



高德红外 (002414.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

低成本导弹民企主机厂，国内和海外

需求放量在即

公司简介

高德红外是稀缺的民营导弹主机厂，以高端红外产品起家，并陆续获得 WQ 装备科研与生产总体资质，现已构建“底层红外核心器件-综合光电系统-顶层完整装备系统总体”的全产业链科研生产布局。2025H1 公司预计实现归母净利润 1.5 亿至 1.9 亿，同比增速 734.73%至 957.33%，拐点确立。

投资逻辑：

稀缺的民营导弹主机厂，受益于低成本弹需求放量：1) 低成本弹成为各国武器装备体系关键组成部分，以美国为例，美国导弹弹药采办预算在 2015-2026 财年 CAGR 达到 13.3%。2) 装备总体资质审批严格，公司是民营导弹主机厂，地位稀缺。3) 公司盈利能力显著高于已上市的国有导弹主机厂，得益于一体化优势，多次在竞标中胜出。4) 导弹十五五进入放量周期，有望长期高景气，公司 2025 年 7 月公告 8.79 亿国内订单，8 月 5 日公告 3.07 亿国内订单。

军贸需求旺盛叠加耗材属性，看好公司海外拓展：1) 根据 SIPRI，2021-2024 年全球导弹出口额由 32.28 亿 TIV 增长至 58.13 亿 TIV，CAGR 为 21.7%；我国导弹性价比高，需求有望增长。2) 根据 CSBA，美军在四次局部战争的主要空袭行动中，共消耗精确制导弹药约 5.4 万枚，低成本弹耗材属性显著。3) 公司参与航展拓展军贸，2024 年以来订单加速，2025 年 7 月披露外贸产品订单 6.85 亿元。

红外全产业链龙头，收购汉丹机电延伸火工品业务：1) 红外业务方面，公司具备“探测器-机芯-整机”的全产业链优势，能同时量产制冷和非制冷两类探测器的企业。2) 传统弹药业务方面，公司 2015 年收购非致命地爆装备的唯一定点生产企业汉丹机电，取得火工品牌照，支撑公司取得 WQ 总体生产资质。

盈利预测、估值和评级

预计 2025/2026/2027 年公司实现营收 54.4 亿/63.0 亿/77.7 亿元，同比+103.3%/+15.7%/+23.3%；归母净利润 6.8 亿/8.8 亿/12.0 亿元，同比 N/A/+29.6%/+35.9%，对应 EPS 为 0.16/0.21/0.28 元，对应 PE 为 81/62/46 倍。参考导弹产业链企业 2026 年 53-91 倍 PE 估值，考虑到公司卡位优势突出，业务成长性较强，给予 2026 年 85 倍 PE，目标价 17.58 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

军贸拓展不及预期；民品市场竞争加剧；利润季节性波动风险。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

联系人：冯茗馨

fengmingxin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.85 元

目标价 (人民币)：17.58 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,415	2,678	5,443	6,298	7,768
营业收入增长率	-4.49%	10.87%	103.28%	15.71%	23.34%
归母净利润(百万元)	68	-447	681	883	1,200
归母净利润增长率	-86.51%	-760.56%	N/A	29.60%	35.92%
摊薄每股收益(元)	0.016	-0.105	0.160	0.207	0.281
每股经营性现金流净额	0.07	0.05	0.21	0.26	0.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.00%	-7.07%	9.84%	11.56%	13.84%
P/E	460.52	-70.96	80.53	62.13	45.71
P/B	4.59	5.02	7.93	7.18	6.33

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 红外产业链完备，成长为民营导弹总体单位.....	4
1.1 高端红外起家，逐步形成“芯片-制导系统-导弹总体”完整产业链.....	4
1.2 民营控股军工集团，子公司分工明确.....	4
1.3 红外产品为公司主要收入来源，2025Q1 迎来业绩拐点.....	5
1.4 业绩拐点确立，看好持续性.....	7
2 稀缺的民营导弹主机厂，受益于低成本弹需求放量.....	7
2.1 顺应武器装备“小、智、廉”发展趋势，低成本弹需求广阔.....	7
2.2 总体资质审批严格，公司为稀缺的民营导弹主机厂.....	10
2.3 民营、全产业链、一体化，公司具有成本与效率优势.....	11
2.4 长期受益于低成本导弹放量，看新型号放量.....	11
3 军贸需求旺盛叠加耗材属性，看好公司海外拓展.....	12
3.1 全球导弹军贸需求旺盛，我国导弹具备性价比优势有望受益.....	12
3.2 低成本弹具备耗材属性，消耗量不断上升.....	14
3.3 军贸订单持续提升，未来放量可期.....	15
4 红外全产业链龙头，收购汉丹机电延伸火工品业务.....	16
4.1 红外业务奠基，公司是全产业链龙头.....	16
4.2 收购汉丹机电，延伸火工品业务.....	18
5 盈利预测与投资建议.....	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 投资建议及估值.....	19
6 风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 红外起家，公司逐渐发展形成“芯片-制导系统-导弹总体”完整产业链.....	4
图表 2： 民营控股军工集团，子公司分工明确.....	5
图表 3： 2025Q1 营收同比+45.47%.....	5
图表 4： 2025Q1 实现归母净利润 0.84 亿元.....	5
图表 5： 2025Q1 盈利能力修复.....	6
图表 6： 2023 年以来，研发费用率维持 22%以上.....	6
图表 7： 红外热成像仪及综合光电系统贡献主要收入.....	6
图表 8： 2024 年弹药板块毛利率修复.....	6
图表 9： 截至 2025 年一季度末，公司合同负债 5.83 亿.....	7



图表 10:	2025 年半年度业绩预告, 归母同比增长超 700%.....	7
图表 11:	精确制导武器采用精确制导技术.....	8
图表 12:	武器装备的“小、智、廉”趋势.....	8
图表 13:	低成本弹可分为航弹、火箭弹、单兵便携式导弹、轻型导弹.....	9
图表 14:	美军导弹弹药采办预算及其占总预算比例呈上升趋势.....	9
图表 15:	“军工三证”审批严格, 缺一不可.....	10
图表 16:	公司毛利率始终高于国有导弹主机厂 (%).....	11
图表 17:	2025Q1 公司 ROE 修复, 高于国有主机厂 (%).....	11
图表 18:	竞争优势来源于三个“一体化”, 公司完成从“跟随”到“引领”的跨越.....	11
图表 19:	获得总体资质后, 公司陆续公告研制/中标/订单, 2025 年 7 月成为某型号项目当年度独供.....	12
图表 20:	近 3 年全球导弹军贸额不断增长, 占军贸总体比例提升, 需求旺盛.....	12
图表 21:	欧洲进入弹药备货周期.....	13
图表 22:	我国低成本弹兼具性能与性价比.....	13
图表 23:	吉尔吉斯斯坦采购的红箭-12E.....	13
图表 24:	美军在四次局部战争的主要空袭行动中消耗的弹药及精确制导弹药数量.....	14
图表 25:	美军在伊拉克战争中投放的导弹采购费约占弹药总采购费的 75%.....	14
图表 26:	公司在第十二届珠海航展上展出了多型装备.....	15
图表 27:	公司导弹产品在第十五届珠海航展展示.....	15
图表 28:	2024 年以来, 公司军贸订单金额攀升 (单位: 亿元).....	16
图表 29:	红外热像仪能探测目标物体的红外辐射, 转换形成视频图像.....	16
图表 30:	根据红外探测器的工作方式不同, 红外热像仪可以分为制冷型和非制冷型.....	17
图表 31:	公司红外产品在军用和民用领域均有广泛应用.....	17
图表 32:	公司红外产品具备“探测器-机芯-整机”全产业链优势.....	18
图表 33:	汉丹机电 2024 年净利润转正.....	18
图表 34:	公司收入分拆和预测.....	19
图表 35:	可比公司估值.....	20



1 红外产业链完备，成长为民营导弹总体单位

1.1 高端红外起家，逐步形成“芯片-制导系统-导弹总体”完整产业链

军民用高端红外领军企业，业务延伸至导弹总体。公司创立于1999年，2004年首次进军国防领域；2013年成立高芯科技，攻克红外探测器芯片核心技术，实现国产化替代；2014年公司取得某型导弹WQ系统总体科研资质；2015年收购汉丹机电，取得火工品牌照，支撑公司取得WQ总体生产资质；2016年成立全资子公司高德智感，布局智能化光电载荷，同年设立轩辕智驾，将红外技术延伸至车载夜视与自动驾驶，形成“芯片-制导-战斗部-系统-应用”的完整产业链；2024年子公司汉丹机电新火工建成投产，非致命弹药及信息化弹药的产能得到进一步释放，为公司完整装备系统总体的批量生产提供有力保障。

图表1：红外起家，公司逐渐发展形成“芯片-制导系统-导弹总体”完整产业链



来源：公司年报，公司官网，iFinD，国金证券研究所

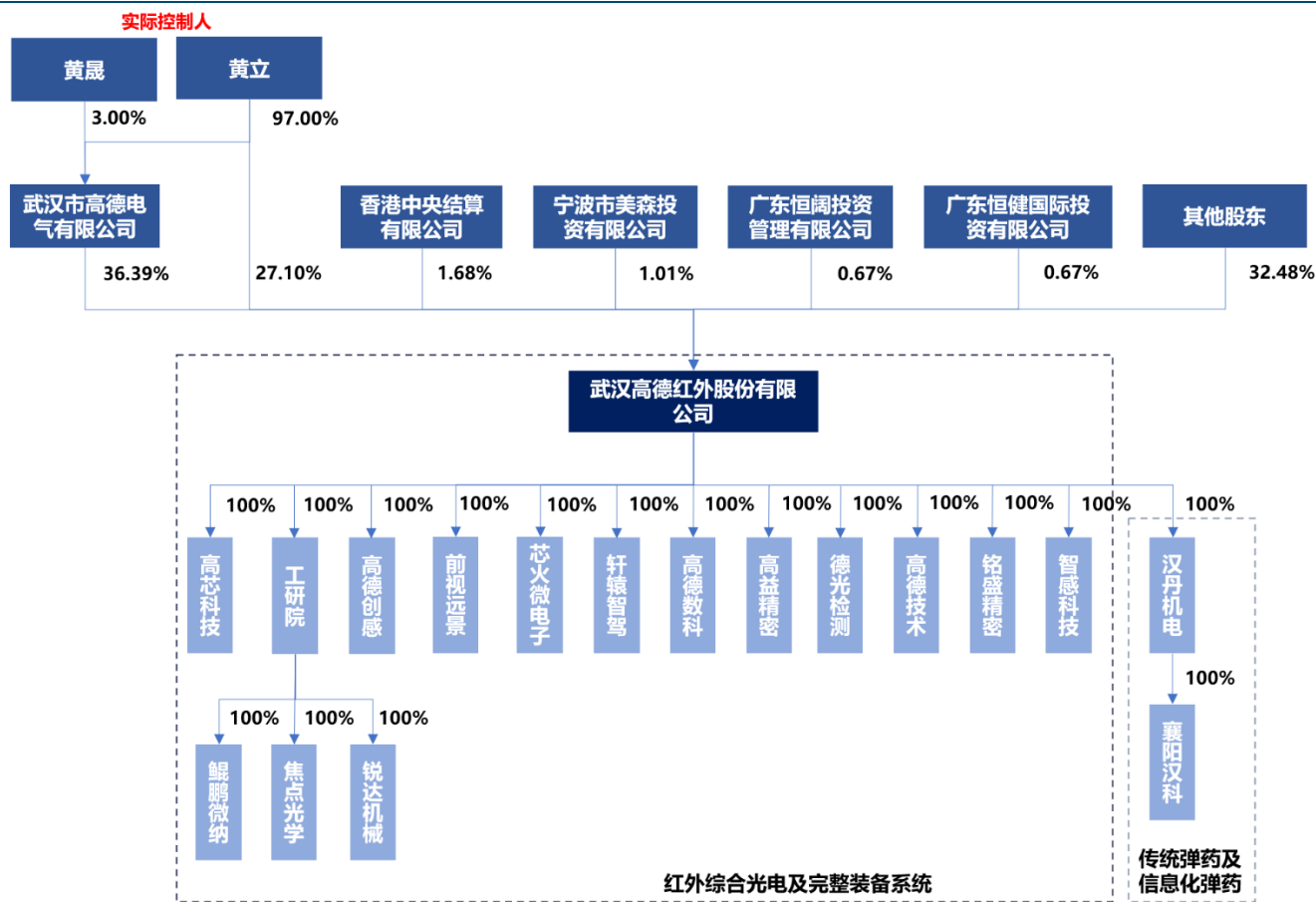
1.2 民营控股军工集团，子公司分工明确

民营控股军工集团，子公司分工明确。黄立先生直接持股27.1%，并与其一致行动人通过控股高德电气合计持有公司62.49%股份。公司全资子公司13家、全资孙公司4家，其中子公司汉丹机电及孙公司襄阳汉科从事传统非致命性弹药、信息化弹药业务，公司本部及其余子公司从事红外综合光电及完整装备系统业务。

- 红外综合光电及完整装备系统：主要包括红外焦平面探测器芯片板块、红外热成像整机及以红外热成像为核心的综合光电系统板块和完整装备系统总体板块等，广泛应用于国防领域及航空航天、工业检测、安防监控、物联网、智能驾驶等新兴领域。
- 传统非致命性弹药、信息化弹药板块：子公司汉丹机电主要从事非致命性弹药、地爆装备、炮兵子母弹、引信等产品的研发、生产与销售，产品主要配备于部队、WJ及公安队伍，在同行业处于龙头地位。



图表2：民营控股军工集团，子公司分工明确

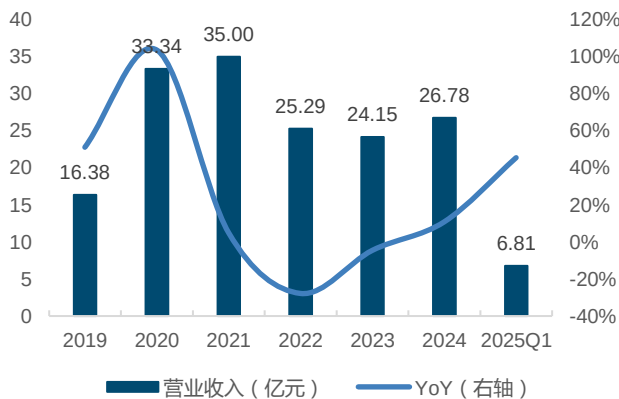


来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

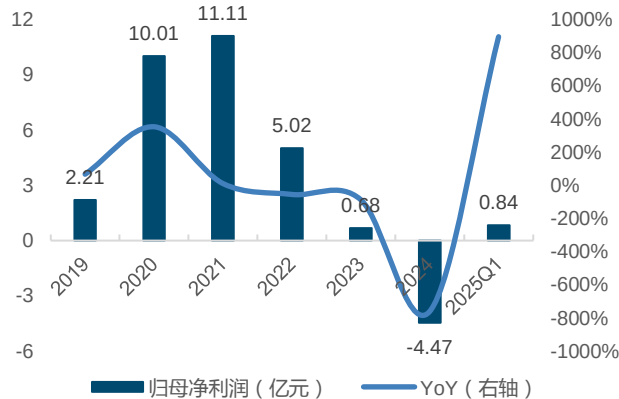
1.3 红外产品为公司主要收入来源，2025Q1 迎来业绩拐点

2019-2024 年业绩波动，2025Q1 迎来拐点。2019-2021 年，受益于型号产品批量交付、红外芯片国产化，公司营收由 16.38 亿增长至 35.00 亿，CAGR 为 46.17%；归母净利润由 2.21 亿增长至 11.11 亿，CAGR 为 124.39%。2022-2023 年，受型号类项目采购计划变动、J 品价格调整及增值税政策等因素影响，公司营收、归母净利润持续下滑。2024 年，公司大力拓展红外民品领域，实现营收 26.78 亿，同比+10.87%；由于研发投入、人工成本、资产折旧摊销大幅增加，实现归母净利润-4.47 亿，同比-760.56%。2025Q1 迎来业绩拐点，实现营收 6.81 亿，同比+45.47%；实现归母净利润 0.84 亿，同比+896.56%。

图表3：2025Q1 营收同比+45.47%



图表4：2025Q1 实现归母净利润 0.84 亿元



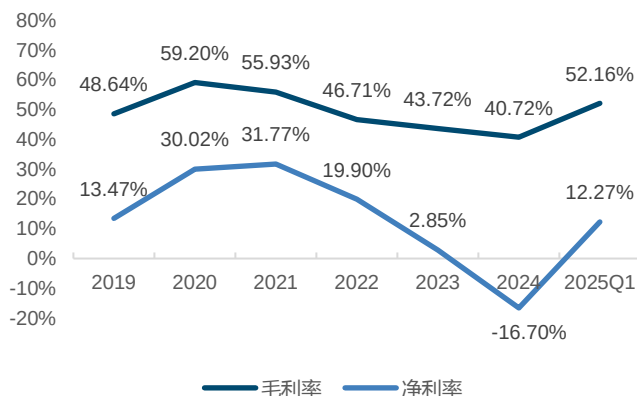
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

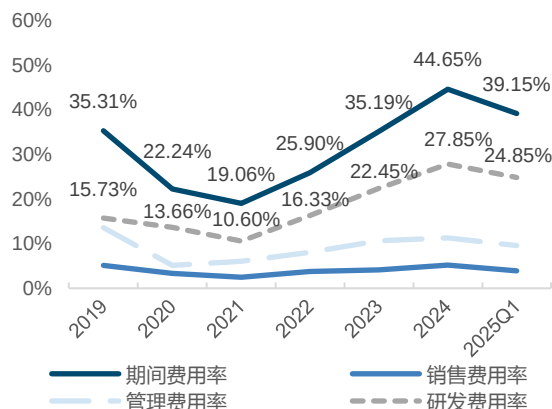


持续高研发，2025Q1 盈利能力修复。由于产品结构变化、售价及原材料价格波动，2020-2024 年公司毛利率持续下降，由 59.20%下降至 40.72%；净利率也由 2021 年的 37.77%下降至 2023 年的 2.85%；2024 年由于计提减值与折旧摊销合计 5.81 亿，净利率转负。费用率方面，2019-2021 年，由于营收规模扩大，期间费用率被摊薄，2021 年下降至 19.06%；2022 年起，公司启动产线建设，研发费用率由 2022 年的 16.33%提高至 2024 年 27.85%，推动期间费用率提高至 44.65%。2025Q1，公司盈利能力修复，毛利率提高至 52.16%，净利率提高至 12.27%。

图表5：2025Q1 盈利能力修复



图表6：2023 年以来，研发费用率维持 22%以上

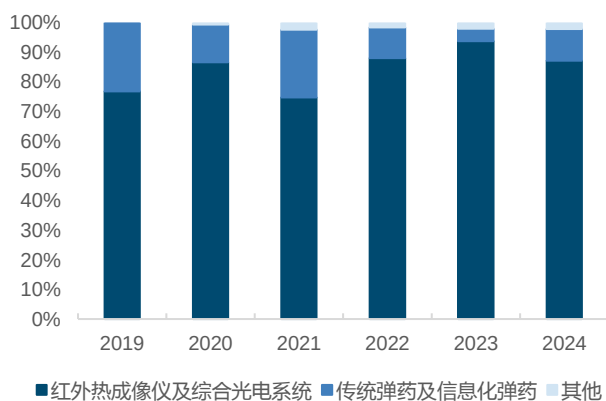


来源：iFind，国金证券研究所

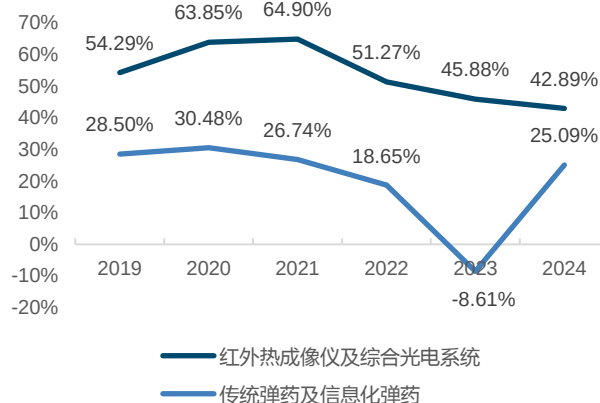
来源：iFind，国金证券研究所

红外热成像仪及综合光电系统贡献公司主要营收和毛利。红外热成像仪及综合光电系统板块，收入占比始终在 74%以上，毛利率由 2021 年的 64.90%下降至 2024 年的 42.86%，高于公司整体水平，贡献 86%以上的毛利。传统弹药及信息化弹药板块，受型号类产品采购计划延期、部分型号产品价格下调等因素影响，2022-2023 年收入占比、毛利率均下降；2024 年有所恢复，收入占比 10.68%，毛利率 25.09%。

图表7：红外热成像仪及综合光电系统贡献主要收入



图表8：2024 年弹药板块毛利率修复



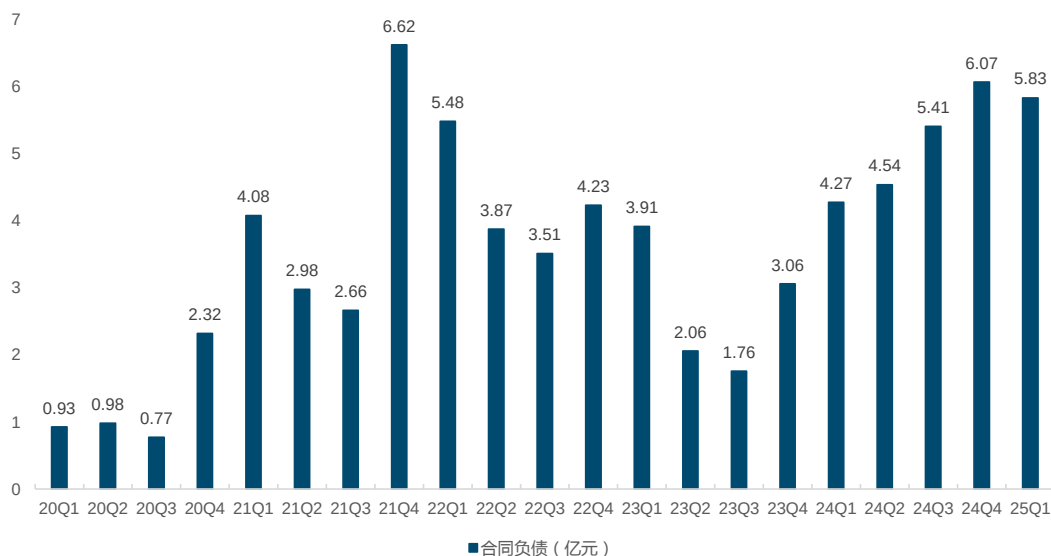
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

资产负债表端大额合同负债，后续随交付业绩逐步体现。2023Q3 至 2024Q4，公司陆续公告 J 品订单，同时合同负债逐季增加，由 2023Q3 的 1.76 亿增加至 2024Q4 的 6.07 亿；2025Q1，合同负债有所消化，截至 2025 年一季度末，公司合同负债 5.83 亿，后续伴随合同逐步履约，业绩有望提升。



图表9：截至 2025 年一季度末，公司合同负债 5.83 亿



来源：iFinD，国金证券研究所

1.4 业绩拐点确立，看好持续性

业绩拐点确立，反转延续。根据公司 2025 年半年度业绩预告，上半年由于原延期型号项目恢复交付、外贸合同完成验收、民品领域拓展带来的销售规模增长，公司利润同步增长，预计 2025 年上半年，公司实现归母净利润 1.5 亿至 1.9 亿，上年同期为 0.18 亿，同比增速在 734.73%至 957.33%。

图表10：2025 年半年度业绩预告，归母同比增长超 700%

项目	2025 年上半年	2024 年上半年
归母净利润	盈利：15000.00 万元~19000.00 万元 同比增长：734.73%~957.33%	盈利：1796.98 万元
扣非净利润	盈利：13000.00 万元~17000.00 万元 同比增长：13458.61%~17630.50%	盈利：95.88 万元
EPS	盈利：0.0351 元/股~0.0445 元/股	盈利：0.0042 元/股

来源：公司公告，国金证券研究所

2 稀缺的民营导弹主机厂，受益于低成本弹需求放量

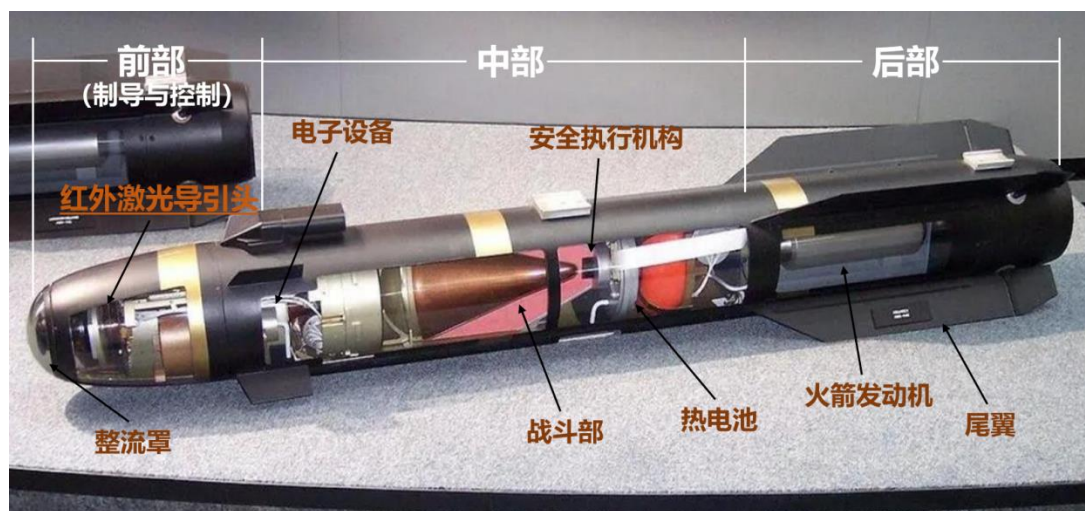
2.1 顺应武器装备“小、智、廉”发展趋势，低成本弹需求广阔

精确制导武器，是指采用精确制导技术，直接命中目标概率在 50%以上的导弹制导炮弹、制导炸弹等制导武器的总称，具备高精度、高效能、速度快、射程远、威力大的特点。精确制导武器分为导弹和精确制导弹药两大类：

- 导弹：依靠自身的动力系统和导引控制系统飞向目标；
- 精确制导弹药：自身没有动力装置，仅有在飞行末段起作用的寻的装置或传感器。



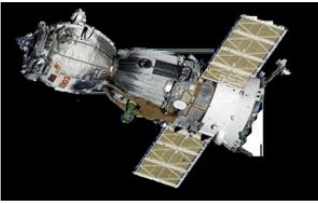
图表11：精确制导武器采用精确制导技术



来源：环球时报，俄罗斯卫星通讯社，国金证券研究所

武器装备发展的趋势是“小、智、廉”。根据美国《2020 战略评估》，通过降低精密先进制造的成本，第四次工业革命正在创造新一代更小、更智能、更便宜的武器，这些小型、智能和廉价的武器将从根本上改变战争的性质，并极有可能主导大国冲突。1) 小型化：随着纳米技术、增材制造技术等新兴技术的发展，武器装备趋向小型化。2) 智能化：以人工智能技术为代表的新技术广泛运用于军事领域，推动了武器装备的智能化发展。3) 低成本化：民用技术的快速发展，使得许多商用部件可以应用于武器装备的生产，降低了生产成本。

图表12：武器装备的“小、智、廉”趋势

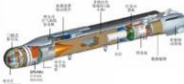
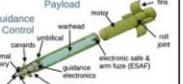
小型化	智能化	低成本
 eg: 用于制造微型卫星和纳米卫星 纳米技术可以把传感器、电动机和数字智能装备集中在一块芯片上，制造出几厘米甚至更小的微型装置	 eg: 安装智能火控系统的枪支，数据直观呈现在屏幕上 智能火控系统具备全天候作战能力；无需射手人工计算风偏等参数，命中精度大幅提升；大幅缩短射手训练时间和训练成本	 eg: 美国3D打印机器人加工导弹导引头 据称，用传统工艺为爱国者PAC-3地空导弹制造齿轮组件的成本约2至4万美元，3D打印降到1250美元

来源：新民晚报，中国军网，光明军事，国金证券研究所

近年来，低成本弹为现代战争中提升打击效能和减少附带损害的重要手段，正日益成为各国武器装备体系中的关键组成部分。低成本弹不仅具备精准打击能力，还能在成本控制方面实现突破，尤其在非对称战争和有限军事冲突中展现了极大的战术价值。按类型不同可分为低成本航空制导炸弹、低成本制导火箭弹、单兵便携式导弹、轻型导弹。



图表13：低成本弹可分为航弹、火箭弹、单兵便携式导弹、轻型导弹

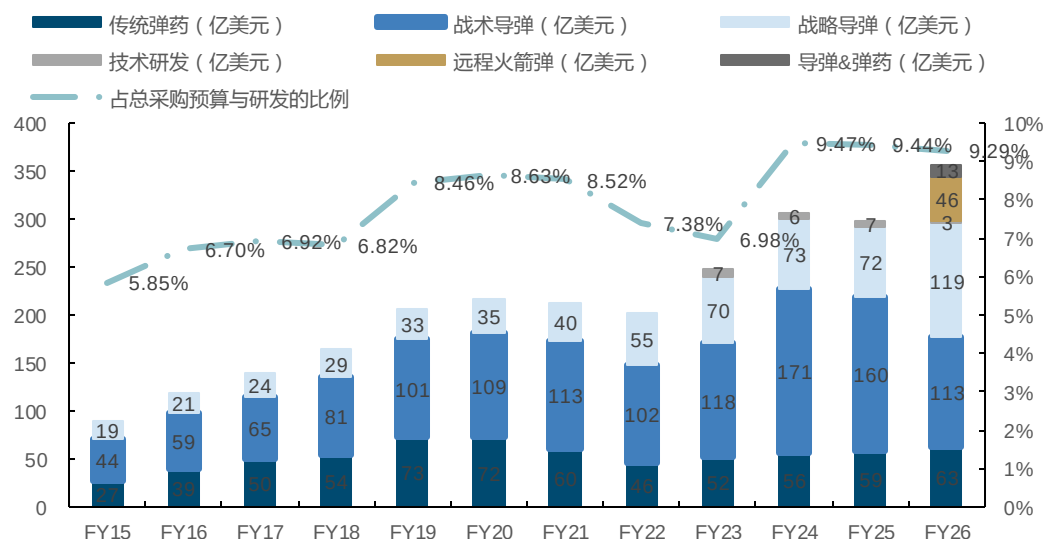
类型	低成本航空制导炸弹				低成本制导火箭弹	
介绍	在普通炸弹的基础上增加了制导装置，投放后能控制弹道引导炸弹打击目标，最常见的低成本精确制导弹药				在传统火箭弹的基础上增加制导系统（如GPS/红外成像制导），提升打击精度	
典型导弹	美		中		美	中
	联合直接攻击弹药 (JDAM)	小直径炸弹I/II (SDB I/II)	雷石-6滑翔炸弹	飞腾系列精确制导炸弹	GMLRS火箭弹	GR5制导火箭弹
						

类型	单兵便携式导弹		轻型制导导弹		
介绍	设计轻巧，便于单兵携带和操作，通常采用肩扛发射方式		导弹小型化，密集挂装，以技术成熟、价格相对低廉的制导系统为主		
典型导弹	美	中	美		中
	FGM-148 “标枪”反坦克导弹	红箭-12反坦克导弹	AGM-114地狱火/长弓导弹	联合地空导弹(JAGM)	QN-202 “袖箭”微型导弹
					

来源：参考消息，中国军网，李家泰《轻型光电制导导弹技术发展趋势》，邹汝平《机载通用空地导弹技术》，澎湃新闻，钱坤《便携式防空导弹装备现状及发展趋势分析》，战术导弹技术，兵工科技，中国经济网，央广军事，中国指挥与控制学会，国金证券研究所

在美军的新型作战概念中，提升精确打击武器的火力规模是最重要思想之一。2018-2025财年，美军《国防预算备忘录》中均强调要增加导弹及弹药的采购量，提高部队杀伤力，导弹弹药采办预算自2015财年以来基本维持逐年增长态势，预算金额由2015财年的90亿美元增长至2026财年的357亿美元，装备采办总经费占比由2015财年的5.85%增长至2026财年的9.29%，CAGR达到了13.34%。

图表14：美军导弹弹药采办预算及其占总预算比例呈上升趋势



来源：美国国防部副部长办公室，国金证券研究所



2.2 总体资质审批严格，公司为稀缺的民营导弹主机厂

武器装备总体需经过严格审批，资质申请的要求高、周期长，形成高准入壁垒。“军工三证”是民营企业进入武器装备科研生产领域的核心资质认证，包括武器装备科研生产单位保密资格证、武器装备科研生产许可证、装备承制单位资格证。“军工三证”共同构成军工总体单位的完整资质链，缺一不可。

图表15：“军工三证”审批严格，缺一不可



来源：国家国防科技工业局，中央军委装备发展部合同监管局，国金证券研究所

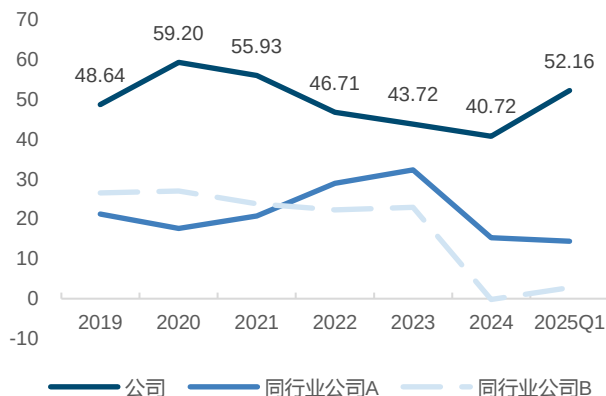
公司作为导弹主机厂民营企业，地位稀缺。我国的导弹主机厂以军工集团为主，包括航天科技集团、航天科工集团、航空工业集团和兵器集团。公司是稀缺的获得多类型完整装备系统总体科研及生产资质的民营企业，已研制成功和在研的多种完整装备系统，达到国内领先和国际先进水平。



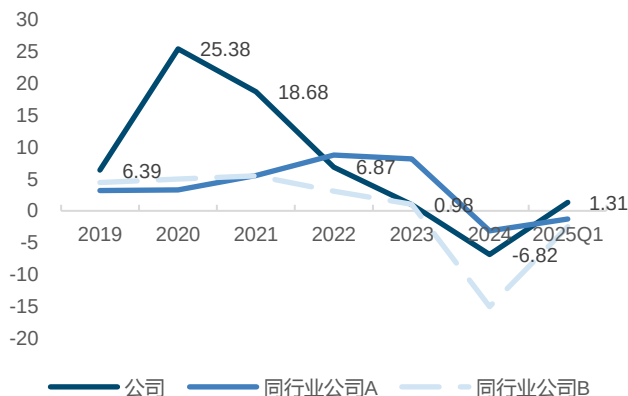
2.3 民营、全产业链、一体化，公司具有成本与效率优势

对比国企导弹主机厂，公司民营属性低成本优势明显。我们选取业务与公司导弹总装业务相近的同行业国企导弹主机厂，对比三家公司的盈利能力和经营效率。1) 盈利能力：公司历年毛利率始终高于两家国企导弹主机厂 10 个点以上。2) 经营效率：2019 至 2021 年公司 ROE 始终高于两家国企导弹主机厂，2023-2024 年由于折旧与减值，未能体现公司正常净利润水平，2025Q1 公司 ROA 修复，显著高于两家国有导弹主机厂。

图表16：公司毛利率始终高于国有导弹主机厂（%）



图表17：2025Q1 公司 ROE 修复，高于国有主机厂（%）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

从科研到生产的竞争优势，助力公司多次在竞标中胜出。1) 公司于 2014 年获得民营企业第一个完整 WQ 系统总体的科研资质，并于 2020 年获得批生产资质，成为首家取得装备总体资质的民营企业。2) 获得总体资质后，得益于高效、创新、一体化的科研生产体系优势，公司率先在国内研制成功了某型号完整装备系统，并由小批量转向大批量交付。2) 2025 年公司签订协议且为该型号项目当年度的独家供应商，标志着公司完成了从“跟随”到“引领”的跨越，且将为公司在“十五五”期间持续承接国家新一代装备研制任务奠定基础，使公司成为国家完整装备的主要供应商之一。

图表18：竞争优势来源于三个“一体化”，公司完成从“跟随”到“引领”的跨越



来源：公司公告，国金证券研究所

以红箭 12 的外贸版 GAM-100 为例，GAM-100 外观与设计理念与红箭-12 相似，相比原版红箭-12，GAM-100 弹体更重，破甲性能与红箭-12 接近，而成本低于红箭-12，可与红箭-12 搭配使用。

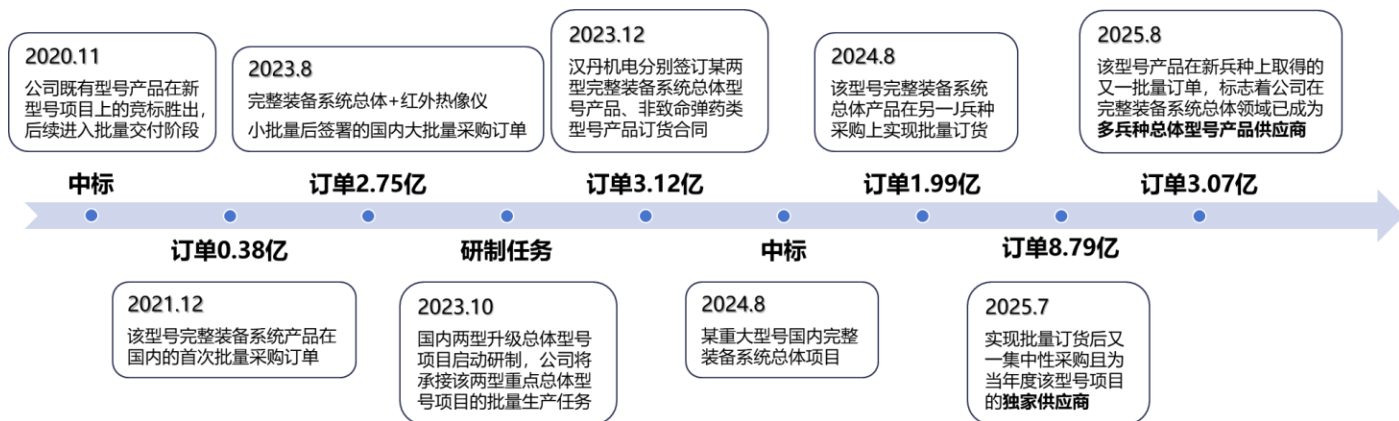
2.4 长期受益于低成本导弹放量，看新型号放量

十五五进入放量周期，导弹需求有望长期维持高景气。1) 日常训练与演习消耗使得低成本弹需求持续存在；2) 2027 年建军百年目标牵引下，装备列装加速；3) 全球地缘政治冲突频发，直接刺激提高备弹水平。

订单与研制加速，看好公司长期发展。获得总体资质后，公司竞标优势凸显，2023 年起国内订单逐渐上规模，并不断拓展客户军兵种和产品型号，2025 年显著加速，7 月公告 8.79 亿订单，宣布成为当年度该型号独供，且该金额为后续将签订的大额订货合同的部分预付价款；此后公司在 8 月 5 日公告 3.07 亿订单，在新兵种取得又一披露订单，标志公司成为多兵种总体型号产品供应商。



图表19：获得总体资质后，公司陆续公告研制/中标/订单，2025年7月成为某型号项目当年度独供



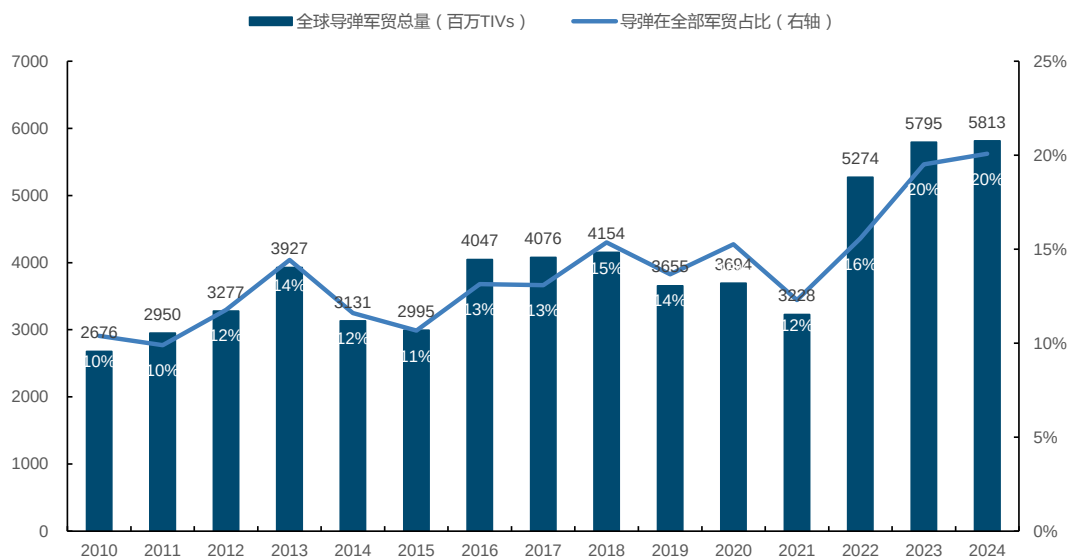
来源：公司公告，国金证券研究所

3 军贸需求旺盛叠加耗材属性，看好公司海外拓展

3.1 全球导弹军贸需求旺盛，我国导弹具备性价比优势有望受益

全球对导弹军贸的需求旺盛。根据 SIPRI 数据，2021-2024 年全球导弹出口额由 32.28 亿 TIVs 增长至 58.13 亿 TIVs，CAGR 达到 21.7%，其占世界军贸的份额也从 12.3% 提升到 20.1%。尽管整体军贸总额有所波动，但导弹在军贸中的重要性不断提升。

图表20：近3年全球导弹军贸额不断增长，占军贸总体比例提升，需求旺盛



来源：SIPRI，国金证券研究所

地缘政治局势紧张，欧洲启动弹药备货周期。伴随地缘政治格局愈加复杂化，欧洲各国面临的安全威胁增加，需要通过增加弹药储备来提升自身的防御能力。2023 年，欧盟通过《支持弹药生产法案》，要求提高欧洲生产弹药、导弹及其零部件的能力，支持成员国弹药去库存化、联合订购弹药和导弹；此后德国、英国、瑞典等陆续加大采购或扩大产能；2025 年，欧盟委员会发布 8000 亿欧元《欧洲重新武装计划》，其中包括 1500 亿欧元贷款工具，为成员国提供联合贷款，用于购买防空和导弹防御系统、火炮、弹药、无人机和反无人机系统等。



图表21：欧洲进入弹药备货周期

国家/组织 举措/进展

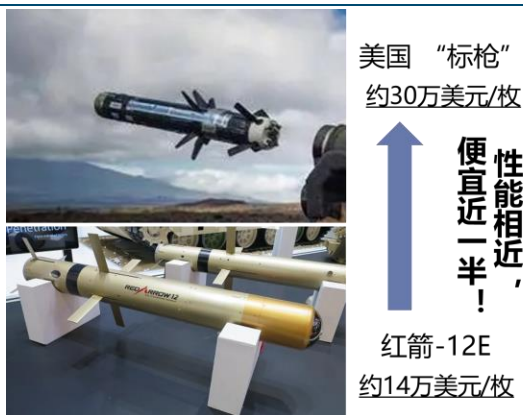
	■ 《支持弹药生产法案》(ASAP)： 2023 年推出，支持成员国联合采购弹药，支持紧急向乌克兰运送弹药和导弹，帮助成员国补充库存，计划 2025 年底前弹药年产量提升至 200 万发。根据《金融时报》，卫星观察数据显示约 1/3 的弹药和导弹生产相关场地出现扩建或施工的迹象；
欧盟	欧盟委员称，自俄乌开战以来，欧洲弹药年产能已从 30 万发提升至 2025 年年底的约 200 万发。 ■ “欧洲再武装”计划： 2025 年 3 月推出，其中包含设立 1500 亿欧元贷款工具，为成员国提供联合贷款，用于购买防空和导弹防御系统、火炮、弹药、无人机和反无人机系统等，于 2025 年 5 月批准。
	■ 扩产：
德国	2024 年 2 月莱茵金属公司开始建设弹药厂，公司表示到 2027 年，其 155 毫米炮弹的年产能将从 2022 年的 7 万发提升至 110 万发。
	■ 扩产，即将投产：
英国	2025 年 4 月 BAE Systems 表示，位于南威尔士格拉斯科德的一家新的弹药填充工厂今年夏天投入使用后，其 155 毫米口径炮弹的生产能力将提升至原来的 16 倍；自 2022 年以来，该公司已在英国的弹药工厂上投资超过 1.5 亿英镑。
	■ 数十年来最大规模弹药采购订单：
瑞典	2025 年 7 月宣布采购价值 5.25 亿美元的火炮弹药。
	■ 扩产：
波兰	2025 年 7 月宣布将投入 6.6 亿美元新建 3 座弹药工厂，一座生产当前炮兵部队的制式弹药，年产量 10 万发，计划 2025 年年底投产；一座生产与国产“蟹”式自行火炮及韩国 K9 火炮兼容的新一代弹药，年产量约 8 万发，预计 2027 年初运转；一座负责大口径弹药研发及火药装填。
	■ 采购弹药援乌：
捷克	2024 年 2 月发起倡议，在欧盟之外为乌克兰采购弹药，2024 年全年交付 150 万发，2025 年将向乌克兰交付 100 万发炮弹。
	■ 扩产已建成：
挪威	在弹药生产法案 (ASAP) 支持下于 2024 年 6 月建成新一代导弹生产线。

来源：新华网，中国军网，观察者网，法治网，金融时报，UNITED24，Central Chronicle，天网·实时防务情报，俄罗斯卫星通讯社，国金证券研究所

我国导弹性价比高，需求有望增长。红箭-12E 出口单价约为同类产品 1/2，成为新兴市场首选。在 2016 年的巴基斯坦阅兵式上，巴基斯坦军方用专门四辆装甲车的方队形式展示红箭-12 导弹发射系统。2020 年，尼日利亚确认采购红箭-12E，成为非洲大陆第一个装备这种新一代先进反坦克导弹的国家。

图表22：我国低成本弹兼具性能与性价比

图表23：吉尔吉斯斯坦采购的红箭-12E



来源：大伊万频道，国金证券研究所

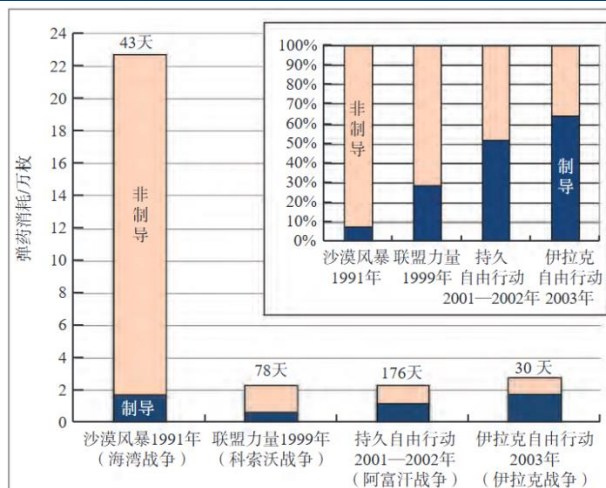
来源：大伊万频道，国金证券研究所



3.2 低成本弹具备耗材属性，消耗量不断上升

历次战争中大量使用低成本弹，具备耗材属性，且消耗量不断上升。根据 CSBA 统计，美军在海湾战争、科索沃战争、阿富汗战争、伊拉克战争四次局部战争的主要空袭行动中，共消耗精确制导弹药约 5.4 万枚，此外，美军 2018-2025 年采购的 33.6 万枚精确制导弹药中，空地弹药采购量达 21.6 万枚，按四场局部战争精确制导弹药消耗平均值计算，相当于 15 场局部战争的消耗量。

图表24：美军在四次局部战争的主要空袭行动中消耗的弹药及精确制导弹药数量



来源：胡冬冬《大国竞争背景下美军弹药战备能力建设态势分析》，国金证券研究所

- 伊拉克战争：根据论文《导弹武器的低成本化研究》，美军在战争中投射的弹药总量为 28397 枚，其中导弹武器 3103 枚，包括导弹武器和精确制导炸药在内的制导武器合计 19269 枚，占总投弹量的 68%；弹药总采购费用约为 18.31 亿美元，其中导弹武器的总采购费约占弹药总采购费的 75%，包括导弹武器和精确制导炸药在内的制导武器合计总采购费 18.16 亿美元，约占弹药总采购费的 99%。

图表25：美军在伊拉克战争中投放的导弹采购费约占弹药总采购费的 75%

类型	细分类型	武器型号	单价 (万美元/枚)	数量	合计 (万美元)
导弹武器	巡航导弹	BGM-109 “战斧” 海射型	110	802	88220
		AGM-86C/D CALCM空射型	124.7	153	19079.1
	空地导弹	AGM-88哈姆反辐射导弹	25.7	408	10485.6
		AGM-114 “地狱火” 反装甲导弹	3.5	562	1967
		AGM-65 “小牛” 反装甲采弹	10	918	9180
		AGM-130	83.2	4	332.8
		AGM-84 SLAM ER	34.6	3	103.8
		AGM-154 JSOW	28.3	253	7159.9
导弹武器合计				3103	136528
精确制导 炸药	集束炸弹	CBU-105 风力修正传感器制导弹药布撒器	0.9	88	79.2
		CBU-103 风力修正集束炸弹	0.9	818	736.2
		CBU-107 风力修正集束炸弹	0.9	2	1.8
		GPS 制导联合直接攻击弹药 (JDAM)	2	6542	13084
	精确航空 弹药	GBU-10	2.6	236	613.6
		GBU-12	1.1	7114	7825.4
		GBU-16	17.8	1233	21947.4
		GBU-24	5.96	23	137.08
		GBU-27	6.28	11	69.08
		GBU-28	13.19	1	13.19
		GPS/激光制导精确制导炸弹 (EGBU-27)	6.5	98	637
		精确制导炸药合计			
制导武器合计				19269	181628
集束炸弹	CBU-87	1.3941	118	164.5	
	CBU-99	2.5	183	457.5	
普通炸弹	M-117	0.0253	1625	41.1	
	MK-82	0.11	5504	605.4	
	MK-83	0.1	1692	169.2	
	MK-84	0.2874	6	1.72	
合计				28397	183067

来源：曹秀云《导弹武器的低成本化研究》，国金证券研究所



3.3 军贸订单持续提升，未来放量可期

积极参与航展，拓展军贸客户。1) 2018 年第十二届珠海航展：公司展出了包括 QN-506 陆战车、GAM 100 反坦克导弹、WS300 无人直升机等多型号装备；2) 2024 年第十五届珠海航展：公司在“国家国防科技工业局”及某 J 贸公司展位集中展示了 GAM 系列反坦克 DD、QN-202 微型制导 DD 等具有代表性的明星产品。同时，GAM 系列反坦克 DD 还列入中央军委装备发展部军贸装备谱系产品进行展示，彰显公司在国防装备系统领域的科技实力。

图表26：公司在第十二届珠海航展上展出了多型装备



来源：高德红外微信公众号，国金证券研究所

图表27：公司导弹产品在第十五届珠海航展展示

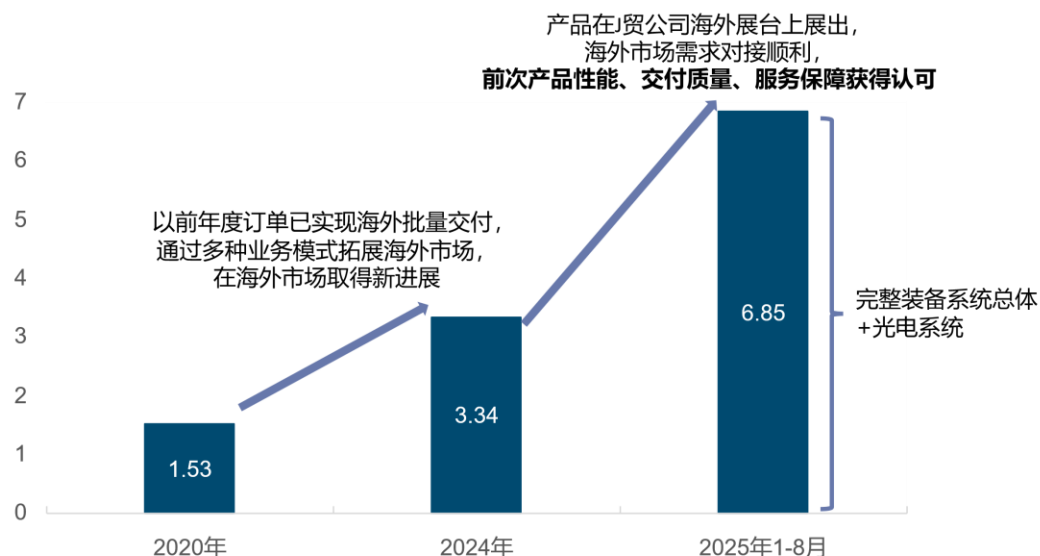


来源：高德红外微信公众号，国金证券研究所

2024 年以来公司军贸订单加速下发，金额攀升。1) 2020 年 11 月公司首次公告与某军贸公司签订了某型号完整 WQ 系统外贸采购合同，金额 1.53 亿元，是继首次实现小批量军贸订货之后的又一次批量采购；2) 2024 年 3 月公司第二次披露完整装备总体的军贸订单，金额达到 3.34 亿元；3) 2025 年 7 月公司第三次披露，标的为完整装备系统总体产品和光电系统，合计金额达到 6.85 亿元。



图表28：2024 年以来，公司军贸订单金额攀升（单位：亿元）



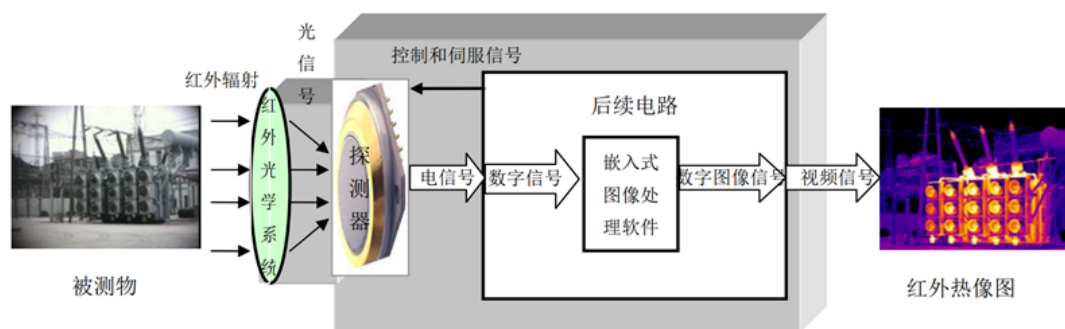
来源：公司公告，国金证券研究所

4 红外全产业链龙头，收购汉丹机电延伸火工品业务

4.1 红外业务奠基，公司是全产业链龙头

红外热像仪能够探测目标物体的红外辐射，并通过光电转换、电信号处理等手段，将目标物体的温度分布图像转换成视频图像。1) 利用对红外辐射敏感的红外探测器把红外辐射转变为微弱电信号，该信号的大小可以反映出红外辐射的强弱；2) 利用后续电路将微弱的电信号进行放大和处理，从而清晰地采集到目标物体温度分布情况；3) 通过图像处理软件对上述放大后的电信号进行处理，得到电子视频信号，电视显像系统将反映目标红外辐射分布的电子视频信号在屏幕上显示出来，得到可见图像。

图表29：红外热像仪能探测目标物体的红外辐射，转换形成视频图像



来源：公司招股书，国金证券研究所

根据红外探测器的工作方式不同，红外热像仪可以分为制冷型和非制冷型。1) 制冷型：利用探测器在冷却的环境下敏感度高的特性，具有灵敏度高、作用距离远等特点；由于加装了制冷装置，整个系统更重、更复杂，功耗更大，并且价格昂贵，主要应用于军用、航天等高端领域。2) 非制冷型：灵敏度较低，观测距离相对较短；具有轻便、结构简单、低成本、低功耗、长寿命等技术优势，在民用领域得到广泛应用。



图表30：根据红外探测器的工作方式不同，红外热像仪可以分为制冷型和非制冷型

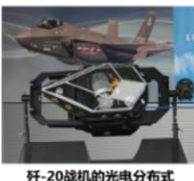
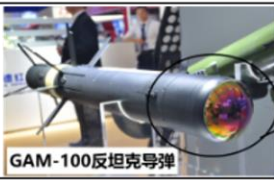
特性	光子探测器（制冷型）	热探测器（非制冷型）
工作原理	光子-电子直接转换（光电效应）	热效应（温度变化→电特性变化）
核心材料	InGaAs（SWIR）、碲镉汞MCT（MWIR）、超晶格	氧化钒(VOx)、多晶硅
响应时间	高速响应	相对较慢
探测率	较高	较低
制冷需求	必须	无需
制造成本	高（材料昂贵，工艺复杂）	低（CMOS兼容工艺）
主要应用	高端军事、科研、航天	安防监控、车载、消费电子

来源：曾戈虹《红外光子探测器与热探测器性能分析》，丁利伟《中波红外和长波红外探测系统性能的比较与选择》，立鼎产业研究网，中国安防行业网，国金证券研究所

公司能同时批量生产非制冷和制冷两种探测器，产品在军用和民用领域均有广泛应用：

- 军用：为战机、导弹、无人机、单兵装备等做配套。1) 红外成像系统为战机提供先进的夜视和目标探测能力；2) 红外导引头应用在如 GAM 系列反坦克导弹等精确制导导弹领域；3) 综合光电系统和光电吊舱等产品用于航空及单兵侦察装备等领域，如无人机光电吊舱，能满足无人机在复杂环境下的目标搜索、识别和跟踪需求。
- 民用：公司的非制冷红外探测器广泛应用于消费电子和智能家居，为各类智能设备提供核心部件，红外热像仪广泛用于安防监控、工业检测、户外夜视和医疗检测等领域，例如热电厂设备状态监测的红外在线智能监测系统、公共卫生事件时期广泛使用的红外测温仪等。车载红外热成像仪已应用于东风猛士、广汽埃安等多款车型，助力智能汽车在复杂环境下的辅助驾驶功能。

图表31：公司红外产品在军用和民用领域均有广泛应用

领域	产品	图例	领域	产品	图例
军用	红外成像系统	 歼-20战机的光电分布式孔径系统（EODAS） 柱面窗口：提供红外透射窗口 冷却：隔绝背景红外辐射 柱面主体：保证超真空的环境 探测器芯片和读出电路：实现红外辐射到电信号的转换 陶瓷基板：芯片和电路的承载体 制冷机：提供深低温（-190℃）的工作环境 制冷红外探测器	民用	车载红外热成像仪	 车载红外热成像仪 红外光学镜头 红外探测器 图像处理平台
	红外导引头	 GAM-100反坦克导弹 目标辐射 位置器 电子线路板 红外导引头		工业监测红外热像仪	 工业监测红外热像仪
	综合光电系统和光电吊舱	 单兵侦察装备  机载光电系统		医疗检测红外热成像仪	 医疗检测红外热成像仪

来源：公司官网，高芯科技官网，轩辕智驾官网，环球网，马晓平《红外导引头关键技术国内外研究现状综述》，杜鹃等《蓝宝石晶体材料的光电应用》，广汽设计官网，国金证券研究所



“探测器-机芯-整机”，公司红外业务全产业链优势显著。1) 红外探测器芯片：公司能同时量产制冷和非制冷两类探测器。2) 红外热成像为核心的高端光电系统：公司围绕综合光电系统及高端型号产品的科研生产开展工作，实现了红外夜视、侦察、制导、对抗等多层次应用，是公司的传统优势板块。

图表32：公司红外产品具备“探测器-机芯-整机”全产业链优势



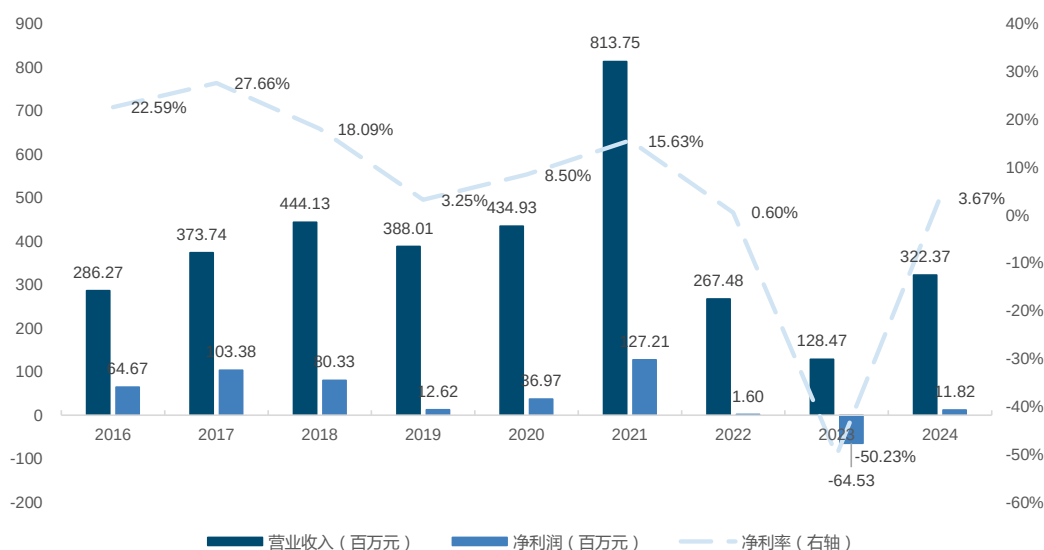
来源：公司官网，国金证券研究所

4.2 收购汉丹机电，延伸火工品业务

非致命弹药可以使人员或武器装备失能,同时使死亡和附带破坏达到最小程度。既可以在正规战场的作战中与传统武器相配合使用,为传统武器的使用创造更为有利的条件,收到事半功倍的作战效果;也可以作为一种重要的警用武器,如对付恐怖分子、犯罪分子、跨国毒品垄断组织、群体骚乱、突发事件等。

收购汉丹机电取得火工品牌照,支撑公司取得WQ总体生产资质。汉丹机电具备WQ装备科研生产许可证、WQ装备质量体系认证证书、二级保密资格单位证书等资质:致力于非致命弹药、地爆装备、炮兵子母弹子弹药、引信及机电产品四大系列军工产品的研发、生产和销售,是非致命地爆装备的唯一定点生产企业,产品主要配备于部队、武警及公安队伍。公司2015年成功收购汉丹机电,业务领域延伸至火工领域,不仅加速了公司战略化转型发展进程,更实现了公司在传统政府装备类产品及信息化弹药等领域业务范围、经营规模的外延式增长。

图表33：汉丹机电2024年净利润转正



来源：iFinD，国金证券研究所



5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- **红外综合光电及完整装备系统：**军用领域，公司作为稀缺的民营导弹主机厂，在完整装备系统总体领域已实现从某一品类到多品类、多领域的跨越式发展，内销外贸空间广阔；2025 年 7 月先后公告 8.79 亿（大额合同预付款）、6.85 亿订单，2025 年 8 月 5 日公告 3.07 亿订单，将随陆续交付后确认收入。民用领域，受益于红外芯片应用业务需求释放。预计 2025-2027 年红外综合光电及完整装备系统销售收入分别为 50.0 亿元、57.6 亿元、70.7 亿元，同比分别+114.4%、+15.2%、+22.7%。毛利率方面，考虑到公司完整装备系统产品放量带来的产品结构改善，叠加规模效应带来成本摊薄，预计 2025-2027 年毛利率分别为 49.2%、50.4%、51.0%。
- **传统弹药及信息化弹药：**子公司汉丹机电在同行业处于龙头地位，考虑到 2024 年汉丹新火工建成投产，非致命弹药及信息化弹药的产能得到进一步释放，预计 2025-2027 年销售收入分别为 3.73 亿元、4.50 亿元、4.97 亿元，同比分别+30.6%、+20.6%、+10.2%。毛利率方面，考虑到汉丹自动化改造持续深入，加快推进信息化系统建设，预计 2025-2027 年毛利率分别为 26.00%、26.80%、28.00%。
- **其他业务：**非公司核心收入来源，预计 2025-2027 年收入分别为 0.67 亿元、0.76 亿元、0.83 亿元，同比分别+15%、+12%、+10%。预计 2025-2027 年毛利率维持 30.5%。
- **核心费用率：**考虑到公司整体营业收入大幅增长，各项核心费用率有望大幅下降，预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 3.9%/3.8%/3.6%，预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 9.6%/9.5%/9.0%，预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 19.8%/19.6%/19.5%。

图表34：公司收入分拆和预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）						
红外热成像仪及综合光电系统	2,224.96	2,263.38	2,333.06	5,002.00	5,760.00	7,070.00
yoy	-14.92%	1.73%	3.08%	114.40%	15.15%	22.74%
传统弹药及信息化弹药	263.52	102.64	285.88	373.47	450.45	496.54
yoy	-67.18%	-61.05%	178.54%	30.64%	20.61%	10.23%
其他	40.12	49.04	58.64	67.43	75.53	83.08
yoy	-50.93%	22.23%	19.58%	15.00%	12.00%	10.00%
合计	2,528.59	2,415.06	2,677.59	5,442.91	6,285.97	7,649.62
yoy	-27.75%	-4.49%	10.87%	103.28%	15.49%	21.69%
毛利（百万元）						
红外热成像仪及综合光电系统	1,140.75	1,038.47	1,000.67	2,460.49	2,902.60	3,603.40
传统弹药及信息化弹药	49.15	-8.84	71.74	97.10	120.72	139.03
其他	-8.90	26.34	17.86	20.57	23.04	25.34
合计	1,181.00	1,055.97	1,090.27	2,578.16	3,046.36	3,767.77
毛利率						
红外热成像仪及综合光电系统	51.27%	45.88%	42.89%	49.19%	50.39%	50.97%
传统弹药及信息化弹药	18.65%	-8.61%	25.09%	26.00%	26.80%	28.00%
其他	-22.18%	53.72%	30.46%	30.50%	30.50%	30.50%
合计	46.71%	43.72%	40.72%	47.37%	48.46%	49.25%

来源：iFind，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

预计公司 2025-2027 年公司实现营业收入 54.4 亿/63.0 亿/77.7 亿元，同比+103.3%/+15.7%/+23.3%，归母净利润 6.8 亿/8.8 亿/12.0 亿元，同比 N/A/+29.6%/+35.9%，对应 EPS 为 0.16/0.21/0.28 元。我们选取导弹产业链代表性上市企业中兵红箭、洪都航空、北方导航作为可比公司，2026 年平均 PE 为 70 倍。我们认为，公司在导弹产业链的



卡位优势突出，业务成长性较强，国内下游订单恢复和军贸拓展为公司带来新的成长空间，理应给予更高的估值溢价。给予公司 2026 年 85 倍估值，对应目标价 17.58 元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表35：可比公司估值

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000519	中兵红箭	22.13	0.23	0.41	0.63	96.22	53.54	35.13	22.13	0.23
600316	洪都航空	16.55	0.19	0.25	0.31	89.17	65.86	52.82	16.55	0.19
600435	北方导航	42.49	0.24	0.47	0.74	177.04	91.04	57.68	42.49	0.24
			中位数					96.22	65.86	52.82
			平均数					120.81	70.15	48.54
002414	高德红外	12.85	0.02	-0.10	0.16	0.21	0.28	80.53	62.13	45.71

来源：iFind，国金证券研究所（注：股价取 2025 年 8 月 22 日收盘价；可比公司盈利预测取 iFind 一致盈利预测均值）

6 风险提示

军贸拓展不及预期：军贸交付周期长，受地缘政治：动影响，地缘政治紧张可能影响海外采购决策，从而影响公司业绩。

民品市场竞争加剧：公司研发投入较高，新产品规模化应用仍需时间，若消费级产品开发未达预期，公司面临消费级产品同质化竞争加剧风险。

利润季节性波动风险：公司四季度因集中计提等，盈利能力可能阶段性承压，导致公司利润存在季节性波动风险。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,529	2,415	2,678	5,443	6,298	7,768
增长率		-4.5%	10.9%	103.3%	15.7%	23.3%
主营业务成本	-1,348	-1,359	-1,587	-2,865	-3,240	-3,928
%销售收入	53.3%	56.3%	59.3%	52.6%	51.5%	50.6%
毛利	1,181	1,056	1,090	2,578	3,057	3,839
%销售收入	46.7%	43.7%	40.7%	47.4%	48.5%	49.4%
营业税金及附加	-19	-30	-28	-49	-57	-70
%销售收入	0.7%	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-97	-100	-140	-212	-239	-280
%销售收入	3.8%	4.1%	5.2%	3.9%	3.8%	3.6%
管理费用	-205	-257	-303	-523	-598	-699
%销售收入	8.1%	10.6%	11.3%	9.6%	9.5%	9.0%
研发费用	-413	-542	-746	-1,078	-1,233	-1,515
%销售收入	16.3%	22.5%	27.8%	19.8%	19.6%	19.5%
息税前利润 (EBIT)	448	127	-127	717	931	1,276
%销售收入	17.7%	5.3%	n.a	13.2%	14.8%	16.4%
财务费用	59	49	-6	-16	-11	-6
%销售收入	-2.3%	-2.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-13	-111	-329	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	14	15	15	15
%税前利润	0.8%	n.a	-3.5%	1.9%	1.5%	1.1%
营业利润	573	123	-397	775	1,005	1,365
营业利润率	22.7%	5.1%	n.a	14.2%	16.0%	17.6%
营业外收支	-1	-1	-1	-1	-1	-1
税前利润	572	122	-397	774	1,004	1,364
利润率	22.6%	5.0%	n.a	14.2%	15.9%	17.6%
所得税	-69	-53	-50	-93	-120	-164
所得税率	12.1%	43.4%	n.a	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	503	69	-447	681	883	1,200
少数股东损益	1	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	502	68	-447	681	883	1,200
净利率	19.9%	2.8%	n.a	12.5%	14.0%	15.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	503	69	-447	681	883	1,200
少数股东损益	1	1	0	0	0	0
非现金支出	178	315	581	284	316	348
非经营收益	-2	-15	-19	3	208	5
营运资金变动	-443	-60	117	-63	-291	-578
经营活动现金净流	236	309	232	904	1,116	975
资本开支	-507	-626	-726	-450	-235	-515
投资	470	3	-826	-207	0	0
其他	12	7	-3	15	15	15
投资活动现金净流	-25	-616	-1,555	-642	-220	-500
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	530	72	498	-38	-403	-2
其他	-988	-523	-91	-106	-183	-188
筹资活动现金净流	-458	-451	407	-144	-586	-191
现金净流量	-244	-756	-915	118	310	284

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,239	1,484	574	681	983	1,262
应收款项	1,997	1,647	1,488	1,748	2,021	2,490
存货	1,688	1,889	2,161	2,355	2,619	3,121
其他流动资产	290	343	371	430	472	530
流动资产	6,215	5,364	4,593	5,213	6,095	7,403
%总资产	69.9%	62.2%	49.7%	50.9%	56.2%	60.1%
长期投资	58	53	902	1,109	1,109	1,109
固定资产	1,500	2,030	2,524	2,622	2,741	2,880
%总资产	16.9%	23.5%	27.3%	25.6%	25.3%	23.4%
无形资产	762	767	835	868	849	879
非流动资产	2,673	3,259	4,643	5,023	4,741	4,907
%总资产	30.1%	37.8%	50.3%	49.1%	43.8%	39.9%
资产总计	8,888	8,623	9,236	10,236	10,836	12,310
短期借款	539	511	990	910	727	725
应付款项	452	565	709	991	1,127	1,312
其他流动负债	546	423	820	989	1,140	1,404
流动负债	1,536	1,500	2,520	2,891	2,994	3,441
长期贷款	0	102	125	125	125	125
其他长期负债	228	236	267	298	73	72
负债	1,764	1,837	2,912	3,313	3,193	3,637
普通股股东权益	7,072	6,785	6,324	6,923	7,643	8,673
其中：股本	3,285	4,271	4,271	4,271	4,271	4,271
未分配利润	1,697	1,330	823	1,419	2,174	3,204
少数股东权益	51	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,888	8,623	9,236	10,236	10,836	12,310

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.153	0.016	-0.105	0.160	0.207	0.281
每股净资产	2.153	1.589	1.481	1.621	1.790	2.031
每股经营现金净流	0.072	0.072	0.054	0.212	0.261	0.228
每股股利	0.130	0.014	0.000	0.020	0.030	0.040
回报率						
净资产收益率	7.10%	1.00%	-7.07%	9.84%	11.56%	13.84%
总资产收益率	5.65%	0.79%	-4.84%	6.66%	8.15%	9.75%
投入资本收益率	5.13%	0.97%	-1.92%	7.90%	9.62%	11.76%
增长率						
主营业务收入增长率	-27.75%	-4.49%	10.87%	103.28%	15.71%	23.34%
EBIT 增长率	-64.55%	-71.55%	-199.94%	-662.83%	29.85%	37.09%
净利润增长率	-54.82%	-86.51%	-760.56%	N/A	29.60%	35.92%
总资产增长率	-4.01%	-2.98%	7.12%	10.82%	5.86%	13.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	271.7	257.4	203.9	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	453.0	480.4	465.6	300.0	295.0	290.0
应付账款周转天数	111.9	109.0	125.1	110.0	110.0	105.0
固定资产周转天数	164.4	229.9	322.1	161.7	140.8	113.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.87%	-12.84%	8.56%	5.13%	-1.71%	-4.75%
EBIT 利息保障倍数	-7.6	-2.6	-19.8	44.1	84.7	225.6
资产负债率	19.85%	21.31%	31.53%	32.37%	29.46%	29.55%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	3	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究