

# 甘化科工（000576）

## 购入弹药核心资产，迎接装备放量周期

### 买入（首次）

2025 年 08 月 25 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书：S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 323.28   | 396.29 | 528.68 | 678.32 | 838.46 |
| 同比            | (27.42)  | 22.58  | 33.41  | 28.30  | 23.61  |
| 归母净利润（百万元）    | (233.07) | 20.51  | 105.09 | 159.02 | 234.62 |
| 同比            | (295.59) | 108.80 | 412.25 | 51.33  | 47.54  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (0.53)   | 0.05   | 0.24   | 0.36   | 0.54   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | (20.90)  | 237.41 | 46.35  | 30.63  | 20.76  |

关键词：#新产品、新技术、新客户

#### 投资要点

■ **从传统行业到军工尖兵，总理提名企业实现华丽蜕变。**公司前身系周恩来总理提名的“江门甘蔗化工厂”，控股股东换成德力西集团后，积极以军工产业为转型方向，先后并购沈阳含能金属材料制造有限公司及四川升华电源科技有限公司，两家均为军工行业细分领域代表性企业，完成传统行业向高精尖技术型行业的蜕变。2025 年以现金收购西安甘鑫科技股份有限公司 65%股权，切入弹载光电导航以及舵机驱动等业务。经过多年发展，甘化科工已经转变成弹载领域纯正军工企业。

■ **实现弹上“光电导航-毁伤-电源-制动”多领域覆盖，伴随型号放量业绩有望大幅提升。**公司各个子公司相互之间形成良好协同效应，四川升华生产模块电源，沈阳含能生产钨合金预制破片，沈阳非晶生产非晶材料（液态金属），该材料是新一代弹药核心爆破材料，在收购西安甘鑫后，再增添弹上光电导航和电机控制业务，目前在弹的产业链中，除了火工品以及总装等少数环节之外，甘化科工实现了“导航-电源-毁伤-制动”等多个领域覆盖，可为客户提供整体解决方案，配套齐全价值量高，盈利能力更强，已经在多个核心型号中占据卡位优势，随着十五五弹药快速放量，公司业绩有望大幅提升。

■ **全球迎来炮弹生产大周期，国内外相关大单陆续下达。**每场战争装备的实战结果，都是对各国未来武器发展方向的纠偏。俄乌战场表明，在高烈度战争中，弹药的消耗量非常大，原有储备远远不足。未来全球将迎来弹药装备生产的大周期。欧美国家相关大单已陆续下达，德国莱茵金属公司 2025 年已拿到创纪录的 650 亿欧元大单，启动欧洲最大弹药生产商，美国洛克希德马丁公司 2025 年 8 月也拿到 42 亿美元弹药大单，全球弹药目前整体处于供不应求的状态。在国内，弹药也将是十五五期间重点建设方向，产业链上游的佰奥智能，壶化股份等公司已公告大额订单，智能炮弹等型号预计会得到大幅放量。公司以及新收子公司深耕炮弹领域多年，配套齐全，客户资源丰富，有望在这轮放量周期中深度受益。

■ **盈利预测与投资评级：**受益于弹药快速放量和公司的持续技术创新，公司未来增长动力明显。预计甘化科工未来几年内将实现稳健的营收与净利润增长，综合行业景气度及公司核心竞争力，预计 2025-2027 归母净利润分别为 1.1/1.6/2.3 亿元，对应 PE 分别是 46/31/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**商誉减值风险；原材料价格上涨风险；业绩承诺无法完成风险；行业政策调整风险。

#### 股价走势



#### 市场数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 11.14      |
| 一年最低/最高价    | 5.21/13.09 |
| 市净率(倍)      | 3.00       |
| 流通A股市值(百万元) | 4,833.12   |
| 总市值(百万元)    | 4,861.70   |

#### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 3.71   |
| 资产负债率(% ,LF) | 10.94  |
| 总股本(百万股)     | 436.42 |
| 流通A股(百万股)    | 433.85 |

#### 相关研究

## 内容目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>1. 弹药电源/爆破材料核心供应商，并购布局光电导航新赛道</b> | <b>4</b>  |
| 1.1. 深耕军工配套领域，研发驱动业务升级               | 4         |
| 1.2. 传统制糖转型军工，持续拓展投资版图               | 4         |
| 1.3. 军工电子与材料协同发展，新业务支柱逐渐成型           | 4         |
| 1.4. 控股与并购双驱动，子公司业务分工明确              | 5         |
| 1.5. 深耕技术应对市场变化，业务转型完成业绩扭亏为盈         | 6         |
| 1.6. 切入光电导航新赛道，高增长协议凸显信心             | 7         |
| <b>2. 集中资源发展军工产业，多领域产业协同发展</b>       | <b>8</b>  |
| 2.1. 两大板块产品多样，全谱系产品技术国内领先            | 8         |
| 2.2. 细分领域市场正处成长期，国防装备需求稳步提高          | 9         |
| 2.3. 自主研发能力不断提升，保持核心竞争力优势            | 9         |
| 2.4. 十四五收官兵装需求增长，军工行业预期进入上行通道        | 10        |
| <b>3. 切入光电成像系统赛道，产业并购加速军工电子产业链升级</b> | <b>11</b> |
| 3.1. 收购甘鑫科技打造新的利润增长点，与原有业务良好协同       | 11        |
| 3.1.1. 直接获得光电成像系统技术，未来发展前景广阔         | 11        |
| 3.1.2. 完善公司电源及相关产品谱系，优势互补提升细分领域竞争力   | 11        |
| 3.2. 区域冲突推高弹药产能，弹药企业订单激增             | 12        |
| <b>4. 投资建议</b>                       | <b>13</b> |
| 4.1. 业务拆分                            | 13        |
| 4.2. 估值分析                            | 14        |
| <b>5. 风险提示</b>                       | <b>15</b> |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: 甘化科工发展历程.....                           | 4  |
| 图 2: 甘化科工业务板块.....                           | 5  |
| 图 3: 甘化科工股权结构（截至 2025 年 8 月 19 日）.....       | 6  |
| 图 4: 2020-2024 甘化科工营收结构.....                 | 6  |
| 图 5: 2020-2024 甘化科工毛利率结构.....                | 6  |
| 图 6: 2020-2025Q1 甘化科工营收规模及增速.....            | 7  |
| 图 7: 2020-2024 甘化科工归母净利润规模及增速.....           | 7  |
| 图 8: 2020-2025Q1 甘化科工销售毛利率与净利率.....          | 7  |
| 图 9: 2020-2025Q1 甘化科工费用率.....                | 7  |
| 图 10: 甘化科工电源及相关产品业务.....                     | 8  |
| 图 11: 甘化科工高性能特种合金材料制品产品代表图.....              | 9  |
| 图 12: 2019-2023 中国军用电源市场规模情况（亿元）.....        | 9  |
| 图 13: 2024-2027 中国非晶合金市场规模预测（亿元）.....        | 9  |
| 图 14: 全球军用电源市场前 18 强生产商排名及市场占有率（2022 年）..... | 10 |
| 图 15: 光电成像系统产业上下游.....                       | 11 |
| 图 16: 收购甘鑫科技带来良好协同效应.....                    | 12 |
| 图 17: 甘化科工业务拆分.....                          | 14 |
| 图 18: 可比公司估值（截至 2025/08/21）.....             | 15 |
| 表 1: 甘化科工子公司核心竞争力.....                       | 10 |
| 表 2: 2025 年部分国内弹药厂订单情况.....                  | 12 |
| 表 3: 同类公司相关业务对比（截至 2025/08/21）.....          | 13 |

## 1. 弹药电源/爆破材料核心供应商，并购布局光电导航新赛道

### 1.1. 深耕军工配套领域，研发驱动业务升级

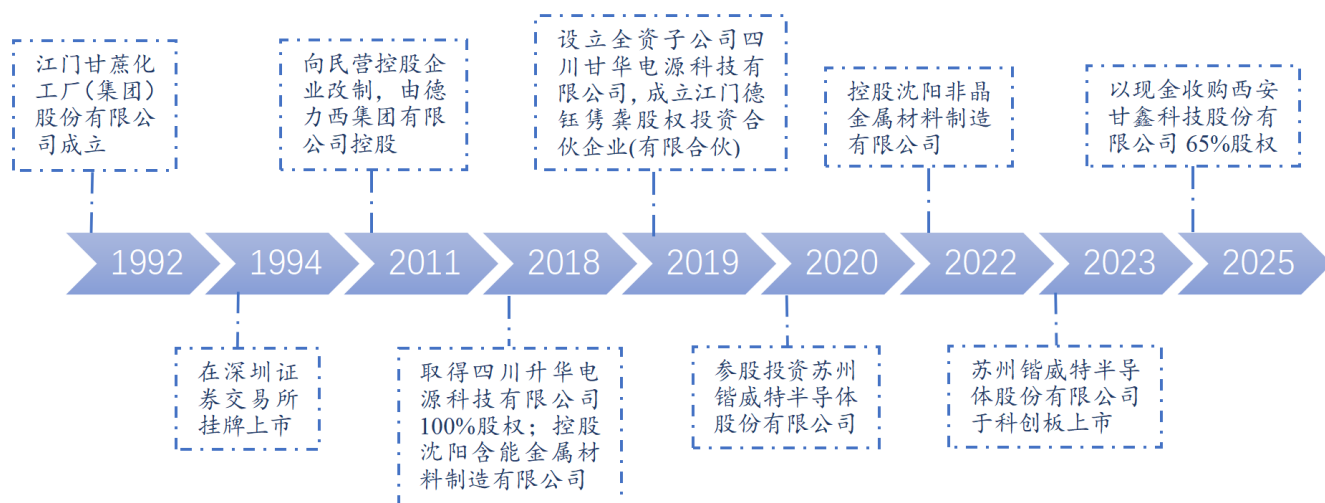
广东甘化科工股份有限公司是一家为军工电子化关键部件提供特种电源，为核心杀伤性武器提供预制破片，以及积极推进非晶合金材料在武器领域运用，以研发见长的民营军工企业。主营业务为电源及相关产品、高性能特种合金材料制品等军工产品的研发、生产、销售。

### 1.2. 传统制糖转型军工，持续拓展投资版图

甘化科工由江门甘蔗化工厂（集团）股份有限公司改制而来，前身为周恩来总理于1958年亲自提名的“江门甘蔗化工厂”，公司设立于1992年，1994年在深圳证券交易所挂牌上市，2011年9月由国有控股重组改制为民营控股，控股股东为德力西集团有限公司。

2018年，在德力西集团的支持下，甘化科工以军工产业为转型方向，先后并购沈阳含能金属材料制造有限公司及四川升华电源科技有限公司两家军工行业细分领域内代表性企业，完成由传统行业转型高精尖技术型行业的蜕变。2019年设立全资子公司四川甘华电源科技有限公司，成立江门德钰隽葵股权投资合伙企业，参股深圳陆巡科技有限公司，参股北京惠风联合防务科技有限公司。2020年参股投资苏州锆威特半导体股份有限公司。2022年控股沈阳非晶金属材料制造有限公司；参股芜湖华沅微电子有限公司。2023年参股的苏州锆威特半导体股份有限公司于科创板成功上市。2025年以现金收购西安甘鑫科技股份有限公司65%股权。

图1：甘化科工发展历程



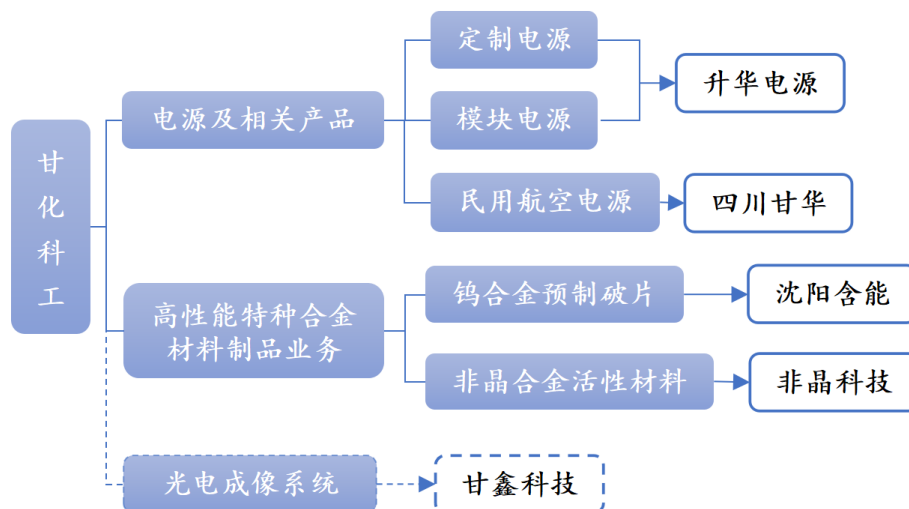
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. 军工电子与材料协同发展，新业务支柱逐渐成型

公司主营业务为电源及相关产品、高性能特种合金材料制品等军工产品的研发、生产、销售。公司电源及相关产品业务由全资子公司升华电源和四川甘华承担，高性能特种合金材料制品业务由控股子公司沈阳含能和沈阳非晶承担。

新收购的甘鑫科技主营业务为光电导航系统的研发、生产和销售，将拓展公司业务范围、实现电源及相关产品领域的产业整合，形成良好的协同效应。交易完成后，公司将切入光电导航系统赛道，直接获得光电导航系统的产品能力，标志着甘化科工在军工产业的深入布局和技术升级迈出重要一步，为未来业绩增长提供新动力。

图2：甘化科工业务板块



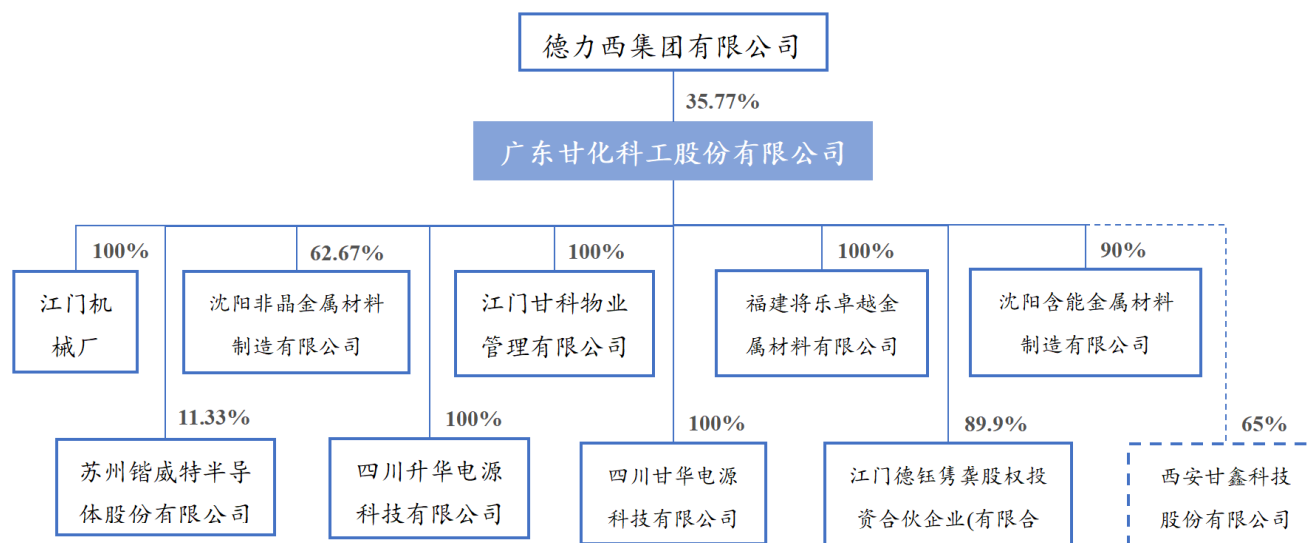
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 1.4. 控股与并购双驱动，子公司业务分工明确

截至 2025 年 8 月 19 日，德力西集团有限公司持股比例为 35.77%，与公司实际控制人胡成中为一致行动人。

甘化科工拥有五家全资子公司、四家控股子公司，涉及电源电子与特种材料领域，同时以参股形式对相关行业内多家拥有先进技术及发展前景的企业进行投资与孵化，包括半导体、特种电源、车载电源、导引头等，形成了以军工产业为基础，多领域产业同步发展的业务模式。其中，升华电源是国内领先的特种电源供应商；沈阳非晶为国内较早实现材料批量化生产和应用的制造商；沈阳含能是国内弹用预制破片重要供应商；而新收购的甘鑫科技主营业务为光电导航系统和微电路模块的研发、生产和销售。

图3：甘化科工股权结构（截至 2025 年 8 月 19 日）

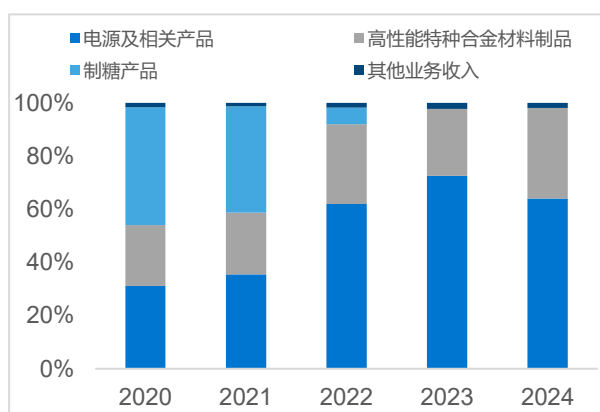


数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

### 1.5. 深耕技术应对市场变化，业务转型完成业绩扭亏为盈

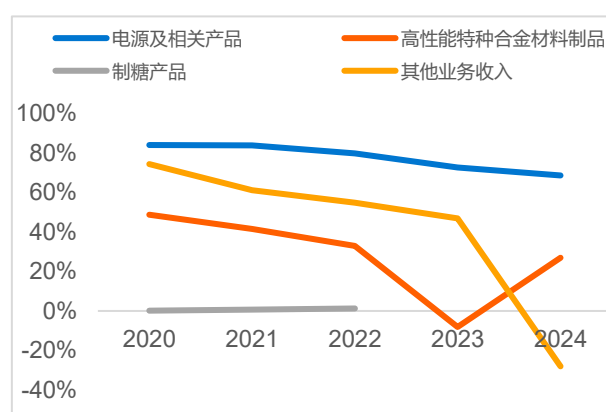
科技业务加速替代，传统业务持续萎缩。2021 年及之前，公司营收占比最大的产品为制糖产品，但改业务整体毛利率较低。而由于高技术壁垒，电源及相关产品和高性能特种合金材料制品毛利率较高。公司自 2018 年转型发展军工产业以来，军工板块业务保持稳定发展态势向好，明确了未来坚定深耕军工产业的发展战略，因此于 2022 年 5 月停止开展食糖类业务，使主营业务定位更为聚焦，公司主要营收来源转变为电源及相关产品、高性能特种合金材料制品两大板块业务。

图4：2020-2024 甘化科工营收结构



数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

图5：2020-2024 甘化科工毛利率结构

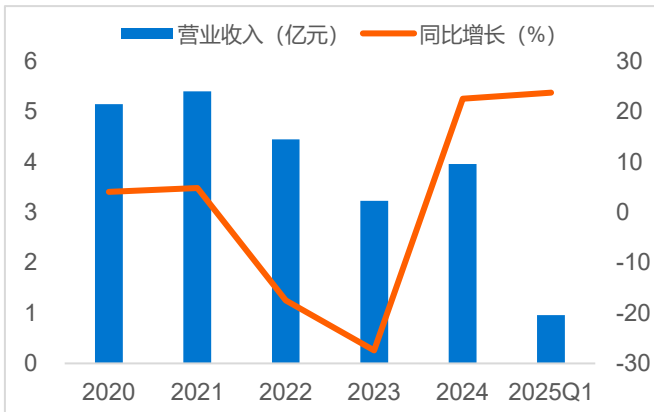


数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

业务转型升级完成，公司业绩扭亏为盈。公司业务主要服务于军工总体单位及科研院所，受客户订单下达的节奏影响较大，营收存在一定波动。2024 年度公司共完成营业收入 3.96 亿元，同比增长 22.58%；实现归属于上市公司股东的净利润 2,051.46 万元，

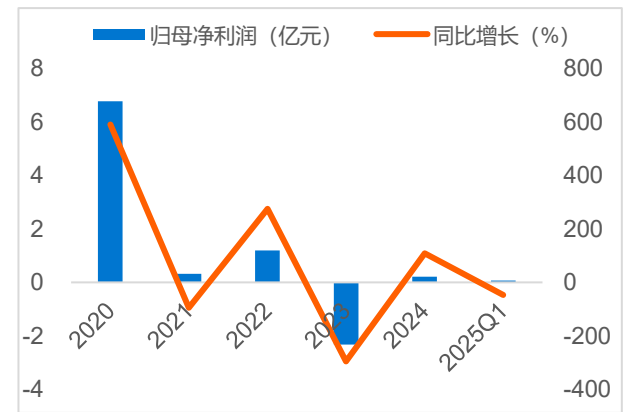
同比增长 108.80%，实现扭亏为盈。2025Q1 保持增长态势，同比增长高达 23.76%。2025 年作为“十四五”收官之年，前期延迟的订单有望兑现，也将对行业发展带来积极正面影响，公司有望从中获益。

图6：2020-2025Q1 甘化科工营收规模及增速



数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

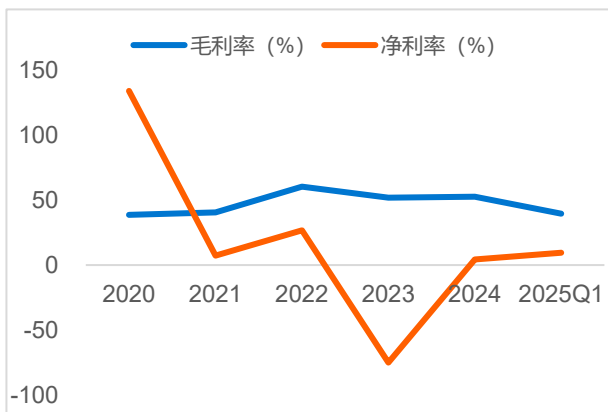
图7：2020-2024 甘化科工归母净利润规模及增速



数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

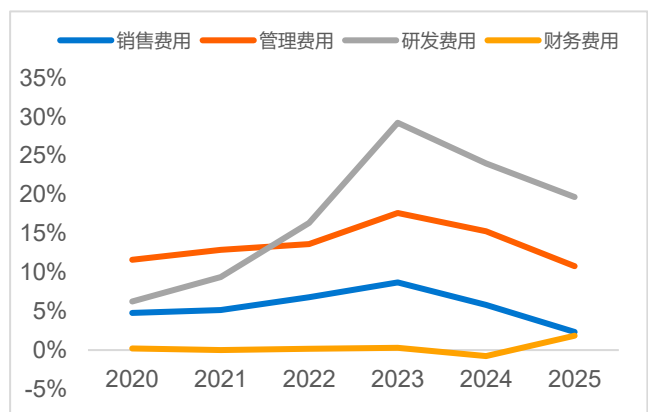
**重视技术研发，推动降本增效。**研发费用率逐年上升，2024 年度研发投入 9508.25 万元，研发投入占营业收入的比重为 23.99%，远超制造业平均水平，增强产品竞争力。同时强化管理控制，逐步减少期间费用率。2024 年，有效的降本增效措施助力了公司净利率的回升。升华电源从人力资源优化、供应链管理强化、流程改进、强化成本管理等多个方面入手，有效降低了成本费用；沈阳含能围绕新技术、新工艺的实施与应用，从效率提升、成本降低、质量提高等方面发力，开展降本增效专项活动，使产品质量和成本竞争力得到提升。

图8：2020-2025Q1 甘化科工销售毛利率与净利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2020-2025Q1 甘化科工费用率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

## 1.6. 切入光电导航新赛道，高增长协议凸显信心

根据 2025 年 8 月 14 日公司公告，广东甘化科工股份有限公司拟以人民币 38828.4 万元收购西安甘鑫科技股份有限公司 65% 股权。本次交易完成后，甘鑫科技将成为公司

的控股子公司。根据公告,交易对方承诺甘鑫科技在 2025 年的净利润不低于 3500 万元,在 2025 年度至 2026 年度期间的累计净利润不低于 8500 万元,三年累计承诺净利润不低于 1.5 亿元。该承诺业绩呈现出高达 36%的年均复合增长率,不仅体现了对甘鑫科技未来发展的极强信心,也为其并入上市公司后的业绩增长提供了明确的量化预期和法律保障。

除此之外,本次协议还包含研发费用承诺条款,旨在强制保证技术创新的持续高投入。业绩承诺方保证,甘鑫科技 2025 年研发费用不低于当期营业收入的 10%,且此后每年研发投入不低于前一年的 125%。这一条款从根本上杜绝为完成短期利润承诺而牺牲长期研发能力的短视行为,确保甘鑫科技的技术领先性和产品迭代能力,也为甘化科工的整体业务布局奠定了坚实基础

## 2. 集中资源发展军工产业,多领域产业协同发展

### 2.1. 两大板块产品多样,全谱系产品技术国内领先

公司主营业务为电源及相关产品、高性能特种合金材料制品等军工产品的研发、生产、销售,拥有丰富的军工行业子公司收购及运作的管理经验。

**电源及相关产品:**由全资子公司升华电源和四川甘华承担,升华电源是国内领先的特种电源供应商,以模块电源系统和定制电源系统这两大类产品,服务于机载、舰载、弹载等多种武器平台,主要客户涵盖国内知名军工企业、军工科研院所、军工厂等;四川甘华目前致力于民用航空电源相关产品及前瞻电源技术的研发、推广及应用。

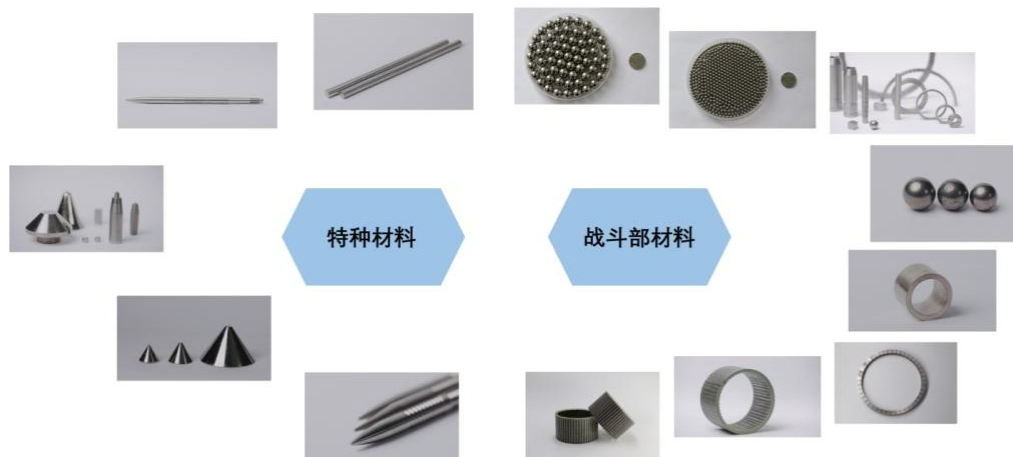
图10: 甘化科工电源及相关产品业务



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

**高性能特种合金材料制品业务:**由控股子公司沈阳含能和沈阳非晶承担,沈阳含能主要产品预制破片性能良好,获得军方认可,是部分常规炮弹及新型火箭弹预制破片的主要供应商;沈阳非晶核心产品为非晶合金复合体,非晶合金(液态金属)材料是一类先进活性材料,具有高强度、高硬度的特点,在国防领域,对装备设计、打击能力具有颠覆性作用,部分型号产品已突破原理验证和实现小批量制备技术,完成了装备的试验考核,并在多个研制任务中获得应用。

图11：甘化科工高性能特种合金材料制品产品代表图

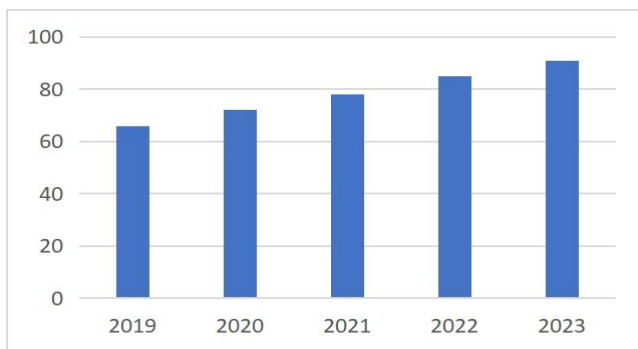


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.2. 细分领域市场正处成长期，国防装备需求稳步提高

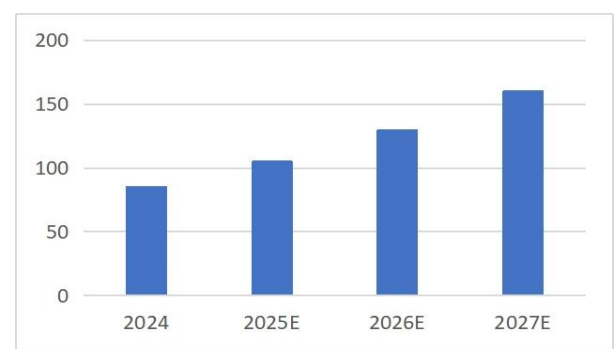
武器装备电子化、智能化升级推动特种电源需求。随着国产化进程加速和技术突破，中国军用电源市场预计将继续扩大，2030 年预期突破 400 亿元人民币；非晶合金材料市场受益于装备更新换代，且处于产业化初期，增速更快。

图12：2019-2023 中国军用电源市场规模情况（亿元）



数据来源：中经百汇研究中心，东吴证券研究所

图13：2024-2027 中国非晶合金市场规模预测（亿元）

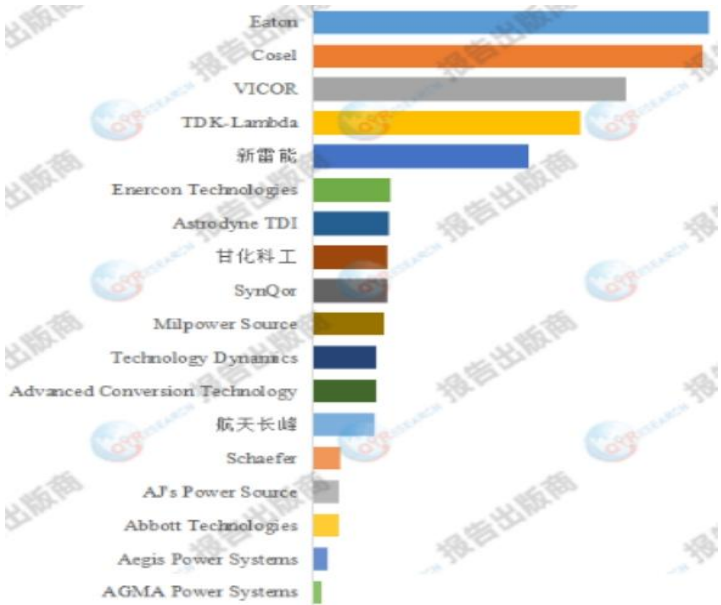


数据来源：非晶纳米晶合金产业发展大会，东吴证券研究所

## 2.3. 自主研发能力不断提升，保持核心竞争力优势

公司属于全球军用电源市场前十强厂商。根据 QY Research 的最新报告，预计到 2030 年全球军用电源市场规模将达到 72 亿美元，期间年复合增长率 (CAGR) 为 5.7%，全球前十强厂商占据了大约 23.0% 的市场份额。虽然市场集中度相对较低，但头部企业在技术研发、产品质量和服务水平等方面保持着领先地位。

图14：全球军用电源市场前 18 强生产商排名及市场占有率（2022 年）



数据来源：QY Research，东吴证券研究所

截至 2024 年末，公司 3 家主要子公司共拥有发明专利、实用新型专利及软件著作权等合计 143 项。升华电源、沈阳含能和沈阳非晶均具备国家认证的从事军工产品研发和生产所需的各项资质证书，建立了完备的质量管理体系，与多所企业科研院所等相关单位深入合作，自主研发能力不断提升，升华电源、沈阳含能和沈阳非晶的产品已经在军工众多项目中应用，稳定可靠的产品品质获得了广泛的认可。

表1：甘化科工子公司核心竞争力

| 公司名称 | 主要产品          | 市场地位          | 技术实力                                                       |
|------|---------------|---------------|------------------------------------------------------------|
| 升华电源 | 模块电源和定制电源系统   | 国内领先的特种电源供应商  | 电源产品已实现全系列百分百国产化。其中高压电源模块基本解决了装备配套的小型化，轻量化难题，产品性能稳定，应用场景广泛 |
| 沈阳含能 | 钨球、钨环、钨柱类预制破片 | 国内弹用预制破片重要供应商 | 掌握了预制破片生产中的关键核心技术，保证了公司的产品质量和工艺水平的领先，在钨合金预制破片领域具有相对稳定的竞争优势 |
| 沈阳非晶 | 非晶合金复合体       | 目前处于成长期       | 将非晶合金材料作为多功能含能金属材料使用的技术为国内领先                               |

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

2.4. 十四五收官兵装需求增长，军工行业预期进入上行通道

2024 年,受军工行业订单阶段性滞后影响,部分企业收入确认节奏放缓,业绩下滑。2025 年作为“十四五”收官之年，前期延迟的订单有望兑现；以及随着“十五五”计划逐步明朗，将对行业发展带来积极正面影响，公司也有望从中获益。

国家对军工行业的支持力度不断加强，通过一系列军品扶持政策，为军工企业的生

存与发展创造了良好的环境与条件。《2025 年国务院政府工作报告》提及，2025 年要“全力打好实现建军一百年奋斗目标攻坚战”，“抓好军队建设‘十四五’规划收官”，在这两个时点下我国国防建设目标明确，需求确定性较高，将对 2025 年以及未来几年军工行业的需求形成指引，有利于军工行业基本面进入上行通道。

### 3. 切入光电成像系统赛道，产业并购加速军工电子产业链升级

#### 3.1. 收购甘鑫科技打造新的利润增长点，与原有业务良好协同

甘鑫科技主营**光电导航和微电路模块**的研发、生产和销售，产品包括光电成像组件、电源模块、舵机驱动模块和显控系统，广泛应用于弹载、车载和无人装备平台。

##### 3.1.1. 直接获得光电成像系统技术，未来发展前景广阔

光电导航系统的作用机制是综合利用可见光、红外等多种光谱波段进行识别，运用光电转换原理将电磁信号转换为电信号并最终输出图像信号，进行目标的探测、定位以及瞄准等，广泛应用于单兵装备、精确制导弹药和无人装备平台等领域。通过多年技术积累和客户开拓，甘鑫科技已经成为多个国家重点型号武器装备**光电成像系统的核心供应商**，在手项目充裕，积累了大量的客户资源，产品广泛应用于单兵装备、精确制导弹药和无人装备平台等领域。

图15：光电成像系统产业上下游

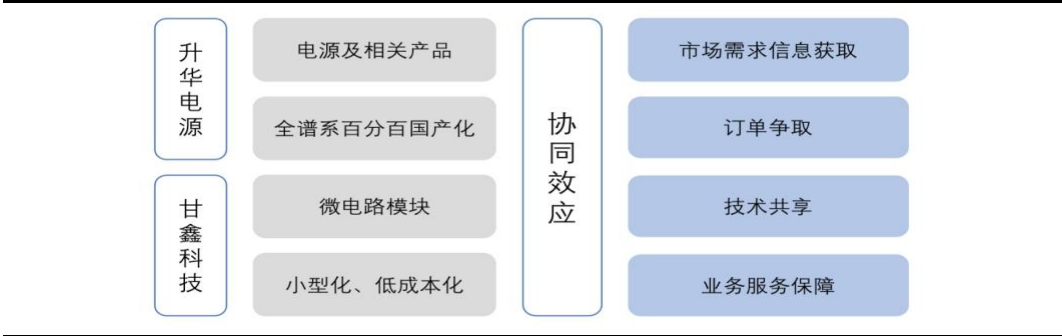


数据来源：东吴证券研究所

##### 3.1.2. 完善公司电源及相关产品谱系，优势互补提升细分领域竞争力

甘鑫科技深耕微电路模块领域多年，其产品在弹载和无人装备等平台上得到了广泛应用，其产品在**小型化、低成本化**领域具有技术优势。升华电源自成立以来深耕电源及相关产品领域，在客户中赢得了良好的口碑，高压电源模块处于行业领先地位。

图16：收购甘鑫科技带来良好协同效应



数据来源：甘化科技，东吴证券研究所

本次交易有利于双方将发挥各自团队的技术和研发优势，实现技术协同与共享，更高效地研发满足客户需求和符合市场未来发展趋势的产品，抢占市场先机。

3.2. 区域冲突推高弹药产能，弹药企业订单激增

受地缘政治冲突、军事现代化需求及实战化训练增多等因素影响，弹药市场需求显著增长，订单数明显增加。2024 年 1 月北约订购了价值 11 亿欧元的 155 毫米口径榴弹炮炮弹，同年 6 月德国莱茵钢铁公司接到 85 亿欧元该款炮弹的框架协议。2025 年 4 月 17 日，德国国防部宣布大规模采购游荡弹药以实现现代化德国陆军的现代化。2025 年，德国莱茵钢铁公司更是斩获 630 亿欧元武器订单，洛克希德·马丁公司获得了一份价值 42.34 亿美元的合同，用于继续生产制导多管火箭系统（GMLRS）弹药。

借鉴俄乌冲突中弹药持续消耗、巴以冲突里装备快速补给的实战经验，中国对弹药储备的规模与应急响应能力提出了更高要求，推动国内弹药产业链加速运转。从需求端来看，国内实战化训练的常态化开展使得弹药日常消耗量增大，叠加国防装备升级对新型弹药的需求提升，共同驱动中国弹药厂商订单持续增加。国内多家弹药厂 2025 年生产任务饱满，部分企业订单量创历史新高。

表2：2025 年部分国内弹药厂订单情况

| 公司名称 | 近期弹药订单情况                                                                                                 |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 长城军工 | 2025 年二季度斩获某型智能弹药系统 3.2 亿元订单，并与科研院所达成某新型电磁防护材料的联合研发协议                                                    |
| 国科军工 | 2025 年 1 月全资子公司先锋公司与九江国科收到与某单位签署的两型主用弹药等弹药产品 2025 年年度订货合同，合同金额合计 7.39 亿元                                 |
| 芯动联科 | 2025 年 1 月公司签订了一份日常经营性销售合同，合同金额为 2.7 亿元，主要用于销售陀螺仪产品                                                      |
| 理工导航 | 2025 年 1 月完成了近 1.76 亿元大额订单的签订，出售某型惯导装置                                                                   |
| 佰奥智能 | 2024 年 7 月以来，累计中标 11 个项目，中标总额 8.72 亿元。其中，2024 年 9 月，中标甘肃银光化学工业集团三个火工品产线项目（609-1、17 生产线、24R），中标金额 5.15 亿元 |
| 壶化股份 | 2025 年第一季度，业务订单明显放量，起爆具销量同比增长 464%                                                                       |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司以“电源+光电成像+预制破片”覆盖弹药核心环节。升华电源的模块电源和定制电源系统实现全系列实现国产化，解决了小型化、轻量化难题，为弹药电子系统稳定运行提供关键动力支持；通过收购甘鑫科技切入光电成像赛道，与电源模块形成技术协同，提升弹药目标探测与瞄准精度；沈阳含能是多部队炮弹、火箭弹预制破片的主要供应商，钨合金制品是弹药毁伤部的核心部件

表3：同类公司相关业务对比（截至 2025/08/21）

| 公司名称 | 市值（亿元） | 弹药相关业务                                                                                |
|------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 长城军工 | 450    | 旗下四家军品子公司，产品逐步实现由传统弹药向高效毁伤、远程压制、精确打击弹药的跨越，已成为我国重要的迫击炮弹、光电对抗弹药、单兵火箭、引信、子弹药、火工品的研制和生产基地 |
| 高德红外 | 530    | 红外热成像技术广泛应用于导弹制导等领域，为精确制导弹药提供关键技术支持，产品涵盖多个军工装备品类                                      |
| 广东宏大 | 261    | 公司涉及民爆及军工弹药业务，拥有完整的民爆产业链，军工方面在导弹武器系统等领域有布局，具备导弹总装能力等                                  |
| 中兵红箭 | 306    | 产品包括炮弹、导弹等各类弹药，具备从研发到生产的全流程能力，是我国弹药生产的重要企业之一                                          |
| 甘化科工 | 48     | 通过自身业务及收购西安甘鑫，在弹药相关的特种电源、弹载光电成像系统、微电路模块等核心部件领域具备优势，深度参与弹药武器装备的核心部件供应                  |

数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

## 4. 投资建议

### 4.1. 业务拆分

甘化科工围绕军工细分领域持续深耕，形成了“电源+军用产品”两大核心业务板块协同发展的战略格局，进一步延伸其军工电子产业链。

**电源及相关产品：**甘化科工电源业务由全资子公司升华电源和四川甘华承担，产品涵盖模块电源、定制电源系统，升华电源是国内领先的特种电源供应商。预计以下因素为公司业绩增长提供主要支撑：1) 国防信息化浪潮正推动军用电源市场快速扩容，其中特种电源作为装备核心部件，需求增速领先；2) 军用模块电源国产化替代带来额外增量，升华电源已实现产品全谱系 100%国产化；3) 升华电源的高压电源模块解决了小型化、轻量化难题，甘鑫科技深耕微电路模块领域多年，在低纹波、抗高过载电源技术上具备优势，二者在技术上深度互补。综合以上因素，我们预计 2025-2027 年公司业绩增速分别为 30%/25%/20%。

**军用产品。1) 高性能特种合金材料制品：**地缘政治紧张，军费预算稳定提升，应用端需求提升带来高性能特种合金材料需求扩大。1) 俄乌冲突后全球弹药储备需求激增，中国实战化训练增加，进一步扩大了弹药方面需求，预制破片是弹药的杀伤原件元件，沈阳含能是钨合金预制破片第一供应商；2) 沈阳非晶与国内重点装备配套企业、科研院

所及高等院校深化战略合作，部分型号产品已突破原理验证和实现小批量制备技术，在非晶合金领域具有技术优势。2) **光电成像系统**：精确制导武器渗透率不断提升，光电成像系统广泛应用于弹载、车载和无人装备平台。有如下几点支撑业绩增长：1) 2024 年业绩快速上涨，呈现强劲增长劲头，“激励+约束”双重机制保障业绩；2) 光电成像系统业务与现有业务形成互补，完善公司电源电子板块产品谱系；3) 甘鑫科技围绕双光融合、高过载成像等关键技术形成独特的技术优势，具备国内先进水平，且在手项目充裕，已成为多个国家重点型号武器装备光电成像系统的核心供应商。综合以上因素，我们预测公司 2023-2025 年军用产品业务营收增速分别为 40%/35%/30%。

图17：甘化科工业务拆分

|             | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>电源系列</b> |       |       |       |       |       |       |
| 营收 (百万元)    | 276   | 234   | 254   | 330   | 413   | 495   |
| YOY         | 44%   | -15%  | 8%    | 30%   | 25%   | 20%   |
| 毛利率         | 80%   | 73%   | 69%   | 70%   | 70%   | 75%   |
| <b>军用产品</b> |       |       |       |       |       |       |
| 营收 (百万元)    | 134   | 81    | 135   | 189   | 255   | 332   |
| YOY         | 7%    | -39%  | 66%   | 40%   | 35%   | 30%   |
| 毛利率         | 33%   | -8%   | 27%   | 28%   | 30%   | 29%   |
| <b>其他业务</b> |       |       |       |       |       |       |
| 营收 (百万元)    | 8     | 0     | 7     | 10    | 11    | 12    |
| YOY         | 10%   | —     | —     | 30%   | 10%   | 10%   |
| 毛利率         | 55%   | —     | -28%  | 1%    | 5%    | 9%    |
| <b>合计</b>   |       |       |       |       |       |       |
| 营收 (百万元)    | 445   | 323   | 396   | 529   | 678   | 838   |
| YOY         | —     | -27%  | 23%   | 33%   | 28%   | 24%   |
| 毛利率         | 60%   | 52%   | 53%   | 54%   | 54%   | 56%   |

数据来源：东吴证券研究所

#### 4.2. 估值分析

我们选择与甘化科工同属弹药行业的类似公司光电股份，北方导航和长盈通进行相对估值法测算。

图18：可比公司估值（截至 2025/08/21）

| 证券代码      | 可比公司 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE (倍) |       |       |       |
|-----------|------|---------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |         | 2024A      | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 600184.SH | 光电股份 | 125     | -2.00      | 0.76  | 1.67  | 2.45  | NV     | 164   | 75    | 51    |
| 600435.SH | 北方导航 | 247     | 0.59       | 2.79  | 3.75  | 4.63  | 419    | 89    | 66    | 53    |
| 688143.SH | 长盈通  | 61      | 0.18       | 0.75  | 1.11  | 1.47  | 339    | 81    | 55    | 41    |
| 平均值       |      |         |            |       |       |       | 379    | 111   | 65    | 49    |
| 000576.SZ | 甘化科工 | 48      | 0.21       | 1.05  | 1.59  | 2.34  | 229    | 46    | 31    | 21    |

数据来源：光电股份，北方导航和长盈通数据来自 wind 一致预期，甘化科工数据来自东吴证券研究所预测

受益于弹药快速放量和公司的持续技术创新，公司未来增长动力明显。预计甘化科工未来几年内将实现稳健的营收与净利润增长，综合行业景气度及公司核心竞争力，预计 2025-2027 归母净利润分别为 1.1/1.6/2.3 亿元，对应 PE 分别是 46/31/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**军品业务市场风险：**公司子公司升华电源、沈阳含能、沈阳非晶及新纳入的甘鑫科技，产品多聚焦军工领域，下游客户多为军方。国防支出预算调整、国际形势变动、军方采购政策改革等因素，都会显著影响军品采购规模与节奏，导致订单呈现不确定性。军品订单执行周期通常较长，且易受突发状况影响。

**商誉减值风险：**公司在收购升华电源、沈阳非晶及甘鑫科技股权过程中形成了一定金额的商誉。倘若未来宏观经济形势恶化、市场竞争愈发激烈、行业发展增速放缓等不利因素出现，致使这些子公司经营业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险，这会对公司的损益状况产生负面影响。

**原材料价格上涨风险：**子公司生产所需的原材料价格波动频繁，且受国产化政策导向制约，短期内合格供应商数量有限，导致原材料采购价格偏高，进而增加了公司的成本控制难度，压缩利润空间，可能对公司整体经营效益造成冲击。

**业绩承诺无法完成风险：**对于新收购的甘鑫科技，尽管目前在手项目充裕，但未来经营中若面临市场竞争加剧、技术迭代不及预期等状况，也可能影响其业绩达成，对公司整体业绩产生连锁反应。

甘化科工三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)       |            |            |            |            |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
|                  | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                 | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
| <b>流动资产</b>      | <b>895</b>   | <b>1,028</b> | <b>1,218</b> | <b>1,485</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>396</b> | <b>529</b> | <b>678</b> | <b>838</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 344          | 382          | 396          | 464          | 营业成本(含金融类)      | 188        | 245        | 313        | 371        |
| 经营性应收款项          | 354          | 394          | 506          | 648          | 税金及附加           | 4          | 5          | 6          | 8          |
| 存货               | 177          | 231          | 295          | 350          | 销售费用            | 23         | 32         | 41         | 46         |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 60         | 79         | 82         | 84         |
| 其他流动资产           | 19           | 20           | 21           | 23           | 研发费用            | 95         | 127        | 122        | 109        |
| <b>非流动资产</b>     | <b>950</b>   | <b>962</b>   | <b>978</b>   | <b>990</b>   | 财务费用            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期股权投资           | 220          | 220          | 220          | 220          | 加:其他收益          | 13         | 15         | 19         | 17         |
| 固定资产及使用权资产       | 118          | 126          | 137          | 143          | 投资净收益           | (13)       | 53         | 34         | 8          |
| 在建工程             | 9            | 9            | 9            | 8            | 公允价值变动          | 4          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产             | 13           | 16           | 18           | 21           | 减值损失            | (13)       | 0          | 0          | 0          |
| 商誉               | 462          | 462          | 462          | 462          | 资产处置收益          | 0          | 1          | 1          | 2          |
| 长期待摊费用           | 15           | 15           | 15           | 15           | <b>营业利润</b>     | <b>18</b>  | <b>110</b> | <b>169</b> | <b>248</b> |
| 其他非流动资产          | 112          | 113          | 116          | 120          | 营业外净收支          | 0          | 3          | 2          | 4          |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,844</b> | <b>1,990</b> | <b>2,196</b> | <b>2,475</b> | <b>利润总额</b>     | <b>18</b>  | <b>113</b> | <b>171</b> | <b>252</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>131</b>   | <b>167</b>   | <b>209</b>   | <b>246</b>   | 减:所得税           | 1          | 5          | 7          | 10         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 15           | 14           | 14           | 14           | <b>净利润</b>      | <b>17</b>  | <b>108</b> | <b>164</b> | <b>242</b> |
| 经营性应付款项          | 60           | 77           | 98           | 116          | 减:少数股东损益        | (3)        | 3          | 5          | 7          |
| 合同负债             | 3            | 4            | 5            | 7            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>21</b>  | <b>105</b> | <b>159</b> | <b>235</b> |
| 其他流动负债           | 53           | 72           | 92           | 110          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.05       | 0.24       | 0.36       | 0.54       |
| 非流动负债            | 81           | 82           | 82           | 82           | EBIT            | 26         | 113        | 171        | 252        |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 51         | 140        | 199        | 283        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 52.67      | 53.68      | 53.88      | 55.77      |
| 租赁负债             | 59           | 59           | 59           | 59           | 归母净利率(%)        | 5.18       | 19.88      | 23.44      | 27.98      |
| 其他非流动负债          | 23           | 23           | 23           | 23           | 收入增长率(%)        | 22.58      | 33.41      | 28.30      | 23.61      |
| <b>负债合计</b>      | <b>212</b>   | <b>248</b>   | <b>291</b>   | <b>328</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 108.80     | 412.25     | 51.33      | 47.54      |
| 归属母公司股东权益        | 1,612        | 1,718        | 1,877        | 2,112        |                 |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 20           | 23           | 28           | 35           |                 |            |            |            |            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,632</b> | <b>1,741</b> | <b>1,905</b> | <b>2,147</b> |                 |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>1,844</b> | <b>1,990</b> | <b>2,196</b> | <b>2,475</b> |                 |            |            |            |            |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |        |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
|             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |                 | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | (56)  | 22    | 20    | 97    | 每股净资产(元)        | 3.69   | 3.94  | 4.30  | 4.84  |
| 投资活动现金流     | (81)  | 66    | 23    | (9)   | 最新发行在外股份 (百万股)  | 436    | 436   | 436   | 436   |
| 筹资活动现金流     | (31)  | 0     | 0     | 0     | ROIC(%)         | 1.48   | 6.16  | 8.65  | 11.53 |
| 现金净增加额      | (168) | 88    | 43    | 88    | ROE-摊薄(%)       | 1.27   | 6.12  | 8.47  | 11.11 |
| 折旧和摊销       | 24    | 27    | 28    | 31    | 资产负债率(%)        | 11.49  | 12.49 | 13.25 | 13.25 |
| 资本开支        | (12)  | (34)  | (38)  | (33)  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 237.41 | 46.35 | 30.63 | 20.76 |
| 营运资本变动      | (107) | (58)  | (135) | (162) | P/B (现价)        | 3.02   | 2.84  | 2.59  | 2.31  |

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>