

兵器集团制导龙头，多业务发展迎拐点

投资要点

- **推荐逻辑：兵器集团制导环节卡位企业，受益于远程火箭弹放量与国防信息化建设。**1) **远程火箭弹装备空间巨大。**在数次现代战争中火箭弹消耗量数千发，美国自采 5000-7000 千发/年、出口万发/年，我们认为远程火箭弹是现代战争中装备潜力最大的弹药之一，未来空间巨大。2) **卡位优势显著，将充分享受赛道红利。**兵器集团在低成本精确制导弹药领域占据主要位置，北方导航作为集团内制导产品主力供应商，深度受益于行业发展。3) **国防信息化发展利好子公司业务。**国防信息化是装备建设的主旋律之一，子公司中兵通信是地空超短波通信龙头、中兵航联是集团下属连接器厂商，将迎来发展机遇。
- **远程火箭弹量大效高，装备潜力巨大，行业复苏或迎拐点。**远程武器系统高性价比、和饱和式打击方式，使其弹药具备“量大”的特点。借镜观型，美军 GMLRS 弹药 5000-7000 发/年的自采量、万发/年的出口量，火箭弹在历次战争中的突出表现体现出火箭武器系统的战术价值、装备潜力与市场空间。我国远程火箭武器系统型号完备，储备需求、实战演练消耗需求、新型号装备需求、外贸需求皆旺盛。2023 年 10 月，产业链公司理工导航发布《收到订货通知的公告》，产业扰动因素消除后全行业或复苏、十四五中后期或迎来放量拐点。
- **背靠兵器工业集团，公司为我国远火制导领域核心企业，充分受益行业发展。**航天科工集团、航天科技集团与兵器工业集团是我国导弹与弹药的核心供应商，其中兵器集团是远程火箭弹主力供应商，成本优势显著。北方导航是其控股股东及实际控制人兵器工业集团制导产品的主力厂商，将充分享受行业发展的红利。
- **国防信息化建设持续推进，各子公司成长可期。**装备信息化是国防建设的重要方向，而军工通信是信息化的中枢。子公司中兵通信是军用地空超短波通信龙头，2020 年后拓展数据链产品，数据链作为基于通信的新模态产品，为公司带来新的增长空间。子公司中兵航联是兵器工业集团下唯一连接器厂商，连接器是各类武器装备中电气设备与电子回路的必备配套元器件，市场需求都将受到信息化建设拉动，发展空间大。子公司衡阳光电深入推进智能化、信息化下的管理、生产工艺创新，盈利能力大幅提升，中短期内利润或快速增长。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.2 亿、4.0 亿、5.8 亿元，同比增速分别为 21.2%、79.9%和 42.9%，CAGR 约 46.0%。考虑到订单释放节奏及其可持续的中长期需求，及公司优势地位带来的确定性，我们给予一定估值溢价，给予公司 2025 年 37 倍 PE，PEG 小于 1，对应目标价 14.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司收入确认进度或不及预期，订单落地金额或不及预期。

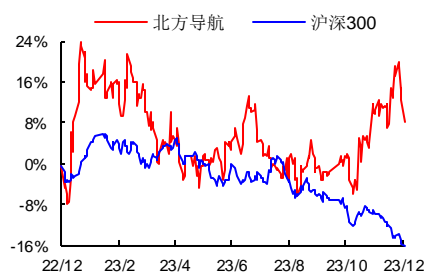
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3839.45	3546.75	5397.19	7734.57
增长率	-3.82%	-7.62%	52.17%	43.31%
归属母公司净利润(百万元)	185.05	224.18	403.24	576.15
增长率	38.57%	21.15%	79.87%	42.88%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.15	0.27	0.38
净资产收益率 ROE	7.45%	8.17%	13.16%	16.34%
PE	97	76	42	30
PB	6.95	6.24	5.58	4.85

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘倩倩
执业证号：S1250522070003
电话：15001276860
邮箱：lqqyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.98
流通 A 股(亿股)	14.98
52 周内股价区间(元)	9.78-13.14
总市值(亿元)	171.10
总资产(亿元)	70.32
每股净资产(元)	1.80

相关研究

目 录

1 导航控制与弹药信息化领军者，业绩持续向好	1
1.1 兵器工业集团制导系统主力供应商	1
1.2 降本增效净利润持续增长，行业复苏有望迎来放量拐点	2
1.3 股权激励提高管理效能、激发内生动力	5
2 远程火箭弹量大效高，制导龙头享赛道红利	6
2.1 远火为现代战争消耗最大的弹药之一，需求景气前景明朗	6
2.2 兵器工业集团为远火主要研制单位，公司深度受益于集团内卡位优势	12
3 信息化推动需求增长，子公司多业务前景明朗	13
3.1 中兵通信：地对空通信龙头，数据链迎来新增长	14
3.2 中兵航联：军用电连接器后起之秀，有望开拓兵器更多市场	16
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 相对估值	19
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司沿革久远, 多次整合后聚焦导航控制与信息化产品主业.....	1
图 2: 北方导航股权结构——兵器集团下属公司, 控股三家子公司.....	1
图 3: 2019-2022 公司营业收入 CAGR 约 18.7%.....	3
图 4: 2019-2022 母公司收入 CAGR 约 28.4%.....	3
图 5: 2019-2022 公司归母净利润 CAGR 约 60.7%.....	3
图 6: 2019-2022 母公司归母净利润 CAGR 约 87.5%.....	3
图 7: 公司归母利润率水平显著提升.....	4
图 8: 公司期间费用率持续降低.....	4
图 9: 母公司毛利率、净利率显著提升.....	4
图 10: 规模效应下母公司管理费用率大幅下降.....	4
图 11: 2023 子公司营业收入增速放缓.....	5
图 12: 2023H1 衡阳光电净利润大幅增长, 同比+212%.....	5
图 13: 海湾战争中 M270 火箭炮仅 100 小时消耗了万发火箭弹.....	7
图 14: 巴以冲突中火箭弹从加沙地带城市拉法射向以色列.....	7
图 15: 美陆军 GMLRS 年计划采购量在 5000-7000 发.....	8
图 16: 美陆军至 2028 年将累计采购超十万发 GMLRS.....	8
图 17: 七十年周年国庆阅兵中的 PCH-191 火箭炮.....	9
图 18: 中、美远程制导火箭射程对比.....	10
图 19: 解放军青藏高原远火实弹演习.....	11
图 20: 解放军大漠戈壁远火实弹演习.....	11
图 21: 阿布扎比防展上的中国远火.....	11
图 22: 远程火箭弹主要由制导控制系统、动力系统与战斗部组成.....	12
图 23: 公司主营军品二、三、四级配套, 是控制仓集成组装环节主导企业.....	13
图 24: 全球军用通信市场空间 (亿美元).....	14
图 25: 全球军用电台市场空间.....	14
图 26: 美军数据链已搭载在各类弹药、地面与空中装备中.....	15
图 27: 空天地海一体化数据化网络结构示意图.....	15
图 28: 连接器是各武器装备最基础、必不可少的元器件, 用量与价值受信息化拉动.....	17
图 29: 军用连接器上市公司连接器相关业务收入 (亿元).....	17

表 目 录

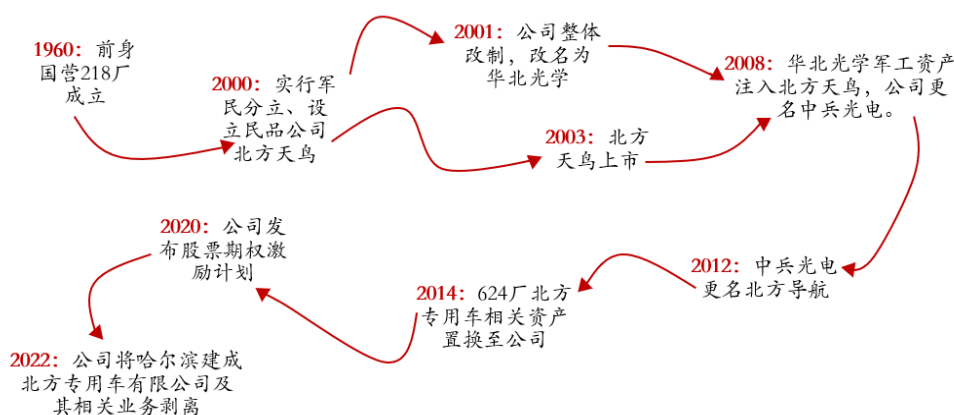
表 1: 公司母公司和子公司简介、业绩情况	2
表 2: 2020 年股权激励业绩考核目标	5
表 3: 远程火箭弹采购成本较导弹而言相对更低	6
表 4: 近年美国远程火箭弹 GMLRS 与战术导弹 PrSM 采购金额与数量	8
表 5: 近 2 年美国远程火箭弹相关军售	8
表 6: 军用无线通信主要上市公司及其优势产品	14
表 7: 数据链分类	15
表 8: 美军导弹典型型号的数据链搭载情况	16
表 9: 分业务收入及毛利率	18
表 10: 可比公司估值 (截至估值日期 2023 年 12 月 18 日收盘)	19
附表: 财务预测与估值	20

1 导航控制与弹药信息化领军者，业绩持续向好

1.1 兵器工业集团制导系统主力供应商

2008 年整体上市，导航控制与信息化扬帆起航。公司的前身是国营 218 厂，始建于 1960 年。2000 年实行军民分立，设立控股民品公司“北方天鸟”，北方天鸟于 2003 年成功上市。2001 年公司整体改制并于 2008 年将全部核心资产纳入北方天鸟完成整体上市，并更名为“中兵光电”，2012 年更名为“北方导航控制技术股份有限公司”（北方导航）。2014 年，专用车业务相关资产注入，于 2022 年剥离。至此，北方导航成为以导航控制与信息化产品主业，多领域延伸发展的核心上市公司。

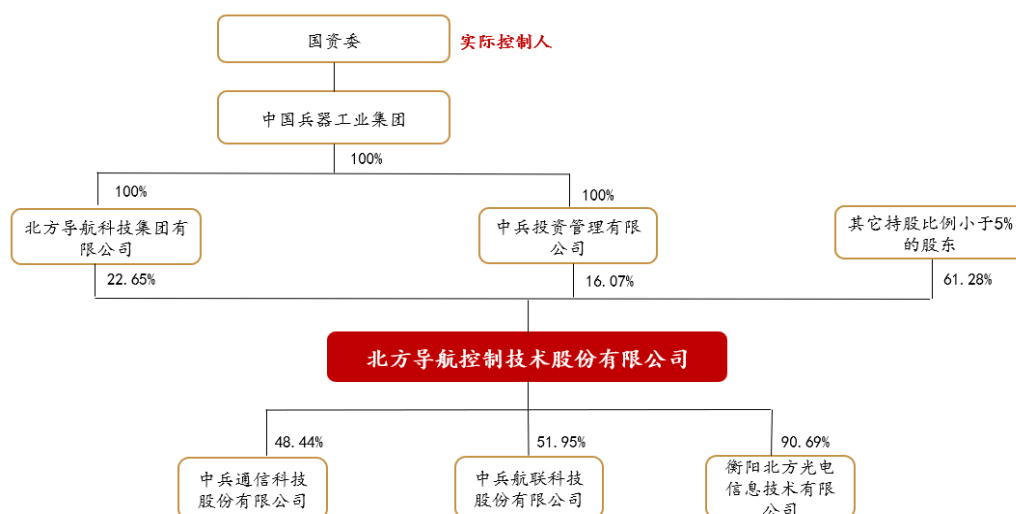
图 1：公司沿革久远，多次整合后聚焦导航控制与信息化产品主业



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是中国兵器工业集团下属企业，集团通过北方导航集团与中兵投资持有公司 38.7% 的股权。同时公司控股中兵通信、中兵航联、衡阳光电三家子公司。

图 2：北方导航股权结构——兵器集团下属公司，控股三家子公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

北方导航是兵器工业集团导航控制主力配套厂商，子公司经营通信电台、电连接器等产品。公司以军品二三四级配套为主，以“导航控制和弹药信息化技术”为主营业务，涵盖导航与控制、军事通信、智能集成连接三大领域，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。

其中：

母公司作为兵器工业集团下制导控制系统核心供应商，在国内量产远火弹药的制导控制系统领域具备绝对的优势地位，同时具备探测控制、环境控制、稳定控制等相关技术产品。2022 年母公司实现净利润 1.3 亿元，占合并报表归母净利润的 67.9%。

子公司业务涵盖电连接器、军用通信和电子控制箱等，并在细分赛道具备较强竞争力。其中：**中兵通信**（持股比例 48.4%）主营超短波地对空通信终端产品，在我国地对空通信产品中占据优势地位；**中兵航联**（持股比例 52.0%）主营军用电连接器产品，在军用多领域拓展产品市场；**衡阳光电**（持股 90.7%）主营电子控制箱及检测系统等产品。2022 年各子公司合计贡献归母净利润 0.9 亿元，占合并报表归母净利润的 49.3%。母公司、子公司利润总额超出合并报表净利润是由于 2022 年子公司北方车辆亏损，以及合并报表导致。

表 1：公司母公司和子公司简介、业绩情况

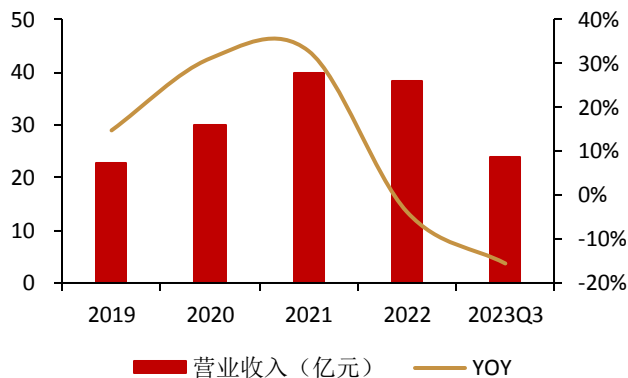
	持股比例	2022 年			2023 年上半年			主营业务
		营业收入 (百万)	净利润 (百万)	归母净利润 贡献	营业收入 (百万)	净利润 (百万)	归母净利润 贡献	
母公司	-	2727.7	125.6	125.6	1336.4	157.2	157.2	导航控制等产品的生产制造和销售。
中兵通信科技股份有限公司	48.4%	532.6	86.4	41.9	154.7	6.1	3.0	超短波通信电台、卫星通信设备等产品的生产制造和销售。
中兵航联科技股份有限公司	52.0%	352.0	49.4	25.7	138.8	24.2	12.6	电连接器、微动开关电缆、屏蔽玻璃、通风波导等产品的生产制造和销售。
衡阳北方光电信息技术有限公司	90.7%	194.4	26.1	23.7	93.1	35.5	32.2	电子控制箱及检测系统、石油在线仪器等产品的生产制造和销售。
子公司合计	-	1079.0	161.9	91.2	386.6	65.9	47.8	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 降本增效净利润持续增长，行业复苏有望迎来放量拐点

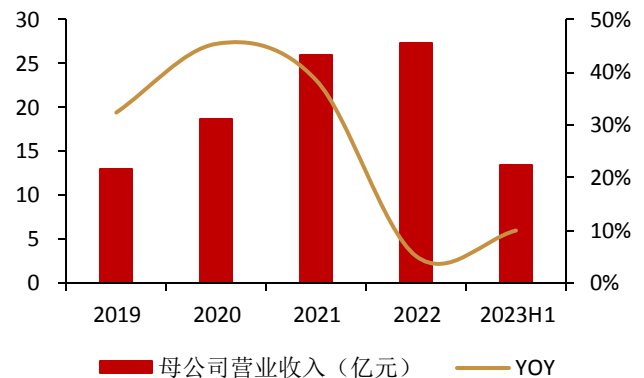
营业收入受行业因素影响增长放缓，行业需求复苏在即有望迎来拐点。2019-2022 年，公司营业收入由 22.9 亿元增长至 38.4 亿元，CAGR 为 18.7%。2023 年前三季度营业收入 24.0 亿元，同比下滑 15.6%。主业所在母公司 2019-2022 年营业收入由 12.9 亿元增长至 27.3 亿元，CAGR 约 28.4%，2023 年上半年母公司实现收入 13.4 亿元，同比增长 9.9%，增速放缓。近年公司业绩的持续增长主要受弹药需求增长拉动，2023 年业绩增长放缓，主要是受远火产业链某环节产能制约，以及“十四五”中期调整军品订单与生产任务释放节奏的影响。截至 2023 年四季度，产业链上游公司理工导航于 2023 年 10 月 18 日公告收到 1.1 亿元《订货通知书》，行业需求复苏在即。公司四季度收入端或将有所恢复，“十四五”中后期有望迎来快速增长阶段。

图 3：2019-2022 公司营业收入 CAGR 约 18.7%



数据来源：Wind, 西南证券整理

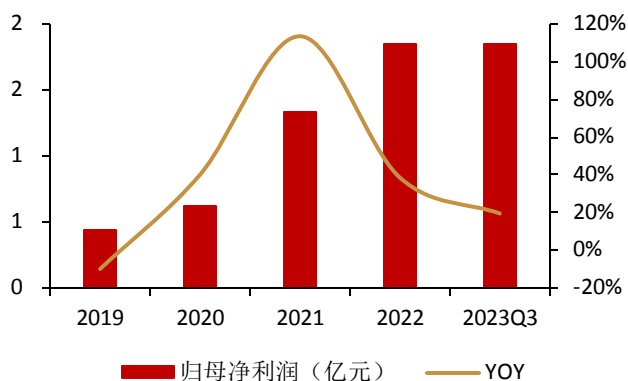
图 4：2019-2022 母公司收入 CAGR 约 28.4%



数据来源：Wind, 西南证券整理

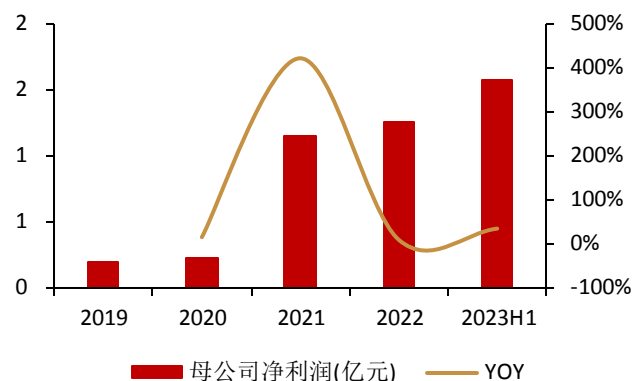
盈利能力提升下，净利润稳定、快速增长。2019-2022 年，受收入快速增长、规模效应、及资产优化共同驱动下的盈利能力提升的影响，公司归母净利润由 0.5 亿元增长至 1.9 亿元，CAGR 为 60.7%。母公司净利润由 0.2 亿元增长至 1.3 亿元，CAGR 约 87.5%。2023 年前三季度公司实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 19.5%。母公司实现净利润 1.6 亿元，同比增长 34.9%。

图 5：2019-2022 公司归母净利润 CAGR 约 60.7%



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：2019-2022 母公司归母净利润 CAGR 约 87.5%

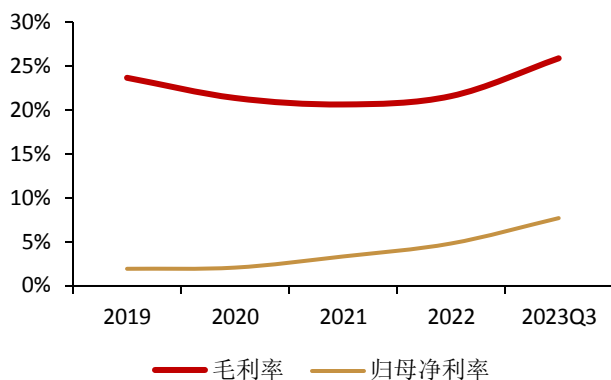


数据来源：Wind, 西南证券整理

规模效应与经营效率提升推动母公司利润率显著提高，整体利润率同步向好。2019-2022 年，公司毛利率维持在 20% 以上，归母净利率由 1.9% 提高 2.9pp 至 4.8%。母公司毛利率由 9.2% 提高 4.7pp 至 13.9%，母公司净利率由 1.5% 提高 3.1pp 至 4.6%。公司盈利能力的提升，主要源于母公司规模效应递增、经营效率提升、投资收益增加下的利润率提高，毛利率大幅提升主要来自于深入推进智能化建设，强化重点成本管控，以及上游元器件价格变动等因素影响。母公司净利率一方面与毛利率同步攀升，另一方面源自规模效应下母公司管理费用率的显著改善，2019-2022 年母公司管理费用 CAGR 仅 11.9%，远低于母公司收入增速，母公司管理费用率由 10.0% 下降 3.4pp 至 6.6%。母公司期间费用率由 11.9 下降 1.9pp 至 10.0%，公司整体期间费用率由 15.7% 下降 1.9pp 至 13.8%。

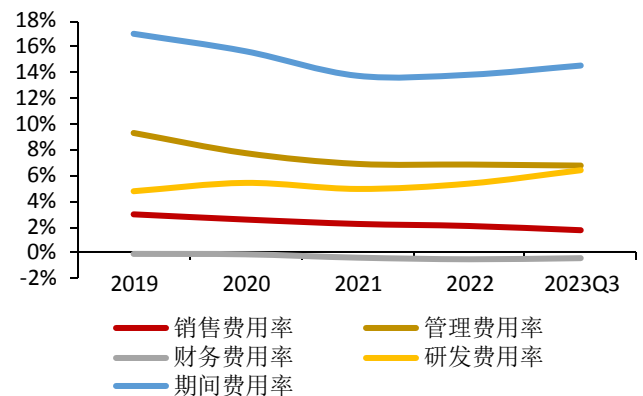
2023 年前三季度毛利率同比+6.0pp，费用率提高+投资收益高基数扰动，净利率增速低于毛利率。前三季度，公司综合毛利率为 25.9%，同比提高 6.0pp；综合净利率为 8.6%，同比增长 1.9pp。净利率提升比例不及毛利率，主要原因为：1) 费用率提升：在收入收缩的情况下，公司各项费用虽维持在稳定的水平，但是期间费用率同比+2.3pp；2) 投资收益高基数的扰动：2022 年公司处置北方专用车资产，前三季度产生投资收益 2902.3 万元，今年同期暂无投资收益。扣除此非经常性因素影响，公司利润率水平呈现更好的增幅。此外，由于此次资产处置确认大额非经常性损益，造成公司扣非净利润低基数，因此 2023Q3 公司实现归母扣非净利润 1.8 亿元，同比增长 47.6%。增速高于归母净利润增速。

图 7：公司归母净利润率水平显著提升



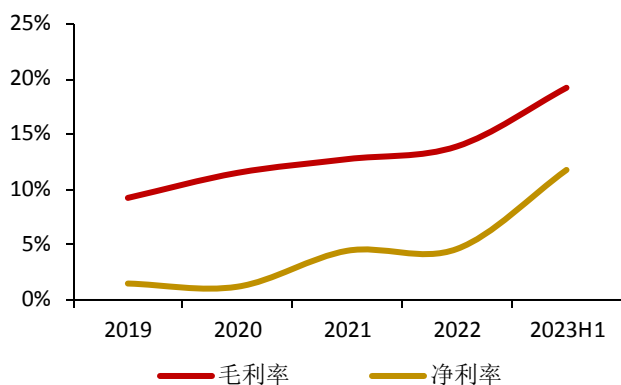
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司期间费用率持续降低



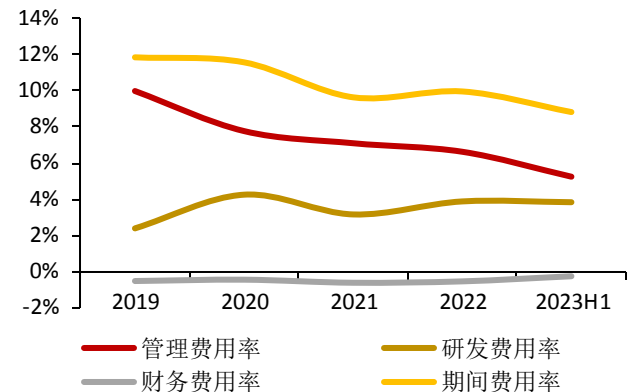
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：母公司毛利率、净利率显著提升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：规模效应下母公司管理费用率大幅下降



数据来源：Wind，西南证券整理

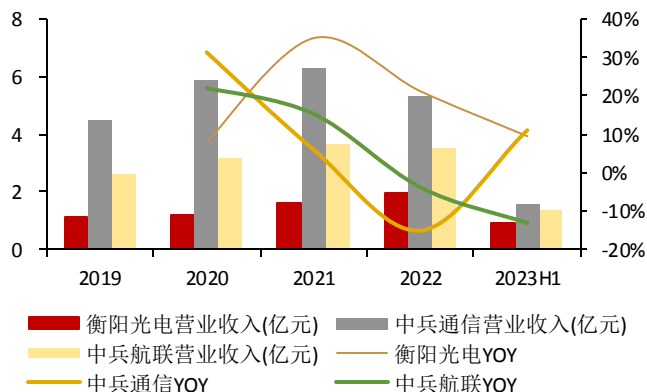
子公司销售收入稳中向好，2023 衡阳光电利润大幅增长。

中兵通信：业绩相对稳定，2023H1 利润下滑。2019-2022，中兵通信营业收入由 4.5 亿元增长至 5.3 亿元，CAGR 约 5.7%，净利润除 2020 年外维持在 0.9-1.0 亿元之间，整体而言相对稳定，2020 该子公司处置房产及土地收益致使该年取得净利润 1.9 亿元。2023 年上半年因任务调整、供应链变化等情况，利润率大幅下滑，2023H1 实现营业收入 1.5 万元，同比增长 11.08%；实现净利润 613 万元，同比减少 63.2%；净利润约 4.0%，同比下滑 8.0pp。预计 2023 该部分业务业绩将小幅调整，未来随军用通信设备的持续升级迭代而持续、小幅增长。

衡阳光电：业绩持续增长，2023 经营效率显著提高。2019-2022，衡阳光电营业收入由 1.1 亿元增长至 1.9 亿元，CAGR 约 20.9%，净利润由 1666 万元增长至 2608 万元，CAGR 约 16.1%。2023 上半年深入推进智能化、信息化下的管理、生产工艺创新，盈利能力大幅提升，实现营业收入 0.9 亿元，同比增长 9.5%；实现净利润 0.4 亿元，同比增长 212.4%；净利率 38.2%，同比提高 24.8pp。预计 2023 该部分业务净利润将实现大幅增长，而后增速相对放缓。

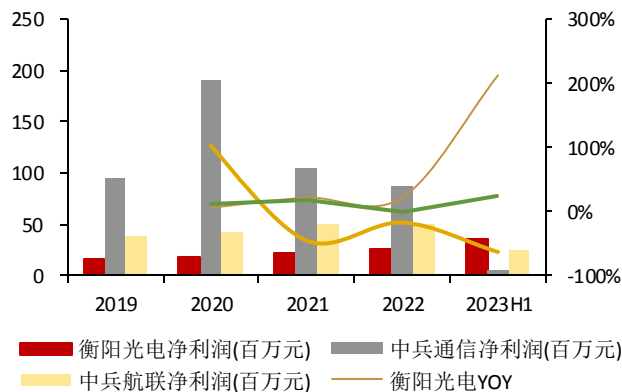
中兵航联：收入、利润稳步增长。2019-2022，中兵航联营业收入由 2.6 亿元增长至 3.5 亿元，CAGR 约 10.6%，净利润由 3810 万元增长至 4942 万元，CAGR 约 9.1%。2023 年上半年实现营业收入 1.4 亿元，同比下滑；实现净利润 2421.4 万元，同比增长 22.9%。净利率为 17.4%，同比提高 5.1pp。展望未来，国防信息化下军用连接器市场持续扩容，该部分业务将稳步增长。

图 11：2023 子公司营业收入增速放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2023H1 衡阳光电净利润大幅增长，同比+212%



数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权激励提高管理效能、激发内生动力

股权激励激发企业发展动力。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 2959.2 万份股票期权，计划公告时的行权价格为每股 8.59 元。行权条件要求公司以 2019 年为基数，2021 年、2022 年、2023 年营业收入复合增长率分别不低于 10%、10.5%和 11.0%。截至目前，公司基期至 2021 营业收入复合增长率为 31.9%，基期至 2022 复合增长率为 18.7%。股权激励授予范围广，力度相对较大，有利于激发公司内生外延发展和业绩增长。

表 2：2020 年股权激励业绩考核目标

	行权业绩条件
股票期权第一个行权期	以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入复合增长率不低于 10%，EOE 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，2021 年 EVA 优于兵器集团考核指标且 $\Delta EVA > 0$ 。
股票期权第二个行权期	以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入复合增长率不低于 10.5%，EOE 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，2022 年 EVA 优于兵器集团考核指标且 $\Delta EVA > 0$ 。
股票期权第三个行权期	以 2019 年营业收入为基数，2023 年营业收入复合增长率不低于 11%，EOE 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，2023 年 EVA 优于兵器集团考核指标且 $\Delta EVA > 0$ 。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 远程火箭弹量大效高，制导龙头享赛道红利

2.1 远火为现代战争消耗最大的弹药之一，需求景气前景明朗

远程火箭武器系统是陆军炮兵拥有的一类重要装备，主要由火箭炮（发射平台）、火箭弹（弹药）等战斗装备，侦察、指挥等信息装备，装填、运输等保障装备组成。其中，火箭弹直接体现了远程火箭武器系统的性能和威力，是远程火箭武器系统的核心之一。远火可适应全地形、全天候作战，主要遂行面压制、小幅员压制及火力突击等作战任务。

远程火箭弹的饱和式打击方式与合理采购成本奠定了其巨大的装备容量：

一方面，“量大”是“钢铁暴雨”作战方式的必然结果。相较导弹而言，远火或在制导精度、隐身能力与突破能力等方面略有逊色，而主要以饱和式打击的方式消耗敌方反导武器储备并摧毁其地面作战力量，因而实战消耗量极大。根据《坦克装甲车辆》，我国 PHL-03 式传统远射程火箭炮的一个基本作战单元包括 1 辆指挥车、4~6 辆发射车和 4~6 辆运弹车。每辆发射车 12 管火箭弹呈品字形排列，在发射车射击后，运弹车所携弹药可供再齐射一次，因此每辆发射车一共可连续发射 24 发火箭弹，1 个作战单元一次便可连射 96-144 发火箭弹，其消耗性远高于一般武器装备，需大量生产、储备。

另一方面，火箭弹采购成本相对合理，也是其大规模列装的基础。以美国武器装备为例，根据美国官方文件，其 2024 财年对空导弹“标准-6”的平均计划采购价格达到 957.4 万美元、战斧巡航导弹计划采购均价达 309.4 万美元、地狱火对地导弹计划采购均价达 74.8 万美元，陆军战术导弹改进的精确打击导弹 PrSM 计划采购均价达 349.2 万美元，而 GMLRS 制导多管火箭武器系统（美主力远程火箭弹）计划采购均价约 18.8 万美元。二者作用下，远程火箭弹在一般场景的使用量更高，因而其列装规模、实战与演练消耗量、军备储备需求极大，是各军事强国陆军核心对地武器。

表 3：远程火箭弹采购成本较导弹而言相对更低

美军主要导弹与弹药型号	美国 2024 财年计划采购均价（万美元）
制导多管火箭 GMLRS	18.78
战斧导弹	306.49
地狱火导弹	309.41
AIM-120 中程空空弹 AMRAAM	137.27
AGM-158 联合空面导弹 JASSM	957.44
标准六舰空弹	30.56
联合直击弹药 JDAM	6.37
小直径炸弹 II SDB II	701.10
联合空地导弹 JAGM	32.85
AIM-9X 空中拦截导弹	47.02
标枪反坦克导弹 JAVELIN FGM-148F	51.27
远程反舰导弹 LRASM	349.18
精准打击导弹 PrSM	74.75

数据来源：美国国防部、美国陆军官网，西南证券整理（注：美国弹药计划采购均价为其计划采购金额除以计划采购数量计算得出）

2.1.1 国外启示：现代战争放异彩，借镜观形显价值

➤ 从海湾战争至俄乌战场，火箭弹消耗量印证其实战价值与配装空间

海湾战争：重型模块化火箭炮露锋芒，遂成为现代战争对地打击的核心手段。根据《坦克装甲车辆》2022 年 1 期，上世纪 90 年代初的海湾战争中，美军 M270 重型模块化火箭炮在“钢雨”和点状目标“精确打击”两种模式中自由切换，与其搭载的 M26 火箭弹与 ATACMS 陆军战术导弹一同显示出了强大的压制、穿透与毁伤能力。该次战役中，美军只调动了 189 部火箭炮发射车，但在短短 100 小时的地面作战中，该型火箭炮便发射了 10000 枚 M26 战术火箭弹，这些火箭弹母弹中又装载、消耗了 600 万枚 M77 双用途子弹药（一枚集束炸弹搭载数百枚子弹药）。同时还打出了 32 枚 ATACMS 陆军战术导弹。海湾战争展现了火箭武器系统出色的战斗能力与巨大的实战消耗量。

2022 俄乌战争：在冲突激烈时，乌克兰火箭弹单日消耗量可达数百发。根据俄罗斯通讯社 2023 年 5 月 31 日报道，乌克兰武装力量在 5 月 30 日单日便向 Belgorod 等地区发射了 260 枚火箭弹，若按照美军当前 GMLRS 均价估算，对应价值达数亿人民币。火箭弹在俄乌战场上起到非常突出的作用和显著的战场效果。

2023 巴以冲突：再现“千炮齐发”，火箭弹军备价值不言而喻。根据《北京日报》报道，2023 年 10 月 7 日，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）从加沙地带向以色列发动代号“阿克萨洪水”的突然袭击，向以色列境内发射了至少 5000 枚火箭弹。火箭武器系统的实战价值与军备空间再次得到印证。

（备注：以上火箭弹并不特指远射程火箭弹，一是并非所有国家都具有远程火箭弹生产研制能力，二是应用场景不同，不能一概而论。）

图 13：海湾战争中 M270 火箭炮仅 100 小时消耗了万发火箭弹



数据来源：《坦克装甲车辆》，西南证券整理

图 14：巴以冲突中火箭弹从加沙地带城市拉法射向以色列



数据来源：《北京日报》，西南证券整理

➤ 美军装备与出口双驱动，美国远火需求已印证

美国远程火箭炮发射平台主要为 M270 与海玛斯 M142，目前主要搭载的弹药为制导多管火箭弹系统 GMLRS 与陆军战术导弹 ATACMS，其中 GMLRS 包括了 M30、M31 等系列火箭弹在内的单弹头弹药与集束炸弹，ATACMS 的改进型为精确打击导弹 PrSM。（备注：ATACMS 及 PrSM 为战术导弹）

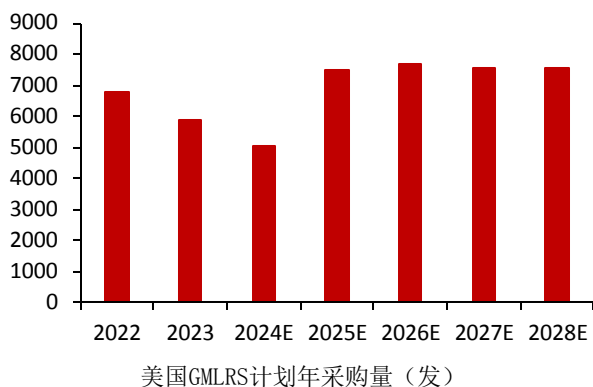
美军远火主力弹药 GMLRS 采购金额在其导弹与弹药采购中稳居前列，至 2028 计划合计采购十万枚。根据美国国会与陆军官方披露，近年美国陆军 GMLRS 年采购金额维持在 10 亿美元左右，美军弹药与导弹各重点型号的采购金额中稳居前列。截至 2023 年，美陆军已合计采购超 6 万发 GMLRS 火箭弹，且计划 2025-2028 计划采购量超 7000 发/年，至 2028 年合计采购量将超 10 万发。

表 4：近年美国远程火箭弹 GMLRS 与战术导弹 PrSM 采购金额与数量

武器品种	采购数量（发）				采购金额（百万美元）			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024E	2022 年	2023 年	2023 年	2024E
制导多管火箭炮 GMLRS	6932	6374	5954	5064	493.4	939.1	1319.6	951.2
精准打击导弹 PrSM	28	54	42	1100	516.6	166.1	162.9	384.1

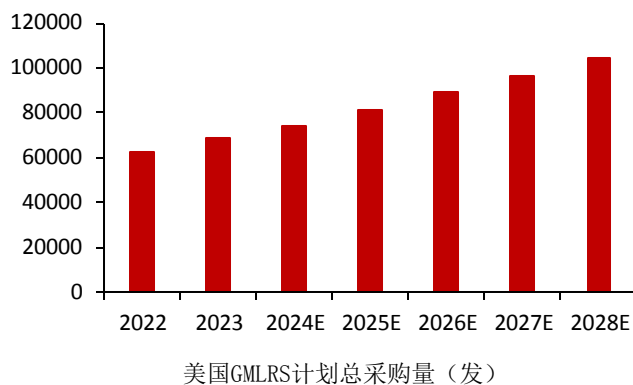
数据来源：美国国防授权法案、美国白宫预算请求、美国国会记录、美国国防部，西南证券整理

图 15：美陆军 GMLRS 年计划采购量在 5000-7000 发



数据来源：2024 美国陆军预算，西南证券整理

图 16：美陆军至 2028 年将累计采购超十万发 GMLRS



数据来源：2024 美国陆军预算，西南证券整理

美国 2022 年以来 2 年内远程火箭弹出口量达万发，相关出口合同总价值达百亿美元。根据洛克希德马丁与美国政府官方披露，2022 年 1 月至 2023 年 10 月，美国共与其十余个盟友及合作方签署远程火箭武器相关合同，合计出售 112 台海玛斯火箭炮与 2775 套（约 16650 枚）GMLRS 火箭弹，总价值达 148.9 亿美元。远程火箭武器系统已经成为美国及其盟友最为重要的武器装备之一。

表 5：近 2 年美国远程火箭弹相关军售

时间	军售对象	军售金额（百万美元）
2023.08	澳大利亚	975
2023.08	芬兰	395
2023.04	摩洛哥	524.2
2023.02	荷兰	670
2023.02	波兰	10,000
2022.11	立陶宛	495
2022.11	芬兰	535
2022.07	爱沙尼亚	500
2022.05	澳大利亚	385
2022.04	乌克兰	165

时间	军售对象	军售金额 (百万美元)
2022.03	巴林	175.98
2022.02	约旦	70
2022.01-2023.10	合计	14890.18

数据来源：美国政府部门官网、洛克希德马丁官网，西南证券整理

窥一豹可见全貌，从美国装备与出口数量、俄乌战争等战役中的战场表现来看，远程火箭炮及其弹药已经成为现代战争至关重要的地面打击手段，巨大的实战消耗量与储备需求将对其市场容量形成有力支撑并带来增长弹性。

2.1.2 我国远火：型号完备踵事增华，内外需求多点开花

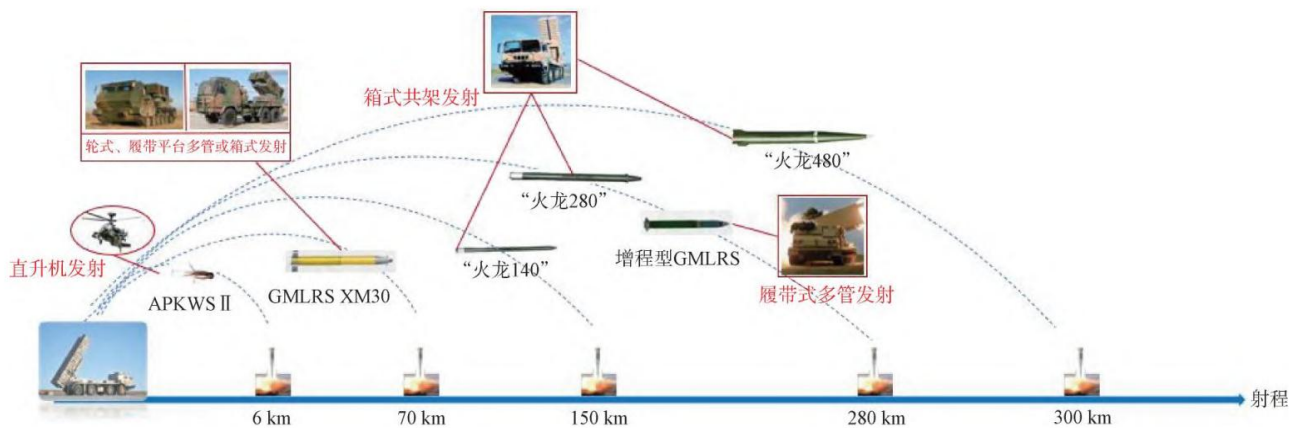
数十年长坡厚雪，我国远程火箭武器系统储备完备。根据《坦克装甲车辆》2022 年 1 期，上世纪 50 年代，因抗美援朝中苏式 BM-13 亮眼表现，火箭炮武器便受到了解放军的重视。我国在现代化重型火箭炮领域起步于上世纪 90 年代对苏制 BM-30 “龙卷风” 300 毫米火箭炮的技术引进与吸收，其成果被称为 PHL-03，具备火力猛、射程远、且部分搭载弹药具备了简易制导能力。我军新型主力远程火箭炮为 PCH-191，该款箱式火箭炮被确立为陆海空三军联合作战中陆军的主力装备，也被称作第四代骨干装备，于 2013 年立项，2019 年完成列装定型。其在弹药装填速度、火力密度、射程、精度等多方面有所提升。与此同时，我国 SR-5、AR-3 等外贸型号也广销海外。总体而言，我国远程火箭武器系统及其搭载弹药已有成熟完备的型号储备。

图 17：七十年周年国庆阅兵中的 PCH-191 火箭炮



数据来源：《坦克装甲车辆》2022 年 1 期，西南证券整理

图 18：中、美远程制导火箭射程对比



数据来源：朱继宏《智能化弹药结构技术进展及发展建议》，西南证券整理

● 内需：多方位驱动，订单将迎来“十四五”放量拐点

我国周边局势复杂，在有限的军费下，发展低成本弹药是大势所趋，远火作为国内陆军主要低成本高精度弹药类型，发展空间大。

- **我国远火新型号亮相，装备持续放量。** PHL-191 及新一代火箭弹作战能力显著提高，升级换代在即。191 火箭炮于 2019 年阅兵中首次亮相，该型火箭炮及其搭载的弹药或在“十四五”将持续放量。
- **装备发展追求“低成本、可持续”，高性价比武器为优选。** 早在 2021 年，陆军装备部便发布了《关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》，时至今日，低成本、可持续仍然是武器装备建设的大趋势。在军费有限的背景下，远火作为低成本弹药的成熟弹型，将受益于行业发展趋势。
- **实弹演练成常态，演习消耗带来持续需求。** 全面加强实战化军事训练、全面提高训练水平和打赢能力是实现新时代的强军目标的坚强支撑。根据央视网、人民网、中国军网等官媒的新闻报道，近年来，我国实弹演习力度增加，远程火箭武器多次出现在大漠、青藏高原等地的军事训练中。未来，军事训练实战化水平有望继续提升，弹药消耗带来持续性需求。
- **“中期调整”后蓄势待发，生产节奏将明朗。** 一方面，“十四五”即将迎来第四年，“中期调整”亦进入尾声，调整后订单与生产任务将明朗、生产节奏将恢复。另一方面，产业链部分非常态扰动因素逐渐消除，产能制约将不复存在。军队采购节奏与积压订单的释放将拉动远火产业链大发展。

图 19：解放军青藏高原远火实弹演习



数据来源：央视网，西南证券整理

图 20：解放军大漠戈壁远火实弹演习



数据来源：中国军网，西南证券整理

● 远火外需：俄乌战争打破现有国际军贸格局，外贸具有长期想象空间

俄乌战争打破现有军贸格局，我国军贸或进入黄金发展阶段。因战争的大量消耗，俄罗斯的武器产能或难以持续供应未来军贸市场。我国军贸出口国家名单中，有 21 个出口国和俄罗斯共同覆盖，在未来的国际军贸竞争中，我国军工研发系统自主成熟、技术水平世界领先、政治附加条件较少等优势将进一步显现，我国军贸发展或进入黄金发展阶段。

我国远火在军贸市场受到青睐。根据观察者网报道，2023 阿布扎比防展后，兵器工业与阿联酋签订了价值 17 亿（人民币）的 AR3 远程火箭武器系统订单，此外 SR5 等其它远火装备此前也对阿联酋、委内瑞拉等国出口。我国火箭炮与弹药型号完备、能力领先，未来在外贸方向有望占据更大市场份额，长期来看具有想象空间。

图 21：阿布扎比防展上的中国远火



数据来源：观察者网，西南证券整理

2.2 兵器工业集团为远火主要研制单位,公司深度受益于集团内卡位优势

兵器工业集团、航天科工与航天科技集团参与远火研制,兵器工业占据成本优势地位。兵器工业集团是远程火箭炮传统供货商,过去承担了我国远程火箭炮及其弹药大部分生产研制任务。近年来远火研制引入多流水,航天科技和航天科工集团开始参与竞争。兵器工业集团以规模化、低成本为主要优势,在远火的生产任务中占据较强的竞争地位。

远程制导火箭弹主要由导航控制系统、战斗部与动力系统组成。我国弹药的总体主要由几大军工集团下属院所承担,战斗部、动力系统与点火装置、制导控制系统也由系统内单位完成。根据《防空导弹成本与防空导弹武器装备建设》,制导系统在精确制导武器中价值占比大,弹上制导分系统和稳定控制分系统约达到导弹成本的 40%-60%,远程制导火箭弹中制导与控制系统的价值占比虽不及导弹,但由于其高技术附加的特性与实战中精确打击、毁伤的要求,其仍占有可观价值。

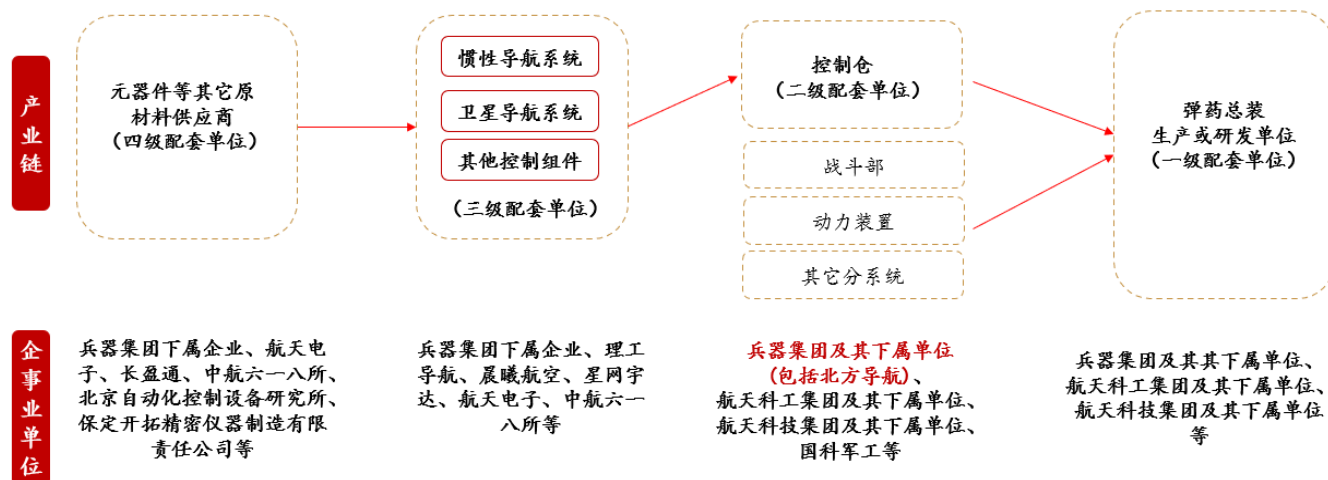
图 22: 远程火箭弹主要由制导控制系统、动力系统与战斗部组成



数据来源: thinkdefense, 西南证券整理

北方导航是兵器集团导航控制系统主力供应商,受益远火大发展。公司主营制导控制系统、导航控制系统。2008 年,公司完成重大资产重组后,控股股东导航集团的经营业务全部并入上市公司,兵器集团对不与上市公司进行同业竞争的相关事项做出了承诺。因而,公司为兵器工业集团导航控制总装环节主力供应商,受益远火需求快速发展,直接受益兵器工业集团远火订单的获取。

图 23：公司主营军品二、三、四级配套，是控制仓集成组装环节主导企业



数据来源：公司公告、理工导航招股说明书，西南证券整理

3 信息化推动需求增长，子公司多业务前景明朗

国防信息化成为军队建设的关键领域之一，未来提升空间巨大。习近平总书记在部署深化国防和军队改革时重申，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系是改革的努力目标。2021 年 3 月，国家发布《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》，明确指出：“加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。”而信息化是武器现代化的重要方式，也是十三五机械化后装备升级的主旋律，未来提升潜力巨大。

信息化是体系对抗的基础，通信能力是信息化的纽带。现代战争的突出特点之一是武器装备体系的对抗，体系对抗不是单个武器系统或装备能力的简单相加，而是依靠信息的纽带作用，把各级指挥系统、各种武器系统与保障系统紧密联系在一起的整体对抗。而通军工通信系统是信息化的桥梁和纽带，承担着命令交接、信息传输的功能，**军工通信系统的建设将贯穿于国防信息化、现代化始终。**

全球军用通信市场空间持续增长，亚太是领头羊。根据 Markets and Markets 测算，2023 全球军用通信市场约 242 亿美元，至 2028 年将增长至 354 亿美元，CAGR 约 7.9%。其中因中国、印度等国家的投入增加，亚太地区增速最高。

图 24：全球军用通信市场空间（亿美元）



数据来源：Markets and Markets，西南证券整理

图 25：全球军用电台市场空间



数据来源：Next Move Strategy Consulting，西南证券整理

子公司中兵通信为我国军用地对空通信装备龙头，中兵航联主业为军用电连接器产品，受益我国国防信息化建设进度。

3.1 中兵通信：地对空通信龙头，数据链迎来新增长

3.1.1 军用无线通信具有极高壁垒，细分赛道龙头强者恒强

军用无线通信供应商通常拥有多频段、多平台的通信产品，但在各自的优势领域占有较高市场份额，与特定军兵种、产品形态联系紧密。由于涉及技术的尖端性、产品定型程序的复杂性、对产品质量要求的严格性，军用无线通信领域对新进入者形成极高的技术和资质壁垒。市场竞争格局相对稳定，细分龙头有望强者恒强。

中兵通信是我国军用地空超短波通信领域的核心厂家，曾成功研制出国内第一部地空/海空超短波电台、第一部地空/海空超短波抗干扰电台，公司一直以来承担了该领域的重要生产研制任务，有望在此领域持续保持优势地位。

与此同时，中兵通信还是第一批涉足军事卫星通信领域的厂家之一，参与了我国几代军事卫星通信系统的研制工作。

表 6：军用无线通信主要上市公司及其优势产品

公司名称	传统优势产品、领域
海格通信 (002465.SZ)	短波、超短波通信；各军兵种车载、单兵通信设备，北斗导航产品等
烽火电子 (000561.SZ)	短波、超短波通信；搜救通信产品等
中兵通信 (837567.NQ)	地对空超短波通信，卫星通信等
七一二 (603712.SH)	机载、地面超短波通信等

数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

3.1.2 数据链迎来快速发展期，中兵通信弹载数据链开启新征程

数据链是指互通数据的链路，军事领域的数据链就如互联网一般，由军事单位贡献信息，进行数据的交互。根据用途，数据链包括通用数据链、态势感知数据链、情报侦察数据链、武器协同数据链与战术数据链等。

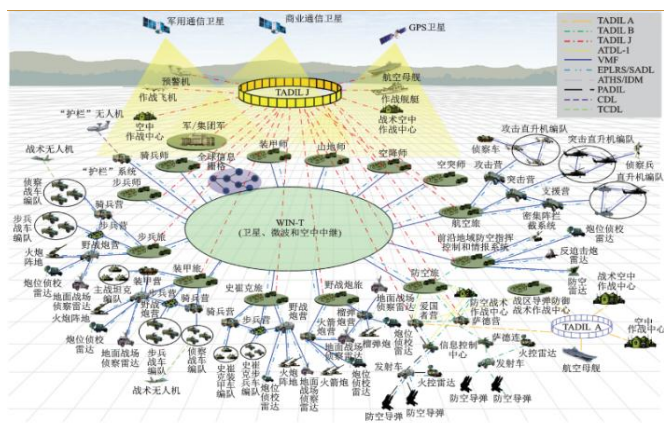
表 7：数据链分类

数据链类型	用途	国外典型应用
战术数据链	战术数据链 (TDIL) 是指通过单一或多维网络和通信介质, 将一个以上的指挥控制系统和武器系统连接在一起, 主要用于传输标准化数字信息, 北约简称为 Link	Link-16 (TADIL-J): 几乎装备了所有美国空军、海军以及海军陆战队的作战飞机
态势感知数据链	态势感知数据链多用于空对地和空对空作战任务, 能够在一个易用的系统中进行数据交换, 从而提供安全抗干扰的无争用通信。	Link-18: 装备了部分美国航母、驱逐舰、预警机、反潜飞机 Link-22 数据链兼容前者 TADIL-A/J 的功能, 实现海陆空外与各指挥终端间的信息实时传输。
宽带情报侦察数据链	CDL 又称情报侦察数据链, 用于需要高效传输数据量大的场景	美军已通过情报侦察数据链 (TCDL), 将天基、空基、陆基和海基串联成为多传感的信息网, 形成立体化的战场情报体系。
武器协同数据链	武器协同数据链是针对武器作战平台研制精确制导数据链路, 包括协同作战能力技术 (CECT)、机载数据链技术 (ADLT)、战术目标瞄准网络技术 (TTNT) 和五度网络技术 (QNT)	ADLT: 主要面向隐身战机, 美军主要包括 IFDL 与 MADL 两类技术, F-22 战机基于 IFDL 传输战场态势信息, 最多可同时对 16 架战机组网通信。MADL 应用于 F-35 隐形战机, 优化战斗机的隐身性能, 降低截获概率。 QNT 是面向无人机、战斗机、导弹武器和作战单元研制的小型网络协同数据链。

数据来源: 王博等《外军数据链发展趋势》, 西南证券整理

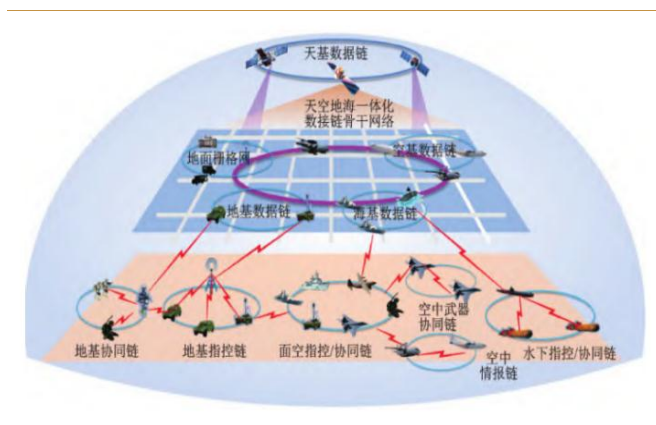
数据链已逐渐“全方位覆盖”各项武器装备与弹药, 发展前景巨大。从世界前沿的武器发展方向来看, 基于海、陆、空、天全域数据链网络保障, 实现各类武器与作战体系的深度融合, 大力发展空天融合、大纵深、大尺度的分布式、跨域协同作战能力已是各军事强国的关注重点, 数据链已成为信息化发展的重要方向之一, 各国在新一代武器中更加强调通过集成数据链, 实现网络信息获取与网络制导能力。未来我国在国防信息化水平建设的推动下, 数据链的存量武器加装潜力与新一代武器配套空间巨大。

图 26：美军数据链已搭载在各类弹药、地面与空中装备中



数据来源: 张子龙等《美国陆军战术数据链体系研究及其启示》, 西南证券整理

图 27：空天地海一体化数据化网络结构示意图



数据来源: 王博等《外军数据链发展趋势》, 西南证券整理

中兵通信立足其在地面与天基通信的传统优势, 于 2020 年开始销售弹载数据链产品, 在行业内较早布局, 数据链蓝海市场将带来新增量。

表 8：美军导弹典型型号的数据链搭载情况

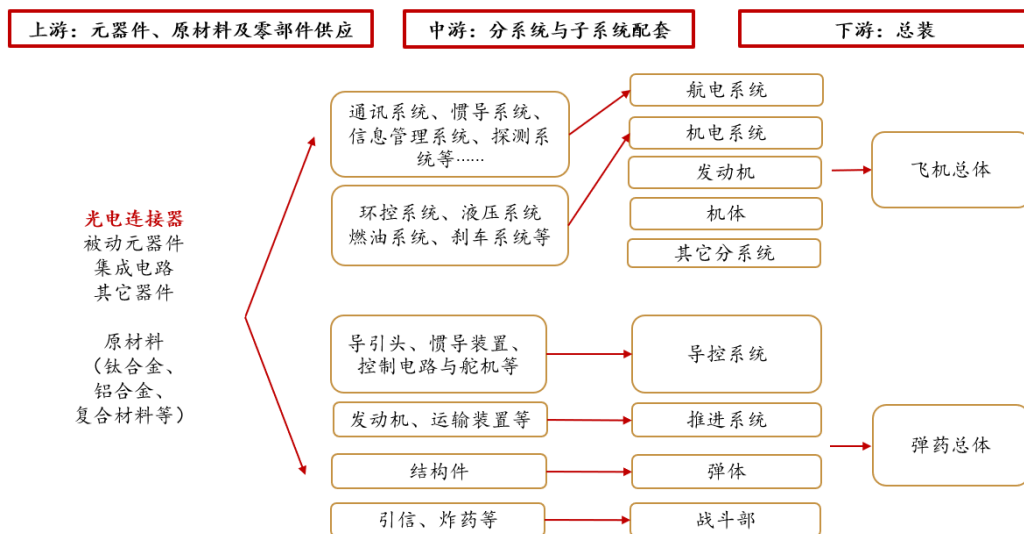
部署导弹	链路特征	典型功能
AIM-9XblockII 导弹	X 波段双向机弹数据链	机弹制导,支持本机发射、他机制导
AIM-120D 导弹	X 波段双向机弹数据链	机弹制导,具备超视距通信能力及一定的保密抗干扰能力
增强型防区外对地攻击导弹 SLAM-ER	AN/AWW-13 专用数据链,L 频段,机载吊舱方式	“人在回路”控制
AGM-65“幼畜”空对地导弹	AN/AWW-13 专用数据链,L 频段,机载吊舱方式	导弹红外图像回传确认
联合防区外空对地导弹 JASSM	UHF 频段数据链,机弹数据直传	目指更新、在线航迹更改
远程反舰导弹 LRASM	卫星中继链路	目指更新、在线航迹更改、制导修正,可实现弹群间数据交互与信息共享
战斧 IV 巡航导弹	借助卫星链路 with 舰船中的战术战斧武器控制系统 (TTWCS) 通信	目指更新、在线航迹更改、制导修正、回传图像战损评估
地基拦截导弹 GBI	路基中段防御系统内专用指令线,连接地基 X 波段雷达与地基拦截弹	向拦截弹实时提供高分辨率目标跟踪数据
爱国者导弹 PAC-3	爱国者系统内专用指令线,连接 AN/MPQ-53/63 型雷达与爱国者导弹	指令寻的制导 (TVM) 通过指令上行和下行链路对导弹飞行的全过程实施监控
AGM-154、JSOWC-1、 “鱼叉”BlockII 反舰导弹	战术网络 (TacNet), 利用 Link16 和 UHF 波形	导弹飞行中双向通信、控制平台切换、任务更新、重新瞄准和取消功能
小直径炸弹 1 (SDBI)	弹间数据链	支撑协同识别和打击

数据来源：蒋开创等《外军导弹数据链现状与发展启示》，西南证券整理

3.2 中兵航联：军用电连接器后起之秀，有望开拓兵器更多市场

连接器是电子设备与电子回路中必不可少的元器件，单机用量与价值占比随信息化水平同步提高。在各类武器装备及其电子系统中，连接器是连接器件与组件、组件与单机、单机与单机、系统与系统必不可少的基础元器件，起着传输能量和信号的重要作用，是飞机、导弹、舰艇等武器系统中用量最多的通用电子元器件之一。根据《军用电连接器的应用及发展》一架现代歼击机一次配套的电连接器约 800~1000 多件。随着武器装备信息化水平的提高，军用飞机航电系统、弹药导控系统、各武器电气系统对连接器的使用需求与技术要求将持续提升，军用市场有望持续扩容。

图 28：连接器是各武器装备最基础、必不可少的元器件，用量与价值受信息化拉动

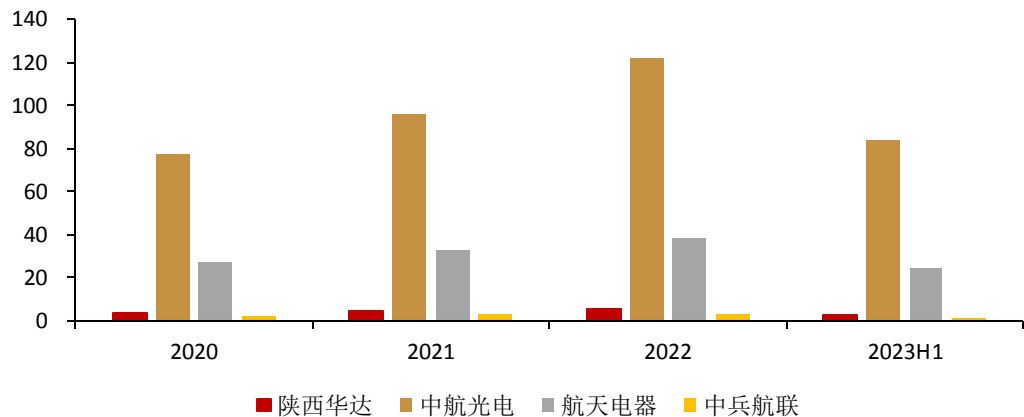


数据来源：西南证券整理

军用连接器目前的核心供应商为中航光电与航天电器。从体量、规模、产品性能等方面来看，中航光电目前是国内中高端连接器龙头，除航空航天与军用领域外，其产品还广泛供给通讯网络与数据中心、轨道交通、新能源汽车、电力、石油装备、医疗设备以及智能装备等民用高端制造领域。航天电具备航天院所的股东背景，在航天等部分领域处于优势地位。陕西华达前身为八五三厂，在卫星与军用电连接器领域排名前列。

军用连接器定制化属性突出，中兵航联是兵器集团旗下厂商，目前体量较小，市占率有提升空间。一方面，军用连接器行业具备高技术壁垒、资质壁垒、渠道壁垒。军用电连接器产品具备高度定制化、小订单、多批次的特点。中兵航联作为兵器工业集团旗下唯一的电连接器供应商，其连接器市场份额及其取得的收入与兵器集团装备销售体量不匹配，集团内需求的自给可能性或将拉动公司整体市占率的提高。另一方面，各武器装备信息化水平的提升也将刺激下游需求，为中兵航联打开成长空间。

图 29：军用连接器上市公司连接器相关业务收入（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司本部为兵器集团弹药导航控制系统核心厂商，在集团内具独占地位，未来有望持续受益于行业发展；结合公司在手订单及总体产能规划，我们预计“十四五”后期下游应用领域保持较高需求，而 2023 年受任务下达与交付节奏影响收入下滑，预计未来 3 年营收增速为-15.1%、70.1%、50.9%。2023 年实现数智建设助力降本增效，毛利率大幅提高，预计 2023-2025 年分别为 16.5%、16.5%、16.5%。

假设 2：子公司中兵通信超短波地空通信领域处于龙头，设备市占率高，2023-2025 年营收稳健增长，预计同比增速分别为-5.0%、10.0%、20.0%。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 42.4%、42.4%、42.4%。

假设 3：子公司中兵航联拥有先进的试验、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，持续开拓兵器工业集团内市场。预计 2023-2025 年营收增速分别为 20%、20%、20%。公司军品毛利率总体稳定，有望受益于规模经济效益小幅度提升。预计 2023-2025 年分别为 53.0%、53.4%、54.0%。

假设 4：子公司衡阳光电强化市场开拓，在手订单及总体产能规划良好，预计 2023-2025 年衡阳光电与其他业务营收快速增长 70%、30%、30%。预计公司毛利率分别为 35%、35%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务分拆及预测表如下：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
母公司	收入	27.28	23.17	39.42	59.49
	增速	5.08%	-15.05%	70.13%	50.92%
	毛利率	13.89%	16.50%	16.50%	16.50%
中兵通信	收入	5.33	5.06	5.57	6.68
	增速	-15.08%	-5.00%	10.00%	20.00%
	毛利率	42.34%	42.40%	42.39%	42.41%
中兵航联	收入	3.52	4.22	5.07	6.08
	增速	-3.83%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	51.65%	53.01%	53.37%	54.00%
衡阳光电 及其它业务收入	收入	1.77	3.01	3.92	5.09
	增速	-	70.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	33.01%	35.00%	35.00%	35.00%
北方专用车 (已剥离)	收入	0.50	-	-	-
	增速	-75.21%	-	-	-
	毛利率	-31.13%	-	-	-
合计	收入	38.39	35.47	53.97	77.35

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-3.82%	-7.62%	52.17%	43.31%
	毛利率	21.59%	26.11%	39.54%	43.30%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 2.2 亿元 (+21.2%)、4.0 亿元 (+79.9%)、5.8 亿元 (+42.9%)，EPS 分别为 0.15 元、0.27 元、0.38 元，对应动态 PE 分别为 76 倍、42 倍、30 倍。

我们选取弹药厂商国科军工与产业链上游上市公司长盈通作为可比公司，两家公司 2025 年平均 PE 为 27 倍，公司略高于行业均值。但三者产业链所处环节不同、配套比例不同、产品形态存在差异，公司作为兵器集团弹药制导环节核心供应商，市场份额大，竞争优势凸显，业绩增长具备较强确定性，且增速预期相对更高，因此给予一定估值溢价。考虑到行业复苏后的快速放量，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 46.0%，给予 2025 年 37 倍 PE，PEG 小于 1，对应目标价 14.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（截至估值日期 2023 年 12 月 18 日收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688143.SH	长盈通	32.83	1.14	0.79	1.10	1.47	50	41	30	22
688543.SH	国科军工	53.84	1.00	0.99	1.27	1.67	71	55	42	32
平均值							61	48	36	27
600435.SH	北方导航	11.42	0.12	0.15	0.27	0.38	97	76	42	30

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 公司收入确认进度或不及预期。
- 2) 订单落地金额或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3839.45	3546.75	5397.19	7734.57	净利润	256.97	302.95	497.82	685.89
营业成本	3010.32	2620.55	4103.24	5963.05	折旧与摊销	100.68	99.45	100.38	102.84
营业税金及附加	21.12	48.57	73.07	104.12	财务费用	-19.00	-18.00	-18.16	-18.79
销售费用	80.22	64.55	87.30	108.90	资产减值损失	55.75	20.06	21.03	20.10
管理费用	469.95	455.31	545.45	749.68	经营营运资本变动	100.38	-110.23	-63.82	-38.04
财务费用	-19.00	-18.00	-18.16	-18.79	其他	0.00	0.00	1.00	2.00
资产减值损失	-38.98	-3.06	-3.03	-3.10	经营活动现金流净额	469.91	309.63	551.75	767.00
投资收益	30.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-99.14	-72.58	-56.73	-51.89
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	323.39	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	1.57	1.06	1.62	2.32	投资活动现金流净额	224.25	-72.58	-56.73	-51.89
营业利润	252.84	356.77	586.88	809.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.32	2.60	3.66	3.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.06
利润总额	264.16	359.37	590.54	813.63	股权融资	0.00	78.55	0.00	0.00
所得税	7.19	56.42	92.71	127.74	支付股利	-91.20	-44.84	-80.65	-115.23
净利润	256.97	302.95	497.82	685.89	其他	-1.85	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	71.92	78.77	94.59	109.74	筹资活动现金流净额	-93.05	33.71	-80.65	-115.17
归属母公司股东净利润	185.05	224.18	403.24	576.15	现金流量净额	601.11	270.76	414.37	599.94
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1999.71	2270.47	2684.84	3284.78	成长能力				
应收和预付款项	2557.12	2233.95	2962.88	4465.35	销售收入增长率	-3.82%	-7.62%	52.17%	43.31%
存货	609.14	406.90	1068.73	1078.46	营业利润增长率	6.98%	41.11%	64.50%	37.99%
其他流动资产	41.61	38.28	57.77	69.07	净利润增长率	38.57%	21.15%	79.87%	42.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-13.20%	55.92%	48.99%	31.47%
投资性房地产	5.20	5.20	5.20	5.20	获利能力				
固定资产和在建工程	716.47	737.94	729.96	719.22	毛利率	21.59%	26.11%	23.97%	22.90%
无形资产和开发支出	140.70	119.56	97.19	75.17	三费率	13.83%	14.15%	11.39%	10.86%
其他非流动资产	117.21	92.61	82.97	68.58	净利率	6.69%	8.54%	9.22%	8.87%
资产总计	6326.09	6043.84	7828.48	9904.76	ROE	7.45%	8.17%	13.16%	16.34%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.93%	3.71%	5.15%	5.82%
应付和预收款项	2619.76	2184.59	3400.37	4716.01	ROIC	6.13%	8.86%	12.83%	15.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.94%	13.40%	13.12%	12.04%
其他负债	462.75	279.01	430.68	620.67	营运能力				
负债合计	3091.46	2472.55	3840.01	5345.63	总资产周转率	0.60	0.57	0.78	0.87
股本	1489.32	1498.26	1498.26	1498.26	固定资产周转率	5.36	4.81	7.39	10.75
资本公积	118.38	187.99	187.99	187.99	应收账款周转率	1.89	1.85	2.77	2.77
留存收益	745.82	891.54	1153.64	1528.14	存货周转率	4.58	5.14	5.54	5.54
归属母公司股东权益	2484.69	2742.58	3065.17	3526.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.00	1.09	0.91	0.88
少数股东权益	749.95	828.71	923.30	1033.04	资本结构				
股东权益合计	3234.63	3571.29	3988.47	4559.13	资产负债率	48.87%	40.91%	49.05%	53.97%
负债和股东权益合计	6326.09	6043.84	7828.48	9904.76	带息债务/总负债	0.13%	0.16%	0.10%	0.07%
					流动比率	1.69	2.02	1.77	1.67
					速动比率	1.48	1.82	1.47	1.44
					股利支付率	0.20	0.20	0.20	0.20
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	304.83	475.28	708.12	930.98	每股收益	0.12	0.15	0.27	0.38
PE	96.67	76.32	42.43	29.70	每股净资产	1.67	1.83	2.05	2.35
PB	6.95	6.24	5.58	4.85	每股经营现金	0.32	0.21	0.37	0.51
PS	4.46	4.82	3.17	2.21	每股股利	0.04	0.03	0.05	0.08
EV/EBITDA	5660.90	3595.25	2412.49	1834.34					
股息率	0.35%	0.26%	0.47%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn