

2022年08月24日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 理工导航 (688282)

### 2022年中报点评：远程制导弹药国内高精度惯性导航系统领先者，下游需求提升空间大

#### 报告摘要

◆ 事件：公司8月22日公告，2022年上半年实现营收1.36亿元（-6.96%），归母净利润3536.18万元（+11.16%），扣非归母净利润2654.84万元（-16.27%），毛利率37.71%（+8.27pcts），净利率25.92%（+4.22pcts），基本每股收益0.46元（-4.73%）。

◆ 公司惯导系统一季度业绩增速显著，二季度受疫情影响交货有所延迟

2022年上半年报告期内，公司实现营收1.36亿元（-6.96%），归母净利润3536.18万元（+11.16%），主要系本期取得的与收益相关的政府补助款以及购买银行理财产品确认的理财收益较上年同期增加；就单季度业绩来看，公司Q1营收0.69亿元（+42.99%），归母净利0.14亿元（+122.74%），2022年一季度惯性导航系统销售数量同比增幅较大，同时完成合同免税备案，利润提升；公司Q2营收0.67亿元（同比-31.63%，环比-2.90%），归母净利润0.21亿元（同比-16.00%，环比+50.00%），公司二季度业绩受疫情影响较大，部分惯导性导航系统产品延迟交货，本期惯性导航系统销售数量较上年同期减少，导致销售收入减少。

费用方面，报告期内，公司期间费用0.17亿元（+25.24%），期间费用率12.69%（+3.26pcts），公司费用提升主要系管理费用（904.50万元，+118.08%）提升明显，主要为公司上市所需审计评估等中介费用以及发放上市奖金所致。同时研发投入（0.98亿元，+3.30%）不断提升，2022年上半年，公司累计获得发明专利7个，实用新型专利9个，软件著作权26个。

◆ 国内高精度惯性导航系统领先者，报告期内公司业务收入来源于惯性导航系统产品

公司的主要产品及服务包括惯性导航系统、惯性导航系统核心部件、其他零部件和技术服务等，产品主要用于远程制导弹药等武器装备。公司在立

投资评级

买入

首次覆盖

2022年08月23日

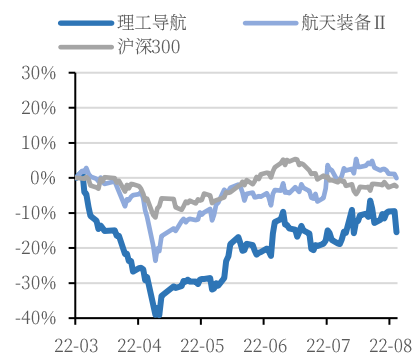
收盘价(元): 46.79

目标价(元): 63.30

#### 公司基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股)     | 88.00       |
| 总市值(百万)      | 4,117.52    |
| 流通股本(百万股)    | 19.98       |
| 流通市值(百万)     | 934.95      |
| 12月最高/最低价(元) | 62.75/32.93 |
| 资产负债率(%)     | 17.23       |
| 每股净资产(元)     | 0.00        |
| 市盈率(TTM)     | 40.35       |
| 市净率(PB)      | ∞           |
| 净资产收益率(%)    | 2.37        |

#### 股价走势图



#### 作者

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王菁菁 分析师  
SAC执业证书: S0640518090001  
联系电话: 010-59219570  
邮箱: wangjj@avicsec.com

王宏涛 分析师  
SAC执业证书: S0640520110001  
联系电话: 010-59562525

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

足军工的同时逐步向民用领域拓展市场，已研发出适用于无人机、无人船、自动驾驶、能源勘采、测绘等各类应用场景的产品。

邮箱: wanght@avicsec.com

**相关研究报告**

公司持续参与各军兵种新型武器弹药的研发配套工作，已定型的\*\*51、\*\*51A 和\*\*51B 型惯性导航系统均为相关配套装备的唯一供应商，技术处于国内先进水平。随着制导装置成本的下降、未来战场对精确毁伤能力要求的不断提升，传统的“地毯式轰炸”已逐渐过时，各类军用武器弹药均有智能化、精确化升级的需求，公司正在积极开发成本更低的惯性导航系统以适应未来大量传统弹药精确化升级和新型炮弹/无动力炸弹制导化的需求。公司目前定型的惯性导航系统产品用于我军现役武器装备，且部分产品定型时间较短，该领域市场空间广阔；同时，2020 年 10 月公司以第一名成绩中标的军方某型改进惯性定位导航装置项目在未来定型后也将会有较大新增需求。

