

北方导航(600435)

报告日期: 2023年06月19日

导航控制龙头, 受益远程火箭弹、新型智能弹药需求增长

——北方导航深度报告

投资要点

□ 导航控制龙头, 受益于远火产业链, 内需外贸共促高增长

兵器集团下属核心制导控制公司: 公司军民两用产品业务以“导航控制和弹药信息化技术”为主, 涵盖导航与控制、军事通信、智能集成连接三大领域, 在制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制等领域处于国内领先地位。受益于我国十四五国防军备发展建设, 及陆军远火行业快速发展, 公司导航控制系列产品在产业链价值量高、竞争优势明显, 尤其有望随行业获益超预期增长。

核心增长逻辑: 一、**好行业:** 制导控制是现代国防系统的核心和关键技术, 被广泛应用于军机、导弹、舰艇、核潜艇及坦克等领域, 未来重点受益于远程火箭弹、新型智能弹药需求快速增长, 长期发展空间大; 弹药作为军工行业“耗材”, 多款弹药均需制导控制“标配”产品; 二、**卡位核心:** 公司作为兵器集团下属独家制导控制系统供应商, 产品及技术国内领先, 产品壁垒高、研发难度大、价值量高、可替代性小; 三、**背景雄厚:** 兵器集团有效背书, 公司参与所有在研及放量型号产品的生产配套工作, 有效保障长期业绩兑现; 四、**剥离部分资产、股权激励提质增效:** 公司2022年置出北方专用车全部股份, 计提存货跌价准备金额3335万元, 公司资产结构进一步优化; 同时公司实行股权激励, 2022年末进入第一个行权期, 为公司中长期发展注入内生增长动力。五、**数字化转型升级:** 公司数智制造能力持续提升, 数字化建设扎实推进, 打造智能化、柔性化制造平台降本增效。2022年公司实现批产制导系列全谱系智能化总装能力全覆盖。

□ 远程火箭弹: 陆军核心武器, 内需外贸促增长

远火要“打得远”、“打得准”, 还要“用得起”

远程火箭弹: 具有射程远、覆盖广、精度高、通用性强等特点, 主要用于远距离火力压制和摧毁, 行业有望成为未来几年国防装备增速最快行业之一; 远火及导弹在用途、成本、结构等方面有差异, 二者长期共同发展, 密切协同。

远火行业现状: 内需外贸共促发展。内需方面, 陆军骨干装备, 景气上行; 外贸方面, 俄乌战争凸显远火重要性, 美国2020-2024采购金额超过前21年总和, 我国远火“物美价廉”, 外贸有望迎来超预期发展。

我国: 内需外贸共促远火行业大发展。 我国远火已拥有远距离精准打击能力, 未来有望随陆军发展大放量; 同时我国远火产品因高性价比在全球军贸市场竞争力不断增强, 且受俄乌战争影响, 全球军贸格局或将重塑, 我国份额有望扩大。

□ 盈利预测及估值

预计2023-2025年公司归母净利润2.83/4.41/5.07亿元, 同比增长53%、56%、15%, PE分别为58/37/32倍。首次覆盖, 给予增持评级。

□ **风险提示:** 经营不及预期风险、技术快速更迭风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	3839	4960	6507	7739
(+/-) (%)	-4%	29%	31%	19%
归母净利润	185	283	441	507
(+/-) (%)	-6%	53%	56%	15%
每股收益(元)	0.12	0.19	0.29	0.34
P/E	88	58	37	32

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 增持(首次)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 王洁若

执业证书号: S1230522110002

wangjieruo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 11.03
总市值(百万元)	16,519.23
总股本(百万股)	1,497.66



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年公司归母净利润 2.83/4.41/5.07 亿元，同比增长 53%、56%、15%，PE 分别为 58/37/32 倍。首次覆盖，给予增持评级。

● 关键假设

1) 火箭弹具有耗材属性，随着十四五装备批产和列装规模扩大，需求不断上升。世界远程火箭弹军贸市场缺口大，我国远火产品性价比高，内需外贸共促远火行业大发展。

2) 公司为远火提供控制舱及导航控制系统核心配套，在兵器集团有强业务优势。导航控制系统是远火系统关键零部件，价值量高、可替代性小，将受益于行业整体上行趋势而实现超预期增长。

3) 规模效应、数字化转型升级、剥离部分资产、股权激励共助力公司盈利能力提升，公司未来营业毛利率、净利率有望保持上升。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为“十四五”期间，海军、空军是主力发展方向，陆军装备发展较慢。

我们认为：2022 年俄乌冲突充分展现了，在双方技术实力相差不大、无法取得绝对制空权且战线拉长时，地面兵装部队的良好建设及远程弹药投送能力将成为制胜关键，长期来看，陆军装备可能贡献战场主要火力输出，发展空间大。

● 股价上涨的催化因素

陆军装备超预期发展；公司产品市场占有率不断提升；公司营业利率提升。

● 风险提示

经营不及预期、技术快速更迭风险

正文目录

1 导航控制龙头，受益远火行业发展未来空间大	5
1.1 兵器集团下属核心企业，制导控制行业龙头	5
1.2 盈利能力持续提升，长期发展空间大	6
2 导航控制系统集团独供，远火内需外贸开拓市场空间	8
2.1 远程火箭弹：打得起、打的远、打得准	8
2.2 俄乌战争凸显地面兵装配置重要性，远火外贸市场空间大	11
2.3 十四五国防军工大发展，远火行业有望随陆军建设持续扩大	12
3 聚焦主业，多重利好助力公司盈利能力提升	13
3.1 主业规模效应形成，数智建设助力降本增效	13
3.2 资产进一步优化，股权激励注入企业内生动力	14
4 盈利预测	16
5 投资建议	17
6 风险提示	18

图表目录

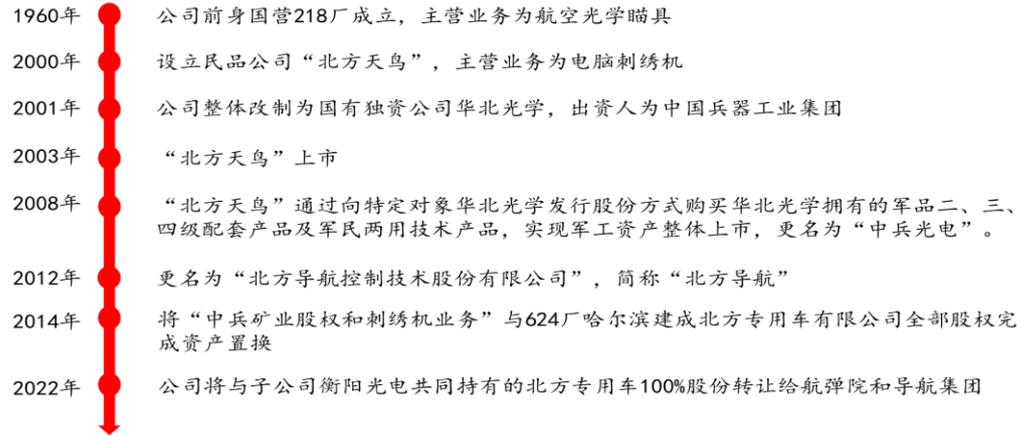
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 兵器工业集团控股 38.74%.....	5
图 3: 2022 年剥离北方专用车导致合并营收下降 3.82%.....	7
图 4: 2022 年公司归母净利润 1.85 亿元创下新高.....	7
图 5: ROE、ROA 连续四年增长.....	7
图 6: 公司毛利率稳中有升.....	7
图 7: 期间费用率总体平稳下降.....	8
图 8: 公司研发投入不断加大.....	8
图 9: 远程火箭弹由平台和火箭弹系统组成.....	8
图 10: 美国 GMLRS M31 火箭炮结构.....	8
图 11: 弹药导航技术路径一览.....	9
图 12: 我国远火产业链主要参与者.....	10
图 13: 几种典型导弹武器成本分系统占比.....	10
图 14: 导弹中制导与控制系统约占 30%-40%.....	10
图 15: GMLRS 在陆军采购制导武器金额的占比由 2003 年的 29%提高到 2021 年的 72%.....	11
图 16: 与世界军贸市场中几种常见产品对比, 我国生产的某型号具有优势.....	11
图 17: 我国远火出口情况.....	12
图 18: 2016-2023 我国国防预算统计.....	12
图 19: 2023 年各国国防预算及占 GDP 比重.....	12
图 20: 我军远火已经可以实现对移动目标的精准打击.....	13
图 21: 协助制导的无人机.....	13
图 22: 公司本部 2022 年营收 27.3 亿元.....	13
图 23: 公司本部 2022 年毛利率/净利率为 13.9%/4.6%.....	13
图 24: 北方专用车连续三年亏损.....	14
图 25: 北方专用车部分产品示意.....	14
表 1: 公司主营业务介绍.....	6
表 2: 火箭弹与导弹技术特点对比.....	9
表 3: 三大集团产品各有特点, 获得不同市场的青睐.....	10
表 4: 公司重要在建工程情况 (截至 2022 年末).....	14
表 5: 公司计提存货跌价准备金额 3335.07 万元、计提无形资产减值准备 1363 万元.....	15
表 6: 公司期权激励方案.....	15
表 7: 公司经理层副职实行个性化年度经营业绩考核.....	16
表 8: 公司收入拆分及预测表.....	16
表 9: 可比公司估值表 (2023 年 06 月 16 日).....	17

1 导航控制龙头，受益远火行业发展未来空间大

1.1 兵器集团下属核心企业，制导控制行业龙头

兵器集团下属核心制导控制龙头。公司是兵器集团下属核心企业，公司的军民两用产品业务以“导航控制和弹药信息化技术”为主，涵盖导航与控制、军事通信、智能集成连接三大领域，在制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制等领域处于国内领先地位。受益于我国十四五国防军备发展建设，及陆军远火行业快速发展，公司导航控制系列产品在产业链价值量高、竞争优势明显，尤其有望随行业获益超预期增长。

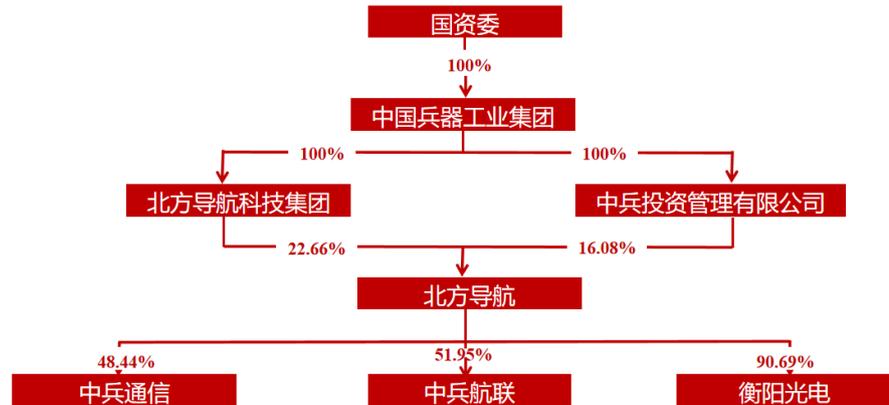
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

兵器工业集团控股，下属三家子公司。公司隶属于中国兵器工业集团，是军工核心二、三、四级配套制造公司，业务涵盖导航与控制、军事通信、智能集成连接三大领域，致力于打造国内领先地位的高科技信息化产品研发和生产基地。兵器集团间接控股 38.74%。公司控股三家子公司中兵通信、中兵航联、衡阳光电，控股比例分别为 48.44%、51.95%、90.69%。

图2：兵器工业集团控股 38.74%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所，截止 2023 年一季报

母公司主营导航控制和弹药信息化技术，导控核心配套单位。公司下属三家子公司，其中中兵通信主营军用超短波地空通信、卫星通信业务，是目前中国兵器工业集团唯一一家军用通信产品生产企业，在军用超短波地空通信领域处于国内领导地位；中兵航联主营

光、电连接器，线束产品，是江苏省“专精特新”小巨人；衡阳光电是全国唯一的红箭全系列反坦克导弹控制箱生产定点厂。

表1: 公司主营业务介绍

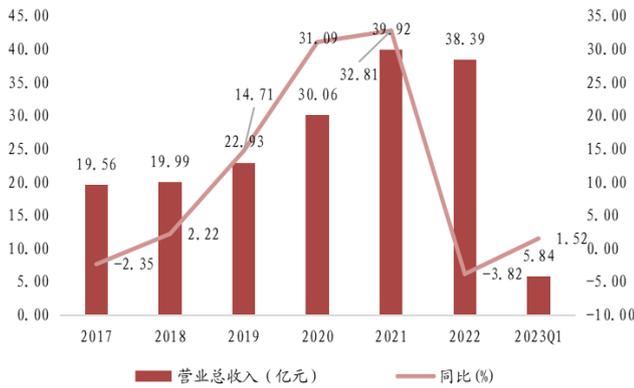
业务主体	业务方向	部分产品	2022 年营收
公司本部	制导控制系统、导航控制系统、探测控制系统、环控系统的总装调试、检测	 <p>火箭弹控制舱 惯性导航系统</p>	27.10 亿元 占比 70.60%
中兵通信	军用超短波地空通信、卫星通信业务	 <p>通信基站</p>  <p>对空通信车</p>	5.33 亿元 占比 13.87%
中兵航联	各种规格型号电连接器、光连接器、线束组件及电子装联产品、军民用传感器	 <p>连接器</p>  <p>线束组件</p>	3.52 亿元 占比 9.17%
衡阳光电	电子控制箱及检测系统的生产制造及销售、石油在线仪器生产制造和销售	 <p>红箭系列电子箱</p>  <p>红箭系列检测系统</p>	1.94 亿元 占比 5.06%

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.2 盈利能力持续提升，长期发展空间大

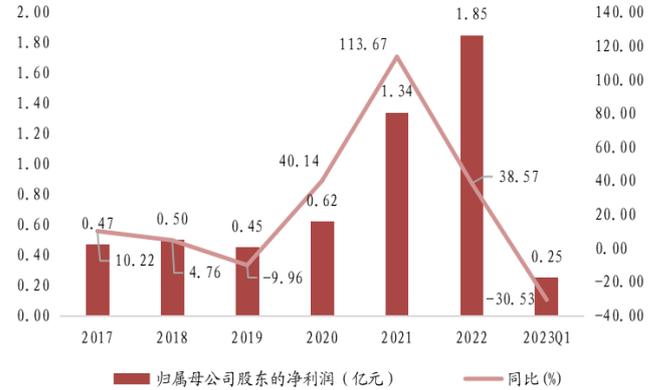
公司归母净利润复合增速远高于营收增速，盈利能力持续提升。2022 年公司总营收 38.39 亿元，同比下降 3.82%，主要系报表移除专用车收入导致；归母净利润 1.85 亿元创下新高，同比增长 38.57%。北方专用车连续 3 年亏损，剥离该不良资产后，公司盈利能力进一步加强，2023 年一季度公司扣非归母净利润 0.21 亿元，同比增长 70.05%。

图3: 2022年剥离北方专用车导致合并营收下降3.82%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2022年公司归母净利润1.85亿元创下新高

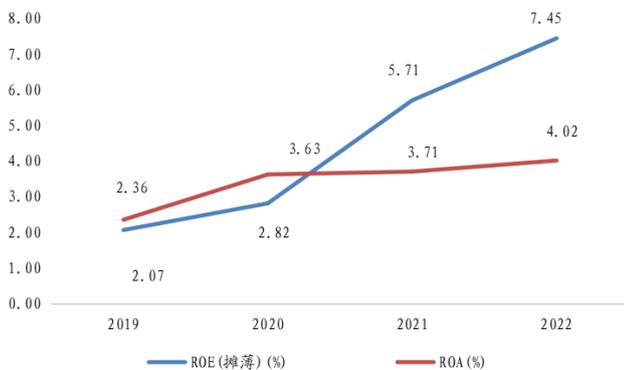


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

ROE 连续四年增长，分别为 2.07%、2.82%、5.71%、7.45%。2022 年公司剥离专用车负盈利资产专注主业，ROE 增幅较大，达到 7.45%。

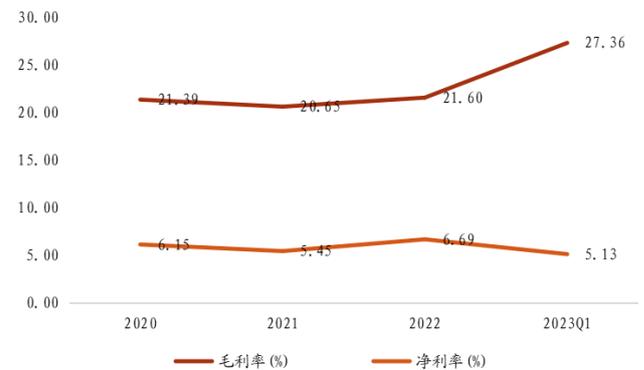
摆脱专用车业绩拖累，利率进一步改善。2023 年一季度公司毛利率为 27.36%，较上年全年指标增长 5.76 个百分点，增幅明显；净利率为 5.13%，较上年全年指标下降 1.56 个百分点，主要为公司一季度研发费用大幅增长导致。

图5: ROE、ROA 连续四年增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

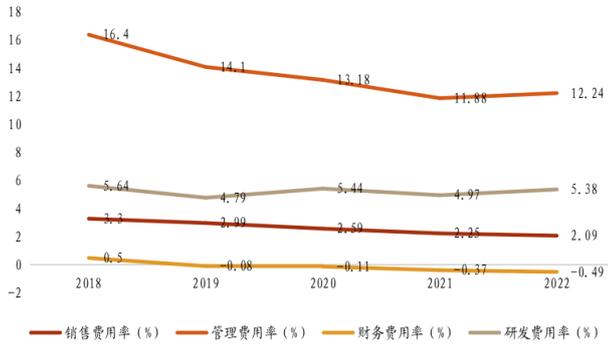
图6: 公司毛利率稳中有升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

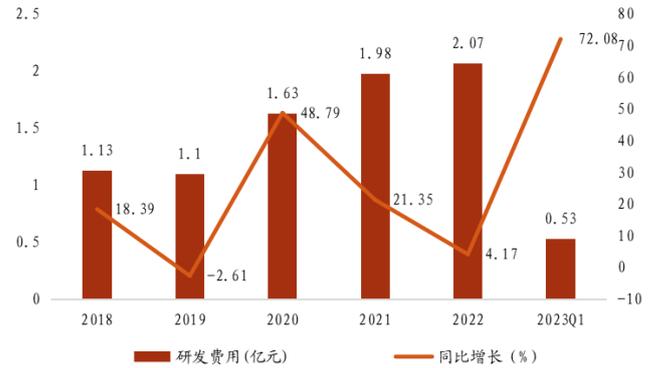
期间费用率平稳下降。研发投入不断加大，2023Q1 同比增长 72.08%。公司三费管理健康，销售费用率、管理费用率和财务费用率总体平稳下降，研发投入不断加大，2018-2022 年复合增长率达 16.34%。2023 年一季度公司研发费用达 0.53 亿元，同比增长 72.08%。随着公司智能化柔性生产线建设应用推进，数智制造能力持续提升，公司有望持续提高运营效率，优化期间费用支出。

图7: 期间费用率总体平稳下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 公司研发投入不断加大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 导航控制系统集团独供，远火内需外贸开拓市场空间

2.1 远程火箭弹：打得起、打的远、打得准

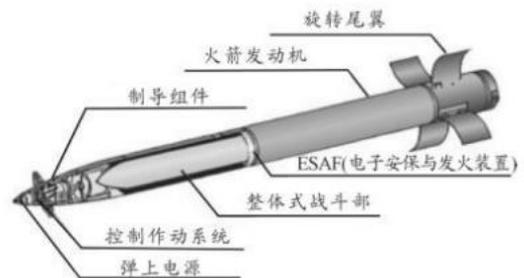
远程火箭弹：射程远、覆盖广、精度高、通用性好。远程火箭弹是一种发射远程火箭弹的多发联装发射装置，由发射平台和火箭弹组成，具有射程远、火力覆盖范围广、打击精度高、平台通用性好等特点，主要用于远距离火力压制和摧毁，既可对作战地域实施全纵深火力打击，也可与海军、空军、火箭军协同完成联合火力打击任务，在第二次世界大战及其随后的历次战争中显示出了强大的威力，成为各国陆军不可或缺的重要压制武器之一。

图9: 远程火箭弹由平台和火箭弹系统组成



资料来源: 百度百科, 浙商证券研究所

图10: 美国 GMLRS M31 火箭炮结构



资料来源: 浙商国防深度《陆军核心武器，内需外贸促增长》，浙商证券研究所

制导火箭弹更“打得起”，物美价廉占优势。精确制导远程火箭弹具备显著的价格优势，是现代战争中高效、高性价比的打击武器。远火在打击时以量取胜，单枚威力较小，目标是消耗敌人的反导系统同时打击敌方“面”范围的目标，能够有效填补了火炮和弹道导弹之间的火力空白。

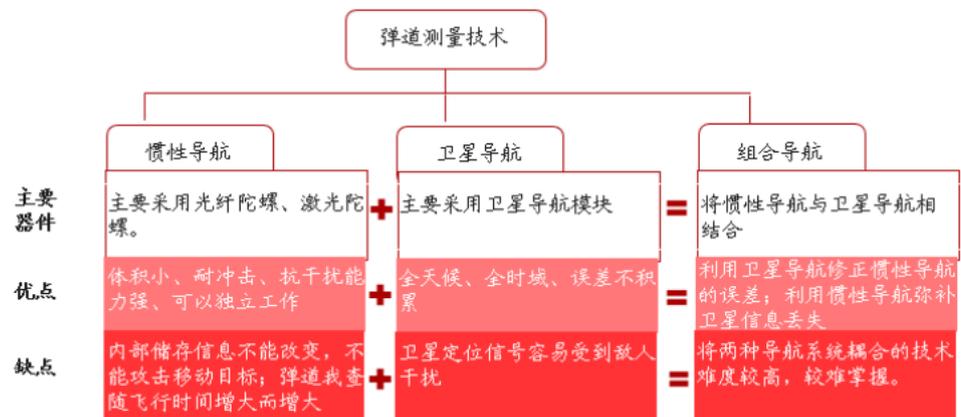
表2: 火箭弹与导弹技术特点对比

	远程火箭弹	导弹
射程 (主流型号)	中、远距离	远、超远距离
侧重	经济性、有效性	隐身性、突防性
造价	造价较低, 结构较简单	造价高, 涉及技术复杂
目标	武装突袭和炮火覆盖, 进行“面”打击	进行“点”打击, 摧毁敌方重要的目标
使用方式	通过饱和打击, 在进攻的同时消耗对方防空反导资源	单刀直入式直接攻击
机动方式	可以空运, 可选轮式或履带式底盘, 机动性强	大部分不可以空运, 部分导弹被固定在发射井内, 机动性较差
打击持续性	打击过程中持续性强, 重填弹药只要几分钟	设计时不考虑短时间连续发射能力
发射方式	倾斜角度发射	垂直发射

资料来源: 浙商国防深度《陆军核心武器, 内需外贸促增长》, 浙商证券研究所

远程火箭炮多为在无控火箭炮的基础上添加导航与制导模块、控制模块、修正执行机构等部件而来。早期火箭炮多为无控火箭炮, 在较近射程下, 精度可以满足战术需要。随着火箭炮射程的逐渐提高, 以及战场需求的不断变化, 提高火箭炮的精准打击能力也就成为了世界各国火箭炮发展中的重要方向。远程火箭炮的制导关键技术可以分为弹道测量技术和弹道修正技术两部分。惯性导航和卫星导航相结合的组合导航已经成为导弹测量技术中的主要形式, 导弹修正则通过脉冲推冲器或舵机执行。

图11: 弹药导航技术路径一览



资料来源: 浙商国防深度《陆军核心武器, 内需外贸促增长》, 浙商证券研究所

兵器工业集团、航天科技集团、航天科工集团在远火市场各具竞争优势。兵器工业、航天科技、航天科工三大集团均生产远火系列产品, 区别在于: 兵器工业集团的远火开发模式由下至上, 对原有无控弹药进行添加。航天科技和航天科工的远火开发模式由上至下, 对原有导弹技术进行精简。开发模式导致兵器工业推出的产品成本较低、战斗部价值占比高、射程相对较近, 适合解放军大规模演习使用; 航天科技、航天科工推出的产品精度高、射程远, 凭借着高性能在军贸市场获得青睐。

表3: 三大集团产品各有特点, 获得不同市场的青睐

集团	特点	开发模式示意图
兵器工业集团	立足于无控弹药的制导化改造, 制导化技术高, 总体成本低, 产品的可靠性高且通过设计阶段的飞行试验和生产定型交验, 适合我国部队大量装备和军贸市场	
航天科技集团	精度高、射程远, 凭借着高性能在军贸市场获得青睐。	
航天科工集团		

资料来源: 浙商国防深度《陆军核心武器, 内需外贸促增长》, 新华网, 浙商证券研究所

北方导航作为兵器集团下属远火核心配套单位, 产业优势明显。公司保持制导控制系统、导航控制系统的总装调试、仿真检测, 探测控制系统设计、总装调试、检测, 环控系统设计、总装调试、检测等关键核心技术和能力。根据公司公告, 兵器集团承诺集团及下属全资或控股子公司 (不包括北方导航及附属企业) 未经营与本公司存在同业竞争的业务, 公司相关业务竞争优势明显。

