

投资评级：买入（上调）

报告日期：2022年10月17日

市场数据

目前股价	36.53
总市值（亿元）	36.47
流通市值（亿元）	16.86
总股本（万股）	9,983
流通股本（万股）	4,615
12个月最高/最低	68.55/31.16

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：付浩

S1070121030005

☎ 0755-23820694

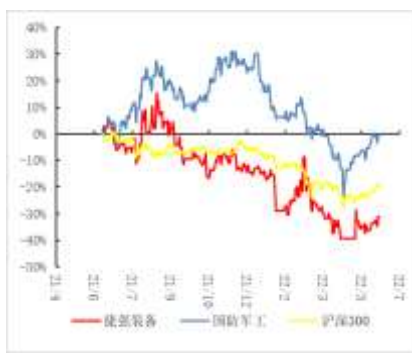
✉ fuhao@cgws.com

联系人（研究助理）：孙培德

S1070121050045

☎ 021-31829829

✉ sunpeide@cgws.com

股价表现


数据来源：同花顺 iFind

相关报告

<<募投项目进展顺利，产品多元化持续推进>> 2022-09-02

核化生装备龙头，发展有望进入快车道

——捷强装备（300875）公司深度报告

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	268	198	248	317	417
(+/-%)	9.6%	-26.2%	25.0%	28.0%	31.5%
归母净利润（百万元）	100	31	40	53	74
(+/-%)	5.2%	-69.0%	27.6%	33.7%	40.4%
摊薄 EPS（元/股）	1.56	0.39	0.40	0.53	0.62
PE	23	94	92	69	59

资料来源：长城证券研究院，注：为不考虑重组情况下的盈利预测

核心观点

- 产业布局实施顺利，产品系列多元化成功，各类业务收入占比相对均衡，收入来源更加多样化，预计未来盈利具备增长基础：**2021年，公司实现总收入 1.98 亿元，同比-26.19%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比-69.03%。2021 年的收入和归母净利润大幅度下滑，主要系社会经济环境、疫情、订购计划变化以及研发、管理等各项费用投入增加的影响。公司 2021 年以业务布局，打牢基础，提高核心竞争力为目标。预计公司未来营业收入和归母净利润将稳步增长，主要与宏观政策刺激、行业信息利好、产业布局实施顺利，以及未来或将完成收购卡迪诺科技公司有关。2021 年经营的产品较 2020 年增加多项，其中包括核核辐射监测设备和生物检测设备，业务收入占比分别为 20.00% 和 10.80%，从而作为主要业务的液压传动及控制系统的收入占比大幅度下降。2022 年 H1 核辐射检测设备业务在公司营收中占比继续上升，且公司各项业务分类更加细化，不断向产品多元化发展。因此，经过产业布局，公司主营业务收入来源不再是单一的以洗消装备核心部件配套液压传动及控制系统为主，确实做到了产品系列多元化。由此我们预计公司 2022 年营业收入 2.48 亿元，同比+25.00%；归母净利润 0.40 亿元，同比+27.60%。
- 行业准入和核心技术壁垒高，多年深耕夯实基础，增强核心技术优势，持续推进募投基地建设：**核生化行业需求迫切，市场准入要求高，技术壁垒高。捷强装备具备相关准入资质，是装备行业的龙头企业，产品核心技术壁垒高，产品应用面广，产品应用于军队、环保、医疗和核工业等上下游系统、科研院所等领域。自成立以来，研发投入逐年递增，研发费用占比高。近几年收购的多家子公司，拥有优秀的研发团队和研发中心，利用其在核检测和生物检测领域成熟的技术、强劲的研发能力加强公司的核心技术优势。并且，公司募投基地逐步完成，其中包含研发中心和生产基地。2021 年公司启动军民两用制造中心(绵阳)基地项目建设，截至 2022 年 6 月 30 日，捷强装备军民两用制造中心(绵阳)一期项目已完成立项备案，瑞莱斯、捷锐特和久强智能将陆续入驻。随着生产场地的逐步建成与即将

投入使用,公司生产能力或将得到保障,未来的生产规模和营收有望提升。

- **核防护及核监测装备十四五发展加快,公司收购多家子公司,利用子公司各方面优势,积极布局全产业链:**十四五规划的政策推进,军工行业发展加强,公司的军方产品订单占比重,未来订单规模有望提高。公司收购控股产业相关多家子公司,持续布局产业链,拓宽产品系列和收入来源。2021年,捷强装备先后收购了北京弘进久安生物科技有限公司和上海仁机仪器仪表有限公司,借助两家公司在各自领域的产品、技术等多方面优势和市场渠道资源,增加业务种类和收入来源。并且,国内还没有以生物安全保障装备为主的军工集团或地方军工企业,该领域是军工企业布局的真空地带。捷强装备收购北京弘进久安生物科技有限公司,利用其各方面的优势和资源,使得其在该领域有较大的竞争空间。
- **积极开展资本运作,助力公司未来发展:**2022年5月12日,公司通过拟收购卡迪诺科技公司的预案,是公司加强核辐射监测领域战略布局的关键一步。卡迪诺科技是一家从事核辐射测量仪器的研发、生产、销售及售后服务、技术推广,核辐射测量仪器维护及维修的民营企业,在2021年实现营业收入2.92亿元和净利润6,555.71万元。卡迪诺科技产品系列丰富,核心技术成熟,下游客户除军方外,涵盖民用企业,有助于捷强装备提高研发、生产等多方面的竞争力,完善产品序列,拓展民品市场,从而公司的核检测业务规模有望进一步扩大,培育公司新的利润增长点。结合卡迪诺科技的经营情况、财务数据和发展前景,我们预测如果公司在2023年顺利收购卡迪诺科技,公司2023年至2024年归母净利润分别为0.72亿元和0.95亿元。
- **投资建议:**宏观层面,预计十四五期间国防预算和军工行业发展均有提高,对核生化安全行业的加强重视也将提高对核生化安全装备的需求,未来公司各大业务的市场需求广阔。公司层面,公司作为行业内领军企业,技术储备丰厚,近两年产业布局逐步完善,产品系列丰富,生产力所需场所逐步建成。综合而言,公司各方面的核心竞争力得到加强,未来盈利能力有望明显提升。此外,2022年5月,捷强装备通过了收购卡迪诺科技公司的预案,该公司经营情况良好,收入较为稳定,净利润增长明显,在技术、产品系列和销售渠道等方面均可以优化捷强装备的未来发展。成功完成收购卡迪诺的工作之后,捷强装备的营业收入和净利润会相较于未收购之前会有非常大的提升,因此首次上调给予“买入”评级。若不考虑资产重组,预计公司2022年至2024年归母净利润分别为0.40亿元、0.53亿元、0.74亿元;EPS分别为0.40元、0.53元、0.62元;PE分别为92倍、69倍、59倍。若公司于2023年顺利完成收购卡迪诺,预计公司2023年至2024年归母净利润分别为0.72亿元和0.95亿元。
- **风险提示:**核工业产业政策变化风险;技术更新迭代、研发不及预期风险;技术人才流失风险;市场竞争加剧风险;业务经营季节性波动风险;成本费用增加统计误差、预测参数、假设等不及预期风险;成本费用增加风险;收购卡迪诺不能顺利完成的的风险。

目录

1. 核化生装备龙头企业，发展前景可期.....	5
1.1 公司发展历程回顾.....	5
1.2 公司股权结构.....	5
1.3 公司财务情况.....	6
2. 公司产品种类多元化，研发持续投入.....	10
2.1 公司产品具备竞争优势.....	10
2.2 研发投入大幅增长，产品结构持续优化.....	13
3. 积极布局全产业链，丰富收入来源.....	15
3.1 收购控股多家子公司，持续布局产业链.....	15
收购北京弘进久安生物科技有限公司.....	15
收购上海仁机仪器仪表有限公司.....	16
3.2 产业布局逐步实施，业务种类和收入类型丰富.....	17
3.3 项目基地建成，投入使用将增强生产力.....	19
4. 加强国防建设，重视核生化安全行业.....	20
4.1 国防预算逐年提高，市场需求扩张.....	20
4.2 十四五规划推动军工行业发展，市场迎来扩容.....	21
4.3 重视核生化安全行业，安全装备需求扩大.....	22
5. 产业链已扩宽，未来需求预期扩张.....	24
6. 积极开展资本运作，助力公司未来发展.....	26
6.1 拟收购卡迪诺科技公司，丰富产品系列.....	26
拟收购卡迪诺科技公司，进一步丰富产品系列，完善产业结构.....	26
卡迪诺科技公司具备技术创新、产品开发和生产的优势.....	26
拟收购卡迪诺科技是加强核辐射监测领域战略布局的关键一步.....	27
7. 盈利预测与估值水平.....	28
7.1 不考虑重大资产重组，捷强装备盈利预测及估值比较.....	28
7.2 假设重大资产重组完成，捷强装备盈利预测.....	29
7.3 投资建议.....	30
7.4 风险提示.....	30
7.5 附：盈利预测表（未完成重组）.....	32

图表目录

图 1:	公司历年总资产变化.....	6
图 2:	近五年公司营业总收入及同比.....	6
图 3:	近五年公司主营业务收入分布.....	7
图 4:	近五年公司归母净利润及同比.....	7
图 5:	公司历年毛利率及净利率.....	7
图 6:	近五年公司主营业务毛利率变化.....	7
图 7:	公司近五年各项费用同比增速情况.....	8
图 8:	公司历年资产负债率情况.....	8
图 9:	公司历年净资产收益率情况.....	9
图 10:	公司历年现金流情况.....	9
图 11:	公司历年研发投入及研发费用增速.....	14
图 12:	北京弘进久安有限公司不同产品占比.....	16
图 13:	2021 年北京弘进久安有限公司的产品交付数量.....	16
图 14:	上海仁机仪器仪表有限公司不同产品占比.....	17
图 15:	2021 年上海仁机仪器仪表有限公司的产品交付数量.....	17
图 16:	近五年公司主营业务收入占比变化.....	18
图 17:	近五年公司主营业务毛利分布变化.....	18
图 18:	近五年公司主营业务毛利占比变化.....	19
图 19:	各国国防支出占 GDP 比重.....	20
表 1:	公司股权结构情况.....	5
表 2:	液电类产品.....	10
表 3:	洗消类产品.....	11
表 4:	侦查检测类产品.....	12
表 5:	资本运作明细.....	26
表 6:	卡迪诺科技公司主要财务数据.....	28
表 7:	捷强装备可比公司估值表.....	29
表 8:	考虑重组情况下的盈利预测.....	30

1. 核化生装备龙头企业，发展前景可期

1.1 公司发展历程回顾

天津捷强动力装备股份有限公司（以下简称“捷强装备”）（股票代码: 300875.SZ），证券名称捷强装备，成立于 2005 年，于 2020 年在深交所上市，公司总部位于天津市市辖区，员工人数 398 人，法人代表潘峰，所属同花顺行业为地面兵装。

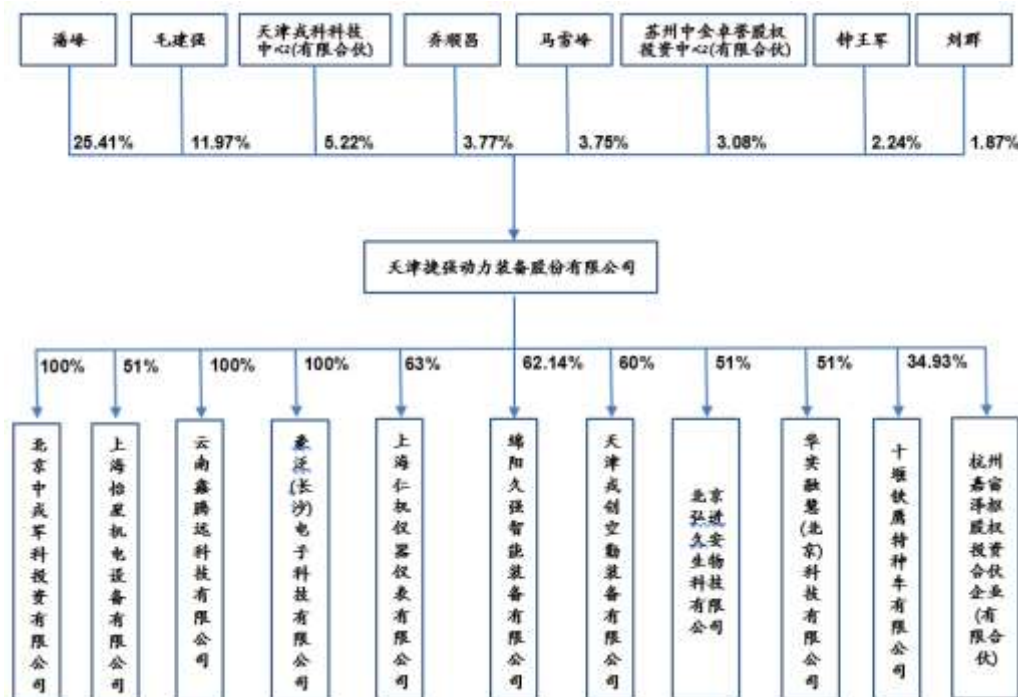
捷强装备是国家高新技术企业，公司主要从事核生化安全装备及核心部件的研发、生产、销售和技术服务；主要产品核生化安全装备，包括核辐射检测与监测设备、生物检测设备、应用于各通用型号装备军用核生化洗消装备的液压动力系统、其他核生化安全装备及配件、核生化安全装备技术服务等。

1.2 公司股权结构

天津捷强动力装备股份有限公司，是一家民营企业，注册 99,834,751 元，法人代表潘峰，实际控制人类型为个人。持股股东中，潘峰持股比例最大，为 25.41%，其次第二大股东为毛建强，控股 11.97%。另外，天津戎科科技中心（有限合伙）持股 5.22%，苏州中金卓誉股权投资中心（有限合伙）持股 3.08%，乔顺昌拥有 3.77% 的股份。

公司总部位于天津市北辰区高端装备产业园区滨湖路 3 号，目前有三家全资子公司和五家控股子公司。三家全资子公司分别是北京中戎军科投资有限公司、云南鑫腾远科技有限公司和豪泛(长沙)电子科技有限公司，但豪泛(长沙)电子科技有限公司已注销。其他控股子公司包含上海仁机仪器仪表有限公司、北京弘进久安生物科技有限公司、天津戎创空勤装备有限公司、上海怡星机电设备有限公司和华实融慧(北京)科技有限公司。

表 1: 公司股权结构情况



资料来源：同花顺 iFinD，长城证券研究院

1.3 公司财务情况

截止 2022 年 8 月 26 日，公司总资产 15.25 亿元，同比-6.74%。截止 2021 年 12 月 31 日，公司总资产 16.35 亿元，同比+12.09%。整体而言，近五年的公司总资产持续增长。

公司 2019 年度和 2020 年度收入分别为 2.45 亿元和 2.68 亿元，归母净利润分别为 0.95 亿元和 1.00 亿元，收入和归母净利润均保持稳定增长，而 2021 年公司收入为 1.98 亿元，同比-26.19%；归母净利润为 0.31 亿元，同比-69.03%；均有下滑。2022 半年度实现收入 0.26 亿元，同比-48.56%；实现归母净利润-0.20 亿元，同比-308.49%。

图 1：公司历年总资产变化

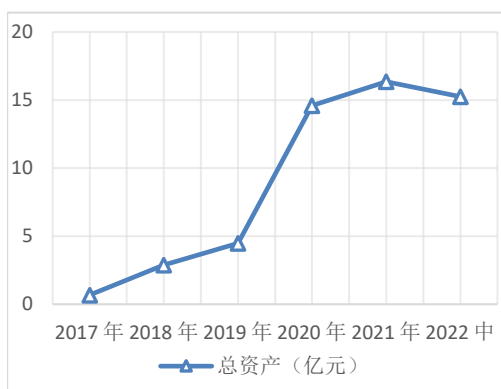
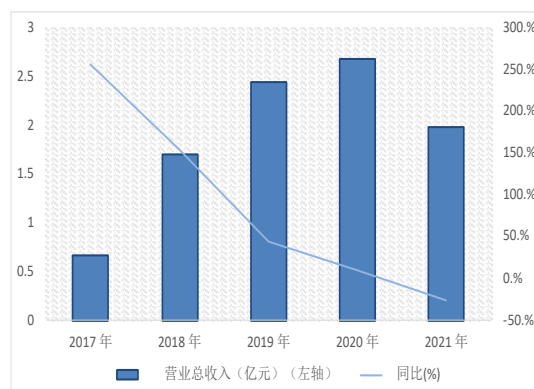


图 2：近五年公司营业总收入及同比



资料来源：同花顺 iFinD，长城证券研究院

2020 年公司实现的整体营收可按主要业务类别分为 4 类，分别为液压传动及控制系统业务、技术服务业务、其他核化生防御装备及配件业务以及其他业务，其中液压传动及控制系统业务为公司核心业务，收入占比 90.62%。2021 年公司推进业务多元化发展，业务类别较 2020 年有所增加，2021 年主要业务类别可分为 6 类，额外增加了核辐射监测设备业务和生物检测设备业务。针对 2020 年存在的业务，2021 年的营收相较于 2020 年而言，液压传动及控制系统营收同比-72.86%，技术服务收入同比+23.71%，其他核化生防御装备及配件营收同比+0.28%，其他业务营收同比+4.37%。2022 年上半年公司主营业务类别与 2021 年的类别相同，其中核辐射检测设备业务在公司营收中占比 46.69%，实现营收 1206.0 万元；公司生物检测设备业务在公司营收中占比 4.02%，实现营收 104.1 万元；公司液压动力系统业务在公司营收中占比 5.38%，实现营收 139.4 万元。

2021 年公司营业收入 1.98 亿元，同比-26.19%；归母净利润为 0.31 亿元，同比-69.03%。2021 年公司的收入和归母净利润大幅度下滑，受到了多重因素影响。其中主要原因为受社会经济环境、疫情和订购计划变化的影响，洗消装备核心部件配套液压动力系统实现销售收入 6,603.24 万元，同比-72.86%，导致液压动力系统 2021 年的销售规模较上年同比下降；另外公司的研发费用和销售费用都存在较大幅度的增长；再加上公司 2021 年以业务布局，打牢基础，提高核心竞争力为目标，加大了研发项目投入费用，并且收购弘进久安、上海仁机等多家公司，大力投入产业基地的建设。综合考虑以上因素，可以解释 2021 年收入和利润下降的原因。

2022年上半年公司实现营业收入0.26亿元，同比-48.56%；实现归母净利润-0.20亿元，同比-308.49%。2022年公司营收和归母净利润与去年同期相比有下滑，公司总体业绩承压，主要系公司受社会经济环境变化、疫情影响造成物流、生产及交付延迟等原因，各业务板块营收规模均受到不同程度影响。公司核辐射监测板块业务主要生产和销售在上海，受疫情影响，部分产品延迟交付，生物检测设备主要产品如生物检验车等项目合同交付时间多集中在下半年。综合考虑以上因素，公司在2022年上半年的业绩承压主要是由于社会经济环境变化、疫情影响而导致的收入和利润下滑。

图 3: 近五年公司主营业务收入分布

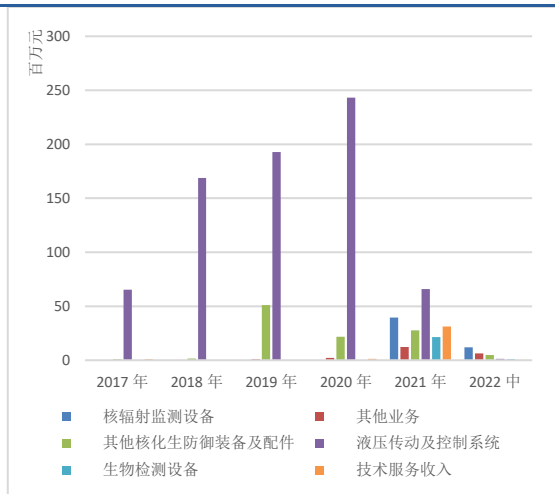
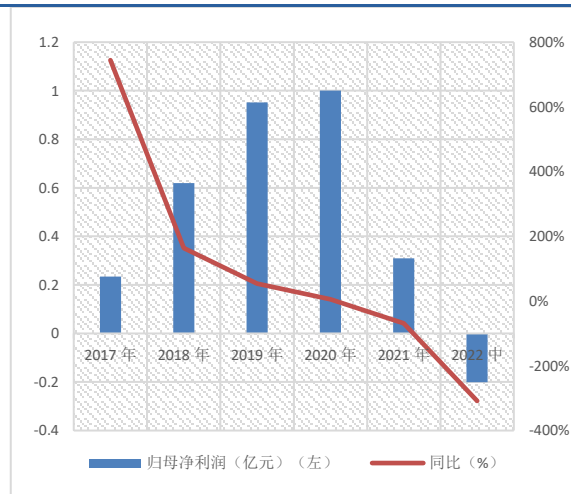


图 4: 近五年公司归母净利润及同比



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

现

先升上后下降态势,2017年至2021年公司历年的净利率分别为34.58%、36.21%、38.64%、37.09%、19.33%,2022年H1公司净利率为-89.70%,截至目前依然呈现下降的态势。毛利率方面,近年来整体呈现下降的态势,2017年至2021年毛利率水平分别为61.54%、63.27%、56.79%、59.61%、49.50%,2022年H1公司毛利率为39.41%,截至目前仍然呈现下降的态势。

图 5: 公司历年毛利率及净利率

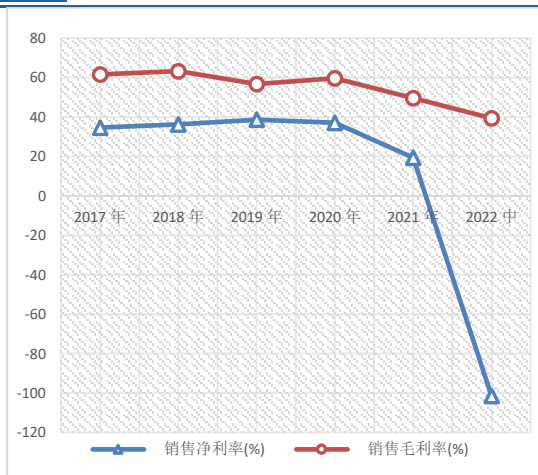
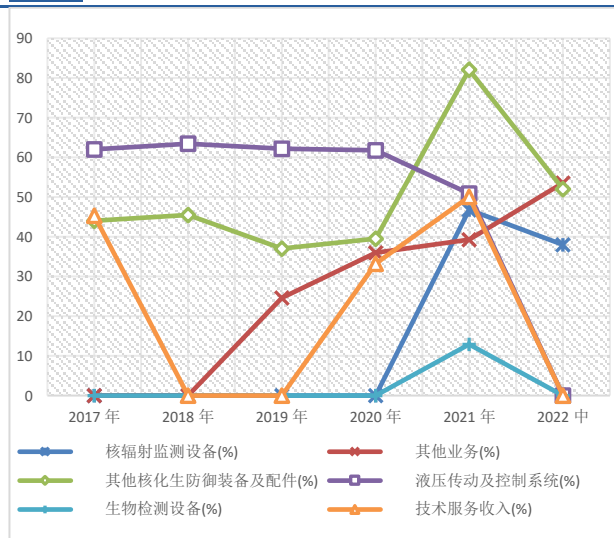


图 6: 近五年公司主营业务毛利率变化



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

按产品业务细分，2017年至2020年公司各项主营业务的毛利率保持稳定，而2021年公司的各项主营业务的毛利率变化较大：作为传统主要业务的液压传动及控制系统的毛利率为50.93%，相较于往年有较大下降，对比2020年的毛利率61.76%，下降了10.83pct。公司其他两项传统业务，技术服务收入和其他业务的毛利率分别为50.07%和39.27%，相较于2020年分别增长16.81pct和3.32pct。同年，新增布局的两项业务核辐射监测设备和生物检测设备的毛利率分别为46.80%和12.90%。2022年H1，公司核辐射监测设备毛利率为38.03%，其他业务毛利率为39.27%，其他核生化安全装备及配件毛利率为52.04%。

费用方面，2017年至2020年公司期间各项费用同比增速整体呈现下降态势，但是2021年各项费用的增速均有明显上升。2021年公司加大研发投入和营销拓展，研发支出4,041.35万元，同比+43.50%；销售费用978.16万元，同比+125.25%；财务费用-891.45万元，同比+36.67%；因新厂房投入使用产生的折旧费用增加等原因，管理费用3,799.31万元，同比+83.18%。截至2022年上半年，公司各项费用有明显上升。公司销售费用为911.2万元，同比+211.06%，主要系合并报表范围内各公司销售人员增加及售后服务、运输费用增加导致；公司管理费用为2,065.5万元，同比+39.76%，主要系合并报表范围内各公司管理人员及无形资产摊销、办公费和交通费等增加导致；公司财务费用为-537.6万元，同比-5.71%；公司研发投入为1,736.6万元，同比+20.58%，主要系研发人员增加及新增及在研项目投入的物料消耗、检验检测费用增加导致。

图 7: 公司近五年各项费用同比增速情况

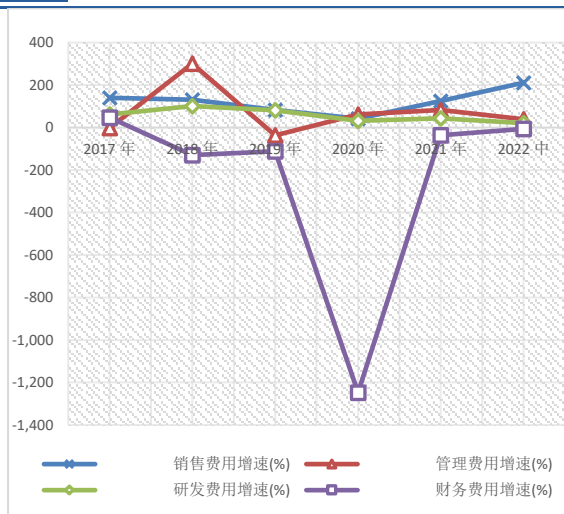
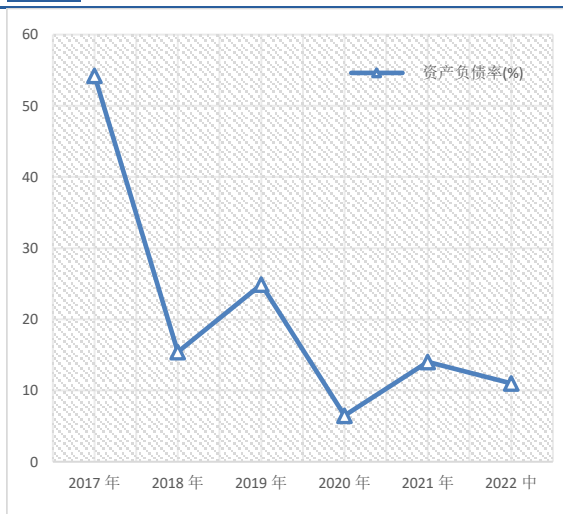


图 8: 公司历年资产负债率情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

负债方面，公司近五年的资产负债率整体呈下降趋势，2019年至2021年，资产负债率分别为24.91%、6.49%和14.03%，2022年上半年公司资产负债率为10.99%，同比下降3.04pct，债务情况良好。2019年至2021年，公司的净资产收益率ROE分别为32.91%、11.77%、2.27%。截至2022年上半年，公司的净资产收益率ROE为-1.49%。

图 9: 公司历年净资产收益率情况

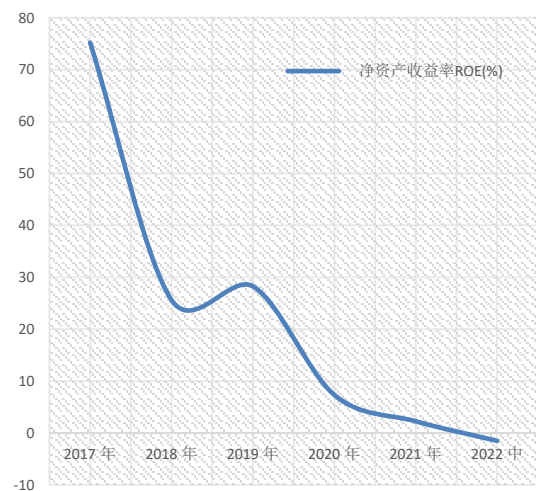
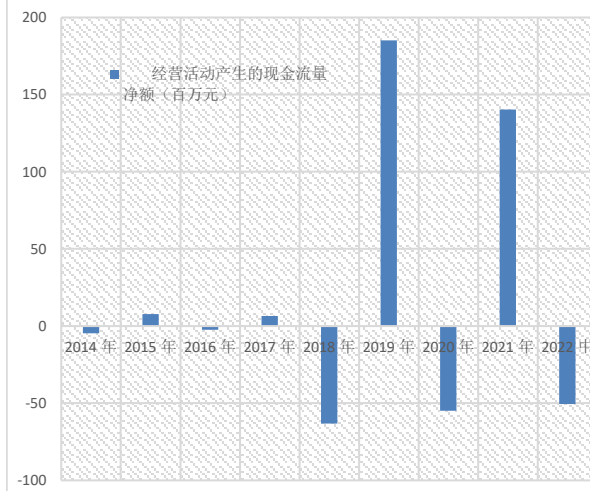


图 10: 公司历年现金流情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

现金流方面, 2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.40 亿元, 较上年同期增长了 1.95 亿元。2022 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 -0.50 亿元, 较上年同期减少了 1.90 亿元。

2. 公司产品种类多元化，研发持续投入

2.1 公司产品具备竞争优势

公司坚持深耕核生化安全领域，通过多年建设，已经建成完善的液压动力系统的研发、制造、质量保障体系等，在行业内具有较高的知名度。2015年6月，公司的DF车液压传动与发电系统及单泵多负载液压动力系统项目取得国防科学技术成果鉴定证书，认定该项目研究达到国内领先水平，填补了国内空白。2015年10月，公司凭借参与研制的JQB3新型喷洒车荣获中国人民解放军科技进步奖二等奖。2019年12月，公司作为主要完成单位研制的某洗消体系关键技术与装备项目荣获2019年度国家科学技术进步奖二等奖。公司定型产品洗消装备核心配套液压动力系统主要应用于军用装备领域，在参与装备研制过程中，产品经过了各项可靠性、电磁兼容性、高低温、热区、寒区、高原的严格试验，具有极高的产品质量。此外，公司的核辐射检测和生物检测产品在行业内也具备一定的竞争优势。公司核辐射监测产品拥有多中不同规格的核辐射监测仪器仪表，已经广泛应用于多个领域；生物检测产品方面，得益于收购生物检测领域的公司成为子公司，公司的生物检测产品覆盖面广，未来公司或将拓展各类病毒、细菌检测试剂等产品，向拥有全病毒库的方向发展。




公司传统洗消类产品包括BD人员洗消通道、便携式单兵淋浴装置和高温蒸汽清洗机等。公司定型产品洗消装备核心配套液压动力系统，包括JQB3液压动力系统、JQB4液压动力系统、DF液压动力系统、DL液压动力系统，主要应用于军用装备领域，在参与装备研制过程中，产品经过了各项可靠性、电磁兼容性、高低温、热区、寒区、高原的严格试验，具有极高的产品质量。

表 2: 液电类产品

液电传动类产品型号	介绍	图例
JQB3/JQB4液动力系统	JQB3/JQB4液动力系统为特种车辆的核心部件，由多个闭式系统组成，系统从车辆底盘发动机取力，经液压传动进行能量的转化和分配后，精准控制驱动车载发电机、车载空压机和高、低压洗消液喷射系统按既定工况工作，实现对受污染设备及地面的洗消。	
DF液动力系统	DF液动力系统为特种车辆的核心部件，采用阀控式负荷传感系统，由车辆底盘变速箱取力，经液压传动进行能量的转化和分配后，精准控制驱动车载发电机、方舱装卸机构等按既定工况工作。	
DL液动力系统	DL液动力系统为特种车辆的核心部件，采用变量泵与负载敏感多路阀组成的负荷传感系统，由车辆底盘发动机取力，经液压传动进行能量的转化和分配后，精准控制驱动车载发电机、车载空压机、高低压复合水泵、液压支腿、洗消龙门等按既定工况工作。	

资料来源：公司官网，长城证券研究院

表 3: 洗消类产品

洗消类产品型号	介绍	图例
BD人员洗消通道	B人员洗消通道用于医院、学校、大型公共场所的医护人员、消毒作业人员消毒作业后，对穿戴的防护服进行洗消，防止在解除防护时造成人员的二次污染。装置能适应各种溶液类消毒液，消毒过程实现自动控制，快速完成消毒作业。	
JQJR03-便携式单兵淋浴装置	JQJR03-便携式单兵淋浴装置，是可以搭载在某型洗消车上的便携式淋浴装置，提供野战条件或非战环境下的人员淋浴功能，满足无淋浴车等保障条件下人员应急淋浴洗消的需求；装置可根据设定温度和实际温度的差值，自动调节输出功率，达到输出稳定的水温要求。	
JQXX6M高温蒸汽清洗机	JQJR03-JQXX6M高温蒸汽清洗机产生180°C饱和干蒸汽和140°C湿蒸汽，对遭受核生化染剂染武器、装备、设施进行洗消；平时可用高压超高温蒸汽实现对装备、地面、礁石等表面油污的移动式清洗。	
高压射流洗消装置	高压射流洗消装置具备高压射流、雾化清洗功能，主要用于各型直升机发动机的清洗。也可用于设备表面的污染洗消和相对密闭空间的空气消毒。人机操作界面可实现一键式控制，对于不同的工况，可透过快速接头快速更换作业附件	
JQXX2多功能除污设备	JQ122多功能除污设备是一款集清洁、除污、维护、保养于一体的产品。具有高压热水射流、压缩空气吹扫、抽吸、气动工具动力提供等功能，可完成装备外表面清洗、内部吸尘吸水、局部除锈补漆及轮胎油泥的清理等维护保养工作。	
JQXX3乳液洗消装置	JQXX3乳液洗消装置通过对微泡体系的发生、回收及消泡技术的研究与融合，实现对设备内部空间与精密仪器的洗消。	
气溶胶便携式生物病毒消杀机	气溶胶空间生物病毒消杀机，是一款对相对密闭的空间进行生物洗消的专用装备；该装备可产生粒径在10微米以下的消毒液气溶胶，对受污染的病房、礼堂、枪室的相对密闭空间的空气及表面进行消毒；消毒效果好，无消毒死角，作业效率高。	
电解式臭氧消毒机	电解式臭氧消毒机采用去离子水电解臭氧技术制备臭氧，对相对密闭的空间空气进行生物消毒。系统采用智能控制系统，实现臭氧发生、消氢和残余臭氧催化分解，空间全方位无死角消毒，对环境无二次污染，高效绿色环保，兼能高效除臭去异味，降解环境中甲醛、苯等。	

资料来源：公司官网，长城证券研究院

公司核辐射检测方面的产品丰富，拥有 6 类核辐射监测设备，例如辐射防护仪器、辐射环境检测仪器等。其产品已应用到环保、卫健委、医疗，安监、海关、核工业上下游系

统等多个领域，并在核应急救治、执法监测、民生计量、核医学等应用场景上积累了丰富的实战经验，在行业内具有一定的优势。子公司上海仁机作为辐射防护领域的高新技术企业，近年来发展势头同样强劲。公司自主研发及创新能力日益壮大，公司的产品、技术均为自主研发而得。核化侦检无人机系统、核化侦采检一体机器人系统在上海辐射检测行业甚至是全国都具有先创性，先后部署在军事医学研究院和解放军疾控等部门，将辐射监测与智能化相结合，具备耐辐射等功能，满足国军标要求；公司还参与编写《甲状腺 131I 活度现场测量方法》团体标准，该标准实施之后设计的一款测定人体甲状腺内 131I 活度的便携式设备，可用于疾控、核应急等多个领域。公司子公司上海仁机经过多年发展，成为了国内辐射检测行业民营企业中佼佼者。得益于收购生物检测领域的公司成为子公司，公司的生物检测产品也覆盖面广，包含例如 6 种细菌类生物战剂、9 种细菌类生物恐怖威胁剂等产品。在生物安全产品生产方面，公司子公司弘进久安已建立了现代化 GMP 产品生产线，根据军工行业客户需求和行业新产品生产需要，保障了生物安全产品生产的核心优势，具有了稳定的生产制造体系，可充分满足生物安全相关生产、装配、试验、服务等一系列要求。

表 4: 侦查检测类产品

侦查检测类产品型号	介绍	图例
JQXX5-FH 侦查机器人	JQXX5-FH 侦查机器人实现在人员无法进入的高危环境进行核化侦察任务，可快速判别核素种类及放射水平，广谱侦测化学战剂及危险化学品种类及概略浓度，采集固、液、气态沾染样品，实时报知核化侦察信息。	
JQ113 危险化学品事故监测预警系统 - JQ-FX 型危险化学品微量泄漏监测报警仪	JQ113 危险化学品事故监测预警系统用于对能源化工园区危化品气体泄漏进行实时监测，同时可监测气象参数，具备多种有毒气体传感器扩展及数据采集功能。	
JQ113 危险化学品事故监测预警系统 - JQ-FB 隔爆防爆型危险化学品实时在线监测仪	JQR03-JQ113 危险化学品事故监测预警系统用于对能源化工园区危化品气体泄漏进行实时监测，同时可监测气象参数，具备多种有毒气体传感器扩展及数据采集功能。	
JQ113 危险化学品事故监测预警系统 - JQ-CPR 型恶臭/通用型电子鼻监测仪	JQR03-JQ113 危险化学品事故监测预警系统用于对能源化工园区危化品气体泄漏进行实时监测，同时可监测气象参数，具备多种有毒气体传感器扩展及数据采集功能。	
JQ-PBV100 生物检测箱	JQ-PBV100 生物检测箱为公共安全提供快速可靠生物有害因子监测预警及快速识别手段。可实时监控生存空间是否存在孢子、细菌、病毒、毒素等生物威胁并判定其种类及浓度。	

资料来源：公司官网，长城证券研究院

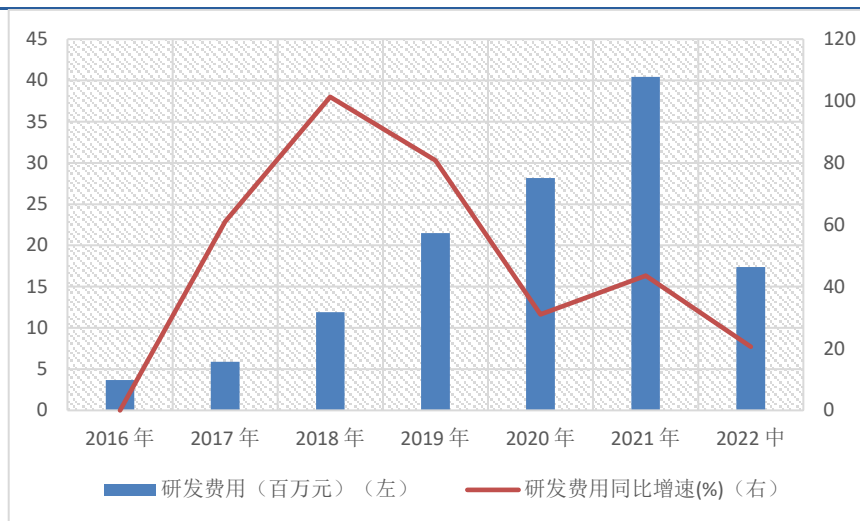
2.2 研发投入大幅增长，产品结构持续优化

公司重视自主研发、科技创新，历年高比例投入研发，已建立了覆盖核生化安全领域“侦察、防护、洗消”等主要环节的研发和技术体系，拥有 100 余项专利以及数十项计算机软件著作权。对于核生化侦察装备，公司子公司上海仁机和弘进久安近年来发展势头强劲，技术研发水平不断提升。上海仁机经过多年发展，从人才优势、技术优势、服务优势等众多优势面牢牢把控住市场，已成为了国内辐射检测行业民营企业中佼佼者；弘进久安聚力投入研发，实现了实验室技术向标准化生产的转化，产品基本实现对目前公认生物战剂与生物威胁剂的抗体种类的全覆盖，目前正处在快速发展的阶段。对于核生化防护装备，公司与东风汽车集团有限公司特种装备事业部、铁鹰特种车（天津）有限公司签署战略合作协议，三方共同合作研发某型号车辆“三防”通用平台，公司负责适应车辆要求的“三防”系统的研制，协助完成项目论证、鉴定试验等工作，该项研发合作或将有望进一步提升公司在核生化安全装备防护相关领域的市场竞争力。对于核生化洗消装备，公司为军用装备定型产品新一代洗消装备核心配套液压动力系统的供应商，在参与完成军用装备研制及装备定型后，装备技术状态即已固化，形成齐全配套设计定型文件，整体市场格局较为稳定，不存在较大竞争关系。后续量产主要根据军方订单生产，生产和销售都具有较强的计划性，产品销售数量和价格受市场供求关系波动的影响较小。截至 2021 年 12 月，公司研发人员 150 人，占员工总数的 37%，其中多人拥有高级职称和博士学位。捷强装备多个产品被认定为天津市“重点新产品”、“杀手锏产品”等。截至 2022 年 6 月 30 日，公司技术研发团队共 153 人，占公司员工总数的 42.27%，占比较上一年有小幅提升，研发团队人员比上年同期增长 17.69%。公司拥有高级职称人员 31 人，拥有博士学位 8 人。捷强装备博士后科研工作站于 2018 年建站，分别于 2021 年、2022 年成功引进博士后高层次人才，并与天津市北辰区人力社保局签订进站专项资助协议，获人才基金专项补贴。2022 年半年报期内，公司申报的装备制造领域“傅里叶红外光谱仪研发项目”通过专家评审和公示，获 2022 年天津市科技领军（培育）企业重大创新项目立项。截至 2022 年 H1，公司不断优化人才结构，积极参与研发合作，提升自主研发水平。2022 年半年报期内，公司新增发明专利 4 项、实用新型专利 24 项、软件著作权 6 项、注册商标 2 项。

研发模式方面，根据捷强装备 2021 年经营分析年报，公司采取自主研发为主，联合研发为辅的研究开发模式。对于承接军方研发项目，公司中标军方研发项目后根据合同要求开展研发工作；对于自主研发项目，公司通过与军方或其他需求方沟通确认潜在技术需求情况，开展研发工作。公司高度重视新产品、新技术的研发，已初步建立综合性的研发体系，搭建了公司及子公司对核生化安全装备及核心技术的协同研发平台。公司及子公司利用产学研模式或技术合作方式，与中国人民解放军军事科学院、陆军防化学院、解放军军事交通学院等科研院校展开合作，开展项目合作和产品的研发攻关，确保公司技术、科研处于领先水平，并且不断推动技术研发与科研成果产业化合作。截至 2022 年中报，公司研发模式未发生重大变化。

研发费用方面，从 2016 年开始研发费用增速逐年递增，2018 年达到高峰，为+101.34%，之后两年研发增速开始放缓，分别为+80.78%和+31.00%，2021 年研发费用增速有小幅回升，为 43.50%。整体而言，公司对于研发的投入十分重视，自成立的第二年开始研发投入每年递增。2019 年至 2021 年，这三年的投入费用分别为 2,149.93 万元，2,816.35 万元，4,041.35 万元，分别同比增长 80.78%，31.00%，43.50%。2022 年半年报报告期内公司研发费用合计 1,736.62 万元，同比+20.58%，预计 2022 年公司研发投入将稳定增长。

图 11: 公司历年研发投入及研发费用增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

3. 积极布局全产业链，丰富收入来源

3.1 收购控股多家子公司，持续布局产业链

收购北京弘进久安生物科技有限公司

天津捷强动力装备股份有限公司董事会于 2021 年 1 月 19 日召开第二届董事会第十七次会议，审议通过了《关于拟收购北京三安新特生物科技有限公司 51% 股权的议案》，同意公司与应天翼签订《股权转让协议》，以自有资金收购北京弘进久安生物科技有限公司（原名三安新特）（以下简称“弘进久安”）51% 的股权（对应注册资本 1020 万元，实缴资本 1020 万元）。

北京弘进久安生物科技有限公司，2018 年 11 月 13 日注册成立，位于北京中关村科技园昌平园。公司专注于特种生物检测技术在环境公共安全监测领域应用，开发相关生物安全系列产品，为客户提供特种生物安全监测与检测整体解决方案。聚焦免疫检测与核酸检测技术，目前建有千余平米的现代化生物学实验室及小规模装配车间，具备从抗原（基因工程、天然产物分离提取）、抗体（单抗、多抗）、纳米材料、层析试纸卡至试剂盒检测产品、相关光学检测装备、气溶胶采样设备的全流程研发与生产制造能力。

2021 年，弘进久安营业收入合计 2,186.6 万元，净利润 8.03 万元，综合毛利率 56.48%。弘进久安经营产品包括免疫层析胶体金检测仪、便携生物战剂快速检测箱。2021 年，这两项业务板块净利润分别是 448.3 万元和 354.4 万元，两项利润占比略有差别。2022 年上半年，弘进久安营业收入合计 189.0 万元，同比+239.87%，净利润 8.03 万元，主要系生物检测产品及设备销售收入；研发费用 370.0 万元，同比+35.57%，主要系物料消耗增加、委外研发费用增加、研发人员薪酬增加所致；管理费用 171.0 万元，同比+43.87%，主要系支付新租办公楼租金等所致；报告期内，净利润-366.7 万元，主要原因为弘进久安 2022 年项目订单将于下半年陆续交付验收。

2021 年子公司弘进久安营业收入占公司总营业收入的 11.03%，虽然弘进久安产产品规模尚未完全形成，但是其业务类别符合捷强装备的产业布局。弘进久安是一家专注于生物检测技术研发和产品开发的公司，国内同行领先地位。其拥有自己的研发中心和实验室，具备核心技术团队、技术储备和研发能力等方面较强的核心竞争力。并且，弘进久安的产品不依赖国外进口，产品基本实现对目前公认化生战剂检测种类的全覆盖，产品种类丰富。再加上生物检测的毛利率非常高，有利于捷强装备在生物检测相关领域的未来创收。总而言之，弘进久安技术在生物检测领域的领先地位、技术和产品优势，以及高的毛利率等因素，有助于捷强装备在生物检测相关领域的市场业务拓展。

图 12: 北京弘进久安有限公司不同产品占比

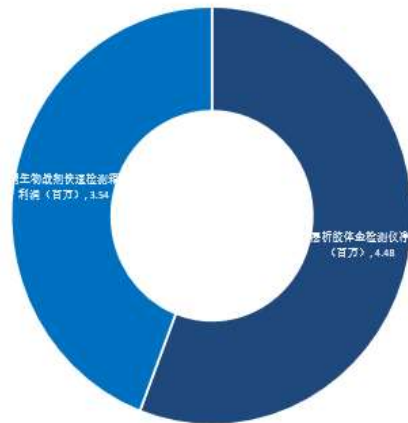
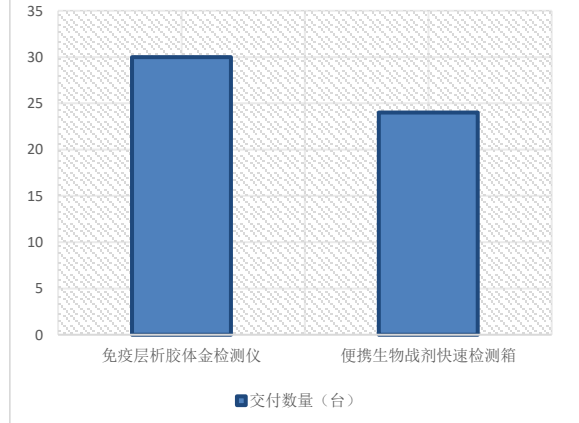


图 13: 2021 年北京弘进久安有限公司的产品交付数量



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

收购上海仁机仪器仪表有限公司

天津捷强动力装备股份有限公司董事会于 2021 年 8 月 28 日召开第三届董事会第二次会议, 审议通过了《关于拟收购上海仁机仪器仪表有限公司 63% 股权的议案》, 同意公司与安吉谊舸企业管理合伙企业(有限合伙)签订《股权转让协议》, 以自有资金收购交易对方持有的上海仁机仪器仪表有限公司。

上海仁机是一家专业从事核工业智能仪器仪表的研发、生产与销售的高新技术企业。公司产品拥有自主知识产权, 目前产品有 12 个不同类别的核辐射监测设备以及 70 多种不同规格的核辐射监测仪器仪表。产品涵盖辐射防护仪器、辐射环境检测仪器、放射性监测仪器、同位素应用仪器、核勘测仪器以及放射源监管系统, 并广泛应用于环保、疾控、核电、放射医疗、能源、石油、煤田、建材、冶金、食品、商检、安防、再生资源等多个领域。

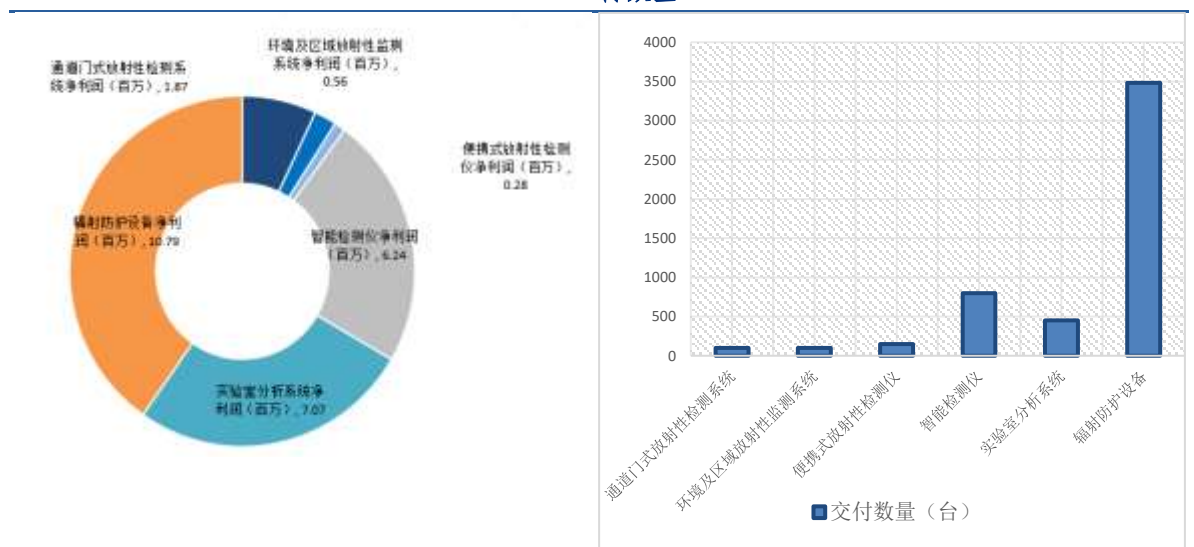
2021 年, 上海仁机仪器仪表有限公司营业收入合计 1.05 亿元, 同比+80.46%, 净利润 0.27 亿元, 同比+131.21%, 综合毛利率 29.01%。上海仁机主要经营的主要产品包括通道门式放射性检测系统、环境及区域放射性监测系统、便携式放射性检测仪、智能检测仪、实验室分析系统、辐射防护设备。2021 年, 这六类产品的净利润分别是 186.7 万元、56.0 万元、28.0 万元、624.4 万元、706.9 万元、1,079.1 万元。其中, 辐射防护设备的净利润最高, 其次是实验室分析系统。并且两类业务的产品交付数量也是位居前二, 2021 年辐射防护设备的产品交付数量为 3,480 台, 实验室分析系统的产品交付数量为 450 台。

据公司 2022 年半年报公告, 公司子公司上海仁机 2022 年上半年实现营业收入 1,301.8 万元, 主要为核辐射监测产品销售收入, 营业收入与去年同期相比减少 76.25%, 主要系受疫情影响, 业务拓展情况不及预期, 项目验收执行延后, 产品交付延期; 2022 年上半年上海仁机净利润为-242.67 万元, 同比-123.83%, 主要系上海仁机项目交付延迟导致的营收规模减少和研发费用增加。2022 年 H1, 上海仁机公司销售费用、管理费用有所下降; 研发费用 224.00 万元, 同比+79.20%, 主要系物料消耗增加、研发设备折旧及摊销增加、研发人员薪酬增加所致; 管理费用 106.41 万元, 同比-33.61%, 主要系服务费用减少; 销售费用 672.41 万元, 同比-63.40%, 主要系销售规模、职工薪酬等减少所致。核生化安全能力作为现代化军队的重要能力之一, 也是当前军队装备建设的重点方向之一。考虑到

上海仁机 2022 年上半年因疫情原因和研发投入增加导致产品交付延期和净利润减少，结合十四五期间核生化相关装备需求较大的基本面不变。

从上海仁机的业务类别可以看出，捷强装备收购上海仁机确实有利于其在核辐射监测设备相关领域的军品及民用市场业务拓展。上海仁机是一家近年来发展强劲的核辐射防护领域高新技术企业，拥有自己的实验室和研发中心，自助研发能力和队伍不断提升，产品和技术均为自主研发而得，牢牢把握市场。其次，上海仁机产品结构丰富，涵盖了便携式辐射监测仪表、个人防护监测仪表、在线/固定式辐射监测仪表、实验室测量装置、计量标准装置、核应急救援环境监测及辐射防护设备等 6 大类、40 多种不同规格的核辐射监测设备，可应用与多种不同的场景，应用领域多样。经过多年的经验发展，上海仁机成为了国内辐射检测行业民营企业中佼佼者，也使得其能在人才优势、技术优势、服务优势等方面助力捷强装备的未来发展。最后，近年来，核仪器行业发展迅速，市场前景广阔，核辐射监测设备是核仪器行业中的主要仪器设备，在各种应用场景中都需要配置相应的核辐射监测设备。综上所述，捷强装备收购上海仁机，可以利用其在核辐射监测领域的技术、产品和销售渠道等优势，有利于捷强装备在核辐射监测设备相关领域的军品及民用市场业务拓展，符合公司战略规划和目前阶段经营发展的需要，有利于公司的长远可持续发展。

图 14: 上海仁机仪器仪表有限公司不同产品占比 图 15: 2021 年上海仁机仪器仪表有限公司的产品交付数量



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

3.2 产业布局逐步实施，业务种类和收入类型丰富

相比早期，公司的业务类型多样化得到极大的加强。从图 16 近五年的主营业务收入占比中可以看出，捷强装备 2021 年前原由的业务模块相对来说比较单一，早期主要以洗消装备为主。公司经过了过去几年的努力布局 and 多年持续不断的研发，已经在 2021 年极大的丰富了产品类别，逐步从单一的洗消用品拓展到以生物检测、核辐射检测、核生化安全装备和洗消类产品系列等多项业务为主。2022 年上半年，公司产品多元化持续推进，传统主营业务液压传动及控制系统业务营收占比继续下降。目前，公司的主营业务已经扩大为核生化安全装备的研发、生产、销售和技术服务，其主要产品包括核辐射监测设备、生物检测设备和各类洗消装备。

业务多样化的加强也丰富了公司收入的来源。从历年各项主营业务收入占比情况可以看出，2020年，主营业务收入构成中，传统业务液压传动及控制系统占比90.62%，其他核化生防御装备及配件占比8.07%，相对来说业务种类单一。然而，2021年，根据公司产业布局计划，公司收购控股了两家公司，北京弘进久安生物科技有限公司和上海仁机仪器仪表有限公司，利用两家公司的业务优势，拓展了主营业务种类。2021年的主营业务收入构成中，液压传动及控制系统占比33.32%，较2020年大幅度下降。新增的两项主营业务占比，分别为核辐射监测设备占比20.00%；生物检测设备占比10.80%；其他三项业务占比，分别为技术服务收入占比15.81%；其他核化生防御装备及配件13.95%；其他业务占比6.11%。2022年H1，公司传统主营业务液压传动及控制系统业务营收占比继续下降，其余业务营收占比均有一定增长，其中核辐射检测设备业务在公司营收中占比46.68%，实现营收1,206.0万元；生物检测设备业务在公司营收中占比4.03%，实现营收104.1万元；液压动力系统业务在公司营收中占比5.40%，实现营收139.4万元。技术服务业务在公司营收中占比0.79%，实现营收20.34万元。其他核化生防御装备及配件业务在公司营收中占比18.71%，实现营收483.28万元。整体而言，公司的主营业务将呈现更加多样化，从单一的洗消装备转变为以洗消、核检测和生物检测为主的多品类业务格局。

图 16: 近五年公司主营业务收入占比变化

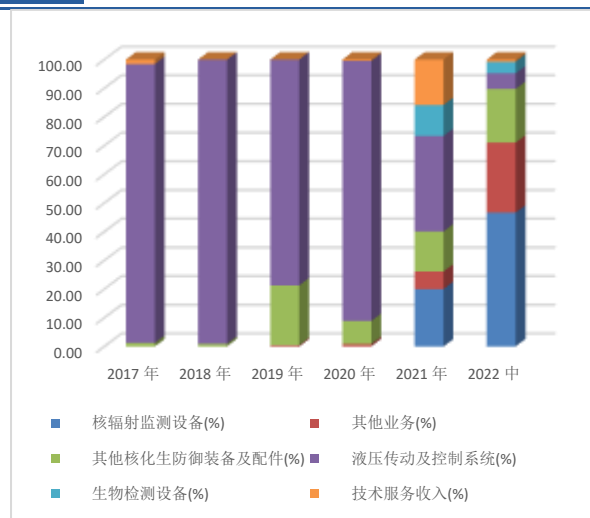
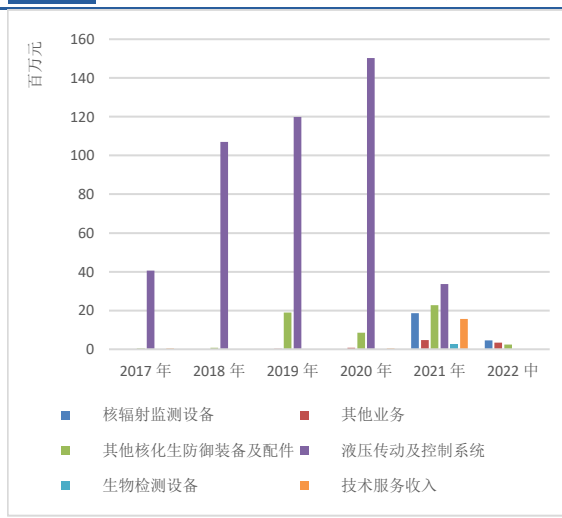


图 17: 近五年公司主营业务毛利分布变化

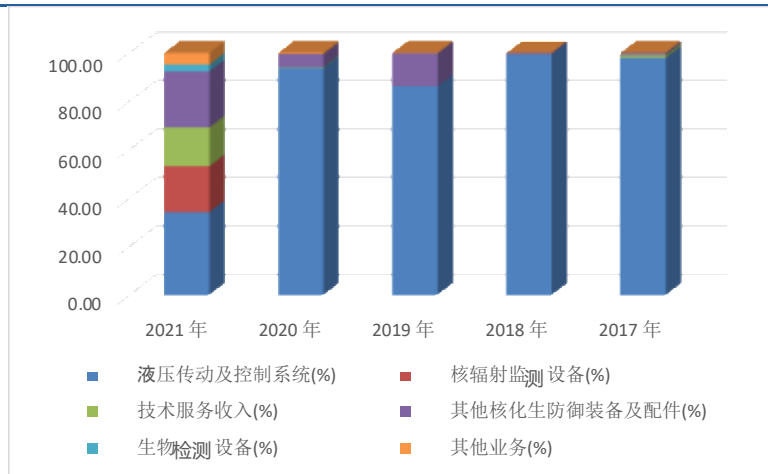


资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

公司收入来源得到了丰富，各项业务的毛利占比情况也有了大调整。2021年，公司主营业务毛利分布情况，分别是液压传动及控制系统毛利3,362.99万元、核辐射监测设备毛利1,855.07万元、技术服务收入毛利1,568.89万元、其他核化生防御装备及配件毛利2,269.68万元、生物检测设备毛利275.96万元、其他业务收入毛利475.62万元。

但从毛利构成方面看，2021年公司的主营业务液压传动及控制系统的毛利占比大幅度下降，毛利占比为34.29%，相较于2020年的93.88%，减少了59.59pct。其他新型业务布局完成，包括核辐射监测设备和生物检测设备，毛利占比分别为18.91%和2.81%。经过长远的布局，公司的产品逐渐组建，毛利构成更加多样化，未来的业绩将不再只受制于单一产品的订单，公司在未来的生产中将能够实现规模扩大化，业绩多元化。

图 18: 近五年公司主营业务毛利占比变化



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

3.3 项目基地建成，投入使用将增强生产力

根据公司 2021 年的经营年报，募投项目进展顺利，绵阳基地建设开始启动公司募投项目建设进展顺利，2021 年，军用清洗消毒设备生产建设项目、研发中心建设项目已实施完成、达到预定使用状态，新型防化装备及应急救援设备产业化项目、防化装备维修保障与应急救援试验基地项目的建设正在稳步推进。报告期内，公司投入募集资金项目 10,754.39 万元，截至本报告期末累计投入募集资金项目 35,329.14 万元，其中军用清洗消毒设备生产建设项目累计投入 19,032.35 万元，投资进度 83.02%；研发中心建设项目累计投入 556,906.84 万元，投资进度 55.91%；新型防化装备及应急救援设备产业化项目累计投入 2,261.81 万元，投资进度 9.06%；防化装备维修保障与应急救援试验基地项目累计投入 423.72 万元，投资进度 13.33%。

2021 年 9 月，公司通过司法拍卖程序取得军民两用制造中心（绵阳）项目地块，位于绵阳市安州区界牌镇永丰村。该地块上在建工程面积约 43,386.15 平方米。截止 2021 年 12 月 31 日，项目已取得土地证，厂房正在进行改造和装修。据公司 2022 年半年度报告，公司募投项目投入募集资金 3,101.91 万元；截至 2022 年 H1，公司募投项目累计投入募集资金 38,431.05 万元，募投项目整体投资进度 54.88%。其中：军用清洗消毒设备生产建设项目和研发中心建设项目已建设完成，新型防化装备及应急救援设备产业化项目和防化装备维修保障与应急救援试验基地项目正在建设中，预计 2023 年完成建设投产。截至 2022 年 6 月 30 日，捷强装备军民两用制造中心（绵阳）一期项目已完成立项备案，瑞莱斯、捷锐特和久强智能将陆续入驻。我们认为，绵阳基地的投入使用会提升公司的产能和整体研发能力，未来公司业绩或将迎来较快增长。预计绵阳基地投入使用，将充分借助川渝地区的区位优势和市场资源优势深入挖掘项目、吸引人才、拓展市场，在绵阳建立精密仪器、透平机械、传动机械、特种高端装备等核生化安全装备及大科学装备配套产品的生产基地，进一步构建核生化安全装备全产业链体系，增强公司的核心竞争力。

这些基地对于全面提升研发和生产能力，改善公司生产环境，扩大生产能力，提升公司的综合竞争力，创造更大的经济效益，具有非常重要的意义。随着基地项目的陆续完成和即将交付使用，未来公司的生产场地将得到保障，对应的生产能力自然会有足够的场地支持，期待公司的整个生产规模能有明显的提升。

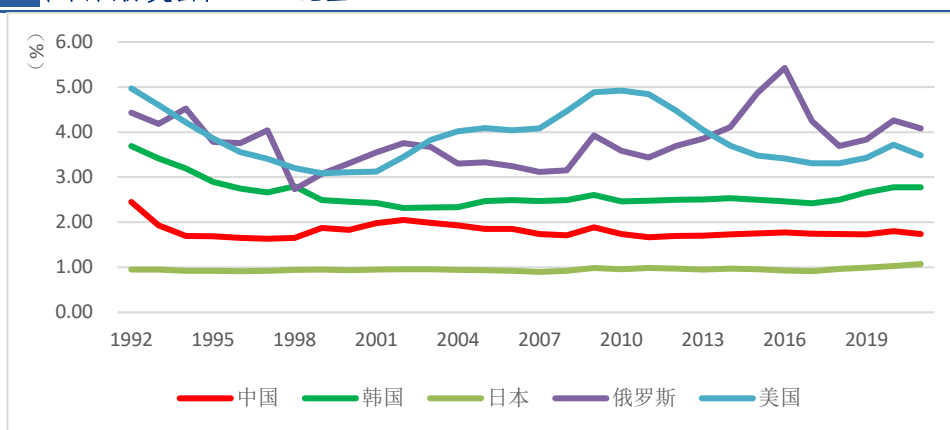
4. 加强国防建设，重视核生化安全行业

4.1 国防预算逐年提高，市场需求扩张

捷强装备的 2020 年之前，公司 90% 的产品是军品，虽然从 2021 年开始，布局提升民品占比，至少有 20-30% 是民品。但是，未来随着公司收入规模扩大，军品和民品都会同步往上增长，大致上的比例民品可能略有上升。鉴于，公司的产品的部分最终客户是军方，国家的军费预算和军队的武器装备规划直接影响军工行业的市场容量和发展方向。

据新华社 2022 年 3 月 5 日英文报道，中国今年的国防支出比 2021 年增长 7.1%。这是时隔两年后中国国防经费增速重回“7% 时代”。与世界军事强国相比，实际上中国国防经费并不算高。2021 年中国军费在中国 GDP 中占比仅为 1.4% 左右，而美国 2021 年军费在 GDP 中占比为 3.48%，俄罗斯为 4.08%，由此可以看出相对世界军事强国，中国军费支出在 GDP 中占比较小；此外中国面临的外部威胁越来越大，中国有必要提高军费，维护国家安全。

图 19: 各国国防支出占 GDP 比重



资料来源：同花顺 iFinD，长城证券研究院

整体而言，中国的国防预算支出逐年提高。2020 和 2021 年，中国国防预算支出增速都在 5% 以下，分别为 4.71% 和 4.67%。2020 年中国国防支出预算为 257,973.43 亿美元，比上年度增长 4.7%，2021 年则为 270,016.55 亿美元，比 2020 年增长 4.7%。在此前，2016 年至 2019 年国防预算增长率均在 5%（含）以上。并且在这两年，中国国防支出占 GDP 比例均不高，2021 年的国防预算支出仅占 GDP 的 1.74%，2020 的占比是 1.8%。

图 20: 我国历年国防预算支出

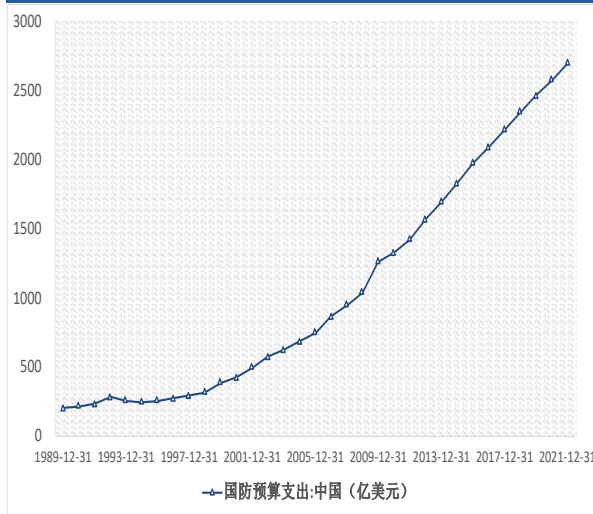
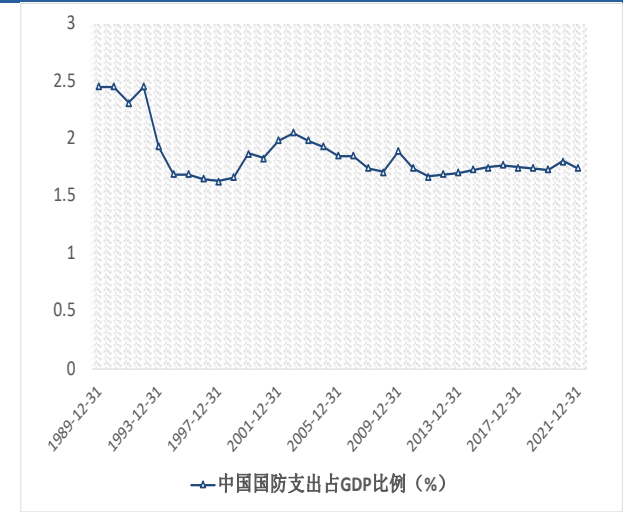


图 21: 我国历年国防支出占 GDP 比例变化



资料来源: 同花顺 iFinD, 长城证券研究院

4.2 十四五规划推动军工行业发展, 市场迎来扩容

《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》(简称“十四五”规划), 纲要共分为 19 篇, 第十六篇便是“加快国防和军队现代化实现富国和强军相统一”, 该篇包括第五十六章和第五十七章两章, 分别是提高国防和军队现代化质量效益和促进国防实力和经济实力同步提升。其中包括了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和促进军事建设布局与区域经济发展布局有机结合, 更好服务国家安全发展战略需要。深化军民科技协同创新, 加强海洋、空天、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。

从 2021 年 11 月 3 日发布的十四五个五年规划和 2035 年远景目标纲要可以看出, 军工发展的机遇来了, 将迎来一个发展的好时期。为了实现深化国防和军队的改革, 促进军事理论、军事人员和军事武器装备现代化, 以及促进国防实力和经济实力将是众多军工企业的发展目标, 国家将持续支持国防建设的投入, 从而进一步推动对于武器装备的需求增长。这将有助于包括捷强装备在内的军工企业的未来发展。

“十四五”规划以来, 捷强装备公司也受到了影响。由于公司产品的销售受到军方采购需求的限制, 如军方采购计划发生变化, 公司的产品销售将受到较大影响, 特别是位于“十四五规划”开局之年, 存在部分订单延迟落实的情形, 导致公司的营业收入下滑。针对上述风险, 公司一方面积极参与军方投标项目, 拓展军品业务。另一方面, 公司向军转民方向进行业务开发, 以在军工产品研发生产中积累的相关技术和产品, 拓展在公共安全与应急救援等民用领域的应用市场, 从而避免过多受到军用订单的掣肘。

但是, 宏观上“十四五”规划扩大了公司目标客户群体的需求规模, 尤其是核生化方面, 增长的幅度会比较大。在“十四五”之后, 国家对整个核生化安全综合防护体系的重视和布局越来越多了, 比如说环保就有应急局, 卫健委有疾控中心, 军事科学院就有武警, 或者是海关, 各方面对整个应用的场景在“十四五”之后就有特别多的应用场景, 广泛的应用场景的出现, 也是因为总的市场容量在增加。

4.3 重视核生化安全行业，安全装备需求扩大

21 世纪全球面临的核生化威胁呈多样化趋势，既有传统威胁，如核生化战事、核生化威慑，也有非传统威胁，如核生化扩散、核生化恐怖、次生核生化灾害、核生化工业事故、生物疫病等。传统核生化安全威胁进一步加剧，各种挑战包括战争的发生无处不在。俄乌战争的爆发，也证明了战争的挑战依然无时不在。在未来的战争中，我们面对的传统生化威胁可能不但不会弱化，还可能加大。由化生设施产生的次生核生化危害也会不断增强。非传统安全领域中出现的新威胁，例如核生化恐怖、核生化事故以及类似核生化危害等，也已成为国家安全战略中不容忽视的重大问题。

核生化威胁是常规军备威胁以外对传统安全环境构成的最重要的威胁力量。核生化安全是为避免或减轻核武器、生物武器和化学武器等袭击威胁而造成的伤害所采取的防护措施。随着国防领域中核生化安全的重要性不断提升，再加上我军全面加强实兵实战化演练，进一步促进了武器装备消耗，以及升级换代的需求，对核生化安全装备的需求进一步扩大。

2022 年 2 月 14 日，国务院印发的《“十四五”国家应急体系规划》指出，到 2025 年，应急管理体系和能力现代化建设取得重大进展，形成统一指挥、专常兼备、反应灵敏、上下联动的中国特色应急管理体制，建成统一领导、权责一致、权威高效的国家应急能力体系，防范化解重大安全风险体制机制不断健全，应急救援力量建设全面加强。到 2035 年，建立与基本实现现代化相适应的中国特色大国应急体系，全面实现依法应急、科学应急、智慧应急，形成共建共治共享的应急管理新格局。2022 年 4 月 26 日颁布的《“十四五”应急管理标准化发展计划》中提到要加强核生化等专业救援力量的建设。到 2025 年，应急管理标准供给更加充分，标准化管理机制更加完善，安全生产、消防救援、减灾救灾与综合性应急管理领域的强制性标准覆盖范围进一步得到扩展。伴随政策导向及核生化安全需求的升级，消防、武警、社会应急救援组织等均存在配备核生化安全设备的需求，将推动核生化安全行业市场空间进一步提升。

国内相关军工行业存在较高的进入壁垒，新竞争者加入存在较大困难，传统企业相比较后来者具备一定的先发竞争优势。核生化安全行业的企业也具备这样的特点，伴随着数十年的发展，装备研制总体单位从军方专业研究机构到军工企业，核生化安全装备军品核心企业较少，主要集中于规模较小的地方军工企业。传统的核生化安全装备制造企业在军工意识、工程化设计、装备制造、专业人才、技术工人、试验条件等方面都有了一定的积累和相应的经验。公司是核生化安全装备制造的高新技术企业，一直以来深耕核生化安全行业，通过多年建设，公司已建立了核生化安全领域“侦、防、消”等各专业方向的完整技术体系，拥有相应的军工资质，相对其他同行业公司，公司在军用核生化安全行业拥有一定的先发优势、研发创新优势和人才优势。但是近年来，核生化安全保障装备的研制任务开始交付地方企业为主承担，一些企业为了获得比较优势，加大了人力、物力、财力的投入，加速提升自身核心竞争力。随着装备采购制度的深入，装备竞争性采购成为常态，军队采购体制逐步放宽参与竞标企业的准入条件，在资质资格、同类业绩等方面降低了门槛甚至取消了要求，这在客观上为企业跨界竞争创造了条件、提供了机遇。核生化安全行业壁垒的降低或将增大公司的市场竞争压力，但采购的增加、市场需求的增长也给公司提供了快速发展的机遇。

除了核生化安全装备外，捷强装备布局了生物安全保障装备相关产业。国家生物安全保障领域涉及国家安全，涉及核心能力，相关信息国际敏感度高、涉密程度高、专业性强。由于生物安全涉及的通常是具传染性的烈性病原微生物、高毒性生物毒素，种类繁多，

对开展研究的资质许可、试验设施、人员的专业素养和心理素质都有严格的标准和要求。目前，国内还没有以生物安全保障装备为主业的军工集团或地方军工企业，该领域是军工企业布局的真空地带。民营企业由于硬件的限制，从业人员的稀缺，只是非常有限地参与部分生物安全保障装备的业务，专业化的公司极少，使得该领域有较大的竞争空间。

5. 产业链已扩宽，未来需求预期扩张

目前，公司主要从事核生化安全装备及核心部件的研发、生产、销售和技术服务。公司始终聚焦于军事需求、公共安全、医疗健康等核生化安全领域，覆盖核生化安全领域“侦察、防护、洗消”等主要环节的研发、生产、销售、维修、退役销毁和支援保障体系，为军队提供先进的核生化安全装备和全寿命管理服务，为社会提供核生化安全整体解决方案和专业化设备及服务。公司产品应用于军队、环保、卫健委(疾控、卫监)、医疗、安监、海关、核工业上下游系统、科研院所等领域，并在军方装备、核应急救援、执法监测、民生计量、核技术利用、部队后勤保障等应用场景均有广泛使用。

关于公司产品的未来需求方面。首先，核检测方面，即使不包括卡迪诺，未来公司核检测业务的规模预计扩大，2022年较2021年会有所增速。从往年整个业务规模来看，核检测的占比约为20%。据公司2022年半年报，2022年上半年公司核检测业务收入占总业务的46.68%，与去年相比有较大的提升。如果卡迪诺一旦并购成功，在包括卡迪诺的情况下，核检测的比例会进一步提升。2022年5月12日，公司以发行股份及支付现金购买卡迪诺科技100%股权，是公司加强核辐射监测领域战略布局的关键一步。卡迪诺主要的产品主要是核检测与辐射，核检测与核监测设备，以及核防护材料。卡迪诺在核辐射和监测市场领域优势明显，产品系列丰富，应用面非常广。目前，公司及有关各方正在积极推进本次交易的相关工作。预计本次交易的顺利推进有利于公司核生化安全装备、核辐射检测和监测设备相关领域的业务拓展，更好地促进公司在核生化安全装备领域的发展，有利于公司快速提高市场占有率，是公司构建“平战一体的核生化安全全产业链”布局的整体战略的需要，落实国家战略，满足国防及军队现代化建设需求。由此可见，捷强装备收购了卡迪诺这家以核检测产品为主营业务的公司后，未来核检测方面的业务将会迎来一个新的局面。

其次，生物检测方面，国际生物安全形势正从温和可控状态转向相对严峻，生物安全受到各国高度关注。北京弘进久安生物科技有限公司几乎是唯一能做到完整的全系列的生物检测的公司。捷强装备正是出于生物检测方面业务布局的考虑在2021年1月并购了北京弘进久安。该控股子公司的核心发展方向为精准检测筑牢国家生物安全防线，专注于生物安全检测领域。弘进久安在技术研发和产品开发方面拥有优势，整合了国内的优势技术资源，拥有自己的实验室，能做到自主研发，并将实验室技术转化为生产。另外，公司2月份的生物检测车和检验车已经中标，还有一些上装其他项目的中标也十分明确了，生物检测的订单有所保障。截止2022年H1，生物检验车项目已按照军方流程和安排执行相关工作。此外，弘进久安生产的便携式生物检测箱在2022年北京冬奥会场馆特殊安保生物危险因子现场快检中得到应用。便携式生物检测箱用于生物威胁物的现场快速检测并兼具现场样品制备、生物类样品筛查功能，可车载也可单人携带执行生物威胁物快速检测任务，能及时对生物袭击及突发事件中的典型生物威胁进行准确快速排查，为采取有效的应对措施争取时间，该产品应用领域涵盖军工、公安、消防、海关、民防等多个部门。生物检测的毛利率，特别是上装设备的生物检测毛利率非常高。综合考虑这些因素，生物检测方面的业务和去年相比可能会有一个比较大的增幅，整个生物检测的业务也是非常大的增长。

最后，根据公司的业务布局安排，洗消方面的业务增长相较于其他业务不会那么明显，依然保持原来的占比，但也有可能更少，占比可能在20%左右。2022年上半年，公司核生化洗消装备之核心配套产品，即液压动力系统业务收入在总营收中占比仅5.40%。公司的液压动力系统及其他核生化安全装备业务2022年上半年实现营收622.66万元，与2021

年上半年的 3,514.6 万元营收有大幅的下滑。虽然公司洗消装备核心部件配套液压动力系统及其他核生化安全装备因主要产品的交付时间在下半年，但是预计 2022 年公司洗消方面的业务相比去年可能会有一定下滑，预计营收占比在 20% 左右。然而，对于技术服务方面，公司这方面的业务会有非常大的增长，主要因为整个消费预计可能会有比较大的增长，并且技术服务的业务占比较去年并不会减少。而核生化防护方面，原来主要集中在小的地方军工企业生产，民企参与较少，业务方向单一，但近几年更多企业可以参与这项业务，对于核生化防护的企业来说是一个利好消息。核生化防护业务进入门槛的下调也预示着未来潜在市场需求的上升，这对于公司来说是一个非常好的发展机遇。

6. 积极开展资本运作，助力公司未来发展

在公司的资本运作活动中，公司先后收购了三家公司，2021年1月，以3500万元收购购买了北京三安新特生物科技有限公司51%的股权，北京三安新特后更名为北京弘进久安生物科技有限公司。同年9月，公司又以17,460万元收购了上海仁机仪器仪表有限公司63%的股权。于2021年12月29日，公司以700万元再次收购了杭州嘉富泽枢股权投资合伙企业(有限合伙)35%的合伙份额。2022年5月12日，公司发布公告，通过了拟收购卡迪诺科技公司的预案，拟收购卡迪诺科技(北京)有限公司100%股权；公司于8月1日以748.04万元的价格将持有的四川瑞莱斯精密机械有限公司35%的股权转让给杭州捷来。此外，公司积极扩展对外投资，寻求新的盈利增长点。2022年5月，公司向参股子公司久强智能增资500万元；公司2022年9月2日，公司控股子公司上海仁机仪器仪表有限公司以股权受让及增资扩股方式，累计3,997.16万元，收购了上海怡星机电设备有限公司51%股权。公司增加对外投资有利于开辟新的产品市场，提高资金使用效率。

表 5: 资本运作明细

交易类别	事项类别	交易金额(万元)	是否关联交易	交易标的
2022-09-02	收购购买	3,997.16	否	上海怡星机电设备有限公司51%股权
2022-08-01	资产出售	748.04	是	四川瑞莱斯精密机械有限公司35.00%股权
2022-05-12	收购购买	0.00	是	卡迪诺科技(北京)有限公司100%股权
2021-12-29	收购购买	700.00	否	杭州嘉富泽枢股权投资合伙企业(有限合伙)35%合伙份额
2021-09-08	收购购买	17,460.00	否	上海仁机仪器仪表有限公司63%股权
2021-01-25	收购购买	3,500.00	否	北京三安新特生物科技有限公司51%股权
2018-04-26	收购购买	2,120.00	否	天津市北辰区-天津高端装备制造产业园内土地使用权
2017-08-16	资产出售	62.50	否	北京捷强戎创科技有限公司62.50%的股权

资料来源：同花顺iFinD，长城证券研究院

6.1 拟收购卡迪诺科技公司，丰富产品系列

拟收购卡迪诺科技公司，进一步丰富产品系列，完善产业结构

2022年5月12日，公司发布公告，拟收购卡迪诺科技公司（以下简称“卡迪诺科技”），此次交易涉及发行股份及支付现金购买资产，预计构成重大资产重组。卡迪诺科技公司创立于2012年，是一家从事核辐射测量仪器的研发、生产、销售及售后服务、技术推广，核辐射测量仪器维护及维修的民营企业。公司主营业务为核辐射检测与监测设备以及核辐射防护的技术研究、设计开发、生产和销售，下游客户涵盖军方、核工业、环境保护、国土安全、科研院校、工矿等众多领域。公司主要产品包括各类电离辐射产品及应用，此外亦有少量拉曼谱仪产品应用、维修维保服务等其他产品及服务，具体如下：电离辐射产品：电离辐射产品包括实验室测量设备、便携式仪表、在线监测设备、核防护用品及医学设备。其他产品及服务：主要包括拉曼检测仪产品及应用、维修维保服务等。

卡迪诺科技公司具备技术创新、产品开发和生产的优势

卡迪诺科技是国家级高新技术企业，是国内核辐射监测/检测设备研发生产的主要制造商之一，其在技术、人员、产品生产和资质等方面具有以下独特的优势：

技术方面，卡迪诺科技的研发技术团队，拥有多领域的研发能力，具备硬件、结构、软件、算法、建模等方面专业技术能力，以及核辐射监测/检测设备、防护产品及车辆装备的总体设计开发能力。研发投入力度大，长期与科研院所合作，目前已经拥有23项专利，其中发明专利3项，实用新型专利19项，外观设计专利1项。并且公司拥有先进完整的科研生产场所，例如大型厂房和科研实验楼。

人员方面，截至 2022 年 4 月 30 日，卡迪诺科技共有近 40 位专业从事核生化装备产品研究的技术人员及外聘顾问，其中高级工程师 9 人，享受国务院政府特殊津贴 2 人，技术、研发人员占比较高。

产品方面，卡迪诺科技的多项核心产品在行业内具有领先优势，提供核辐射测量设备技术研发、项目软硬件供应、技术服务为一体的服务。卡迪诺科技以全面高水平的测量技术、快速的产品开发能力、专业化的工业设计、高集成小型化多功能的产品设计、全流程生产能力为基础，从而使得其可以在保持其丰富的全品类产品线的同时，也可以针对用户的各自需求，例如下游军方，核工业和国土安全等众多客户，提供符合其行业特殊要求的自主研发设计、开发和定型投产及监测，从而符合客户个性化测量。卡迪诺科技高度重视质量管理体系的建立，并把产品的研发和生产全过程纳入全面的质量管理体系中，管理科学规范，产品质量稳定可靠，广泛应用于多种下游工作场景。

资质和客户优势方面，对于军工业来说，其资质和审查要求非常严格，这对试图进入本领域的潜在竞争者构成较高门槛。而卡迪诺科技军品资质齐全完备，经过企业产品性能、技术水平、研发能力、内控管理等一系列的综合评估后，卡迪诺科技已获得开展相关军品业务的完备资质。较高的行业进入壁垒使得卡迪诺科技有一定的行业优势。卡迪诺科技在国内相关军品市场竞争优势也较为突出，主要产品在军方得到不同应用，在与军方的长期合作中培育了良好的品牌效应。综上所述，卡迪诺科技公司在核辐射检测与监测设备行业内具有较强的核心竞争力。

拟收购卡迪诺科技是加强核辐射监测领域战略布局的关键一步

此次捷强装备拟收购卡迪诺科技，将在多方面助力捷强装备的未来发展。首先，卡迪诺科技产品系列丰富，收购卡迪诺科技将完善捷强装备的产品序列，补强其细分领域，以完善产业结构，实现核生化安全装备产业布局。其次，卡迪诺科技的下游客户涵盖军方、核工业和环境保护等众多领域，有助于捷强装备拓展民品市场，改善其过去相对单一的目标市场结构。并且，卡迪诺科技的研发和生产能力，能提高捷强装备的技术和产品核心竞争力。总而言之，拟收购卡迪诺科技是捷强装备加强核辐射监测领域战略布局的关键步骤，符合捷强装备实现核生化安全装备“侦察、防护、洗消”全面覆盖的战略目标规划，促进公司在核生化安全装备领域的发展，有利于公司快速提高市场占有率，是公司构建“平战一体的核生化安全全产业链”布局的整体战略的需要，并有望成为接下来新的利润增长点。

卡迪诺科技在 2020 年和 2021 年分别实现营业收入 2.83 亿元和 2.92 亿元。2020 年和 2021 年的卡迪诺科技净利润分别是 2,018 万元和 6,556 万元。卡迪诺在 2021 年的净利润有明显提升，同比+224.88%。两年间，卡迪诺科技经营情况良好，收入较为稳定，净利润增长明显，自然收购了卡迪诺科技之后的捷强装备不仅在产品结构、技术和销售渠道等多方面会得到资源优化，未来的盈利能力也会有明显提升，所以此次资本活动会是捷强装备的未来盈利预估明显增长的主要解释因素之一。

表 6: 卡迪诺科技公司主要财务数据

单位: 万元

项目	2021年12月31日	2020年12月31日
资产总额	44,976.75	41,946.69
负债总额	33,416.26	37,770.33
所有者权益	11,560.49	4,176.36
项目	2021年度	2020年度
营业收入	29,158.26	28,333.31
净利润	6,555.71	2,018.03

资料来源: 同花顺 iFinD 公司公告, 长城证券研究院

7. 盈利预测与估值水平

7.1 不考虑重大资产重组, 捷强装备盈利预测及估值比较

若不考虑重大资产重组, 预计捷强装备 2022 年的营业收入为 2.48 亿元, 净利润为 0.40 亿元, EPS 为 0.40 元, PE 为 92 倍。捷强装备未来发展的有利因素包含以下多个方面:

首先, 宏观政策上, 国防预算持续稳定增长和“十四五”规划持续进行, 国家致力于加强国防和军队现代化建设, 努力实现富国和强军相统一。这些将有利于军工行业整体的稳健发展和相关需求的整体扩容。

其次, 在行业层面上, 随着核生化安全威胁的加剧和核生化安全行业的重视加强, 对于核生化安全装备的需求自然会扩张。核生化武器的存在和发展对国家传统安全环境和非传统安全环境均构成了直接的、现实的威胁, 是国家安全的重大隐患, 也是核生化安全保障装备建设旺盛需求的核心驱动要素。国内相关军工行业存在较高的进入壁垒, 新竞争者加入存在较大困难。核生化安全领域的技术指标及质量的要求较高, 市场准入和专业壁垒明显。捷强装备具备军工资质, 技术成熟, 具备行业准入的先天优势。

最后, 在公司层面上, 捷强装备是核生化安全装备制造的高新技术企业, 多年深耕核生化安全行业, 已经具备“侦、防、消”等各专业方向的完整技术体系, 再加上今年以来公司积极的展开资本活动, 达到了进一步完善产业布局、丰富产品系列和拓展市场渠道的战略目标。公司 2021 年的产业布局, 收购了多家公司, 其中上海仁机立足于自主创新, 专注于环境与核辐射监测、核辐射防护等领域的高科技智能产品研究与应用, 其在核辐射测量设备的研制方面具备较强的优势; 弘进久安从检测项目的抗原、抗体等核心原材料着手, 突破国外进口依赖, 产品基本实现对目化生战剂检测种类的全覆盖, 处于国内同行领先地位。2022 年 5 月, 捷强装备通过了拟收购卡迪诺科技公司的预案, 其经营情况良好, 收入较为稳定, 净利润增长明显, 在技术、产品系列和销售渠道等方面均可以优化捷强装备的未来发展。2022 年 9 月, 捷强装备控股子公司上海仁机仪器仪表有限公司增资收购了上海怡星机电设备有限公司 51% 股权。公司积极增加对外投资有利于开辟新的产品市场, 提高资金使用效率。

总而言之，2021 年和 2022 年捷强装备在核心技术、研发创新、产品、人才团队、产业结构和市场渠道等方面的核心竞争优势得到了进一步的优化，未来几年公司的营收来源会更加多元化。

我们选取捷强装备的可比公司如下：

天秦装备：秦皇岛天秦装备制造股份有限公司主要从事高性能工程塑料及其制品、树脂基复合材料及其制品的设计、开发、生产与销售；主要产品包括专用防护装置和装备零部件。

内蒙一机：内蒙古第一机械集团股份有限公司主要从事轮履装甲车辆、火炮系列军品装备、铁路车辆、车辆零部件的研发、制造、销售及资产经营等业务。军品业务方面，公司作为国家唯一的集主战坦克系列和中重型轮式装甲车系列为一体的装备研制生产基地，主要研制生产履带、轮式、火炮等系列产品。铁路车辆可生产敞车、罐车、平车、棚车、漏斗车、专用车 6 大系列 40 多个型号，覆盖 60 吨级直至 100 吨级的整车产品。

华强科技：湖北华强科技股份有限公司主营业务是国内专业的防化军工企业，以特种防护领域为主，主要生产个体防护装备、集体防护装备，以提升我国各军兵种在核生化威胁条件下的生存和作战能力；同时依托技术优势，积极开拓医药包装、医疗器械等民品市场。

表 7：捷强装备可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值(亿 元)	净利润(百万元)				P/E(倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300922.SZ	天秦装备	15.20	23.84	80.7	66.7	79.1	99.5	32	39	33	26
600967.SH	内蒙一机	8.27	140.9	750.1	878.1	1025.8	1176.6	19	17	14	12
688151.SH	华强科技	21.04	72.48	320.2	198.6	231.1	283.0	22	36	31	25
	均值							24	31	26	21
300875.SZ	捷强装备	38.12	38.06	31.0	39.5	52.9	74.3	94	92	69	59

资料来源：同花顺 iFinD 盈利预测综合值，长城证券研究院

*收盘价参考 2022-10-17

7.2 假设重大资产重组完成，捷强装备盈利预测

2022 年 5 月，捷强装备通过了收购卡迪诺科技公司的预案，该公司经营情况良好，收入较为稳定，净利润增长明显，在技术、产品系列和销售渠道等方面均可以优化捷强装备的未来发展。成功完成收购卡迪诺的工作之后，捷强装备的营业收入和净利润会相较于未收购之前会有非常大的提升。目前此次交易标的的审计、评估工作、预估值及拟定价尚未公布。

本次交易业绩承诺期为 2022 年度、2023 年度及 2024 年度，如本次交易未能在 2022 年 12 月 31 日（含当日）前完成标的资产交割的，则业绩承诺期相应顺延至 2023 年度、2024 年度及 2025 年度。

交易完成后，一方面，公司与卡迪诺科技将通过研发、专利、产品、市场、管理等方面实施有效协同，开展协同研发与创新，持续完善产业布局并扩展优势产品组合，实现优势互补，以进一步提升综合实力、提升市场占有率；另一方面，上市公司可通过整合核

辐射检测与监测设备、核辐射防护等产品线和研发能力，大幅提升核生化安全侦察装备的市场占有率，加强核心竞争力，提高抗风险能力，以更好的业绩和盈利回报股东。交易完成后，公司资产规模、业绩规模均会增加，有利于增强公司持续经营能力与抗风险能力，增强上市公司盈利能力。若公司在 2023 年顺利完成收购卡迪诺，则预计公司 2023 年至 2024 年归母净利润分别为 0.72 亿元和 0.95 亿元。

表 8: 考虑重组情况下的盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	268	198	248	359	510
(+/-%)	9.6%	-26.2%	25.0%	45.0%	42.0%
归母净利润（百万元）	100	31	44	72	95
(+/-%)	5.2%	-69.0%	43.0%	61.6%	33.1%
摊薄 EPS（元/股）	1.56	0.39	0.44	0.72	0.79
PE	23	94	82	51	46

资料来源：长城证券研究院，注：为考虑重组情况下的盈利预测

7.3 投资建议

预计十四五期间国防预算和军工行业发展均有提高，对核生化安全行业的加强重视也将提高对核生化安全装备的需求，未来公司各大业务的市场需求广阔。公司作为行业内领军企业，技术储备丰厚，近两年产业布局逐步完善，产品系列丰富，生产力所需场所逐步建成。综合而言，公司各方面的核心竞争力得到加强，未来盈利能力有望明显提升，因此首次上调给予“买入”评级。若不考虑成功收购卡迪诺的影响，预计公司 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 0.40 亿元、0.53 亿元、0.74 亿元；EPS 分别为 0.40 元、0.53 元、0.62 元；PE 分别为 92 倍、69 倍、59 倍。若公司在 2023 年顺利完成收购卡迪诺，则公司 2023 年至 2024 年归母净利润分别为 0.72 亿元和 0.95 亿元。

7.4 风险提示

■ 未能完成收购卡迪诺科技的风险

公司收购卡迪诺科技公司预计构成重大资产重组，若 2022 年顺利完成收购卡迪诺，则会对公司盈利能力有较大的提升。截至 9 月 14 日公司最新的相关公告，此次交易标的资产的审计、评估等工作尚未完成，预估值及拟定价尚未确定；交易涉及与相关股东沟通、相关监管机构报批等工作，存在审计、评估工作不能如期完成的风险；此外，由于股票市场价格波动、军工行业特有风险、投资者预期等影响，募集配套资金能否顺利实施存在不确定性。

■ 核工业领域产业政策变化的风险:

核工业涉及国家能源开发利用、高科技发展、军事现代化以及国家竞争力等多个方面，核工业的发展依托于政策布局、政府由上至下推动以及政企合作等共同合力。但是，一方面，由于核工业领域的智能化、数字化处于起步阶段，部分领域涉密或公开数据较少，因此难以获取相对准确的市场容量数据，可能对投资者判断公司投资价值造成不利影响。另一方面，未来如果核工业领域的产业政策发生重大不利变化，或者核工业领域在国家战略布局中的地位大幅降低，或者下游装备市场投资规模出现停滞或萎缩，将对公司相应业务的盈利能力以及成长性带来不利影响。

■ 技术更新迭代、研发不及预期的风险:

从研发过程来看，我国的军品研发有着严格的试验、检验要求，一般需要经过立项论证阶段、方案设计阶段、样机研制阶段、鉴定定型阶段等步骤，从立项研制到设计定型的时间跨度存在不确定性。公司预研新产品存在一定风险，如果某些新产品的研发周期过长，或者预研的新产品未获得军方立项和定型，则可能会对公司的财务状况及整体盈利能力造成不利影响。从市场角度来看，如果未来公司的技术开发和产品升级不能及时跟上市场需求的变化，则会对生产经营和核心竞争力造成负面影响。

■ 技术人才流失风险:

行业技术人才的培养周期相对较长、成本较高。伴随着智能装备领域技术的不断更新和市场竞争的不断加剧，行业内企业对优秀技术人员的需求也日益强烈，公司存在核心技术人员流失的风险。

■ 市场竞争加剧的风险:

行业未来发展空间较大，更多潜在竞争对手可能进入该市场使得竞争加剧。近期，军队采购体制逐步放宽参与竞标企业的准入条件，在资质资格、同类业绩等方面降低了门槛甚至取消了要求，这一宽松政策可能会增加行业内各企业的竞争压力。若公司不能持续研发形成领先的技术和产品储备，则公司存在竞争优势地位受到其他竞争对手赶超的可能性。

■ 统计误差、预测参数、假设等不及预期风险:

文中涉及多种假设和参数，部分统计数据存在一定的遗漏风险，各类预测参数不及预期的风险。

■ 成本费用增加的风险:

公司核生化安全产业基地和军品两用制造中心项目新增的固定资产、无形资产折旧摊销费用将会对公司的盈利产生一定的压力。如果未来市场环境发生重大不利变化，公司收入、利润不能持续增长或增长速度放缓，同时公司固定投资项目在建设期满后产生的效益不及预期，则公司存在因为固定资产折旧和无形资产摊销增加而导致利润下滑的风险。

■ 业务经营季节性波动风险:

2022年上半年报告期内，公司主要产品为核辐射监测设备、生物检测设备、应用于各通用型号装备军用核生化洗消装备的液压动力系统及其他核生化安全装备及配件等，下游客户主要为部队、政府部门和大型企事业单位等，该类用户大多执行较为严格的财务预算和支出管理制度，通常在年初确定项目规划及采购计划，在下半年完成项目招标或项目验收相关工作，尤其军方单位的军品采购通常采用预算管理制度和集中采购制度，一般年初正式下达采购订单，订单交付相对集中于下半年，而且存在订单金额较大、执行周期较长、交货时间分布不均衡等特点，导致公司每年的上半年销售收入相对较少，收入实现主要集中在下半年，整体收入情况呈现一定的季节性特征，所以公司存在上半年收入明显较低的季节性波动风险。

7.5 附：盈利预测表（未完成重组）

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	268.48	198.16	247.69	317.05	416.92	成长性					
营业成本	108.44	100.07	144.90	175.65	208.46	营业收入增长	9.56%	-26.19%	25.00%	28.00%	31.50%
销售费用	4.34	9.78	6.44	9.67	14.72	营业成本增长	2.41%	-7.71%	44.79%	21.22%	18.68%
管理费用	20.74	37.99	26.55	39.75	58.97	营业利润增长	4.29%	-70.15%	48.88%	31.08%	34.62%
研发费用	28.16	40.41	32.74	46.61	67.15	利润总额增长	2.88%	-71.04%	53.75%	28.92%	34.80%
财务费用	-6.57	-8.91	-5.90	-9.86	-13.88	归母净利润增长	5.21%	-69.03%	27.60%	33.74%	40.43%
其他收益	9.27	7.79	8.53	8.16	8.34	盈利能力					
投资净收益	0.35	19.13	9.74	14.43	12.08	毛利率	59.61%	49.50%	41.50%	44.60%	50.00%
营业利润	112.60	33.61	50.05	65.60	88.31	销售净利率	41.94%	16.96%	20.20%	20.69%	21.18%
营业外收支	2.65	-0.24	1.27	0.56	0.87	ROE	7.30%	2.72%	3.34%	4.29%	5.75%
利润总额	115.24	33.38	51.32	66.16	89.18	ROIC	38.31%	6.07%	7.78%	10.63%	16.19%
所得税	15.68	-4.92	2.45	0.81	-2.60	营运效率					
少数股东损益	-0.52	7.30	9.31	12.46	17.49	销售费用/营业收入	1.62%	4.94%	2.60%	3.05%	3.53%
归母净利润	100.08	30.99	39.55	52.90	74.28	管理费用/营业收入	7.73%	19.17%	10.72%	12.54%	14.14%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	10.49%	20.39%	13.22%	14.70%	16.11%
流动资产	1,172.09	1,056.45	1,319.80	1,585.18	1,885.14	财务费用/营业收入	-2.45%	-4.50%	-2.38%	-3.11%	-3.33%
货币资金	488.41	714.50	1,003.71	1,296.64	1,582.73	投资收益/营业利润	0.31%	56.90%	19.46%	22.00%	13.68%
应收票据及应收账款	248.81	166.11	137.63	93.99	93.16	所得税/利润总额	13.60%	-14.73%	4.78%	1.22%	-2.91%
其他应收款	6.04	7.04	6.54	7.00	7.00	应收账款周转率	1.53	0.96	1.64	2.77	4.50
存货	19.45	48.57	56.08	70.77	79.78	存货周转率	12.31	5.83	4.73	5.00	5.54
非流动资产	286.41	578.40	576.98	618.50	634.25	流动资产周转率	0.37	0.18	0.21	0.22	0.24
固定资产	202.37	204.72	239.29	251.58	268.51	总资产周转率	0.28	0.13	0.14	0.15	0.18
资产总计	1,458.51	1,634.85	1,896.77	2,203.68	2,519.38	偿债能力					
流动负债	89.29	209.80	222.76	264.79	290.13	资产负债率	6.49%	14.03%	22.94%	30.89%	36.69%
短期借款	-	1.60	-	-	-	流动比率	13.13	5.04	5.92	5.99	6.50
应付款项	59.98	167.76	152.09	198.39	219.08	速动比率	12.91	4.80	5.67	5.72	6.22
非流动负债	5.32	19.49	212.41	415.95	634.18	每股指标 (元)					
长期借款	-	-	200.00	400.00	620.00	EPS	1.56	0.39	0.40	0.53	0.62
负债合计	94.61	229.29	435.17	680.74	924.31	每股净资产	13.66	13.74	14.21	12.23	10.87
股东权益	1,363.90	1,405.55	1,461.60	1,522.94	1,595.07	每股经营现金流	-0.55	1.41	0.99	1.18	0.98
股本	76.80	76.80	99.80	120.00	140.00	每股经营现金/EPS	-0.35	3.60	2.50	2.23	1.58
留存收益	1,286.91	1,294.81	1,318.54	1,347.22	1,381.85	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0.18	33.95	43.26	55.72	73.21	PE	23.42	93.67	92.18	68.92	59.01
负债和权益总计	1,458.51	1,634.85	1,896.77	2,203.68	2,519.38	PEG	-1.79	2.77	-4.66	-5.26	1.74
现金流量表	(百万)					PB	2.67	2.66	2.57	2.99	3.36
经营活动现金流	-54.88	140.30	98.94	117.90	97.86	EV/EBITDA	52.54	114.59	44.55	46.57	43.13
其中营运资本减少	-162.50	79.61	52.82	62.48	15.69	EV/SALES	23.01	20.11	11.08	10.69	9.77
投资活动现金流	-732.37	192.65	-19.26	-31.79	-25.52	EV/IC	13.23	7.37	5.30	7.16	8.48
其中资本支出	107.20	239.70	32.87	38.22	35.55	ROIC/WACC	3.74	0.59	0.76	1.04	1.58
融资活动现金流	895.54	-25.50	209.53	206.82	213.75	REP	3.54	12.44	6.98	6.91	5.37
净现金总变化	108.29	307.45	289.21	292.94	286.09						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>