

长盈通 (688143)

 证券研究报告
 2024年01月21日

光纤环龙头或迎来业绩拐点，深度覆盖产业链布局一体化

公司主要从事特种光纤光缆、特种光器件、新型材料、高端装备和光电系统等五大领域产品的研发、生产和销售，核心产品是应用于光纤陀螺的光纤环，广泛应用于航空航天、智能电网和海洋监测等行业。公司自2015年以来自主研发和生产以保偏光纤为代表的特种光纤，形成了相关产品的自主量产能力和迭代升级能力，并具备关键生产设备的制造能力和主要原材料的制备能力，打造了以光纤环为核心、“环-纤-胶-模块-设备”一体化微型产业链的闭环。作为公司主要资源投入的战略重点业务，光纤环和特种光纤业务预期将持续增长。

下游需求逐步恢复，业绩或将迎来拐点

公司2022年总营收3.14亿元，同比增长19.79%，归母净利润0.81亿元，同比增长5.45%，2020-2022年总营收CAGR20.67%，归母净利润CAGR22.19%。2023年Q1-Q3营业总收入1.34亿元，同比下滑37.03%，归母净利润0.03亿元，同比下滑94.45%，主要受到军方规划和终端军品结构调整外部因素影响，公司某重要军工客户订单短期波动，导致公司上游配套的光纤环器件和保偏光纤交付数量减少，营业收入规模减少所致。我们认为军队将继续稳步推进“十四五”装备建设规划计划，下游延期的订单需求会在24-25年得到集中释放，公司将迎来业绩拐点，营业收入有望大幅增长。

持续研发投入不断改善盈利能力，技术优势赋能产品竞争力

2023年Q1-Q3研发费用投入0.28亿元，同比增加51.21%，研发费用率大幅增加至20.53%，2018年至2021年期间，公司毛利率从47.33%到60.95%逐年稳步递增，2022年至2023年Q1-Q3，受到军品采购降价因素影响，公司产品售价不同程度下降，以及附加值不同产品结构发生变化，综合导致毛利率降低至51.2%，但公司毛利率仍能保持50%以上，有着较强的盈利能力。我们认为，公司重视技术研发，虽短期因订单收入减少导致研发费用率上升，但持续的研发投入将是企业保持竞争优势、打造竞争壁垒的有效抓手，待下游订单恢复时，公司有望继续提高盈利能力和市场占有率。

锚定远火+水下方向靶向发力，关键配套光纤环将核心受益

公司自主量产的光纤环及其主要材料特种光纤是军用惯性导航系统光纤陀螺的核心部件，广泛应用于远火、火箭、战略导弹等装备的定位定向系统、制导导航控制系统等。我们认为，随着远火新型号批产加速叠加军队实战化演训消耗需求，高景气度通过产业链传导至上游零部件供应商，公司光纤环和特种光纤业务有望迎来新一轮增长浪潮。

公司研发的水听器敏感环用于光纤水听器，具有小体积、高强度、高可靠性、低损耗、耐湿、耐盐、耐高压的性能特点，既可用于现代海军反潜作战及水下兵器试验检测，又可用于海洋石油天然气勘探，也可用于海洋地震波检测以及海洋环境检测。我们认为，水下攻防体系横跨军民领域将有望迎来快速发展，公司研发的水听器敏感环作为水下态势感知的核心手段仍处于快速扩张期，随着型号定型列装逐步推进有望为公司带来营收的第二增长曲线。

盈利预测与评级：我们认为随着公司持续研发投入夯实技术壁垒，未来有望进一步提升盈利能力和市场占有率；同时随着远火、水下等领域的快速成长，对光纤环和特种光纤需求弹性大，公司营收有望持续增长。在此假设下，预测2023-2025年公司归母净利润分别为0.45亿元、1.41亿元、2.04亿元，对应EPS分别为0.37元/股、1.15元/股、1.66元/股。给予24年PE30-35x，对应目标价格区间34.5-40.25元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：受军工行业政策变化影响较大的风险、技术研发创新及新产品验证定型风险、客户集中度较高的风险、盈利预算具有主观性的风险。

投资评级

行业	通信/通信设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	26.81元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	122.77
流通A股股本(百万股)	92.07
A股总市值(百万元)	3,291.35
流通A股市值(百万元)	2,468.38
每股净资产(元)	9.88
资产负债率(%)	8.77
一年内最高/最低(元)	57.47/26.25

作者

王泽宇	分析师
SAC执业证书编号：S1110523070002 wangzeyu@tfzq.com	
余芳沁	分析师
SAC执业证书编号：S1110521080006 yufangqin@tfzq.com	
杨英杰	分析师
SAC执业证书编号：S1110523090001 yangyingjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	261.92	313.75	321.59	532.70	754.41
增长率(%)	21.57	19.79	2.50	65.65	41.62
EBITDA(百万元)	116.50	123.34	68.73	168.92	241.66
归属母公司净利润(百万元)	76.59	80.77	45.35	141.37	203.50
增长率(%)	41.57	5.45	(43.85)	211.70	43.95
EPS(元/股)	0.62	0.66	0.37	1.15	1.66
市盈率(P/E)	43.81	41.54	73.98	23.73	16.49
市净率(P/B)	8.11	2.68	2.53	2.29	2.01
市销率(P/S)	12.81	10.69	10.43	6.30	4.45
EV/EBITDA	0.00	28.94	35.01	15.87	10.03

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 光纤环产业研发深耕不辍，核心产品性能比肩国际	4
1.1. 深耕技术领域产品全方位覆盖，打造“环-纤-胶-模块-设备”一体化产业链	4
1.2. 聚焦光纤环及特种光纤领域夯实壁垒，深度覆盖产业链确保产品安全可靠	5
2. 主营业务收入持续增长，技术优势赋能产品竞争力	8
2.1. 毛利率水平维持高位，持续研发投入不断改善盈利能力	8
2.2. 应收与存货规模持续攀升，原材料占存货比达六成	9
2.3. 持续投入特种光纤、光纤环产线，扩充产能保障产品供应	9
3. 锚定远火+水下方向靶向发力，关键配套光纤环将核心受益	10
3.1. 精确制导远程火箭炮进入快速扩张期，光纤环发展前景可期	10
3.2. 水下攻防体系发展方兴未艾，水听器敏感环有望打开第二增长曲线	11
4. 盈利预测与投资建议	12
4.1. 核心假设	12
4.2. 相对估值	13
5. 风险提示	14
5.1. 受军工行业政策变化影响较大的风险	14
5.2. 技术研发创新及新产品验证定型风险	14
5.3. 客户集中度较高的风险	14
5.4. 盈利预算具有主观性的风险	14

