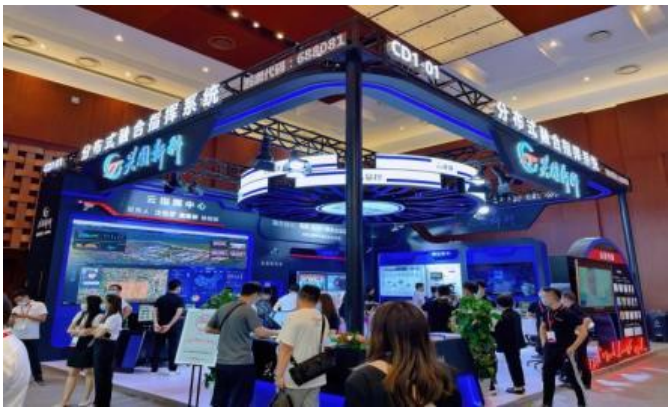
基于编解码及传输技术优势，结合云化趋势，公司推出“军队云视系统+”系列产品，军队市场占有率持续提升。“军队云视系统+”系统产品作为新型指挥信息系统的重要组成部分，为联合作战、非战争军事行动、战备值勤和日常办公、跨域行动等多样化军事任务提供有效支撑。公司基于其超低延时编解码技术，深度运用大数据、云计算、人工智能、区块链等技术，按照云-边-端架构设计，着力打造融云、边、端平台设施和透视感知、泛在汇聚、云存共享、智能分析、业务支持、多域交互、指挥控制等功能于一体的第四代体制的云视指挥系统。公司产品在国防军队客户中知名度和认可度不断提升，在技术上已经达到了全军较为先进的水平，军队市场占有率不断提高，形成了较好的品牌优势。

图 13：公司云视频指挥系统示意图

图 14：公司分布式融合指挥系统亮相 InfoComm 展



资料来源：公司官网、申万宏源研究



资料来源：公司官网、申万宏源研究

2.4 军用机器人战场应用升级，公司参与核心模块配套

AI 技术助力军用机器人战场应用升级，未来将成为新质作战力量的重要支撑。军用机器人是一种替代或协助人类执行火力进攻、指挥控制、目标探测、环境侦察和后勤保障等军事任务的自主式、半自主式或遥控式的电子机械装置。AI 技术赋能军用机器人，将推动其从辅助作战平台向自主智能作战系统升级，形成智能感知、自主决策、精准打击、集群协同、跨域作战等核心能力，成为未来战场新质作战力量的重要支撑。

图 15：军用侦查机器狗

资料来源：央视网、申万宏源研究

图 16：军用作战机器狗

资料来源：央视网、申万宏源研究

表 10：军用机器人主要应用领域

应用领域	工作内容
直接遂行战斗任务	用机器人替代人类士兵执行各种作战任务（如火力打击、危险品处理等），以降低人员伤亡。
侦察与观察	侦察任务危险系数较高的军事活动，机器人可以替代人类进入各种环境，高效地执行侦察任务。
工程保障	在修筑防御工程、物资运输和排雷等工作中，机器人可以展现其不知疲劳、不生病和精准高效的优势，协助士兵完成工程保障任务。
指挥控制	结合人工智能、高速计算机等先进技术，具备一定的问题分析能力，可以在实战中快速处理各类情报信息，协助人类做出战斗决策、调控火力。
后勤保障	后勤保障是机器人较早应用的领域，主要执行运输物资、维修装备、战斗补给和抢救伤员等任务。

军事科研和教学	机器人可以作为科研和教学的助手，帮助人类获取难以取得的科学数据或执行繁重的训练任务，如实弹射击训练辅助等。

资料来源：晶品特装招股书、申万宏源研究

当前军工院所及央国企主导军用机器人总装环节，民企参与细分领域核心产品配套。根据各公司官网及中兵智能创新研究院，在核心装备领域央国企主导高端军用机器人研发制造，如建设工业、201 所、58 所等。在细分领域民企在技术应用端实现突破，如铂力特（机器人结构件）、芯动联科（MEMS 感知芯片）、成都华微（AI 端侧 soc 芯片配套）、兴图新科（数据采集、传输模块，远程控制模块）等。

表 11：军用机器人主要应用领域

产业链环节	单位	简介	机器人布局
总装	建设工业	中国兵器装备集团旗下的重要企业，专注于军用机器人及相关装备的研发和生产	布局军用四足机器人、智能察打机器人等领域，积极探索人工智能与机器人技术的融合
	南京理工大学	知名高校，拥有强大的科研实力和机器人研发团队	研发军用地面智能机器人系统，布局人形机器人和特种机器人技术
	201 所	兵器工业集团的核心科研单位	重点布局地面机器人技术，研发四足仿生机器人和智能无人系统
	208 所	国家级轻武器专业研究所	聚焦轻武器智能化和反恐装备研发，拓展机器人技术在轻武器领域的应用
	58 所	国家 863 计划智能机器人产业化基地	布局智能机器人技术，重点发展四足机器人、无人作战系统及相关核心零部件
	晶品特装	军工智能化先锋，专注军工信息化与智能无人系统领域。	公司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，填补国内军用机器人领域空白。
	景业智能	主要从事特种机器人及智能装备的研发、生产及销售，涉及特种机器人、核工业智能装备等。	公司已与云深处达成战略合作协议，联合研发面向核工业等特种行业的新一代机器人技术。当前，公司已完成四足机器人与人形机器人的研发立项，并明确技术开发规划。公司巡逻机器人“胡狼 1 号”亮相阿布扎比防务展。
配套	铂力特	金属 3D 打印领域领军企业，专注工业级 3D 打印技术研发。	重点布局多机协同智能增材制造系统，开展基于智能机器人技术的 WAAM 装备研制，满足单件短周期定制化产品需求。在 2024 机器人大会上推出人形机器人，实现肩支架等关键部件一体化成形，零件数量减少 30%-50%，重量降低 15%-20%。
	芯动联科	MEMS 芯片技术领先企业，专注高性能惯性传感器	开发多模态融合感知芯片，多传感器融合技术有助于增加可获得的数据数量，显著提高系统的冗余度和容错性。
	成都华微	数字与模拟集成电路领军企业，专注特种集成电路	专注于 AI 边缘计算，通过部署 DeepSeek R1 模型加速大模型在端侧应用，推动 AI 技术在智能机器人、机器狗等场景的商用落地，致力于构建多层次智能生态。
	兴图新科	视频指控系统供应商	数据采集模块、高性能无线传输模块、远程控制终端的软硬件研制

