



## 买入（首次）

所属行业：电气部件与设备  
当前价格(元)：6.67

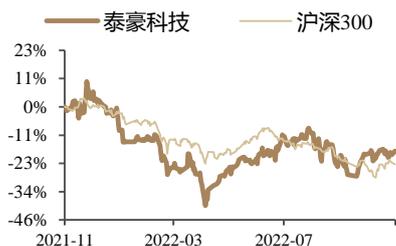
### 证券分析师

何思源

资格编号：S0120522100004

邮箱：hesy@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.52	5.87	-9.13
相对涨幅(%)	1.14	10.04	0.07

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 泰豪科技 (600590.SH)

## 聚焦军工主业，成长可期

### 投资要点

- 业务结构持续优化，聚焦军工装备产业发展。**公司是在江西省和清华大学“省校合作”推动下，在南昌国家高新开发区设立的高科技公司。公司自成立以来，先后收购了江西三波电机总厂、衡阳市四机总厂、天津七六四通信导航技术有限公司等国有军工企业及上海红生系统工程有限公司等民营企业，并投资了江西国科军工集团股份有限公司、深圳市中航比特通讯技术股份有限公司等优秀企业。目前公司已完成智能配电业务剥离，持续聚焦军工主业。军工装备业务围绕通信指挥系统、光电探测产品、导航产品的研制与服务，重点开展军工信息技术的研究与应用；民品业务主要为智能应急电源的产品研制与服务。
- “十四五”国防建设提速，公司军品业务有望受益。**军费支出稳步提升，顶层政策强调富国与强军的统一有望牵引国防投入持续增加。信息化为国防建设趋势，将是军用装备费用投入的重点。军用通信指挥车：市场规模 40 亿元/年，行业处于成熟期。竞争格局稳定且相对集中，公司行业地位领先；导航产品：公司是目前国内唯一一家专业研制开发全套航空导航地面设备的厂家；舰载作战辅助系统：海军加速由浅蓝走向深蓝牵引配套系统空间扩张；军用电源装备：公司军用电站技术优势确保行业领先地位。
- “新基建”建设启动，应急产业进入快速成长期。**应急产业国内市场规模超过 250 亿元。在“新基建”热潮下，各行业呈现“数字化”发展趋势，以数据中心和通信行业为代表的信息领域对高端应急电源的需求快速提升。数据中心市场方面，2020 年 3 月，中共中央政治局常务委员会召开会议提出，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，数据中心市场进入快速发展期。通信市场方面，2022 年运营商资本开支继续保持。海外市场方面，一带一路沿线国家的基础设施建设、发展中国家内生性需求、产品更新换代等等因素将带来较好的市场机会。目前该行业竞争格局呈梯队式分布，行业集中度呈提升态势。
- 参股的两家公司 IPO 稳步推进中。**江西国科军工 IPO 目前处于“已问询”状态，泰豪科技持有江西国科 11.82% 股份。中航比特 IPO 目前处于“已问询”状态，泰豪科技子公司泰豪军工持有中航比特 15.76% 股份。
- 投资建议：**公司主业聚焦军工后，或将迎来快速发展阶段。预计公司 2022-2024 年的净利润为 3.26 亿元、3.54 亿元、4.15 亿元，EPS 为 0.38 元、0.42 元、0.49 元，对应 2022 年 11 月 21 日股价，PE 为 17 倍、16 倍、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复风险；现有产品技术无法满足客户需求的风险；参股企业 IPO 推进不及预期或失败风险。



**股票数据**

总股本(百万股):	852.87
流通 A 股(百万股):	843.57
52 周内股价区间(元):	4.88-8.95
总市值(百万元):	5,688.64
总资产(百万元):	12,854.11
每股净资产(元):	4.71

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,045	6,063	5,479	6,293	7,490
(+/-)YOY(%)	14.0%	0.3%	-9.6%	14.9%	19.0%
净利润(百万元)	-263	92	326	354	415
(+/-)YOY(%)	-282.7%	135.1%	252.7%	8.7%	17.1%
全面摊薄 EPS(元)	-0.31	0.11	0.38	0.42	0.49
毛利率(%)	20.7%	17.0%	20.1%	20.8%	20.6%
净资产收益率(%)	-7.4%	2.5%	8.0%	8.0%	8.6%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 公司概况：并购力度大，聚焦军工装备产业发展.....	6
2. “十四五”国防建设提速，公司军品业务有望受益.....	9
2.1 车载通信指挥系统：行业处于成熟期，公司是国内主要的总成厂之一.....	10
2.2 导航产品：公司是目前国内唯一一家专业研制开发全套航空导航地面设备的厂家.....	12
2.3 舰载作战辅助系统：海军加速由浅蓝走向深蓝，牵引舰载作战辅助系统空间持续打 开.....	14
2.4 军用电源装备：公司为军用电站骨干企业，技术优势确保行业领先地位.....	15
3. “新基建”建设启动，应急产业进入快速成长期.....	17
3.1 智能应急电源：空间广阔迎新机，行业集中度呈提升趋势.....	17
4. 参股的两家公司 IPO 推进中.....	19
4.1 江西国科军工 IPO 目前处于“已问询”阶段，公司持股 11.82%.....	19
4.2 中航比特 IPO 目前进入“已问询”状态，子公司泰豪军工持股 11.82%.....	21
5. 盈利预测.....	22
6. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革 .....	6
图 2: 公司股权结构 (截止 2022 年三季度) .....	7
图 3: 公司营业收入 (亿元) .....	8
图 4: 公司归母净利润 (亿元) .....	8
图 5: 2022H1 主营业务收入结构 .....	8
图 6: 2022H1 主营业务毛利占比 .....	8
图 7: 履带侦察作战型无人车 .....	9
图 8: 军用无人车辆 .....	9
图 9: 公司研发费用 (亿元) .....	9
图 10: 我国国防支出 (万亿元) .....	10
图 11: 公司通信系统产品展示 .....	11
图 12: 江苏捷诚股权结构 .....	11
图 13: 鹤壁天海电子股权结构 .....	11
图 14: 公司通信指挥系统生产量与销售量情况 .....	12
图 15: 公司导航产品展示 .....	13
图 16: 中国卫星导航与位置服务产业产值 (亿元) .....	13
图 17: 中国高精度市场规模 (亿元) .....	13
图 18: 公司舰载装备产品展示 .....	14
图 19: 中国海军整体规模与美国仍有较大差距 .....	15
图 20: 公司军用电源相关产品展示 .....	错误!未定义书签。
图 21: 公司军用电源生产销售情况 .....	16
图 22: 公司智能应急电源产品展示 .....	17
图 23: 中国数据中心市场规模统计 (亿元) .....	18
图 24: 三大运营商购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元) .....	18
图 25: 智能应急电源行业玩家情况 .....	19
图 26: 国科军工主要产品及应用 .....	20
图 27: 江西国科军工营收情况 (万元) .....	20
图 28: 江西国科军工归母净利润情况 (万元) .....	20
图 29: 国科军工股权情况 .....	21
图 30: 中航比特营收情况 (万元) .....	21
图 31: 中航比特归母净利润情况 (万元) .....	21
图 32: 中航比特股权结构 .....	22

图 33: 公司分业务营收和毛利预测 (百万元) .....23

表 1: 主要子公司情况 (截止 2022 年 H1) .....7

表 2: 两家子公司交易前后持股比例变化.....7

表 3: 中国国防信息化相关政策汇总 .....10

表 4: 中航比特产品类型、用途及特点 .....21

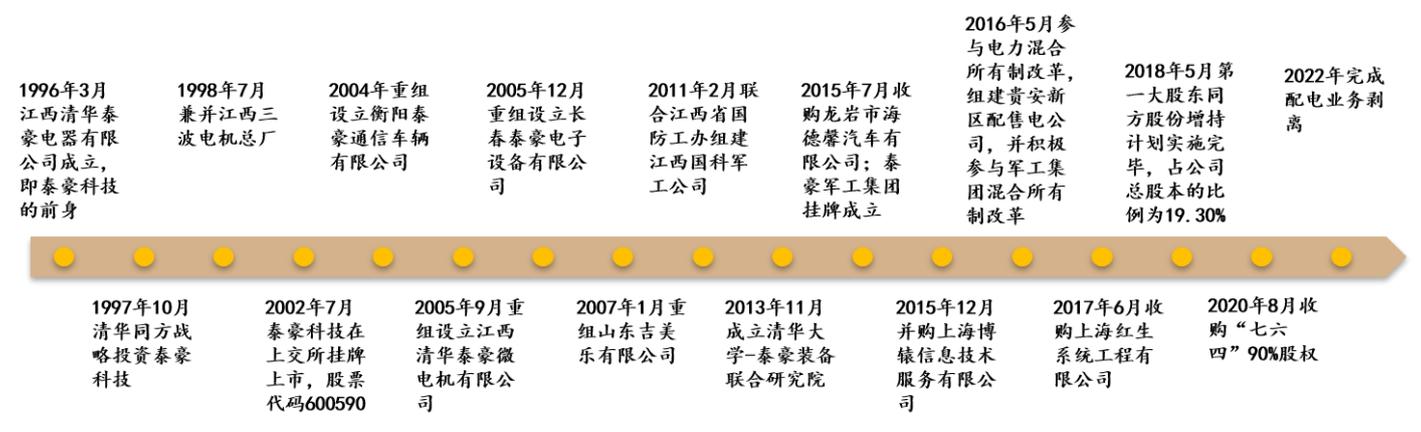
表 5: 可比公司估值情况 .....24

## 1. 公司概况：并购力度大，聚焦军工装备产业发展

**省校合作典范奠定高科技基础。**公司是在江西省和清华大学“省校合作”推动下，在南昌国家高新开发区设立的高科技公司。公司自成立以来，先后收购了江西三波电机总厂、衡阳市四机总厂、天津七六四通信导航技术有限公司等国有军工企业及上海红生系统工程股份有限公司等民营企业，并投资了江西国科军工集团股份有限公司、深圳市中航比特通讯技术股份有限公司等优秀企业。目前公司已完成智能配电业务剥离，持续聚焦军工主业。军工装备业务围绕通信指挥系统、光电探测产品、导航产品的研制与服务，重点开展军工信息技术的研究与应用；民品业务主要为智能应急电源的产品研制与服务。

**公司历史沿革。**公司创立于1988年，1997年10月清华同方战略投资泰豪科技，2002年7月泰豪科技在上交所挂牌上市，2003年至2007年间重组设立了衡阳泰豪通信车辆有限公司、江西清华泰豪微电机有限公司、长春泰豪电子设备有限公司、山东吉美乐有限公司，2011年经军工控股与泰豪科技、南昌创投多轮协商达成一致后，军工控股利用所持有的军工公司股权进行增资，泰豪科技和南昌创投以货币方式进行增资，2013年成立清华大学-泰豪装备联合研究院，2015年至2017年间并购上海博辕信息技术服务有限公司，收购龙岩市海德馨汽车有限公司、上海红生系统工程股份有限公司。公司通过外延并购方式不断延伸军工产业链，深化高端装备制造和军工信息化布局，向规模化军工集团持续迈进；2016年参与电力混合所有制改革，2018年第一大股东同方股份增持计划实施完毕，2020年收购“七六四”90%股权，加强信息化领域布局；2022年完成配电业务剥离，持续推进产业结构调整，聚焦军工装备产业发展。

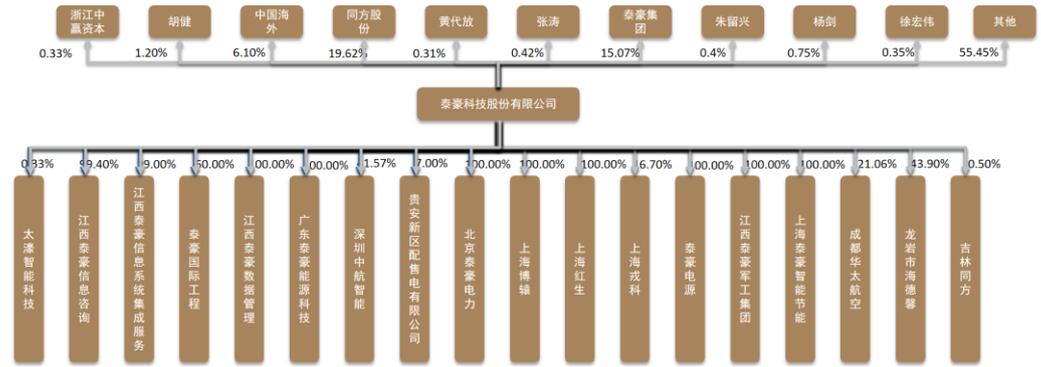
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，德邦研究所

**公司股权结构明晰，最大股东为同方股份，无实际控制人。**同方股份为公司最大股东，持有公司19.62%股份，泰豪集团为第二大股东，持有公司15.07%股份，中国海外集团为第三大股东，持有公司6.10%股份，其他股东持有公司59.21%，公司股权结构稳定。

图 2：公司股权结构（截止 2022 年三季度报）



资料来源：泰豪科技 2022 三季度报，德邦研究所

表 1：主要子公司情况（截止 2022 年 H1）

公司名称	主营业务	持股比例	2022H1 营业收入(元)	2022H1 净利润(元)
江西泰豪军工集团有限公司	发电机及发电机组研制、生产及销售；声光机电一体化产品、通信设备、卫星导航设备的研制、生产及销售；新能源、新材料、新技术产品研制、生产及销售；其他机电设备的研制、生产及销售。	100.00%	891,051,287.51	108,802,179.35
上海红生系统工程有限公司	(通讯设备、计算机软硬件、网络技术) 专业领域内的技术开发	100.00%	8,993,230.64	1,261,016.32
泰豪电源技术有限公司	发电机及机组的设计、制造、销售与售后服务	100.00%	798,354,872.22	17,412,785.05
龙岩市海德馨汽车有限公司	专用作业车 (应急电源车、抢险救援照明车、应急通信车) 生产销售	75.29%	119,940,786.13	11,516,535.94

资料来源：公司公告，德邦研究所

**泰豪军工、上海红生拟引入战略投资者助力长远发展。**为满足经营发展需要，保障公司后续无人化装备发展的持续性投入，加快军用新材料、军用新能源等军工装备新业务的发展，并改善公司资产负债结构，公司全资子公司泰豪军工、上海红生拟通过增资扩股方式引入战略投资者及员工持股平台。本次增资共计不超过 91,500.00 万元，其中对泰豪军工拟增资金额不超过 72,672.12 万元，对上海红生拟增资金额不超过 18,827.88 万元，公司均放弃增资权。增资完成后，公司持有泰豪军工、上海红生的持股比例不低于 73.9687%。

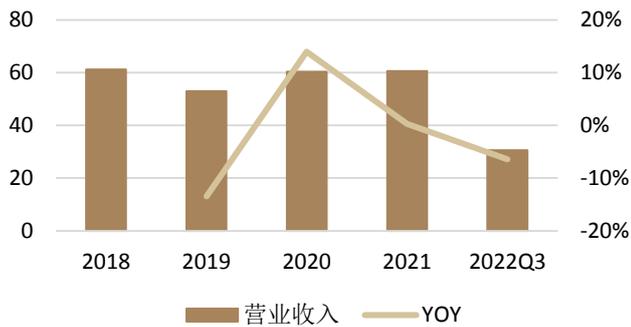
表 2：两家子公司交易前后持股比例变化

序号	股东名称	泰豪军工本次交易前持股比例	泰豪军工本次交易后持股比例(拟)	上海红生本次交易前持股比例	上海红生本次交易后持股比例(拟)
1	泰豪科技股份有限公司	100%	73.97%	100%	73.97%
2	北京国发航空发动机产业投资基金中心(有限合伙)	0%	14.22%	0%	14.22%
3	中新互联互通投资基金(有限合伙)	0%	8.53%	0%	8.53%
4	榆林市煤炭资源转化引导基金合伙企业(有限合伙)	0%	2.85%	0%	2.85%
5	共青城泰创天悦投资合伙企业(有限合伙)	0%	0.43%	0%	0.43%

资料来源：公司公告，德邦研究所

**营业收入及净利润主要受智能配电业务剥离，以及新冠疫情导致产品交付进度滞后影响。**2022 年前三季度公司营业收入同比微降 6.43%，归属于上市公司股东的净利润同比下降 41.51%，主要系上年同期完成泰豪软件等业务剥离，确认资产处置等非经常性损益 3.64 亿元，以及 22 年受新冠疫情影响，公司生产经营受到一定影响，同时 22 年受智能配电业务剥离后对原有存续业务的清理影响。

图 3: 公司营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

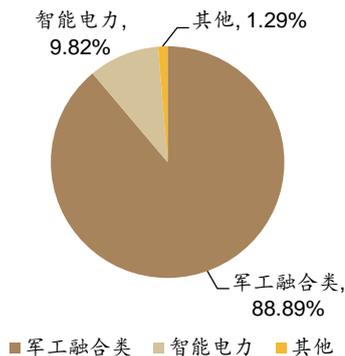
图 4: 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

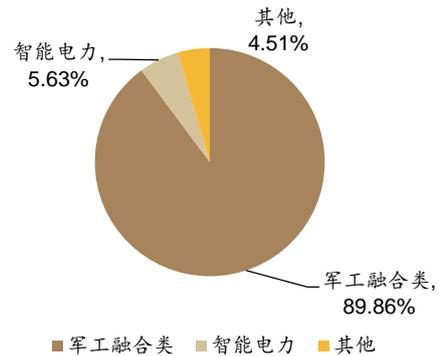
公司主营业务包括军工装备、应急装备，智能电力业务逐步剥离。占主营业务收入比例最高的为军工装备 48.27%，应急装备占比 40.61%，智能电力占比 9.82%。公司专注军工装备及应急装备，在军工装备领域，公司紧跟我军装备发展需要，一方面在装备预研、演示验证、型研、改换装等各阶段深度参与，全面满足客户各阶段不同需求。在应急装备领域，公司通过不断完善分销体系，建立了覆盖各行业、各地区的产品供应与服务能力。公司智能配电业务逐步剥离，毛利占比低，体现了公司业务布局的不断优化。

图 5: 2022H1 主营业务收入结构



资料来源: 公司公告, 德邦研究所 注: 军工融合包括军品业务与民品应急电力业务

图 6: 2022H1 主营业务毛利占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所注: 军工融合包括军品业务与民品应急电力业务

公司加大军工装备产业无人化、智能化、信息化相关产品的研发投入。公司秉持技术创新与市场融合的发展思路，紧跟用户需求、坚持自主技术创新，2018 年至 2022H1，公司不断加大研发投入，在现有产品基础上，逐步攻克、掌握隐身伪装技术、新能源多源集成控制技术、用于分布式供能的醇类重整制氢技术、北斗导航抗干扰技术、无人车辆智能控制技术的前沿技术，为新产品、新应用奠定了坚实的基础。同时，公司在自主创新的基础上，积极推进产学研一体化模式，设有院士工作站、企业博士后科研工作站，并与清华大学、华中科技大学、上海交通大学等多所高校院所开展产学研合作，利用行业优势资源持续推动公司技术与产品创新。通过不断整合，一方面丰富了公司的产业布局，另一方面不断延伸的产业链亦提升了军工业务的核心竞争力。

图 7：履带侦察作战型无人车



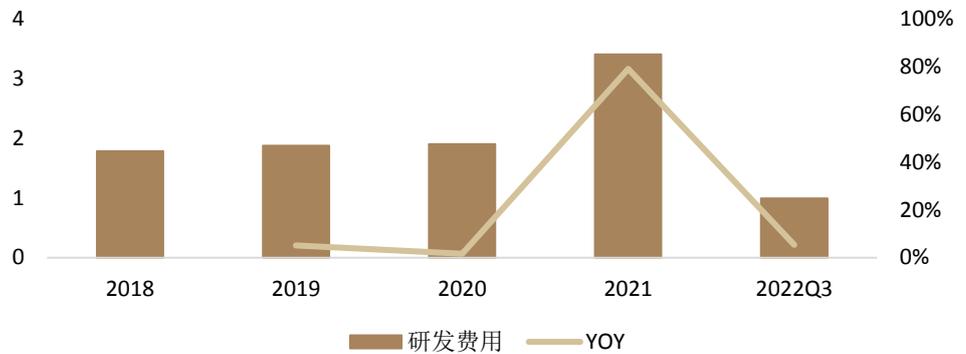
资料来源：现代兵器微信公众号，德邦研究所

图 8：军用无人车辆



资料来源：央广网军事，德邦研究所

图 9：公司研发费用（亿元）

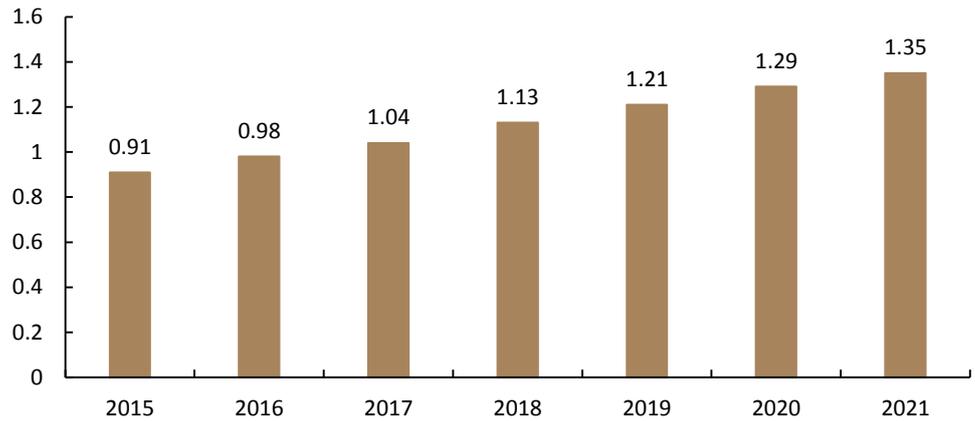


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

## 2. “十四五”国防建设提速，公司军品业务有望受益

军费支出稳步提升，顶层政策强调富国与强军的统一有望牵引国防投入持续增加。我国军费支出预算从 2015 年的 9087.84 亿元提升至 2020 年的 12918.77 亿，2021 年达到 1.35 万亿元，2022 年，我国中央一般公共预算支出安排中，国防预算支出为 14,504.5 亿元，较上年增加 7.1%，依然保持较高的增速。同时，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中明确提出：加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一；加快机械化、信息化、智能化融合发展，全面加强练兵备战；加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展；确保 2027 年实现建军百年的奋斗目标。此外，随着国际安全形势的愈发紧张及周边环境不确定性的增加，我国有望持续增加在军工装备等领域的投入。

图 10: 我国国防支出 (万亿元)



资料来源: 观研报告网, 德邦研究所

信息化为国防建设趋势, 将是军用装备费用投入的重点。可以预期, 信息化将成为下一轮现代化军工的建设重点, 根据中研网数据, 预计 2025 年中国国防信息化开支将增长至 2513 亿元, 年复合增长率 11.6%, 占 2025 年国防装备费用 (6284 亿元) 比例达到 40%, 未来 10 年国防信息化总规模有望达到 1.66 万亿元, 市场空间巨大。

表 3: 中国国防信息化相关政策汇总

时间	部门	政策名称	主要内容
2017.1	全国人大	《十九大报告》	到 2020 年基本实现机械化, 信息化建设取得重大进展, 战略能力有大的提升。同国家现代化进程相一致, 全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化, 力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化。到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。
2017.11	国务院办	《国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》	提出进一步扩大军工开放、加强军民资源共享和协同创新、促进军民技术相互支撑、有效转化、支撑重点领域建设、推动军工服务国民经济发展、推进武器装备动员和核应急安全建设、完善法规政策体系。
2019.07	国务院	《新时代的中国国防》	战争形态加速向信息化战争演变, 中国特色军事变革取得重大进展, 但信息化水平亟待提高。提出推进国防科技和军事理论创新发展, 构建现代化武器装备体系, 建设一切为了打仗的现代化后勤。
2021.03	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	提出“加快国防和军队现代化, 实现富国和强军相统一”; “加快武器装备现代化, 聚力国防科技自主创新、原始创新, 加速战略性前沿性颠覆性技术发展, 加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。”同时, “深化军民科技协同创新, 加强海洋、天空、网络空间、生物、新能源、人工智能、量子科技等领域军民统筹发展, 推动军地科研设施资源共享, 推进军地科研成果双向转化应用和重点产业发展。”
2021.11	国务院	《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》	规划了新时代军事战略方针, 制定到 2027 年实现建军一百年奋斗目标、到 2035 年基本实现国防和军队现代化、到本世纪中叶全面建成世界一流军队的国防和军队现代化新“三步走”战略, 推进政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军, 加快军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化, 加快机械化信息化智能化融合发展, 全面加强练兵备战, 坚持走中国特色强军之路。

资料来源: 立鼎产业研究网, 中国政府网等上表部门官网, 德邦研究所

## 2.1 车载通信指挥系统: 行业处于成熟期, 公司是国内主要的总成厂之一

公司为军工信息化领域, 通信指挥控制系统的定点骨干企业和优质供应商, 能提供完整系统集成产品解决方案。公司产品用于各类特殊环境下移动通信、指挥等, 主要产品覆盖车载卫星通信、光通信、电子对抗等车载通信指挥系统、电子方舱及军用特种改装车辆。在电磁兼容、多频段通信指挥系统集成、轻量化设计、系统集中管控等方面具有领先优势, 先后为陆军、战略支援部队、火箭军等军兵种及航天、航空等单位研制生产多系列 100 多种军用特种产品。武器装备信息化已成为军队建设的重点领域, 车载通信指挥系统作为装备信息化建设的重要组成部分, 整体处于快速发展阶段。

公司车载通信指挥系统业务主要依托于子公司衡阳泰豪开展。2003 年 12 月, 公司通过控股衡阳市四机总厂介入军用通信车总成业务, 后更名为衡阳泰豪通信车辆有限公司。衡阳市四机总厂始建于 1958 年, 1965 年开始承担四机部军用车

厢订货,至今已有 50 多年的军用电子工程车辆生产历史。以研制、开发和生产军用通信车辆、车载通信系统及方舱为主的机电一体化军工企业,主要研制生产军用改装车。为国家工业与信息化部重点骨干企业、国家军事高科技企业、总参通信部军用通信车与各军兵种方舱的定点生产厂家、总装备部方舱集中采购的定点单位。是中国通信车辆行业规模大、开发能力强的通信车辆和电子方舱生产基地和全国重要的车载与机动装备研发、制造基地。

图 11: 公司通信系统产品展示

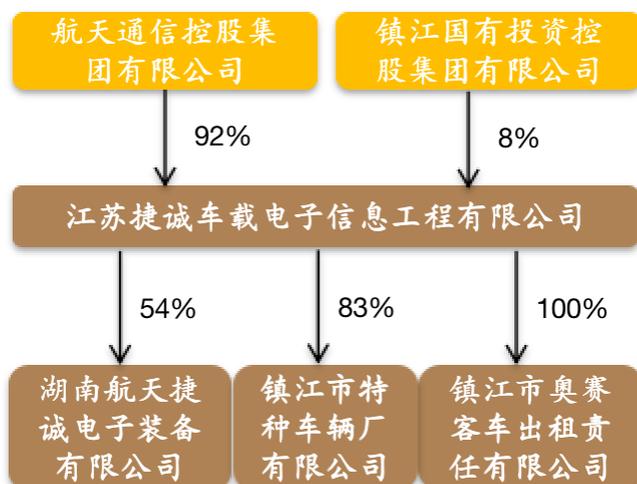


资料来源: 公司路演推介资料, 德邦研究所

**军用通信指挥车市场规模 40 亿元/年, 行业处于成熟期。**军用通信指挥车广泛应用于陆军、火箭军、战略支援部队等军种, 是实施战场无线通信、指挥的移动平台。参考主要军用通信指挥车企业的营收规模和市场占有率情况, 根据公司推介材料, 目前军用通信指挥车及军用电子方舱的市场空间大约在 40 亿/年。在打赢信息化条件下局部战争的战略指引下, 我们认为, 作为构建战场通信网络重要装备的军用通信指挥车, 其需求或将保持稳定增长。

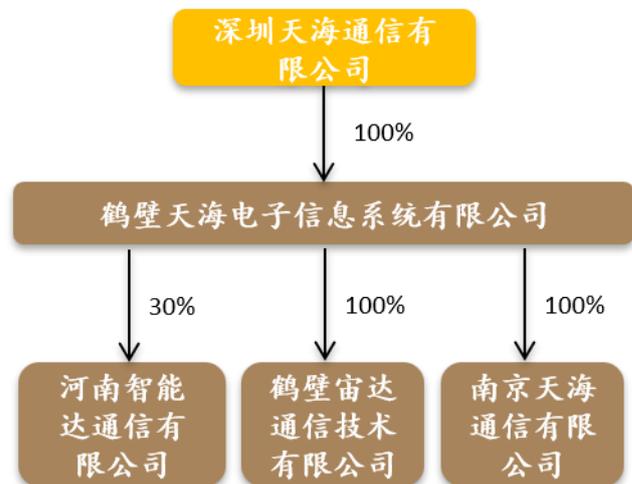
**竞争格局稳定且相对集中, 公司行业地位领先。**目前国内主要参与企业分别是央企军工集团子公司、部队直属企业以及其他少数民营企业。其中江苏捷诚、鹤壁天海电子与公司等少数几家企业占据多数市场份额。相比竞争对手, 公司凭借产品性能及服务优势在产品型号和业务规模上居于行业前列, 先后承接了一大批国家级的军工科研生产(配套)任务, 填补了多项国内空白。公司先后完成多个型号产品军方鉴定, 巩固了行业领先地位。

图 12: 江苏捷诚股权结构



资料来源: 爱企查, 德邦研究所

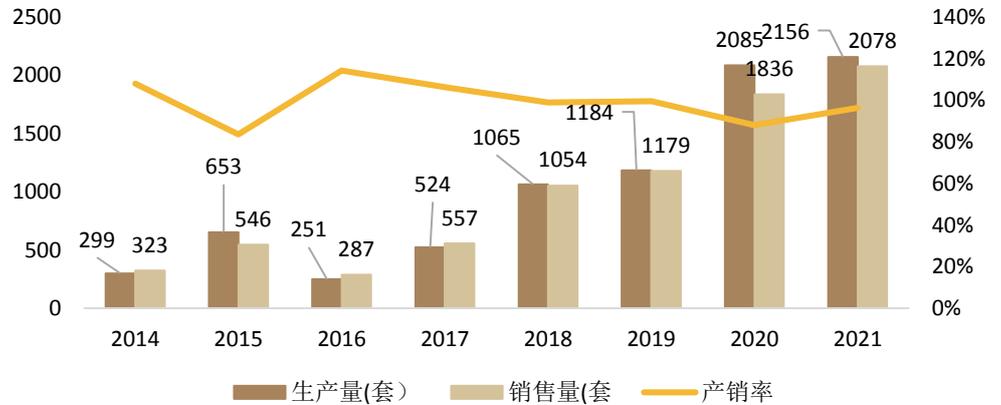
图 13: 鹤壁天海电子股权结构



资料来源: wind, 德邦研究所

公司车载通信指挥系统产销持续快速提升，产销率持续高位运行。2014 年公司车载通信指挥系统生产量 299 套，销量 323 套，至 2021 年产量为 2156 套，销量持续提升至 2078 套，2014-2021 年生产量复合增长率为 33%，销售量复合增长率为 30%。产销率高位窄幅波动。

图 14：公司通信指挥系统生产量与销售量情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

未来公司将持续加强技术创新与产业链延伸，向通信指挥系统企业转型。公司一方面将加强技术创新，开发适应信息化作战要求的新产品，重点开展智能控制、电磁屏蔽、轻量化及隐身等方面关键技术的攻关。公司通过近年来的持续研发，已逐步掌握轻量化及隐身材料应用等方面关键技术，并已开始建设相关产线，后续将尽快完成能力建设并加快市场推广。另一方面，积极利用外部合作，通过技术引进及投资并购等机会，向产业链上游拓展，力争在新型通信整机、系统领域获得突破，逐步向高附加值的“集成化、智能化、模块化、小型化、高机动”通信指挥系统企业转型。

## 2.2 导航产品：公司是目前国内唯一一家专业研制开发全套航空导航地面设备的厂家

国内唯一一家专业研制开发全套航空导航地面设备的单位，产品种类齐全，已达到国内外先进水平。公司军用导航装备产品涵盖陆基导航、卫星导航两大类。产品谱系丰富，下游客户资源广泛且稳定。公司是国内最大、门类最全的陆基导航装备供应商，产品类型包括精密进近着陆、近程导航、机动导航、空管装备等全套陆基导航产品，服务超过一百个场站及所有类型军机，装备技术指标国内领先。卫星导航产品形成了以弹载为主，机载为辅的各类军用抗干扰北斗导航装备，产品在空军、海军、陆航等领域具有稳定客户。

图 15: 公司导航产品展示

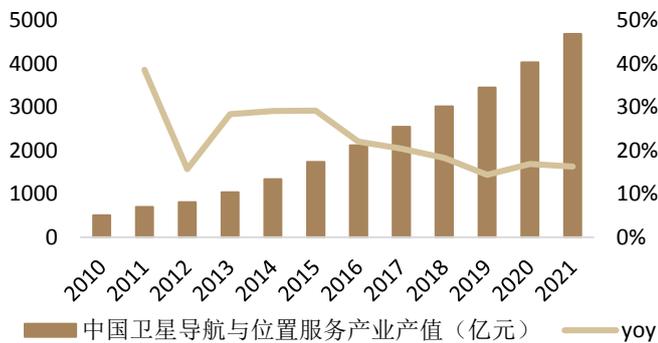


资料来源: 公司路演推介资料, 德邦研究所

军用导航领域公司产品技术、市场占有率等方面均处领先地位, 逐步延伸民航市场市占率提升可期。随着实战化训练、装备要求的不断提升, 在陆基导航领域除军用机场固定设施升级及维护外, 机动式产品需求将迎来快速增长。公司目前已经完成多型机动式产品开发以满足军方野战机场快速布设需求, 未来会成为公司军用导航领域的重要增量市场。公司是国内唯一研制生产全套陆基导航装备的厂家, 该领域其他参与者有中国电子科技集团某研究所、福建某厂等。公司在产品技术、市场占有率等方面均处领先地位, 在军用市场占有率处于相对领先地位。此外, 公司在保持军用导航领域领先地位的同时, 积极探索同类产品民航市场应用。进口产品目前在民航市场仍占据绝对市场领先地位, 随着国产化替代的趋势及国内通航市场的发展, 公司在民航市场占有率有望进一步提高。

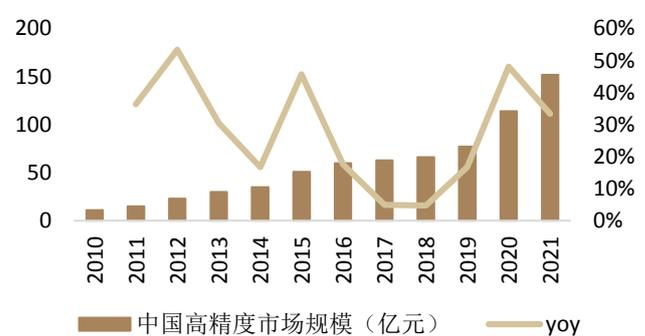
北斗大规模建设叠加下游高景气, 我国卫星导航市场快速成长。2021 年, 我国卫星导航与位置服务产业总体产值达 4690 亿元, 较 2020 年增长 16.29%。其中, 包括与卫星导航技术研发和应用直接相关的芯片、器件、导航数据、终端设备等在产业核心产值达 1454 亿元, 同比增长约 12.28%。由卫星导航应用和服务所衍生带动形成的关联产值达 3236 亿元, 同比增长约 18.2%, 在总体产值中占比达 69%。国内高精度市场产值从 2010 年的 11 亿元增长至 2021 年的 151.9 亿元, 年均复合增长率接近 27%。

图 16: 中国卫星导航与位置服务产业产值 (亿元)



资料来源: 中国卫星导航定位协会, 德邦研究所

图 17: 中国高精度市场规模 (亿元)



资料来源: 《2022 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》, 德邦研究所

公司卫星导航产品具备技术优势, 将受益于北斗产业建设快速发展。公司卫星导航产品主要以高精度、抗干扰的机载、弹载导航接收机等产品为主, 在军机、航弹等相关领域已占据部分主要型号且在抗干扰等方面具备一定技术优势, 随着上述型号的批量列装公司卫星导航装备也将快速增长。在卫星导航领域, 公司已提前布局了北斗三代相关产品的研制, 并紧跟新总体型号的研制及现有型号的升

级换代需求，保证公司产品可随我军航空装备快速发展。此外，公司也将积极拓展军用航空装备以外的应用市场，随着我国北斗产业的不断成熟及应用范围的快速发展，将受益于行业的整体快速发展。

### 2.3 舰载作战辅助系统：海军加速由浅蓝走向深蓝，牵引舰载作战辅助系统空间持续打开

公司是海军舰船作战辅助装备综合监视设备的重要供应商，同时拥有舰船装备设计、生产、维保十余年经验。舰载作战辅助系统是海军舰艇的重要子系统，公司主要提供其中的综合监视设备、业务终端等产品，是舰载作战指挥系统中重要的型号产品。产品用于全舰作战状态显示以及作战指令的收发和管理，主要产品包括舰载作战辅助系统的综合监视设备、业务终端和深弹指挥仪等。公司产品在武器状态动态跟踪与显示方面可实现高同步操作，具备较高的集成度，较好地满足了海军舰艇作战系统高实时性、高可靠性及复杂信息管理的多重要求，广泛应用于海军各型号作战舰艇。

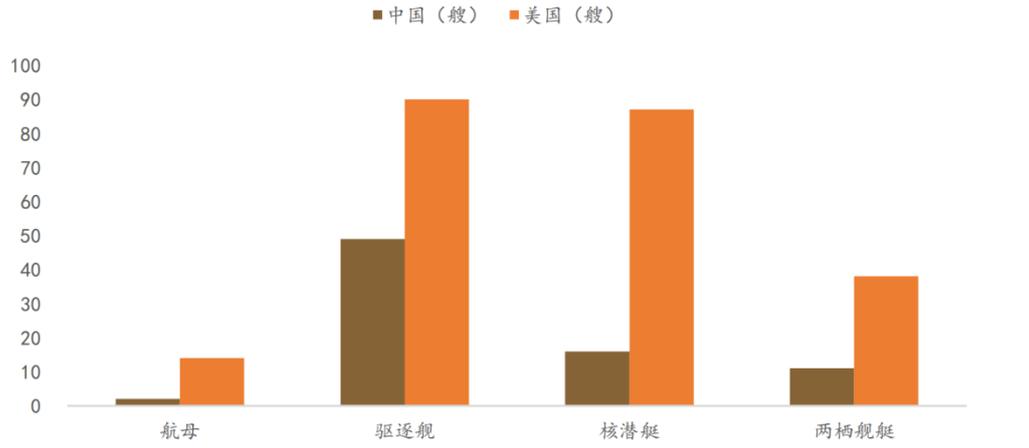
图 18：公司舰载装备产品展示



资料来源：公司路演推介资料，德邦研究所

我国海军装备仍有较大增长空间，尤其是航母、核潜艇、驱逐舰等重大装备。数量仍与美国相差较大。2015 年后，随着近海防御与远海护卫结合战略的实施，国产航母、大型补给舰陆续下水。截至 2021 年底，美国海军共装备各类舰艇 307 艘，为世界规模第一大海军；中国海军水面战舰 157 艘，在数量上与美国相差较大。从结构上看，我国海军装备仍有较大的提升空间，尤其是航母、核潜艇、驱逐舰等重大装备。2021 年我国 2 艘航母服役，美国 14 艘航母服役；我国 49 艘驱逐舰服役，美国 90 艘驱逐舰服役；我国 16 艘核潜艇服役，美国 87 艘核潜艇服役。因此，长期看，我国主战舰船装备结构、规模均有较大的提升空间，随着我国海军从浅蓝走向深蓝，航母舰队、核潜艇的列装有望加速。

图 19：中国海军整体规模与美国仍有较大差距



资料来源：新华网，RaytheonCo.等，德邦研究所，注：截至 2021 年底在役的舰艇数量

**海军建设有望提速牵引舰载作战辅助系统空间持续打开。**舰船作战辅助装备配套同步舰船建造规模，市场趋于稳定，同时随着电子产品自然更迭，国家自主可控战略，产品升级换代步伐加快，需求增加，市场仍具有较大潜力。随着我国“全面建成世界一流海军”目标的提出，海军建设有望进一步提速，舰载作战辅助系统作为海军舰艇的必要部分，市场空间也将持续增长。同时，随着我国海军舰艇和公司产品存量的增长，维修维保及后续升级更换需求亦将持续增加。

**竞争格局：舰载作战辅助系统领域参与企业较少，公司部分细分领域处于领先地位。**舰载作战辅助系统是海军舰艇的重要子系统，由于作战系统涉密等级高、技术要求高等特点，参与该细分领域的企业较少，主要以军工科研院所为主，公司是参与该领域的少数民营企业之一，是海军细分领域重要供应商。公司在综合监视设备等细分领域处于领先地位，同类产品竞争对手相对较少，且产品均为型号配套产品，盈利能力趋于稳定。

**公司紧跟先进型号研制巩固竞争优势，积极开拓维修后市场打开业绩新增长点。**公司持续关注部队需求，重点跟进总体型号研制，确保海军现有型号和新研型号的配套，继续保持在该领域的竞争优势。同时加大研发投入，紧跟装备国产化新需求，拓展产品系列，积极推动 EMP 防护装备、国产环境软件模拟器等新产品定型列装。此外，公司还将积极开拓维修维保市场，不断扩大海军装备综合保障市场份额，使其成为公司业绩新的增长点。

## 2.4 军用电源装备：公司为军用电站骨干企业，技术优势确保行业领先地位

**公司是各军兵种定点研制、生产智能军用电源产品、新能源电源产品的重点骨干企业。**军用电源装备产品主要运用于军用雷达、导弹、通信等领域的电力供应系统，包括各类机动式电源、固定电站、拖车电站、方舱电站等产品。公司产品凭借着较高的供电质量、供电稳定性，以及齐全的产品门类，在军方多个应用领域具备领先优势。军用电源产品覆盖面较广。

图 20：公司军用电源相关产品展示

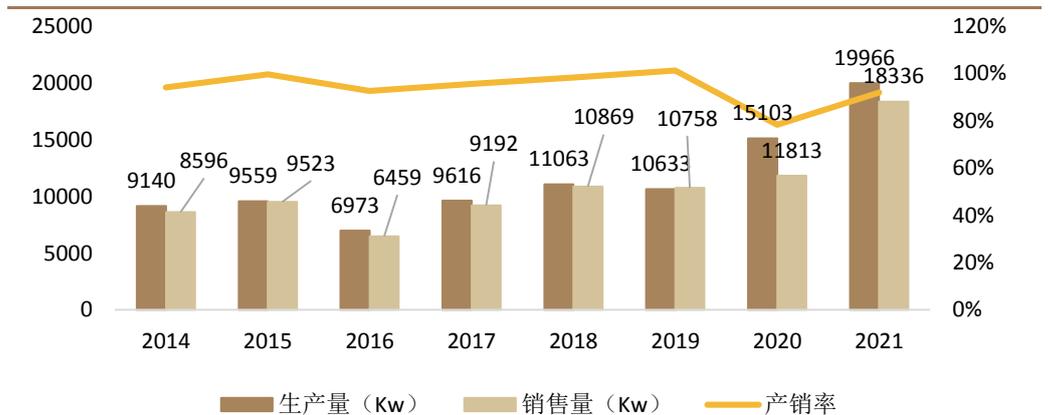


资料来源：公司官网，德邦研究所

军用传统电站市场规模 10-15 亿元/年，行业竞争格局稳定。基于传统能源的军用电源装备市场已进入成熟期，行业整体市场规模及毛利水平趋于平稳，行业集中度较高，市场竞争格局相对稳定。根据公司推介材料，军用传统电站市场规模 10-15 亿元/年，市场主要参与者为公司、郑州佛光、湖北同发等。相较竞争对手，公司在产品门类、技术水平、市场覆盖率等方面均具有领先优势，凭借供电质量等技术优势在军用雷达装备配套市场和通信车辆、导弹发射车配套市场等对电力品质要求较高的领域中占据主导地位。

公司移动电站产销稳步提升，产销率持续高位运行。2014 年公司移动电站生产量 9140Kw，销量 8596Kw，至 2021 年产量为 19966Kw，销量持续提升至 18336Kw，2014-2021 年生产量复合增长率为 12%，销售量复合增长率为 11%。

图 21：公司军用电源生产销售情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

基于传统军用电源优势，公司向军用新能源电源方向发展。公司在传统军用电源的基础上，向军用氢能源、多能源微电网等军用新能源电源方向发展，公司将重点从新能源、多源组网供电系统、抗扰型电源、便携式野战电源、单兵电源系统、单兵固体氢电源、通用无人平台动力源集成技术等方向展开研发，继续巩

固与保持技术领先和规模优势，确保行业领先地位。其中分队级多能源微电网电源系统已中标军方首批野战供电项目。氢能电源等新能源电源凭借优异的隐身性能在军用领域有较大的应用潜力，虽然目前尚处验证阶段但预计未来市场空间广阔。

### 3. “新基建”建设启动，应急产业进入快速成长期

#### 3.1 智能应急电源：空间广阔迎新机，行业集中度呈提升趋势

智能应急电源是为数据中心、石化、银行、金融等对电力安全要求较高的行业提供应急及备用电力供应的装备，公司主要为上述行业提供各类固定、移动应急电源产品。公司是行业重要参与者，凭借可靠的产品质量及品牌优势，在数据中心、通信行业等中高端市场占据国内品牌领先地位。此外，公司建有完善的分销体系和服务网络，覆盖全球 80 多个国家和地区，亦面向海外客户提供各类应急电源产品。凭借完善的分销体系，产品及客户范围持续扩大。

图 22：公司智能应急电源产品展示

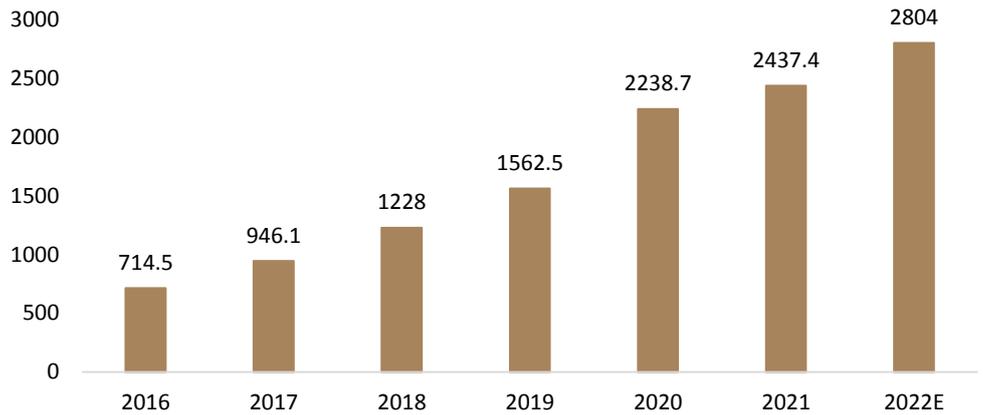


资料来源：公司路演推介资料，德邦研究所

国内市场规模超过 250 亿元。根据公司推介材料，在“新基建”热潮下，各行业呈现“数字化”发展趋势，以数据中心和通信行业为代表的信息领域对高端应急电源的需求快速提升，国内市场规模超过 250 亿元。公司智能应急电源产品将受益于“新基建”得到持续增长。从国际市场看，除少数发达地区外，电力供应系统建设尚不完善，对于各类保电应急装备有持续较大需求。

数据中心市场方面，2020 年 3 月，中共中央政治局常务委员会召开会议提出，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。新基建成将成中国经济增长新引擎。2021 年，在国家新基建政策的推动下，随着 5G 基站的建设 and 投入使用，下游应用端将会加大投资建设规模，以及在国家“东数西算”工程的推动下，未来几年，数据中心行业预计将保持持续增长。据科泰电源公司公告，数据中心行业迅速发展，将带动上游机电设备市场的增长。预计 2021-2026 年，我国数据中心机电设备应用市场规模年均复合增长率为 18.1%，到 2026 年，中国数据中心机电设备应用市场规模将达到 984 亿元，中国数据中心机电设备市场将迎来新的发展机遇。

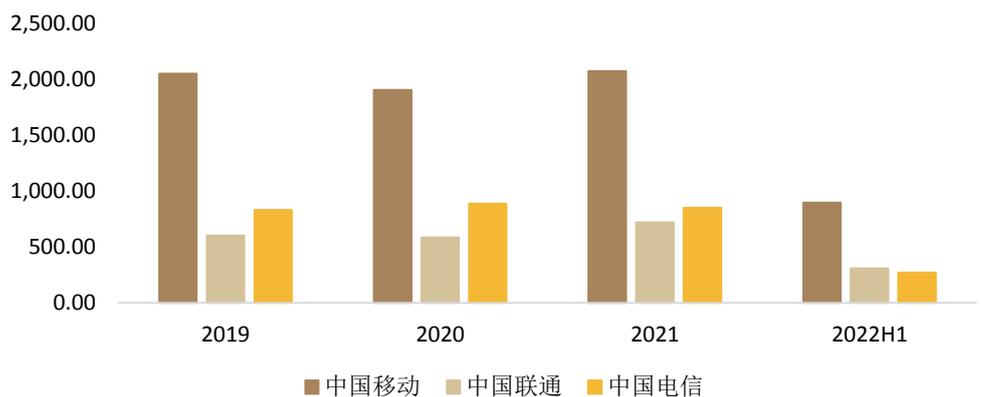
图 23：中国数据中心市场规模统计（亿元）



资料来源：中商情报网，德邦研究所

**通信市场方面**，据科泰电源公司公告，2022 年运营商资本开支继续保持，2019-2021 年，三大运营商资本开支持续增长，预计 2022-2023 年资本开支仍将维持同比增长，后续将匹配应用需求规划，国内云厂商将通过提升 Capex 在云网时代提前抢占卡位。运营商+云厂商双重加持，云基建产业链复苏在即，5G 网络建设及下游物联网建设都将促进备用电源产品的市场需求。

图 24：三大运营商购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

**海外市场方面**，一带一路沿线国家的基础设施建设、发展中国家内生性需求、产品更新换代等等因素将带来较好的市场机会。据科泰电源公司公告，作为基础设施建设中所需的重要设备，海外市场新增基础设施建设将带动对施工电源和备用电源的需求。其中，中东、非洲、东南亚地区在基础设施建设、居民电力需求等领域存在较大的电力供应缺口；由于南美经济的发展，原有电力供应无法为经济增长提供保障，导致分布式发电的需求加大；在澳大利亚，随着大宗商品价格高企，矿产开采活动恢复，将带来市场需求复苏；未来五年，海湾地区发电、输配电领域的投资需求将达到 1,310 亿美元，以满足人口增长、经济发展和应对气候变化所带来的电力需求。同时，通讯、电力、交通运输、资源开发等行业领域持续更新换代需求仍然存在。因此，柴油发电机组作为备用电源和施工电源在海外市场有着较大的市场需求。

**竞争格局呈梯队式分布，行业集中度呈提升态势**。据科泰电源公司公告，国内发电机组市场经过 30 多年的发展，已经形成了比较完善的行业体系，属于充分竞争市场。整个行业分割为四大阵营：第一类是以 MTU、卡特彼勒、康明斯、科勒等为代表的国际品牌，第二类是以科泰、泰豪、苏美达等为代表的上市企业，第三类是被上市公司收购的企业或拟上市企业，第四类是其他企业。其中，前两类企业占据国内大部分中高端市场，第一类企业都已经在国内设厂，力求在国内

高端市场取得增长,利用其在海外市场的销量优势,以及产业链的核心产品优势,大幅降低其在国内大项目投标价格和毛利率,以价格和品牌双重优势抢夺第二类企业的市场份额;第三类企业向第二类企业进行靠拢,并以低成本优势进行竞争,以期进入第二类企业的优势市场;公司所在的第二类阵营受到上下阵营竞争对手的挤压,市场竞争压力明显加大,阵营内部竞争亦日趋激烈;第四类企业良莠不齐、厂家众多,以低端民用市场为主,多采用低价策略进行竞争。在 5G 建设、数据中心新基建、“一带一路”项目及高端制造业需求驱动下,市场需求继续向大功率机组转移,单个项目的成交金额越来越大,并向有资金实力和技术能力优势的企业倾斜,行业集中度进一步提升。与此同时,大型项目在几家头部企业之间竞争日益激烈。

图 25: 智能应急电源行业玩家情况



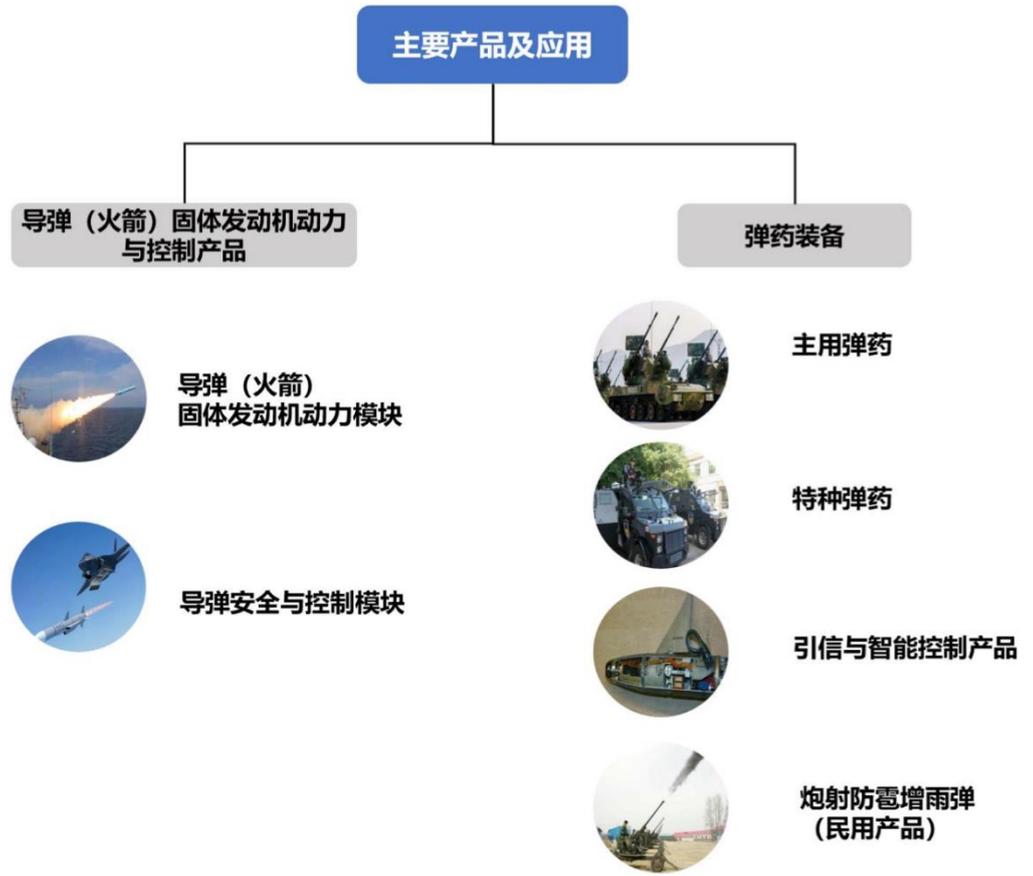
资料来源:科泰电源公司公告,德邦研究所

## 4. 参股的两家公司 IPO 推进中

### 4.1 江西国科军工 IPO 目前处于“已问询”阶段,公司持股 11.82%

江西国科军工自成立以来,一直深耕于国防科技工业领域,专注于导弹(火箭)固体发动机动力与控制产品及弹药装备的研发、生产与销售,以军用产品为主,辅以少量民用产品业务。公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块,多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品,广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制、空中格斗、空面(地、舰)与舰舰攻防等作战场景,承担了军方多项重点型号的科研生产任务和国家重点工程任务,是我军重要的武器装备供应商之一。

图 26：国科军工主要产品及应用



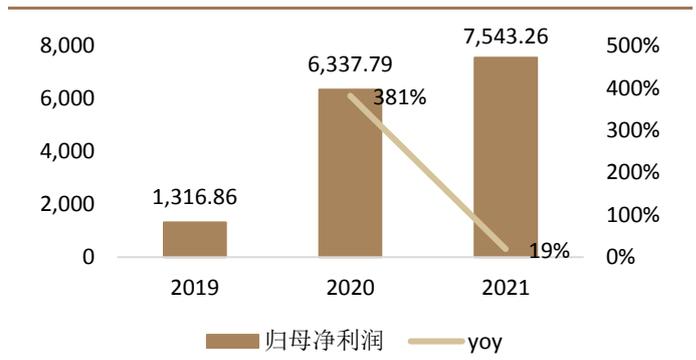
资料来源：江西国科军工招股说明书，德邦研究所

图 27：江西国科军工营收情况（万元）



资料来源：江西国科军工招股说明书，德邦研究所

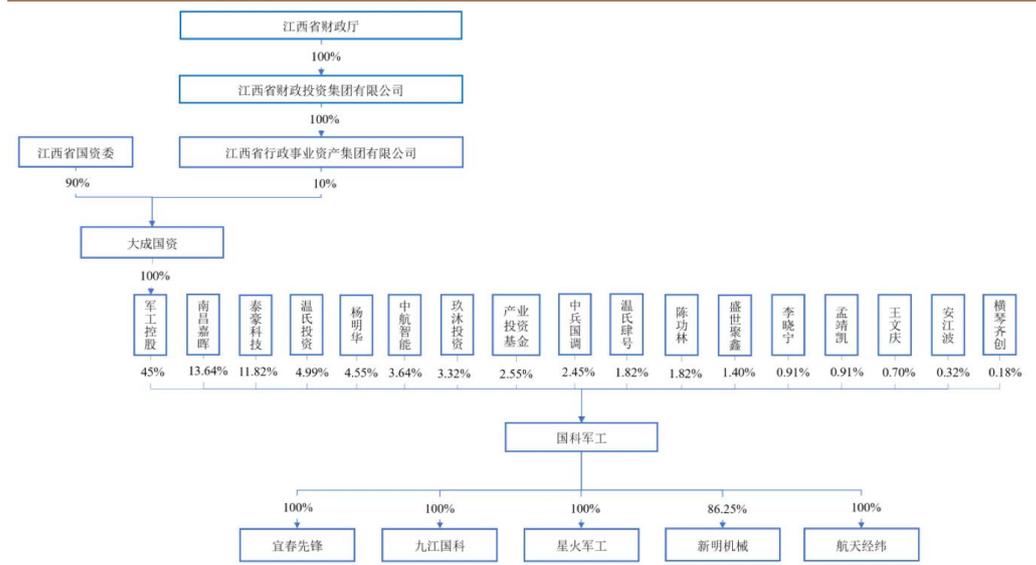
图 28：江西国科军工归母净利润情况（万元）



资料来源：江西国科军工招股说明书，德邦研究所

泰豪科技持有江西国科 11.82% 股份，江西国科 IPO 进程顺利。根据江西国科军工集团股份有限公司最新的招股说明书申报稿显示，江西国科由江西国科有限在 2016 年 3 月整体变更设立，此时泰豪科技持有 40% 股权，此后泰豪科技持续进行股权转让。截止目前，泰豪科技持有国科军工 11.82% 股权。目前，江西国科军工闯关科创板上市申请获上交所受理，本次拟募资 7.5 亿元。

图 29：国科军工股权情况



资料来源：江西国科军工招股说明书，德邦研究所

## 4.2 中航比特 IPO 目前进入“已问询”状态，子公司泰豪军工持股 11.82%

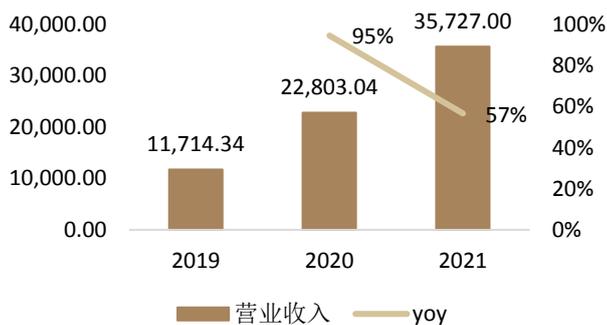
中航比特是一家专注于军工通信领域的高新技术企业，面向军工行业网络化、智能化、国产化和安全性的基础设施需求，致力于军用通信设备的研发、生产和销售。按照产品特点和用途，中航比特军工通信类产品主要分为网络通信类、音视频指挥调度类和通信设备备件类三大产品体系。目前，中航比特已成为火箭军信息化装备重要供应商之一，并服务于海军、陆军、空军、战略支援部队等军种，受到军方客户以及总体科研院所、军工集团的青睐。

表 4：中航比特产品类型、用途及特点

序号	产品类型	主要用途	主要特点
1	网络通信类	该产品基于对各种业务系统和有线、无线信道资源的实时感知，通过 SDN 控制器的集中决策和综合设备，实现复杂环境下指挥、视音分布式部署，实现业务的全局智能选路和网络高频、普通数据等各类信息的信息传输和抗毁重构，是军用通信网络重要枢纽和核心之一。网络交换。	具有信息传输和网络交换功能的通信资源
2	音视频指挥调度类	该产品用于各军兵种的各级固定、机动指挥所、指挥车、舰艇等各类业务场景，提供语音指挥、视频指挥、视频监控、集中显控等指挥通讯手段，是国防指挥信息化系统重要设备之一。	具有音视频指挥调度功能的通信设备，具备全自主可控、多业务融合、全军标互通、高抗干扰性、设备软件化等特点。
3	通信设备备件类	该产品主要用于前两项通信设备的耗损需求。	产品交付后形成稳定需求。

资料来源：中航比特招股说明书，德邦研究所

图 30：中航比特营收情况（万元）



资料来源：中航比特招股说明书，德邦研究所

图 31：中航比特归母净利润情况（万元）



资料来源：中航比特招股说明书，德邦研究所

泰豪科技子公司泰豪军工持有中航比特 15.76% 股份，中航比特 IPO 进程顺利。根据中航比特最新的招股说明书申报稿显示，截至 2021 年 12 月 31 日，泰豪军工（泰豪科技子公司）直接持有发行人 15.76% 的股份，持有股数 1261.04 万股。为中航比特第三大股东。目前中航比特科创板 IPO 进入“已问询”状态。

图 32：中航比特股权结构



资料来源：中航比特招股说明书，德邦研究所

## 5. 盈利预测

“十四五”期间国防建设提速，且信息化为重点投入方向，公司军品业务有望充分受益，其中分业务预测情况如下。

车载通信指挥系统业务在行业稳步增长，竞争格局稳固背景下，基于技术优势可获得较快增长。预计 22-24 年收入同比增速分别为 15%/20%/20%。毛利率有望趋于平稳预计 22-24 年分别为 23%/24%/23%。

军用电源装备业务持续加固原有技术基础上，积极向军用新能源电源等潜力方向延伸，后续高增可期。预计 22-24 年收入同比增速分别为 35%/30%/30%。受益于规模效应毛利率有望趋于高位平稳预计 22-24 年分别为 27%/27%/27%。

公司民品业务，在“新基建”建设启动驱动应急产业进入快速成长期背景下，基于产品优势与庞大分销网络，有望稳步增长。预计 22-24 年收入同比增速分别为 10%/15%/15%。受益于高附加值产品扩张，毛利率有望提高预计 22-24 年分别为 15%/15%/15%。

综上所述，预计公司 2022-2024 年的营收分别为 54.79 亿元、62.93 亿元、74.90 亿元，同比增长-9.6%、14.9%、19.0%。净利润为 3.26 亿元、3.54 亿元、4.15 亿元，同比增长 252.7%、8.7%、17.1%，EPS 为 0.38 元、0.42 元、0.49 元。

**图 33：公司分业务营收和毛利预测（百万元）**

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	6127.39	5304.46	6044.59	6062.63	5478.78	6292.51	7489.71
		-13.43%	13.95%	0.30%	-9.63%	14.85%	19.03%
总营业成本	4847.61	4038.51	4790.78	5031.38	4375.27	4981.18	5945.68
总体毛利率	20.89%	23.87%	20.74%	17.01%	20.14%	20.84%	20.62%
总体毛利润	1279.78	1265.95	1253.81	1031.25	1103.50	1311.32	1544.03
<b>分类业务收入及增速</b>							
军工装备业务小计	1158.43	1250.22	1799.16	2184.67	2622.30	3220.97	3961.64
军用电源装备	326.98	322.51	354.14	549.68	742.07	964.70	1254.10
yoy		-1%	10%	55%	35%	30%	30%
通信指挥系统	831.45	927.71	1445.02	1634.98	1880.23	2256.28	2707.53
yoy		12%	56%	13%	15%	20%	20%
应急装备业务小计	2570.99	1838.48	2324.22	2361.82	2598.01	2987.71	3435.86
智能应急电源	2570.99	1838.48	2324.22	2361.82	2598.01	2987.71	3435.86
yoy		-28%	26%	2%	10%	15%	15%
智能电力业务小计	2327.95	2140.47	1862.57	1446.86	182.26		
IT运维及系统集成	1216.35	1096.69	1155.63	725.01			
配电设备	1111.60	1043.78	706.94	721.85			已剥离
其他业务	70.01	75.28	58.65	69.28	76.21	83.83	92.21
yoy		8%	-22%	18%	10%	10%	10%
<b>分类毛利率及毛利润</b>							
军工装备业务小计							
毛利率	22.70%	23.53%	21.01%	23.08%	24.13%	24.90%	24.27%
军用电源装备							
毛利润	81.69	77.83	81.67	143.09	200.36	260.47	338.61
毛利率	24.98%	24.13%	23.06%	26.03%	27%	27%	27%
通信指挥系统							
毛利润	181.26	216.28	296.36	361.15	432.45	541.51	622.73
毛利率	21.80%	23.31%	20.51%	22.09%	23%	24%	23%
应急装备业务小计							
毛利率	8.45%	10.84%	13.10%	13.93%	15.00%	15.00%	15.00%
智能应急电源							
毛利润	217.32	199.24	304.47	329.06	389.70	448.16	515.38
毛利率	8.45%	10.84%	13.10%	13.93%	15%	15%	15%
智能电力业务小计							
毛利率	32.15%	33.32%	28.45%	10.16%	13.91%		
IT运维及系统集成							
毛利润	531.72	500.35	397.16	57.98	25.36		
毛利率	43.71%	45.62%	34.37%	8.00%			
配电设备							已剥离
毛利润	216.69	212.84	132.69	89.05			
毛利率	19.49%	20.39%	18.77%	12.34%			
其他业务							
毛利润	51.11	59.40	41.46	50.92	55.63	61.19	67.31
毛利率	73.00%	78.90%	70.69%	73.50%	73%	73%	73%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

根据公司的主营结构，军品业务选取可比公司为海格通信、景嘉微、雷科防务。民品业务选取可比公司为国电南瑞。截止 2022 年 11 月 21 日收盘，四家可比公司海格通信、景嘉微、雷科防务、国电南瑞基于 2023 年 wind 一致预期分别为 22、59、26、23 倍，平均值为 32 倍。泰豪科技 2022 年 11 月 21 日股价对应 2023 年估值为 16 倍，显著低于可比公司。我们看好公司军品业务的发展前景及参股公司 IPO 推进有望增厚投资收益，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 5: 可比公司估值情况**

公司简称	公司代码	收盘价(元)		EPS, 元/股				PE			
		2022/11/21	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
海格通信	002465.SZ	8.67000	0.28	0.33	0.39	0.47	31	26	22	18	
景嘉微	300474.SZ	61.27	0.97	0.72	1.04	1.40	63	85	59	44	
雷科防务	002413.SZ	4.90	-0.19	0.14	0.19	0.24	-26	34	26	21	
国电南瑞	600406.SH	26.81	1.02	1.00	1.17	1.36	26	27	23	20	
平均							24	43	32	26	
泰豪科技	600590.SH	6.67	0.11	0.38	0.42	0.49	61	17	16	14	

资料来源: wind, 德邦研究所 截至 2022 年 11 月 21 日

## 6. 风险提示

**疫情反复风险:** 若新冠肺炎疫情出现反复, 则可能公司生产经营产生不利影响, 进而导致产品交付和业绩表现不及预期;

**现有产品技术无法满足客户需求的风险:** 面对不断改变的作战形态, 军用信息化装备及军用能源领域技术迭代迅速, 客户需求多样, 对相关配套装备的要求也在不断变化, 若在相关领域不能及时创新突破, 公司现有产品技术可能存在无法满足需求的风险;

**参股企业 IPO 推进不及预期或失败风险:** 公司目前两家联营企业江西国科军工和中航比特 IPO 推进过程顺利, 但最终能否上市仍面临较大不确定性, 存在进程不及预期甚至失败的风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.11	0.38	0.42	0.49
每股净资产	4.40	4.78	5.20	5.69
每股经营现金流	-0.70	0.09	0.65	0.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	75.18	17.46	16.05	13.71
P/B	1.88	1.39	1.28	1.17
P/S	0.94	1.04	0.90	0.76
EV/EBITDA	60.21	16.00	14.16	11.86
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	17.0%	20.1%	20.8%	20.6%
净利润率	2.5%	6.1%	5.8%	5.9%
净资产收益率	2.5%	8.0%	8.0%	8.6%
资产回报率	0.7%	2.5%	2.5%	2.8%
投资回报率	0.1%	3.6%	3.7%	3.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.3%	-9.6%	14.9%	19.0%
EBIT 增长率	-96.8%	3065.9%	7.6%	16.1%
净利润增长率	135.1%	252.7%	8.7%	17.1%
偿债能力指标				
资产负债率	69.2%	64.5%	64.9%	63.0%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	1.0	0.9	1.0
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	229.4	240.0	210.0	185.0
存货周转天数	162.8	170.0	150.0	135.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	6.4	5.9	7.0	8.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	92	326	354	415
少数股东损益	57	10	11	26
非现金支出	337	155	160	165
非经营收益	-150	-75	-20	-20
营运资金变动	-937	-339	50	-55
经营活动现金流	-601	77	555	532
资产	-243	-30	-33	-36
投资	501	-60	-61	-62
其他	132	230	200	200
投资活动现金流	390	140	106	102
债权募资	106	214	-60	-20
股权募资	202	0	0	0
其他	60	-155	-180	-180
融资活动现金流	367	59	-240	-200
现金净流量	142	276	421	434

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 21 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,063	5,479	6,293	7,490
营业成本	5,031	4,375	4,981	5,946
毛利率%	17.0%	20.1%	20.8%	20.6%
营业税金及附加	27	25	29	34
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
营业费用	232	218	257	297
营业费用率%	3.8%	4.0%	4.1%	4.0%
管理费用	305	274	346	412
管理费用率%	5.0%	5.0%	5.5%	5.5%
研发费用	340	274	346	412
研发费用率%	5.6%	5.0%	5.5%	5.5%
EBIT	11	354	381	442
财务费用	237	237	204	151
财务费用率%	3.9%	4.3%	3.2%	2.0%
资产减值损失	-38	0	0	0
投资收益	323	230	200	200
营业利润	205	346	377	490
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	204	346	377	490
EBITDA	159	508	541	607
所得税	55	10	11	49
有效所得税率%	26.8%	3.0%	3.0%	10.0%
少数股东损益	57	10	11	26
归属母公司所有者净利润	92	326	354	415

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,258	2,535	2,956	3,389
应收账款及应收票据	4,100	3,799	4,143	4,157
存货	2,288	1,844	2,307	2,152
其它流动资产	1,381	1,014	1,059	1,265
流动资产合计	10,027	9,191	10,465	10,963
长期股权投资	949	949	949	949
固定资产	952	930	904	876
在建工程	34	31	29	29
无形资产	339	349	359	369
非流动资产合计	4,015	3,951	3,885	3,817
资产总计	14,043	13,142	14,349	14,781
短期借款	2,600	3,600	3,600	3,600
应付票据及应付账款	3,133	1,850	2,578	2,377
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,881	1,627	1,741	1,932
流动负债合计	7,614	7,077	7,919	7,909
长期借款	1,516	816	816	816
其它长期负债	585	585	585	585
非流动负债合计	2,101	1,401	1,401	1,401
负债总计	9,714	8,478	9,320	9,310
实收资本	853	853	853	853
普通股股东权益	3,754	4,080	4,434	4,849
少数股东权益	574	585	595	622
负债和所有者权益合计	14,043	13,142	14,349	14,781

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

何思源：经济硕士，十年买方&卖方投研究经验，新财富机械入围，2022年加入德邦证券任科创板&中小盘首席研究员。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。