图表目录

图 1：公司演化历程	4
图 2：绕环设备	4
图 3：多极绕环设备	4
图 4：公司股权结构	5
图 5：2018 年-2023 年前三季度公司营收情况（单位：万元）	8
图 6：2018 年-2023 年前三季度公司归母净利润情况（单位：万元）	8
图 7：2018 年-2023 年前三季度公司期间费用率变化	9
图 8：2018 年-2023 年前三季度公司净利率、毛利率变化	9
图 9：2018 年-2023 年前三季度公司应收票据及应收账款与占营收比（单位：万元）	9
图 10：2018 年-2023 年前三季度公司存货与占营收比（单位：万元）	9
图 11：2019 年-2022 年上半年光纤环与自产熊猫型保偏光纤产能利用率变化	10
图 12：2019 年-2022 年上半年光纤环与自产熊猫型保偏光纤产销率变化	10
图 13：中国 PHL-191	10
图 14：美国“海玛斯”火箭炮	10
图 15：光纤陀螺结构示意图	11
图 16：光纤环是光纤陀螺核心组件	11
图 17：海洋立体观测网概念图	11

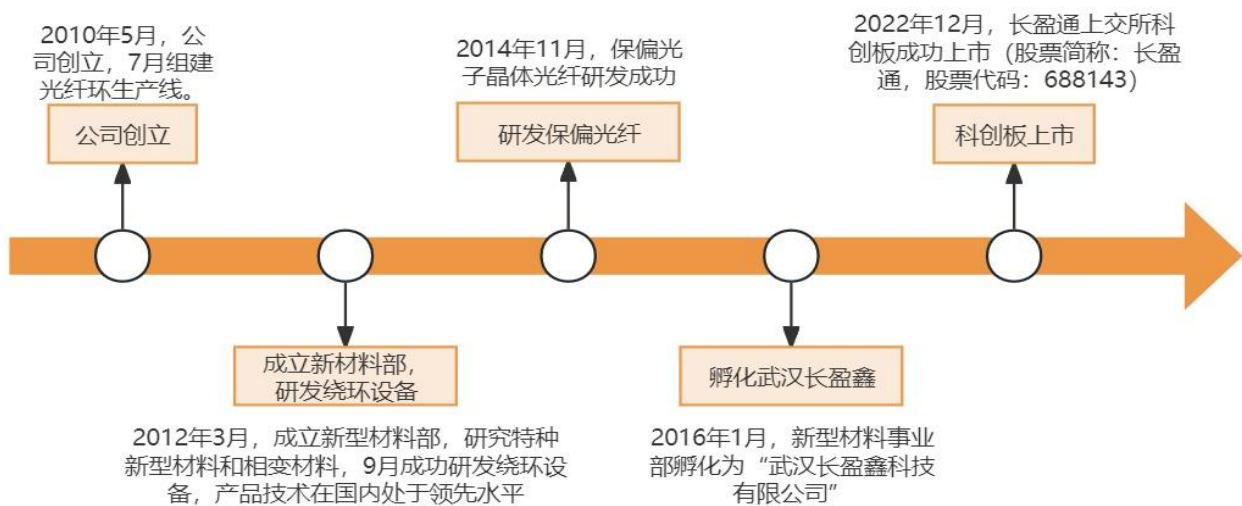
表 1: 公司控股子公司主要业务及产品.....	5
表 2: 公司业务产品.....	6
表 3: 募集资金使用表（建设进度统计截止 2023 年 6 月底）.....	10
表 4: 长盈通各业务收入拆分（单位：百万元）.....	12
表 5: 可比公司 PE 预测（数据截止至 2024 年 1 月 19 日）.....	13

1. 光纤环产业研发深耕不辍，核心产品性能比肩国际

1.1. 深耕技术领域产品全方位覆盖，打造“环-纤-胶-模块-设备”一体化产业链

武汉长盈通光电技术股份有限公司成立于 2010 年，是一家以光电子技术为核心的高新技术企业，主要从事特种光纤光缆、特种光器件、新型材料、高端装备和光电系统等五大领域产品的研发、生产和销售,并为客户提供光电子一级计量站计量校准和测试服务。成立初期公司不生产保偏光纤，主要采购保偏光纤销售及绕环生产。公司自 2015 年以来自主研发和生产以保偏光纤为代表的特种光纤，形成了相关产品的自主量产能力和迭代升级能力，并具备关键生产设备的制造能力和主要原材料的制备能力，打造了以光纤环为核心、“环-纤-胶-模块-设备”一体化微型产业链的闭环。公司坚持“5+1 聚焦同心圆”的产业战略,核心产品是应用于光纤陀螺的光纤环,实现微产业链完整配套,拥有多项核心技术和发明专利,各类产品广泛应用于航空航天、智能电网和海洋监测等行业。

图 1：公司演化历程



资料来源：公司官网，wind，天风证券研究所

公司不断加大研发投入，持续提高公司技术壁垒和产品竞争力。2022 年公司研发投入达到 2,521.53 万元，较上年同期上升 36.78%，占营业收入的 8.04%。公司积极参与十四五期间中央军委装备部预研项目。2022 年主要承担了 2 项中央军委装备发展部预研项目和 1 项国防重点项目。公司第五代全自动绕环机样机研发工作已经完成，引入了图像识别检测及自动绕环等功能，为未来提高绕环全自动化的水平奠定了基础，保持公司绕环技术在国内的领先水平，降低绕环的生产成本。

图 2：绕环设备



资料来源：长盈通光电公众号，天风证券研究所

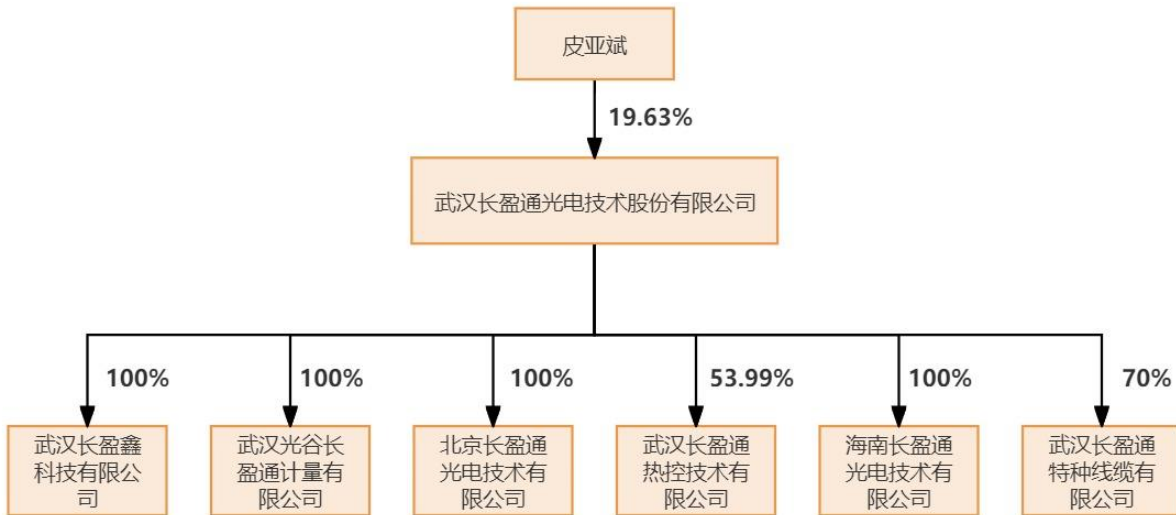
图 3：多极绕环设备



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定，控股公司分工明确。公司实际控制人和第一大股东均为皮亚斌，直接持有 19.63% 股份，公司控制权稳定，决策效率高。公司完全控股子公司分工明确，武汉长盈鑫科技主要从事新型高分子材料研发、生产和销售；武汉光谷长盈通计量专业从事光器件及特种光纤相关机电设备研发、生产和销售；北京长盈通光电技术未实际开展业务，主要经营目的是控股河北长盈通；武汉长盈通热控技术主要从事新型相变材料及组件的研发、生产和销售；海南长盈通光电技术从事海洋监测、工业激光等非光纤陀螺市场的销售业务；武汉长盈通特种线缆从事特种光缆制造和光缆销售。

图 4：公司股权结构



资料来源：wind，公司 2023 年半年度报告，天风证券研究所

表 1：公司控股子公司主要业务及产品

子公司	主要业务与产品	总资产（万元）
武汉长盈鑫科技有限公司	从事新型高分子材料研发、生产和销售，主要产品为胶粘剂和涂覆材料	2,597.67
武汉光谷长盈通计量有限公司	从事光器件及特种光纤相关机电设备研发、生产和销售以及提供计量检测服务	1,732.00
北京长盈通光电技术有限公司	未实际开展业务，主要经营目的是控股河北长盈通	6,255.88
武汉长盈通热控技术有限公司	从事新型相变材料及组件的研发、生产和销售，主要产品是应用于军工和民用领域的相变材料和相变热控产	607.76
海南长盈通光电技术有限公司	从事海洋监测、工业激光等非光纤陀螺市场的销售业务	1,942.88
武汉长盈通特种线缆有限公司	从事特种光缆制造和光缆销售	998.99

资料来源：wind，公司 2023 年半年度报告，天风证券研究所

1.2. 聚焦光纤环及特种光纤领域夯实壁垒，深度覆盖产业链确保产品安全可靠

公司的核心产品为光纤陀螺用光纤环及其主要材料保偏光纤，同时还具备其他种类光纤环和特种光纤的量产能力，积极拓展其在工业激光器、海洋监测、5G 通信、智能电网等领域的应用。


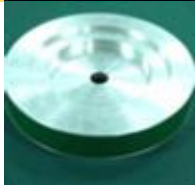




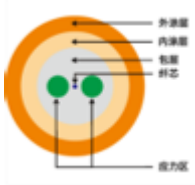
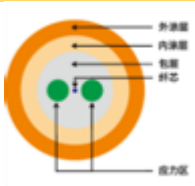
光纤环器件：系公司成立以来核心产品，2022 年收入 1.4 亿元，同比增长 5.86%，占总营收 44.72%，公司光纤环产品包括四大类、六小类、200 多种型号，不断丰富和完善产品系列，拥有稳定可靠的规模化生产交付能力，公司具备较强的定制化能力，可根据需求定制不同结构、不同长度、不同绕法、不同形状、不同胶粘剂、不同用途的各类光纤环主要客户覆盖军工院所、科研院校和相关企业；

特种光纤：2022 年收入 1.09 亿元，同比增长 12.30%，占总营收 34.72%，公司特种光纤产品包括两大类、十小类，近 100 种型号，品主要应用于光纤陀螺、光纤激光器、光纤水听器、光纤电流互感器等多个领域；

新型材料：2022 年收入 0.24 亿元，同比增长 78.15%，主要系通信光缆市场的回暖，对涂覆材料需求量增加，涂覆材料产品销售收入增长明显；热控材料及其组件销售收入增加较快，主要为军工客户提供弹载电子产品提供散热材料，具备较强的市场竞争。公司自主研发的光纤环用胶粘剂，使光纤环能够承受-55℃~85℃的工作温度并实现长期使用，达到国内领先水平；

光器件设备及其他：2022 年收入 0.24 亿元，同比增长 124.82%，主要系公司光纤环及特种光纤的制造和检测类设备订单增加，与国外的设备相比具有较高的性价比且性能优异，光器件设备类收入增速较快。公司研发并生产出用于自身技术特点的光纤环及特种光纤生产、检测设备，用于自身加工、生产的同时，也将部分设备对外出售。

表 2：公司业务产品

业务	产品名称	典型产品图片	应用领域
光纤环器件	无骨架光纤环		惯性导航、定位定向，地球物理，能源勘探，轨道交通
	光纤陀螺用光纤环		
	半脱骨架光纤环		
	水听器敏感环		海洋监测
	通信延时环（包含 5G 平绕环）		雷达、导航、5G 通信
	电流互感器延时环		智能电网
特种光纤	熊猫型保偏光纤		光纤陀螺、熔锥型保偏耦合器、偏振敏感器件、光纤偏振传感器
	光纤陀螺波导用保偏光纤		光纤环、铌酸锂波导尾纤、偏振敏感器件、光纤偏振传感器

		光纤陀螺波 导用保偏光 纤			光纤陀螺、光纤偏振 传感器
		光纤陀螺波 导用 60 μ m 保偏光纤			铌酸锂波导尾纤、偏 振敏感器件
		椭圆芯型保偏 光纤			光纤陀螺、光纤电流 互感器、光纤激光器 和放大器
		保偏光子晶体 光纤			光纤陀螺、偏振器 件、激光器
		弯曲不敏感光纤			光纤水听器、弯曲半 径要求苛刻的器件和 光缆、传感器件、数 据信号传输
		大直径异形结构光 纤			激光合束组件、激光 耦合、激光切割、表 面熔覆
		各类光子晶体光纤			宽带单模传输、能量 传输、气体及液体传 感、光纤通信、光纤 激光器
		定制光纤			光纤传感、光纤测 量、光电器件、医疗 设备
新型材 料	光纤陀 螺用胶 粘剂	紫外固化光 纤陀螺用胶 粘剂			用于光纤陀螺环圈的 封装
		热固化光纤 陀螺用胶粘 剂			用于光纤陀螺环圈的 封装

相变材料	航空航天热管理 专用相变材料		航空航天领域
	消费类产品 专用相变材料		医疗冷链、动力电池、储能电池控温、控温服装、餐具以及储热储冷领域
	均温复合热控组件		将超薄热管、超薄均温板等高导热构件与相变冷板一体化设计制造，可以将热量均匀分散至整个冷板上，使相变材料利用率最大化，
	相变灌封胶、相变凝胶		在生物医疗，冰丝凉感产品领域

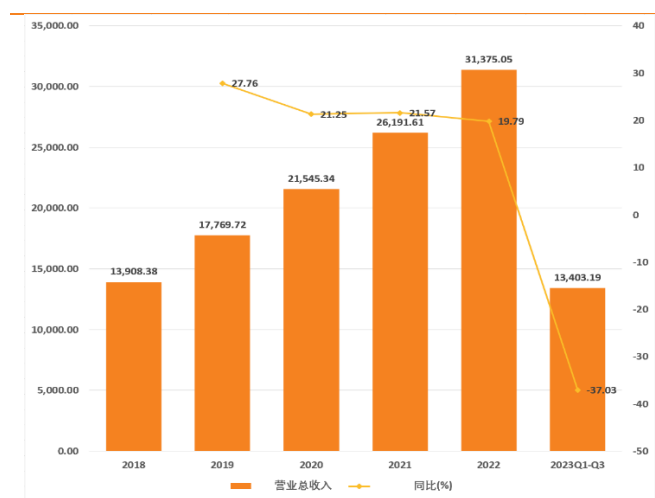
资料来源：公司 2023 年半年度报告，天风证券研究所

2. 主营业务收入持续增长，技术优势赋能产品竞争力

2.1. 毛利率水平维持高位，持续研发投入不断改善盈利能力

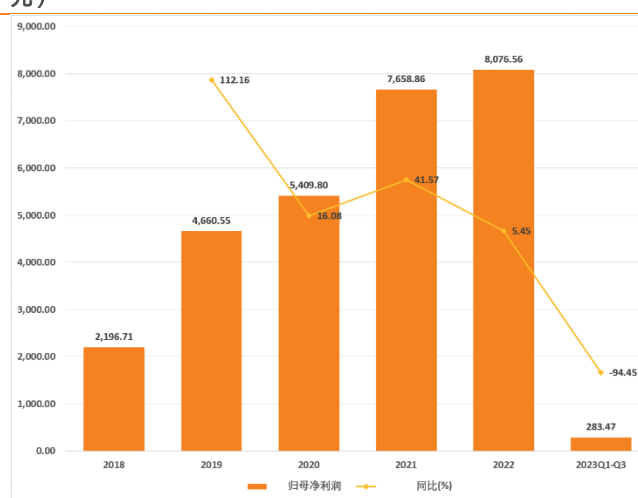
公司 2022 年营业总收入 3.14 亿元，同比增长 19.79%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 5.45%。2020-2022 年总营收复合增长率 20.67%，归母净利润复合增长率 22.19%。2023 年 Q1-Q3 营业总收入 1.34 亿元，同比下滑 37.03%，归母净利润 0.03 亿元，同比下滑 94.45%，主要受到军方规划和终端军品结构调整外部因素影响，公司某重要军工客户订单短期波动，导致公司上游配套的光纤环器件和保偏光纤交付数量减少，营业收入规模减少所致，我们认为军队或将稳步推进“十四五”装备建设规划计划，下游近期的订单需求有望在 24-25 年得到集中释放，公司营业收入可能会有大幅增长。

图 5：2018 年-2023 年前三季度公司营收情况（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018 年-2023 年前三季度公司归母净利润情况（单位：万元）

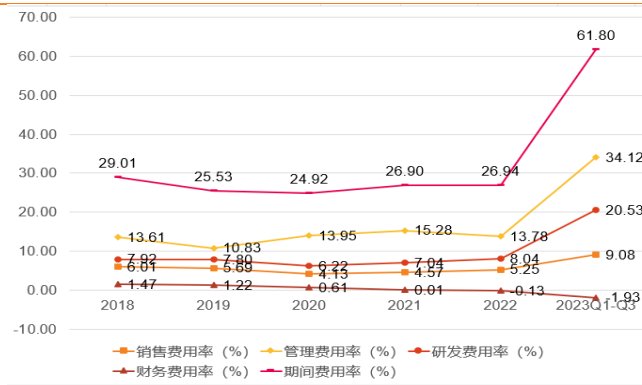


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 2018 年至 2022 年期间费用率总体保持稳定，在 24.92%到 29.01%区间内小幅度波动，2023 年 Q1-Q3 研发费用投入 0.28 亿元，同比增加 51.21%，研发费用率大幅增加，

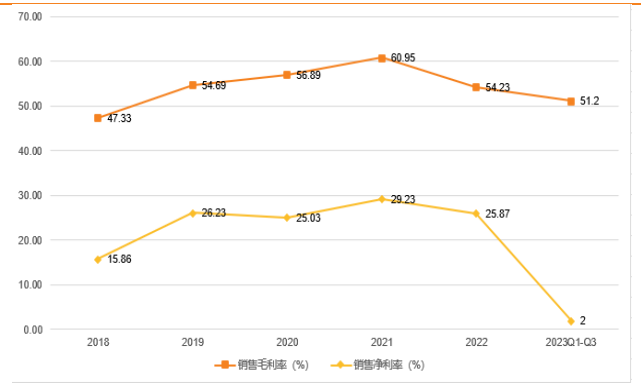
主要系公司营收减少仍持续加大对新产品、新工艺开发投入，加大了对高端研发人员的引入，研发人员薪资增加所致。2023 年 Q1-Q3 管理费用率增加主要系对管理人员薪资和奖金增加以及人员的差旅费增加所致。2023 年 Q1-Q3 期间费用率大幅增加主要系研发费用率和管理费用率大幅增加所致。我们认为，公司重视技术研发，虽短期因订单收入减少导致研发费用率上升，但持续的研发投入将是企业保持竞争优势、打造竞争壁垒的有效抓手，待下游订单恢复时，公司有望继续提高盈利能力和市场占有率。

图 7：2018 年-2023 年前三季度公司期间费用率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2018 年-2023 年前三季度公司净利率、毛利率变化



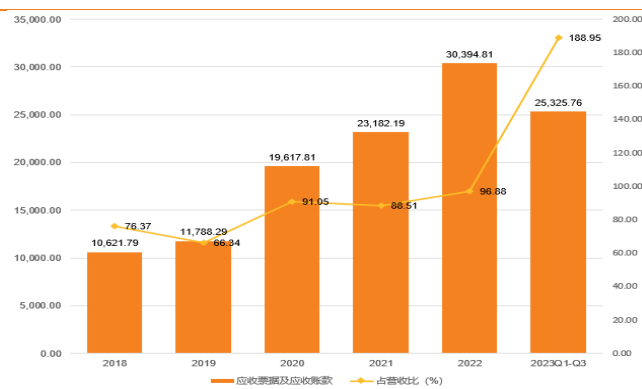
资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年至 2021 年期间，公司毛利率从 47.33%到 60.95%逐年稳步递增，主要因为公司产品原材料用量和采购金额总体不大，除保偏光纤外其他原材料的采购金额相对较小，并且公司持续进行技术研发以保持核心产品竞争优势，以技术优势牵引价格优势。我们认为 2022 年至 2023 年前三季度，受到军品采购降价因素影响，公司产品售价不同程度下降，以及附加值不同产品结构发生变化，综合导致毛利率降低至 51.2%，但公司毛利率仍能保持 50%以上，有着较强的盈利能力。2018 年至 2022 年期间，公司净利率稳定在 15.86%到 29.23%区间内波动，2023 年前三季度大幅降低主要系研发等费用持续投入，但客户订单减少或延期导致公司产品交付数量减少，营业收入减少。

2.2. 应收与存货规模持续攀升，原材料占存货比达六成

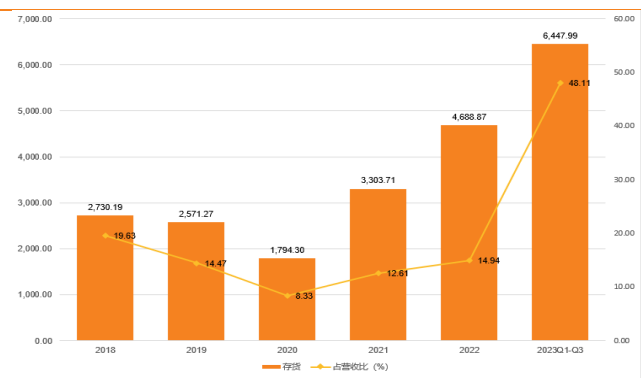
公司 2020 年至 2022 年应收票据及应收账款稳步增长，占营收比始终维持在 88.51%至 96.88%范围内波动，保持稳定态势，2023 年 Q1-Q3 应收票据及应收账款为 2.53 亿元，占营收比达 188.95%，主要系营收大幅减少所致。2020 年至 2023 年 Q3，公司存货规模稳定增长。截止 2023 年 6 月 30 日，存货期末余额账面价值共计 0.52 亿元，其中原材料 0.31 亿元，占比 59.51%，库存商品 0.16 亿元，占比 30.77%。

图 9：2018 年-2023 年前三季度公司应收票据及应收账款与占营收比 (单位：万元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2018 年-2023 年前三季度公司存货与占营收比 (单位：万元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 持续投入特种光纤、光纤环产线，扩充产能保障产品供应

公司实际募资 8.39 亿元，募资净额 7.55 亿元，其中调整后计划投资 4.4 亿元开展“特种光纤光缆、光器件产能建设项目及研发中心建设项目”，特种光纤光缆、光器件产能建设

项目将引进及自研先进的生产设备、辅助设备及检测设备，建设现代化的生产基地，解决现有产能不足问题，主要扩建产能产品包括熊猫型保偏光纤系列产品、保偏光缆、FOG 保偏光纤环、水听器环等，公司预计于 2025 年 12 月达到预定可使用状态；研发中心建设项目拟新建专业的技术研发中心，研发目标是针对智能装备、智慧医疗、车联网等应用技术，开展特种光纤的设计研究、材料研究、以及系统级验证等技术攻关。

表 3：募集资金使用表（建设进度统计截止 2023 年 6 月底）

募集资金投资项目	项目募集资金承诺投资总额/万元	调整后募集资金投资总额/万元	建设进度
特种光纤光缆、光器件产能建设项目及研发中心建设项目	40000	44000	9.90%
补充流动资金	10000	10000	100%
部分超募资金永久补充流动资金	5000	5000	100%

资料来源：2023 年半年度报告，天风证券研究所

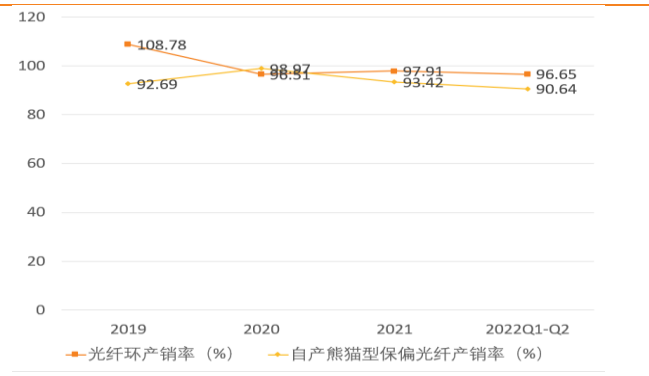
2021 年、2022 年 1-6 月公司光纤环与自产熊猫保偏光纤市场需求旺盛，订单充沛，产能利用率接近饱和，保持在 95%以上。随着光纤环业务规模的扩大，公司光纤环产销率提高，2019 年度产销率较高的原因是公司 2018 年出库的部分光纤环产品当年末尚未达到收入确认条件，在 2019 年确认收入。2019 年至 2021 年，公司产销率波动，与公司特种光纤和光纤环收入增加相匹配，2022 年 1-6 月、2021 年产销率下降原因是公司光纤环与特种光纤的销量均同比提高，公司考虑在手订单提前备货。我们认为，公司 2021 年、2022 年上半年公司产能利用率接近饱和，募投扩产项目将进一步打造公司产能端的优势，待订单恢复后，公司在光纤环和特种光纤领域的业务发展可期。

图 11：2019 年-2022 年上半年光纤环与自产熊猫型保偏光纤产能利用率变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：2019 年-2022 年上半年光纤环与自产熊猫型保偏光纤产销率变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 锚定远火+水下方向靶向发力，关键配套光纤环将核心受益

3.1. 精确制导远程火箭炮进入快速扩张期，光纤环发展前景可期

在现代综合性局部战争中，缺乏智能化态势感知能力、数字化体系协同作战能力、精确制导火力打击能力的传统装备将越来越难以适应，而精确制导远程火箭炮集远程压制精确打击和信息化作战于一体，射击精度高、火力反应快、信息化水平高，并可兼容多口径远程火箭弹药，能对作战地域实施全纵深火力打击，也可完成联合火力打击任务，是未来地面作战的支柱装备。以俄乌冲突中的“海玛斯”火箭炮为例，其具有较强的打击能力、灵活的机动能力、较快的反应能力。我国的 PCH-191 式模块化远程火箭炮在 2019 年国庆阅兵式上首次公开亮相，使用了模块化的箱式发射架设计。在使用模块化弹药后，PCH-191 还可以根据不同的作战用途换装弹种，能够同时兼容多种口径不同火箭弹或导弹。我们认为陆上精确制导远程火力打击系统或将成为未来综合性局部战争制胜关键，我国新型号远火有望的逐步列装部队，精确制导火箭炮需求或将存在超预期增长。

图 13：中国 PHL-191

图 14：美国“海玛斯”火箭炮



资料来源：东方网，天风证券研究所

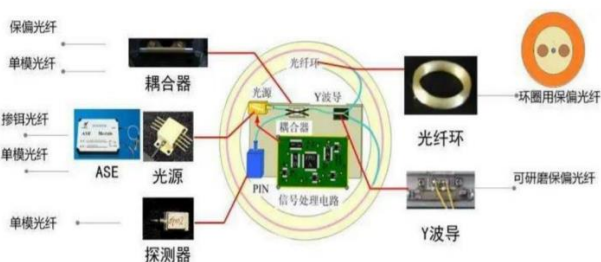


资料来源：Military-Today.com，天风证券研究所

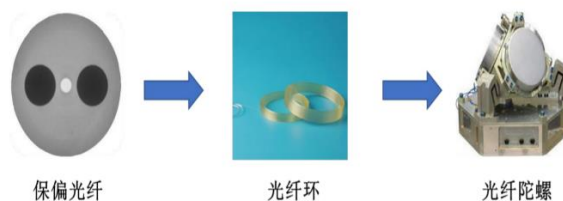
惯性导航系统是通过测量物体的线加速度和角速度，并利用计算机来连续估算运动物体位置、姿态和速度的自主导航系统。光纤陀螺用于测量物体的角速度，光纤环是敏感角速率信号的传感器，并且光纤环的绕制技术直接影响光纤陀螺精度，最终决定了导航精度。公司自主量产的光纤环及其主要材料特种光纤是军用惯性导航系统光纤陀螺的核心部件，广泛应用于远火、火箭、战略导弹等装备的定位定向系统、制导导航控制系统等。我们认为，随着远火新型号批产加速叠加军队实战化演训演练消耗需求，高景气度通过产业链传导至上游零部件供应商，公司光纤环和特种光纤业务有望迎来新一轮增长浪潮。

图 15：光纤陀螺结构示意图

图 16：光纤环是光纤陀螺核心组件



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

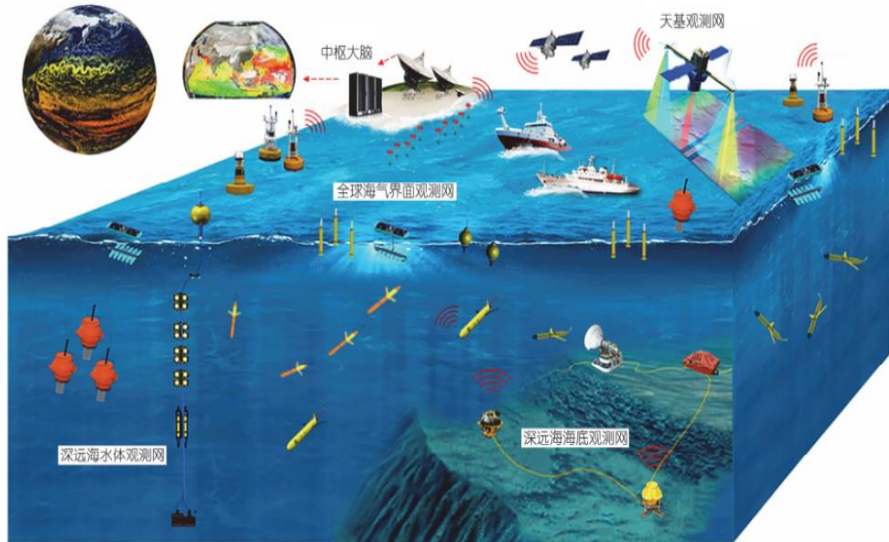


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 水下攻防体系发展方兴未艾，水听器敏感环有望打开第二增长曲线

在大国博弈与国际地位竞争中，对跨洋水道的优越利用和控制至关重要。未来海上竞争或逐渐从传统武器与平台转向体系竞争，水下攻防体系作战隐蔽性强，破坏性大，体系化，受到主要强国的高度重视。美国、俄罗斯、德国、英国、法国、日本等均构建了相对独立的海洋装备体系，并对水下领域重点部署。目前，我国部分沿海地区的十四五规划中已经提出了推进海洋立体观测网建设目标，光纤水听器可能在海底观测网中得到大规模应用。

图 17：海洋立体观测网概念图



资料来源：《“透明海洋”立体观测网构建》吴立新等，天风证券研究所

公司研发的水听器敏感环用于光纤水听器，具有小体积、高强度、高可靠性、低损耗、耐湿、耐盐、耐高压的性能特点，既可用于现代海军反潜作战及水下兵器试验检测，又可用于海洋石油天然气勘探，也可用于海洋地震波检测以及海洋环境检测，在军用和民用领域均能极大促进海洋事业的发展。由光纤水听器构成的海防传感网络系统，是目前正在开发的新型防卫系统，该系统已开始用于海上边防和重要地区的海防警戒；水声探潜方面，随着潜艇噪声降低，传统的电声纳探测器灵敏度接近极限值，光纤水听器也将大有用武之地。未来，光纤水听器可组成由岸基光纤列阵水声综合探测系统、陆地地面卫星接收站以及空天探测卫星编织成的一张天、地、海的综合探测网，形成涵盖整个被探测区域的新型传感网络。我们认为，水下攻防体系横跨军民领域将有望迎来快速发展，公司研发的水听器敏感环作为水下态势感知的核心手段仍处于快速扩张期，随着型号定型列装逐步推进有望为公司带来营收的第二增长曲线。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

光纤环器件与特种光纤：2023 年受到军方规划和终端军品结构调整外部因素影响，公司客户订单短期波动，导致公司上游配套的光纤环器件和特种光纤交付数量减少，我们认为公司光纤环与特种光纤作为惯导设备与水听器的核心组件，受益于远火装备与水下攻防装备高景气度，2024 年将快速恢复并保持稳定增长，同时随着研发持续投入与自产比例提高，毛利率将呈上升趋势。我们假设 2023-2025 年光纤环器件与特种光纤营收分别为 1.39、2.58、3.74 亿元与 1.08、1.84、2.68 亿元，毛利率分别为 51.50%、52.50%、53% 与 71.50%、72.80%、73%。

新型材料：2022 年新型材料收入整体较上年同期上升 78.15%，主要系通信光缆市场的回暖，对涂覆材料需求量增加，涂覆材料产品销售收入增长明显以及热控材料及其组件销售收入增加较快，主要为军工客户提供弹载电子产品提供散热材料，具备较强的市场竞争力。毛利率整体较上年同期上升 10.78pct，主要系涂覆材料销售价格提高，以及上游原材料的采购价格下降，综合导致产品毛利率提升。我们认为随着新型材料售价有望继续提高，毛利率得以保持稳定增长趋势。我们假设 2023-2025 年新型材料营收为 0.27、0.3、0.35 亿元，毛利率为 35.05%、36.5%、38.05%。

光器件设备及其他：2022 年光器件设备及其他整体较上年同期上升 124.82%，主要系公司光纤环及特种光纤的制造和检测类设备订单增加，与国外的设备相比具有较高的性价比且性能优异，光器件设备类收入增速较快。我们认为光器件设备将能保持稳定增长，盈利水平能够持续改善。我们假设 2023-2025 年光器件设备及其他营收为 0.3、0.41、0.55 亿元，毛利率为 58.5%、60%、61.5%。

表 4：长盈通各业务收入拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光纤环器件							
收入	6,745.26	6,591.42	13,254.69	14,031.50	13889.84	25751.76	37443.06
收入 yoy		-2.28%	101.09%	5.86%	-1.01%	85.40%	45.40%
成本	2,512.31	2,940.62	5,501.15	6,934.05	6736.57	12232.09	17598.24
毛利	4,232.95	3,650.80	7,753.53	7,097.45	7153.27	13519.68	19844.82
毛利率(%)	62.75	55.39	58.50	50.58	51.50	52.50	53.00
业务收入比例(%)	37.96	30.59	50.61	44.72	43.19	48.34	49.63
特种光纤							
收入	7,575.17	11,902.66	9,699.79	10,893.03	10835.56	18442.12	26814.85
收入 yoy		57.13%	-18.51%	12.30%	-0.53%	70.20%	45.40%
成本	3,135.62	4,049.92	2,485.39	3,135.76	3088.13	5016.26	7240.01
毛利	4,439.55	7,852.74	7,214.41	7,757.27	7747.43	13425.87	19574.84
毛利率(%)	58.61	65.97	74.38	71.21	71.50	72.80	73.00
业务收入比例(%)	42.63	55.24	37.03	34.72	33.69	34.62	35.54
新型材料							
收入	1,604.02	1,487.07	1,353.22	2,410.80	2651.88	3049.66	3507.11
收入 yoy		-7.29%	-9.00%	78.15%	10.00%	15.00%	15.00%
成本	1,141.63	1,154.25	1,132.89	1,758.43	1,722.40	1,936.54	2,172.66
毛利	462.39	332.82	220.33	652.37	929.48	1113.13	1334.46
毛利率(%)	28.83	22.38	16.28	27.06	35.05	36.50	38.05
业务收入比例(%)	9.03	6.90	5.17	7.68	8.25	5.72	4.65
光器件设备及其他							
收入	240.89	639.94	1,082.49	2,433.71	3007.11	4065.61	5508.91
收入 yoy		165.66%	69.15%	124.82%	23.56%	35.20%	35.50%
成本	142.41	407.28	400.47	1,031.86	1,247.95	1,626.25	2,120.93
毛利	98.48	232.66	682.02	1,401.85	1759.16	2439.37	3387.98
毛利率(%)	40.88	36.36	63.00	57.60	58.50	60.00	61.50
业务收入比例(%)	1.36	2.97	4.13	7.76	9.35	7.63	7.30
其他							
收入	1,604.38	924.25	801.42	1,606.01	1774.64	1960.98	2166.88
收入 yoy		-42.39%	-13.29%	100.40%	10.50%	10.50%	10.50%
成本	1,118.97	736.65	706.72	1,499.65	1,659.29	1,833.51	2,026.03
毛利	485.41	187.60	94.69	106.37	115.35	127.46	140.85
毛利率(%)	30.26	20.30	11.82	6.62	6.50	6.50	6.50
业务收入比例(%)	9.03	4.29	3.06	5.12	5.52	3.68	2.87
合计	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	17769.72	21545.34	26191.61	31375.05	32159.03	53270.14	75440.81
总收入 yoy		21.25%	21.57%	19.79%	2.50%	65.65%	41.62%
总成本	8050.94	9288.72	10226.62	14359.75	14454.34	22644.64	31157.87
总毛利	9718.78	12256.62	15964.98	17015.31	17704.69	30625.50	44282.94
总毛利率(%)	54.69	56.89	60.95	54.23	55.05	57.49	58.70

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 相对估值

我们采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测。我们选取制导装备产业链供应体系的北方导航、理工导航与光纤相关光器件产业链的长飞光纤、光库科技作为可比公司，参考 2024 年可比公司 PE，考虑到公司持续研发投入夯实技术壁垒，未来有望进一步提升盈利能力和市场占有率；同时随着远火、水下等领域的快速成长，对光纤环和特种光纤需求弹性大，公司营收有望持续增长。我们认为 2024 年 PE30-35x 为合理估值区间，对应目标价格区间 34.5-40.25 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司 PE 预测 (数据截止至 2024 年 1 月 19 日)

证券代码	公司	股价 (元)	预测 EPS (元)			预测 PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600435.SH	北方导航	9.13	0.17	0.24	0.34	53	37.62	27.09
688282.SH	理工导航	30.70	0.94	2.14	3.28	32.55	14.37	9.36
601869.SH	长飞光纤	25.63	1.81	1.98	2.26	14.2	12.94	11.34
300620.SZ	光库科技	39.41	0.39	0.63	0.89	102.27	62.08	44.21
平均值						50.51	31.75	23.00

注：预测 EPS、预测 PE 来自于 wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 受军工行业政策变化影响较大的风险

公司的核心产品是应用于光纤陀螺的光纤环及其主要材料保偏光纤，光纤陀螺广泛应用于重要军工领域。公司主要客户为军工科研院所单位，最终用户为军方，因此公司经营业绩与军工行业政策变化有密切的关系，国防预算、国防建设整体规划、相关军工科研院所单位的需求采购计划变化以及国际政治经济环境的变化会对公司的经营业绩情况产生较大影响。未来若国防预算及国防建设整体规划等因素出现较大的变化，可能会导致公司的订单及收入大幅波动的情况，对公司的生产经营产生不利影响。

5.2. 技术研发创新及新产品验证定型风险

公司主要产品作为军品的配套零部件，迭代产品和新开发产品需通过客户验证才能应用于军品，同时其所应用的军品也需要经过严格的军品开发鉴定流程完成定型后才能在国内国防领域批量装备。军品定型流程一般包括立项论证、方案评审、初样研制、正样研制、定型实验（包括产品性能测评、环境实验、可靠性实验、基地实验、部队实验）、定型评审等阶段，较为复杂且周期较长。公司产品处于军品研制生产中的配套环节，存在迭代产品和新开发产品不能通过验证，或其所应用的军品不能顺利定型批产，从而影响公司批量销售和未来业绩的风险。

5.3. 客户集中度较高的风险

公司的产品主要运用于军用惯性导航领域，对军工客户的销售占比较高，主要客户为光纤陀螺行业技术实力领先的知名军工企业或科研院所。受军工配套行业和惯性导航市场特点影响，存在客户集中度较高的风险。若未来与客户合作情况发生不利变化或客户经营及资信情况发生变化，并且公司未能及时开发新客户，则较高的客户集中度会对公司经营业绩产生不利影响。

5.4. 盈利预算具有主观性的风险

在对公司进行收入、毛利率等相关盈利预测，以及对公司估值时，参考了其所处的光纤环行业市场空间与增速、以及公司的发展情况，具有一定的主观性，若对行业与公司的预期不准确，则盈利预测与估值结果可能会出现偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	95.42	827.67	960.65	677.18	935.31
应收票据及应收账款	231.82	303.95	246.33	665.18	625.69
预付账款	4.58	13.84	6.23	28.99	22.94
存货	33.04	46.89	29.40	96.41	76.69
其他	4.66	17.71	4.20	4.97	5.71
流动资产合计	369.53	1,210.06	1,246.81	1,472.73	1,666.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	136.28	161.84	148.27	135.23	123.38
在建工程	11.37	1.61	6.88	9.51	8.76
无形资产	14.76	14.63	14.03	13.42	12.81
其他	8.74	17.90	11.12	12.04	13.19
非流动资产合计	171.16	195.98	180.30	170.19	158.14
资产总计	541.57	1,406.31	1,427.11	1,642.93	1,824.47
短期借款	43.05	12.01	10.00	5.00	8.00
应付票据及应付账款	21.27	49.11	21.55	89.16	63.17
其他	41.46	49.27	41.05	52.97	54.17
流动负债合计	105.78	110.40	72.60	147.12	125.34
长期借款	0.00	10.01	8.00	6.00	4.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.39	26.94	18.47	20.27	21.89
非流动负债合计	15.39	36.95	26.47	26.27	25.89
负债合计	122.74	152.33	99.08	173.39	151.23
少数股东权益	4.89	4.11	4.15	4.30	4.50
股本	70.60	94.13	122.77	122.77	122.77
资本公积	203.57	935.21	935.21	935.21	935.21
留存收益	139.77	220.53	265.89	407.25	610.76
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	418.83	1,253.99	1,328.03	1,469.54	1,673.24
负债和股东权益总计	541.57	1,406.31	1,427.11	1,642.93	1,824.47

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	76.57	81.16	45.35	141.37	203.50
折旧摊销	12.07	14.92	15.90	16.02	16.21
财务费用	2.39	1.59	(2.15)	(2.10)	(2.16)
投资损失	(0.13)	(0.23)	(0.25)	(0.25)	(0.25)
营运资金变动	(23.23)	(64.45)	54.06	(429.00)	40.21
其它	(8.89)	(0.02)	0.05	0.14	0.20
经营活动现金流	58.78	32.97	112.96	(273.82)	257.71
资本支出	21.50	18.73	15.46	3.21	1.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(40.02)	(54.63)	(22.21)	(7.96)	(4.12)
投资活动现金流	(18.52)	(35.89)	(6.75)	(4.75)	(2.75)
债权融资	(26.01)	(20.64)	(1.87)	(4.90)	3.16
股权融资	0.00	708.11	28.64	0.00	0.00
其他	0.43	37.94	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(25.58)	725.41	26.77	(4.90)	3.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	14.67	722.49	132.98	(283.47)	258.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	261.92	313.75	321.59	532.70	754.41
营业成本	102.27	143.60	144.54	226.45	311.58
营业税金及附加	3.64	2.21	2.19	3.62	5.13
销售费用	11.97	16.48	24.12	27.70	39.23
管理费用	40.03	43.23	57.24	77.24	109.39
研发费用	18.44	25.22	41.16	45.28	64.12
财务费用	0.01	(0.39)	(2.15)	(2.10)	(2.16)
资产/信用减值损失	(4.74)	(6.70)	(5.78)	(1.34)	(6.34)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.13	0.23	0.25	0.25	0.25
其他	2.23	2.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.94	87.74	48.96	153.42	221.03
营业外收入	0.24	0.38	0.40	0.40	0.40
营业外支出	0.10	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	88.07	88.11	49.35	153.81	221.42
所得税	11.51	6.95	3.95	12.30	17.71
净利润	76.57	81.16	45.40	141.51	203.71
少数股东损益	(0.02)	0.40	0.05	0.14	0.20
归属于母公司净利润	76.59	80.77	45.35	141.37	203.50
每股收益(元)	0.62	0.66	0.37	1.15	1.66

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	21.57%	19.79%	2.50%	65.65%	41.62%
营业利润	39.96%	-0.22%	-44.20%	213.38%	44.07%
归属于母公司净利润	41.57%	5.45%	-43.85%	211.70%	43.95%
获利能力					
毛利率	60.95%	54.23%	55.05%	57.49%	58.70%
净利率	29.24%	25.74%	14.10%	26.54%	26.98%
ROE	18.50%	6.46%	3.43%	9.65%	12.19%
ROIC	24.21%	22.49%	10.00%	37.20%	25.45%
偿债能力					
资产负债率	22.66%	10.83%	6.94%	10.55%	8.29%
净负债率	-12.50%	-64.25%	-70.98%	-45.33%	-55.18%
流动比率	3.45	10.49	17.17	10.01	13.29
速动比率	3.14	10.08	16.77	9.35	12.68
营运能力					
应收账款周转率	1.22	1.17	1.17	1.17	1.17
存货周转率	10.28	7.85	8.43	8.47	8.72
总资产周转率	0.52	0.32	0.23	0.35	0.44
每股指标(元)					
每股收益	0.62	0.66	0.37	1.15	1.66
每股经营现金流	0.48	0.27	0.92	-2.23	2.10
每股净资产	3.37	10.18	10.78	11.93	13.59
估值比率					
市盈率	43.81	41.54	73.98	23.73	16.49
市净率	8.11	2.68	2.53	2.29	2.01
EV/EBITDA	0.00	28.94	35.01	15.87	10.03
EV/EBIT	0.00	32.83	45.54	17.54	10.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com