图表：公司 IPO 募投项目情况

| 序号 | 项目名称         | 项目投资金额（万元） | 实施主体 | 达到预定可使用状态日期 | 产能情况                               |
|----|--------------|------------|------|-------------|------------------------------------|
| 1  | 惯性导航装置扩产建设项目 | 8006.01    | 理工导航 | 2022 年 12 月 | 2500 套惯导装置                         |
| 2  | 光纤陀螺仪生产建设项目  | 28748.25   | 七星导航 | 2022 年 12 月 | 实现公司惯导系统所需陀螺仪全自产，成本低，提升盈利空间        |
| 3  | 研发中心建设项目     | 7350.64    | 理工导航 | 2023 年 6 月  | 增强公司自主研发能力，高精度光纤陀螺仪技术与高精度加速度计技术的研究 |
| 4  | 补充流动资金       | 20000.00   | 理工导航 | 不适用         |                                    |
| 合计 |              | 64104.90   |      |             |                                    |

资料来源：公司公告、中航证券研究所

### ◆ 投资建议

我们认为，1) 公司惯性导航产品配套于多型远程制导弹药，已定型的\*\*51、\*\*51A 和\*\*51B 型惯性导航系统均为相关配套装备的唯一供应商，随着军方对精确制导弹药需求的增长，配套弹种预计将持续增多。同时根据军品配套定型较为稳定的特点，公司将充分受益于弹药“成熟型号装备的消耗性补充”与“新型号装备的定型量产”两方面带动，公司军品产品业绩有望持续稳定增长，产能高点或在“十四五”中后期实现；

2) 公司光纤陀螺仪生产建设项目和惯性导航装置扩产建设项目预计 2022 年 12 月可达到预定可使用状态, 届时将形成年产 2500 套惯导装置的生产能力, 从而缓解产能瓶颈约束, 更好地满足客户的需求, 提升市场份额。

基于以上观点, 我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 4.00 亿元、5.34 亿元和 7.04 亿元, 归母净利润分别为 0.88 亿元、1.18 亿元及 1.49 亿元, EPS 分别为 1.00 元、1.34 元、1.70 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景, 我们给予“买入”评级, 目标价 60.30 元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 60 倍、45 倍、35 倍。

#### ◆ 风险提示

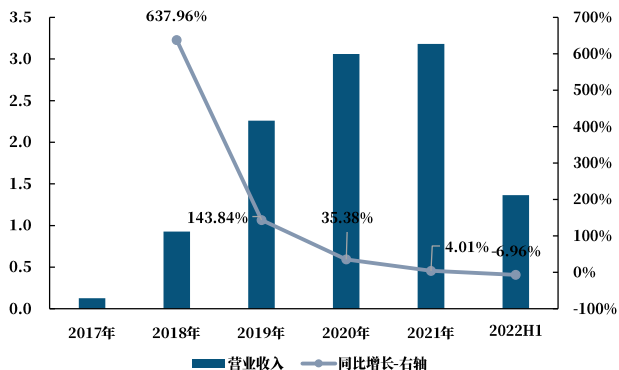
募投项目建设及生产产能不及预期; 特种装备订单波动; 客户和供应商集中度较高

| 财务数据与估值        | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 318.22 | 400.26 | 533.51 | 703.65 |
| 增长率 (%)        | 4.01%  | 25.78% | 33.29% | 31.89% |
| 归母净利润 (百万元)    | 73.07  | 87.83  | 117.67 | 149.48 |
| 增长率 (%)        | 2.55%  | 20.20% | 33.96% | 27.04% |
| 毛利率 (%)        | 37.07% | 38.56% | 41.00% | 42.00% |
| 每股收益 (元)       | 0.83   | 1.00   | 1.34   | 1.70   |
| 市盈率 PE         | 56.35  | 46.88  | 34.99  | 27.55  |
| 市净率 PB         | 15.81  | 12.62  | 9.94   | 7.82   |
| 净资产收益率 ROE (%) | 28.05% | 26.92% | 28.39% | 28.40% |

资料来源: iFind, 中航证券研究所

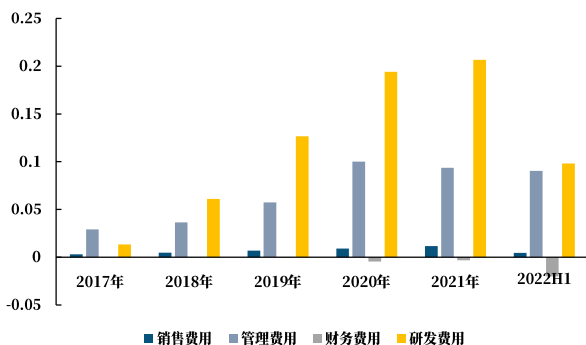
## ● 2017-2022 年中报公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

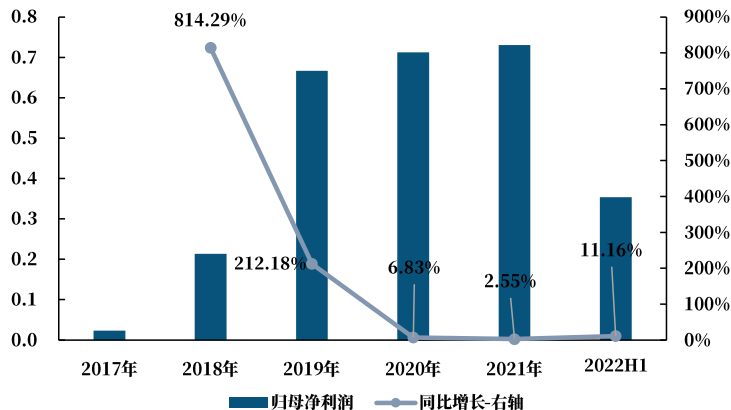
图3 公司期间费用情况（单位：亿元）



资料来源：iFind，中航证券研究所

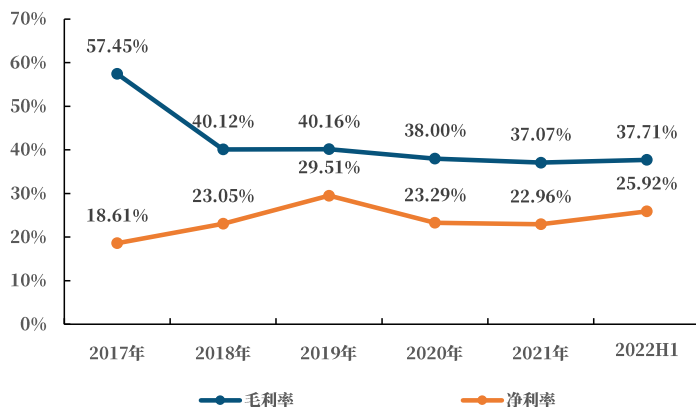
注：公司 2022 年中报披露营业收入全部为惯导系统收入

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司毛利率/净利率变化情况（单位：%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

## 财务报表与财务指标

| 利润表 (百万元)   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 资产负债表 (百万元) | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入        | 305.94 | 318.22 | 400.26 | 533.51 | 703.65 | 货币资金        | 72.90  | 34.63  | 160.10 | 237.15 | 355.06  |
| 营业成本        | 189.68 | 200.25 | 245.92 | 314.77 | 408.11 | 应收票据及账款     | 163.81 | 227.90 | 211.65 | 282.11 | 372.07  |
| 税金及附加       | 0.45   | 0.92   | 0.80   | 1.19   | 1.57   | 预付账款        | 4.47   | 10.58  | 7.28   | 9.71   | 12.81   |
| 销售费用        | 0.91   | 1.17   | 1.00   | 2.03   | 2.53   | 其他应收款       | 0.09   | 0.00   | 0.11   | 0.15   | 0.20    |
| 管理费用        | 10.01  | 9.36   | 20.01  | 32.01  | 54.88  | 存货          | 51.68  | 91.17  | 119.31 | 152.71 | 198.00  |
| 研发费用        | 19.40  | 20.65  | 28.02  | 45.88  | 63.33  | 其他流动资产      | 0.00   | 0.01   | 0.14   | 0.18   | 0.24    |
| 财务费用        | -0.45  | -0.32  | 1.82   | 0.99   | -0.04  | 长期股权投资      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    |
| 资产减值损失      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 固定资产        | 7.72   | 7.80   | 31.37  | 50.34  | 64.70   |
| 信用减值损失      | -4.72  | -3.42  | -2.00  | -2.67  | -3.52  | 在建工程        | 58.87  | 176.40 | 147.00 | 117.60 | 88.20   |
| 其他经营损益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 无形资产        | 24.44  | 22.42  | 18.68  | 14.95  | 11.21   |
| 投资收益        | 0.09   | 0.00   | 0.04   | 0.04   | 0.04   | 长期待摊费用      | 0.32   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    |
| 公允价值变动损益    | 0.19   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 其他非流动资产     | 33.48  | 16.88  | 16.88  | 16.88  | 16.88   |
| 资产处置收益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 资产总计        | 417.77 | 587.79 | 712.54 | 881.78 | 1119.36 |
| 其他收益        | 0.44   | 0.72   | 0.20   | 1.20   | 2.00   | 短期借款        | 0.00   | 0.00   | 9.30   | 0.00   | 0.00    |
| 营业利润        | 81.94  | 83.49  | 100.93 | 135.21 | 171.77 | 应付票据及账款     | 133.16 | 229.92 | 244.97 | 313.56 | 406.54  |
| 营业外收入       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 其他流动负债      | 97.19  | 52.22  | 96.50  | 128.17 | 170.77  |
| 营业外支出       | 0.00   | 0.01   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 流动负债合计      | 230.35 | 282.14 | 350.77 | 441.73 | 577.31  |
| 其他非经营损益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 长期借款        | 0.00   | 45.16  | 35.48  | 25.62  | 15.65   |
| 利润总额        | 81.94  | 83.49  | 100.93 | 135.20 | 171.76 | 其他非流动负债     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    |
| 所得税         | 10.68  | 10.41  | 13.09  | 17.54  | 22.28  | 非流动负债合计     | 0.00   | 45.16  | 35.48  | 25.62  | 15.65   |
| 净利润         | 71.25  | 73.07  | 87.83  | 117.67 | 149.48 | 负债合计        | 230.35 | 327.30 | 386.25 | 467.36 | 592.96  |
| 少数股东损益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 股本          | 66.00  | 66.00  | 66.00  | 66.00  | 66.00   |
| 归属母公司股东净利润  | 71.25  | 73.07  | 87.83  | 117.67 | 149.48 | 资本公积        | 51.43  | 51.43  | 51.43  | 51.43  | 51.43   |
| 现金流量表 (百万元) | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 留存收益        | 69.99  | 143.06 | 208.86 | 297.00 | 408.98  |
| 经营性现金净流量    | 77.28  | -2.62  | 149.70 | 126.84 | 165.58 | 归属母公司权益     | 187.41 | 260.49 | 326.28 | 414.43 | 526.41  |
| 投资性现金净流量    | -92.26 | -73.88 | 0.01   | -0.12  | -0.23  | 少数股东权益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00    |
| 筹资性现金净流量    | -20.35 | 37.02  | -24.23 | -49.67 | -47.44 | 股东权益合计      | 187.41 | 260.49 | 326.28 | 414.43 | 526.41  |
| 现金流量净额      | -35.34 | -39.47 | 125.48 | 77.05  | 117.91 | 负债和股东权益合计   | 417.77 | 587.79 | 712.54 | 881.78 | 1119.36 |

资料来源：iFind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637