图12: 我国远火产业链主要参与者



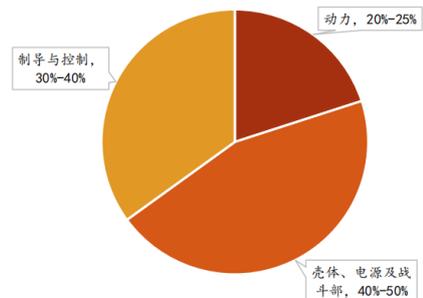
资料来源: 浙商国防深度《陆军核心武器, 内需外贸促增长》, 浙商证券研究所

图13: 几种典型导弹武器成本分系统占比

		制导与控制 (%)	发动机 (%)	再入飞行器 (%)	壳体、电源及战斗部 (%)
弹道导弹	MX	21.7	25.4	33.4	19.5
	潘兴-1	33.1	26.9	17.9	22.1
反导拦截弹	PAC-3	>47	-	-	-
	THAAD	43	11	-	46
AGM-130空地导弹		41	19	-	40
先进中程空导导弹		77	6	-	17

资料来源: 浙商国防深度《陆军核心武器, 内需外贸促增长》, 浙商证券研究所

图14: 导弹中制导与控制系统约占 30%-40%

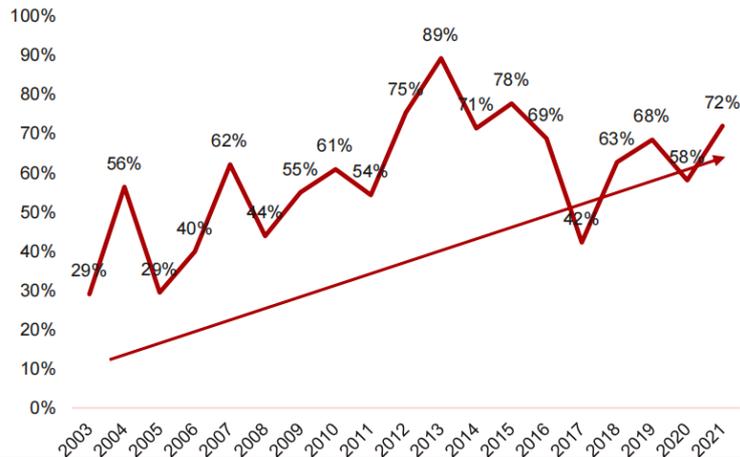


资料来源: 浙商国防深度《陆军核心武器, 内需外贸促增长》, 浙商证券研究所

2.2 俄乌战争凸显地面兵装配置重要性，远火外贸市场空间大

美陆军采购主力，国际贸易市场缺口大。随着现代战争中陆军对精确制导需求的提高，美国 GMLRS（制导型远火）在陆军采购制导武器的占比快速提高，从 2003 年的 29% 提高到 2021 年的 72%。美国国防部近些年来愈发重视制导武器的采购和应用。

图15: GMLRS 在陆军采购制导武器金额的占比由 2003 年的 29% 提高到 2021 年的 72%



资料来源：浙商国防深度《陆军核心武器，内需外贸促增长》，浙商证券研究所

我国远火系列产品已经达到世界领先水平，在世界军贸市场具有优势。我国远火经历 70 余年发展，已经达到世界一流水平，产品成为我国军贸出口的明星产品：同口径的的外贸产品中，中国某产品在射程、射击精度、弹重、自动化程度、集成化水平等方面均有突出优势，在国际市场上竞争力强，受到第三世界国家青睐，主要出口巴基斯坦、孟加拉国、阿尔及利亚和缅甸。

图16: 与世界军贸市场中几种常见产品对比，我国生产的某型号具有优势

性能名称	俄罗斯“旋风”	美国M270A1/HIMARS	巴西“阿斯特罗斯”	中国某产品
口径/毫米	300	227	300	300
管数/管	12	12/6	4	12
射程/千米	20-70/25-90 (增程)	无控15-37 (45) 制导70	22-90	20-83/60-130
射击精度/(%Xmax)	0.71 (70km系列)	无控1.23-1.38 制导0.29	1.73-2.16	0.71 (70系列火箭炮)、0.84 (130系列火箭炮)
弹重/千克	800-815	307 (296) /258	595	805/815
战斗部类型	杀伤子母战斗部、末敏子母战斗部、反坦克雷子母战斗部、破甲杀伤子母战斗部、杀伤爆破弹、云爆弹、钻地 (侵彻) 爆破弹等	破甲杀伤子母战斗部、反坦克雷子母战斗部等	破甲杀伤子母战斗部、反坦克雷子母战斗部、侵彻混凝土子母战斗部、杀伤爆破弹、燃烧弹等	破甲杀伤子母战斗部、杀爆弹、云爆弹等
弹炮齐射战斗部重量/千克	2808	1848 (1716) /642	640	2808/2280
火箭炮战斗部全重/吨	43.7	25.2/13.7	18	43.2/43.4
底盘类型	轮式8*8	履带式/轮式	轮式6*6	轮式8*8
自动化程度	简易火控系统	自动火控系统	*	自动火控系统

资料来源：浙商国防深度《陆军核心武器，内需外贸促增长》，浙商证券研究所

俄乌战争重塑军贸格局，我国军贸份额有望扩大。俄乌战争中，不断显露出俄罗斯装备水平整体落后的弊端，欧美国家的制裁更使俄武器出口受到较大影响。俄罗斯武器消耗量骤增，其产量难以供应军贸市场。俄罗斯无法保障出口武器的正常生产，同时因为俄罗斯是全球重要的原材料供应国，俄乌冲突更影响了全球军工供应链的稳定，遏制了欧美军

贸企业产能。我国近年受疫情影响出口同比减少，但军企生产研发自主可控，技术水平世界前列，军贸政治附加条件少，未来有望进一步抢占市场，我国军企迎来新机遇。

图17：我国远火出口情况

集团	型号	射程/公里	口径/mm	时间
航天七院 (四川总院)	***	45	122	2014
航天七院 (四川总院)	***	180	302	2009
航天七院 (四川总院)	***	380	425	-
航天科技集团	***	40/85	300	2004
航天科技集团	***	200	310	2016
航天科技集团	***	290	300	约2020
兵器工业集团	***	40	122	2012
兵器工业集团	***	40/50/60	122/220/227	2012
兵器工业集团	***	80	273	1995
兵器工业集团	***	120	273	
兵器工业集团	***	130	300	
兵器工业集团	***	130	300	
兵器工业集团	***	150/280/290	300/370/750	
航天科工	***	150/200/280	400	2012

资料来源：浙商国防深度《陆军核心武器，内需外贸促增长》，浙商证券研究所

2.3 十四五国防军工大发展，远火行业有望随陆军建设持续扩大

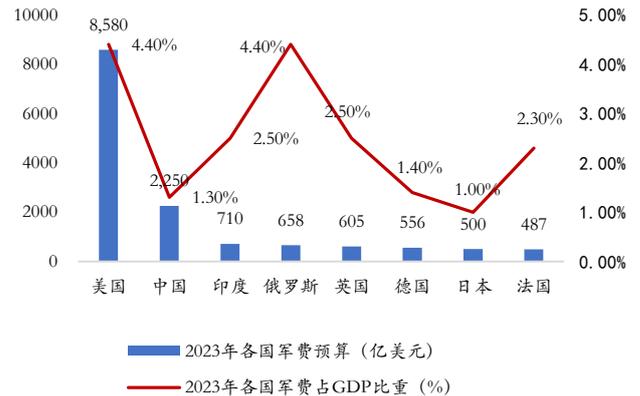
全球或将进入新一轮国防投入高增长期，我国军费有望保持高速增长。2023年我国军费预算为 15537 亿元，同比增长 7.2%。我国军费增速连续三年保持增长，但较美国军费仍然金额较小。俄罗斯、北约、日韩的军费支出也有大幅增长，后期我国国防预算有望持续增长，远火的装备采购规模也有望保持增长。

图18：2016-2023 我国国防预算统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：2023 年各国国防预算及占 GDP 比重



资料来源：Wind，浙商证券研究所

信息化战争牵引，远火未来向精度高、射程远、多武器协同方向发展。精度高：加装多种导航系统及末端制导系统，可以实现对远距离目标的精打击，甚至能实现对目标指定部位的准确袭击。射程覆盖广：正向着近远程打击皆能覆盖的武器装备发展，原本的近、中程打击需要逐渐由陆军接管，远火有望成为执行近距离及中距离以内精确打击任务的主要装备。武器协同：有利于更好发挥各武器的优势，目前已成功实现弹药和无人机的协同

应用。未来有望针对我国部队不同作战场景和使用需求，设计和生产不同的产品，进一步扩大国内市场。

图20：我军远火已经可以实现对移动目标的精准打击



资料来源：浙商国防深度《陆军核心武器，内需外贸促增长》，浙商证券研究所

图21：协助制导的无人机



资料来源：浙商国防深度《陆军核心武器，内需外贸促增长》，浙商证券研究所

3 聚焦主业，多重利好助力公司盈利能力提升

3.1 主业规模效应形成，数智建设助力降本增效

持续聚焦主业推动规模扩张，规模效应助力盈利能力提升。公司持续聚焦导航控制系统主业，推动营收规模扩张，公司本部 2022 年营业收入 27.3 亿元，5 年复合增长率达 23.0%。规模效应助力公司本部利润率快速提升。公司本部毛利率及净利率由 2018 年的 8.6%/-2.4% 提升至 2022 年的 13.9%/4.6%，均为 2017 年以来最高值。

图22：公司本部 2022 年营收 27.3 亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图23：公司本部 2022 年毛利率/净利率为 13.9%/4.6%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

数字化建设扎实推进，打造智能化、柔性化制造平台降本增效。公司数智制造能力持续提升，2022 年实现批产制导系列全谱系智能化总装能力全覆盖。完成**项目立项，获得自“十二五”以来首次生产美国投资金争取和项目立项；完成以人机协同技术为应用的某装配单元和通过全流程视觉技术串联的电缆装配生产线；某组件智能化柔性加工单元已具

备稳定的生产能力；某舱体机加生产线完成竣工验收。公司扎实推进信息化平台建设。两化融合管理体系通过现场评审，取得了 AAA 评定证书，成为集团公司首家 AAA 级企业；数字化车间（一期）完成建设；统一代码推进工程项目已完成与二级节点系统的数据对接，通过项目验收；质量数据信息系统三期上线试运行。

表4：公司重要在建工程情况（截至 2022 年末）

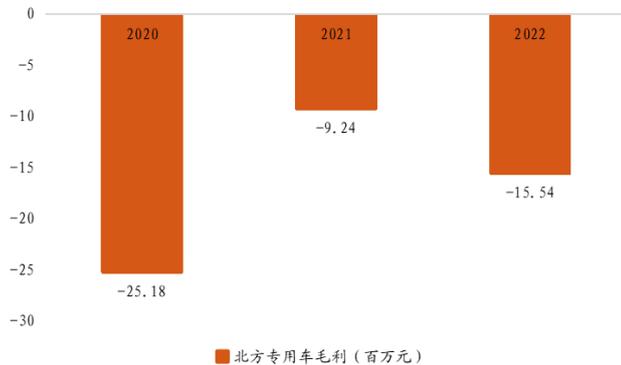
项目名称	预算数 (元)	工程累计投入占比 (%)	工程进度	资金来源
智能制造	8,000,000.00	9.60	未完工	自筹
军品生产线 6	28,500,000.00	62.96	未完工	
军品生产线 5	12,300,000.00	93.37	已完工	
生产线改造	29,710,000.00	12.08	去让转出	
军品生产线 2	7,915,000.00	47.45	已完工	

资料来源：公司公告，浙商证券研究

3.2 资产进一步优化，股权激励注入企业内生动力

置出北方专用车 100% 股份，公司资产进一步优化。公司 2022 年 3 月将与中兵航联共同持有的子公司北方专用车 100% 股权分别转让给航弹院和导航集团持有。截至目前，相关事宜均处理完毕。北方专用车连续三年累计亏损为进一步聚焦主业，加强业务资源整合和优化产业结构布局。

图24：北方专用车连续三年亏损



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图25：北方专用车部分产品示意



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

清查落后闲置资产，净化资产规模。2022 年 8 月，公司对闲置期限久、终止使用、无相关经营活动情况的无人车等产品存货进行充分分析和评估，存在减值迹象，计提存货跌价准备金额 3335.07 万元，对公司归母净利润的影响 2834.81 万元。2021 年公司上市本部资产进行清查，发现部分无形资产相关技术已不再用于现有产品制造和科研项目研制，已被其他新技术等所代替，或停止相关生产、经营活动的情况。本着谨慎性原则，上市公司本部 2021 年计提无形资产减值准备 1363 万元。

表5: 公司计提存货跌价准备金额 3335.07 万元、计提无形资产减值准备 1363 万元

22 年存货跌价准备计提 (万元)			
项目名称	原值	已计提存货跌价准备	本次拟计提存货跌价准备金额
无人车产品	4,492.00	2,427.86	2,064.14
XX 无人车产品	377.00	311.07	65.93
503 产品	688.00	/	688.00
507 产品	437.00	/	437.00
426、502 产品	80.00	/	80.00
合计:			3335.07
21 年无形资产减值准备计提标 (万元)			
项目名称	原值	已摊销金额	计提减值准备金额
船载天线	1278.01	766.81	511.20
XX 型号机器人项目	660.89	462.62	198.27
车载 (舰载) XX 型号 XX 系统项目	701.95	631.75	70.20
XX 组合导航系统	247.61	222.85	24.76
XX 型号项目	1117.14	558.57	558.57
合计:			1363.00

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

股权激励绑定员工利益, 为公司中长期发展注入内生增长动力。2020 年公司发布股票期权激励计划, 向包括公司董事及高层管理人员、核心骨干人员在内的 108 人授予了 2959.22 万份股票期权, 行权价格为每股 8.59 元, 行权条件为以 2019 年营业收入均值为基数, 2021-2023 年营业收入复合增长率分别不低于 10%、10.5%、11%, EOE 均不低于 11%, 上述指标均不得低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平, EVA 优于兵器集团考核指标且 $\Delta EVA > 0$ 。2022 年 12 月 30 日进入第一个行权期, 实际授予人数 94 人, 行权价格 8.54 元。

表6: 公司期权激励方案

授予人数	公司业绩考核	个人业绩考核	行权价格 (元)
计划 108	2019 年营业收入均值为基数, 2021-2023 年营业收入激励对象的绩效评价结果按照分数区间 90 复合增长率分别不低于 10%、10.5%、11%, EOE 均不 (含) 至 100 分、80 (含) 到 90 分、70 (含) 低于 11%, 上述指标均不得低于对标企业 75 分位值或至 80 分、70 分以下划分为 A、B、C、D 四个档 同行业平均水平, EVA 优于兵器集团考核指标且 Δ 次, 行权标准系数分别为 1、0.9、0.7、0。当期 EVA > 0。	计划	8.59
		实际	8.54
		未行权部分由公司注销。	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

管理层实行个性化业绩指标考核, 优化薪酬分配方案。年度经营业绩考核指标及目标值通过《年度经营业绩考核责任书》进行个性化确定, 考核指标以定量指标和定性指标相结合, 定量指标权重一般不低于 60%。由经理层成员共同承担完成的共性指标权重不超过 50%, 如设置风险防控和合规管理体系建设、安全生产管理、节能环保等共性指标。经理层副职个性化业绩指标权重应超过 50%, 并进行个性化确定。通过个性化考核实现专人专向负责, 有利于提高公司管理效率, 激发工作热情。

表7: 公司经理层副职实行个性化年度经营业绩考核

经理层副职	个性化业绩指标	经理层副职	个性化业绩指标
董事会秘书	市值管理、信息披露	财务总监	财务指标、财金管理
主管资产经营副总经理	资产经营、参股公司管理	主管经营副总经理	规划经营、投资管理
主管科研副总经理	科研管理、研制任务	主管质量副总经理	装备质量、服务保障
主管安全环保副总经理	安全、环保	主管生产副总经理	任务交付、项目建设

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测

公司是军工核心二、三、四级配套厂家, 本部及三家子公司业务分别涵盖导航与控制、军事通信、智能集成连接、电子控制等领域, 我们综合行业发展及公司实际情况, 做出如下关键假设:

公司本部: 远程火箭弹具有消耗品属性, 且为陆军主要武器装备, 后期有望随陆军快速建设实现超预期发展; 外贸方面, 全球远火军贸市场缺口大, 内需外贸共促行业增长。公司本部为远火控制舱生产单位, 在集团内具独占地位, 未来有望受益; 结合公司在手订单及总体产能规划, 预计未来 3 年营收增速为 29%, 39%, 22%。毛利率方面, 由于公司 2022 年实现批产制导系列全谱系智能化总装能力全覆盖, 数智建设助力降本增效, 未来毛利率有望稳中略增, 预计 2023-2025 年分别为 15%、15%、17%。

中兵通信: 公司超短波地空通信领域处于龙头, 设备市占率达 60%, 2022 年受疫情影响营收有所下滑, 随着疫情结束, 预计 2023 年本年度计划完成任务及 2022 年结转任务, 导致 2023 年同比增长较快, 预计同比 2022 年增长 43%; 2024-2025 年营收稳健增长, 预计同比增速分别为 10%、10%。公司大部分产品为军品, 合同订单确定, 毛利率较为稳定, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 38%、38%、38%。

中兵航联: 公司拥有先进的试验、检测设备和军检设施, 建立了自动化和半自动化生产线, 产品在细分领域具有优势, 结合公司在手订单及总体产能规划, 预计 2023-2025 年营收增速分别为 26%、10%、10%。公司军品已经定型定价, 毛利率总体稳定, 预计后期有望受益于规模经济效应小幅度提升。预计 2023-2025 年分别为 52%、52%、54%。

衡阳光电: 衡阳北方光电是红箭全系列反坦克导弹控制箱的定点厂, 是全国最大的生产石油在线仪器生产商, 未来有望受益导弹市场增长, 结合公司在手订单及总体产能规划。预计 2023 年公司维持 2022 年整体营收水平, 2024-2025 年受益于下游订单下达, 营收有小幅度增长, 预计营收增速分别为 10%、10%。公司大部分产品为军品, 产品已定型定价, 毛利率稳定, 预计毛利率分别为 43%、43%、43%。

综上, 公司预计 2023-2025 年实现营业收入 49.60/65.07/77.39 亿元, 收入增速为 29.20%/31.18%/18.93%, 综合毛利率分别为 22.91%/21.63%/19.10%。

表8: 公司收入拆分及预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3992.00	3839.45	4960.42	6506.89	7738.71
-YOY	32.81%	-3.82%	29.20%	31.18%	18.93%
综合毛利率	20.65%	23.56%	22.91%	21.63%	19.10%
		公司本部			

营业收入 (百万元)	2595.93	2760.44	3564.42	4971.89	6050.21
-YOY		6.34%	29.12%	39.49%	21.69%
毛利率	12.74%	15.00%	15.00%	15.00%	17.00%
中兵通信-子公司					
营业收入 (百万元)	627.00	532.63	759.00	835.00	918.50
-YOY		-15.05%	42.50%	10.01%	10.00%
毛利率	37.83%	42.34%	38.00%	38.00%	38.00%
中兵航联-子公司					
营业收入 (百万元)	366.00	351.97	443.00	487.00	535.70
-YOY		-3.83%	25.86%	9.93%	10.00%
毛利率	51.31%	51.65%	52.00%	52.00%	54.00%
衡阳光电-子公司					
营业收入 (百万元)	160.00	194.41	194.00	213.00	234.30
-YOY		21.51%	-0.21%	9.79%	10.00%
毛利率	42.88%	42.88%	42.88%	42.88%	42.88%

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所测算

5 投资建议

解放军远火武器向着战略威慑发展, 未来向精度高、射程远、多武器协同方向发展; 俄乌战争重塑世界军贸市场格局, 中国军企迎来新机遇, 军贸份额有望扩大。远火产业内需外贸牵引, 未来确定性增长, 带动整个产业链协同发展。公司是远火产业核心供应商, 在兵器集团内具有独供地位。同时公司加速数字化转型升级, 聚焦主业拉大规模效应, 实行股权激励注入内生动力, 剥离部分资产净化产业结构, 多管齐下助力公司盈利能力快速提升。

核心逻辑: 内需外贸共促远火大发展+公司业务集团内独占优势+数字化转型升级、规模效应、股权激励、剥离部分资产多管齐下共助力公司盈利能力提升。预计 2023-2025 年公司归母净利润 2.83/4.41/5.07 亿元, 同比增长 53%、56%、15%。2023-2025 年 PE 分别为 58/37/32 倍。首次覆盖, 给予增持评级。

表9: 可比公司估值表 (2023 年 06 月 16 日)

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB(MRQ)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
理工导航	688282.SH	47	1.52	2.66	3.78	30.79	17.53	12.34	3.06
中兵火箭	000519.SZ	250	9.56	11.66	13.78	26.10	21.41	18.10	2.57
长盈通	688143.SH	41	1.09	1.44	1.88	37.31	28.20	21.63	3.28
洪都航空	600316.SH	160	1.71	2.15	2.67	93.30	74.40	59.95	3.02
平均			3.47	4.48	5.53	46.87	35.39	28.01	2.98
北方导航	600435.SH	165	2.83	4.41	5.07	57.71	37.00	32.18	6.39

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 市值截止日期为 2023 年 06 月 16 日, 可比公司采用 Wind 一致预测

6 风险提示

经营不及预期风险：公司主要产品用于特定用途的远程制导弹药等武器装备，但军方采购政策服务于国防需求，受国防开支预算和国防战略安排影响。军方采购政策的变动将直接影响公司产品采购需求和价格，影响新产品的列装定型进度和量产时间，从而对公司产品销售情况及收入和毛利率带来不利影响。

技术快速更迭风险：公司所处行业属于技术密集型行业，对技术创新的能力及投入具有较高要求，产品性能和产品创新很大程度上依赖于企业的技术水平及持续研发投入。若公司不能准确预测产品的市场发展趋势、及时研究开发新技术，或科研与产业化不能同步跟进，将逐渐丧失市场竞争力，影响公司盈利能力。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5207.58	6415.85	8371.63	10188.42
现金	1999.71	1998.40	2745.91	3506.95
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	2530.46	3219.66	4206.35	5002.73
其它应收款	3.83	73.17	36.13	54.95
预付账款	26.66	220.10	239.33	236.55
存货	609.14	872.10	1110.30	1352.64
其他	37.78	32.43	33.60	34.60
非流动资产	1118.51	1019.56	934.99	845.41
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	716.47	684.59	649.34	611.39
无形资产	140.70	95.74	52.06	9.95
在建工程	66.58	53.27	42.61	34.09
其他	194.76	185.97	190.97	189.97
资产总计	6326.09	7435.42	9306.61	11033.84
流动负债	3074.37	3761.85	5002.58	6003.14
短期借款	0.00	99.00	83.00	60.67
应付款项	2619.76	3224.86	4393.77	5374.32
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	454.61	437.99	525.82	568.15
非流动负债	17.09	16.68	16.56	16.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.09	16.68	16.56	16.78
负债合计	3091.46	3778.53	5019.14	6019.92
少数股东权益	749.95	880.05	1069.56	1288.91
归属母公司股东权益	2484.69	2776.84	3217.91	3725.01
负债和股东权益	6326.09	7435.42	9306.61	11033.84

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	469.91	(130.65)	736.21	741.55
净利润	256.97	412.91	630.58	726.45
折旧摊销	97.90	90.52	89.92	88.91
财务费用	(19.00)	(22.39)	(29.14)	(40.82)
投资损失	(30.18)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	231.24	(410.34)	255.75	193.79
其它	(67.01)	(201.36)	(210.90)	(226.78)
投资活动现金流	224.25	(3.90)	(0.01)	0.63
资本支出	137.68	0.00	0.00	0.00
长期投资	7.81	(5.66)	1.17	1.11
其他	78.75	1.76	(1.18)	(0.48)
筹资活动现金流	(93.05)	133.25	11.31	18.87
短期借款	(150.00)	99.00	(16.00)	(22.33)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	56.95	34.25	27.31	41.20
现金净增加额	601.11	(1.31)	747.51	761.04

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3839.45	4960.41	6506.88	7738.70
营业成本	3010.32	3823.78	5099.22	6260.67
营业税金及附加	21.12	24.20	30.98	17.80
营业费用	80.22	124.01	149.66	154.77
管理费用	263.42	297.62	325.34	348.24
研发费用	206.53	238.10	260.28	232.16
财务费用	(19.00)	(22.39)	(29.14)	(40.82)
资产减值损失	55.75	49.60	32.53	15.48
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.18	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	1.57	11.97	23.32	8.90
营业利润	252.84	437.45	661.34	759.31
营业外收支	11.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	264.16	437.45	661.34	759.31
所得税	7.19	24.54	30.76	32.86
净利润	256.97	412.91	630.58	726.45
少数股东损益	71.92	130.10	189.52	219.34
归属母公司净利润	185.05	282.82	441.06	507.11
EBITDA	332.06	500.59	720.35	805.03
EPS (最新摊薄)	0.12	0.19	0.29	0.34

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-3.82%	29.20%	31.18%	18.93%
营业利润	-15.83%	73.02%	51.18%	14.81%
归属母公司净利润	-6.34%	52.83%	55.95%	14.97%
获利能力				
毛利率	21.59%	22.91%	21.63%	19.10%
净利率	6.69%	8.32%	9.69%	9.39%
ROE	5.85%	8.21%	11.10%	10.90%
ROIC	9.13%	13.40%	18.15%	18.05%
偿债能力				
资产负债率	48.87%	50.82%	53.93%	54.56%
净负债比率	0.07%	2.74%	1.71%	1.06%
流动比率	1.69	1.71	1.67	1.70
速动比率	1.50	1.47	1.45	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.72	0.78	0.76
应收账款周转率	1.89	2.13	2.15	2.05
应付账款周转率	1.60	1.90	1.96	1.86
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.19	0.29	0.34
每股经营现金	0.31	-0.09	0.49	0.49
每股净资产	1.67	1.85	2.15	2.49
估值比率				
P/E	88.19	57.71	37.00	32.18
P/B	6.53	5.88	5.07	4.38
EV/EBITDA	48.29	30.59	20.46	17.61

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>