

天秦装备（300922）

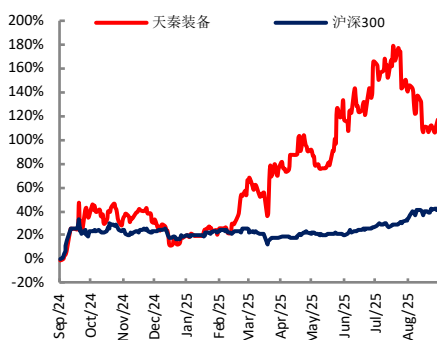
目标价：42.00

昨收盘：27.62

国防军工

深耕装备防护领域，受益弹药产业链高景气

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 1.59/1.25
总市值/流通(亿元) 43.80/34.43
12个月最高/最低(元) 33.65/12.46

相关研究报告

报告摘要

国内装备防护领域龙头企业，产品应用覆盖多军兵种。天秦装备主要从事以高分子材料、树脂基复合材料、金属材料制品的新型加工和应用技术为核心的专用防护装置及装备零部件的研发、生产和销售。其中，公司军品以自主研发生产的改性工程塑料为依托，研制加工各种弹药包装、特种装备包装及武器零部件等，广泛应用于陆军、海军、空军、火箭军、战略支援部队、武警等各军兵种。

配套兵器兵装两大军工集团，充分受益弹药产业链高景气。公司与中国兵器集团、中国兵装集团多家总体厂商长期保持密切合作的关系，满足总体厂商对各类装备防护产品的需求。作为公司主要产品的专用防护装置是防务装备中最为基础的构成部分，在已经定型及列装的多型防务装备上具有先发优势。鉴于公司产品所配套的多型弹药系我国当前的主战防务装备，且上述装备定型列装后使用周期长，在其服役期间，公司将获得持续不断的产品订单，充分受益弹药产业链的高景气。

产品种类不断丰富，在研项目储备充足。公司从创立之初单一防护功能的弹箭用防潮塞（弹药储存关键零部件），逐步向综合防护产品及装备零部件延伸，陆续设计、研发、生产出服务于陆、海、空等多用途防务装备的弹药防护箱（筒）、助推器防护箱、集装托盘及枪、弹用零部件等。公司在现有产品基础上必要的延展业务，横向丰富公司产品种类，进一步开拓市场，拥有更多的配套业务。目前，公司在研项目储备充足，随着这些新产品陆续定型并实现批量生产，将成为公司新的业绩增长点。

盈利预测与投资评级：预计公司2025-2027年的净利润为0.83亿元、1.44亿元、2.08亿元，EPS为0.52元、0.91元、1.31元，对应PE为53倍、30倍、21倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品研发进度不及预期；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	230.54	398.83	697.96	1012.04
营业收入增长率(%)	49.14%	73.00%	75.00%	45.00%
归母净利润（百万元）	41.68	82.54	143.65	207.81
净利润增长率(%)	29.49%	98.04%	74.03%	44.66%
摊薄每股收益（元）	0.263	0.521	0.906	1.310
市盈率（PE）	105.09	53.06	30.49	21.08

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

目录

一、 国内装备防护领域龙头企业，产品应用覆盖多军兵种	4
(一) 专注装备防护领域二十余载，深厚技术积累确保行业领先地位	4
(二) 整体营收规模保持平稳增长态势，募投项目助力业绩迈上新台阶	7
二、 装备防护技术不断演进，新材料应用层出不穷	10
三、 地缘政治紧张局势推动军费增长，弹药采购量大幅提升	14
(一) 配套兵器兵装两大军工集团，充分受益弹药产业链高景气	16
四、 产品种类不断丰富，在研项目储备充足	18
(一) 专用防护装置	18
(二) 装备零部件	23
(三) 在研项目	24
五、 盈利预测及估值	26
六、 风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 控股子公司情况.....	6
图表 4: 公司主要产品.....	6
图表 5: 公司 2020-2024 年营业收入.....	8
图表 6: 公司 2020-2024 年归母净利润.....	8
图表 7: 公司 2024 年收入结构.....	8
图表 8: 公司 2024 年毛利结构.....	8
图表 9: 公司募投项目基本情况.....	9
图表 10: 专用防护装置材料的发展演进.....	10
图表 11: 老式木质弹药箱.....	11
图表 12: 美军弹药丝捆木箱包装.....	12
图表 13: 美军新型塑料包装箱.....	12
图表 14: 美军在 1991 年以来四次局部战争的主要空袭行动中消耗的弹药数量.....	14
图表 15: 2005-2025 年中国国防支出预算.....	15
图表 16: 同行业的其他企业.....	16
图表 17: 公司高性能工程塑料类防护装置产品.....	19
图表 18: 公司树脂基复合材料类防护装置产品.....	21
图表 19: 公司金属类防护装置产品（型号 J215）.....	22
图表 20: 公司金属类防护装置产品（型号 J849）.....	22
图表 21: 公司装备零部件产品.....	23
图表 22: 公司主要在研项目.....	24

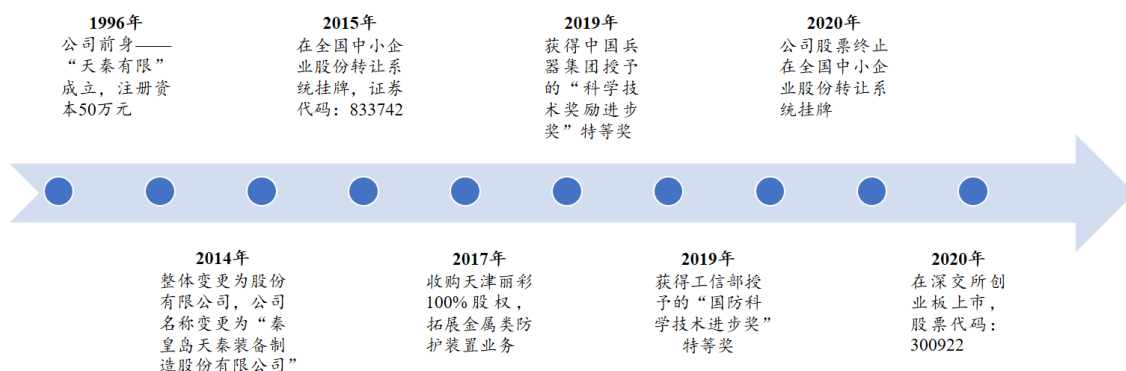
一、国内装备防护领域龙头企业，产品应用覆盖多军兵种

秦皇岛天秦装备制造股份有限公司主要从事以高分子材料、树脂基复合材料、金属材料制品的新型加工和应用技术为核心的专用防护装置及装备零部件的研发、生产和销售。其中，公司军品以自主研发生产的改性工程塑料为依托，研制加工各种弹药包装、特种装备包装及武器零部件等，广泛应用于陆军、海军、空军、火箭军、战略支援部队、武警等各军兵种。

(一) 专注装备防护领域二十余载，深厚技术积累确保行业领先地位

公司前身“天秦有限”创立于 1996 年，总部位于河北省秦皇岛市经济技术开发区；2014 年整体变更为股份有限公司，公司名称变更为“秦皇岛天秦装备制造股份有限公司”。自成立以来，公司始终立足防护装置的研发制造，从创立之初单一防护功能的弹药用防潮塞（弹药储存关键零部件），逐步向综合防护产品及装备零部件延伸，陆续设计、研发、生产出服务于陆、海、空等多用途防务装备的弹药防护箱（筒）、助推器防护箱、集装托盘及枪、弹用零部件等。作为国内率先提出将工程塑料材料替代传统防护材料并实现弹药包装系列化、集装化的供应商之一，公司凭借主要产品在耐冲击性、耐热性、耐寒性、强度、硬度等技术指标上的明显优势，与我国多家防务装备科研及整机/总体单位建立了长期稳定的合作关系，为保障部队战斗力、作战反应能力做出了贡献。2020 年，公司在深交所创业板上市，股票代码：300922。

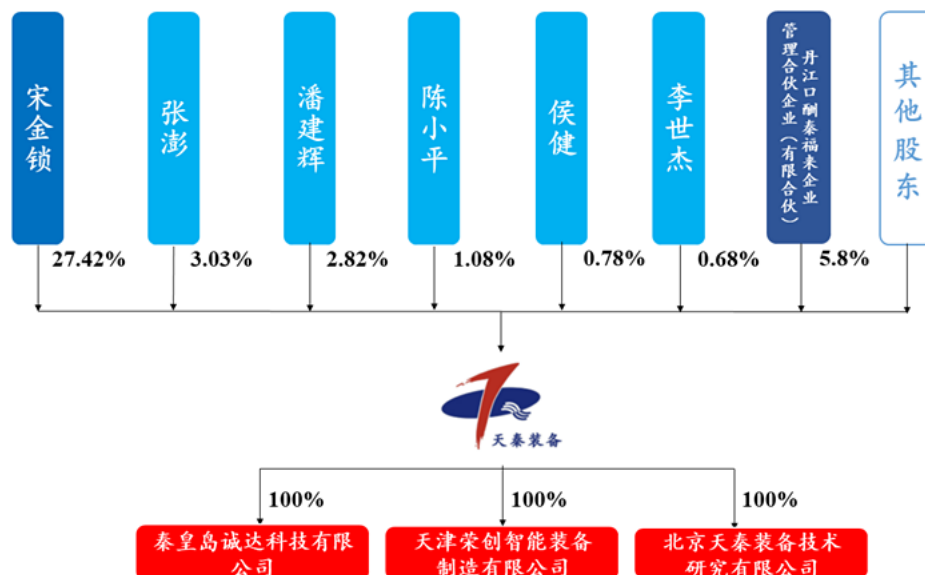
图表1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司在装备防护领域经过多年的技术积累，形成了多项具有自主知识产权的核心技术，在多项新型防务装备研制重大项目中做出了突出贡献，分别获得中华人民共和国工业和信息化部授予的“国防科学技术进步奖”特等奖及中国兵器工业集团有限公司授予的“科学技术奖励进步奖”特等奖，并充分利用国内现有专业资源优势，将理论研究应用到产品研发中，承担了多种新型号装备防护产品的研制任务，持续推动技术的创新和业务领域的不断拓展，建立并巩固了公司在行业内的领先地位，并逐步成为国内装备防护领域最具竞争力的企业之一。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

根据天秦装备发布的最新财报显示，公司第一大股东兼实际控制人是宋金锁，持股比例为27.42%。作为公司创始人，宋金锁于1997年主动自国有企业秦皇岛耐火材料厂副厂长的职务下岗，并于当年底受让了“天秦有限”70%股权，开始担任“天秦有限”执行董事、总经理。在宋金锁的带领下，公司瞄准军用装备防护市场，开辟了国内将工程塑料应用于弹药防护装备生产的先河。经过二十余年的艰苦奋斗，天秦装备在军用装备防护领域逐渐发展壮大，取得了多项发明和实用新型专利，并获得“军工四证”和高新企业企业资质，形成了完善的军工科研、生产与服务体系，确立了军用防护装置领域的核心配套地位。

目前，天秦装备旗下共有 3 家控股子公司，分别是：天津荣创智能装备制造有限公司、北京天秦装备技术研究有限公司和秦皇岛诚达科技有限公司。其中，秦皇岛诚达科技有限公司立足高分子材料研发、生产领域，有利于提升公司在高分子材料配方研发方面的能力，满足高分子材料持续增长的采购需求，极大降低公司核心原材料的采购成本；北京天秦装备技术研究有限公司的成立旨在进一步整合京津冀三地资源和产业链，形成更加完善的产业结构和业务体系，继续在专用防护装置及装备零部件等领域深耕，并筹建面向新材料、装备智能化、信息化、无人化等领域的研发中心，丰富产品种类、推动性能升级，提升公司整体竞争力。

图表3：控股子公司情况

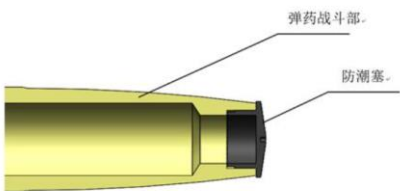
公司名称	成立时间	持股比例（%）
天津荣创智能装备制造有限公司	2010 年 11 月	100.00
北京天秦装备技术研究有限公司	2024 年 9 月	100.00
秦皇岛诚达科技有限公司	2023 年 8 月	100.00

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司主要产品包括专用防护装置和装备零部件等，不仅广泛服务于陆、海、空等多用途防务装备防护领域，也可应用于民用防护领域。其中，专用防护装置产品目前主要应用于防务装备领域，对弹药及相关武器装备进行防护。根据生产材料的不同，具体分为高性能工程塑料类防护装置、树脂基复合材料类防护装置及金属类防护装置三大类。

图表4：公司主要产品

产品系列	产品介绍	部分产品示例
专用防护装置	专用防护装置产品目前主要应用于防务装备领域，对弹药及相关武器装备进行防护。根据生产材料的不同，具体分为高性能工程塑料类防护装置、树脂基复合材料类防护装置及金属类防护装置三大类。 (1) 高性能工程塑料类防护装置主要包括陆军、海军、空军、火箭军、防化、外贸等高性能工程塑料弹药包装箱、工程塑料包装筒、集装化托盘，产品范围囊括陆、海、空及火箭军各兵种弹药防护箱装置（箱型、筒型）；	

	(2) 树脂基复合材料类防护装置主要包括：海军、空军、火箭军、外贸等树脂基复合材料包装箱、包装筒等； (3) 金属类防护装置主要包括铝合金、钢质包装箱，用于导弹等特种装备的密封、贮存、运输和机械防护，具有高阻隔性高强度、防静电、耐高低温等技术特点，使装备免受水、气、光照等环境因素影响导致战备功能失效。	
装备零部件	装备零部件产品指直接应用于防务装备的功能性零部件，是防务装备重要的组成部分，主要包括：弹箭用防潮塞、单兵多用途攻坚弹系统零部件、催泪弹零部件、弹药零部件、密封功能件、储运发一体装置、通用弹药技术检查柜（含工具）等。	

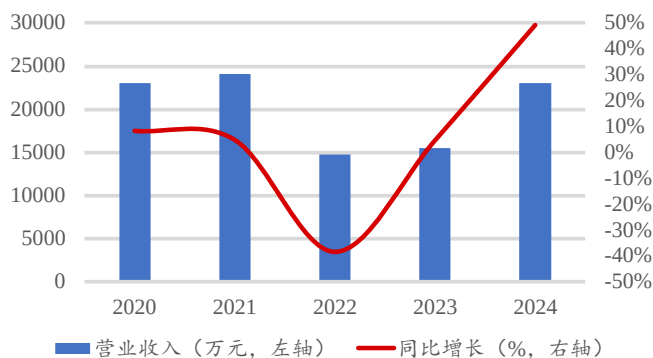
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司自设立以来始终专注于装备防护产品的研发和生产，并承担多项国家重点型号弹药防护装置的研制和生产任务，先后参与制定《弹箭用防潮塞通用规范》（GJB4374A-2019）、行业标准《20L 塑料扁提桶规范》（YLB43-2015）、省级地方标准《耐极限环境温度长玻纤增强聚丙烯复合材料通用技术要求》（DB13/T 5121-2019）。目前，公司在装备防护领域已经具备深厚的技术积累和丰富的应用经验，形成了一系列具有自主知识产权的核心技术，在工程塑料材料配方设计技术、工程塑料制品结构设计技术、树脂基复合材料制品结构设计技术、预制破片注塑成型技术、训练弹结构设计与加工等方面具备技术优势。

（二）整体营收规模保持平稳增长态势，募投项目助力业绩迈上新台阶

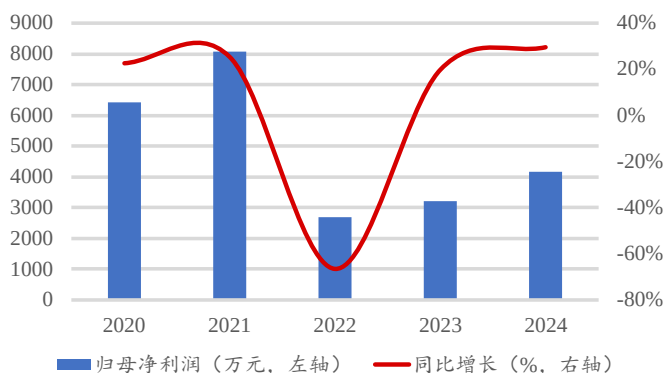
近年来，公司整体营业收入保持平稳增长态势。2019-2024 年公司营业收入的年复合增长率为 2.03%，综合毛利率水平维持在 30%以上。其中，公司 2022 年经营业绩有较大幅度下降，主要原因系：下游客户生产计划延期，新增需求未达预期，且公司部分产品因最终用户采购需求调整，导致销售订单减少。我们认为，2025 年是“十四五”收官之年，行业有望摆脱近两年的低迷期，迎来全面复苏的景气拐点。随着下游客户订单的恢复和释放，公司业绩有望重回增长态势。

图表5：公司 2020-2024 年营业收入



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

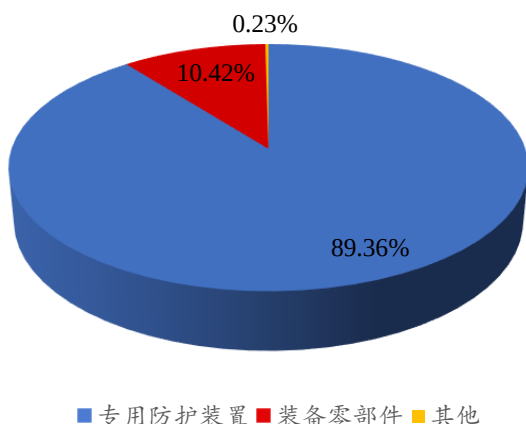
图表6：公司 2020-2024 年归母净利润



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

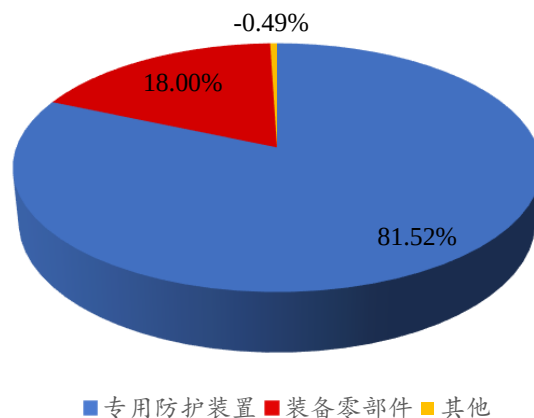
从公司 2024 年的收入和毛利结构来看，专用防护装置产品是公司主要的收入和利润来源，占公司总收入和毛利的比重超过 80%。公司以市场需求为导向，向综合防务装备防护产品及装备零部件延伸，陆续设计、研发、生产出多层次、系列化防护装置及装备零部件等产品。同时，公司在现有产品基础上必要的延展业务，纵向加大材料的研发与生产，满足公司自用并进行外销，横向丰富公司产品种类，进一步开拓市场，拥有更多的配套业务，打造新的业绩增长点。

图表7：公司 2024 年收入结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表8：公司 2024 年毛利结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司 IPO 募集资金投资项目是在现有技术和人员储备的基础上，在秦皇岛本地扩充生产线并建立技术研发中心，是公司现有业务的扩展和延伸，与现有主营业务和核心技术有极高的关联度。主要内容包括新型军用防护装置制造升级建设和研发中心建设项目，并补充流动资金。

图表9：公司募投项目基本情况

项目名称	计划投资总额（万元）	调整后投资总额（万元）	项目达到预定可使用状态日期	项目设立目的
新型军用防护装置制造升级建设项目	19053.05	19053.05	2025 年 12 月 31 日	本项目的建设是公司基于自身技术水平的提升以及未来市场需求的判断，通过引入注塑设备、金属加工中心、型材挤出设备等大型自动化专用设备，实现 97.60 万套专用防护装置、2,600 吨专用防护材料的产能设计，从而满足我国装备防护产品的需求
研发中心建设项目	5948.88	5948.88	2023 年 12 月 31 日	本项目将建成国内一流的专用高分子改性复合材料研发中心，形成集科研、开发、检测试验、新产品测试于一体的综合研发中心，以增强公司的高分子改性材料研制开发能力和提高公司高分子改性材料研发水平
补充流动资金	4500.00	4500.00		支出日常固定废弃物、垃圾清运、绿化费用等费用
合计	29501.93	29501.93		

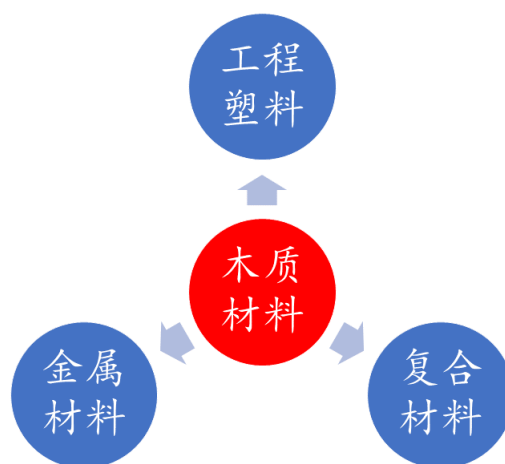
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

我们认为，这些募投项目建成后，公司经营效率、业务范围和研发能力都将得到显著提升，不仅能够有效解决公司产能不足的问题，而且有助于推动科研成果转化为经济效益，进一步增强企业核心竞争力，公司整体盈利能力有望迈上新台阶。

二、装备防护技术不断演进，新材料应用层出不穷

专用防护装置作为部队装备建设中的一项重要基础装备，是防务装备保护、储存、运输、保管、供应的重要保障手段，是装备现代化的重要标志之一，是经济高效完成装备保障工作的一项重要措施，是新时期质量建军、科技强军的重要手段，是提高部队快速反应能力的无声伙伴。专用防护装置的出现主要是为了保障防务装备的存放、运输安全，其早期材质主要以木质材料为主，随着世界化工工业的发展，逐步向高分子合成材料发展。防务装备的特点是精度高、几何形状复杂、造价昂贵，并且大多数产品都是重量重、体积大的钢制材料产品，因此对防护装置的各种性能要求十分严格。而早期“以木为主”的防护材料在强度、防震、防潮、防腐等性能方面较差，为了提高防护装置的各方面性能，不得不在其厚度、加强筋以及内防护装置等方面下功夫，从而造成防护装置的臃肿、笨重及结构不合理，进一步增大了防护装置的体积、重量、造价，同时给装卸、运输、堆码、仓储带来极大的不便。其次，传统的“以木为主”的防护装置材料，资源浪费，加工复杂，生产效率低，严重影响和限制了相关产品的现代化进程。

图表10：专用防护装置材料的发展演进



资料来源：太平洋证券整理

随着现代战争形态的发展，大型防务装备和高科技特种装备（包括各种作战平台、电子装备平台、新兴装备等）的不断应用，这些装备是由复杂技术构成的综合体，制造精密、材料构成复杂、价格昂贵、防护质量要求严格，因此防务装备的防护装置结构与封存方式必须符合其结构特

点和物理及化学特性。专用防护装置是确保装备可靠、长寿命、战时迅速转化为战斗力的重要环节之一，为了满足现代战争条件下物资防护的需要，需不断开发新技术、新材料，并应用于装备防护领域。同时，随着世界各国对装备防护的地位和作用的认知不断深化，世界工业水平的不断发展，新兴防护材料和防护技术层出不穷，工程塑料、复合材料及金属材料在装备防护中被大量采用，使得装备防护材料功能与性能得到了整体提升。

图表11：老式木质弹药箱

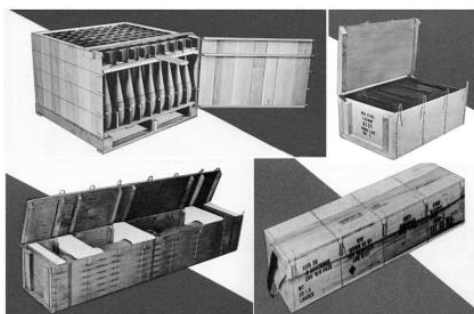


资料来源：互联网，太平洋证券整理

我国早期常用的专用防护装置主要以木质箱为主。木质箱重量较大，限制了每个作战单元携带弹药及装备的数量，其次是耐腐蚀性差，特别是在野外作战演练存放时，易变形、破损和虫蛀。木质箱箱体的防潮性、阻隔有害气体的能力都很差，不能提供较好的装备保存环境，大大减少了

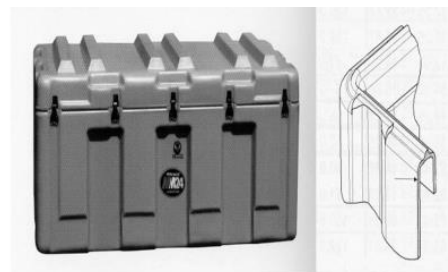
弹药的保存期。随着我国对专用防护装置的性能及质量要求提升，逐步开展对新型防护材料的研究。在上世纪 60 年代中期，曾采用低密度聚乙烯挤出拉管成型、两端热焊封，用来防护中、小口径炮弹，用树脂基复合材料（玻璃钢）制作防护装置筒；90 年代起，国内有关单位相继开展了弹药塑料防护装置的研制开发工作；近年来开始采用树脂基复合材料（玻璃钢）高性能工程塑料等非金属材料制作各种枪弹防护装置和坦克、炮车、输弹车用弹丸及药包筒。上述非金属防护装置具有质量轻、强度高、耐化学腐蚀性好、弹丸一致性好、装备方便、生产效率高、勤务维修性好等特点。当前，国内专用防护装置的供应商主要利用热塑性塑料或热固性塑料经挤出注塑、吹塑成型加工方法，制作包括聚乙烯塑料箱（筒）、聚丙烯塑料箱（筒）、PVC 塑料箱（筒）、ABS 塑料箱（筒）、PA（尼龙）塑料箱（筒）、玻璃钢缠绕成型弹药箱（筒）等。

图表12：美军弹药丝捆木箱包装



资料来源：《外军弹药包装发展研究》，太平洋证券整理

图表13：美军新型塑料包装箱



资料来源：《外军弹药包装发展研究》，太平洋证券整理

国外关于装备防护的材料及技术研究比较深入，自第二次世界大战结束后就已经开始了装备防护的研究。二战之前，装备防护装置还处于原始、孤立和分散的状况。对装备防护的研究局限于物流领域，对各类材料的腐蚀变质机理缺乏坚实的理论基础，在实践上各种装备防护技术也不能满足多环节、远距离和长时间的使用要求。装备防护技术的局限性导致美国在二战期间防务装备及物资损失惨重，若干物资和防务装备在由美国本土运往欧洲战场的途中锈蚀变质报废。上世纪 40 年代末期，美国的一份专用规范问世，系统的总结了二战期间装备防护技术的经验教训，第一次完整地提出了包括弹药在内的各种专用物资的防护方法，美国装备防护技术日趋成熟。到上世纪 50 年代，美国在防护装置技术方面的成果迅速在西方各国得到应用，同时，防护装置的材料、容器、封存防护装置工艺、检测试验方法及设备等方面趋于完善并得到发展。在此基础上，集多

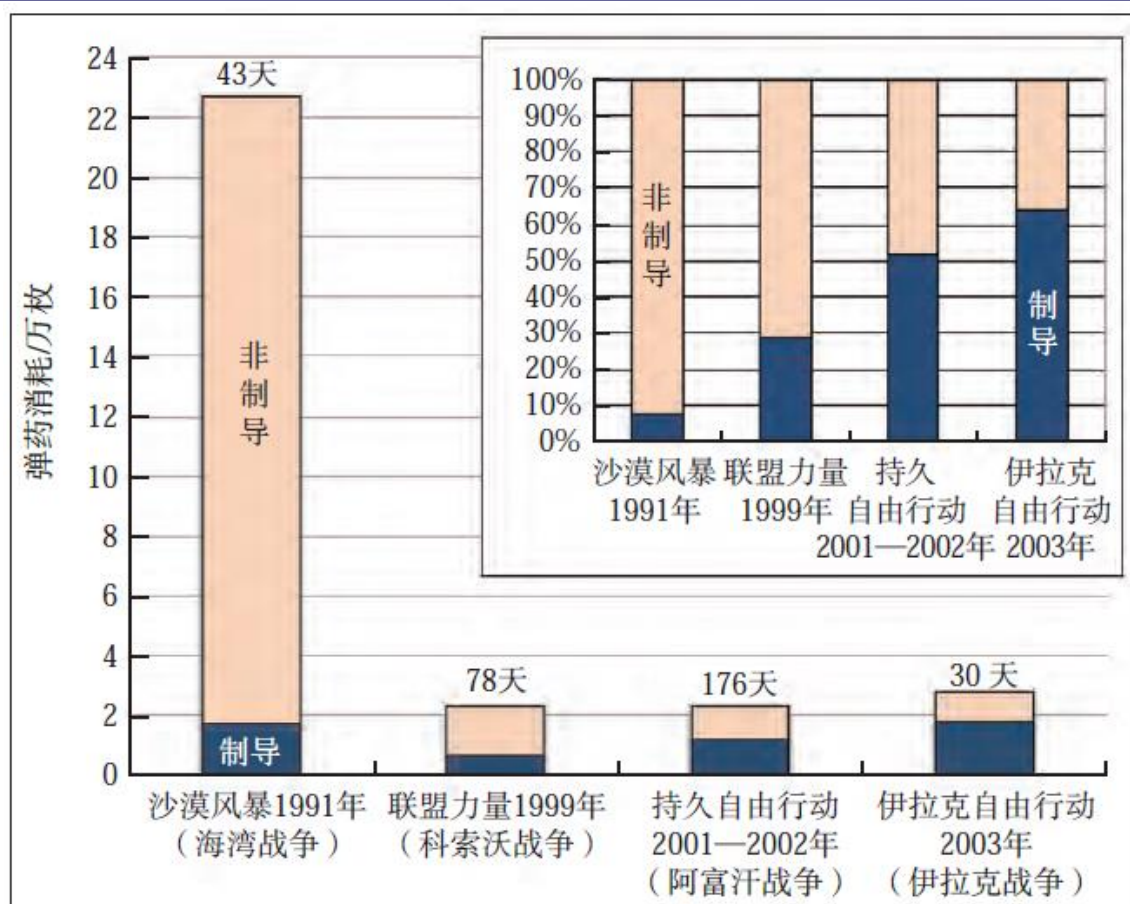
学科原理的综合性、专业性的防护装置技术迅速形成。20 世纪 60 至 70 年代，研究防护装置技术已涉及防护装置材料、防护工艺、防护装置结构、防护装置测试、防护装置机械、防护装置管理、防护装置教育、防护装置标准化等众多领域。美国国防部研究机关，海陆空三军及众多工业部门、若干大学纷纷成立防护装置研究与试验机构。此时期形成的技术手册、标准文件、教程和条例不但指导着专用物资防护装置技术的发展，而且直接运用于工业产品防护装置上，引导西方工业国家在防护装置方面的技术进步。到 1999 年，美军的各种型炮弹塑料防护箱占炮弹防护箱的比例已达到 65% 左右。目前美军正大量开发各种耐寒薄膜、防潮薄膜、防腐薄膜、高屏蔽薄膜等多功能性复合薄膜，以适应各种弹药的防护需要，同时，美军不断寻求新的内防护装置材料，大力发展各种新型材料在弹药防护装置上的应用。

现代战争形态的发展，带动了大型防务装备和高技术装备（包括各种作战平台、电子防务装备平台、新型防务装备等）的不断应用，而这些装备是由复杂技术构成的综合体，制造精密、材料构成复杂、价格昂贵、防护质量要求严格，因此，选用的防护装置结构与封存防护装置方法必须符合其构造特点和所具有的物理及化学特性。专用防护装置是确保装备高可靠、长寿命、战时迅速转化为战斗力的重要环节之一，为了满足现代战争条件下物资防护的需要，需不断开发新技术、新材料，并应用于装备防护领域。

三、 地缘政治紧张局势推动军费增长，弹药采购量大幅提升

根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）2025年4月28日发布的报告显示，2024年全球军费开支创下自冷战结束以来最大增幅。报告指出，地缘政治紧张局势的持续升级是推动全球军费攀升的核心因素，其中欧洲和中东地区的增幅尤为显著。2024年，全球军费开支增至约2.72万亿美元，比2023年实际增长9.4%。这是全球军费连续第10年增长，累计涨幅高达37%。据统计，超过100个国家和地区在2024年增加了军费开支。其中，北约成员国军费开支创历史新高，总开支达到15060亿美元，占全球军费开支的55%。美国作为北约成员和全球最大军费开支国，2024年军费开支增长5.7%，达到9970亿美元，占北约总军费开支的66%，占世界军费开支的37%。

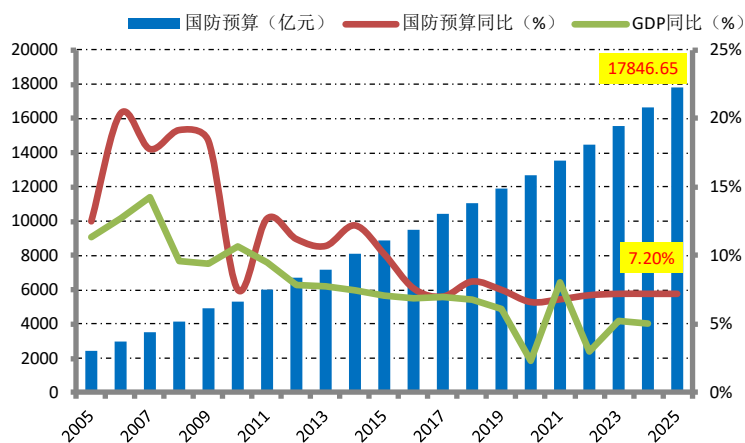
图表14：美军在1991年以来四次局部战争的主要空袭行动中消耗的弹药数量



资料来源：《大国竞争背景下美军弹药战备能力建设态势分析》，太平洋证券整理

近年来，美军大幅增加弹药采购，采购数量达近 20 年来峰值。以精确制导弹药为例，基于对美国国防部历年来预算文件中武器采购情况的统计，2001-2017 年，美军采购的骨干精确制导弹药数量达 46 万枚，以保障打赢历次小规模局部战争。特朗普政府上台以来，美国着眼打赢大规模战争，大幅提升弹药采购数量，2018-2020 年新增采购 20 万枚，几乎达到过去 17 年采购总量的一半。根据国防部 2021 财年预算文件，在 2018-2020 年新增采购 20 万枚基础上，2021-2025 年初步安排再采购 13.60 万枚。据 CSBA 统计，美军在 1991 年以来四次局部战争（海湾战争、科索沃战争、阿富汗战争、伊拉克战争）的主要空袭行动中，共消耗精确制导弹药约 5.40 万枚，而 2018-2025 年采购的 33.60 万枚精确制导弹药中，空地弹药采购量达 21.60 万枚，相当于过去 15 场局部战争的消耗量。近年来，美军将提升弹药战备水平作为重点工作予以大力推进。2017 年，美国国防部采办与保障（A&S）副部长办公室成立了弹药战争室（Munitions War Room），以摸底弹药库存短缺状况及产能约束因素。2018 年，美国国防部办公厅（OSD）启动弹药战备计划（MRI），并在 2019 年 4 月公开的《改革国防部运行机制提升效率初始计划》文件中，将弹药战备作为美军供应链与后勤改革的三大顶级任务之一。

图表 15：2005-2025 年中国国防支出预算



资料来源：财政部，太平洋证券整理

根据 2025 年 3 月 5 日公布的中央和地方财政预算草案报告，2025 年我国国防支出预算为 17846.65 亿元，同比增长 7.20%。我国国防支出主要是用在加大武器装备建设投入，淘汰更新部分落后装备，升级改造部分老旧装备，研发采购大型水面舰艇、先进战机、飞行武器等新式武器

装备，稳步提升武器装备现代化水平。目前，美国军费占 GDP 的比重大于 3%，北约成员国中有 23 个国家的防务支出占 GDP 的比重超过 2%。相比之下，我国国防支出占 GDP 的比重还不到 1.5%，未来仍有较大提升空间。随着现代战争形态向信息化、智能化方向加速演进，传统弹药体系正面临革命性升级需求，对信息化弹药的需求也将逐渐增大。信息化弹药本身技术含量较高，结构复杂，而且大量采用电子元器件、光学器件等，与传统弹药相比，其储存寿命会有所下降，更新采购的比例较高。在国防现代化进程加速推进的背景下，部队实战化训练强度持续提升，智能化装备列装规模快速扩大，弹药消耗基数呈现结构性增长态势。弹药类装备需求的不断增长将为专用防护装置提供广阔的市场空间。

