



北方导航 (600435)

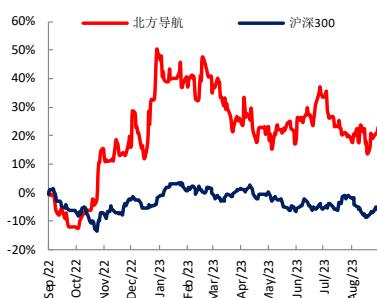
目标价: 20.00

昨收盘: 11.06

国防军工

内需外贸空间广阔，导控龙头行稳致远

■ 走势比较



报告摘要

国家重点保军企业，导控龙头稳步前行。北方导航控制技术股份有限公司以“导航控制和弹药信息化技术”为主营业务，致力于在制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制、卫星与地面通信、军用电连接器领域，打造国内领先地位的高科技信息化产品研发和生产基地，是国家认定的高新技术企业、国家重点保军企业。近年来，公司围绕导航与控制、军事通信、智能集成连接产业领域，调整优化产业结构布局，通过剥离亏损的专用车业务，使未来经营风险得到充分释放，财务状况有明显改善，公司整体盈利能力持续提升。

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,498/1,498
总市值/流通(百万元)	16,569/16,569
12 个月最高/最低(元)	13.14/7.64

中国远火性能卓越，内需外贸空间广阔。远程火箭炮具有速度快、打击范围广、杀伤力强等特点，在现代战争中扮演着重要角色。相较于战役战术导弹，远程火箭炮的使用成本更低、效费比更高、机动能力更强。远程火箭炮也会加装一些精确制导设备，使其能够像导弹一样用于远程精确打击。目前，中国在远程火箭炮领域已处于国际领先地位。以 SR-5 和 AR-3 两个系列的远程火箭炮系统为例，它们在射程、弹药种类和制导模式的多样性等方面比美国的“海马斯”火箭炮系统更胜一筹，目前已出口至多个中东国家，未来市场空间十分广阔。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年的净利润为 3.36 亿元、4.51 亿元、5.68 亿元，EPS 为 0.22 元、0.30 元、0.38 元，对应 PE 为 47 倍、35 倍、28 倍，维持“买入”评级。

■ 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,839.45	4,855.36	6,095.42	7,340.72
净利润(百万元)	185.05	335.66	451.14	568.01
基本每股收益(元)	0.12	0.22	0.30	0.38
市盈率 (PE)	93.91	46.64	34.70	27.56

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

相关研究报告：

北方导航 (600435) 《北方导航 (600435) 中报点评：产业结构持续优化，盈利能力稳步提升》
--2023/08/14

证券分析师：马浩然
电话：010-88321893
E-MAIL：mahr@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517120003

风险提示：军品订单增长不及预期；产品交付进度不及预期。

目录

一、 国家重点保军企业，导控龙头稳步前行	4
(一) 背靠兵器集团实现整体上市，支撑弹药领域转型升级	4
(二) 剥离低效资产轻装上阵，盈利能力有望持续提升	6
二、 中国远火性能卓越，内需外贸空间广阔	8
(一) 美国“海马斯”火箭炮在俄乌战场上大放异彩	8
(二) 中国远火性能超越“海马斯”，已出口至多个中东国家	10
三、 优化产业结构布局，增强发展内生动力	15
(一) 中兵通信	15
(二) 中兵航联	17
(三) 衡阳光电	18
四、 盈利预测及估值	21
五、 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 控股子公司最新财务概况	6
图表 4: 北方导航 2018-2022 年营业收入情况	6
图表 5: 北方导航 2018-2022 年归母净利润情况	6
图表 6: 北方导航 2018-2022 年收入结构	7
图表 7: 北方导航 2018-2022 年毛利结构	7
图表 8: 远程火箭炮 VS 导弹	8
图表 9: “海马斯”火箭炮	9
图表 10: “海马斯”火箭炮	9
图表 11: “海马斯”发射车	9
图表 12: “海马斯”弹药补给车	9
图表 13: 俄乌战场上的“海马斯”	10
图表 14: “海马斯”击中俄罗斯联军车库	10
图表 15: 中国火箭炮发展历程	11
图表 16: SR-5 远程火箭炮	11
图表 17: SR-5“飞龙-60B”巡航导弹	11
图表 18: AR-3 远程火箭炮	12
图表 19: AR-3 远程火箭炮	12
图表 20: “海马斯”配备火箭弹	13
图表 21: 火龙系列火箭弹	13
图表 22: 中兵通信主要产品	15
图表 23: 中兵通信 2018-2022 年营业收入情况	16
图表 24: 中兵通信 2018-2022 年净利润情况	16
图表 25: 中兵航联主要产品	17
图表 26: 中兵航联 2018-2022 年营业收入情况	18
图表 27: 中兵航联 2018-2022 年净利润情况	18
图表 28: 衡阳光电主要产品	19
图表 29: 衡阳光电 2018-2022 年营业收入情况	19
图表 30: 衡阳光电 2018-2022 年净利润情况	19

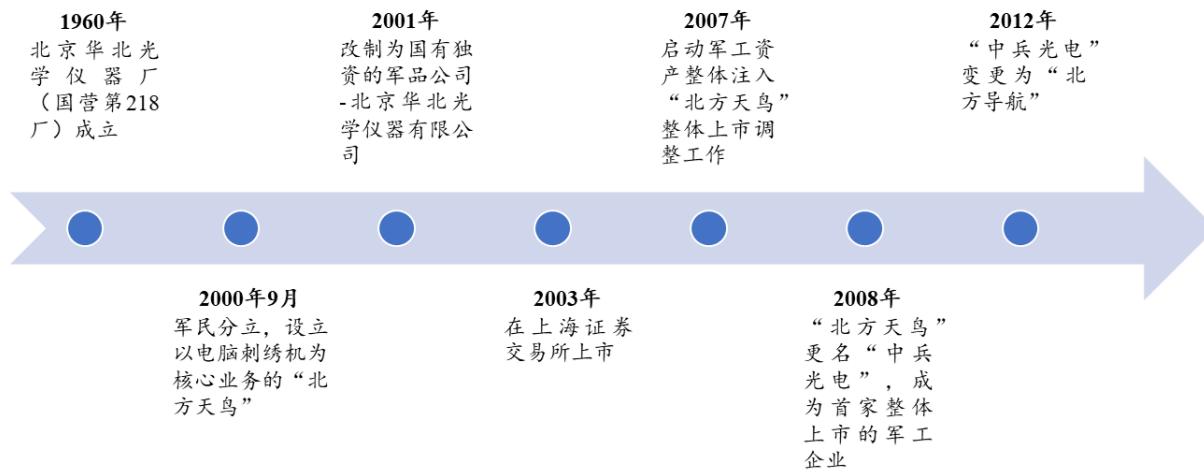
一、国家重点保军企业，导控龙头稳步前行

北方导航控制技术股份有限公司（简称“北方导航”）以“导航控制和弹药信息化技术”为主营业务，致力于在制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制、卫星与地面通信、军用电连接器领域，打造国内领先地位的高科技信息化产品研发和生产基地，是国家认定的高新技术企业、国家重点保军企业。

（一）背靠兵器集团实现整体上市，支撑弹药领域转型升级

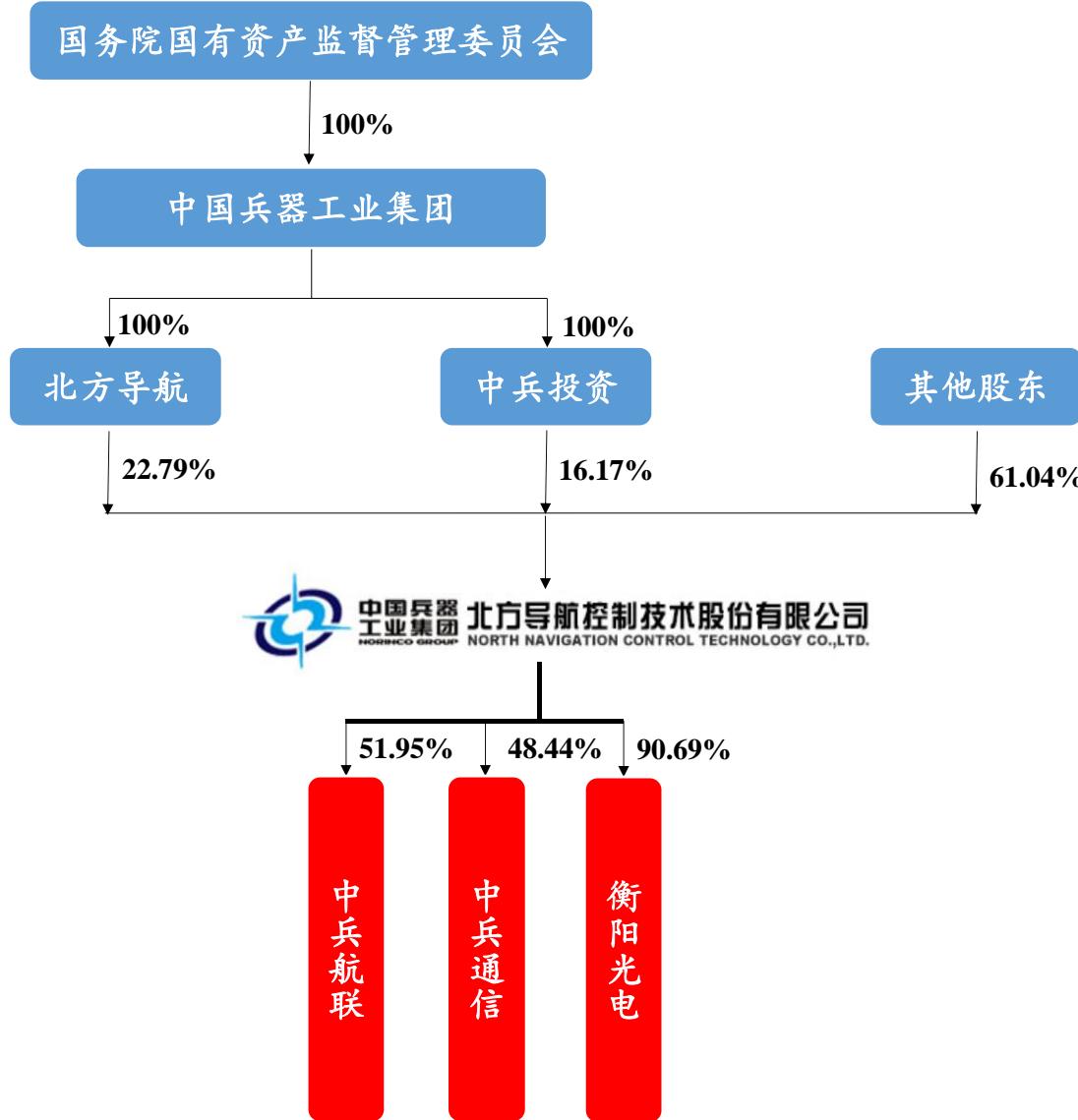
北方导航的前身是 1960 年成立的北京华北光学仪器厂（国营第 218 厂），2000 年 9 月实行军民分立，设立以电脑刺绣机为核心业务的“北方天鸟智能科技股份有限公司”并于 2003 年 7 月成功上市。2001 年 11 月，北方导航整体改制为国有独资的军品公司-北京华北光学仪器有限公司。2007 年 8 月，华北光学启动了军工资产整体注入“北方天鸟”的整体上市的重大调整工作。2008 年 12 月，“北方天鸟”通过向特定对象华北光学发行股份方式购买华北光学拥有的军品二、三、四级配套产品及军民两用技术产品，实现了军工资产整体上市，“北方天鸟”更名为“中兵光电”，成为首家整体上市的军工企业。2011 年“中兵光电”大力发展制导火箭系统和智能化弹药，支撑兵器集团弹药领域转型升级，2012 年 5 月“中兵光电”变更为“北方导航”，股票代码：600435。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

根据北方导航发布的2022年年度报告，公司第一大股东是北方导航科技集团有限公司，持股比例为22.79%；第二大股东是中兵投资管理有限责任公司，持股比例为16.17%。由于北方导航科技集团有限公司和中兵投资管理有限责任公司同属于中国兵器工业集团的全资控股子公司，因此中国兵器工业集团通过北方导航科技集团有限公司和中兵投资管理有限责任公司间接持有上市公司北方导航38.96%的股权。公司实际控制人是国务院国资委。

目前，北方导航旗下共有3家控股子公司，分别是：中兵通信科技股份有限公司

(简称“中兵通信”)、中兵航联科技股份有限公司(简称“中兵航联”)和衡阳北方光电信息技术有限公司(简称“衡阳光电”)。

图表3：控股子公司最新财务概况

公司名称	成立时间	持股比例	财务最新披露时间	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
中兵通信	1997年	48.44%	2022年	5.33	0.86
中兵航联	1998年	51.95%	2022年	3.52	0.49
衡阳光电	2006年	90.69%	2022年	1.94	0.26

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

中兵通信科技股份有限公司是目前中国兵器集团唯一一家军用通信产品生产企业，主营业务是军用超短波地空通信、卫星通信等，在军用超短波地空通信和军用卫星通信领域处于国内领先地位。

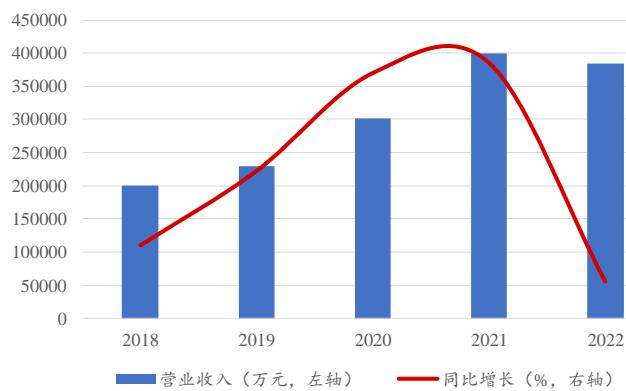
中兵航联科技股份有限公司是专门研发生产各种规格型号电连接器、光连接器、线束组件以及电子装联产品、军民用传感器、新能源产品的定点军工企业。

衡阳北方光电信息技术有限公司是定点生产军工、电子测量仪器和电子应用产品的重点骨干企业，主要产品有红箭系列、光电导航稳描系统和红外成像跟踪设备等。

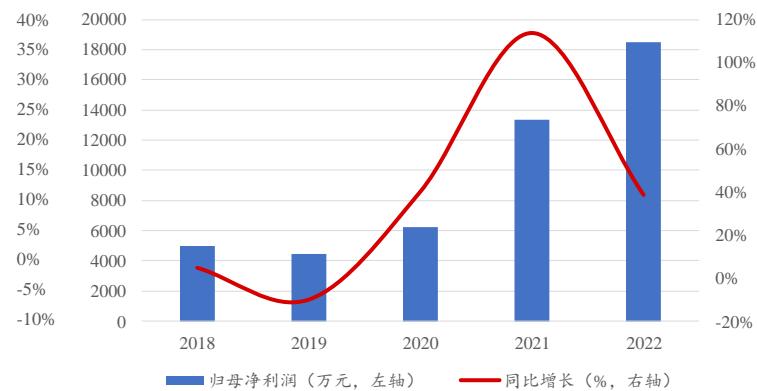
(二) 剥离低效资产轻装上阵，盈利能力有望持续提升

近年来，公司整体业绩保持平稳较快增长。2018-2022年公司营业收入的年复合增长率为18.37%，归母净利润的年复合增长率为40.65%，公司综合毛利率水平维持在20%以上。随着公司持续优化产业结构布局，整体盈利能力显著提升。

图表4：北方导航2018-2022年营业收入情况



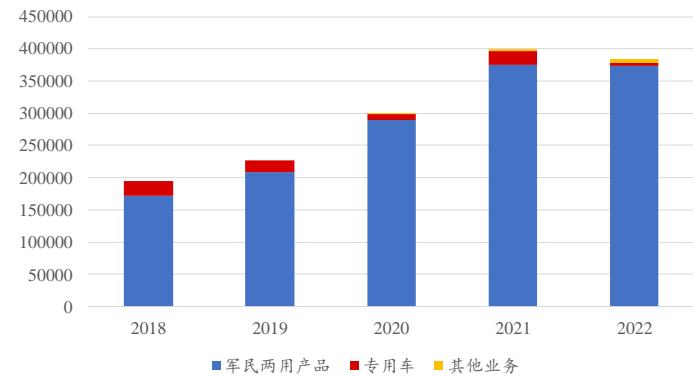
图表5：北方导航2018-2022年归母净利润情况



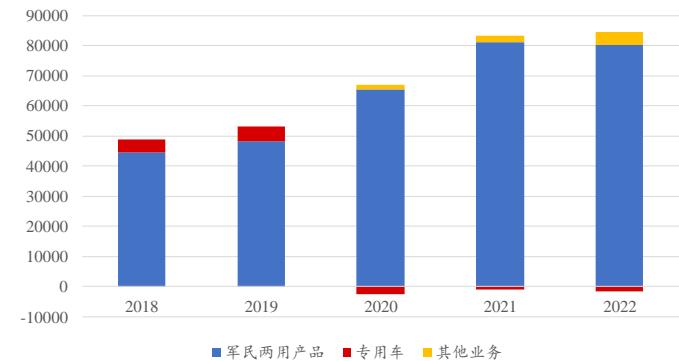
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 6：北方导航 2018-2022 年收入结构



图表 7：北方导航 2018-2022 年毛利结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

2022 年，北方导航对下属全资子公司——哈尔滨建成北方专用车有限公司的股权进行处置，导致营业收入较上年同期有所下降，但归母净利润较上年同期增长了 38.57%，达到近五年来的最高水平。由于专用车的持续亏损，拖累了公司整体业绩。转让北方专用车 100% 股权完成后，将不再纳入上市公司合并报表范围。我们认为，公司通过剥离低效资产实现轻装上阵，使未来经营风险得到充分释放，财务状况有明显改善，公司整体盈利能力有望持续提升。

二、中国远火性能卓越，内需外贸空间广阔

远程火箭炮是一种可以远距离打击目标的火箭炮武器系统，与传统的火炮不同，远程火箭炮可以利用导弹或者火箭发射器远距离攻击敌人，其射程通常超过100公里，甚至可以达到数百公里。远程火箭炮具有速度快、打击范围广、杀伤力强等特点，在现代战争中扮演着重要的角色。

远程火箭炮的发射原理是利用火箭发射器或导弹的高速动能将弹头发射出去，以达到距离攻击敌方目标的效果。远程火箭炮的弹头可以是高爆弹、破片弹、燃烧弹等不同类型，可以根据需要进行选择和组合，以满足不同的作战需求。

图表 8：远程火箭炮 vs 导弹

产品	远程火箭炮	导弹
构成	战斗部和火箭发动机两部分	战斗部、控制系统、火箭发动机三部分
作战使命	打击陆战场上敌方战役战术纵深内的主要固定目标，也可获得对时敏目标的打击能力	打击敌方纵深重要固定目标而设计生产和投入运用
要求	弹药成本低，便于大量使用，操作简便以及便于快速发射等	携带重量大、威力强的弹头、射程远、精度高、抗干扰能力强、速度快、难被敌方有效拦截等
技术	经济和有效	隐身和突防
特点	及时响应战场上的活力需求，“一装多能、一炮多用”	精选打击目标、强调隐蔽、快速行动、周密做好各项作战保障工作

资料来源：环球杂志，太平洋证券整理

远程火箭炮的优点在于其射程远、攻击范围广，可以实现高精度打击，准确打击敌方目标，从而可以有效地破坏或摧毁敌方的重要目标，如指挥中心、军事设施、兵营等，对敌方的作战效果非常显著，同时远程火箭炮还可以利用其迅速打击的特点，对敌方的机动部队、后勤补给线等进行有效打击，从而迫使敌方停止作战或者放弃作战计划。跟导弹相比，远程火箭炮的使用成本更低、效费比更高、机动能力更强。

（一）美国“海马斯”火箭炮在俄乌战场上大放异彩

“海马斯”即 M142 自行火箭炮（英文：M142 High Mobility Artillery Rocket System，缩写 HIMARS）是美国研制装备的一型轮式 6 管自行火箭炮。M142 自行火箭炮是美军在 M270 自行火箭炮发射系统的基础上研制的轮式发射车版本，其车长 6.90 米、车高

2.80米，使用EMTV卡车底盘有效载荷为5吨，战斗全重10.9吨，动力系统为一台6.6升柴油发动机，使用六联装火箭弹发射模块。M142自行火箭炮于1993年开始研制，1998年7月进行样炮试验，2002年工程研制结束并提供样炮在伊拉克战争中试用，2004年11月结束作战实用评估，2005年投入批量制造并装备美国陆军和海军陆战队。

图表 9：“海马斯”火箭炮



图表 10：“海马斯”火箭炮



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

M142自行火箭炮具有火力强大、反应快、通用性能好等特点。除了战斗全重低、机动性能强，与M270“钢雨”的性能几乎相同，最大区别是底盘由履带式改为轮式。由于美国陆军装备减重的重大举措，提高了“海马斯”的机动性能，使其可以迅速部署到履带式火箭炮系统无法到达的战区。

图表 11：“海马斯”发射车



图表 12：“海马斯”弹药补给车



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

“海马斯”每个弹舱单元都是模块化设计，装填不需要一联一联分装，而是六联发射器整个模块一次性安装。再加上发射车上加装有起重吊车，所以 M142 火箭炮一次装（换）弹只需要一名乘员耗时 5 分钟完成，大大缩短了装填时间。“海马斯”火箭炮系统能为部队 24 小时全天候的支援火力，其发射的 GMLRS 制导型火箭弹，使“海马斯”为作战部队提供火力支援的范围从 32 公里扩展至 79 公里，如果使用“陆军战术导弹系统”，将具有打击 300 公里以外目标的能力。

图表 13：俄乌战场上的“海马斯”



资料来源：互联网，太平洋证券整理

图表 14：“海马斯”击中俄联军车库



资料来源：互联网，太平洋证券整理

“海马斯” M142 自行火箭炮系统作为美国援助乌克兰的重要军事援助项目之一，在俄乌战场上屡立奇功，令俄军头疼不已。由于援助数量有限，乌军没有把 M142 自行火箭炮用在正面战场的火力支援上，而是将它当作“超超远程的狙击枪”，用来远距离偷袭俄军后方的补给站、弹药库、机场等重要设施。依靠美国先进的卫星侦察系统，有着“平方千米清除系统”之称的火箭炮，能够精准的发现和打击俄军的重要设施，让俄军屡屡“吃亏”。因此，自俄乌冲突爆发以来，“海马斯”火箭炮以其卓越的作战性能引起了国际军事界的广泛关注。

（二）中国远火性能超越“海马斯”，已出口至多个中东国家

中国火箭炮的发展始于 20 世纪 50 年代，1953 年中国人民志愿军在朝鲜战争的“金城战役”中利用从苏联进口的 200 门“喀秋莎”火箭炮组建了火箭炮团。1958 年，火箭炮的研制工作正式开始，于 1963 年设计定型，命名为 130mm 火箭炮，有 19 个发射管，最大射程 10 公里。同期研制的 107 毫米轻型火箭炮，虽然最大射程仅有 8.5 公里，

但杀伤半径只有 12.5 米。1982 年设计定型的远程火箭炮为 81 式 122 毫米 40 管远程火箭炮，虽然火力强劲，但炮弹重达 45-50 公斤，重新装填弹药需要花费 30 多分钟。2000 年后研制的 PHL-03 式多管火箭炮，是我国自行研发并装备部队的首款大口径远程自行火箭炮，特点是射程远、杀伤面积大、机动性强，射程 20-70 公里、最大射程 150 公里。目前我国最新研发的远程火箭炮为 PCH-191，这款火箭炮可完全适应高原地区的恶劣环境，射击完毕后可快速填装弹药，保持持续的火力覆盖，最大射程可达 400 公里，即便装载的是普通弹药，也可以保持在最大 280 公里的射程范围。

图表 15：中国火箭炮发展历程



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

目前，中国在远程火箭炮领域已处于国际领先地位。以 SR-5 和 AR-3 两个系列的远程火箭炮系统为例，它们均采用高机动轮式发射车底盘和集储藏、运输、发射为一体的多用途模块化箱体，能够大幅缩短火箭炮准备时间，实现各类弹药的自动装填。与美国的“海马斯”火箭炮相比，中国的 SR-5 同样采用高机动性轮式发射底盘和模块化发射箱，但在射程、弹药种类和制导模式的多样性方面更胜一筹。SR-5 的弹药包括常规的 122 毫米火箭弹、“火龙”系列卫星制导精确弹药以及采用激光末制导/图像末制导的“神龙系列”末制导精确弹药等，保证了对点目标的打击准确性。

图表 16：SR-5 远程火箭炮



图表 17：SR-5 “飞龙-60B” 巡飞弹



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

“海马斯”只配备一个发射箱，而 SR-5 拥有两个发射箱，火力打击能力明显提升。

同时，SR-5 配备的两个发射箱还可以利用共架发射技术，让 SR-5 获得了“海马斯”没有的新能力。SR-5 火箭炮的一个突出特点是可以共架发射巡飞弹，将巡飞弹的操作上融入整体火箭炮的系统，具备“有人-无人协同作战”的能力，这也是目前国外类似系统还不具备的功能。普通无人机需要借助跑道或其它设备保证起飞和降落，而采用共架发射的巡飞弹起飞后，完成前端侦察，发射车可以立即发射共架的远程火箭弹，根据巡飞弹的引导对目标实现精确打击。如果需要更进一步对远距离的点目标实施精确打击，SR-5 还可以配备高精度的无人机，提供的定位精度比巡飞弹和其他前端侦察手段更为精确，并加上“捷联制导-卫星制导-末制导”的复合制导模式，就可以保证高精度的点目标打击效果。

图表 18: AR-3 远程火箭炮



图表 19: AR-3 远程火箭炮



资料来源：百度百科，太平洋证券整理

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

SR-5 还算是中国最强大的远程打击火力，AR-3 远程火箭炮同样配备了多型精确制导弹药，其中威力最强的 750 毫米精确制导弹药，射程 300 公里，既保证了射程、威力，也有足够的精度，是比 SR-5 更强大的远程打击武器。AR-3 与“海马斯”火箭炮相比存在较多方面的差异。首先是在火力密度方面，模块化的设计让 AR-3 能够发射多种口径的弹药，发射管和弹种涵盖 122 毫米到 750 毫米。如果按照现在的装填方式，AR-3 不仅可以发射 10 枚 300 毫米火箭弹、8 枚 370 毫米的火箭弹，还可以发射两枚 750 毫米的精确制导火箭弹。而“海马斯”为了轻量化设计，火力模块直接从两个减少为一个，“海马斯”单车只能携带 6 枚 227 毫米火箭弹，或者一枚地对地战术火箭导弹。

因此，我国的 AR-3 无论是从火力密度还是打击效能上都远远超过“海马斯”火箭炮。

从配用弹种上比较来看，目前美军配备给“海马斯”的主要有两种精确制导火箭 GMLRS 和陆军战术导弹 ATACMS。其中前者有 M30 型和 M31 型两种，M30 型是一款使用集束弹头的精确制导火箭，携带有 404 枚 DPICM 型子弹药；而 M31 型则是整体式战斗部的火箭，带有一个重 90 千克的战斗部，两款火箭射程都在 80-90 千米上下。比较先进的型号是 Block2 型和 Block2A 型，每一枚可填装 13 枚 BAT/P3IBAT 型反装甲弹头末敏弹，早期型号也可以填装 M74 型霰弹。这款陆军战术导弹早期射程不到 200 千米，后期则接近 300 千米，目前已经作为备用装备即将被放弃，美军打算在未来几年使用所谓的“精确打击战术导弹”取而代之。相比之下，AR-3 型远程火箭炮配备有火龙-140 型 300 毫米精确制导火箭弹、火龙-220 和火龙-280 型 370 毫米精确制导火箭弹。因此，我国的 AR-3 型远程火箭炮比“海马斯”可配用弹种更多、弹种杀伤力更强。

图表 20：“海马斯”配备火箭弹



图表 21：火龙系列火箭弹



资料来源：搜狐新闻，太平洋证券整理

资料来源：搜狐新闻，太平洋证券整理

从射程的角度比较来看，使用不同的弹药，可以让火箭弹拥有不同的射程。AR-3 可发射的弹种多，比如火龙-140 型 300 毫米精确制导火箭弹、火龙-280 型 370 毫米精确制导火箭弹等。以射程最短的火龙-140 型火箭弹为例，射程也比 M30 火箭弹远了 50 公里以上。如果使用 300 毫米以上的制导火箭弹，就具备了最远 600 千米的惊人射程，单枚火箭弹的杀伤力比 M31 型火箭弹大三倍以上，这意味着火龙系列火箭弹的单枚打击效能比“海马斯”配备的火箭弹大三倍，单车整体打击效能更是成倍提高。此外，AR-3 除了配备远程精确制导火箭弹和陆军战术导弹，还可以兼容 TL-7B 型反舰导弹，以及其他类型的巡航导弹等，在弹种的可拓展性能上更是远远超过了“海马斯”火箭炮。

据报道，在第 16 届阿布扎比国际防务展览会上，我国的 AR-3 型火箭炮击败了美国的“海马斯”，拿下了阿联酋 9.02 亿迪拉姆大单，内容包括火箭炮、配套弹药和售后服务等，合同总价值约合人民币 17 亿元。这并不是我国的远火第一次出口中东国家，之前沙特就已经购买过我国的 A-300 型远程火箭炮系统，阿联酋在也采购过我国的 SR-5 型远程火箭炮。目前，中国远火已经成为国际军贸市场上性能卓越、物美价廉的代名词，未来市场空间十分广阔。

三、优化产业结构布局，增强发展内生动力

公司在构建现代化产业体系上发展壮大导航控制、军事通信、智能集成连接产业，优化产业结构布局，推动在导航与控制、智能光电、网信、智能集成连接领域打造“独门绝技”，构建导航特色的技体系。围绕导航与控制、军事通信、智能集成连接产业领域，推动产业化协同发展，紧紧围绕光电与控制深度集成、通信组网建链、智能化集成连接、智能制造等八项关键技术，加快推动两个“六个转变”夯实创新发展基础，构建具有自身特色的产业生态。在管理方面，北方导航持续推进母子公司管控模式，完善公司本部对各子公司实施的差异化母子公司管控体系+重大事项运营管控模式，提升本部、各子公司在重大决策程序和协调机制中的合规性和效率性。目前，北方导航旗下共有3家控股子公司，分别是：中兵通信科技股份有限公司、中兵航联科技股份有限公司、衡阳北方光电信息技术有限公司，导航与控制、智能集成连接、军事通信等产业生态体系基本构建。

(一) 中兵通信

中兵通信科技股份有限公司（简称“中兵通信”）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。

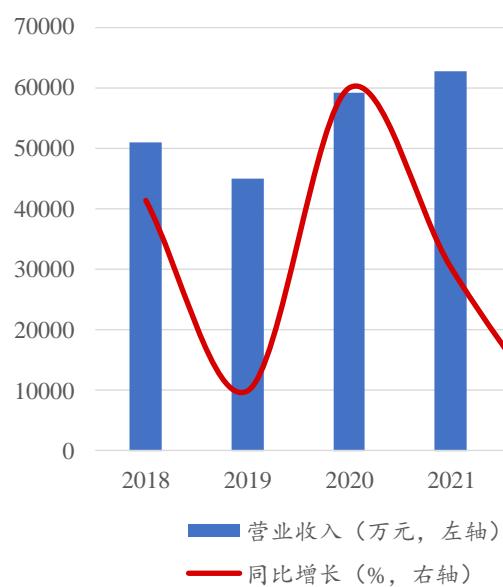
图表 22：中兵通信主要产品



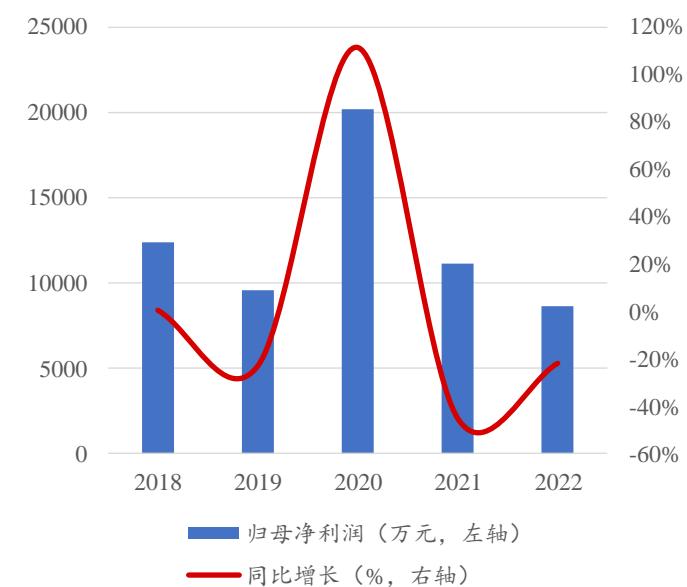
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司主营业务为军用超短波地空通信、卫星通信，研制出我军第一款 UHF 频段卫星通信机载站、第一款 Ka/Ku 双频段卫星通信机载站等通信装备，在军用卫星通信领域位居国内领先地位。公司有着 50 多年研发、生产低空超短波电台的历史，曾先后完成 200 余项国家重点工程项目的研制，所研制生产的超短波通信、卫星通信、微波通信、对空通信车等系列产品广泛应用于陆军、海军、空军等各军兵种以及航空、航天、民航、航海、公安和森林防火等各领域，曾在执行国庆阅兵庆典、神舟飞船发射、重大军事演习等重大任务和国家重点工程建设中做出过重要贡献。

图表 23：中兵通信 2018-2022 年营业收入情况



图表 24：中兵通信 2018-2022 年净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

近年来，中兵通信先后研制完成了以“XX 一号”、“XX 二号”卫星通信系列站型、综合数据链产品为代表的一系列具有国内先进水平的通信装备，在卫星通信和地空通信领域走在国内同行业前列。作为现阶段兵器集团通信领域唯一一家重要成员单位，中兵通信秉承 50 余年致力军工通信产品研发、生产的优良传统和专业底蕴，充分利用自身资本平台和产业优势，借助世界新军事变革和国家军事装备信息化提升的良好契机，不断巩固和发展企业作为国防通信产品研发和生产第一方阵的优势地位，努力把企业打造成兵器集团的信息产业基地，为国防通信现代化建设做出新的更大的贡献。

(二) 中兵航联

中兵航联科技股份有限公司（简称“中兵航联”）是专门研发生产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、新能源产品的定点军工企业。公司的前身——泰兴市航联电连接器有限公司创建于1998年1月，2010年1月与北方导航控制技术股份有限公司成功合作，成为其控股子公司；2015年12月新引进3家战略投资单位，2016年11月实施股改，并更名为中兵航联科技股份有限公司；2017年3月公司获准在“新三板”挂牌上市。

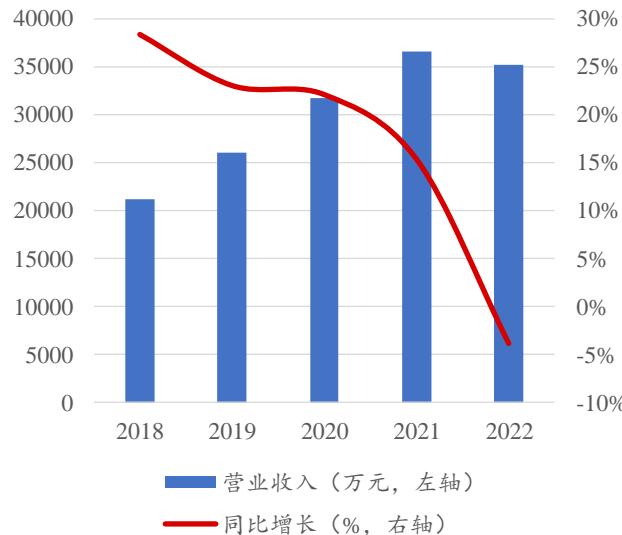
图表 25：中兵航联主要产品

子公司	产品类型	部分产品示例
中兵航联	圆形连接器	
	矩形连接器	
	线束产品	

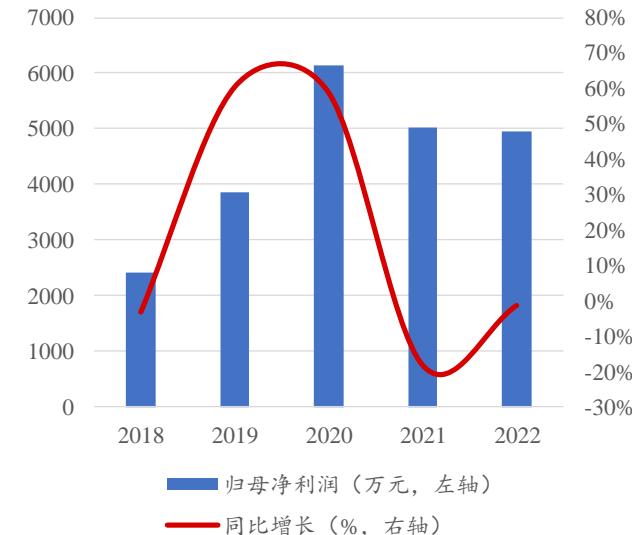
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司的主要产品有各类电连接器（圆形低频、高频、高低频混装、矩形、机车用特种连接器等）、光连接器（光纤、光电混装连接器等）、线束组件及电子装联产品（航空用微动开关电缆、通讯引线、航空用机箱机柜、地面用电缆组件及机车用线束等）、军民用传感器和新能源产品（交流、直流充电枪及其线束、高压设备互联线束组件、电池组互联线束组件、新能源汽车电机、电控、电池“三电”总成系统等），广泛应用于航空、航天、船舶、通信、兵器、铁路、医疗器械、汽车、石油勘探等领域，部分产品直接出口国外。

图表 26：中兵航联 2018-2022 年营业收入情况



图表 27：中兵航联 2018-2022 年净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司产品以其体积小、密度高、耐环境、防泄露、屏蔽性能好、操作简便、可靠性高、科技含量高等优点，深受国内外客户的好评。其中 2 个系列产品被列为国家级火炬计划项目，2 个系列产品荣获江苏省优秀新产品金牛奖、国家重点新产品奖，并列入科技型中小企业技术创新基金项目，8 个系列产品被认定为江苏省高新技术产品，7 个系列产品获得地（市）级科技进步奖，获得国家发明专利 22 件，实用新型专利 24 件，外观设计专利 2 件，国际发明展览会金奖、铜奖各 1 项，江苏省军民结合科技创新二等奖 1 项。“航联”商标被认定为江苏省著名商标，电连接器被认定为“江苏名牌产品”。公司秉承“航联军工、以身报国”的企业精神，恪守“航联军品、追求第一”的质量理念，遵循“稳中求进、好中求快”的总基调，坚持创新驱动、质量至胜、人才强企，在经济发展、技术创新、能力建设、基础管理等方面取得了显著成绩，为国防科技工业持续稳定发展作出了应有的贡献。

（三）衡阳光电

衡阳北方光电信息技术有限公司（简称“衡阳光电”）始建于 1968 年，是为国家工业与信息化部、中国兵器工业集团和中国航天科技集团定点生产军工、电子测量仪器和电子应用产品的重点骨干企业。

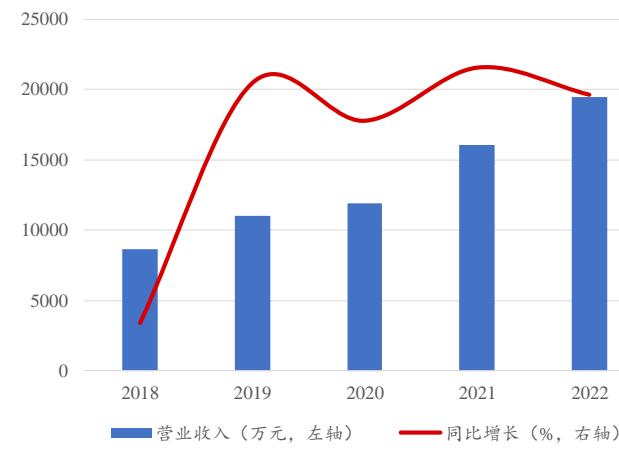
图表 28：衡阳光电主要产品

子公司	产品类型	部分产品示例
衡阳光电	智能阀门定位器	
	电子整机类	
	结构加工类	

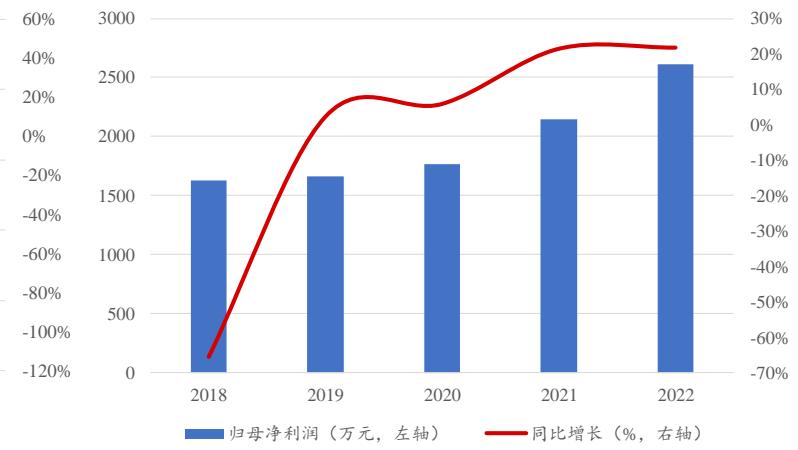
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司主要产品有智能阀门定位器（包括 ZPZD3100 本质安全型智能定位器、ZPZD3110 隔爆型智能阀门等）、电子整机类产品（包括红箭系列电子箱、红箭系列数据采集装置、红箭系列检测系统等）、结构加工类产品（包括合金铝类轴系零件、合金铝类支座零件、光电吊舱部件等）。

图表 29：衡阳光电 2018-2022 年营业收入情况



图表 30：衡阳光电 2018-2022 年净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司拥有精密机械加工、表面处理、电子总装车间、光机电一体化产品超净装配间和环境实验室及仿真实验室。通过了 GJB9001B-2009 标准军工产品质量体系认证，

获得了“采用国际标准产品认可证书”、“防爆电气产品生产许可证”，为国家高新技术企业、湖南省文明单位、省级企业技术中心、湖南省知识产权保护工作示范单位、中国石油化工集团公司物资采购成员单位、美国 HART Communication Foundation 会员单位。

四、盈利预测及估值

我们预计公司 2023-2025 年的净利润为 3.36 亿元、4.51 亿元、5.68 亿元，EPS 为 0.22 元、0.30 元、0.38 元，对应 PE 为 47 倍、35 倍、28 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示

军品订单增长不及预期；产品交付进度不及预期。

资产负债表(百万)				利润表(百万)					
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,999.71	-302.81	-38.56	474.45	营业收入	3,839.45	4,855.36	6,095.42	7,340.72
应收和预付款项	2,540.38	6,039.68	7,248.22	8,326.80	营业成本	3,010.32	3,735.23	4,672.75	5,612.71
存货	609.14	755.83	945.54	1,135.74	营业税金及附加	21.12	26.71	33.53	40.38
其他流动资产	58.35	64.77	73.07	81.39	销售费用	80.22	101.45	127.36	153.38
流动资产合计	5,207.58	6,557.47	8,228.27	10,018.38	管理费用	263.42	333.12	418.20	503.63
长期股权投资	-	-	-	-	财务费用	-19.00	-26.11	-26.80	-26.90
投资性房地产	5.20	6.33	7.47	8.61	研发费用	206.53	261.18	327.89	394.88
固定资产	716.47	547.52	378.58	209.63	资产减值损失	38.98	4.81	4.81	4.81
在建工程	66.58	97.85	129.12	160.38	投资收益	30.18	-	-	-
无形资产开发支出	140.70	67.47	-5.75	-78.98	公允价值变动	-	-	-	-
长期待摊费用	0.04	0.04	0.04	0.04	营业利润	252.84	418.97	537.69	657.83
其他非流动资产	134.52	135.65	136.79	137.93	其他非经营损益	11.32	-	-	-
资产总计	6,326.09	7,466.21	8,927.25	10,507.59	利润总额	264.16	418.97	537.69	657.83
短期借款	-	-	-	-	所得税	7.19	11.40	14.63	17.90
应付和预收款项	2,709.80	3,362.34	4,206.27	5,052.40	净利润	256.97	407.57	523.06	639.93
长期借款	-	20.00	40.00	60.00	少数股东损益	71.92	71.92	71.92	71.92
其他负债	376.12	431.13	500.18	569.47	归母股东净利润	185.05	335.66	451.14	568.01
负债合计	3,091.46	3,819.01	4,751.99	5,687.40	预测指标				
股本	1,489.32	1,489.32	1,489.32	1,489.32	毛利率	21.59%	23.07%	23.34%	23.54%
资本公积	118.38	118.38	118.38	118.38	销售净利率	4.82%	6.91%	7.40%	7.74%
留存收益	745.82	1,036.13	1,726.01	2,094.17	销售收入增长率	-3.82%	26.46%	25.54%	20.43%
归母公司股东权益	2,484.69	2,825.34	3,281.48	3,854.49	EBIT增长率	5.32%	54.24%	29.68%	23.28%
少数股东权益	749.95	821.86	893.78	965.69	净利润增长率	38.57%	81.39%	34.41%	25.91%
股东权益合计	3,234.63	3,647.21	4,175.26	4,820.19	ROE	7.45%	11.88%	13.75%	14.74%
负债和股东权益	6,326.09	7,466.21	8,927.25	10,507.59	ROA	2.93%	4.50%	5.05%	5.41%
现金流量表(百万)					ROIC	7.74%	10.54%	11.89%	12.66%
经营性现金流量	469.91	-2,594.19	-26.21	223.73	EPS(X)	0.12	0.22	0.30	0.38
投资性现金流量	224.25	272.27	272.27	272.27	PE(X)	93.91	46.64	34.70	27.56
融资性现金流量	-93.05	19.40	18.20	17.00	PB(X)	6.95	5.51	4.74	4.04

现金增加额	601.11	-2,302.52	264.26	513.00	PS(X)	3.98	3.27	2.57	2.06
-------	--------	-----------	--------	--------	-------	------	------	------	------

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；
看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq. com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。