

Q2 业绩持续高增，无人化智能装备爆发

核心观点

公司产品包括分析仪器和无人化智能装备，未来主要增量来自于无人化智能装备，该产品主要应用于以煤炭为主的固态可燃物的数智化管控，当前渗透率仍低，除五大发电集团外，其他四小及地方性电厂也在积极推进改造，呈现全行业铺开的趋势，预计国内存量改造市场规模为 150 亿元，近两年煤电开工维持高位，年增量市场可观。公司为行业龙头，充分受益需求持续向好，新签订单高增、在手订单充足，同时公司新产能持续标准化、规模化带来无人化智能装备产品线量利齐升，毛利率有望持续提升。公司无人化智能装备具备横向拓展能力，非煤领域值得期待。

公司现有分析仪器、无人化智能装备、运维等衍生技术服务 3 个业务板块，产品主要用于煤炭、焦炭、生物质、固危废、水泥黑生料等固态可燃物质的分析检测与智能化管理（其中以煤炭为样品对象的订单占比超过 80%）。2019-2024 年公司营业收入从 2.82 亿元增长至 5.77 亿元，CAGR 为 15.34%，归母净利润从 0.44 亿元增长至 1.43 亿元，CAGR 为 26.61%。

分析仪器和运维为公司现金流业务。分析仪器产品的正常使用寿命通常是 6-8 年，需求主要来自存量替换以及产品升级，收入增长稳健；公司分析仪器产品盈利能力强并且交货周期短，毛利率和现金流好，产品毛利率保持在 60% 以上。分析仪器产品易耗易损零部件需要定期更新，带动运维及其他业务收入稳步提升，后续随着公司无人化智能装备持续放量，运维及其他业务收入将进一步提升。

供需共振煤电市场爆发，公司无人化智能装备十年磨一剑。过去火电企业在电煤计量、采样、制样、化验、煤场管理等环节智能化程度较低，很多工作还是靠人工完成。无人化智能装备专业性要求高，考验供应商 Know-how，行业经历过一轮洗牌。无人化智能装备有助于煤电厂降本增效，需求景气度好，已率先应用于五大发电集团，但整体渗透率仍低，同时其他四小及地方性电厂也在积极推进改造，呈现全行业铺开的趋势，带动市场空间持续提升，测算国内存量改造市场规模为 150 亿元；近两年煤电开工维持高位，该装备在新机组有望高比例配置，年增量市场可观。公司为行业龙头，充分受益需求持续向好，新签订单高增、在手订单充足，同时公司新产能持续标准化、规模化带来产品线量利齐升，毛利率有望持续提升。

公司以**仪器+智能化/无人化**为核心基础能力，具备横向拓展其他领域的的能力，产品可应用于冶金、建材、固危废等，非煤领域拓展值得期待。控股子公司湖南三德盈泰环保专注于固/危废实验室全生命周期管理解决方案的提供，已初具规模。

盈利预测：预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.85、2.35 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：火电招标不及预期，智能装备推广不及预期，宏观经济波动。

三德科技 (300515.SZ)

维持

买入

秦基栗

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440518100011

SFC 编号:BUP781

林赫涵

linhehan@csc.com.cn

010-56135286

SAC 编号:S1440524070005

邓皓烛

denghaozhu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522120001

发布日期：2025 年 09 月 15 日

当前股价：21.59 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-18.47/-25.07	17.46/2.97	136.21/95.00
12 月最高/最低价 (元)		27.00/8.71
总股本 (万股)		20,575.45
流通 A 股 (万股)		20,176.13
总市值 (亿元)		44.42
流通市值 (亿元)		43.56
近 3 月日均成交量 (万)		943.31
主要股东		
湖南三德投资控股有限公司		33.57%

股价表现



目录

公司介绍.....	1
分析仪器和运维为公司现金流业务	4
供需共振煤电市场爆发，公司无人化智能装备十年磨一剑	5
公司无人化智能装备具备横向拓展能力，非煤领域值得期待.....	9
盈利预测&风险提示	11

图目录

图 1：公司分析仪器产品效果图	1
图 2：公司无人化智能装备产品效果图.....	1
图 3：公司 SDRSS 运维保障系统拓扑图.....	2
图 4：公司营业收入规模和增速	2
图 5：公司归母净利润规模和增速.....	2
图 6：公司毛利率和净利率稳定	3
图 7：公司收现比和净现比基本保持在 100%以上.....	3
图 8：公司股权架构图	3
图 9：公司分析仪器产品收入增长稳健.....	4
图 10：公司分析仪器产品和运维业务毛利率高.....	4
图 11：公司总承包建设的宏光电厂采制输存化全系列项目部分示意图.....	5
图 12：公司无人化智能装备产品业绩（部分）	7
图 13：公司合同负债持续提升	7
图 14：公司存货持续提升	7
图 15：公司无人化智能装备产品收入和增速	8
图 16：公司发展战略.....	9
图 17：公司近几年研发费用率均超过 10%	9

表目录

表 1：三德科技、远光软件和开元仪器燃料智能化发展历程	6
-----------------------------------	---

公司介绍

公司是从事分析仪器和无人化智能装备研发、生产、营销和技术服务的高科技企业，产品主要用于煤炭、焦炭、生物质、固危废、水泥黑生料等固态可燃物质的分析检测与智能化管理（其中以煤炭为样品对象的订单占比超过 80%），现有分析仪器、无人化智能装备、运维等衍生技术服务 3 个业务板块。

分析仪器产品包括自主研发的化验仪器、制样设备及配套外购仪器，以化验仪器为主。化验仪器产品包括量热仪系列、工业分析仪系列、元素分析仪系列、物理特性系列等，分别对应煤炭等固态可燃物样品热值、成分、元素、物理特性等质量指标的实验室人工分析。

图 1：公司分析仪器产品效果图

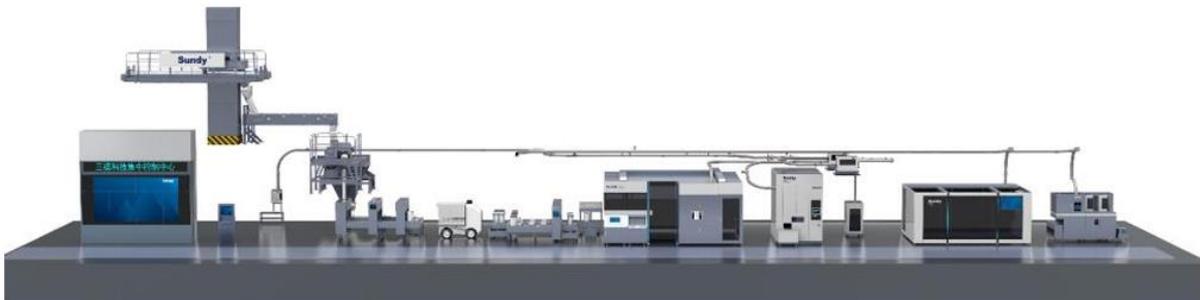


热值分析系列：用于分析样品的发热量（热值），作为科研、应用、定价的依据。以煤炭为例，热值是煤炭计价、结算主要依据之一，亦是计算标准煤耗、锅炉热效率、热平衡，决定煤的掺烧、热高热能利用率的重要参数。
工业分析系列：用于分析样品的水分、灰分、挥发分和固定碳等指标。该等指标是评价可燃物经济价值、实现合理利用和工艺监督的基本依据。
元素分析系列：用于分析样品中 C、H、N、O、S 等常规元素或 F、Cl、Hg、Se、P 等微量元素含量。该等指标对于确定能源品质、提供其利用效率、安全生产和环境保护具有重要意义。
物理热性分析系列：用于分析样品的灰熔融性、可磨性、自燃温度等物理特性，为燃烧设备选型、燃烧系统设计以及燃烧经济性、安全性的改善和提供重要依据。

资料来源：公司公告，中信建投

无人化智能装备系基于工业物联网、智能机器人、数据云、AI 等通用技术和其他专用技术的用于煤炭等固体可燃物无人化检测及数智化管理的系统装备，由底层智能装备（硬件，感知层）和上层信息管理系统（软件，应用层）有机构成，以煤炭等样品的“质”和“量”为主要管理对象，包括入厂验收管理系统、自动采样系统、机器人制样系统、无人化验系统、样品传输与管理系统（采制对接系统、智能封装系统、样品自动传输系统、自动存查柜系统）、除尘系统、燃料管理信息系统、数字化智控中心、运维保障系统等若干子系统，涵盖入厂计量、采样、制样、输送、存储、化验等全环节。

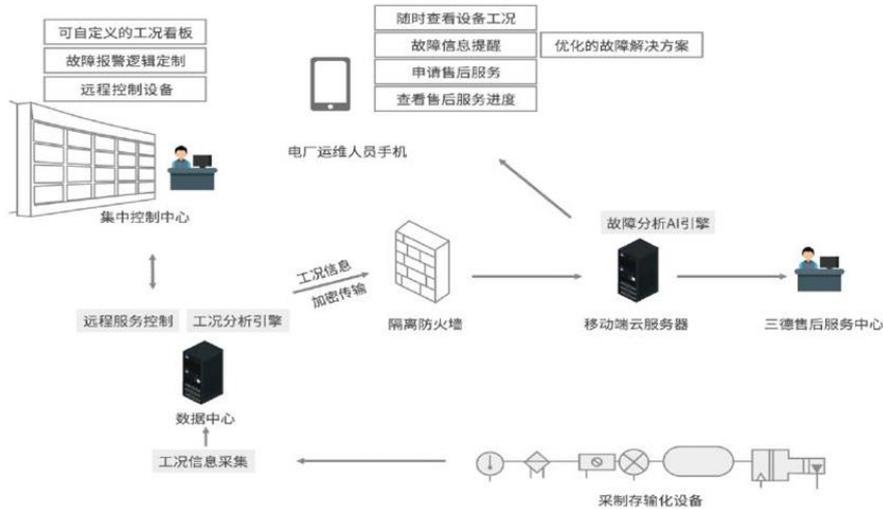
图 2：公司无人化智能装备产品效果图



资料来源：公司公告，中信建投

公司产品系细分市场的专用仪器装备，具有很强的专业技术性，产品下游应用行业多为火电、煤炭、冶金、化工、建材等基础能源或工业领域，主要客户企业正常生产模式通常为全年无休、24 小时不间断连续运行，用户因此对相应仪器装备的正常运行保障具有很高要求。公司成立专门的运维中心、推出基于 SDRSS 运维保障系统的运维服务产品，通过远程智能诊断、预服务、智能管理等增值服务，满足客户对于产品全生命周期一站式专业服务的需求。

图 3：公司 SDRSS 运维保障系统拓扑图



资料来源：公司公告，中信建投

公司增长稳健。2019-2024 年公司营业收入从 2.82 亿元增长至 5.77 亿元，CAGR 为 15.34%，归母净利润从 0.44 亿元增长至 1.43 亿元，CAGR 为 26.61%。2025H1 公司实现营业收入 2.49 亿元，同比增长 33.44%，实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 45.74%。2023 年公司归母净利润大幅下滑主要系公司购买的中融信托理财产品已逾期、尚未兑付，公司全额计提减值损失，合计 8500 万元，剔除该因素影响，公司净利润同比增长约 36%。

图 4：公司营业收入规模和增速



资料来源：Wind，中信建投

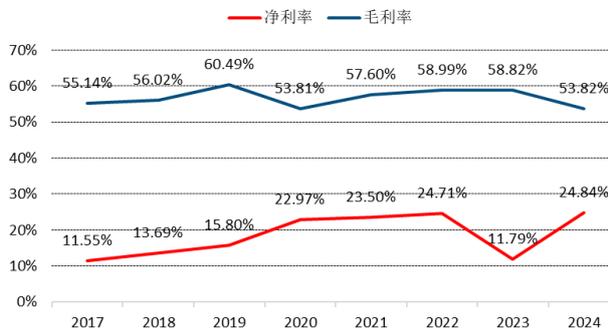
图 5：公司归母净利润规模和增速



资料来源：Wind，中信建投

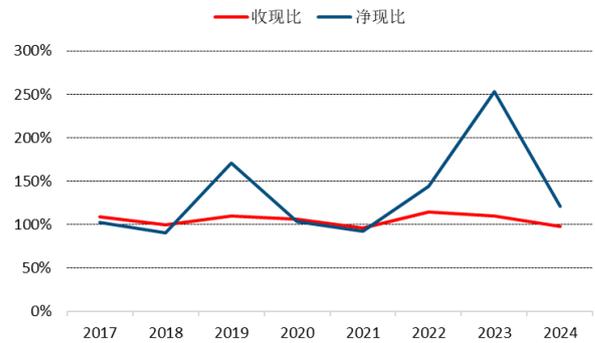
公司基本面扎实，现金流和盈利能力好，近几年收现比和净现比基本保持在 100% 以上；毛利率和净利率保持稳定，2024 年毛利率为 53.82%、净利率为 24.84%。

图 6：公司毛利率和净利率稳定



资料来源：Wind，中信建投

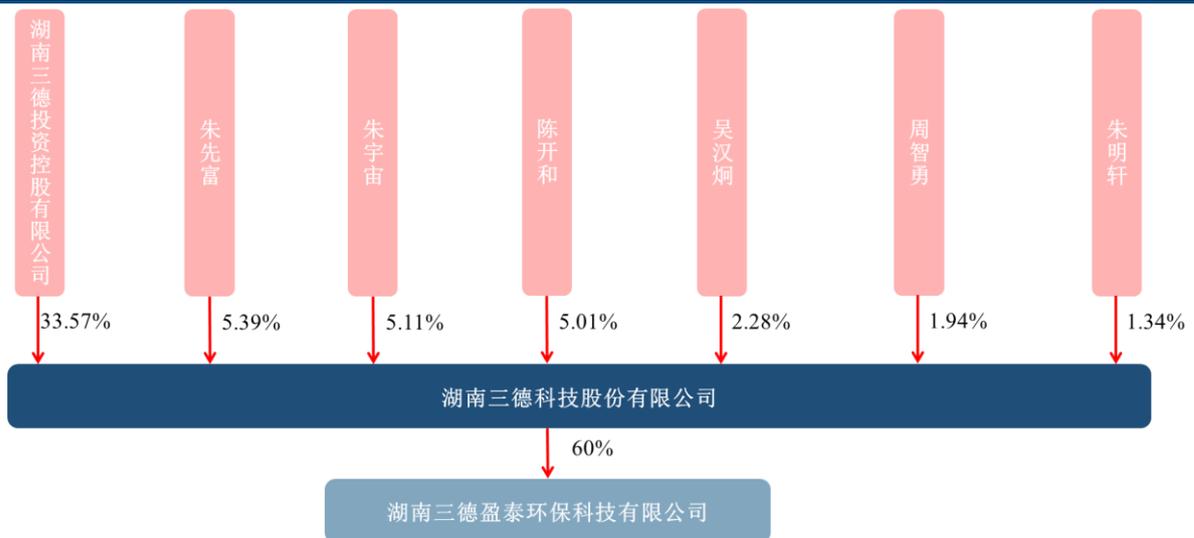
图 7：公司收现比和净现比基本保持在 100%以上



资料来源：Wind，中信建投

朱先德为公司实际控制人，他通过湖南三德投资控股有限公司间接持有公司 30.21%的股权。三德环保为公司控股子公司，专注于固/危废实验室全生命周期管理解决方案的提供，公司持有其 60%的股权。

图 8：公司股权架构图



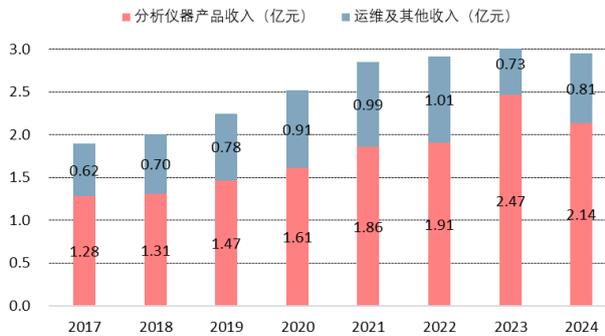
资料来源：Wind，中信建投

分析仪器和运维为公司现金流业务

公司分析仪器产品为最早开展的业务，也是行业内最早进入该细分的企业之一，已持续投入逾 30 年，竞争优势明显。分析仪器产品的正常使用寿命通常是 6-8 年，需求主要来自存量替换以及产品升级，收入增长稳健，2017-2024 年公司分析仪器产品收入从 1.28 亿元增长至 2.14 亿元。CAGR 为 7.62%，2025H1 分析仪器产品收入为 1.13 亿元，同比增长 7.05%。公司分析仪器产品盈利能力强并且交货周期短，毛利率和现金流好，产品毛利率保持在 60% 以上，2025H1 为 64.34%。

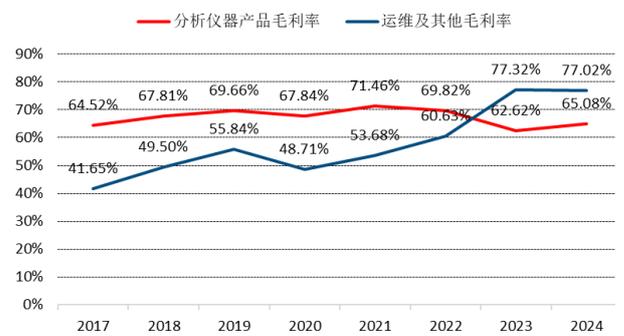
同时分析仪器产品易耗易损零部件需要定期更新，带动运维及其他业务收入稳步提升，后续随着公司无人化智能装备持续放量，运维及其他业务收入将进一步提升。2025H1 该业务收入为 0.45 亿元，同比增长 15.38%，毛利率为 73.60%。

图 9：公司分析仪器产品收入增长稳健



资料来源：Wind，中信建投

图 10：公司分析仪器产品和运维业务毛利率高



资料来源：Wind，中信建投

供需共振煤电市场爆发，公司无人化智能装备十年磨一剑

过去火电企业在电煤计量、采样、制样、化验、煤场管理等环节智能化程度较低，很多工作还是靠人工完成，并且燃料信息管理系统也不能覆盖燃料管理全过程，影响了燃料管理工作的正常、高效开展。随着人工成本上升、专业性要求提高以及成本控制压力增大，大型火电企业纷纷开始实施燃料精细化管理，燃料管控朝一体化、自动化、智能化和远程化转变，中国国电集团公司发布的《燃料智能化管理建设规划》指出火电企业完成燃料智能化管理建设需要完成如下“五化”目标：

①入厂煤计量过程自动化：入厂煤计量的车号、矿别、称重、回空等信息自动生成；

②采样制样过程自动化：采样方案自动确定并执行，制备煤样自动封装，最终实现采样制样一体化运行；

③化验管理网络化：化验仪器联网运行，化验过程在线监控，化验报告自动生成；

④煤场管理数字化：不同煤种分堆分层存放，进耗存数据实时掌控，量质价信息动态显示；

⑤燃料管理全过程信息化：燃料信息管理系统是燃料智能化管理的中枢，实时管控设备运行，自动采集管理数据，及时传输管理信息。

图 11：公司总承包建设的宏光电厂采制输存化全系列项目部分示意图



资料来源：公司官网，中信建投

供给层面：产品专业性要求高，考验供应商 Know-how，行业经历过一轮洗牌。煤质无人化智能装备产品壁垒高，我国煤种丰富，不同种类煤在系统当中残留程度不同，要求产品可应用于不同种类的煤样；同时，在制样过程中需要保证样品具备代表性，不同批次煤样不能互相影响。这需要供应商对煤有很深的认识，并且需要进行大量的实验积累。同时，供应商不仅需要提供高质量的产品，还需要根据客户生产、管理需求等因素提供蓝图规划、生产制造、个性开发、安装调试、交付使用和成本控制等方案，这要求供应商从生产制造向“制造+服务”转型，并要着眼于产品全生命周期，在具备软硬件开发及生产能力的基础上，为客户个性化的需求提供一体化解决方案。这进一步提高了行业壁垒，从而加速行业集中化、品牌化。以三德为首的头部公司产品日益成熟完善，逐步能够满足下游业主方需求。

表 1：三德科技、远光软件和开元仪器燃料智能化发展历程

公司名称	燃料智能化产品	燃料智能化产品发展历程
远光软件	公司具备完整的燃料智能化管控系统产业链的建设能力，涵盖燃料入厂管理、智能采制样、智能存取样、自动化实验室等众多环节，并且公司具备 EPC 总承包能力	1、2013 年从提供“纯软件”燃料智能化信息系统向“软硬件一体化”方向发展。 2、2014-2016 年公司燃料智能化管理产品发展迅速，2016 年全年累计交付项目 30 余个，实现营业收入 2.04 亿元，同比增加 36.73%。 3、2017 年远光瑞翔科技开展智能化无人自动化实验室相关仪器的研发工作取得进展，相关产品已在试点电厂运行成功；根据公司 2018 年年报，2018 年开始由于宏观环境影响，火电厂亏损面大，燃料智能化项目被压减，竞争加剧，公司燃料智能化管理产品收入进一步缩减，2017、2018 年公司该产品收入分别为 1.23 和 0.96 亿元，分别同比减少 57.32% 和 21.76%。
开元仪器	燃料智能入厂计量系统、燃料智能全自动采样系统、燃料智能全自动制样系统、燃料智能样品自动输送系统、燃料智能化化验管理系统、燃料智能样品自动存查系统、燃料智能接卸系统、燃料智能数字化堆放管理系统、智能燃料数据管理分析系统、燃料智能决策系统等子系统。	1、公司 1992 年成立，生产专业煤质分析仪器，2005 年开始燃料管理相关软件系统研发，实现软硬件全面发展。 2、2006 年实现燃料采、制、化全流程覆盖，2013 年新增了全自动制样系统产品、燃料智能化管理信息系统等全新产品。 3、2014 年公司获得了电力施工总承包资质并收获电力燃料智能化管理项目建设总承包订单，推出 5E-FICS 燃料智能管控系统； 4、2014-2016 年公司燃料智能化系统收入快速增长，从 0.26 亿元提高至 1.43 亿元，CAGR 为 135%；根据公司 2016 年年报，由于市场竞争激烈以及公司经验不足等原因，公司燃料智能化管理系统产品仍未实现盈利。 5、2017 年公司精细化管控燃料智能化 EPC 项目，2017 年 EPC 项目完工订单额同比持平，公司收购恒企教育和中大英才，并于 2019 年将制造业整体剥离至“开元有限”，实现股权变更。
三德科技	无人化验系统、机器人制样系统、采样系统、采制长距离对接系统、智能封装系统、样品自动传输系统、自动存查柜系统、除尘系统等，涵盖采样、制样、输送、存储、化验等全环节	1、1999 年以前，公司产品主要为用于煤炭发热量测试的热值分析产品，2000 年前后，公司先后研发出用于煤炭检测的元素分析产品、成分分析产品和物理特性分析产品。 2、2012 年，推出全系列制样设备、环保制样除尘系统、燃煤智能化专家管控系统；3、2014 年公司正式对外发布 SDIPS1000 全自动制样系统（第一代）；2015 年公司推出了以 U4 全通制样系统、U4 煤场动态管理系统等为主的燃料智能化管控系统产品，进一步完善了产品线。 4、2019 年推出得见 TM 系列 SDRPS 机器人制样系统和 SDIAS 无人化验系统，样品制备及化验真正实现无人化、透明化和全流程自动化，目前 SDIAS 无人化验系统已迭代至 3.0 版本。

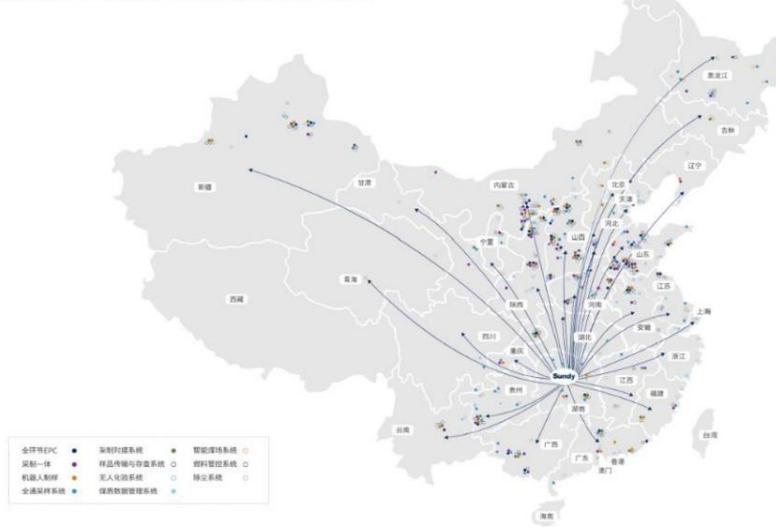
资料来源：各公司公告，各公司官网，中信建投

需求景气度持续向好，市场空间广阔。无人化智能装备是智慧电厂的重要一环，有助于煤电厂降本增效，经济效益高，已率先应用于五大发电集团，但整体渗透率仍低，同时其他四小及地方性电厂也在积极推进改造，呈现全行业铺开的趋势，带动市场空间持续提升。我国规模以上煤电厂数量超过 1000 家，假设每个煤电厂配备一套公司标准的智能装备产品（包括“采-制-输-化-存”全过程），单价 1500 万元，测算得存量市场规模为 150 亿元；近两年煤电开工维持高位，根据北极星火电网公开数据，我们统计 23 和 24 年煤电新开工机组均在 100GW 左右，公司无人化智能装备属于煤电辅机设备，在新机组有望高比例配置，年增量市场可观。

公司是行业最早开展煤质分析仪器研制的制造商之一，并率先开展无人化智能装备的研制开发，综合竞争优势明显：①技术优势及以此为基石的性能优势，风透®、伞旋®、自沉集®等专利技术从根本上解决因煤种复杂、水分含量高、粘性大导致的系统堵/卡死、残留影响代表性等运行问题，率先实现“数据商用”、“投运率高”、“运行经济”、“智能调度”等智能化管理建设目标；②是行业可提供“采-制-输-化-存”全过程数智化管控产品且具有完全自主知识产权的制造企业；③项目交付经验优势，公司可提供产品全生命周期一站式服务。2024 年公司成功交付华电邹县（中国华电集团最大的火力发电厂）、华能沁北（中国华能集团最大的火力发电厂）等项目，正在实施大唐托克托（全球最大的火力发电厂）项目，上述均为业内标杆性电厂的燃料数智化管理建设项目。

图 12：公司无人化智能装备产品业绩（部分）

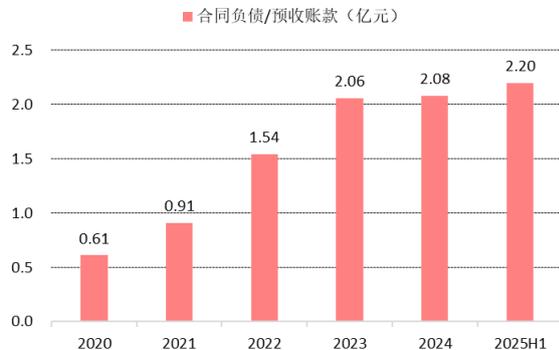
采制输存化全环节无人化管控整体解决方案业绩（部分）



资料来源：公司公告，中信建投

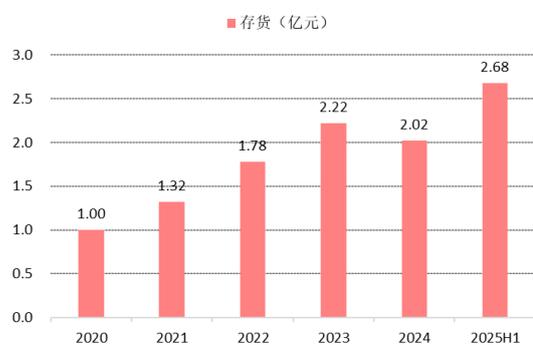
公司充分受益行业景气度，新签订单高增、在手订单充足，合同负债和存货近几年呈上升趋势。2024 年公司智能装备迎来爆发，收入 2.81 亿元，同比+94.80%，25H1 智能装备收入为 0.91 亿元，同比+117.09%，未来将进一步放量，贡献公司主要增量。

图 13：公司合同负债持续提升



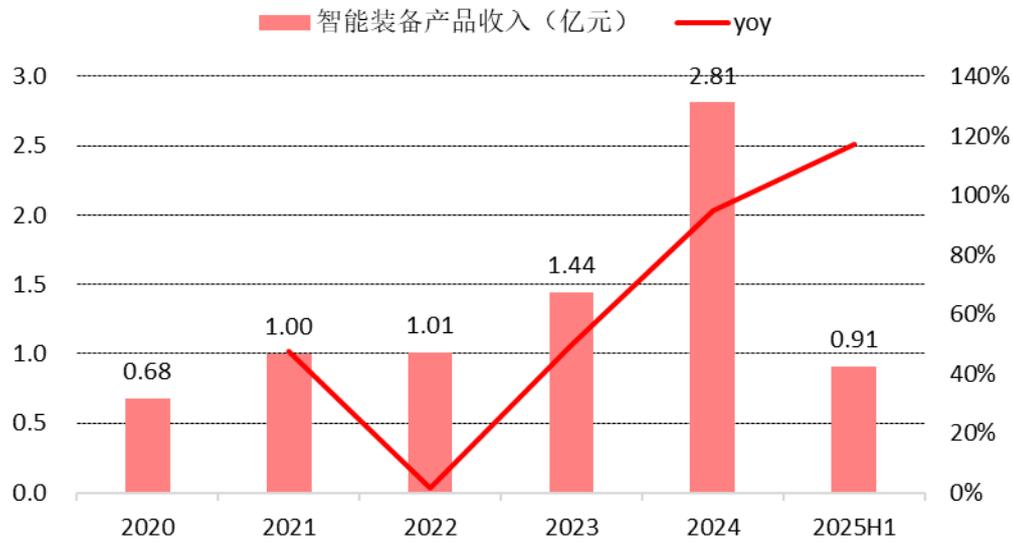
资料来源：Wind，中信建投

图 14：公司存货持续提升



资料来源：Wind，中信建投

图 15：公司无人化智能装备产品收入和增速



资料来源: Wind, 中信建投

公司新基地长兴园区 II 号楼用于无人化智能装备产品线的设计产能为 10 亿元，于 2023 年 2 月投运，随着产能爬坡以及产品交付愈加熟练，公司无人化智能装备项目实施和交付效率大幅提升，2024 年综合类项目现场实施周期平均缩短超过 40%，带来产品线量利齐升，毛利率有望持续提升。

公司无人化智能装备具备横向拓展能力，非煤领域值得期待

公司以仪器+智能化/无人化为核心基础能力，具备横向拓展其他领域的的能力。我国的无人化智能装备在火电行业率先试点应用、推广，并逐步扩展到煤炭（采-运/储-售）以及冶金、化工、建材等其他以煤炭为重要工业原料或燃料的行业领域。此外，非煤领域，如固废危废、水泥原料等，亦有无人化智能装备的应用出现。公司掌握仪器+智能化/无人化底层技术，建立了多个基础能力团队，能准确把握客户产业升级中的智能化、系统化等新需求，公司通过分析仪器深入挖掘数据价值，系统产品支持与客户运营系统对接，帮助传统行业实现个性化、智能化升级。

图 16：公司发展战略



资料来源：公司公告，中信建投

公司具备创新基因，研发投入大，近几年研发费用率均超过 10%。随着公司无人化智能装备在煤电市场逐渐成熟，叠加新产能投放，非煤领域拓展值得期待。

图 17：公司近几年研发费用率均超过 10%



资料来源：公司公告，中信建投

2017 年公司注册成立控股子公司湖南三德盈泰环保科技有限公司，持股比例 60%，三德环保主要从事固/危废领域实验室设计，以及实验室仪器设备、实验室环境保障系统、实验室信息管理系统等产品的研发、制造、

销售和技术服务，其专注于固/危废实验室全生命周期管理解决方案的提供，是这一细分市场首家提出实验室全生命周期管理理念的企业。三德环保生产的固/危废实验室分析仪器及其实验室信息管理系统主要用于固/危废的样品制备、预处理及成分分析，通过实验室设备合理配置的同时，提供实验室运营技术指导，从而实现实验室环境运行的安全、高效、经济。2024年实现收入1586万元，净利润229万元。

盈利预测&风险提示

预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.85、2.35 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：火电招标不及预期，智能装备推广不及预期，宏观经济波动。

火电招标不及预期：在保供+调峰的迫切需求下，自 2021 年以来煤电投资重回增长，未来如果火电投资趋缓，公司可能面临相关产品订单减少、收入与利润下滑的风险；

智能装备推广不及预期：公司未来的增长主要来自智能装备业务订单的交付和新订单放量，若公司交货周期延长和推广不及预期，可能会影响整体盈利预测；

宏观经济波动：公司目前主要客户分布在电力生产、第三方检测、矿产采掘、水泥生产、金属冶炼、石油化工等高耗能行业，以及相关监测和科研单位，其中多数客户所处行业具有较强的周期性特征，导致公司业绩受宏观经济和下游行业波动的影响。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E
营业收入(百万元)	464.54	576.58	768.20	998.74
YoY(%)	18.01	24.12	33.23	30.01
净利润(百万元)	53.74	143.24	184.81	235.22
YoY(%)	-41.71	166.55	29.02	27.28
毛利率(%)	58.82	53.82	53.58	53.26
净利率(%)	11.57	24.84	24.06	23.55
ROE(%)	7.30	17.76	20.35	22.68
EPS(摊薄/元)	0.26	0.70	0.90	1.14
P/E(倍)	82.67	31.01	24.04	18.89
P/B(倍)	6.04	5.51	4.89	4.28

资料来源：iFinD，中信建投证券

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
流动资产	794.74	821.70	1,039.55	1,317.33
现金	135.26	81.75	158.71	259.47
应收票据及应收账款合计	234.03	253.30	285.29	329.87
其他应收款	7.63	8.92	13.10	17.03
预付账款	2.40	2.72	7.29	9.48
存货	222.13	202.43	263.80	319.71
其他流动资产	193.29	272.58	311.35	381.76
非流动资产	360.01	420.51	406.34	391.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	219.94	211.11	198.72	186.28
无形资产	31.08	30.31	29.43	27.71
其他非流动资产	108.99	179.09	178.19	177.29
资产总计	1,154.74	1,242.21	1,445.89	1,708.61
流动负债	401.52	418.27	518.61	649.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	112.96	119.34	147.53	193.11
其他流动负债	288.57	298.94	371.08	456.70
非流动负债	3.28	2.48	2.48	2.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.28	2.48	2.48	2.48
负债合计	404.80	420.75	521.09	652.28
少数股东权益	14.20	14.73	16.60	18.97
股本	205.75	205.75	205.75	205.75
资本公积	166.54	166.54	166.54	166.54
留存收益	363.44	434.44	535.91	665.06
归属母公司股东权益	735.73	806.73	908.20	1,037.35
负债和股东权益	1,154.74	1,242.21	1,445.89	1,708.61

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
经营活动现金流	138.77	174.20	197.67	275.73
净利润	54.77	144.15	186.68	237.60
折旧摊销	15.36	17.78	19.17	20.06
财务费用	-0.50	-1.09	-0.42	-0.73
投资损失	-12.42	-7.53	-7.80	-8.60
营运资金变动	1.47	17.46	-2.90	24.18
其他经营现金流	80.08	3.43	2.94	3.22
投资活动现金流	-26.79	-151.82	-37.79	-69.62
资本支出	31.00	10.69	5.00	5.00
长期投资	-9.36	-150.02	0.00	0.00
其他投资现金流	-48.44	-12.49	-42.79	-74.62
筹资活动现金流	-38.95	-75.30	-82.92	-105.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-38.95	-75.30	-82.92	-105.34
现金净增加额	73.13	-52.76	76.96	100.77

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	464.54	576.58	768.20	998.74
营业成本	191.31	266.24	356.62	466.78
营业税金及附加	7.29	8.58	11.46	14.90
销售费用	70.14	69.28	90.65	114.85
管理费用	33.39	36.33	46.09	57.93
研发费用	52.60	65.07	86.04	112.86
财务费用	-0.50	-1.09	-0.42	-0.73
资产减值损失	-0.25	-0.23	-0.25	-0.27
信用减值损失	-91.57	-1.81	-2.00	-3.00
其他收益	25.09	21.71	23.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.43	0.00	0.00
投资净收益	12.42	7.53	7.80	8.60
资产处置收益	-0.14	0.07	-0.02	-0.02
营业利润	55.87	159.87	206.29	262.45
营业外收入	0.08	0.26	0.40	0.50
营业外支出	0.15	0.97	0.41	0.41
利润总额	55.80	159.16	206.27	262.54
所得税	1.02	15.01	19.60	24.94
净利润	54.77	144.15	186.68	237.60
少数股东损益	1.04	0.92	1.87	2.38
归属母公司净利润	53.74	143.24	184.81	235.22
EBITDA	70.66	175.84	225.02	281.87
EPS (元)	0.26	0.70	0.90	1.14

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	18.01	24.12	33.23	30.01
营业利润(%)	-49.31	186.16	29.03	27.23
归属于母公司净利润(%)	-41.71	166.55	29.02	27.28
获利能力				
毛利率(%)	58.82	53.82	53.58	53.26
净利率(%)	11.57	24.84	24.06	23.55
ROE(%)	7.30	17.76	20.35	22.68
ROIC(%)	15.71	37.36	50.36	62.68
偿债能力				
资产负债率(%)	35.06	33.87	36.04	38.18
净负债比率(%)	-18.04	-9.95	-17.16	-24.56
流动比率	1.98	1.96	2.00	2.03
速动比率	1.42	1.47	1.48	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.46	0.53	0.58
应收账款周转率	2.20	2.53	3.17	3.65
应付账款周转率	2.43	2.75	3.04	3.04
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.70	0.90	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.85	0.96	1.34
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.92	4.41	5.04
估值比率				
P/E	82.67	31.01	24.04	18.89
P/B	6.04	5.51	4.89	4.28
EV/EBITDA	28.62	11.45	17.38	13.36

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

秦基粟

中小盘首席分析师。上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，重点关注高端制造领域以及策略选股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名，2020 年“新财富”最佳分析师港股及海外市场研究第 5 名。

林赫涵

中信建投证券中小盘分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，擅长自下而上挖掘细分龙头，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。

邓皓烛

中信建投证券中小盘分析师，同济大学土木工程本硕，法国国立路桥大学工程师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk