

## 北方导航 (600435)

### 2023年中报点评：公司聚焦主业，盈利能力不断增强

#### 报告摘要

◆ 事件：公司8月10日公告，2023年上半年实现营收（17.22亿元，+4.57%），归母净利润（1.47亿元，+25.26%），扣非归母净利润（1.42亿元，+74.52%），毛利率（26.82%，+5.98pcts），净利率（9.59%，+1.28pcts）基本每股收益（0.10元，+24.49%）。

◆ 公司聚焦主业，盈利能力快速提升，扣非净利高速增长，研发投入加大，费用管控能力持续提升

2023年上半年营收（17.22亿元，+4.57%）稳定增长，归母净利润（1.47亿元，+25.26%）和扣非归母净利润（1.42亿元，+74.52%）均实现快速增长盈利能力增强；就单季度来看，2023年第二季度实现营收（11.38亿元，同比+6.26%，环比+94.86%），归母净利润（1.22亿元，同比+48.78%，环比+388.00%），单季度业绩高速增长。公司毛利率（26.82%，+5.98pcts）明显提升，我们认为主要原因为：1) 公司军民两用产品收入增长；2) 公司近年来落实数智工程战略，提升数智制造优势能力，规模效应初显；同时公司剥离了盈利能力较低的专用车资产，进一步聚焦主业，集中核心力量提升公司整体盈利能力。

费用方面，报告期内，公司期间费用（2.37亿元，+5.80%），期间费用率（13.74%，+0.16pcts），同时研发费用（1.05亿元，+42.95%）加大投入，我们认为，公司不断加大研发投入，特别是**提升制导控制系统、军事通信及智能化集成连接主业相关能力等，将有助于公司持续提升主业竞争力，积极推进新一代装备体系深化论证。**

其他财务数据方面，报告期内公司存货（7.77亿元，较上年期末+27.52%）增加，同时报告期内公司收到客户预付货款增加，合同负债（1.01亿元，较上年期末+54.21%）持续提升，我们认为以上数据均反映出公司在手业务订单较多，正积极备货。同时，公司本期存货周转率由2022年上半年同期1.67次提高至1.82次，生产交付节奏也有所加快。

投资评级

买入  
维持评级

2023年10月11日

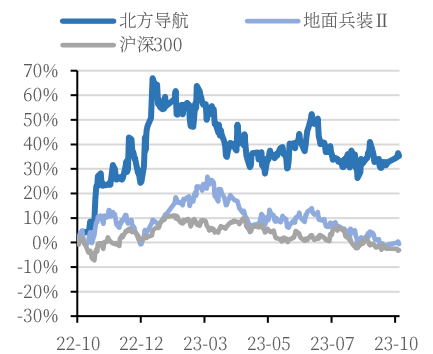
收盘价(元): 10.61

目标价(元): 12.80

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	1,498.26
总市值(百万)	15,896.57
流通股本(百万股)	1,498.26
流通市值(百万)	15,896.57
12月最高/最低价(元)	13.18/7.56
资产负债率(%)	50.71
每股净资产(元)	1.77
市盈率(TTM)	74.04
市净率(PB)	5.99
净资产收益率(%)	5.54

#### 股价走势图



#### 作者

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

邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

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

关联交易方面，公司 2022 年公司发生销售关联交易（28.94 亿元，+3.31%），2023 年度公司根据经营计划进行了调整，2023 年全年销售商品关联交易（全部为军品业务）不超过 40 亿元，我们认为，公司**销售关联交易整体规模有望得到快速提升，同时也一定程度上反应出公司军品业务的增长确定性。**

邮箱：zhangchao@avicsec.com

#### 相关研究报告

北方导航（600435）2022 年中报点评：剥离子公司聚焦主业，盈利能力不断提升 —2022-08-29

#### ◆ 制导控制核心技术为主导，通信、军用电连接器等军品多点发力

公司是以军品二三四级配套为主的制造型企业，主要业务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，公司军品以导航控制、弹药信息化系统、短波电台和卫星通信系统、军用电连接器等领域的整机、核心部件为主要产品。**上年同期公司剥离亏损子公司全部股权，对公司聚焦主业、提升盈利能力，正面影响初现。**

公司主要控股/参股子公司三家：衡阳北方光电（90.69%）、中兵通信（48.44%）、中兵航联（51.95%）。衡阳北方光电实现营业收入 0.93 亿元（+9.49%），净利润 0.36 万元（+212.40%），积极推进各项重点工作开展，取得一定成效，上半年时间过半任务过半。

中兵通信（公司持股 48.44%）主要业务为军用通信设备生产和销售，主要产品超短波通信设备和卫星通信设备广泛应用于陆、海、空等军事领域，在军用超短波地空通信领域国内市占率达 60%。报告期内实现收入（1.55 亿元，+10.90%）稳定增长，净利润（625.80 万元，-63.76%）和毛利率（45.50%，-3.44pcts）同比下降，净利润出现大幅下降的原因主要系公司报告期内销售产品结构发生变化，同时加大研发费用（0.39 亿元，+21.11%）投入力度，期间费用（0.58 亿元，+18.90%）比上年同期有所提升。

中兵航联（公司持股 51.95%）实现收入（1.39 亿元，-13.15%），净利润（0.24 万元，+22.86%），毛利率（53.10%，+4.73pcts），研发费用（0.09 亿元，+53.66%），主要从事军品业务，主要产品为电连接器、线束等连接系统，为国家级“专精特新小巨人”企业、兵器工业集团级军用电连接器优秀供应商。

报告期内，公司母公司实现营业收入（13.36 亿元，+9.93%，2019H1-2023H1 复合增速+65.05%），净利润（1.57 亿元，+35.12%，2019H1-2023H1 复合增速+101.90%），公司母公司军民两用产品业务持续提升，印证了我们在过往点评报告中，对公司业绩持续看好的观点。

我们认为,当前**实战化训练和备战需求催生了弹药武器装备“成熟型号装备的消耗性补充”与“新型号装备的定型量产”**的提升,构成了**弹药板块在“十四五”高景气发展的底层逻辑**。同时,公司军民两用产品所处的制导控制信息化领域作为武器装备中价值量占比较高的领域,下游需求旺盛也将持续反映到公司“十四五”未来几年的业绩之中。

#### ◆ 投资建议

我们认为,1)公司作为兵器工业集团旗下制导系统上市公司,制导产品为制导导弹/弹药中价值量较高的部分,公司基本面长期趋势向好,下游景气度较高,成长逻辑不变。公司未来**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**;

2)随着“十四五”我国国防信息化建设启动,军队国防信息化建设有望快速增长,预计我国军用通信装备的采购数量将迅速增长,军用通信、卫星通信将迎来快速发展机遇,将利好公司相关市场拓展,形成新的业绩增长驱动力;

3)公司剥离亏损子公司(专用车板块),短期对公司营业收入总规模或有所影响,但对于公司长期盈利能力的提升效果将持续;

4)公司建设“基于数据驱动的智能工厂”,建设适应公司发展的智能化、柔性化生产线和信息化系统,均将有利于公司边际成本的改善,规模效应的逐步显现也将有利于公司盈利能力的逐步提升。

基于以上观点,我们预计公司2023-2025年的营业收入分别为49.35亿元、64.30亿元和84.64亿元,归母净利润分别为2.81亿元、3.53亿元和4.46亿元,EPS分别为0.19元、0.24元、0.30元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景,我们维持“买入”评级,目标价12.80元,对应2023-2025年预测收益的67倍、53倍及43倍PE。

#### ◆ 风险提示

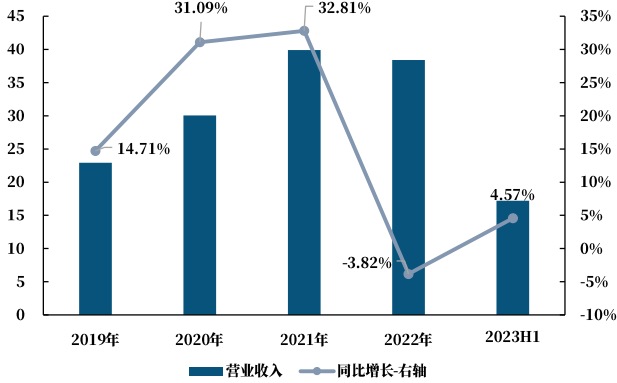
军品交付不及预期、民品市场拓展持续性不及预期、军工客户采购需求存在波动性

财务数据与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3839.45	4934.84	6429.60	8463.93
增长率(%)	-3.82	28.53	30.29	31.64
归母净利润(百万元)	185.05	281.33	352.81	446.25
增长率(%)	38.57	52.03	25.41	26.48
毛利率(%)	21.59	26.20	26.30	26.49

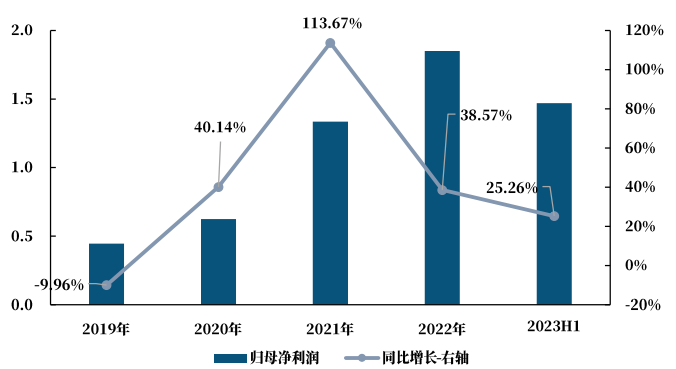
---

每股收益 (元)	0.12	0.19	0.24	0.30
市盈率 PE	86.38	56.82	45.31	35.82
市净率 PB	6.43	6.02	5.58	5.10
净资产收益率 ROE (%)	7.45	10.60	12.31	14.24

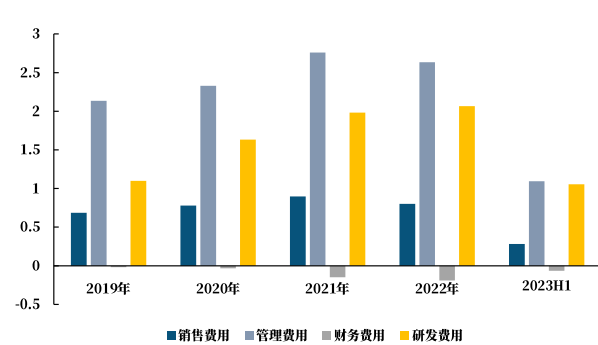
资料来源: iFind, 中航证券研究所

**● 2019-2022 年年报及 2023 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；%）**


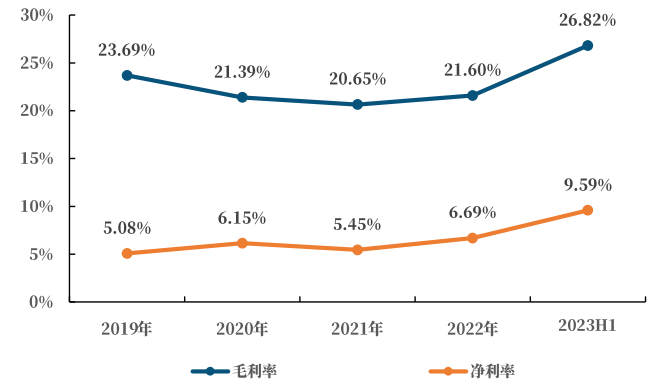
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


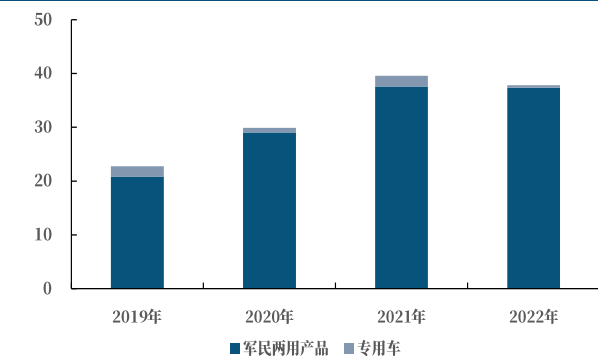
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图3 公司期间费用情况（单位：亿元）**


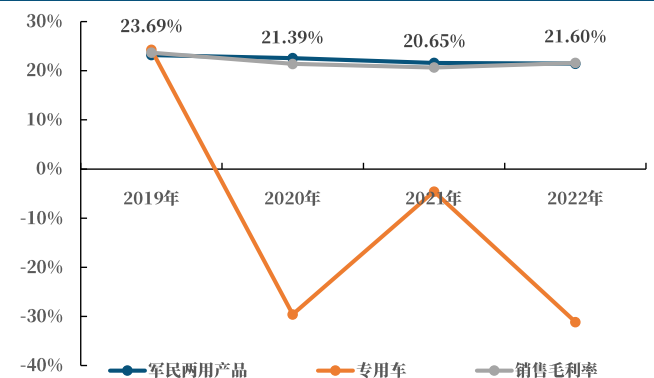
资料来源：iFind，中航证券研究所

**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

**图5 公司各板块业务收入结构（单位：亿元；%）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

**图6 公司各板块业务毛利率（单位：%）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

注：公司 2023 年中报未披露分板块收入，专用车业务已在 2022 年一季度剥离

**财务报表与财务指标**

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3992.05	3839.45	4934.84	6429.60	8463.93	货币资金	1470.71	1999.71	1973.94	2571.84	3385.57
营业成本	3167.67	3010.32	3641.91	4738.62	6221.84	应收票据及账款	2720.86	2547.30	3080.71	4090.45	5384.67
税金及附加	15.58	21.12	24.07	31.36	41.29	预付账款	235.64	26.66	224.17	292.07	384.48
销售费用	89.79	80.22	118.44	173.60	236.99	其他应收款	7.75	9.91	77.79	101.35	133.41
管理费用	275.94	263.42	384.92	488.65	651.72	存货	705.74	609.14	830.62	1080.74	1419.02
研发费用	198.26	206.53	286.22	372.92	490.91	其他流动资产	3.79	14.85	9.83	12.81	16.87
财务费用	-14.80	-19.00	-6.41	0.08	14.55	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-16.60	-38.98	-45.79	-59.66	-78.54	固定资产	890.49	721.17	617.55	512.19	405.08
信用减值损失	-15.42	-16.77	-14.43	-18.80	-24.75	在建工程	35.32	66.58	55.49	44.39	33.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	213.92	140.70	117.25	93.80	70.35
投资收益	0.00	30.18	10.14	10.14	10.14	长期待摊费用	0.08	0.04	0.02	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	188.59	190.02	189.33	188.64	187.95
资产处置收益	0.00	-0.49	14.27	14.27	14.27	资产总计	6472.88	6326.09	7176.68	8988.28	11420.70
其他收益	8.75	2.06	7.75	7.75	7.75	短期借款	150.00	0.00	21.37	345.63	801.67
营业利润	236.33	252.84	457.63	578.07	735.50	应付票据及账款	2760.10	2619.76	3071.47	3996.40	5247.30
营业外收入	2.68	14.10	20.01	20.01	20.01	其他流动负债	452.70	454.61	505.47	658.06	865.02
营业外支出	4.69	2.79	3.65	3.65	3.65	流动负债合计	3362.80	3074.37	3598.31	5000.09	6913.98
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	2.98	1.84	1.29	0.77	0.29
利润总额	234.32	264.16	473.99	594.43	751.86	其他非流动负债	12.94	15.25	15.25	15.25	15.25
所得税	16.77	7.19	34.42	43.16	54.60	非流动负债合计	15.91	17.09	16.54	16.03	15.55
净利润	217.55	256.97	439.57	551.27	697.26	负债合计	3378.71	3091.46	3614.85	5016.12	6929.53
少数股东损益	84.00	71.92	158.25	198.46	251.01	股本	1489.32	1489.32	1489.32	1489.32	1489.32
归属母公司股东净利润	133.54	185.05	281.33	352.81	446.25	资本公积	122.71	118.38	118.38	118.38	118.38
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	留存收益	725.57	876.98	1045.93	1257.81	1525.80
经营性现金净流量	308.39	467.13	38.49	394.29	530.10	归属母公司权益	2337.59	2484.69	2653.63	2865.51	3133.50
投资性现金净流量	-583.79	224.25	20.88	20.88	20.88	少数股东权益	756.58	749.95	908.19	1106.65	1357.66
筹资性现金净流量	-130.00	-93.05	-85.14	182.73	262.75	股东权益合计	3094.17	3234.63	3561.83	3972.16	4491.17
现金流量净额	-405.40	598.33	-25.77	597.91	813.73	负债和股东权益合计	6472.88	6326.09	7176.68	8988.28	11420.70

数据来源: 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, liyuq@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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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