(一) 配套兵器兵装两大军工集团，充分受益弹药产业链高景气

从我国防务装备产业链条来看，部队是防务装备的终端用户，中国兵器集团和中国兵装集团及其下属单位主要负责我国兵器的整机及相关系统的研制与生产，主要包括坦克、装甲车辆、火炮、枪械、战术导弹、火箭弹、火/炸药、观测器材、防护器材（装置）以及为特种技术装备配套的防务装备等。鉴于中国兵器集团及中国兵装集团在我国兵器装备市场具有主导地位，装备产业链其他各环节配套业务的参与者大多与中国兵器集团和中国兵装集团及其下属单位开展业务合作，共同参与装备的整体制造。其中，参与兵器生产的民营企业更多专注于专业化的零部件、部组件、模块及核心元器件的研发与生产，少量民营企业也进入到涉密程度较低的整机生产领域。

图表 16：同行业的其他企业

公司名称	业务内容	公司概况
西安昆仑	主要从事防务产品工程塑料、弹药包装的研发生产与销售	西安昆仑瞄准国家战略需求，开展各类防务产品包装的技术研究与设计工作
重庆益弘	主要从事防务产品包装箱、特种产品构件、汽车内外饰件、通机油箱等产品的开发与生产	隶属于中国兵器装备集团西南兵器工业公司，在注塑成型、吹塑成型、挤塑成型、氟化表面处理及塑料焊接等方面拥有先进工艺装备，同时还具备原材料研发、生产、塑料涂装、印刷等配套能力
金后盾	专业生产防务产品箱组类装备、野营营具、战备仓库建设、卫生装备、帐篷、背囊、精密机械加工等产品	金后盾是我国防务产品滚塑装备箱组的原创研发承制单位，产品于 2000 年列装配套，拥有十几年的防务产品研发生产经验

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

由于最终用户对专用防护装置产品精密度、机械强度、物理、化学性能要求较高，只有极少数企业掌握先进的材料制备工艺与技术，能够生产符合防务装备及物资防护要求的产品。因此，该行业集中度较高，竞争格局相对稳定。

专用防护装置作为防务装备制造生产中不可分割的一部分，对部队作战力及国家公共安全具有重要的战略意义，因此最终用户对产品的稳定性、可靠性、安全性要求非常高，相关生产企业通常需要较长时间的技术和市场的储备和积累，并经过长期、良好的应用和服务才能取得客户的信任，潜在竞争者很难在短期内与先发者在同一层面上进行竞争。为确保所生产的产品能够达到上述要求，我国对防务配套科研生产实行许可制度，相关装备配套厂商必须通过相关主管单位及监管部门的资格审查及认证。因此，只有技术实力强、产品质量高的企业才能开展防务装备配套研制、生产业务。

由于最终用户的采购具有较强的计划性，防务装备从列装到最终淘汰的周期较长，相关型号产品一旦列装部队后，即融入了相应的装备或设计体系，为保证设计体系的安全和完整，保持其战斗能力的延续和稳定，客户不会轻易更换与防务装备相关的配套产品，在后续的产品日常维护、技术改进和升级、更新换代、备件采购中对该产品的供应商需求延续性较强，同时，由于客户的结算流程较长，付款周期较长，客户往往会与供应商建立长期合作关系以确保稳定、高质量的供货。因此，产品一旦对客户形成批量供应，若后期无重大产品缺陷，相关产品及其配套与保障装备一般不会轻易更换，可在较长期间内保持优势地位。

天秦装备作为专用防护装置及装备零部件等产品的主要供应商，多年来坚持沿着“小核心、大协作”的发展策略，与中国兵器集团、中国兵装集团多家总体厂商长期保持密切合作的关系，满足总体厂商对各类装备防护产品的需求。根据 2024 年年报显示，公司对中国兵器集团下属单位的销售额占年度销售总额的比例为 60.59%，公司对中国兵装集团下属单位的销售额占年度销售总额的比例为 13.34%。作为公司主要产品的专用防护装置是防务装备中最为基础的构成部分，在已经定型及列装的多型防务装备上具有先发优势，在多型重点装备的防护研发过程中持续占有重要地位。鉴于公司产品所配套的多型弹药系我国当前的主战防务装备，且上述装备定型列装后使用周期长，在其服役期间，公司将获得持续不断的产品订单，充分受益弹药产业链的高景气。

四、产品种类不断丰富，在研项目储备充足

公司自成立以来，始终立足防护装置的研发制造，从创立之初单一防护功能的弹药用防潮塞（弹药储存关键零部件），逐步向综合防护产品及装备零部件延伸，陆续设计、研发、生产出服务于陆、海、空等多用途防务装备的弹药防护箱（筒）、助推器防护箱、集装托盘及枪、弹用零部件等。公司凭借主要产品在耐冲击性、耐热性、耐寒性、强度、硬度等技术指标上的明显优势，与我国多家防务装备科研及整机/总体单位建立了长期稳定的合作关系，为保障部队战斗力、作战反应能力做出了贡献。目前，公司主要产品包括专用防护装置和装备零部件等，不仅广泛服务于陆、海、空等多用途防务装备防护领域，也可应用于民用防护领域。

（一）专用防护装置

公司专用防护装置产品目前主要应用于防务装备领域，对弹药及相关武器装备进行防护，产品均具有耐冲击性、耐热性、耐寒性、强度和硬度较高的特点，可在撞击、高温、严寒等恶劣环境下使用。公司产品按生产材料的不同，具体分为高性能工程塑料类防护装置、树脂基复合材料类防护装置及金属类防护装置三大类。

（1）高性能工程塑料类防护装置

高性能工程塑料通常属于热塑性塑料范畴，其通过加热熔融、冷却固化的成型过程具有可逆特性，在适当条件下可回收循环利用，符合环保要求。公司专用防护装置产品属于消耗品，一次性使用。高性能工程塑料材料是公司为了满足专用防护装置的技术指标要求，自主开发、研制的具有独立知识产权的专用工程材料，材质均匀，质量轻、易成型、综合力学性能优于木材、钢材，耐腐蚀、耐老化、抗冲击、抗酸碱性能优良。环境适用温度范围为低温零下 55℃至高温零上 70℃，相对湿度 95%以上。该材料经国家化学材料测试中心按照《塑料拉伸性能的测定》等国家标准进行高温热老化性能测试、低温性能测试，能够满足极限高低温条件下的贮存性能要求；按照《炸药试验方法—火、炸药真空安定性试验》等标准进行相容性试验，与黑火药、TNT、硝基类药、虫胶漆、防锈漆、硅钢、铜类均有良好的相容性。

图表17：公司高性能工程塑料类防护装置产品

产品型号	产品示意图	产品说明
J101		属于小口径弹药密封包装箱，上下分体结构，通过两侧面锁扣组件锁紧包装箱；内置缓冲件可设计成隔板及发泡类防护件。
J104		属于小口径弹药密封包装箱，上下分体结构，内置发泡缓冲块，配备六个金属锁和两个塑料提手。
J106		属于非密封包装箱，上下分体结构，内置缓冲件可设计成隔板及发泡类防护件，配备四个金属锁和三个塑料提手（提手位置可以调整）。
J108		属于大口径弹药非密封包装箱，上下分体结构，配备四个金属锁扣和两个塑料提手，与“三防袋”内包装结合能有效实现防尘、密封、防雨淋、防静电等功能。
J113		属于小口径弹药密封包装箱，上下分体结构，通过两侧面锁扣组件锁紧包装箱；内置缓冲件可设计成隔板及发泡类防护件。箱体内外可喷涂抗静电涂料，表面电阻可控制在 $10^3\Omega \sim 10^6\Omega$ 之间。
J114		采用新颖的侧开式密封结构，有利于弹药的装取。外部用加强筋结构，可以有效避免外部冲击对内置弹药的损伤。通过内置件的合理设计，可以实现多型小口径弹药统一包装，安全可靠。箱体内外可喷涂抗静电涂料，表面电阻可控制在 $10^3\Omega \sim 10^6\Omega$ 之间。

J120		属于大中口径通用非密封包装箱，上下分体结构，内置缓冲件可设计成隔板及发泡类防护件，配备四个塑料锁扣和两个塑料提手。
J506		属于大口径弹药筒式密封包装，侧开卧式结构，在堆码状态下能够快速装取产品、进行检测，便于仓储以及勤务处理。
J513		属于大口径弹药筒式密封包装，侧开卧式结构，提弹方便快捷，单筒设计，单筒外有方形支架，可以方便叉运和多个单筒自由组合堆码。内置缓冲和定位配件，具有良好的密封性。
J730		载重量：动载荷：1.8t，静载荷：3t 属于组合式平托盘，四向进叉，载荷大、堆码稳定，主要用于防务装备及物资的长期贮存及运输。

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司高性能工程塑料类防护装置主要包括陆军、海军、空军、火箭军、防化、外贸等高性能工程塑料弹药包装箱、工程塑料包装筒、集装化托盘，产品范围囊括陆、海、空及火箭军各兵种弹药防护箱装置（箱型、筒型）。同时，公司还可根据客户的不同需求生产部分用于民用领域的产品，如用于液体盛装的防护筒和用于制造防护装置制品的材料。基于高性能工程塑料的特点及应用优势，未来公司将加大研发力度，拓展其防务装备和民用的使用领域，设计、研发出更多的专用防护装置，以满足不同的市场需求。

（2）树脂基复合材料类防护装置

树脂基复合材料通常以热固性树脂为基材，未固化时，树脂在加热和加压条件下具有较好的流动性，便于成型；当达到固化温度后，通过交联反应固化成型，且该过程不可逆。成型后的材

料具有优异的耐热性、刚性、强度和尺寸稳定性。选择合适的树脂及纤维材料，可以赋予产品不同的性能，如具有超高模量、耐化学腐蚀、耐烧蚀的特性，能满足极端工况环境下的使用要求。由于树脂基复合材料制品的成型工艺灵活多样，对生产设备的依赖性较小，更容易生产出任意形状、任意尺寸，且使用要求特殊的防护装置。

图表18：公司树脂基复合材料类防护装置产品

产品型号	产品示意图	产品说明
J613		筒体采用树脂基复合材料卷制成型，内层含有铝箔夹层，具有优异的机械强度和透湿性能；筒体与筒盖通过回转螺栓连接，无需借助工具即可开启。
J206		采用独立支架与密封筒组合化设计。筒体通过树脂基复合材料层压成型，内层含有铝箔夹层，具有尺寸精度高、重量轻、透湿性能优良的特点；筒体与筒盖通过 4 个金属锁扣连接，无需借助工具即可开启；两侧壁安装 4 个搬运把手，便于携行。
J205		采用树脂基复合材料糊制成型，侧面开口，内外两表面均为模具成型面，光滑、平整，内部设计了具有发明专利的滑动载重平台结构，便于内装器材的装箱操作。筒盖与筒体通过回转螺栓连接，无需借助工具即可开启。
J827		舰炮是舰艇主要常规作战装备，舰炮防护装置采用树脂基复合材料制造，具有比重小、强度高、耐腐蚀、易保养的特点，对雷达电磁波有良好的吸收能力。

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司树脂基复合材料类防护装置主要包括：海军、空军、火箭军、外贸等树脂基复合材料包装箱、包装筒等。包装箱多为火箭助推器包装箱，对火箭助推器进行密封贮存、运输、机械防护；

包装筒多为弹药包装筒，对弹药进行防护。

(3) 金属类防护装置

金属类防护装置主要包括铝合金、钢质包装箱，用于导弹等特种装备的密封、贮存、运输和机械防护，具有高阻隔性高强度、防静电、耐高低温等技术特点，使装备免受水、气、光照等环境因素影响导致战备功能失效。

图表19：公司金属类防护装置产品（型号 J215）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表20：公司金属类防护装置产品（型号 J849）

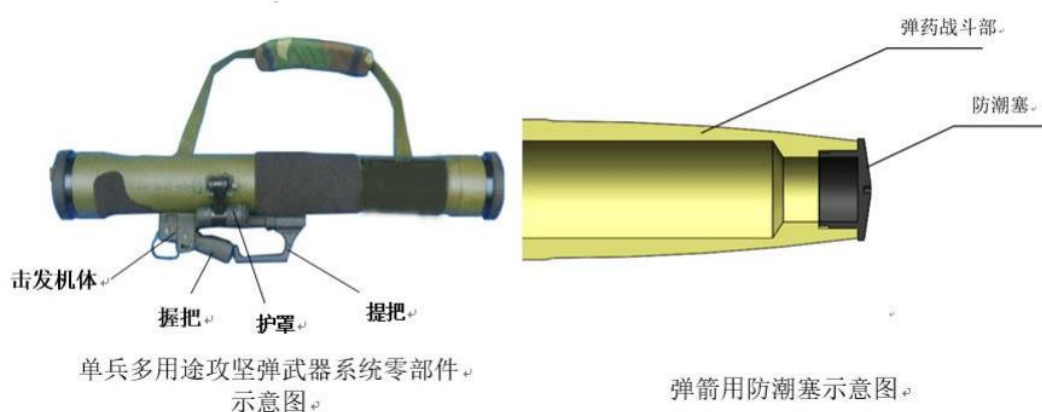


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

(二) 装备零部件

装备零部件指直接应用于防务装备的功能性零部件，是防务装备重要的组成部分。公司当前生产的装备零部件主要包括：弹箭用防潮塞、单兵多用途攻坚弹系统零部件、催泪弹零部件、弹药零部件、密封功能件、储运发一体装置、通用弹药技术检查柜（含工具）等。

图表21：公司装备零部件产品



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

弹箭用防潮塞主要在弹药贮存期间替代引信，装配于弹药战斗部（弹头）前端，对弹药口部螺纹进行防护。单兵多用途攻坚弹系统零部件主要包括击发机体、握把、提把、护罩，是单兵多用途攻坚弹系统零部件的功能性部件。催泪弹零部件主要包括壳体、发火体、端盖、导火管等，对催泪药剂起到盛装、防护、投掷、发烟的作用。弹药零部件主要包括弹壳、隔热垫（套）盖板、压块等，分别起到对弹体时序功能提供保障、提升弹药杀伤范围及性能的功能。储运发一体装置主要包括导弹发射筒、导弹密封包装筒和导弹仓体等。通用弹药技术检查柜（含工具）主要用于部队开展通用弹药的技术检查，包含专用工具和通用工具，广泛适用于各类弹药维护维修工作。

(三) 在研项目

公司在常规装备及物资防护装置的技术开发成果及优势的基础上，契合现代化作战体系的需要，研发一种具有贮藏、运输、发射一体的防务装备，以适用新型防务装备的防护需要。公司在现有产品基础上必要的延展业务，纵向加大材料的研发与生产，满足公司自用并进行外销，横向丰富公司产品种类，进一步开拓市场，拥有更多的配套业务。目前，公司在研项目储备充足，随着这些新产品陆续定型并实现批量生产，将成为公司新的业绩增长点。

图表22：公司主要在研项目

项目名称	项目目的	项目进展
某型导弹防护箱体	为某型导弹提供物理防护，实现导弹吊装、运输和固定功能	已完成样机制作和强度试验验证
某型导弹发射筒体 60	既满足导弹贮存、运输过程的机械防护，又具备发射功能，对导弹具有固定、导向和保护作用	已完成样机制作和发射试验验证
储运发一体式导弹发射筒体	储运发一体式导弹发射筒体是某新型筒装导弹系统的重要组成部分，集储存、运输和发射功能于一体	其中1型已完成首批供货，其余2型完成工程样机试验
某大型制导炸弹包装箱	为某大型制导炸弹提供贮存、运输防护，确保制导弹丸在寿命周期内满足使用要求	已完成样机试制和性能摸底试验
某大型发动机金属包装箱	为某大型发动机提供贮存、运输防护，满足重载产品反复周转使用要求	已完成批量供货
某型制导弹丸包装筒和包装箱	为某型制导弹丸提供贮存、运输防护，确保制导弹丸在寿命周期内满足使用要求	完成工程样机改进设计，重新进行工程样机试制

多型训练弹包装箱	为多型训练弹提供贮存、运输防护，确保训练弹在寿命周期内满足使用要求，为部队实战训练提供与制式包装完全相同的使用体验	其中3型产品已完成首批生产，其余2型具备首批生产条件
永久抗静电材料	配合公司新产品研发，开发一种具有阻燃抗静电功能的改性工程塑料	已随新产品完成工程样机试验
某型炮弹弹带箱	为某型炮弹弹带特殊周转使用用途研发的大型复合材料密封包装箱	已完成性能鉴定试验
某型灵巧旋翼弹组件	为某型灵巧旋翼弹制造的专用零部件，包括弹体护罩、筒体等	已提供试验用样件
某型导弹包装箱	为多型导弹特殊周转及短期贮存使用研发的超大型复合材料密封包装箱	已进行原理样机试制
某型导弹发射筒体 20	既满足导弹贮存、运输过程的机械防护，又具备发射功能，对导弹具有固定、导向和保护作用	已完成原理样机制作
某大型舱体金属包装箱	为某大型火箭舱体提供贮存、运输防护，满足重载产品反复周转使用要求	已完成样机试制，具备首批交付条件

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

随着弹药等装备由单一的机械化产品发展成为集光、机、电、化于一体的高技术产品，对装备防护也提出了更高的要求，防护装置正朝着集成化、信息化、储运发一体化等方向发展，需要不断研制新材料、新技术、新工艺。公司以市场需求为导向，向综合防务装备防护产品及装备零部件延伸，陆续设计、研发、生产出多层次、系列化防护装置及装备零部件等产品，为公司未来发展奠定了坚实的基础。

五、 盈利预测及估值

天秦装备自设立以来专注于装备防护产品的研发和生产，并承担多项国家重点型号弹药防护装置的研制和生产任务，在装备防护领域具有深厚的技术积累和丰富的应用经验。作为国内率先提出将工程塑料材料替代传统防护材料并实现弹药包装系列化、集装化的供应商之一，公司凭借主要产品在耐冲击性、耐热性、耐寒性、强度、硬度等技术指标上的明显优势，与我国多家防务装备科研及整机/总体单位建立了长期稳定的合作关系。鉴于公司产品所配套的多型弹药系我国当前的主战防务装备，且上述装备定型列装后使用周期长，在其服役期间，公司将获得持续不断的产品订单，充分受益弹药产业链的高景气。我们预计公司 2025-2027 年的净利润为 0.83 亿元、1.44 亿元、2.08 亿元，EPS 为 0.52 元、0.91 元、1.31 元，对应 PE 为 53 倍、30 倍、21 倍，维持“买入”评级。

六、 风险提示

新品研发进度不及预期；原材料价格波动风险。

资产负债表 (百万)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	438.35	121.94	246.29	10.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	125.81	446.78	555.26	897.70
其他应收款(合计)	0.23	0.00	0.00	0.00
存货	34.47	137.35	163.33	272.66
其他流动资产	41.16	0.41	0.41	0.41
长期股权投资	14.91	14.91	14.91	14.91
金融资产投资	0.00	500.00	1950.70	2022.39
投资性房地产	1.60	1.24	0.88	0.52
固定资产和在建工程	320.53	276.37	232.20	188.04
无形资产和开发支出	40.58	35.69	30.81	25.93
其他非流动资产	55.99	215.82	139.63	(19.11)
资产总计	1044.77	1074.98	1283.57	1449.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	85.19
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	121.71	123.78	283.40	293.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	19.61	19.61	19.61	104.80
负债合计	141.32	143.39	303.01	398.36
股本	156.81	156.81	156.81	156.81
资本公积	526.15	526.15	526.15	526.15
留存收益	219.99	248.13	297.10	367.95
归属母公司股东权益	902.95	931.09	980.06	1050.91
少数股东权益	0.50	0.50	0.50	0.50
股东权益合计	903.45	931.59	980.56	1051.41
负债和股东权益合计	1044.77	1074.98	1283.57	1449.77

利润表(百万)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	230.54	398.83	697.96	1012.04
减: 营业成本	148.96	257.70	450.97	653.91
营业税金及附加	1.75	3.80	6.66	9.65
营业费用	2.74	3.48	6.08	8.82
管理费用	26.77	36.88	64.55	93.59
研发费用	8.15	21.20	37.10	53.79
财务费用	(7.81)	(20.07)	(35.13)	(50.94)
减值损失	(8.05)	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	2.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	(0.00)	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.01	95.85	167.73	243.22
加: 其他非经营损益	2.15	1.26	1.26	1.26
利润总额	63.16	97.11	169.00	244.48
减: 所得税	5.38	14.57	25.35	36.67
净利润	57.78	82.54	143.65	207.81
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	41.68	82.54	143.65	207.81
预测指标				
	2024	2025E	2026E	2027E
EBIT	39.25	77.04	133.87	193.54
EBITDA	50.37	127.25	184.08	242.95
NOPLAT	33.19	64.41	112.71	163.43
净利润	41.68	82.54	143.65	207.81
EPS	0.26	0.52	0.91	1.31
BPS	5.69	5.87	6.18	6.63

现金流量表 (百万)					PE	105.09	53.06	30.49	21.08
	2024	2025E	2026E	2027E	PEG	1.48	N/A	N/A	N/A
经营性现金净流量	75.73	(310.18)	182.82	(236.42)	PB	4.85	4.70	4.47	4.17
投资性现金净流量	43.61	28.09	1.07	1.07	PS	19.00	10.98	6.28	4.33
筹资性现金净流量	(37.79)	(34.33)	(59.54)	(0.83)	PCF	57.84	(14.12)	23.96	(18.53)
现金流量净额	81.56	(316.41)	124.35	(236.17)	EV/EBIT	98.56	54.70	30.57	22.82
					EV/EBITDA	76.80	33.11	22.23	18.18

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。