

星辰科技 (920885.BJ)

2025年12月16日

投资评级：增持（首次）

伺服系统“小巨人”盈利能力快速回升，风电、防务下游增长带动需求提振

——北交所首次覆盖报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/12/16
当前股价(元)	22.25
一年最高最低(元)	29.88/10.52
总市值(亿元)	38.01
流通市值(亿元)	19.40
总股本(亿股)	1.71
流通股本(亿股)	0.87
近3个月换手率(%)	260.29

● 伺服系统“小巨人”盈利能力快速回升，首次覆盖给予“增持”评级

星辰科技主营业务为随动控制总成、伺服驱动器、伺服电机等，是国家级专精特新“小巨人”、广西省“瞪羚企业”。星辰科技2025Q1-3实现营收1.41亿元，同比实现增长40.99%；归母净利润2,676.57万元，同比增长120.94%。我们预计星辰科技在2025-2027年实现营收1.85/2.19/2.41亿元，对应归母净利润0.33/0.45/0.51亿元，对应EPS为0.20/0.26/0.30元，当前股价对应PE为113.8/85.4/74.1X，高于可比公司平均值。考虑到星辰科技在军工方向积累深厚，在风电方向受益市场整体回暖并开拓新客户，具有较强的增长弹性，估值具备合理性，我们首次覆盖给予“增持”评级。

● 新能源品类实现快速增长，2025H1毛利贡献率提升至23.6%

2022-2025H1新能源伺服系统在营业总收入中的占比持续提升，从2022年的14.80%提升至2025H1的42.93%。航空航天、军工专用伺服系统贡献大部分毛利，2025H1毛利贡献率59.18%。募投项目电气控制部分预计新增产能为军用伺服驱动器1,500台，控制器500台，执行机构部分预计新增伺服电机6,000台，其中军用1,500台，新能源1,500台，工业3,000台。截至2024年11月公告募投项目已建设完毕并达到预定可使用状态。

● 2025H1国内风电整机厂中标及出海高增，国防建设带动军用伺服需求量提升

据风芒能源不完全统计2025H1我国11家整机商共计中标526个项目，规模总计约94GW，与2024年同期相比增长32.7%。陆上风电项目仍占优势，2025年上半年的陆上风电中标量再创新高，累计实现约88.4GW，占全部市场的94.06%。同时，2025H1国际市场热度提升。国际累计完成中标约10.23GW，占全部市场的10.89%。伺服系统在机载、舰载、车载等领域的侦查、瞄准、打击、行进等大系统或子系统中起重要甚至关键作用。前瞻产业研究院预计2025年我国军用雷达市场规模可达573亿元，2020-2025年复合增速为10.8%。根据2025年中央和地方财政预算草案报告，2025年我国国防支出为17846.65亿元，增长7.2%。

● 风险提示：新产品开发风险、应收账款收回风险、下游订单需求波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	135	147	185	219	241
YOY(%)	8.8	9.0	25.9	18.3	10.0
归母净利润(百万元)	13	16	33	45	51
YOY(%)	-45.5	26.2	107.8	33.3	15.2
毛利率(%)	43.2	41.9	42.4	41.7	41.3
净利率(%)	9.4	10.9	18.0	20.3	21.3
ROE(%)	3.1	4.0	8.2	10.3	10.9
EPS(摊薄/元)	0.07	0.09	0.20	0.26	0.30
P/E(倍)	298.5	236.4	113.8	85.4	74.1
P/B(倍)	10.3	10.0	9.4	8.8	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2025H1 风电中标及出海高增，推动变桨伺服机构需求提振	4
1.1、 风电变桨使用电气伺服机构有结构简单、可靠可独立变桨控制优势	4
1.2、 不完全统计下 2025H1 我国整机商共计中标 94GW，同比增长 32.7%	7
2、 伺服系统适用关键防务装备，国防建设带动需求量稳增	15
2.1、 伺服系统适用导弹、雷达等关键装备，国防建设推进提升需求量	15
2.2、 2025 我国军费开支预算增长 7.2%，预计军用雷达市场达 573 亿元	18
3、 伺服系统“小巨人”盈利能力快速回升，新能源应用发力	19
3.1、 新能源品类实现快速增长，2025H1 毛利贡献率提升至 23.6%	21
3.2、 2025Q1-3 营收同比+41% 归母净利+121%，盈利能力快速回升	26
3.3、 募投项目已在 2024 达产，同步大幅扩张电气控制和执行机构产能	29
4、 预计 2025-2027EPS0.20/0.26/0.30 元，给予“增持”评级	30
5、 风险提示	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1：风力发电机组部件与结构	4
图 2：电动变桨距系统图示	5
图 3：电动变桨距系统的构成	6
图 4：液压变桨距系统的组成	7
图 5：2024 年我国风电累计装机容量达到 52068 万千瓦	8
图 6：2024 年末风电累计装机占可再生能源装机 27.57%	8
图 7：其中陆上风电占比 92.13%	8
图 8：截至 2024/12，内蒙古风电装机容量为 8599 万千瓦居全国首位（万千瓦）	9
图 9：2024 海上风电机组新增装机平均单机容量为 9981kW（MW）	9
图 10：2024 年全国风电发电量为 9360.5 亿千瓦时	10
图 11：2024 年 6000 千瓦及以上电厂并网风电设备利用小时数 2127 小时	10
图 12：2024 全球风力整机商新增装机市场份额	11
图 13：2024 年，中国风电机组新增出口 904 台	12
图 14：2025 年上半年整机商中标 TOP5 中标量占总量的 75.4%	13
图 15：从国内市场来看，金风科技中标量以 14.46GW 的容量位居榜首	13
图 16：2025 上半年 6 家整机商共计获得国际订单约 10GW	14
图 17：东方电气以超 1.5GW 的海上订单跃居首位	14
图 18：导弹发射装置上，伺服系统可用于起竖机构、调平机构等执行机构	16
图 19：伺服系统可用于雷达天线姿态调整	17
图 20：2021-2023 年中国军费占 GDP 比重为 1.61%/1.62%/1.67%（%）	19
图 21：吕虹、丘斌、吕斌为实际控制人	20
图 22：星辰科技产品广泛应用于航空航天及军工、新能源、工业控制等应用领域	21
图 23：无人车驱动控制系统	22
图 24：轻武器及侦察平台	22
图 25：军用产品应用场景包括导弹发射装置等	23
图 26：新能源行业应用包含风电等	23

图 27: 新能源伺服系统在营业收入中的占比持续提升	25
图 28: 航空航天、军工专用伺服系统贡献大部分毛利	25
图 29: 航空航天、军工专用伺服系统始终保持高毛利率水平	25
图 30: 营收 2025Q1-3 同比实现增长 40.99%	27
图 31: 2025Q1-3 归母净利润同比增长 120.94%	27
图 32: 在经历 2023 年低点后, 净利率进入上升趋势	27
图 33: 期间费用率整体有所下降	28
图 34: 星辰科技始终保持较高的研发投入水平	28
图 35: 2025Q1-3 实现 2,687.38 万元经营现金流净流入	28
图 36: 资产负债率在 2024 及 2025Q1-3 有所上升	29
 表 1: 电气伺服机构具有结构简单、可靠, 能实现独立变桨控制的优势	7
表 2: 2024 年全球新增装机容量排名前四位均是中国整机制造商	10
表 3: 目前星辰科技共有 4 名高级管理人员	20
表 4: 工控方面星辰科技产品主要应用于注塑、液压、机床等	24
表 5: 星辰科技 2022-2024 年前五名客户占比均在 45% 以上	26
表 6: 星辰科技募集资金主要用于军用随动控制总成产业化及伺服电机扩产项目等	29
表 7: 募投项目 2024 年建设完毕并结余资金 (万元)	30
表 8: 选择汇川技术、华中数控、北摩高科作为同行业可比公司	30
表 9: 预计星辰科技对应 2025-2027 归母净利润 0.33/0.45/0.51 亿元, 对应 EPS 为 0.20/0.26/0.30 元	31

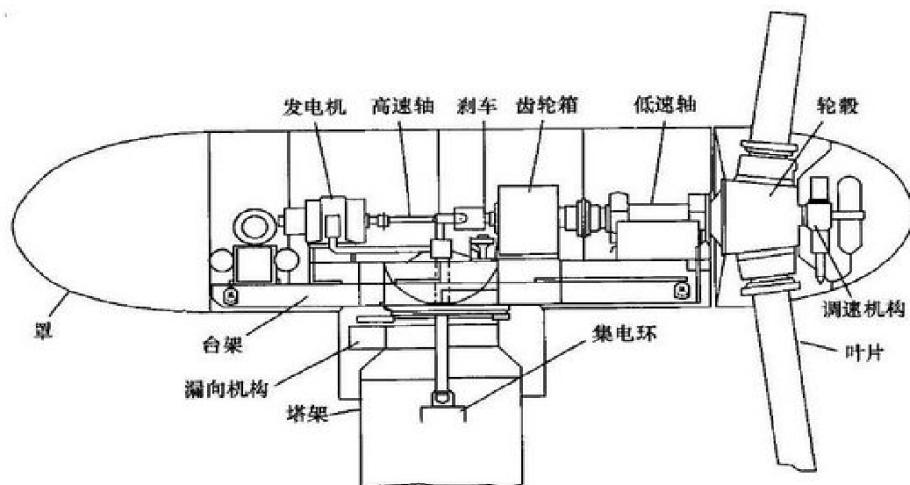
1、2025H1 风电中标及出海高增，推动变桨伺服机构需求提振

1.1、风电变桨使用电气伺服机构有结构简单、可靠可独立变桨控制优势

风力发电机能够实现能量的转换，将风能转变为电能，大体上其被分为两大部分。第一部分为风力机，将空气动力能变为机械能；第二部分则为发电机，将机械能改变成电能。

对于风电机组，其装机受到实际需求以及外部环境的限制，种类非常多。根据桨叶与轮毂的连接形式，能够将机组区分为两类，分别是定桨距以及变桨距两种类型；参照装机的容量，又可区分为大型、中型、小型；参照转子的转速，当转速低于3，则为低速风机，而当其大于3时，则为高速型；当前，世界上的风电机组多为大型机组。

图1：风力发电机组部件与结构

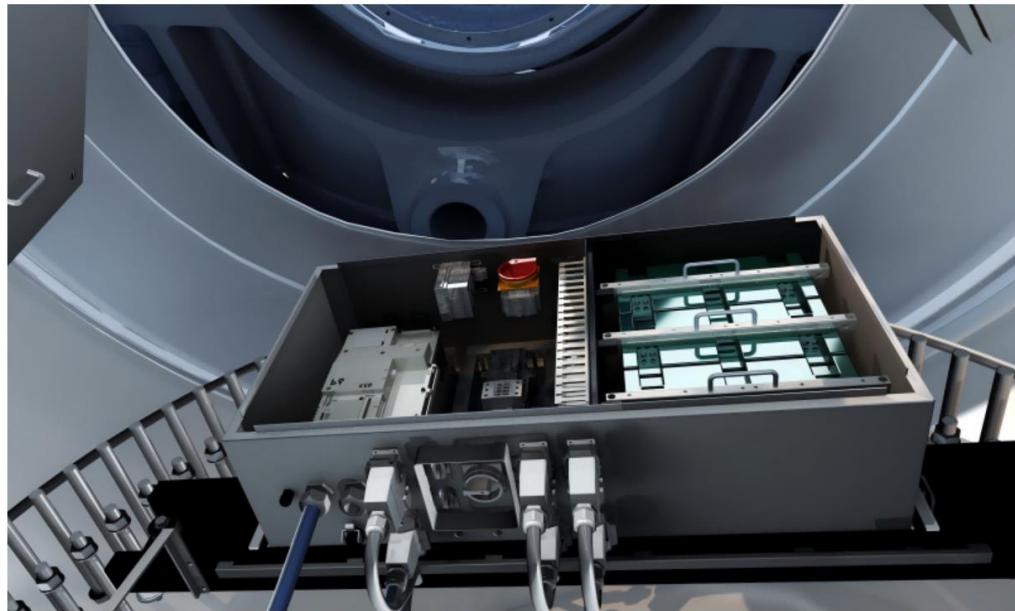


资料来源：林士琦《风力发电机组变桨系统的研究》

变桨机装置的主要功能是当风速发生变化时，对叶片的桨角进行调节，从而实现对其机械能的控制，不仅可以有效的降低风对发电机的损害，还可以保证发电能的最大化，提高整个发电系统的稳定性和效率。通常情况下，实现变桨距一共有两种方法，第一种是液压式，第二种则是电动式。

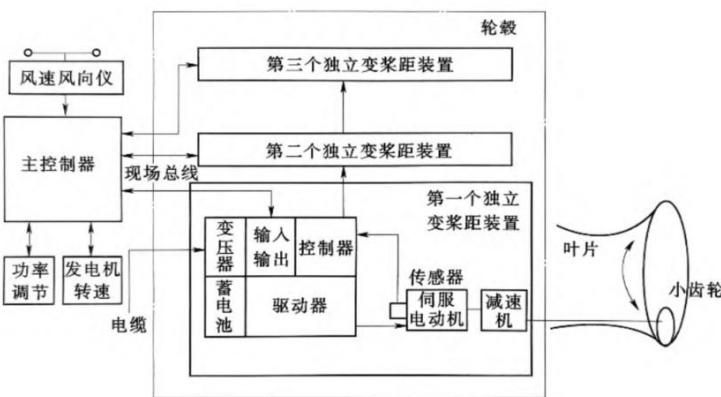
电动变桨距系统是一种通过变桨电动机驱动桨叶旋转以调整桨距角的风力发电机组控制系统。它能够根据风速与负载变化实时调整桨叶角度，优化风能捕获效率并确保机组安全运行。电动变桨距系统由变桨控制器、伺服驱动器、备用电源系统等部件组成。电动变桨距系统每个桨叶均配置独立的电动变桨距伺服系统，并集成回转支承、减速机装置、伺服电动机及其驱动器等部件。其中，减速机装置固定于轮毂内部，其输出轴小齿轮与回转支承内环齿圈啮合；回转支承外环与轮毂法兰刚性连接，内环则通过螺栓与桨叶根部固接。执行变桨动作时，伺服电机输出扭矩经减速机放大后，驱动小齿轮带动回转支承内环及桨叶同步旋转，从而实现变桨距目的。

图2：电动变桨距系统图示



资料来源：星辰科技官网

图3：电动变桨距系统的构成

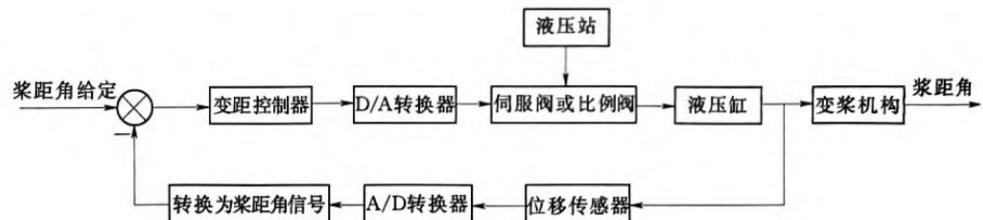


资料来源：曹朝胜等《风力发电机组变桨距控制探究》

风电变桨伺服系统可以依据风速的变化精确控制风电机组叶片的迎风角，在保证风力发电机始终工作在最佳发电效率区的同时减少风力对风电机组的冲击。

液压变桨距系统是一种通过液压系统驱动变桨机构、通过液压缸等执行元件驱动桨叶旋转以调整桨距角的风力发电机组控制系统。它由桨距控制器、数码转换器、液压控制单元、执行机构及位移传感器等结构组成，利用液压油的压力与流量来控制桨叶角度，从而优化风能捕获效率并确保机组安全运行。

液压变桨距系统以电液伺服泵为工作动力源，在正常变桨情况下，位于机舱内的液压动力单元将液压油通过电液滑环输送到轮毂内，再通过轮毂内的一个分油阀块将液压油分配给三个变桨阀块，从而驱动位于叶片根部的液压缸来执行变桨动作；变桨速度与角度由变桨阀块上的电液比例阀与液压缸上的位置传感器联合精确定控。蓄能器内始终保持较高压力，在紧急顺桨情况下，通过蓄能器内的液压油直接驱动油缸迅速进行收桨动作。液压变桨装置由液压缸、控制阀座、液压缸、液压泵工作站、储能器及管道组成，俯仰控制器根据所需动力、速度等信息输出电压，经电-液比例阀门控制器将其转化为特定的电流，实现液压油流速流向控制。

图4：液压变桨距系统的组成


资料来源：曹朝胜等《风力发电机组变桨距控制探究》

相对电液伺服机构，电气伺服机构具有结构简单、可靠，能实现独立变桨控制的优势；而电液伺服机构的传统优势则表现在对惯性大的负载的控制性能好（响应快、输出力矩大），便于集中布置，结构紧凑。

表1：电气伺服机构具有结构简单、可靠，能实现独立变桨控制的优势

伺服机构类型	优点	缺点
电液伺服机构	对惯性大的负载的控制性能好（响应快、输出力矩大），便于集中布置，结构紧凑。	传动机构相对复杂，存在非线性；液压油有可能发生泄漏，卡涩现象
电气伺服机构	结构简单、可靠，能实现独立变桨控制	大功率风电机组，动态性相对较差。

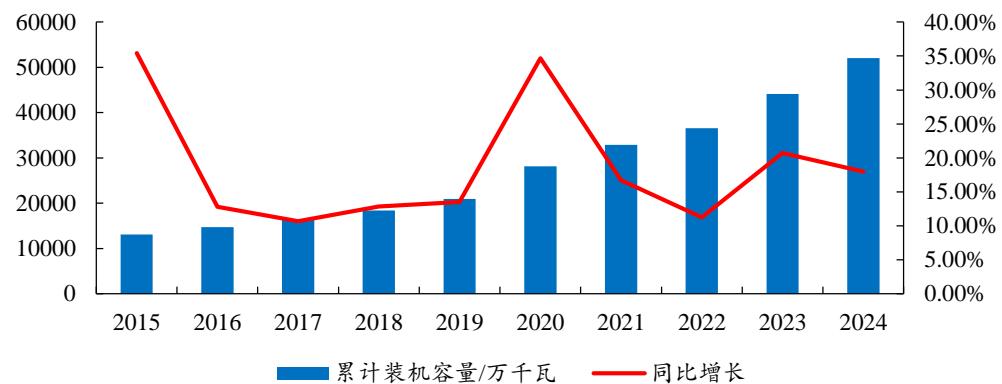
资料来源：林士琦《风力发电机组变桨系统的研究》、开源证券研究所

1.2、不完全统计下 2025H1 我国整机商共计中标 94GW, 同比增长 32.7%

国家能源局 2024 年可再生能源并网运行情况数据显示，2024 年，全国风电新增装机容量 7982 万千瓦，同比增长 6%，其中，陆上风电 7579 万千瓦，海上风电 404 万千瓦。从新增装机分布看，“三北”地区占全国新增装机的 75%。

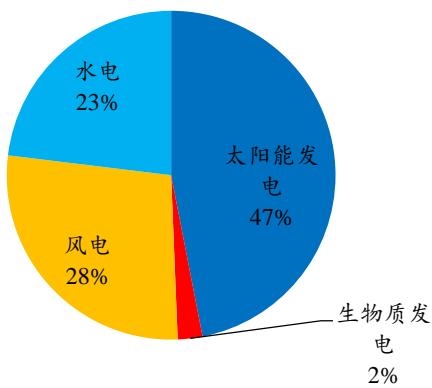
2024 年，全国风电并网累计装机容量 5.2 亿千瓦，同比增长 18.0%，其中，陆上风电累计装机容量为 4.8 亿千瓦、海上风电累计装机容量为 4127 万千瓦。

图5：2024年我国风电累计装机容量达到52068万千瓦



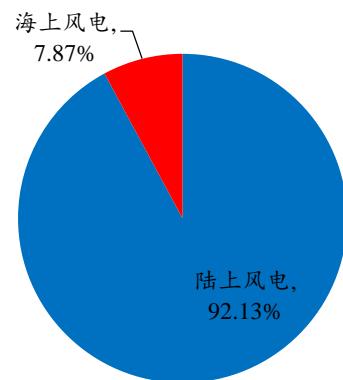
数据来源：中电联、国家能源局、国际能源网、开源证券研究所

图6：2024年末风电累计装机占可再生能源装机27.57%



数据来源：国家能源局、国际能源网、开源证券研究所

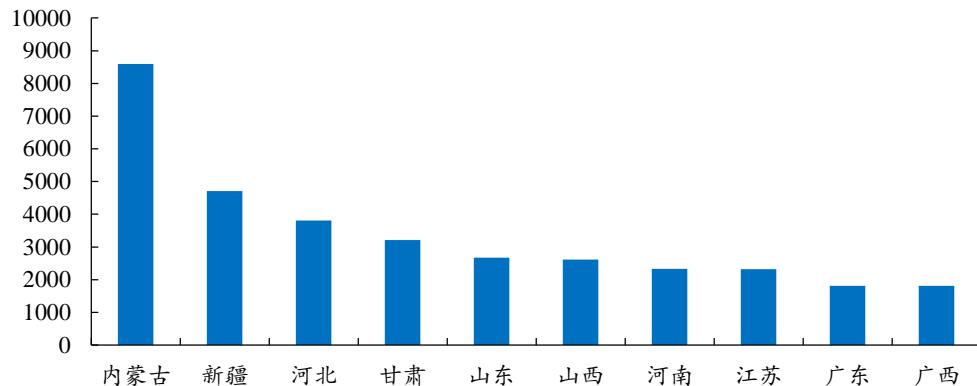
图7：其中陆上风电占比92.13%



数据来源：国家能源局、国际能源网、开源证券研究所

2024 年我国风电产业持续发展，截至 2024 年 12 月底，内蒙古风电装机容量为 8599 万千瓦，位居全国首位。其次为新疆和河北，风电装机容量分别达到 4708 万千瓦和 3809 万千瓦。

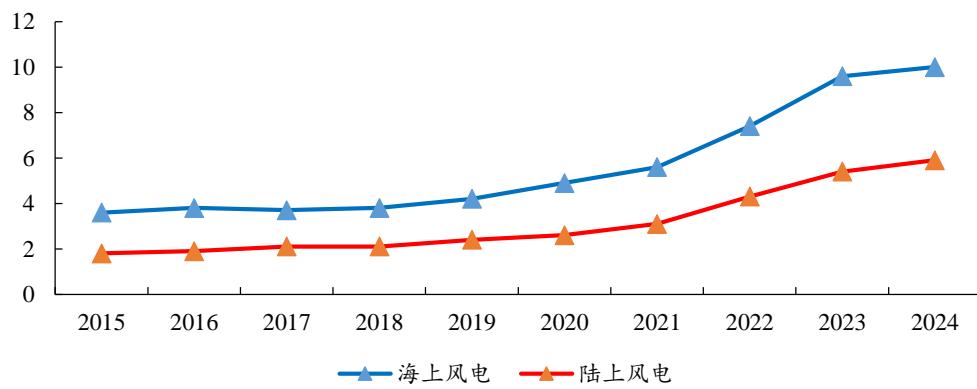
图8：截至 2024/12，内蒙古风电装机容量为 8599 万千瓦居全国首位（万千瓦）



数据来源：中电联、国家能源局、开源证券研究所

2024 年，全国新增装机的风电机组平均单机容量为 6046kW，同比增长 8.1%，其中陆上风电机组平均单机容量 5886kW，同比增长 9.6%；海上风电机组平均单机容量为 9981kW，同比增长 3.9%。

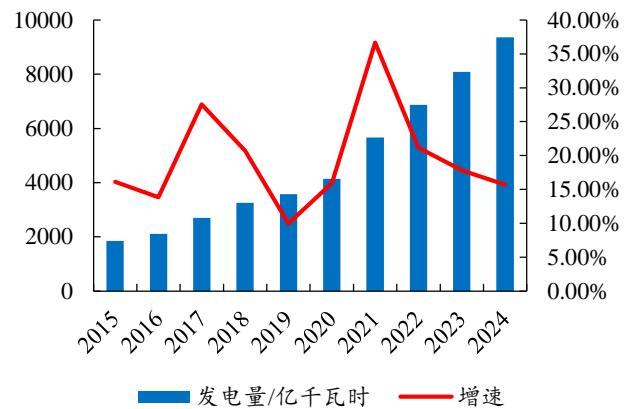
图9：2024 海上风电机组新增装机平均单机容量为 9981kW（MW）



数据来源：CWEA、国际能源网、开源证券研究所

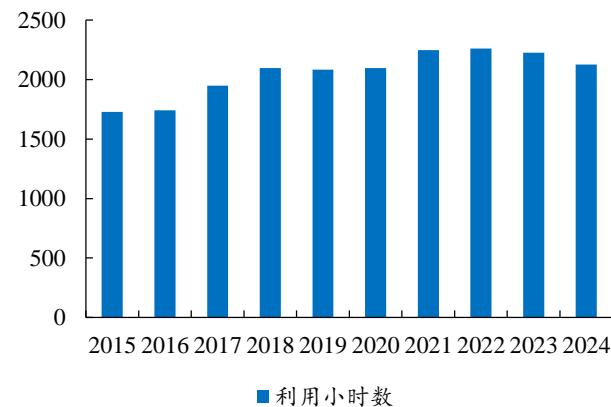
2024 年全国风电发电量为 9360.5 亿千瓦时，同比增长 15.7%；6000 千瓦及以上电厂并网风电设备利用小时数 2127 小时。

图10：2024年全国风电发电量为9360.5亿千瓦时



数据来源：国家统计局、国际能源网、开源证券研究所

图11：2024年6000千瓦及以上电厂并网风电设备利用小时数2127小时



数据来源：国家能源局、国际能源网、开源证券研究所

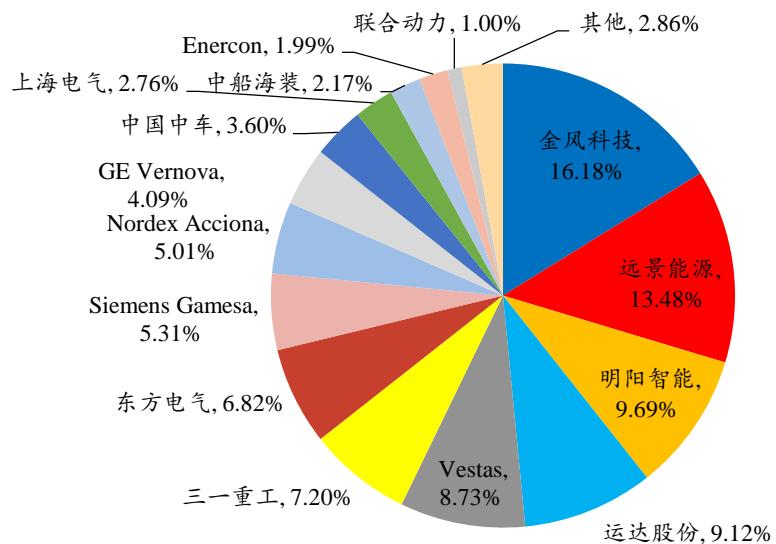
受产业政策和技术支持影响，2024 年风电整机商装机规模持续增长。2024 年全球新增装机容量排名前四位的都是中国整机制造商，其中，金风科技以 20549MW 排名第一。全球累计装机容量排名前五的分别是 Vestas、Siemens Gamesa、金风科技、GE Vernova、远景能源，累计装机容量分别为 188891MW、142945MW、133902MW、119735MW、81549MW，前五大整机商累计装机市场份额占比超 50%。

表2：2024年全球新增装机容量排名前四位均是中国整机制造商

风电整机商	新增装机 (MW)	新增装机市场份 额	累计装机 (MW)	累计装机市场 份额
金风科技	20549	16.18%	133902	11.07%
远景能源	17128	13.48%	81549	6.74%
明阳智能	12312	9.69%	62439	5.16%
运达股份	11584	9.12%	47181	3.90%
Vestas	11088	8.73%	188891	15.62%
三一重工	9148	7.20%	31619	2.62%
东方电气	8659	6.82%	37056	3.06%
Siemens Gamesa	6739	5.31%	142945	11.82%
Nordex Acciona	6362	5.01%	60279	4.99%
GE Vernova	5200	4.09%	119735	9.90%
中国中车	4568	3.60%	24567	2.03%
上海电气	3500	2.76%	34186	2.83%
中船海装	2753	2.17%	26598	2.20%

风电整机商	新增装机 (MW)	新增装机市场份 额	累计装机 (MW)	累计装机市场 份额
Enercon	2527	1.99%	63855	5.28%
联合动力	1276	1.00%	27416	2.27%
其他	3633	2.86%	126877	10.49%
全球总计	127026		1209095	

数据来源：GWEC Market Intelligence, April 2025、国际能源网、开源证券研究所

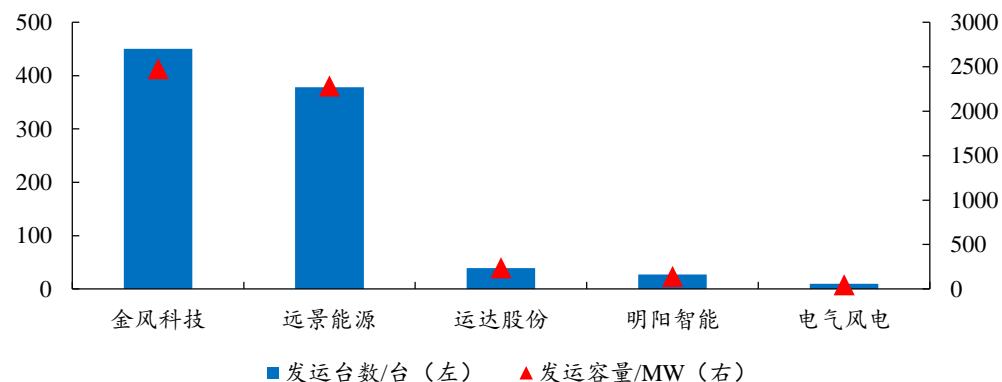
图12：2024 全球风电整机商新增装机市场份额


数据来源：GWEC Market Intelligence, April 2025、国际能源网、开源证券研究所

2024年，中国风电机组新增出口904台，容量为5193.7MW，其中陆上风电累计出口882台，容量为5115.5MW；海上风电机组累计出口22台，容量78.2MW。2024年，中国风电机组累计出口5799台，容量为20787.8MW，其中陆上风电累计出口5661台，容量为20206.3MW；海上风电机组累计出口138台，容量581.5MW。

2024年金风科技、远景能源、运达股份、明阳智能、电气风电5家整机商分别向23个国家出口风机总容量分别为2478.42MW、2284.75MW、240MW、143.55MW、47MW。

图13：2024年，中国风电机组新增出口 904 台



数据来源：GWEC、国际能源网、开源证券研究所

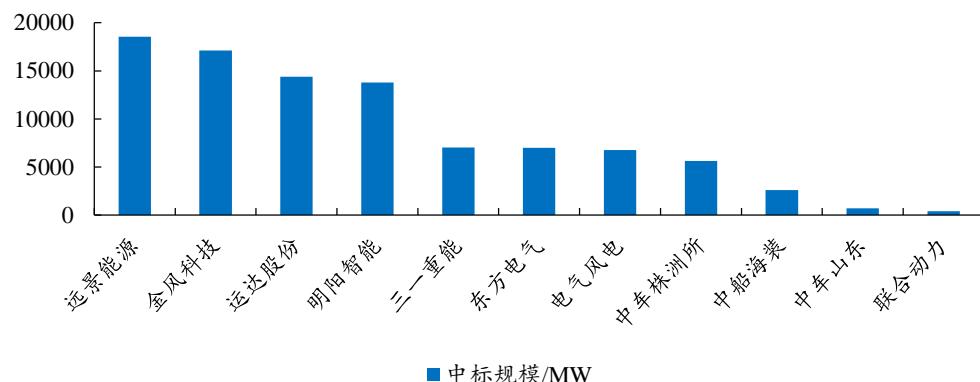
据风芒能源公众号不完全统计，2025H1 我国 11 家整机商共计中标 526 个项目，规模总计约 94GW（不含自建、框采项目），与 2024 年同期 70.84GW 相比，增长 32.7%。从海、陆场景来看，海上风电项目仍占优势。2025 年上半年的海上风电中标量再创新高，累计实现约 88.4GW，占全部市场的 94.06%。同时，2025H1 国际市场热度提升。国际累计完成中标约 10.23GW，占全部市场的 10.89%。项目地区涉及印度、中东、哈萨克斯坦、越南、菲律宾等多个国家。

整机商市场竞争格局正在发生细微调整。根据风芒能源数据，2025 年上半年与 2024 年同期（TOP5 市场占有率 77.14%）相比，整机商新增中标 TOP5 企业市场集中度（75.4%）小幅下滑。

具体来看，2025 年上半年整机商中标 TOP5 分别为远景能源、金风科技、运达股份、明阳智能和三一重能，中标量占总量的 75.4%。其中，前四家整机商上半年风机中标规模均超 13GW，累计中标规模约 63.83GW，占中标总量的 67.9%。

梳理各家整机商纳入统计的全球中标项目，远景能源中标项目容量最多，约 18.55GW；金风科技次之，中标量超 17.1GW；运达股份以约 14.4GW 的中标量位居第三；明阳智能以约 13.78GW 的中标量位居第四；三一重能与东方电气的中标规模均超 7GW。

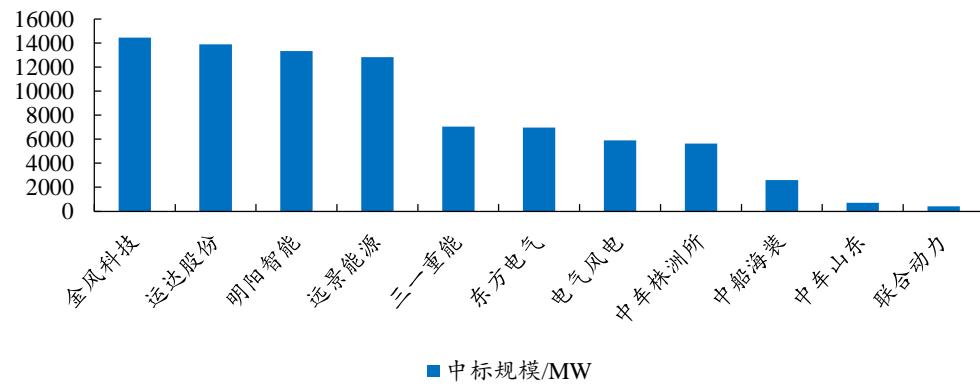
图14：2025年上半年整机商中标TOP5 中标量占总量的 75.4%



数据来源：风芒能源公众号、开源证券研究所

从国内市场来看，金风科技以 14.46GW 的容量位居榜首，远达股份、明阳智能与远景能源紧随其后，共同构成国内市场第一梯队。该梯队中标容量均超 12GW，合计达 54.5GW，占国内中标总量的 65.1%，领先其他企业。四家企业间中标差距较小，彼此差额均不足 1GW。

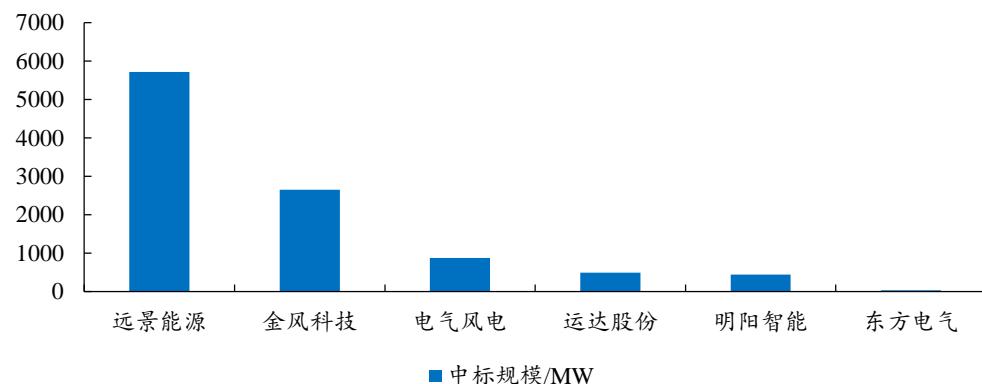
图15：从国内市场来看，金风科技中标量以 14.46GW 的容量位居榜首



数据来源：风芒能源公众号、开源证券研究所

从国际市场表现来看，2025年上半年风电整机商出海进程提速，有 6 家整机商斩获海外订单，且中标总量同比增幅接近 100%。具体来看，6 家整机商共计获得国际订单约 10GW。其中，远景能源依然保持国际订单优势，中标规模 5.7GW；金风科技次之，中标规模 2.66GW；电气风电斩获 880.45MW 国际订单；远达股份与明阳智能分别获超 400MW 的国际订单；东方电气中标 40MW 国际项目。

图16：2025上半年6家整机商共计获得国际订单约10GW



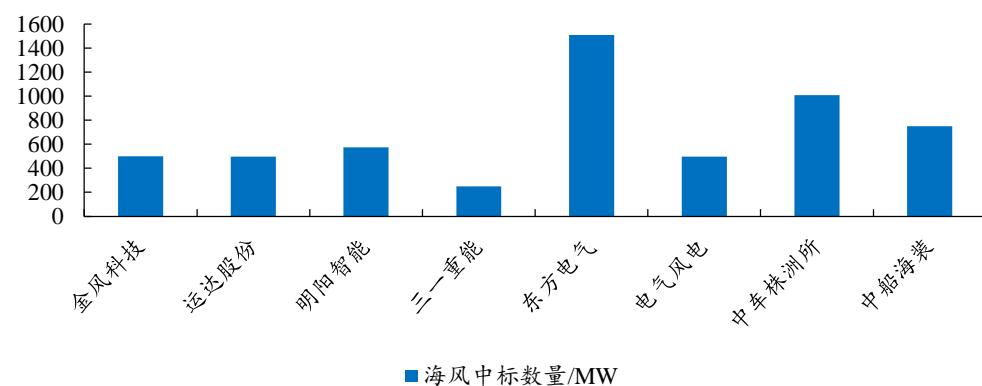
数据来源：风芒能源公众号、开源证券研究所

从陆、海场景看，2025年上半年风电整机商加速向海上风电领域进军。陆上风电项目订单约88.4GW，海上风电项目订单共计5.58GW。

2025上半年，共有8家整机企业获得海上风机订单。值得注意的是，位居第二梯队的整机商，如东方电气、中车株洲所等海上订单较多。

详细来看，东方电气以超1.5GW的海上订单跃居首位；中车株洲所中标规模超1GW，位居第二；中船海装中标750MW海上项目；明阳智能中标575MW；金风科技中标500MW。

图17：东方电气以超1.5GW的海上订单跃居首位



数据来源：风芒能源公众号、开源证券研究所

2、伺服系统适用关键防务装备，国防建设带动需求量稳增

2.1、伺服系统适用导弹、雷达等关键装备，国防建设推进提升需求量

伺服系统广泛应用于防务装备，在机载、舰载、车载等领域的侦查、瞄准、打击、行进、架设等大系统或子系统中起重要甚至关键作用，如导弹发射装置、火炮随动系统、舰船武器转运保障系统的运动控制、雷达天线的自动跟踪系统，航空航天仿真平台的仿真控制，车辆自动调平、无人机动力驱动、轻武器及侦查装置自动瞄准等，通过闭环控制和高速算法大幅提升执行机构动作的响应性、准确性和可靠性，高效完成军用自动化装备执行机构所需的各类动作。

军用随动控制总成及伺服系统作为应用于军事领域的总成或部件，它除了具有该类产品的普遍特性外，还具有自己独特的使用特点和技术特点，主要包括：

可靠性高：军用随动控制总成及伺服系统应用于武器装备中，因此可靠性要求较高，产品的设计和生产都要满足可靠性的要求，必须进行冗余设计；

环境适应性强：武器装备往往处于恶劣应用环境中，因此军用随动控制总成及伺服系统须具有在高温、低温、冲击、震动、沙尘、潮湿、霉菌、盐雾、淋雨等恶劣环境下工作的能力；

电磁兼容性：军用随动控制总成及伺服系统需符合电磁兼容国家军用标准的要求；

寿命保障性要求高：军事装备的研制周期较长，通常服役周期也较长，因此军用随动控制总成及伺服系统需要保证具备较长的使用寿命；

器件等级高：军用随动控制总成及伺服系统需要采用工业级、军品级等等级较高的元器件并进行筛选，以满足军事装备在各种恶劣环境下可靠工作的要求；

定制特性：因武器装备的多样性及差异性，军用随动控制总成及伺服系统外形和外围用户接口电路多样，产品以用户定制为主。

(1) 导弹、火炮发射装置专用伺服系统

在现代战争中，导弹的打击精度高、杀伤力强、可远程攻击、作战风险低、附带损失小，因而倍受军队青睐，已成为信息化条件下主要的火力打击方式，是未来战争中的主要作战武器。我国的导弹武器系统从最早的仿制，经过 60 多年的发展，已经达到了世界一流水平，目前我国导弹已成谱系，东风、长剑、鹰击、红旗、巨浪、霹雳系列导弹满足多种军事需求，震慑、攻击及防守成体系发展。

导弹作为现代武器装备的重要打击力量，其火力打击的实现过程可以大致划分为搜寻目标、瞄准、脱离发射装置的起射以及飞行制导阶段，发射系统是发射过程的重要组成部分，能否保障发射成功是实现导弹精准打击的前提。在导弹发射系统中，伺服系统主要装配于导弹发射装置的起竖机构、调平机构等执行机构，能够快速、精准地实现导弹发射车、转运车、装弹车的支撑、调平以及发射装置的架设、开盖、跟踪瞄准等动作控制，是实现快速打击、精确打击等基础动作执行机构。可快速实现发射装置的姿态控制，是导弹发射成功的必要条件。随着现代化战争模式的迅速变化，需要包括导弹发射在内的随动系统必须具备快速响应、机动灵活、准确打击、自动化等能力，车/舰/机载导弹发射系统成为未来战争应用中的重要组成部分，从而决定了导弹发射车随动系统也应具有响应速度快、动静态精度高、自动化程度高等特点。

以车载反坦克导弹为例，导弹发射车随动系统是发射控制系统的核心部分之一，主要控制导弹发射装置工作方位与高低，由目标指示子系统与目标搜索、识别子系统确定并给定射击元进行瞄准，以对给定目标进行精确打击。瞄准方向由工作方位（或水平）瞄准轴与高低（或垂直）瞄准轴构成，即随动系统由方位瞄准与高低瞄准两套伺服系统组成。部分导弹发射的垂直或倾斜起竖方式则只需在高低（或垂直）瞄准轴上配置伺服系统，完成精确的发射控制。

图18：导弹发射装置上，伺服系统可用于起竖机构、调平机构等执行机构



资料来源：星辰科技公开发行说明书

从历次局部战争看美军精确制导弹药的发展，可以明确看出精确制导导弹使用量在快速提升。1991年海湾战争，美军导弹/炸弹使用数量为8.85万吨，其中精确制导弹药数量为0.74万吨，占比仅为8.36%；但在1999年科索沃战争中美军战斧巡航导弹凭借出色表现对南联盟的防御造成极大破坏，精确制导弹药使用量及占比明显攀升。2003年伊拉克战争中，美军精确制导弹药数量达到1.99万枚，占比高达68%。

伴随我国国防建设的需要，我军海陆空平台装备的数量同步也在不断增加，因此，也需要大量与之相匹配的导弹武器装备，切实形成实质战斗力。随着我国加快推进实战化训练，训练频率、强度提升，弹药类装备的消耗也将快速增长。2017年11月30日，国防部发言人称，2018年全军将大抓军事训练。2017年12月14日，主席视察第71集团军，要求坚持实战实训、联战联训，创新训练理念和方法手段，大抓实战化军事训练。据《解放军报》披露，东部战区陆军某重型合成旅，2018年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是2017年的2.4倍、3.9倍、2.7倍。现代化战争往往采取火力密集打击的方式，单一发射平台在短时间内的火力有限，因而随着弹药消耗量不断增加，包括导弹发射车在内的陆基、海基、空基导弹发射平台相应需要得到扩充。在发射技术相较成熟的陆基发射平台中，导弹发射车因为良好的机动性、隐蔽性、环境适应性，成为导弹发射的重要方式。导弹发射系统对于导弹快速起竖、跟踪瞄准、开盖及车辆调平等动作的要求有望催生伺服系统的快速增长。

(2) 雷达随动控制系统

雷达是实现目标搜索、目标跟踪的必要手段，广泛应用于侦察、警戒、制导、火力控制和航行保障等领域，是现代战争信息化系统和指挥系统的核心，是军工电子领域最重要的装备之一。

图19：伺服系统可用于雷达天线姿态调整



资料来源：星辰科技公开发行说明书

雷达系统主要由天线及转台、发射机、接收机、信号处理机、数据处理机和显

示器等若干子系统构成。发射机作用是产生雷达信号；天线的主要作用是发射和接受雷达信号；天线转台是支撑天线探测目标的装置，使天线能够按照预定的规律运动或者跟随目标运动，准确地指向目标；信号处理机主要作用是消除不需要的杂波信号和干扰，加强所关注的目标回波信号；数据处理机主要实现数据记录、自动跟踪、目标识别等功能。

雷达天线指向角对于雷达探测性能至关重要，天线姿态由天线转台控制，通过伺服系统，使天线能够按照预定的规律运动或者跟随目标运动，准确地指向目标，并且通过它精确地测出目标的方位。为实现雷达天线圆周搜索、扇形搜索和定点指向等功能，雷达的方位、俯仰的姿态控制都是由伺服驱动器驱动伺服电机带动天线座实现的。对于精确跟踪飞机、导弹等移动目标的精密跟踪型雷达，其姿态控制需要由高精度、高响应性的随动系统来实现，必要时，为了精确跟踪飞机航路或卫星，还需要采用双电机消隙控制系统来消除传动间隙带来的跟踪误差，并提升响应频带。

2.2、2025 我国军费开支预算增长 7.2%，预计军用雷达市场达 573 亿元

根据《全球军用雷达市场 2020-2025》预测，全球军用雷达市场规模将从 2020 年的 140 亿美元增长到 2025 年的 174 亿美元，复合年增长率为 4.4%；斯德哥尔摩国际和平研究所 (SIPRI) 数据显示，全球军费开支在 2019 年取得 2010 年来最快增速，达 3.6%。高速导弹和飞机的威胁日益加剧，导致需求增加用于军事雷达。新兴经济体的国防开支增加，地区紧张局势加剧以及国家间冲突的增加是推动军用雷达市场发展的主要因素。弹道导弹和隐形导弹在活跃战区内的部署越来越多，也导致全球对军用雷达的需求显著增加。

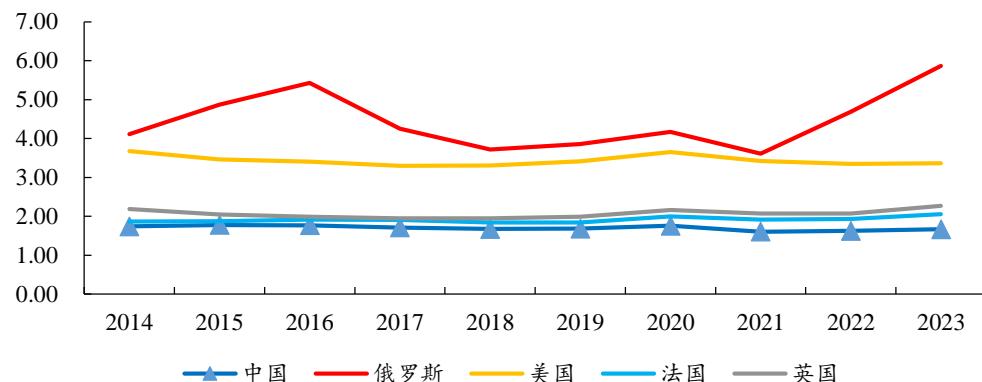
雷达市场空间广阔，军用雷达市场规模增长稳定。根据前瞻产业研究院的统计和预测，预计 2025 年我国军用雷达市场规模可达 573 亿元，2020-2025 年复合增速为 10.8%。军用雷达市场规模的增长将带动公司伺服系统的需求增长，按伺服系统投资规模占雷达市场规模的 1% 的比例测算，预计到 2025 年，军用雷达跟踪控制伺服系统的市场规模约为 5.73 亿元。

军费开支整体情况看，根据 2025 年 3 月 5 日公布的 2025 年中央和地方财政预算草案报告，2025 年我国国防支出为 17846.65 亿元，增长 7.2%。这是中国国防费自 2023 年以来增幅连续三年持平，均为 7.2%。

这也是中国国防预算连续 10 年维持个位数增长。2016 年国防预算增幅为 7.6%，当年结束了此前 5 年连续两位数增长的局面。此后从 2021 年迄今的五年时间中，国防预算增幅始终维持在 7% 左右，分别为 6.8%、7.1%、7.2% 和 7.2%。

参考世界银行统计的军费支出占 GDP 比重，2021-2023 年中国军费占 GDP 比重为 1.61%/1.62%/1.67%。相较俄罗斯、美国同期水平，中国军费占 GDP 比重都处于较低水平。

图20：2021-2023年中国军费占GDP比重为1.61%/1.62%/1.67%（%）



数据来源：Wind、世界银行、开源证券研究所

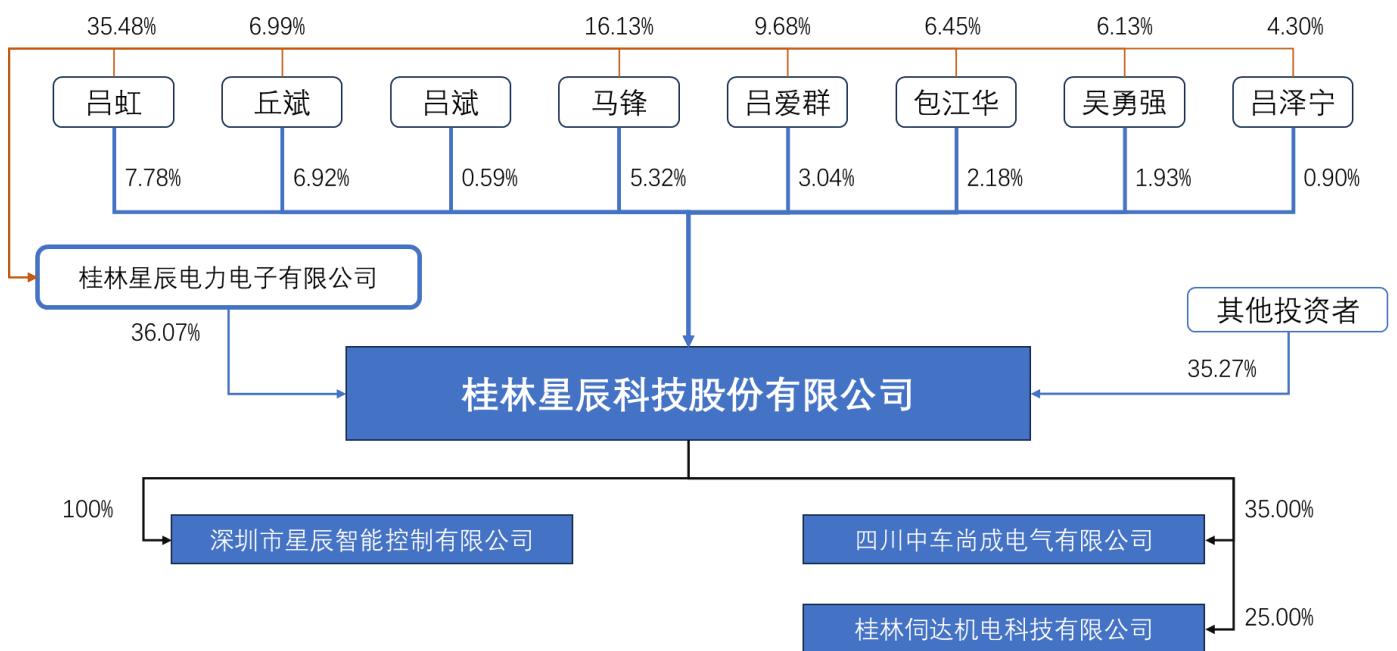
3、伺服系统“小巨人”盈利能力快速回升，新能源应用发力

星辰科技的主营业务为随动控制总成、伺服驱动器、伺服电机等装备自动化及智能化产品的研发、生产、销售，是国家级专精特新“小巨人”、广西省“瞪羚企业”。截至2025H1，公司已拥有62项专利和26项软件著作权，其中发明专利21项。2025上半年内取得1项实用新型专利授权、2项软件著作权登记，新增2项发明专利申请。星辰科技具备承担武器装备科研生产的相关资质，拥有伺服及控制领域优秀的科研技术人才，建立了完善的研发管理体系和军标质量管理体系，是国内领先的军用随动控制总成和军品级伺服系统提供商，也是国内较早从事军用伺服系统产品研发与产业化的企业。

星辰科技专注于高精度随动控制技术、消隙控制技术、装备自动化及智能化控制技术、动力伺服技术、电机技术、电磁兼容技术、伺服系统行业应用技术的开发和应用，并融合控制计算机、伺服系统、执行机构及反馈相关技术形成了随动控制总成、消隙系统等独特的技术和产品。

截至 2025Q3, 桂林星辰电力电子有限公司持股 36.07% 为第一大股东, 吕虹、丘斌、吕斌为实际控制人。

图21: 吕虹、丘斌、吕斌为实际控制人



数据来源: Wind、开源证券研究所 (股权截至 2025Q3, 子公司截至 2025H1)

目前星辰科技共有 4 名高级管理人员。

表3: 目前星辰科技共有 4 名高级管理人员

姓名	职务	简介
郝铁军	总经理	男, 汉族, 1983 年 01 月 12 日出生, 中国国籍, 无境外永久居留权。毕业于湖南工程学院, 本科学历。2006 年 7 月-2008 年 7 月, 中国长江航运集团电机厂任职技术中心技术员; 2008 年 7 月-2009 年 3 月, 桂林电器科学研究所任职华辰公司设计部工程师; 2009 年 4 月-2012 年 6 月, 桂林星辰科技股份有限公司电机设计部主管; 2012 年 7 月-2018 年 12 月, 桂林星辰科技股份有限公司销售部部门经理; 2019 年 1 月-2020 年 4 月, 桂林星辰科技股份有限公司军品事业部总监。
张鹏	副总经理	男, 1982 年 11 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 合肥工业大学本科学历。历任电力电子质检部检验员, 质量工程师, 星辰科技质量部经理。现任星辰科技生产总监。
包江华	财务负责人	女, 1971 年 6 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历。历任电力电子财务经理, 深圳星辰激光技术有限公司会计机构负责人, 上海星川电气传动有限公司会计机构负责人, 上海星之辰会计机构负责人。现任星辰科技董事, 财务总监。
吕斌	董事会秘书	男, 1986 年 10 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 毕业于澳大利亚 HOLMES 学院商业管理专业, 本科学历。历任深圳星辰市场部市场助理, 综合部总经理助理, 星辰科技管理中心行政总监。现任星辰科技董事, 董事会秘书。

资料来源: Wind、开源证券研究所

3.1、新能源品类实现快速增长，2025H1 毛利贡献率提升至 23.6%

星辰科技产品广泛应用于航空航天及军工、新能源、工业控制等应用领域。公司在军工领域服务于航天科工、中船集团、中国兵器、中国兵装、中国电科、航天科技等集团及其下属科研院所；在新能源领域服务于风电、新能源汽车行业；在工业控制领域服务于自动化、智能化的各类机械设备。

图22：星辰科技产品广泛应用于航空航天及军工、新能源、工业控制等应用领域



资料来源：星辰科技 2025 半年报

星辰科技产品长期服务于“远望”号系列远洋测量船舰载雷达，“神舟”系列载人宇宙飞船、“嫦娥”工程、“天宫”工程，南极昆仑科学考察站的地面卫星通信雷达，公司产品配套装备参加了新世纪以来的历次大阅兵，包括 2009 年建国 60 周年国庆大阅兵、2015 年反法西斯胜利 70 周年大阅兵、2017 年朱日和建军 90 周年大阅兵、2019 年建国 70 周年大阅兵，在 70 周年国庆阅兵中，公司获得装备方队表彰。

星辰科技产品从配套层级上分为功能总成级、控制部件级、执行部件级三个级别。功能总成级产品是指为客户配套的能够达到具有一定自主性的自动化、智能化动作、实现较为复杂功能的产品套件，通常除了伺服电机和伺服驱动器构成的伺服系统之外，还增加了上位机控制器、控制软件以及执行机构的传动部件、执行机构、终端闭环控制反馈元件等。如：军用自动调平系统总成、轻武器及侦察平台、直驱型雷达基座总成等。

图23：无人车驱动控制系统



资料来源：星辰科技招股书

图24：轻武器及侦察平台



资料来源：星辰科技招股书

系列交流伺服驱动器、双电机消隙控制系统以及电动汽车及特种车辆驱动器是本公司控制部件级产品，主要分为各型军品伺服驱动器及消隙系统、风电变桨伺服驱动器、新能源车驱动器、工业控制通用伺服驱动器几个主要大类。高性能系列交流永磁同步电机为本公司执行部件级产品，功率范围覆盖 200W-100kW，扭矩范围最大达 10000Nm。包括军品伺服电机、变桨伺服电机、工业控制伺服电机三个主要大类。

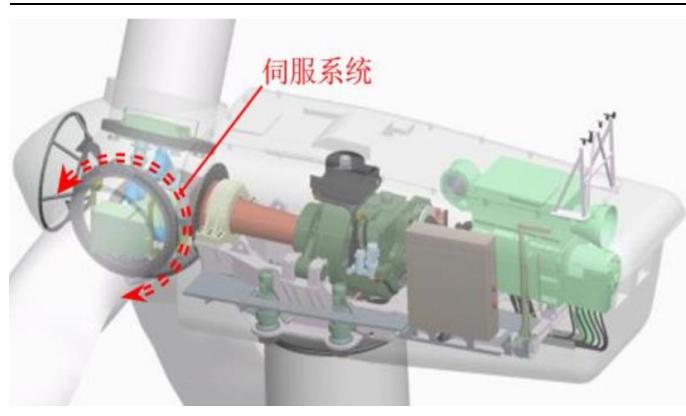
分下游行业来看，在军用自动化装备领域，星辰科技主营产品为军用随动控制系统总成（军用自动调平系统、无人车驱动控制系统、轻武器及侦察平台）、双电机消隙系统、伺服驱动器及伺服电机等。星辰科技众多军用产品装备于国家重点工程，应用场景包括导弹发射装置、火炮随动控制、雷达驱动控制、航空航天仿真平台、卫星通讯装置等。新能源行业应用可细分为风力发电设备、电动汽车及特种作业车领域。

图25：军用产品应用场景包括导弹发射装置等



资料来源：星辰科技招股书

图26：新能源行业应用包含风电等



资料来源：星辰科技招股书

工业控制行业应用场景广泛，星辰科技开发了通用及专用型伺服系统及各类功能总成，主要分类如下：

- a) 伺服节能注塑机领域：注塑机节能专用动力伺服系统，取代传统注塑机的油泵马达，平均节能率高达 50%，并且制品更精密，模具及油泵的机械寿命更长，噪音大幅度降低；
- b) 液压控制及传动领域：液压泵控伺服系统对液压系统尤其是压力和流量变化范围较大的液压系统进行升级换代，实现高精度、高效节能运行；
- c) 机床及自动化装备领域：弹簧机、激光切割机、绕线机等领域应用的通用、专用伺服系统，以其宽泛功率范围、高精度、高响应性以及极具竞争力的价格优势开拓市场。
- d) 在全电动注塑机、油压机等领域，公司还可以配套控制电脑构建控制系统总成。

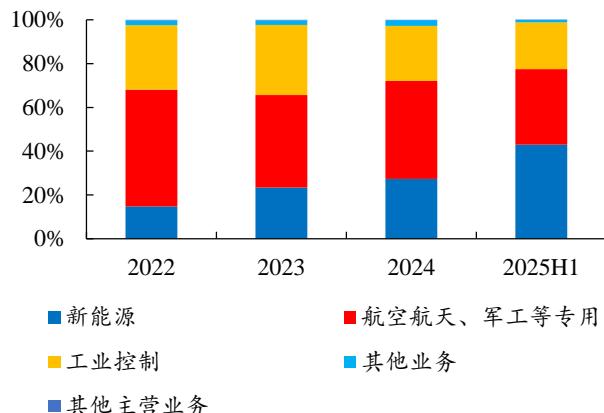
表4：工控方面星辰科技产品主要应用于注塑、液压、机床等

产品名称	图例	产品介绍
工业伺服电机		200W-100kW 各系列工业伺服电机、激光切割机、弹簧机、注塑机、工业机器人及其它工业自动化装置
通用伺服驱动器		适用于各种工业控制领域的伺服驱动器
专用控制电脑及控制系統总成		为专用行业开发的控制电脑及软件，适用于构成控制系统总

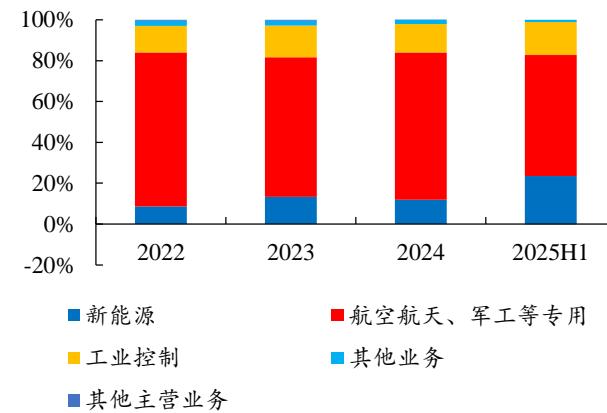
资料来源：星辰科技招股书、开源证券研究所

从收入结构上看，2022-2025H1 新能源伺服系统在营业总收入中的占比持续提升，从 2022 年的 14.80% 提升至 2025H1 的 42.93%。航空航天、军工专用伺服系统始终为最主要的营收贡献项，2022-2025H1 营收占比分别为 53.31%、42.24%、44.76%、34.54%。工控伺服系统占比分别为 29.37%、32.11%、25.07%、21.29%。

2022-2025H1 毛利贡献率来看，航空航天、军工专用伺服系统贡献大部分毛利，毛利贡献率分别为 75.37%、68.40%、72.05%、59.18%。随着销售收入占比的提升，新能源伺服系统的毛利贡献率也呈现上升趋势，分别为 8.61%、13.32%、11.98%、23.60%。工控系统则保持稳定，分别为 13.04%、15.49%、13.90%、16.18%。

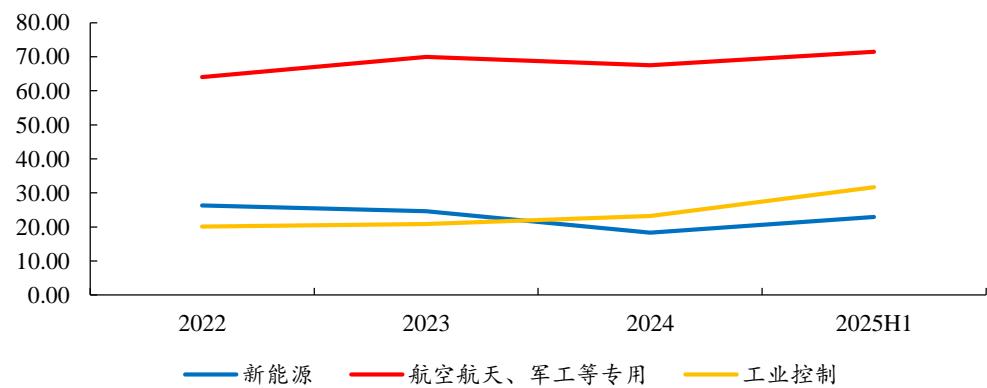
图27：新能源伺服系统在营业收入中的占比持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：航空航天、军工专用伺服系统贡献大部分毛利


数据来源：Wind、开源证券研究所

航空航天、军工专用伺服系统始终保持高毛利率水平，2025H1 达到 71.46%。工控伺服系统毛利率保持提升，2025H1 达到 31.7%。

图29：航空航天、军工专用伺服系统始终保持高毛利率水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

从客户结构看，星辰科技 2022-2024 年前五名客户占比均在 45% 以上，具有一定集中性；同时第一大客户销售占比在 2024 全年达到 26.24%。

表5：星辰科技 2022-2024 年前五名客户占比均在 45% 以上

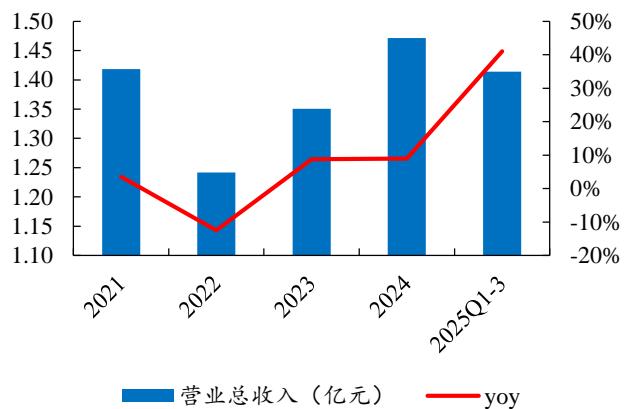
年度	客户名称	销售金额	营收占比
2024	主要客户 1	3,861.87	26.24
	主要客户 2	1,604.63	10.90
	主要客户 3	1,568.66	10.66
	主要客户 4	802.85	5.46
	主要客户 5	685.42	4.66
合计		8,523.42	57.92
2023	主要客户一	2,253.80	16.69
	主要客户二	2,081.13	15.41
	主要客户三	655.49	4.85
	主要客户四	631.00	4.67
	主要客户五	629.26	4.66
合计		6,250.68	46.28
2022	主要客户 1	1,883.98	15.17
	主要客户 2	1,561.51	12.57
	主要客户 3	1,076.94	8.67
	主要客户 4	1,019.82	8.21
	主要客户 5	662.46	5.33
合计		6,204.71	49.95

数据来源：Wind、开源证券研究所

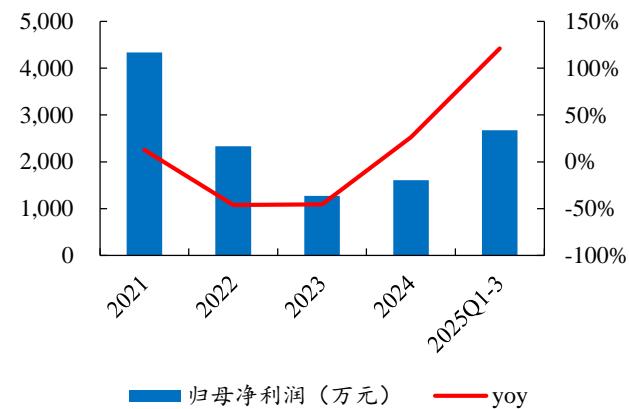
3.2、2025Q1-3 营收同比+41% 归母净利+121%，盈利能力快速回升

星辰科技在 2023~2025Q1-3 实现营收 1.35、1.47、1.41 亿元，2025Q1-3 同比实现增长 40.99%。2025 年半年报中公司披露在政策的驱动下，绿色低碳转型加速推进，风电并网规模跨越式增长，带动星辰科技新能源业务增长及营收大幅增长。

2023~2025Q1-3 归母净利润分别为 1,273.30 万元、1,607.43 万元、2,676.57 万元，同比增长率分别为 -45.47%、26.24%、120.94%。2024 全年航天及军工伺服系统业务的收入增长，拉动了整体盈利水平的提升；2025H1 由于新能源伺服系统销量增长、前期预研项目小批量生产、客户回款削减了信用减值损失共同推动归母净利润的快速提升。

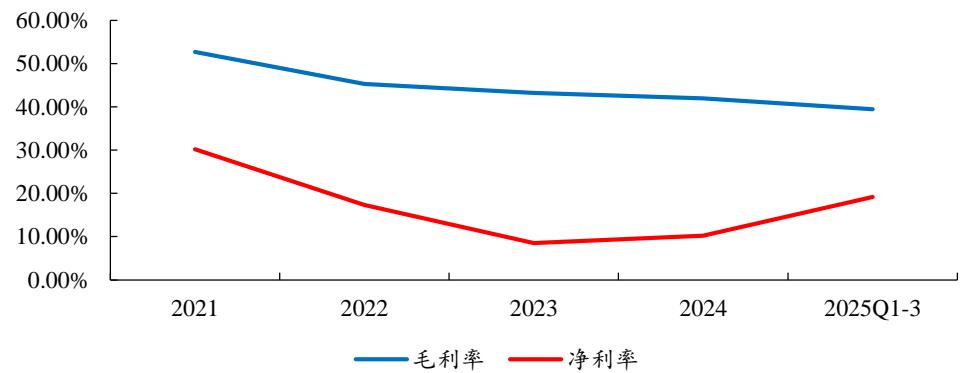
图30：营收 2025Q1-3 同比实现增长 40.99%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2025Q1-3 归母净利润同比增长 120.94%


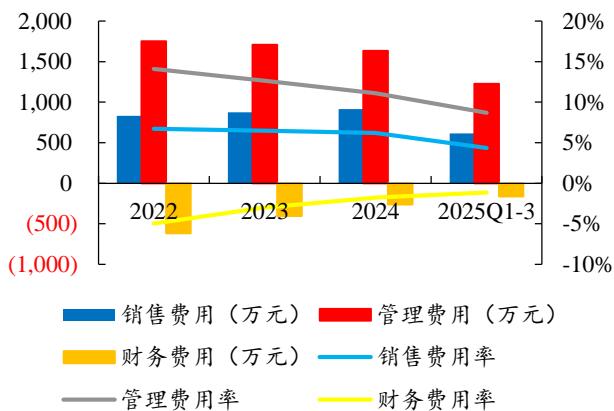
数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力方面，随着新能源伺服系统产品的占比提升，星辰科技整体毛利率有所下降，2025Q1-3 为 39.45%。在经历 2023 年低点后，净利率进入上升趋势，2025Q1-3 分别提升至 19.16%、7.69%。

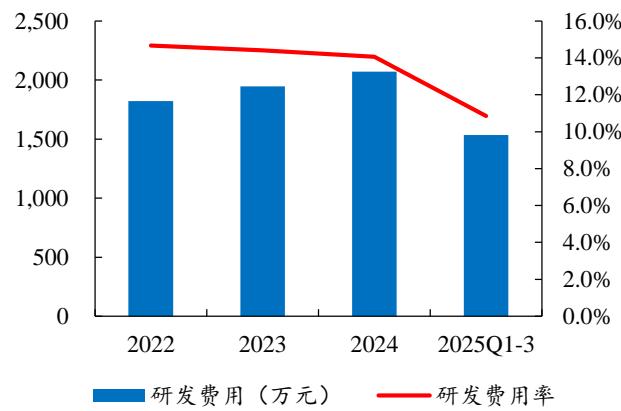
图32：在经历 2023 年低点后，净利率进入上升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率整体有所下降，2023~2025Q1-3 分别为 30.53%、29.58%、22.71%。星辰科技始终保持较高的研发投入水平，研发费用规模逐年保持上升，研发费用率在 2023~2025Q1-3 分别为 14.41%、14.06%、10.85%。

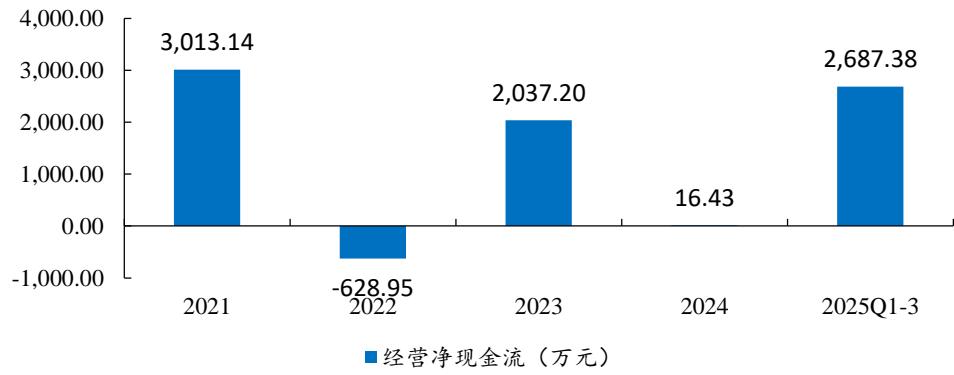
图33：期间费用率整体有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：星辰科技始终保持较高的研发投入水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

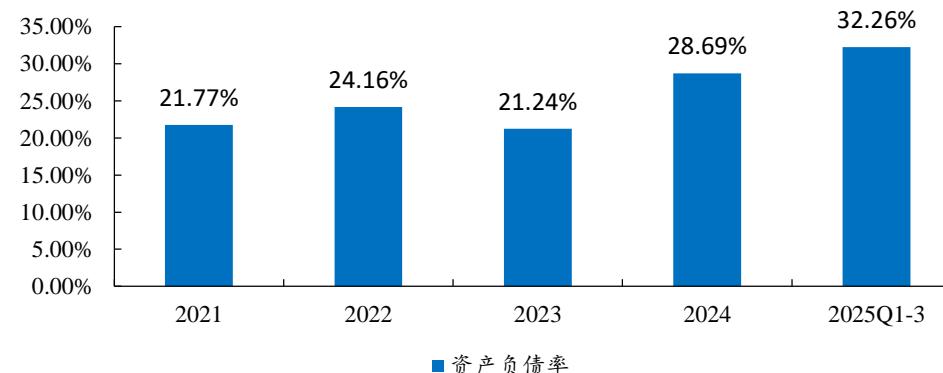
经营净现金流具有一定波动性，2023 年实现经营现金流净流入 2,037.20 万元，2025Q1-3 实现 2,687.38 万元净流入。

图35：2025Q1-3 实现 2,687.38 万元经营现金流净流入


数据来源：Wind、开源证券研究所

资产负债率在 2024 及 2025Q1-3 有所上升，分别为 28.69%、32.26%。

图36：资产负债率在 2024 及 2025Q1-3 有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、募投项目已在 2024 达产，同步大幅扩张电气控制和执行机构产能

星辰科技于 2021 年公开发行，募集资金主要用于“军用随动控制总成产业化及伺服电机扩产项目”、“研发中心建设项目”及补充流动资金。

表6：星辰科技募集资金主要用于军用随动控制总成产业化及伺服电机扩产项目等

项目名称	投资总额（万元）	拟用募集资金投资金额（万元）
军用随动控制总成产业化及伺服电机扩产项目	8,800.00	8,800.00
研发中心建设项目	3,580.00	3,580.00
补充流动资金	3,620.00	3,620.00
合计	16,000.00	16,000.00

数据来源：星辰科技公开发行说明书、开源证券研究所

其中，“军用随动控制总成产业化子项目”是未来战场上军用“装备三化”的重要组成部分，也是核心控制部件总成。所涉及的技术核心为多轴随动控制，产品涉及三个主要总成类别，即：军用无人机驱动控制系统、军用自动调平系统、自动轻武器平台/侦察平台。

在军用无人机及军用船、飞机等运载工具上，由于通常需要在运动中实施侦察和打击，故武器和侦察仪器必须克服运载工具的颠簸和晃动带来的误差。此项目利用星辰科技多年来参与航空航天测试转台配套和研发的经验，开发了多种两轴、三轴、四轴平台，能够实时调整动态抵消运载工具的姿态变化，以保证安装在平台上的轻武器、侦察仪器基座稳定，从而保证侦察、打击精度。

具体的产能扩张方面，建设内容包括电气控制和执行机构两大部分：电气控制部分预计新增产能为军用伺服驱动器 1,500 台，控制器 500 台，控制器和驱动器生产设施具有通用性，具体生产安排可以根据市场情况进行调整；执行机构部分预计新增产能为伺服电机 6,000 台，其中军用伺服电机 1,500 台，新能源伺服电机 1,500 台，工业伺服电机 3,000 台，并配套一定的机械加工能力。

截至 2024 年 11 月星辰科技公告募投项目“军用随动控制总成产业化及伺服电机扩产项目”及“研发中心建设项目”已建设完毕并达到预定可使用状态，结余资金均永久补充流动资金。

表7：募投项目 2024 年建设完毕并结余资金（万元）

序号	项目名称	募集资金计划投资总额（调整后）	累计投入募集资金金额	利息收入	节余募集资金金额
1	军用随动控制总成产业化及伺服电机扩产项目	8,800.00	6,420.90	949.43	3,328.53
2	研发中心建设项目	3,580.00	2,784.53	386.25	1,181.72

数据来源：星辰科技公告、开源证券研究所（注：数据截至 2024 年 10 月 31 日）

4、预计 2025-2027EPS0.20/0.26/0.30 元，给予“增持”评级

鉴于星辰科技主营业务为各类型伺服系统，涉及到军品及民用两大方向，我们选择汇川技术、华中数控、北摩高科作为同行业可比公司。

表8：选择汇川技术、华中数控、北摩高科作为同行业可比公司

公司名称	股票代码	公司简介
汇川技术	300124.SZ	一家工业自动化控制产品和新能源相关产品的研发、生产和销售的高新技术企业，聚焦工业领域的自动化、数字化、智能化，专注“信息层、控制层、驱动层、执行层、传感层”核心技术，以拥有自主知识产权的工业自动化控制技术为基础，提供更智能、更精准、更前沿的综合产品及解决方案。
华中数控	300161.SZ	坚持“一核三体”的发展战略，即“以数控系统技术为核心，以机床数控系统、工业机器人、新能源汽车配套为三个主体”。公司研制了华中 8 型系列高档数控系统新产品，已有数百台套与列入国家重大专项的高档数控机床配套应用；具有自主知识产权的伺服驱动和主轴驱动装置性能指标达到国际先进水平，自主研发的 5 轴联动高档数控系统已有数百台在汽车、能源、航空等领域成功应用。公司研制的 60 多种专用数控系统，应用于纺织机械、木工机械、玻璃机械、注塑机械。公司红外热像仪产品已广泛应用于钢铁、能源、化工、医疗等行业。
北摩高科	002985.SZ	公司主要从事军民两用航空航天飞行器、起落架着落系统及坦克装甲车辆、高速列车等高端装备刹车制动产品的研发、生产和销售，产品广泛应用于歼击机、轰炸机、运输机、教练机、军贸机、无人机、航天高空飞行器及坦克装甲车辆等重点军工装备，同时在民用航空、轨道交通、检验检测等领域取得了一系列进展。根据产品分类，公司业务可分为刹车盘、刹车控制系统及机轮业务、起落架着陆系统及检测业务四类。公司自成立以来一直深耕刹车制动领域，凭借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。

资料来源：Wind、开源证券研究所

考虑到近期军品市场回暖，星辰科技伺服产品在军品市场在技术、质量领域具有较强的竞争力；同时风电市场订单情况实现较大增长预期回暖，我们预计星辰科技在 2025-2027 年实现营收 1.85/2.19/2.41 亿元，对应归母净利润 0.33/0.45/0.51 亿元，对应 EPS 为 0.20/0.26/0.30 元，当前股价对应 PE 为 113.8/85.4/74.1X 高于可比公司平均估值水平。考虑到星辰科技在军工方向积累深厚，在风电方向受益市场整体回暖

并开拓新客户，具有较强的增长弹性，估值具备合理性，我们首次覆盖给予“增持”评级。

表9：预计星辰科技对应 2025-2027 归母净利润 0.33/0.45/0.51 亿元，对应 EPS 为 0.20/0.26/0.30 元

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市	EPS/元			PE		
		(元/股)	值 (亿元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汇川技术	300124.SZ	70.55	1,909.55	2.06	2.47	2.94	34.2	28.6	24.0
华中数控	300161.SZ	27.63	54.90	0.21	0.53	0.86	131.6	52.1	32.1
北摩高科	002985.SZ	29.07	96.47	0.62	0.83	1.05	46.9	35.0	27.7
均值				0.96	1.28	1.62	70.9	38.6	27.9
星辰科技	920885.BJ	22.25	38.01	0.20	0.26	0.30	113.8	85.4	74.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 12 月 16 日，可比公司数据来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

新产品开发风险、应收账款收回风险、下游订单需求波动风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	344	365	389	392	433	营业收入	135	147	185	219	241
现金	126	132	146	121	150	营业成本	77	85	107	128	141
应收票据及应收账款	158	183	174	191	211	营业税金及附加	1	1	2	2	2
其他应收款	3	5	6	7	7	营业费用	9	9	8	9	10
预付账款	0	0	0	1	1	管理费用	17	16	16	18	19
存货	50	39	56	65	58	研发费用	19	21	22	24	25
其他流动资产	7	6	7	8	8	财务费用	-4	-3	-3	-3	-4
非流动资产	127	167	166	164	162	资产减值损失	-3	-4	-4	-2	-1
长期投资	21	22	23	24	25	其他收益	9	8	10	9	9
固定资产	43	42	62	72	75	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	10	10	10	9	8	投资净收益	1	1	1	2	1
其他非流动资产	53	93	71	60	54	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	470	532	555	556	595	营业利润	10	14	35	47	55
流动负债	97	141	140	117	119	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	22	70	50	34	10	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	48	46	51	51	67	利润总额	10	14	36	47	55
其他流动负债	27	25	39	32	42	所得税	-1	-1	2	3	3
非流动负债	3	12	10	8	6	净利润	12	15	33	45	51
长期借款	0	10	8	6	4	少数股东损益	-1	-1	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2	2	归属母公司净利润	13	16	33	45	51
负债合计	100	153	150	125	125	EBITDA	14	21	42	56	65
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1	EPS(元)	0.07	0.09	0.20	0.26	0.30
股本	171	171	171	171	171	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	82	79	79	79	79	成长能力					
留存收益	125	135	153	178	206	营业收入(%)	8.8	9.0	25.9	18.3	10.0
归属母公司股东权益	370	381	406	432	471	营业利润(%)	-55.5	41.5	146.7	33.3	15.3
负债和股东权益	470	532	555	556	595	归属于母公司净利润(%)	-45.5	26.2	107.8	33.3	15.2
						获利能力					
						毛利率(%)	43.2	41.9	42.4	41.7	41.3
						净利率(%)	9.4	10.9	18.0	20.3	21.3
						ROE(%)	3.1	4.0	8.2	10.3	10.9
						ROIC(%)	2.7	3.3	7.1	9.3	10.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.2	28.7	27.0	22.4	21.0
						净负债比率(%)	-27.5	-13.6	-21.1	-18.1	-28.3
						流动比率	3.6	2.6	2.8	3.3	3.6
						速动比率	3.0	2.3	2.4	2.8	3.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
						应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.07	0.09	0.20	0.26	0.30
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.00	0.25	0.08	0.42
						每股净资产(最新摊薄)	2.17	2.23	2.38	2.53	2.76
						估值比率					
						P/E	298.5	236.4	113.8	85.4	74.1
						P/B	10.3	10.0	9.4	8.8	8.1
						EV/EBITDA	264.1	181.6	87.5	66.1	56.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn