

# C 南湖 (688552)

## 军用雷达总装整体上市第一股,“内需+军贸”双驾马车拉动成长

买入 (首次)

2023年05月20日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

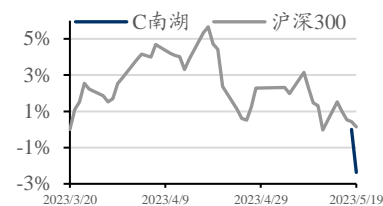
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	953	1,180	1,452	1,776
同比	20%	24%	23%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	157	202	257	326
同比	20%	29%	27%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.46	0.60	0.76	0.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	56.76	44.08	34.68	27.27

关键词: #稀缺资产

### 投资要点

- **深耕防空预警雷达多年,相关产品中标率超50%。**公司数10年来一直深耕于防空预警雷达领域,在低频段抗干扰、反隐身、高机动性等方面积累了丰富的研究成果和生产经验,相关产品在国内处于领先地位,后续将成为公司增长的主要动力。公司产品因技术先进、质量可靠得到军方客户积极认可,2022年29个招标项目中,成功中标15个,客户粘性高,销售渠道稳定,为未来业绩的稳定增长提供有力保障。
- **军贸业务快速增长,第二曲线逐渐凸显。**俄乌战争后军贸市场格局将迎来大洗牌,俄武器战场表现不及预期,其主要客户极有可能寻求新供应商,为中国军贸带来新机遇。其次,得益于稳固的政治关系和外交战略,中国在中东地区影响力逐步增强,相关地区防务产品消耗能力占全球25%,有望成为公司新的业务增长点。
- **无人机、电子战成为局部战争主流手段,十四五加快防空雷达更新换代。**在新型作战体系的推动下,传统的“空军夺取制空权然后陆军清扫”的模式可能将逐渐被无人机攻击取代,部队急需能够及时锁定小型目标的抗干扰型高科技防空预警雷达。公司拥有众多先进抗干扰专利和低空目标识别技术,相关产品实战演练表现优异,在十四五推进部队信息化现代化建设的背景下,升级换装需求将给公司带来更多业绩保障。
- **研发投入占营收比例超14.98%,上市募集9.1亿元项目,聚焦产能与研发效率提升。**公司2022年研发投入占营收比例达到14.98%,远高于行业平均水平。截至2022年底,公司共计拥有118项专利权,已掌握防空预警雷达及配套装备等领域的7类前沿核心技术,将用于新型防空预警雷达及配套装备研发、推动现有雷达产品的改进升级。上市拟募集资金9.1亿元,主要投资于生产智能化改造项目及研发测试基地建设项目。该项目有望进一步提升引进生产线智能化、信息化水平,优化雷达工艺,提高生产效率及产品质量,满足未来业务需求。
- **盈利预测与投资评级:**基于公司在防空预警雷达领域核心地位,我们预计2023-2025年归母净利润为2.02/2.57/3.26亿元,对应PE分别为44/35/27倍,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**1)下游需求放量不及预期2)研发投入成果不及预期3)主要收入来自单一老型号产品风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.39
一年最低/最高价	24.13/28.00
市净率(倍)	7.10
流通A股市值(百万元)	2,020.02
总市值(百万元)	8,899.97

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.72
资产负债率(% ,LF)	48.59
总股本(百万股)	337.25
流通A股(百万股)	76.54

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 防空预警雷达核心供应商，技术实力雄厚</b>	<b>5</b>
1.1. 防空预警雷达领域高新企业	5
1.2. 改制突破，塑造防空预警雷达行业龙头	5
1.3. 专注防空预警雷达，拓展多元产品与领域发展	5
1.4. 航天科工集团控股，国防科技中坚力量	6
1.5. 2022 年归母净利润同增 20%，研发费用占营收达到 15%	6
1.6. 募资投入生产智能化改造及研发测试基地建设	8
<b>2. 国防建设新要求，防空预警已成战略目标</b>	<b>9</b>
2.1. 国防支出预算持续增长，军用雷达市场往千亿规模进发	11
2.2. 公司中标率超 50%，前五大客户销售占比超 97%	11
2.3. 电子信息战盛行，防空预警雷达是国防信息化建设的重要方向之一	15
2.4. 多方助力防空雷达产品需求	17
2.5. 积极研发雷达模拟设备与空管雷达，打造多元化发展格局	18
<b>3. 中小国家防御首选，军贸前景广阔</b>	<b>19</b>
3.1. 防御性武器，中小国家国防建设的不二选择	19
3.2. 俄乌战争后军贸市场迎来洗牌期，中国迎来发展新机遇	20
3.3. 中国军贸明星产品众多，防空系统领域接连取得突破	22
3.4. 政治助推军贸发展，中东地区有望成为新增长点	23
<b>4. 行业与政策双轨并进，防空体系急需更新换代</b>	<b>24</b>
4.1. 军国防信息化建设发力，军费预算高速增长	24
4.2. 空中突袭掌控制空权成为常规手段，战场防空预警需求日益严峻	25
4.3. 防空雷达行业壁垒较高，公司具备独特竞争优势	26
4.4. 我国军贸地位提升，防空雷达市场空间广阔	26
<b>5. 盈利预测与投资评级</b>	<b>26</b>
5.1. 核心假设	26
5.2. 盈利预测	27
5.3. 估值与评级	27
<b>6. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1:	公司历史沿革 .....	5
图 2:	产品主要包括防空预警雷达及配套装备 .....	6
图 3:	公司股权结构 (截至 2023 年 5 月 18 日) .....	6
图 4:	2022 年营收 9.53 亿元, 同比增幅 20% .....	7
图 5:	2022 年归母净利润 1.57 亿元, 同比增幅 20% .....	7
图 6:	毛利率超过 25% .....	7
图 7:	三费率趋于平稳 .....	7
图 8:	收入主要来源为雷达及配套装备、雷达零部件 .....	8
图 9:	主营业务占比高达 99% 以上 .....	8
图 10:	2022 年研发投入占营收达到 15% .....	8
图 11:	雷达工作原理 .....	9
图 12:	雷达发展史 .....	9
图 13:	TH-R313 低空目标指示雷达 .....	10
图 14:	TH-R311 连续波目标指示雷达 .....	10
图 15:	机动式 UHF 反隐身防空警戒雷达 .....	10
图 16:	LD-001—中国造 586 对空警戒雷达 .....	10
图 17:	2023 年国防支出预算高达 15537 亿元 .....	11
图 18:	预计 2025 年军用雷达市场达到 573 亿元 .....	11
图 19:	网络中心作战逻辑结构图 .....	16
图 20:	探测网结构 .....	16
图 21:	以色列“天蝎座”新型电子战系统 .....	16
图 22:	英国“海上电子战项目”(MEWP) .....	16
图 23:	俄柳叶刀无人机打击 S300 防空系统 .....	18
图 24:	中国固定翼无人机「蜂群」系统 .....	18
图 25:	中国产 YLC-6M 防空雷达过于老旧, 在叙利亚和以色列冲突中被摧毁 .....	18
图 26:	美国电子战雷达模拟器 .....	19
图 27:	FK-1000 弹炮合一防空系统 .....	20
图 28:	塞尔维亚接受 FK-3 防空系统导弹发射车 .....	20
图 29:	俄乌战争俄军使用 50 年代的 MT-LB 装甲牵引车 .....	21
图 30:	1988 年美国生产的 DSP 芯片被用于俄军导弹 .....	21
图 31:	S400 防空系统导弹发射车被乌击毁 .....	21
图 32:	苏 35-S 战斗机被乌克兰摧毁 .....	21
图 33:	美国运往乌克兰的子弹和炮弹 .....	22
图 34:	各国对乌克兰承诺的军事援助 (亿元) .....	22
图 35:	巴基斯坦 J-10CE 机队 .....	23
图 36:	摩洛哥为 FD2000B 打造的发射场地 .....	23
图 37:	乌兹别克斯坦列装 FD2000 .....	23
图 38:	中国 - 阿拉伯国家峰会: 习近平提出中阿务实合作“八大共同行动” .....	24
图 39:	阿军无人机锁定 2 辆坦克目标 .....	25
图 40:	阿军无人机成功打击坦克目标 .....	25
图 41:	公司业务拆分 .....	27
图 42:	可比公司估值 (截至 2023/05/18) .....	27

表 1: 公司 IPO 募集资金投资项目情况.....	9
表 2: 公司主要行业竞争对手 .....	11
表 3: 公司前五大客户销售占比连续三年超过 97% .....	12
表 4: 公司主要原材料采购情况 (万元) .....	13
表 5: 公司前五大供应商情况 .....	14
表 6: 电子干扰的主要分类 .....	15
表 7: 公司抗电子干扰相关专利 .....	17
表 8: 2021-2024 年已建设和在规划的机场所需空管雷达市场规模测算 (单位: 万元) .....	19

## 1. 防空预警雷达核心供应商，技术实力雄厚

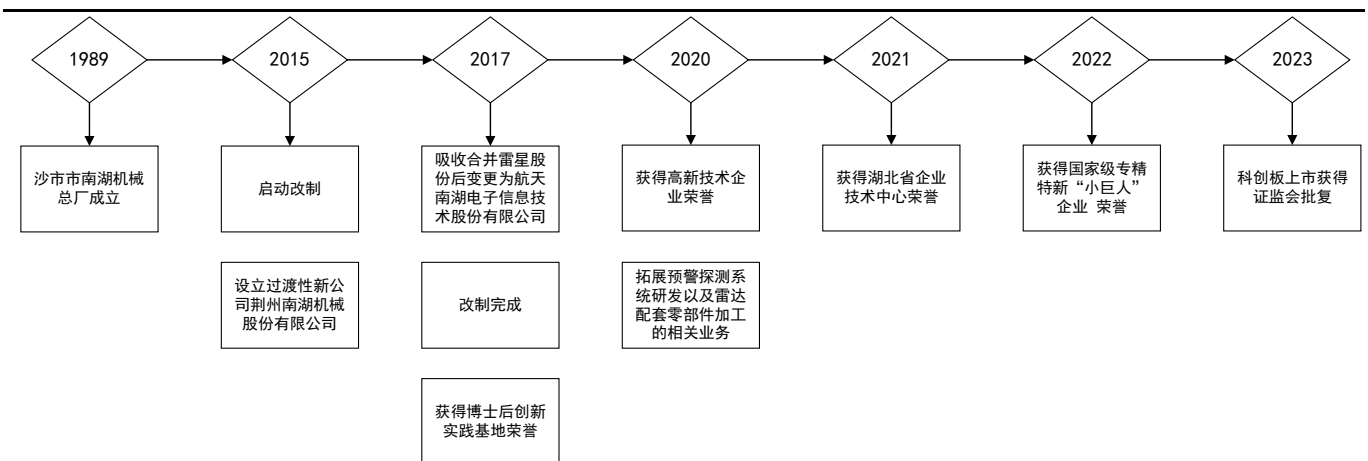
### 1.1. 防空预警雷达领域高新企业

公司是国内领先的防空预警雷达高新技术企业，拥有完整产业链，涵盖研发、采购、生产与销售。凭借先进研究成果和丰富经验，公司已经成为国内防空预警雷达主要生产单位之一，产品在军方广泛应用。同时公司正积极拓展模拟设备和空管雷达等产品，推动实现多元化发展格局。

### 1.2. 改制突破，塑造防空预警雷达行业龙头

公司前身沙市市南湖机械总厂成立于1989年，专注于防空预警雷达的研发与生产。2015年起改制为荆州南湖机械股份有限公司，2017年并入雷星股份，更名为航天南湖电子信息技术股份有限公司，并荣获博士后创新实践基地称号。2020年扩展预警探测系统及相关业务，此后三年获得诸多荣誉，并于2023年4月科创板上市获得证监会批复。公司多款产品技术国内领先，部分产品国际先进，成功中标多型防空预警雷达领域研制项目，未来公司还将积极拓展空管雷达以及民用雷达等领域。

图1：公司历史沿革

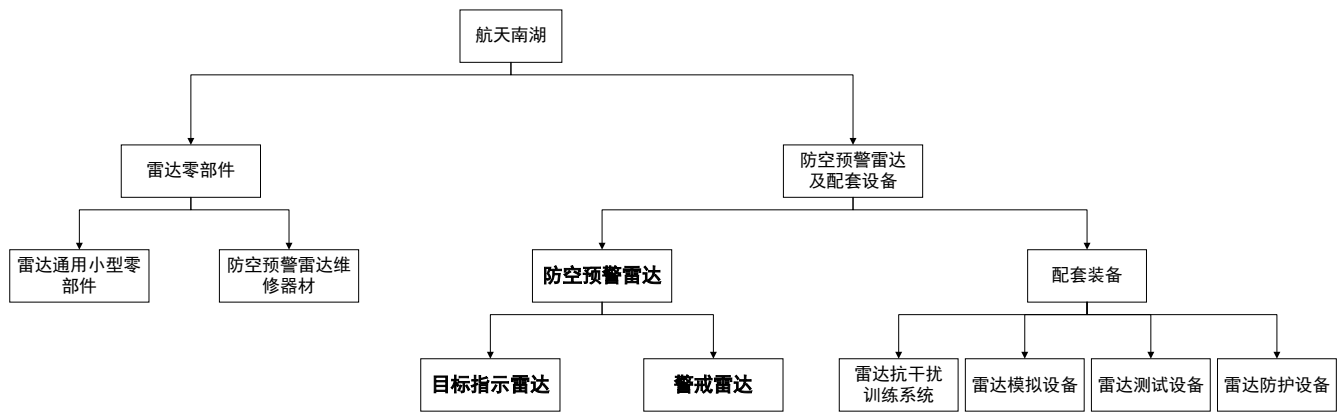


数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

### 1.3. 专注防空预警雷达，拓展多元产品与领域发展

公司致力于防空预警雷达的研发、生产、销售和相关服务，主要产品为防空预警雷达及配套装备。防空预警雷达包括警戒雷达和目标指示雷达等，配套装备包括雷达防护设备、测试设备、模拟设备和抗干扰训练系统等。同时公司还提供雷达零部件，如维修器材和通用小型零部件等。此外，公司也在积极发展防空预警雷达模拟设备、空管雷达等产品。

图2：产品主要包括防空预警雷达以及配套装备

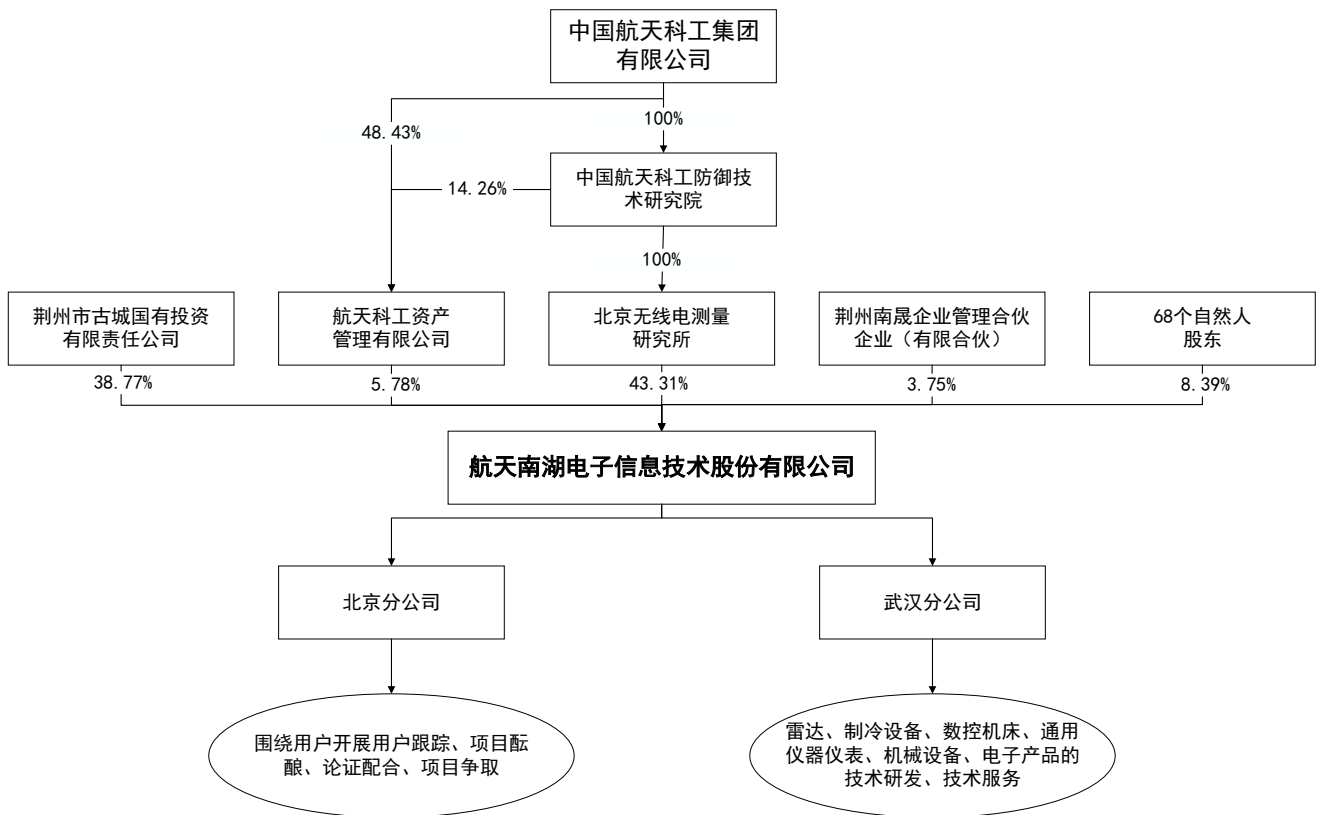


数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

### 1.4. 航天科工集团控股，国防科技中坚力量

公司实际控制人为航天科工集团，其间接控制航天南湖 52.84%的表决权。该集团为我国航天与国防的中坚力量，其通过投资关系控制北京无线电所、航天资产公司，后者与南晟合伙为北京无线电所的一致行动人。公司直接持股的自然人股东均为 2015 年骨干员工持股计划的入股员工，目前并无控股及参股公司，独立性及稳定性较高。

图3：公司股权结构（截至 2023 年 5 月 18 日）



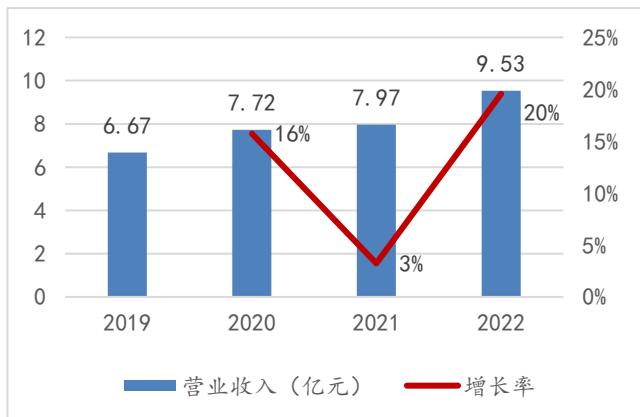
数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

### 1.5. 2022 年归母净利润同增 20%，研发费用占营收达到 15%

2019-2022 年公司营业收入及归母净利润均持续增长，其年均复合增长率分别达到 13%、16%。2022 年公司实现营收 9.53 亿元、归母净利润 1.57 亿元，均较上年增长 20% 左右。

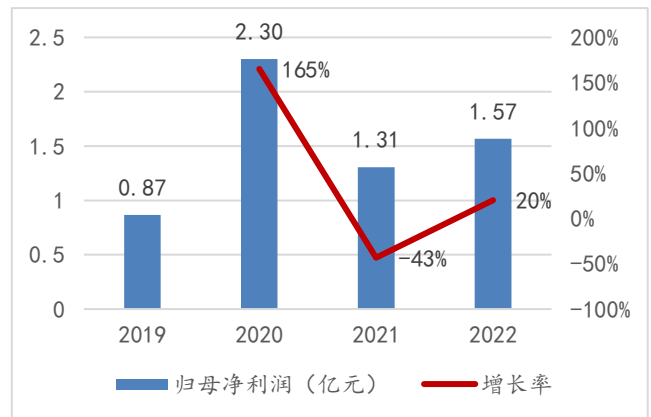
2021 年公司营业收入及归母净利润增长率出现下行波动，其中归母净利润为 1.31 亿元，同比下降 43%，主要系差价影响。剔除差价因素影响后，2021 年主营业务收入同比增长 24%，恢复稳定增长率。

图4：2022 年营收 9.53 亿元，同比增幅 20%



数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

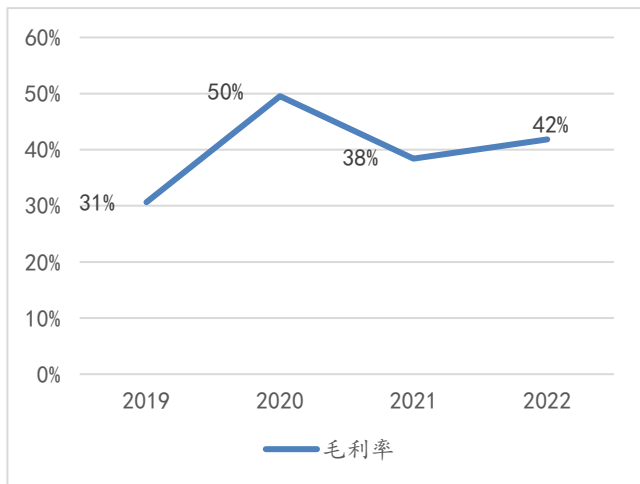
图5：2022 年归母净利润 1.57 亿元，同比增幅 20%



数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

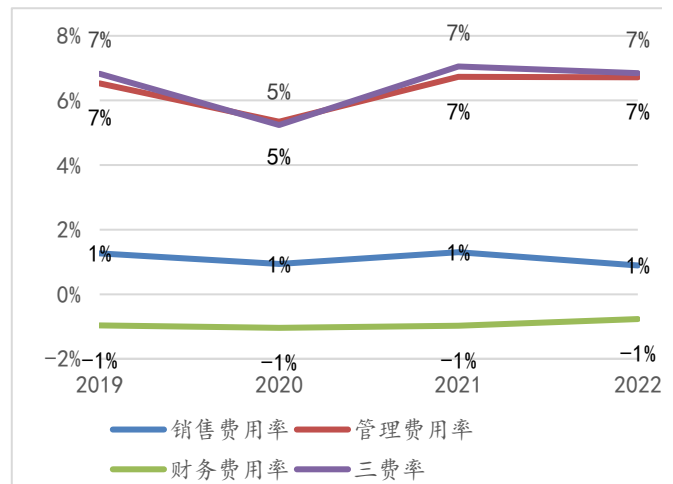
公司整体盈利能力向好,2019 年至 2022 年毛利率均超 30%。期间三费率趋于稳定,2022 年三费率为 6.84%，其中财务费用率持续为负。

图6：毛利率超过 25%



数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

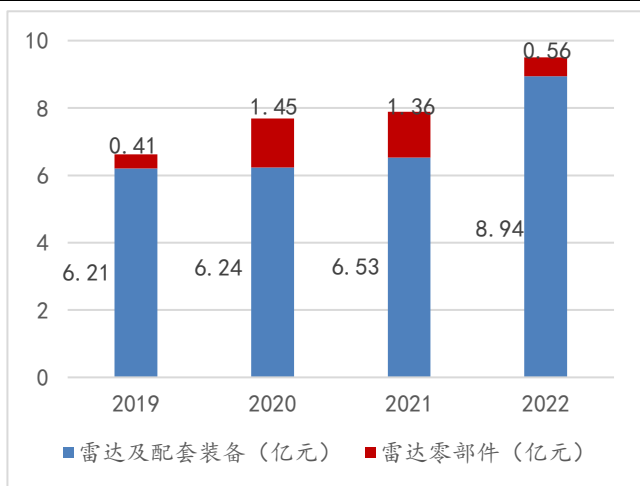
图7：三费率趋于平稳



数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

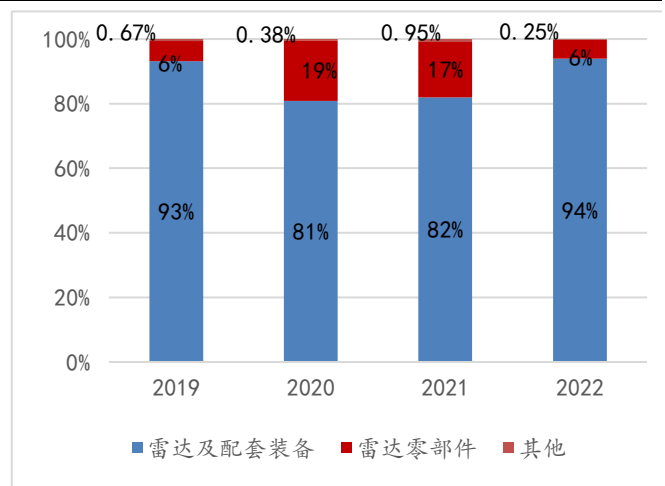
军工雷达领域是公司营业收入主要来源，雷达及配套装备、雷达零部件营收总占比 99% 以上，其中雷达及配套装备占比最高。2019 年至 2022 年，雷达及配套装备和雷达零部件分别实现销售收入 6.21 亿元、6.24 亿元、6.53 亿元和 8.94 亿元，分别占主营业务收入的 93%、81%、82% 和 94%。

图8: 收入主要来源为雷达及配套装备、雷达零部件



数据来源: 航天南湖招股书, 东吴证券研究所

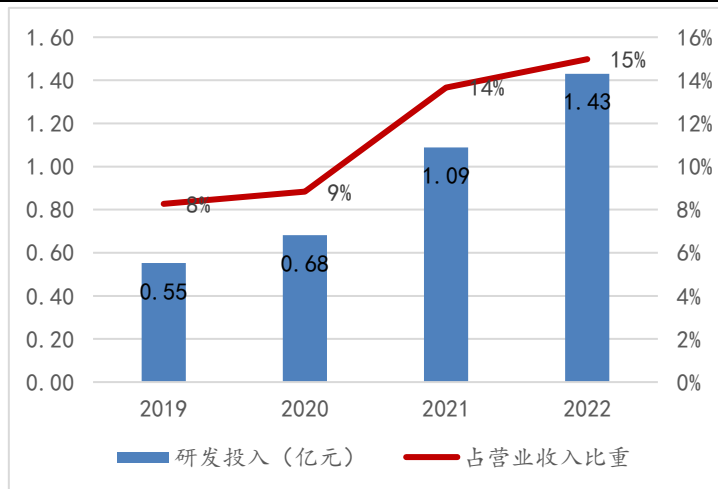
图9: 主营业务占比高达 99%以上



数据来源: 航天南湖招股书, 东吴证券研究所

公司高度重视技术研发, 2022 年研发投入占营收 15%。2019 年至 2022 年, 公司研发投入分别为 0.55 亿元、0.68 亿元、1.09 亿元和 1.43 亿元, 占营业收入比例为 8%、9%、14%和 15%, 实现了稳健增长。截至目前, 公司共计拥有 118 项专利权, 已掌握防空预警雷达及配套装备等领域的 7 类前沿核心技术, 将用于新型防空预警雷达及配套装备研发、推动现有雷达产品的改进升级。

图10: 2022 年研发投入占营收达到 15%



数据来源: 航天南湖招股书, 东吴证券研究所

### 1.6. 募资投入生产智能化改造及研发测试基地建设

本次 IPO 拟募集资金共 9.1 亿元, 主要投资于生产智能化改造项目及研发测试基地建设项目。生产智能化改造项目预计三年建设期, 计划投入 4.86 亿元募集资金; 研发测试基地建设项目预计三年建设期, 计划投入 2.38 亿元募集资金。资金将用于建设产业园区, 引进先进生产及检测设备, 提升生产线智能化、信息化水平, 优化雷达工艺, 提高生产效率及产品质量, 满足未来业务需求。



表1: 公司 IPO 募集资金投资项目情况

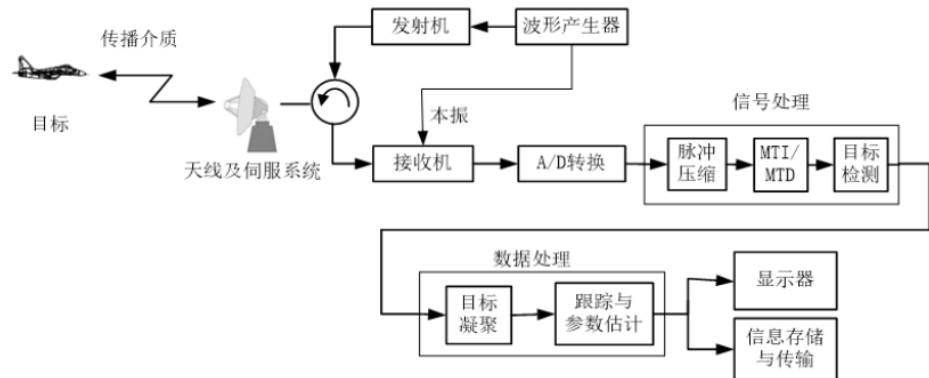
项目名称	总投资金额 (万元)	投入募集资金(万元)	项目周期
生产智能化改造项目	48,600.00	48,600.00	3年
研发测试基地建设项目	23,800.00	23,800.00	3年
补充流动资金	18,600.00	18,600.00	不适用

数据来源: 航天南湖招股书, 东吴证券研究所

## 2. 国防建设新要求, 防空预警已成战略目标

公司主要产品为防空预警雷达, 具体包括目标指示雷达以及警戒雷达等。雷达通过发射电磁波对目标进行照射并接收其回波, 经波形处理后获取目标的位置和速度等信息。雷达具有探测距离远, 测定坐标速度快, 能全天时、全天候使用等特点。

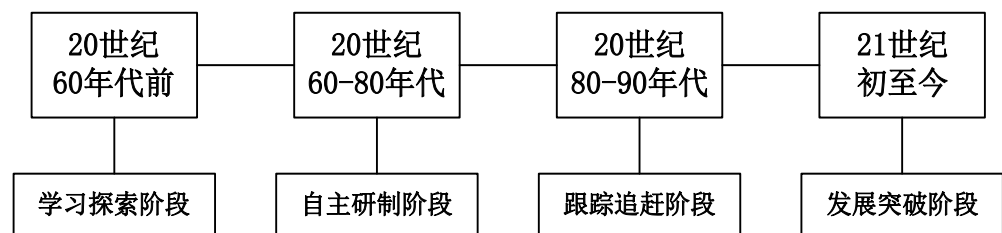
图11: 雷达工作原理



数据来源: 航天南湖招股书, 东吴证券研究所

我国防空预警雷达发展始于1949年, 在20世纪经历了学习探索阶段、自主研制阶段以及跟踪追赶阶段, 21世纪初至今属于雷达发展的第四阶段, 要求雷达在复杂电磁环境下具备高精度、高分辨力、高抗干扰能力、多目标跟踪能力、高可靠性的性能, 同时能应对隐身目标、高空高速、低空低速目标的威胁, 主要采用相控阵技术。

图12: 雷达发展史



数据来源: 航天南湖招股书, 东吴证券研究所

目标指示雷达通常使用机动能力较强和数据率较高的中近程两坐标雷达或三坐

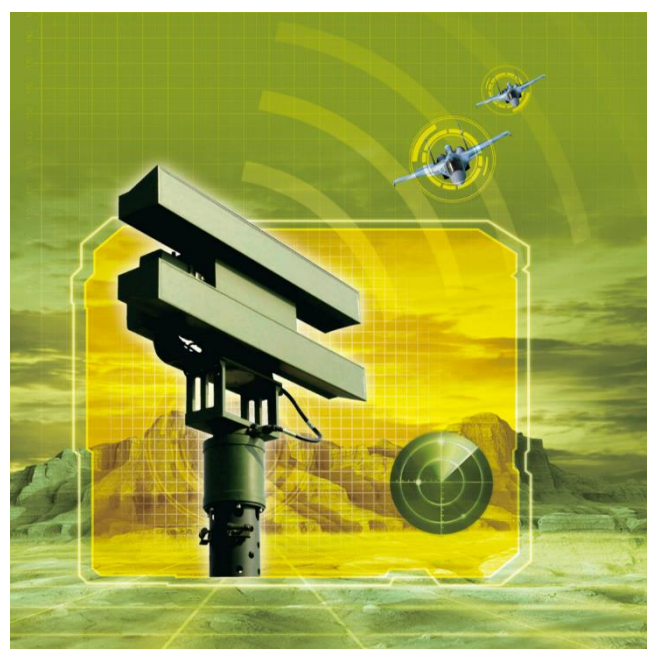
标雷达，利用动目标回波的多普勒频移来区分动、静目标，并提取目标的径向速度以及位置等信息，能够及时、连续地为防空武器系统作战部队提供防区内准确空情，支撑防空武器系统完成目标打击。目标指示雷达在探测精度、分辨率、机动性及与防空武器系统信息交联等方面要求较高，公司是国内目标指示雷达主要研制生产单位之一，目前有多型雷达产品在役或在产。

图13: TH-R313 低空目标指示雷达



数据来源: 雷达通信电子战公众号, 东吴证券研究所

图14: TH-R311 连续波目标指示雷达



数据来源: 雷达通信电子战公众号, 东吴证券研究所

警戒雷达是防空系统的前置条件，主要用于对重点空域监视、侦测和跟踪空中目标，与敌我识别系统相配合判定目标的敌我属性，探测发现威胁目标，提供远程警戒和监视功能，还能为防空作战提供目标指示等。

图15: 机动式UHF反隐身防空警戒雷达



数据来源: 中国新闻网, 东吴证券研究所

图16: LD-001—中国造 586 对空警戒雷达

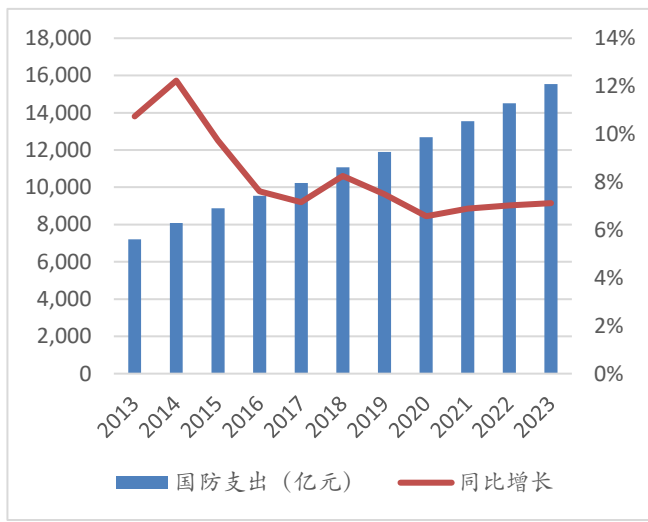


数据来源: 中国军事网, 东吴证券研究所

## 2.1. 国防支出预算持续增长，军用雷达市场往千亿规模进发

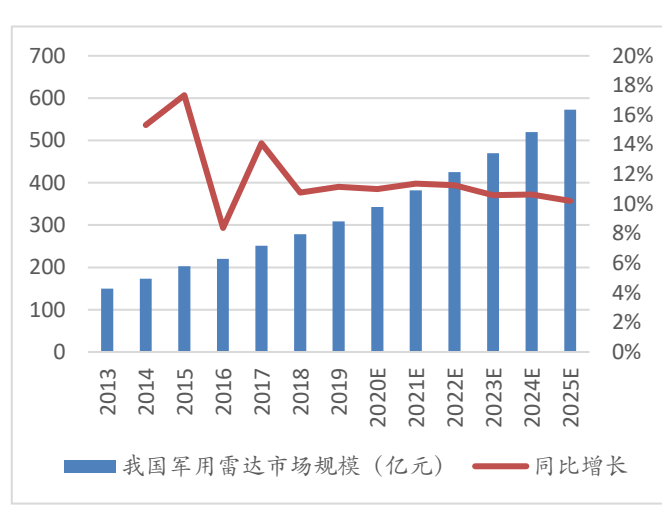
我国国防支出预算持续增长，2013年至2023年复合增速达到8.00%。2021年、2022年和2023年国防支出预算分别13553.43亿元、14504.50亿元以及15537.00亿元，同比增长6.89%、7.02%以及7.12%。根据《新时代的中国国防》白皮书，中国国防装备费从2010年的1773.59亿元上升至2017年的4288.35亿元，复合增长率达到13.4%，占比国防费从33.2%上升至41.1%，随着国防装备费的持续投入，我国军用雷达市场规模逐年增加，预计2025年我国军用雷达市场的规模将达到573亿，年复合增长率高达11.5%。

图17: 2023年国防支出预算高达15537亿元



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图18: 预计2025年军用雷达市场达到573亿元



数据来源: 前瞻数据库, 东吴证券研究所

## 2.2. 公司中标率超50%，前五大客户销售占比超97%

公司产品以军品为主，主要客户为国内军方客户和军工集团。其中，军方客户已覆盖多个军种。公司在防空预警雷达细分领域的主要竞争对手为中电科十四所以及中电科三十八所。2022年公司凭借丰富的行业经验、强劲的研发实力以及质量优势等，共参与了29个项目的招投标并成功中标了15个防空预警雷达领域研制项目，具备低频防空雷达技术领先，低空探测目标能力优异的特点。公司在低空目标探测领域拥有多项发明专利，并专注于相控阵雷达的研发设计。其高机动、低空目标预警探测等领域具备较强的竞争优势，并且发明了独特的低慢小目标探测系统方法，这将使其在未来的军事市场中具有较大的市场份额和影响力。

表2: 公司主要行业竞争对手

企业名称	雷达业务情况和市场地位
中电科十四所	国家国防电子信息行业的骨干研究所，生产的整机涵盖了火控雷达、搜索雷达、警戒雷达、情报侦察雷达、空管雷达、气象雷达等
中电科三十八所	集研究、开发、制造、测试于一体的电子信息高科技研究所，生产的整机涵

盖了火控雷达、搜索雷达、警戒雷达、情报侦察雷达、空管雷达、气象雷达等

成都中电锦江

专业从事军民用地面雷达等电子系统工程产品研发、生产、经营的电子信息行业高科技企业，主营业务产品包括地面情报雷达、气象水文装备等

数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

公司客户集中度高，前五大客户销售占比连续三年高于 97%。公司主要客户系军方客户及军工集团，客户集中度高，2019 至 2022 年 1-6 月，公司前五大客户销售占比分别为 98.39%、98.98%、97.82%及 99.06%。其中航天科工集团下属企业为公司关联销售方，2019 至 2022 年 1-6 月销售占比分别为 4.38%、5.65%、17.10%及 30.31%，此外单位 A、B、C 已连续三年成为公司前五大客户。公司凭借出色的技术水平及高度可靠的产品质量水准得到业内广泛认可，形成深度客户粘性并实现长期稳定合作。

表3: 公司前五大客户销售占比连续三年超过 97%

期间	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例
2022 年 1-6 月	1	单位 B	9,588.00	53.23%
	2	航天科工集团下属企业	5,460.10	30.31%
	3	单位 A	1,116.46	6.20%
	4	单位 C	910.09	5.05%
	5	单位 BU	767.95	4.26%
		合计	17,842.60	99.06%
2021 年度	1	单位 A	46,061.31	57.79%
	2	航天科工集团下属企业	13,632.76	17.10%
	3	单位 B	10,878.00	13.65%
	4	单位 C	6,754.29	8.47%
	5	单位 D	645.00	0.81%
		合计	77,971.35	97.82%
2020 年度	1	单位 A	47,138.02	61.05%
	2	单位 C	13,123.00	16.99%
	3	单位 B	1,495.76	14.89%

	4	航天科工集团下属企业	4,364.30	5.65%
	5	单位 F05	311.70	0.40%
合计			76,432.78	98.98%
2019 年度	1	单位 A	52,086.15	78.06%
	2	单位 C	5,347.60	8.01%
	3	单位 B	4,794.00	7.18%
	4	航天科工集团下属企业	2,920.37	4.38%
	5	单位 P01	500.00	0.75%
合计			65,648.12	98.39%

数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

2019 至 2022 年 1-6 月公司采购的主要原材料包括配套件、电子元器件、金属材料、非金属材料、外协加工件等。其中，配套件主要包括车辆底盘、发电机组、终端、液压系统、调平系统等，电子元器件主要包括电源、集成电路、选频组件、连接器、电缆组件等，金属材料主要包括铝材、钢材、铜材等，非金属材料主要包括聚四氟乙烯、橡胶、环氧玻璃布板等。

表4：公司主要原材料采购情况（万元）

项目	2022 年 1-6 月		2021 年度		2020 年度		2019 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
配套件	9,712.27	37.49%	24,590.11	42.26%	20,341.98	43.06%	19,559.14	48.02%
电子元器件	10,820.60	41.77%	22,669.97	38.96%	17,651.18	37.37%	13,885.02	34.09%
金属材料	1,231.39	4.75%	2,934.08	5.04%	2,272.26	4.81%	2,345.29	5.76%
非金属材料	1,387.13	5.35%	2,570.40	4.42%	2,350.10	4.97%	1,673.45	4.11%
外协加工件	2,652.43	10.24%	5,023.00	8.63%	4,269.29	9.04%	2,636.85	6.47%
其他	103.72	0.40%	402.34	0.69%	353.58	0.75%	632.59	1.55%
合计	25,907.53	100.00%	58,189.90	100.00%	47,238.39	100.00%	40,732.34	100%

数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

2019至2022年1-6月公司向前五大供应商采购占比分别为34.78%、39.85%、33.34%和26.20%，不存在向单个供应商采购占比超过50%的情况。主要供应商包括中国电子科技集团有限公司下属企业、单位J、G集团及下属企业、三环集团有限公司下属企业、航天科工集团下属企业、单位BT、单位K等单位，除航天科工集团下属企业为公司关联销售方外，前五大供应商与公司不存在其他关联关系。

表5: 公司前五大供应商情况

期间	序号	供应商名称	采购金额(万元)	占采购总额比例
2022年1-6月	1	中国电子科技集团有限公司下属企业	3,344.58	11.65%
	2	单位J	1,240.13	4.32%
	3	三环集团有限公司下属企业	1,028.00	3.58%
	4	航天科工集团下属企业	1,021.54	3.56%
	5	单位BT	891.20	3.10%
		合计	7,525.46	26.20%
2021年度	1	中国电子科技集团有限公司下属企业	7,141.99	11.43%
	2	三环集团有限公司下属企业	4,583.76	7.33%
	3	航天科工集团下属企业	4,068.50	6.51%
	4	单位J	2,957.73	4.73%
	5	G集团及下属企业	2,086.30	3.34%
		合计	20,838.28	33.34%
2020年度	1	中国电子科技集团有限公司下属企业	6,744.53	13.47%
	2	航天科工集团下属企业	4,848.68	9.68%
	3	三环集团有限公司下属企业	3,410.78	6.81%
	4	G集团及下属企业	3,029.62	6.05%
	5	单位J	1,925.37	3.84%
		合计	19,958.98	39.85%
2019年度	1	中国电子科技集团有限公司下属企业	5,595.54	12.93%

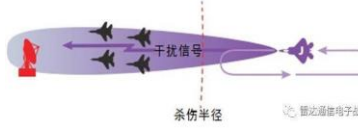

2	G 集团及下属企业	3,136.77	7.25%
3	航天科工集团下属企业	2,625.37	6.06%
4	单位 K	1,860.66	4.30%
5	单位 J	1,836.19	4.24%
合计		15,054.53	34.78%

数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

### 2.3. 电子信息战盛行，防空预警雷达是国防信息化建设的重要方向之一

电子干扰与反干扰是现代战争的重要组成部分。电子干扰是一种利用电子手段削弱雷达信号并破坏其接收能力的方法，以阻止雷达正常工作。目前有三种主流雷达干扰技术：无源干扰、压制性有源干扰及欺骗性有源干扰。为应对这些干扰技术，雷达需采用相应措施确保正常探测。在军事领域，具备抗干扰能力的防空预警雷达对提高探测性能、准确预警敌方空袭及保障作战单位安全至关重要。因此，优秀抗干扰的防空预警雷达可为军事单位在战场上提供优势，提升作战效果。

表6: 电子干扰的主要分类

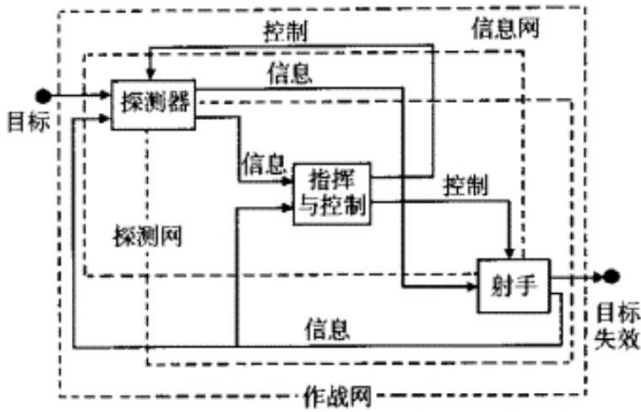
电子干扰类型	实现方法	
无源干扰	利用金属箔条或纤维束来产生大量反射信号，干扰敌方雷达系统	
压制性有源干扰	发射高能干扰信号，强制干扰破坏敌方雷达系统	
欺骗性有源干扰	发送与真实目标相似的虚假信号误导敌方雷达	

数据来源：中国知网，东吴证券研究所

各个军事强国纷纷加强电子战部队建设，未来防空预警压力将显著增加。美国从20世纪60年代初开始相继发展了C2、C3、C4、C4I以及C4ISR等系统作为其军事一体化信息系统发展的目标。其后美国先后发布《国防部云计算战略》、《国防部人工智能战略》、《国防部数字现代化战略》等信息化建设战略性文件并先后开展了国防信息基础设施(DII)、全球信息栅格(GIG)、联合信息环境(JIE)的建设，以期推进新一轮信息变革

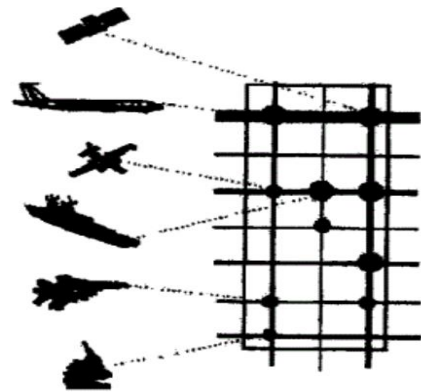
并保持其对其他国家的技术“代差”优势。在伊拉克战争中，美军建立了天、空、海、陆一体化全维探测网，借力于灵敏高效的数字化网络结构将信息收集、指挥控制与通信、火力打击三大系统融为一体，缩短了从侦察发现目标、形成作战指令到打击摧毁目标的时间。此外美国海军陆战队在 2021 年加大了电子战的开发和训练演习力度，计划在未来五年内投入约 10 亿美元开发电磁战系统，并加快新型电子战装备的测试工作。该系统可对特定威胁的防空雷达射频信号进行检测、定位及干扰，旨在提高美国在电子战领域的竞争力，并增强与盟友的合作和联合作战能力。

图19：网络中心作战逻辑结构图



数据来源：网络中心战：世纪的作战概念，东吴证券研究所

图20：探测网结构



数据来源：网络中心战：世纪的作战概念，东吴证券研究所

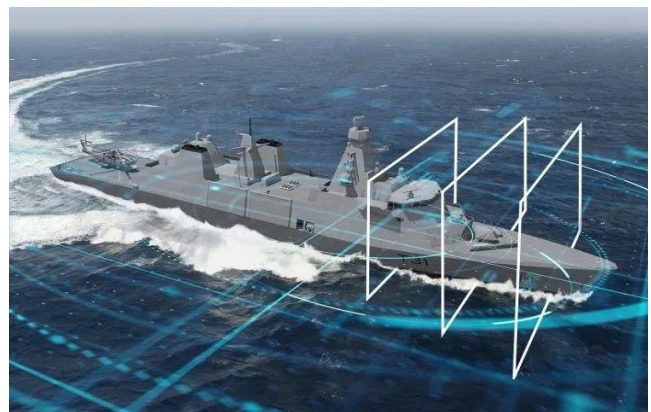
此外在 2021 年，日本启用“第 301 电子战中队”加强南部偏远岛屿的防御能力；以色列推出“天蝎座”新型电子战系统能有效拒止雷达、电子传感器、导航和数据通信系统的运行；英国加快“海上电子战项目”（MEWP）研制实现海军电子战能力现代化；澳大利亚的天基电子战项目采用人工智能技术已经可以对雷达信号进行探测、测量和分类，俄罗斯则通过多次大规模电子战演习试验新型电子战装备和战术，展示其电子战能力。

图21：以色列“天蝎座”新型电子战系统



数据来源：安全内参网，东吴证券研究所

图22：英国“海上电子战项目”（MEWP）



数据来源：安全内参网，东吴证券研究所



防空预警雷达符合国家国防和军队现代化的战略目标，是国防信息化建设的重要方向之一。我国信息化建设起步较晚，于 1993 年才正式确立推进信息化工程实施、以信息化带动产业发展的指导思想，基础较为薄弱，近年来接连在发布的《新时代的中国国防》等多个政策中明确了国防信息化和现代化建设的目标。防空预警雷达有望受益于武器装备体系的优化和升级，迎来更加广阔的市场。

此外公司拥有众多先进抗干扰专利，相关产品实战演练表现优异。公司拥有 5 项自主研发的抗电子干扰专利，这显示了其科研创新实力。此外，公司的部分产品已成功列装到部队中，并在多次激烈接近实战水平的军事演习中得到了广泛应用，证明了其抗干扰技术在行业中处于领先地位。

表7: 公司抗电子干扰相关专利

专利号	专利名称
ZL201811482206.7	一种反侦察抗干扰装置及其方法
ZL201610324280.0	一种基于方位偏差的干扰指向方法
ZL201911191799.6	一种宽带通道干扰分类识别方法
ZL202011129099.7	一种相控雷达接收稳定杂波源的主控调度方法
CN202110199701.2	实现雷达自适应资源调度及可视化控制的方法

数据来源：航天南湖招股书，东吴证券研究所

#### 2.4. 多方助力防空雷达产品需求

国防建设助力防空雷达需求增长。随着无人机攻击等方式已成为一种低成本、智能化的攻击手段，我国一系列经济与军事基地等战略要地亟需防护部署。在俄乌冲突中，俄军使用柳叶刀-3 型无人机进行超低空突防，成功摧毁了 2 个乌军的 S300 防空导弹阵地。且近年来随着空中目标的隐身性能和突防能力不断提升，隐形战斗机能够规避传统雷达侦测系统的探测，并且当飞机或直升机进行低空掠地突防时，雷达能够捕获飞机的概率仅为 20% 以下。作为现代化作战的关键，防空预警雷达的发展建设已是必要条件。

近年来发布的《新时代的中国国防》、《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》等多个政策文件提出了空军由国土防空型向攻防兼备型转变、海军由近海防御型向远海防卫型转变等战略要求。防空预警雷达作为国防建设的一大要素，将加快在各部队的部署。

图23: 俄柳叶刀无人机打击 S300 防空系统



数据来源: CCTV, 东吴证券研究所

图24: 中国固定翼无人机「蜂群」系统



数据来源: 凤凰网, 东吴证券研究所

**更新换代助力防空雷达产品需求。**不断丰富的应用场景以及下游多元化的需求变化让公司目前在役多款老式或过时雷达型号更新换代需求十分迫切。因此公司不断在防空预警雷达领域开展了多个雷达产品的改进升级以及新一代雷达的研制项目并实现了突破。

图25: 中国产 YLC-6M 防空雷达过于老旧, 在叙利亚和以色列冲突中被摧毁



数据来源: Pakistan Defence & Military Forums, 东吴证券研究所

## 2.5. 积极研发雷达模拟设备与空管雷达, 打造多元化发展格局

公司还将依托军用防空预警雷达技术, 积极拓展防空预警雷达模拟设备和空管雷达市场。另一方面, 雷达模拟设备和抗干扰训练系统则可用于对雷达操作人员进行训练和评估, 并为人员的抗干扰操作提供有效指导; 由于雷达配套模拟设备的双向排他性, 公司客户的粘性更高, 为未来营业收入的稳步增长提供有力支撑。

图26: 美国电子战雷达模拟器



数据来源: Military Embedded Systems, 东吴证券研究所

此外, 民航空管设备将迎来一个高速增长的时期, 为公司民品领域收入的提升提供助推。空管雷达主要用于监视航线和提供雷达信息, 需要 24 小时开机并能够搜索和跟踪多批目标。根据民航局规划, 我国将在 2030 年前建设 1700 座通用机场, 2021-2024 年空管雷达市场预计达 63400 万元, 并且部分现有雷达需要重新更换。

表8: 2021-2024 年已建设和在规划的机场所需空管雷达市场规模测算 (单位: 万元)

空管雷达类型	所需数量 (个)	均价 (万元)	金额 (万元)
一次雷达	7	3000	21,000
二次雷达	106	40	2,400
总计	113	/	63,400

数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

### 3. 中小国家防御首选, 军贸前景广阔

俄乌冲突成为了全球军贸变化的关键节点, 引发了各国对自身军事实力的警示, 尤其是北约国家。为了应对俄罗斯的威胁, 北约各国加强了军队建设并承诺大幅增加军事预算。这场战争加速了多国的军费开支, 部分国家的军费可能以军贸形式流向其他军事强国。随着中国军贸的市场份额逐步扩大, 将为公司业绩增长形成强力助推。

#### 3.1. 防御性武器, 中小国家国防建设的不二选择

地缘政治环境复杂, 防御性武器降低入侵风险和潜在冲突。在许多情况下, 中小国家可能会处于复杂的地缘政治环境中。这可能是由于其邻国的军事威胁、地区冲突、历史遗留问题、资源争端或者大国间的战略博弈等因素造成的。在复杂的地缘政治环境中, 中小国家通过配备防御性武器系统, 能够有效降低潜在侵略者的军事优势, 制造出足够

的威慑力，减少因误解或误判可能引发的冲突。这种自保能力使得这些国家在外交政策上保持一定的独立性，避免被强大国家的政策左右。

中小国家军费较低，我国防空系统军贸装备性价比极高。中小国家军事预算通常有限，需要寻找性价比高的军事装备，而中国的FK-3、FK1000、FD2000防空系统等武器系统提供了较低的成本和相对高的性能，成为了这些国家的理想选择。以FK-3防空系统为例，该系统比同等效果产品便宜3到4倍；其主动相控阵雷达提供高精度的导引，而廉价的拦截弹使得后续作战成本低廉。中国军贸防空系统的价格优势，使得中小国家在有限的预算内能购买到强大的防御性武器，也为未来相关军贸体量增长提供强大动力。

图27: FK-1000 弹炮合一防空系统



数据来源：人民网，东吴证券研究所

图28: 塞尔维亚接受 FK-3 防空系统导弹发射车



数据来源：观察者网，东吴证券研究所

中国在军贸时不附加任何政治条件，这一原则使得中小国家倾向于购买中国的军事装备，也与欧美等国的做法完全不同。中小国家在面临国防需要时，通常期望能够在保障自身安全的同时，最大程度地维护国家的独立和主权。然而，美国和欧洲等西方国家在军售过程中，常常附带诸多政治条件，例如改革政治体制，遵守某些国际协定，或是限制使用武器的情况和地域等等。这些条件不仅可能对接受国的内政产生影响，甚至可能在一定程度上威胁到国家的主权。这对于中小国家来说是极其不利的。

### 3.2. 俄乌战争后军贸市场迎来洗牌期，中国迎来发展新机遇

制裁影响俄罗斯军工产能，西方相关产业链同受波及。西方对俄罗斯的制裁导致俄无法进口用于制造飞机、坦克、导弹以及电子战设备的关键零部件，如高科技芯片、光学瞄准系统和轴承。这种限制使得俄军工制造商被迫依赖于质量低价格高的落后供应路径，甚至尝试自行复制西方技术部件。这些因素无疑对俄罗斯的国防和军贸生产效率和质量构成了严重阻碍。此外，欧盟禁止进口俄罗斯钢铁、铝、铜等军事装备制造原材料，使用相关原料的非俄军工企业也开始重组供应链，从其他生产商采购原材料，尽可能降低供应链中断风险。

图29: 俄乌战争俄军使用 50 年代的 MT-LB 装甲牵引车



数据来源: Forbes, 东吴证券研究所

图30: 1988 年美国生产的 DSP 芯片被用于俄军导弹



数据来源: 雅虎新闻, 东吴证券研究所

俄式武器实战表现不佳, 军贸出口额 11 年间累计下降 70%。俄乌战争成为了检验武器性能的理想试验场; 然而, 在俄空军已经控制制空权的情况下, 代表俄罗斯军工实力的苏-35S 战斗机和 S400 防空系统接连遭受损失, 揭示了其武器系统存在的问题, 使得军贸客户对俄制装备的可靠性和战场性能产生怀疑。同时西方国家对俄罗斯的敌对态度, 也让一些国家选择进口俄罗斯武器时变得更加谨慎。例如, Stimson 智库认为这场战争让印度意识到对于需要降低对俄罗斯武器的依赖。根据斯德哥尔摩国际和平研究所数据, 相比于 2011 年的高峰期, 2022 年俄罗斯军贸出口额累计下降了 67.52%。

图31: S400 防空系统导弹发射车被乌击毁



数据来源: EurAsian Times, 东吴证券研究所

图32: 苏 35-S 战斗机被乌克兰摧毁



乌克兰国防部社交媒体帐号截图

数据来源: 新华网, 东吴证券研究所

俄乌冲突导致武器库存锐减, 西方军工企业自顾不暇。自俄乌冲突爆发以来, 西方国家向乌克兰提供了军事装备和财政援助, 直接严重影响了本国的武器产量。截至 2022 年 10 月底, 美国已向乌克兰提供了 90 多万发标准和 4000 发精确制导 155 毫米炮弹。按照目前的生产速度, 将美国库存补充到以前水平需要五至六年的时间。瑞典武器制造

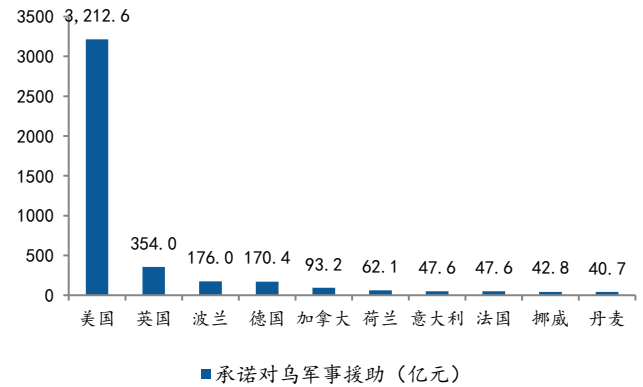
商萨博也预测，在全球军费支出预计增长的背景下，订单数量将持续增加；增加武器装备产量需要时间，军工企业可能需要几年时间才能满足俄乌冲突背景下新的增长需求。

图33: 美国运往乌克兰的子弹和炮弹



数据来源: 美国国防部, 东吴证券研究所

图34: 各国对乌克兰承诺的军事援助(亿元)



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

**俄罗斯与欧美国家军贸产量均受影响，中国迎来发展新机遇。**随着俄乌冲突导致的俄罗斯和欧美武器装备库存减少，未来我国军贸竞争更多来自于韩国、土耳其等中等国家，未来中东市场可能会为亚洲领先的武器装备制造商提供更多机会。同时，阿尔及利亚作为俄罗斯第三大客户，2023年的军费预算或高达230亿美元，同比增长120%；在俄装备表现不佳的情况下，其有很大可能寻求中国军贸的帮助。

### 3.3. 中国军贸明星产品众多，防空系统领域接连取得突破

**无人机屡受好评，占据相关市场份额超50%。**早在2011年，中国军用无人机就成功出口到多个国家。最早出口的是“翼龙-1”无人机。在该机相继出口阿联酋、埃及、巴基斯坦、尼日利亚、沙特阿拉伯、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等国得到好评打开市场后，“翼龙”和“彩虹”等系列无人机就开始不断出口到多个国家，使得中国占据了世界军用无人机的半壁江山，成为军用无人机的重要出口国家。2017年，沙特引进“彩虹-4”时，甚至直接购买引进了整条生产线。

**三代战机J-10C首次出口，我国有人战机军贸进入新篇章。**早在2013年，时任中国航空技术进出口总公司副总裁马志平就歼-10系列战斗机得到了众多海外潜在客户的密切关注，这些客户涵盖亚非拉等多国。但由于尚未获得出口许可，J-10直到2022年才开始对外军贸。2022年3月，巴基斯坦空军正式接受了6架J-10CE战机，是中国先进航空装备出口的重要里程碑。J-10CE的成功列装也代表着中国有人战机实现了同一产品服务国内与军贸两类用户的先进理念，为未来中国军贸提供了全新的思路与基础。

图35: 巴基斯坦 J-10CE 机队



数据来源: Global Times, 东吴证券研究所

中国在防空系统方面的军事贸易也取得了显著成果，成功向塞尔维亚、摩洛哥、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦等国出口了数十套先进的防空导弹系统。摩洛哥已成为全球第三个采购中国 FD-2000 系列防空导弹的国家，同时其军队也广泛采用了中国的其他防空装备，如天龙-50 中程防空导弹和 DK-9 型近程弹炮合一防空系统。此外，FK-3 也凭借着高性价比脱颖而出，获得了塞尔维亚 5 套的订单。这表明中国军贸在防空系统领域已具有较高的竞争力和市场份额，其外贸型装备在国际市场上受到越来越多国家的青睐。

图36: 摩洛哥为 FD2000B 打造的发射场地



Morocco receives Chinese anti-aircraft defense system FD-2000B

数据来源: 北非邮报, 东吴证券研究所

图37: 乌兹别克斯坦列装 FD2000



数据来源: 简式防务, 东吴证券研究所

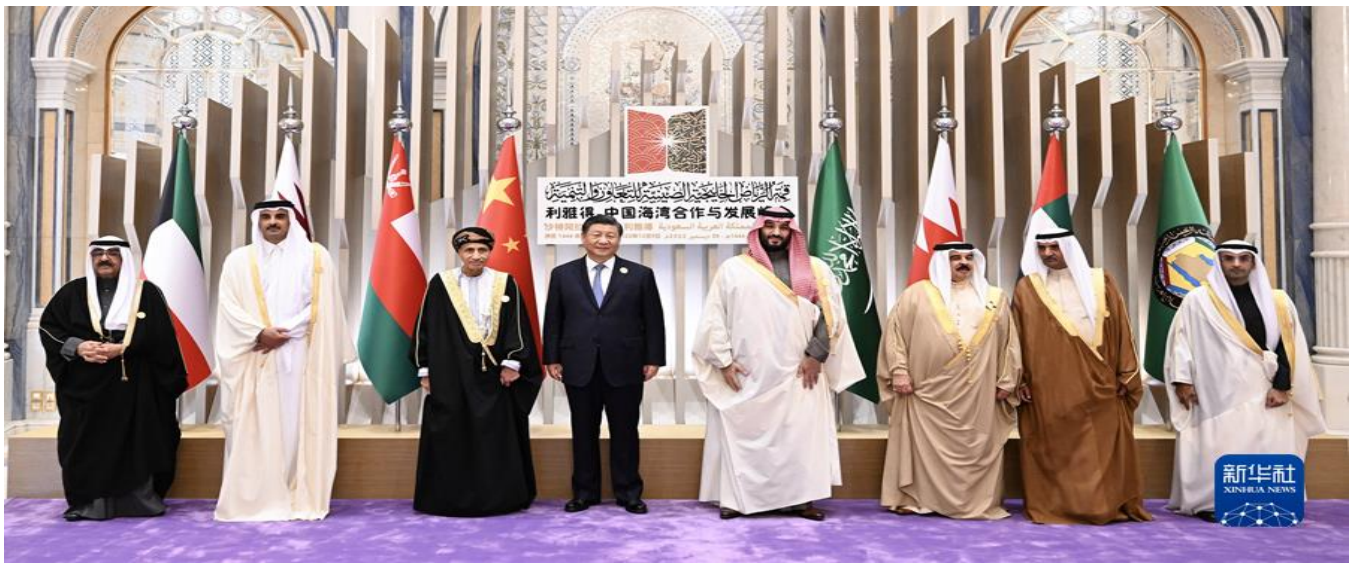
### 3.4. 政治助推军贸发展，中东地区有望成为新增长点

中东地区对军事贸易的需求十分迫切，有望成为中国军贸的主战场。英国智库国际战略研究所（IISS）的研究成果显示，尽管中东和北非地区的防务开支仅占全球年度总额的 8%~10%，但近年来该地区消耗了全球 25% 的防务产品。由于中东和北非地区的多

数政府武装力量的首要目标是确保和维护现任领导人的权力和权威，这些国家国防工业化进程非常缓慢，平均武器研发投入不到国防预算的 1%。正因如此，中东国家选择采购成熟海外防务产品，来更好地应对特定的威胁，导致对外军事贸易的需求显著增加。

**得益于政治关系和外交战略的稳固推进，中国在中东、北非及周边友好国家的军贸交流日益增长。**作为国家间外交和安全合作的关键纽带，军贸与国际政治紧密相连。良好的政治关系有助于消除疑虑、加强安全保障合作，为军贸出口创造有利条件。随着“一带一路”战略的深入实施和习主席的中东之行，中国在中东、北非地区的影响力逐步上升。例如，伊拉克总理阿巴迪访华期间，双方签署了包括防务合作在内的协议与备忘录，此外，在中阿峰会上，中国与阿拉伯国家签署了全面战略伙伴关系协议，双方将在未来 3 到 5 年加强防务部门和军队间的战略对话、军兵种交往。由于中东地区军贸需求显著，这一合作有望进一步促进中国军贸的发展。

图38：中国 - 阿拉伯国家峰会：习近平提出中阿务实合作“八大共同行动”



数据来源：新华社，东吴证券研究所

在中东地区政治关系复杂、宗教矛盾显著的背景下，中国的政治立场对其军贸发展提供了有力支持。这一背景下，欧美国家在军贸合作中往往附加相应政治条件，要求对方顺应自身的价值观和道德体系，这限制了一些国家与欧美体系的军贸合作。相较之下，中国奉行独立自主互利共赢的外交政策，不干涉别国内政，军贸合作不附带任何政治条件，这使得中国在中东地区的军贸合作更具吸引力。

## 4. 行业与政策双轨并进，防空体系急需更新换代

### 4.1. 军国防信息化建设发力，军费预算高速增长

《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出，要“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”，“确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”，明确提出要走向机械化、信息化、智能化的融合发展，这意味着军工行业需要进行大规模的技术更新和国产替代，



将进一步推动军事装备和技术的研发采购，进一步推动军队信息化、现代化发展，从而带动对包括防空预警雷达在内的信息化武器装备的市场需求。2023 年我国军费预算达到 1.58 万亿元，同比增长 7.2%，是 4 年来的最高增幅，军队改制后，没有了军人退休金和部分研发支出，核心领域有望保持更高增速。

#### 4.2. 空中突袭掌控制空权成为常规手段，战场防空预警需求日益严峻

在战争中，掌握制空权的一方能够自由地执行侦查、干扰、打击和其他空中任务，而失去制空权的一方则会陷入极为被动的局面，无法有效地进行反击，甚至连最基本的观察和指挥都会受到严重影响。

随着无人机核心技术的不断进步，其任务范围已经从提供辅助性支援扩展到压制敌方的防空系统、执行快速地面攻击和导弹防御等领域，给防空部队带来很大的压力。纳卡战争中，亚美尼亚失去制空权后，阿塞拜疆仅出动几架无人攻击机锁定亚美尼亚火炮阵地，并对其进行猛烈攻击，亚美尼亚基本没有还手余地。在新型作战体系的推动下，传统的空军夺取制空权之陆军进行清扫的模式可能将逐渐被无人机攻击取代；如何及时检测锁定小型轻量化低空突袭的无人机成为防空部队未来急需解决的难题。

图39：阿军无人机锁定 2 辆坦克目标



数据来源：里海新闻，东吴证券研究所

图40：阿军无人机成功打击坦克目标



数据来源：美国之音，东吴证券研究所

**单兵防空武器风光不再，体系化防空雷达需求广阔。**单兵防空导弹虽然价格低廉，但是在面对电子战、无人机、隐身飞机的侵袭时，无法像先进的防空系统一样提供有效的预警识别和拦截。俄乌冲突初期，“毒刺”、“针”式等肩扛防空单兵武器取得了显著成果，击落了数十架俄罗斯战机。随着俄乌冲突的战事延续，因其战场态势感知能力非常有限，并且无法与指挥中心进行快速有效的数据传导，该类武器锁定拦截战机的概率持续降低。乌克兰方面也转而要求西方提供大型防空雷达和导弹发射车来获取制空权。随着电子战、反辐射、低空空袭等战术能力的普及和提高，能够快速识别低空高速隐身目标的防空预警雷达需求广阔。

我国目前防空体系初步成型，但防空部队换装压力不容小觑；虽然目前我国在役防空雷达数量已成一定规模，但一代和二代老式防空雷达数量占比仍然很大，急需更新为

新一代相控阵雷达。随着我国军费开支的稳步增长和雷达技术缺口的弥补，预计将释放广阔的市场空间。防空系统迅速放量将会带动预警雷达市场扩张。公司深耕预警雷达领域，拥有众多老型号升级迭代以后的改进型产品，并与客户积极合作，锁定相关升级项目。防空部队的国产替代和换装升级将给公司带来更多的价值实现空间。

#### 4.3. 防空雷达行业壁垒较高，公司具备独特竞争优势

在防空雷达行业中，面临的主要挑战来自于市场竞争和研发投入两个方面。鉴于防空雷达行业的细分程度，该领域可供争夺的客户资源相对较少，已经形成了稳定的竞争格局。其次，防空雷达行业的技术发展非常快，产品更新换代频繁，人才流动性大，这对企业的技术实力提出了严格的要求。新进入的企业必须承受长期的产品研发周期，并在产品批量生产并获得市场认可后才能看到收益。如果新技术或产品开发失败，已投入的成本将面临无法收回的风险。

公司作为唯一专注于防空预警雷达领域的公司，经过数十年的深耕，已经与中建科14所和38所在相关领域呈现出三足鼎立的状态。在与两家竞争对手的竞标项目中，公司成功中标率超50%，展现出强大的竞争力。研发技术方面，公司积极参加预警雷达反导演习，所搜集的实战数据有助于不断优化和升级数据库，增加了行业壁垒和自身优势。

#### 4.4. 我国军贸地位提升，防空雷达市场空间广阔

在全球军事贸易格局的演变中，中国的地位已经显著提升。这不仅源于俄乌战争以及西方对俄罗斯的制裁导致的国际军事贸易市场的重新洗牌，也得益于中国在防空系统领域的显著成果和军贸交流的日益增长。中国已成功向多国出口了先进的防空导弹系统，验证了自身在此领域的强大竞争力。更重要的是，中东地区对军事贸易的强烈需求，提供了广阔市场空间，而中国与中东、北非及周边友好国家的稳固政治关系和外交战略为军贸出口创造了有利条件。综合考虑，随着中国在军贸领域地位的提升，其防空雷达产品在全球市场，尤其是在需求量大的中东地区，有望获得更广阔的市场空间。同时，军贸市场以其市场空间大、产品利润高以及研发周期短的优势，为军工企业的成长和规模扩张提供了广阔的平台。

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 核心假设

公司系国内唯一一家以防空预警雷达为主业的民营企业。主营防空预警产品已经成为了我国国防预警领域的主力装备，覆盖多个军种，形成良好市场口碑。公司产品在低频段抗干扰、反隐身、高机动性等方面在国内处于领先地位，产品质量可靠得到军方客户高度认可，有望成为公司未来业绩高速增长点。未来公司将充分受益于十四五期间军队装备信息化改革和我国军贸发展。2022年公司上市，募集资金用于生产智能化改造项目及研发测试基地建设项目，有望进一步提升引进生产线智能化、信息化水平，优化雷达

工艺，提高生产效率及产品质量，促进公司业绩增长。我们预计公司 2023、2024、2025 年雷达及配套装备营收增速为 25%/24%/23%，毛利率为 42%/42%/42%，雷达零部件和其他业务保持 5%的营收增长率。

## 5.2. 盈利预测

图41：公司业务拆分

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>雷达及配套装备</b>				
营收（百万元）	894.31	1117.89	1386.19	1705.01
YOY	37.03%	25.00%	24.00%	23.00%
毛利率	42.57%	42.00%	42.00%	42.00%
<b>雷达零部件</b>				
营收（百万元）	55.79	58.58	61.51	64.59
YOY	-58.96%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	28.49%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>其他主营业务</b>				
营收（百万元）	2.34	2.46	3.69	5.53
YOY	-69.22%	5.00%	50.00%	50.00%
毛利率	54.23%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>其他业务</b>				
营收（百万元）	0.56	0.59	0.88	1.32
YOY	-36.53%	5.00%	50.00%	50.00%
毛利率	95.12%	80.00%	80.00%	80.00%
<b>合计</b>				
营收（百万元）	953.01	1179.52	1452.26	1776.45
YOY	19.56%	23.77%	23.12%	22.32%
毛利率	41.81%	41.44%	41.54%	41.62%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

## 5.3. 估值与评级

国睿科技和四创电子业务相似，均是我国主要的雷达总装单位，可将它们选作可比公司进行相对估值法测算，由于公司军工业务占比更高，未来增长弹性和持续性更强，可以给予更高估值。

图42：可比公司估值（截至 2023/05/18）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600562	国睿科技	202	5.49	6.97	8.67	11.24	37	29	23	18
600990	四创电子	65	0.66	1.49	1.76	2.02	98	44	37	32
			PE平均值				68	36	30	25
688552	航天南湖	91	1.57	2.02	2.57	3.26	58	45	36	28

数据来源：国睿科技和四创电子数据来自 Wind 一致预期，航天南湖数据来自东吴证券研究所测算

基于十四五军工行业高景气，以及公司在防空预警雷达领域的领先地位，我们预计

公司 2023-2025 的营收为 11.80/14.52/17.76 亿元，归母净利润分别为 2.02/2.57/3.26 元，对应 PE 分别为 44/35/27 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1) 下游需求放量速度不及预期风险：受宏观经济影响，下游需求放量速度可能不及预期；
- 2) 研发投入未达预期风险：若前期研发项目无法满足客户需求，则面临研发投入无法收回且无法实现预期效益的风险。
- 3) 主要收入来自单一老型号产品风险：如果公司的老型号产品订单需求下降，新型号产品研发进展较慢或实现批量生产速度较慢，可能导致公司收入下降。

## C 南湖三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,640</b>	<b>3,590</b>	<b>4,075</b>	<b>4,765</b>	<b>营业总收入</b>	<b>953</b>	<b>1,180</b>	<b>1,452</b>	<b>1,776</b>
货币资金及交易性金融资产	305	2,460	2,175	2,966	营业成本(含金融类)	555	691	850	1,038
经营性应收款项	883	524	1,210	910	税金及附加	7	8	10	12
存货	442	595	680	878	销售费用	8	11	20	25
合同资产	0	0	0	0	管理费用	64	82	100	137
其他流动资产	10	11	10	11	研发费用	143	195	248	318
<b>非流动资产</b>	<b>211</b>	<b>215</b>	<b>214</b>	<b>225</b>	财务费用	-7	-3	-28	-22
长期股权投资	0	10	21	33	加:其他收益	1	6	7	9
固定资产及使用权资产	57	73	80	96	投资净收益	0	9	12	68
在建工程	20	21	25	32	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	95	72	49	26	减值损失	-22	-3	-4	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>163</b>	<b>208</b>	<b>266</b>	<b>339</b>
其他非流动资产	39	39	39	39	营业外净收支	0	2	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1,851</b>	<b>3,805</b>	<b>4,289</b>	<b>4,990</b>	<b>利润总额</b>	<b>163</b>	<b>210</b>	<b>267</b>	<b>340</b>
<b>流动负债</b>	<b>892</b>	<b>988</b>	<b>1,215</b>	<b>1,590</b>	减:所得税	7	8	11	14
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	51	101	151	<b>净利润</b>	<b>157</b>	<b>202</b>	<b>257</b>	<b>326</b>
经营性应付款项	633	884	1,000	1,302	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	212	2	1	1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>157</b>	<b>202</b>	<b>257</b>	<b>326</b>
其他流动负债	46	51	113	137	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.46	0.60	0.76	0.97
非流动负债	1	1	1	1	EBIT	156	199	230	254
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	171	232	265	293
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.80	41.40	41.49	41.56
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	16.45	17.12	17.67	18.37
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	19.56	23.77	23.12	22.32
<b>负债合计</b>	<b>893</b>	<b>989</b>	<b>1,216</b>	<b>1,591</b>	归母净利润增长率(%)	20.14	28.76	27.11	27.16
归属母公司股东权益	958	2,816	3,073	3,399					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>958</b>	<b>2,816</b>	<b>3,073</b>	<b>3,399</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,851</b>	<b>3,805</b>	<b>4,289</b>	<b>4,990</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-286	479	-307	732	每股净资产(元)	3.79	8.35	9.11	10.08
投资活动现金流	104	-49	-55	-26	最新发行在外股份(百万股)	337	337	337	337
筹资活动现金流	-47	1,705	47	44	ROIC(%)	16.67	9.99	7.32	7.27
现金净增加额	-229	2,136	-315	751	ROE-摊薄(%)	16.38	7.17	8.35	9.60
折旧和摊销	15	33	35	38	资产负债率(%)	48.27	25.99	28.36	31.89
资本开支	-49	-28	-26	-41	P/E(现价&最新股本摊薄)	56.76	44.08	34.68	27.27
营运资本变动	-475	251	-593	426	P/B(现价)	6.97	3.16	2.90	2.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