资料来源：iFind、各公司官网、武警研究院、中兵智能创新研究院、申万宏源研究

公司参与无人武器站采集、传输、控制模块配套，产品已投入国内外比测及应用。根据公司公告，公司无人武器站是配备有轻武器系统的布设式或移动作战单元，其无人武器

站项目目前主要是同国内大型军工单位合作，进行多种无人武器站的研发，已有固定类、车载平台类、机器狗平台类等多种武器站投入国内外多项比测及应用中，主要具备隐蔽狙杀、潜伏作战、战场侦察、城市巷战、战场突进、机动目标打击、火力压制等多种功能。在无人武器站整装中公司主要承担数据采集模块、高性能无线传输模块、远程控制终端的软硬件研制。

表 12：公司在研无人武器站配套产品

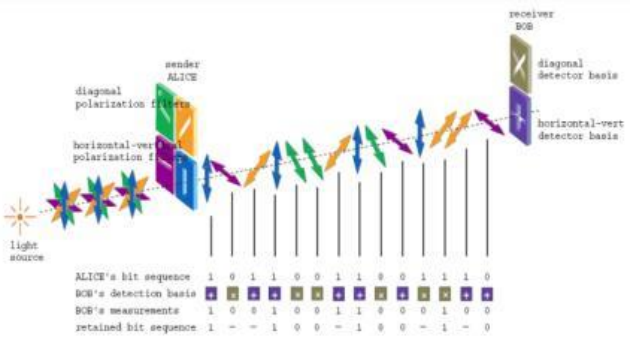
项目名称	进展或阶段性结果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
无人武器站	研制中	打造一款由图数传输一体机及无人平台打击控制终端组成，具备高性能自组网、图像超低延时传输、设备控制等核心能力的无人武器控制平台。	1、成熟领先的视频处理技术（高压缩、低延时、复杂网络适应性）、多种视频传输方案；2、国产化、低功耗嵌入式平台单屏、双屏控制终端采用国产化、低功耗嵌入式平台，集成自组网通信，可多机控制，远程监看与控制于一体，具备在终端进行目标识别的能力；3、信道加密，通信链路采用 AES 加密算法，保障安全通信信息和控制权限不被轻易截取	1、解决无人机、无人车、无人艇等搭载的固定/机动摄像头的高清视频采集、传输和控制、武器平台的自主导航定位、目标识别与跟踪、远程控制打击、无线静默等问题。2、应用于无人武器平台的集群作战、指挥调度、战场侦察、视频监看、目标瞄准、远程打击控制、武器状态监测（弹药种类及余量）和打击效果评估等场景

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2.5 量子加密保障通信安全，公司已有成熟体系产品

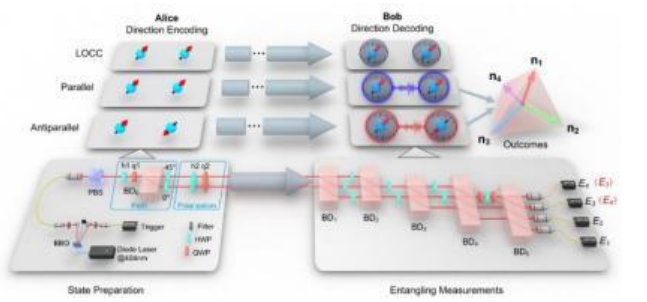
量子通信可实现远距离信息安全传输。量子通信是量子技术的一个重要应用领域，它利用量子纠缠和量子不可克隆原理来实现信息的安全传输。量子密钥分发（QKD）是一种基于量子力学原理的安全通信技术，能够保证信息在传输过程中的安全性。通过量子通信，可以实现区域内、区域间，甚至通过卫星中转实现远距离量子通信，保障数据和信息的安全传输。

图 17：量子密钥分发实现信息有效加密



资料来源：北京大学量子电子学研究所、申万宏源研究

图 18：基于量子纠缠实现高可靠自定向

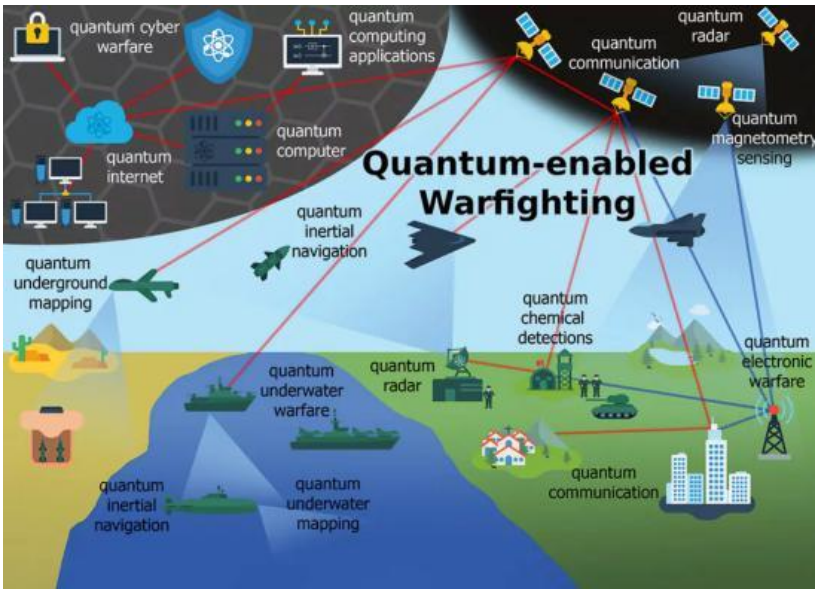


资料来源：量子科技与量子科技前沿协同创新中心、申万宏源研究

量子通信保障战场信息交互安全，提高战场指挥可靠性，美国已启动相关试验性建设项目。当前作战指挥体系向无人化智能化过渡变革，未来远端战场指挥将成为重要一环。

基于敌对方信息干扰、破译等考虑，战场信息加密愈加重要，量子通信技术深度契合战场高可靠作战指挥体系建设需求。美军自 2003 年起开始运行实验性量子密钥分发网络，而白宫和五角大楼也已安装使用量子通信系统，并提出了下一代量子通信指挥作战体系的初步构想，相关试验性项目有序推进中。

图 19：美国构想的量子通信指挥作战体系



资料来源：美国国防部、申万宏源研究

公司正式发布基于量子可信的视频指挥体系，产品深度契合作战指挥体系建设需求。公司基于自身在视频指挥系统的技术积淀及项目经验，成功构建基于量子可信的视频指挥体系，产品于 2025 年军博会正式亮相发布。该体系以 JAVS 和 BH2000 芯片算法为核心技术基座，深度融合量子通信、大模型、视频高压缩等创新技术，并通过云手机赋能终端应用，从而构建了从信息传输到智能决策的全链条可信保障，推动军事指挥系统加速迈向智能化新时代。目前，基于量子可信的视频指挥体系已形成指挥与控制综合解决方案和超大规模超大容量视频综合解决方案。

图 20：公司量子可信产品亮相军博会

资料来源：兴图新科官方公众号、申万宏源研究

图 21：公司基于量子可信建立的视频指挥体系产品

资料来源：兴图新科官方公众号、申万宏源研究

3. 民用领域市场广阔，有望贡献新增长极

3.1 视联网云端压缩核心需求，运营商建设拉动广阔空间

视联网历经四阶段发展，云化为下一代发展方向。视联网是一种以音视频技术为基础，融合通信、物联网、云计算等技术，实现泛视频数据的采集、传输、存储、处理、呈现和应用等全链路泛视频服务的新型基础设施。根据中国电信公开资料《2024 年视联网云化技术白皮书》，视联网由视频安防逐步演变而来，从初代的模拟监控发展至今，视频安防技术主要经历了四阶段的发展。受益于云计算、大数据及人工智能技术发展，海量视频数据收集、处理、分析、存储至云端成为可能，助力视联领域协同、高效、智能化，云端将成为下一代视联网的关键发展方向。

图 22：视联网技术历经四阶段发展，云化为下一代发展方向

资料来源：中国电信公开资料《2024 年视联网云化技术白皮书》、申万宏源研究

图 23：智能编码、超低时延传输等技术为云化体系核心技术支撑

资料来源：中国电信公开资料《2024 年视联网云化技术白皮书》、申万宏源研究

各大运营商率先启动视联网建设，未来市场前景广阔，带动图像压缩传输产品配套需求增加。根据通信产业报，电信、移动、联通三大运营商以及中国铁塔均已启动视联网业务建设。其中，中国电信和中国铁塔均成立了新的专业公司实体负责视联网业务的发展，中国联通和中国移动则由现有专业公司承担相关业务的运营。当前，各大运营商已有部分应用场景落地。如中国电信旗下天翼视联网，已被列为集团旗下继手机网、宽带网、物联网、卫星网之后的第五张网，下游广泛应用于如家居、消防等多个场景，未来市场前景广阔。基于云端低时延信息传输需求，视联网建设有望带动图像压缩传输产品需求相应增加。

图 24：中国电信视联网平台体系架构图

资料来源：中国电信公开资料《2024 年视联网云化技术白皮书》、申万宏源研究

表 13：各大运营商启动视联网建设

运营商	业务发布时间	业务运营实体	应用场景
中国电信	2021 年 11 月	天翼视联科技有限公司	天翼视联网以 AI 技术赋能摄像头终端，打造了天翼看家、平安慧眼、智慧商企、消防预警系统、固废在线平台、明厨亮灶等十余款产品，广泛应用于数字家庭、智慧社区、数字乡村、数字治理等场景。
中国联通	2024 年 7 月	联通在线信息科技有限公司	中国联通将位于全国各地的摄像头实时视频流与地理信息无缝融合，形成了一张“视联中国地图”，面向 C 端用户提供视联发布、地图实时查看、评论分享社交互动等服务
中国移动	2024 年 5 月	中移(杭州)信息技术有限公司； 中移物联网有限公司	中国移动推出了“易、云、智、融”四大产品系列，广泛应用于智慧生活、社会治理、智慧生产等领域。例如，在“视频+智慧家庭”领域，落地了移动看家产品，服务超 6000 万户家庭；在“视频+社会治理”领域，落地了数字乡村、明厨亮灶等应用场景。
中国铁塔	2021 年 7 月	铁塔智联技术有限公司	推进“铁塔+大数据+AI+边缘算力”网络基础设施的完善

资料来源：通信产业报、申万宏源研究

3.2 司法及油田行业刚需，视频预警配套需求稳定

视频智算系统为监狱监管保障核心设施之一。根据论文《智慧监狱北京下视频监控在狱侦工作中的应用研究》，为保障监狱安全治理，司法部在监狱信息化建设的基础上提出了智慧监狱建设，全国监狱逐渐开启智慧建设进程。其中，视频预警系统作为智慧监狱架构中的重要一环，综合了实时视频传输、犯人位置定位、车辆位置追踪等多项功能，并具

备实时警戒预警功能，是监狱监管保障核心设施之一，各省监狱加速建设应用，预警系统覆盖率逐步提升。

图 25：智慧监狱综合多个系统，其中视频预警系统为重要一环

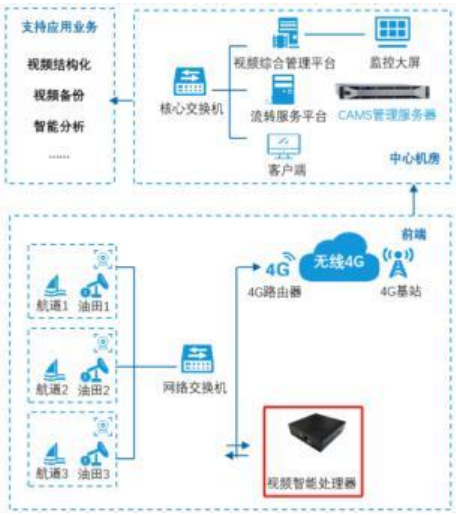
资料来源：法安网、申万宏源研究

油田钻井需配备视频预警系统保障作业安全，当前多采用卫星通信，带宽租赁成本高，因此视频传输流量需进行压缩。油田钻井作业现场需配备监控系统以进行现场实时监管，由于监管人员专注度及精力有限，无法确保多屏实时监控，因此需配备油田预警系统以降低事故风险。此外，油田钻井现场一般处于偏远地区，采用卫星网络将现场视频回传到基地，由于卫星网络带宽租赁费用问题，视频传输占用带宽高，需要考虑对视频传输流量进行压缩，控制卫星带宽租赁成本。

图 26：油田视频监控画面

资料来源：论文《油田视频监控智能预警系统设计分析》、申万宏源研究

图 27：油田监控视频需进行处理，降低视频传输存储成本



资料来源：航天安网官网、申万宏源研究

表：油田视频监控系统较传统监控手段具备多方面优势

比较项目	传统数字视频监控	智能视频监控
监控持续性	需要连续长时间盯着屏幕，容易导致工作人员眼睛疲劳、注意力下降，无法达到真正意义上的 7x24 监控效果	不需要一直紧盯屏幕，工作人员只需要在系统告整时进行确认即可，避免了工作人员因长时间观看屏幕造成疲劳而降低注意力，真正做到 7x24 全天候监控
监控有效性	人眼观察范围有限，无法同时紧盯多个屏幕，人脑也无法同时处理多个监控屏幕的画面，工作人员面临多个视频画面时无法有效监控	人眼视觉灵敏度有限，在监控距离遥远、光线不足、风沙等监控环境下，人眼无法察觉监控屏幕上的细微变化
监控能力	所有监视屏幕均由摄像机自动进行智能监控，工作人员只要对产生告警的摄像机进行确认和处理即可，实际有效监控范围可以提高数十倍，大大提高了监控效率	适应各种恶劣天气及各种光线条件
报警实时性	大多时候只能用于事后取证，无法起到预防、预警的作用	主动响应现场的侵犯行为，报警发出时间为毫秒

资料来源：论文《油田视频监控智能预警系统设计分析》、申万宏源研究

3.3 公司持续拓展应用场景，民用市场有望贡献新增长极

公司民用产品谱系丰富，可应用于下游多个领域。根据公司公告，公司民用产品包括监狱安防集成应急指挥平台、多媒体协同交互系统、便携式微型投影仪、智能安全帽等，产品广泛应用于监狱、社区矫正、油田、应急、交通、消防、金融等行业，在部分细分领域行业地位突出且市场份额持续增加。

图 28：公司产品可应用于多个民用场景

资料来源：公司官网、申万宏源研究

表 15：公司部分民用产品

产品	功能简介	核心软、硬件
监狱安防集成应急指挥	可以自主分析视频信息并该系统进行双向视音频交互。针对突发情况，紧急预案自动启动	主要软件：图像调度管理席位、综合信息管理席位、三维地图管理席位、语音视频会商席位、系统运维管理软件； 主要硬件：编解码器、数模混合音视频分析仪。
多媒体协同交互	系统可支持多种网络环境，目前该系统主要用于油田管理，移动完成作业现场监管、生产协调、作业调	主要软件：信令调度服务软件、媒体转发服务软件、PC 终端软件、Android 终端软件、IOS 终端软件、导播终端软件、运维终端软件； 主要硬件：编码器、解码器、智能安全帽。

	度。	
便携式微型投影仪	主要用于产品演示、宣传推广、会议讨论等。管理销售行为、分析客户预期、发现销售机会，有效提升销售业绩	软件：任易屏分享平台、任易屏 TV 端软件； 硬件：任屏 P-I\SP-I\SP-III\SP-IV
智能安全帽	实时收集施工现现场状况，能够远程作业指导。分析施工效率，及时分析提升质量，进行安全作业监管	主要软件：APP,Web 服务软件； 主要硬件：智能安全帽。

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

视频智算治理能力齐全，有效降低视频传输、存储成本，契合视联网发展需求，未来有望打造成为新营收增长极。利用人工智能打造的视频智能高压缩技术，打造出了资源治理、网络治理、存储治理、媒体治理、算力治理以及服务治理六大序列产品。视频智算治理利用这 6 大治理能力，实现了在系统不变、网络不变、存储空间不变、视频质量不变的情况下，达到网络传输负载节省 90%、视频存储空间节省 90%、系统数据算力节省 90%、机房电能消耗节省 80%、总体建设费用节省 70%的效果，契合视联网云化发展需求。伴随运营商建设，未来有望成为公司新营收增长极。

公司已实现部分省份监狱安防指挥平台全覆盖，行业地位突出。公司结合监狱安全防范的行业特点，利用公司中间件模块化、组件化的优势，开发的监狱安防应急指挥平台整合了视频、门禁、报警、巡更、无线寻呼、人员定位、电网、广播、车辆、探视、周界防范、犯人信息、干警信息、应急预案等子系统，在河南全省监狱进行了全面部署，并与省监狱管理局、司法厅形成完整的三级联动安防及应用体系，在湖北、湖南等地推广应用。根据公司公告，截至 2023 年，公司已实现了湖南全省监狱、河南全省监狱、河南全省社区矫正中心全覆盖，相关项目通过了国家司法部的验收和相关行政管理部门的高度肯定。

图 29：公司智慧监狱产品

资料来源：公司官网、申万宏源研究

公司可实现油田领域的多终端协同交互，并解决了边远油井视频回传问题。在油田领域，针对工作地域范围广、工作人员规模大、移动工作频度高的生产指挥业务需求，公司开发形成的多媒体协同交互平台系统，把办公、交互部署到任何一种终端上，包括手机、平板等。根据公司官网，公司智能音视讯融合体系已成为中石油“梦想云”的核心组成部分，实现安防、办公、生产等资源的统一调度与管理；实现了超路不同品牌不同制式的监控视频、超过 4 大网系、200 个会议室 500 个会议终端（宝利通、华为等），以及所有生产语音调度系统（数字对讲、固定电话）融合汇接。此外，根据公司公告，公司智慧油田音视讯融合平台在塔里木油田正式验收，实现了安防、办公、生产等资源的统一调度和管理；视频智能网关设备解决了边远油井视频回传的问题。

图 30：公司智慧油田音视讯融合平台

资料来源：公司官网、申万宏源研究

3.4 AI 大模型赋能传统业务，进一步巩固市场竞争力

AI 大模型加速发展，边缘设备部署本地模型成为可能，可大幅提升工作效率。近年来，人工智能发展迅猛，如 Meta 公司的 Llama3 预训练模型、google 公司开发的 BERT 模型、国内比较著名的视频理解 videoLLaMA3 模型、千问多模态大模型及 deepseek-v2.5 版等通用大模型陆续发布，且模型培训成本逐步降低，拓宽端侧应用成长空间。

图 31：AI 通用大模型加速发展，赋能端侧应用

资料来源：各公司官网、申万宏源研究

公司前瞻布局成立人工智能研究院，传统业务有望实现再升级。根据公司公告，公司于 2023 年即成立了人工智能研究院，主要专注人工智能技术、数字孪生和仿真推演技术、音视频技术、通信导航技术、无人平台技术五个研究方向，旨在为视频指挥体系构建提供技术支撑。公司基于当前行业前端通用大模型，并结合现有公司业务方向，将行业数据做成训练集对模型进行了微调、或是进行强化学习，形成了面向军队指挥、司法监狱、油田能源等垂直大模型，即行业大模型，具备多模态模糊识别、图像内容理解、智能问答等能力，形成了对传统机器视觉算法的有力补充，有望进一步巩固传统业务市场竞争力。

图 32：公司成立人工智能研究院，引领传统业务再升级

公司成立了市场拓展部，赋能市场资源拓展，建立了智能制造中心，提升公司生产、制造、试验、检验能力。为推进产品研发与标准化，优化了研发体系，推动视频指挥技术从军工领域向其他板块延伸，打造具有竞争力的标准化产品，满足各行业需求。此外，公司还成立了“人工智能研究院”，专注于音视频处理、人工智能、数字孪生、通信导航、无人化五大领域的深入研究，为公司的持续创新与发展提供强大动力。这一系列举措的实施，为公司未来的快速发展奠定坚实基础。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

公司的盈利预测主要是由对公司分业务盈利预测汇总而得到的。根据公司各业务所在行业增速、主要同业公司的收入平均增速和平均毛利率情况，我们对公司各业务的业绩进行预测并汇总，预计公司 2025E-2027E 年的营业收入分别为 2.65、3.89、5.27 亿元，同比增速依次为 73.2%、46.7%、35.6%；预计公司 2025E-2027E 年的归母净利润分别为 0.34、. 、. 亿元，其中 E 年预计实现扭亏，E -E 年归母净利润同比增速依

次为 66.7%、44.2%。考虑到公司作为特种视频指挥系统核心供应商，深度契合我国国防智能化建设需要，军品业务体量增加规模效应相应提升，毛利率有望企稳回升，且民品切入多个新兴领域，相较于传统民品业务毛利率较高，基于以上，预计公司 2025E-2027E 年的毛利率分别为 50.2%、50.7%、51.0%；预计公司 2025E-2027E 年的 ROE 分别为 7.3%、10.9%、13.9%。关键假设点如下：

（1）智能视频指挥系统：公司智能视频指挥系统即视频指挥控制系统，目前主要应用于防务装备领域，应用于机动装备、协同作战、侦察感知、无人武器、指挥中心等多个板块，可提供跨地域、跨网系、跨单位的音视频指挥调度，保障各指挥单位快速、准确信息交互，深度契合我国国防智能化建设需求，十五五期间有望迎来加速发展。因此预计 2025E-2027E 年公司智能视频指挥系统业务营收为 1.28、1.74、2.30 亿元，对应同比增速分别为 2.3%、35.7%、31.9%。考虑未来下游需求增加，该业务体量增长带动规模效应提升，或进一步提升盈利能力，预计 2025E-2027E 年专用防护装置的毛利率分别为 46.3%、48.8%、49.6%。

（2）视频智算系统：公司视频智算系统基于原先的视频预警控制系统，结合通用大模型实现业务升级，可提供视频治理、视频加速、高效存储、个人媒体处理、智算中心等一系列智能化产品，适应客户多样需求，并与现有其他产品实现低耦合快速对接，可进一步拓宽下游行业覆盖面，且部分新兴领域已取得一定突破，未来有望实现高速发展。因此预计 2025E-2027E 公司视频智算系统业务营收为 1.36、2.14、2.97 亿元，对应同比增速分别为 406.2%、57.3%、38.8%。考虑未来新兴领域拓展有望优化视频智算系统业务盈利能力，预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 53.9%、52.2%、52.0%。

（3）其它业务：根据公司公告，公司其他业务主要为技术服务及研发合同，整体营收占比较少，提供小幅营收增量。我们预计 2025E-2027E 年公司其它业务营收为 0.0079、0.0087、0.0096 亿元，对应同比增速维持在 10.0%，结合公司其他业务中具体产品分析，我们预测 2025E-2027E 年对应毛利率稳定在 50.0%。

表 16：公司主营业务拆分（单位：亿元、%）

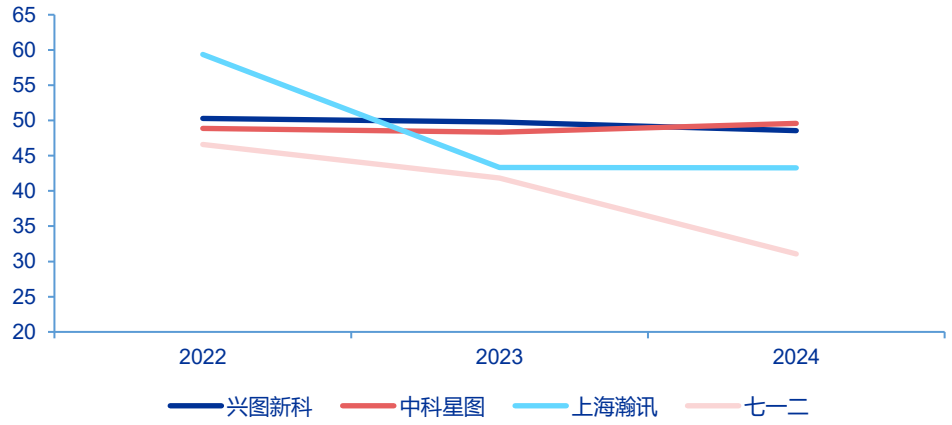
		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	1.93	1.57	1.44	1.49	1.53	2.65	3.89	5.27
	(+/-%)	0.0%	-18.7%	-8.4%	4.1%	2.4%	73.2%	46.7%	35.6%
	营业成本	0.75	0.66	0.72	0.75	0.79	1.32	1.92	2.59
	毛利率	60.9%	57.8%	49.9%	49.8%	48.6%	50.2%	50.7%	51.0%
智能视频指挥系统	营业收入	1.73	1.43	1.23	1.3	1.25	1.28	1.74	2.3
	(+/-%)	-	-17.4%	-14.3%	6.0%	-3.6%	2.3%	35.7%	31.9%
	占销售收入比重	90.0%	91.5%	85.6%	87.1%	82.0%	48.4%	44.8%	43.5%
	营业成本	0.73	0.56	0.59	0.68	0.68	0.69	0.89	1.16
	毛利率	58.1%	61.1%	51.9%	47.5%	46.1%	46.3%	48.8%	49.6%
视频智算系统	营业收入	0.19	0.13	0.21	0.19	0.27	1.36	2.14	2.97
	(+/-%)	-	-33.8%	64.1%	-8.1%	41.9%	406.2%	57.3%	38.8%
	占销售收入比重	9.8%	8.0%	14.3%	12.7%	17.6%	51.3%	55.0%	56.3%
	营业成本	0.02	0.1	0.13	0.06	0.11	0.63	1.02	1.42

	毛利率	87.1%	21.5%	37.4%	65.7%	59.3%	53.9%	52.2%	52.0%
其他业务	营业收入	0.0029	0.0083	0.0009	0.0035	0.0072	0.0079	0.0087	0.0096
	(+/-%)	-	186.2%	-89.2%	288.9%	105.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	占销售收入比重	0.2%	0.5%	0.1%	0.2%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
	营业成本	0.0017	0.006	0.0002	0.0017	0.002	0.004	0.0044	0.0048
	毛利率	41.4%	27.7%	77.8%	51.4%	72.2%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：由于其他业务收入较少，为体现数据变化，故其收入及成本保留到小数点后四位

选取中科星图、七一二、上海瀚讯作为可比公司。三家公司均为军用指挥系统配套供应商，与公司业务类似，且各公司近年来毛利率均居于高位，为行业细分领域领军企业，因而具备一定可比性。具体来看，其中，中科星图为国内特种领域信息系统核心供应商，可提供遥感卫星图像信息支持，公司压缩编解码技术提高图像传输速率，二者均基于图像信息提供战场决策支持服务；七一二为国内无线通信指挥系统供应商，与公司智能视频指挥系统用途相近，降低战场信息传输延迟以提高决策指挥效率；上海瀚讯为宽带通信系统设备商，为通信指挥系统提供硬件配套服务，公司提供算法支持等服务，二者均为指挥系统核心配套商。

图 33：可比公司近三年毛利率均居于高位，核心竞争力强（单位：%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：上海瀚讯及七一二系近年来产品结构变动，因而近三年毛利率有所波动

首次覆盖并给予“增持”评级。公司作为音视频指挥系统核心供应商，军民两端下游潜在市场庞大，且多应用领域需求逐步释放，伴随产品有序交付，公司营收规模有望加速提升。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 0.34、0.56、0.82 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 53/32/22 倍。选取相关的代表性公司中科星图（特种领域信息系统供应商）、七一二（无线通信指挥系统供应商）、上海瀚讯（宽带通信系统设备商）进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 72/49/35 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司视频压缩传输技术行业领先，且接入通用大模型实现传统业务进一步升级，有望拓展潜在民用市场，带动营收体量增长，同时考虑下游订单落地节奏放缓、公司下游客户回款延迟等风险，因此基于谨慎考虑，首次覆盖，并给予“增持”评级。

表 17：可比公司估值表

股票代码	公司简称	2025/6/20	归母净利润（亿元）				市盈率			
		总市值（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688568.SH	中科星图*	274.68	3.52	4.46	6.37	9.15	78	62	43	30
603712.SH	七一二	148.30	(2.49)	2.27	3.07	4.04	/	65	48	37
300762.SZ	上海瀚讯	131.24	(1.24)	1.48	2.31	3.44	/	88	57	38
行业平均								72	49	35
688081.SH	兴图新科*	17.98	(0.81)	0.34	0.56	0.82	/	53	32	22

资料来源：iFinD、申万宏源研究 注：表*标的归母净利润为申万宏源预测，其余标的归母净利润均为 iFinD 一致预期

5. 风险提示

军品下游订单落地节奏不及预期风险。特种领域为公司下游重要市场之一，下游客户生产计划性较强，需考量多方面因素，军品下游订单实际落地节奏可能不及预期。

民品市场拓展不及预期风险。当前公司民品已布局油田、司法等领域，视联网等新兴领域应用有望成为新营收增长极。但由于各运营商云化视联网建设规划尚不明确，且下游客户公司仍在拓展，其民品市场增量可能不及预期。

盈利能力波动风险。公司近年来产品毛利率波动较大，系产品结构调整等因素影响所致。未来公司民品领域增长潜力较大，新兴领域产品盈利能力存在一定波动，影响公司整体盈利能力。

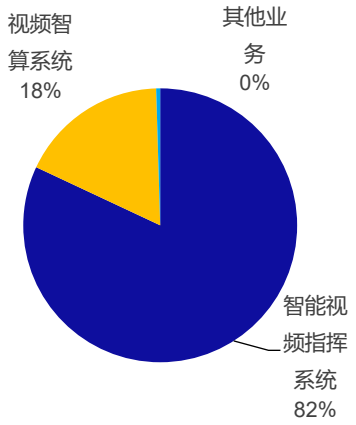
财务摘要

合并损益表

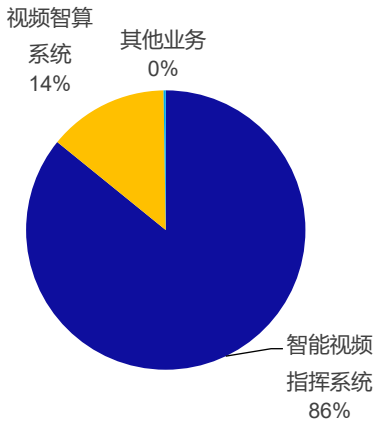
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	149	153	265	389	527
营业收入	149	153	265	389	527
智能视频指挥系统	130	125	128	174	230
视频智算系统	19	27	136	214	297
其他业务	0	1	1	1	1
营业总成本	211	205	265	363	466
营业成本	75	79	132	192	259
智能视频指挥系统	68	68	69	89	116
视频智算系统	6	11	63	102	142
其他业务	0	0	0	0	0
税金及附加	1	2	2	3	3
销售费用	51	42	42	58	72
管理费用	52	46	50	60	74
研发费用	33	36	38	50	58
财务费用	-1	1	1	1	0
其他收益	2	3	3	3	3
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-5	-3	0	0	0
信用减值损失	-15	-30	33	32	25
资产减值损失	-3	-6	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-83	-87	37	61	89
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-83	-87	37	61	89
所得税	-13	-6	2	4	7
净利润	-70	-81	34	57	82
少数股东损益	-2	-1	0	0	1
归母净利润	-68	-81	34	56	82

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



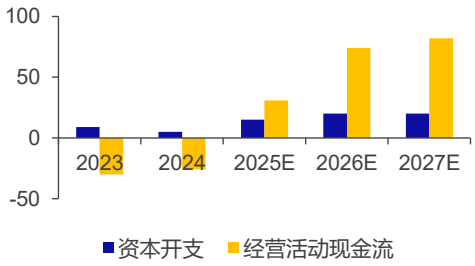
成本结构



合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-70	-81	34	57	82
加:折旧摊销减值	44	56	-21	-18	-10
财务费用	0	2	1	1	0
非经营损失	-8	-4	0	0	0
营运资本变动	2	-1	16	35	10
其它	2	32	0	0	0
经营活动现金流	-30	-26	31	74	82
资本开支	9	5	15	20	20
其它投资现金流	-12	10	0	0	0
投资活动现金流	-21	4	-14	-19	-19
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	20	50	-23	-27	0
支付股利、利息					
其它融资现金	-3	-12	0	0	0

资本开支与经营活动现金流



流					
融资活动现金流	17	37	-25	-35	-12
净现金流	-34	16	-8	20	51

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

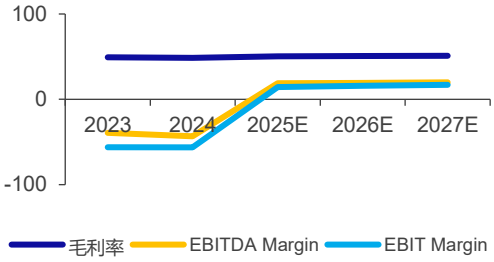
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	443	421	435	460	533
现金及等价物	117	116	107	127	179
应收款项	248	240	245	236	255
存货净额	76	65	82	96	100
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	0	0	0	0
长期投资	7	5	5	5	5
固定资产	109	100	103	109	113
无形资产及其他资产	71	69	69	69	69
资产总计	630	595	612	642	721
流动负债	105	161	144	124	132
短期借款	22	71	47	20	20
应付款项	69	82	88	96	103
其它流动负债	13	8	8	8	8
非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	106	162	144	125	132
股本	103	103	103	103	103
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	471	462	462	462	462
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	26	26	26	26	26
未分配利润	-74	-154	-121	-71	-1
少数股东权益	-2	-2	-2	-2	-1
股东权益	524	434	468	518	589
负债和股东权益合计	630	595	612	642	721

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

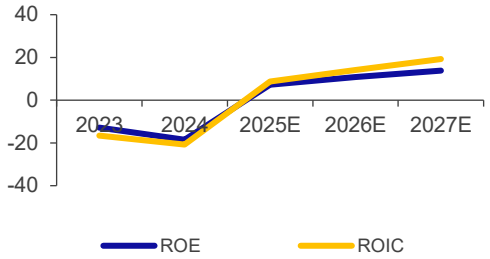
重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	-0.66	-0.78	0.33	0.55	0.79
每股经营现金流	-0.29	-0.25	0.30	0.72	0.80
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.07	0.11
每股净资产	5.11	4.23	4.56	5.04	5.72
关键运营指标(%)					
ROIC	-16.7	-20.8	8.7	14.1	19.2
ROE	-12.9	-18.5	7.2	10.9	13.8
毛利率	49.1	48.6	50.2	50.7	51.0
EBITDA Margin	-39.2	-43.3	19.0	19.4	19.9
EBIT Margin	-56.2	-56.3	14.3	15.9	17.0
营业总收入同比增长	4.1	2.4	73.2	46.7	35.6
归母净利润同比增长	-	-	-	66.5	44.3
资产负债率	16.8	27.2	23.6	19.4	18.3
净资产周转率	0.28	0.35	0.56	0.75	0.89
总资产周转率	0.24	0.26	0.43	0.61	0.73
有效税率	15.4	6.7	6.5	7.0	8.2
股息率	0.0	0.0	0.0	0.4	0.6
估值指标(倍)					
P/E	-26.5	-22.3	53.0	31.8	22.1

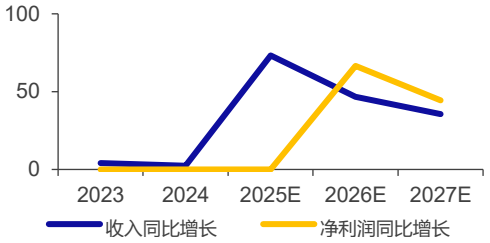
经营利润率(%)



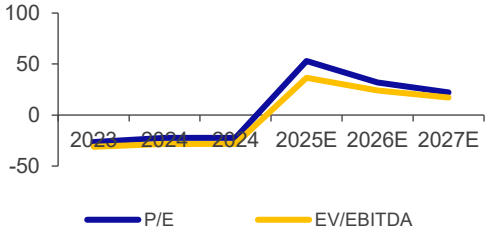
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



P/B	3.4	4.1	3.8	3.5	3.1
EV/Sale	12.2	12.2	7.0	4.7	3.5
EV/EBITDA	-31.1	-28.2	36.5	24.1	17.3
股本	103	103	103	103	103

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。