

北方导航 (600435.SH)

导航控制技术领先，景气成长可期

核心观点：

- **简介：**以制导控制为核心技术，聚焦军民两用产品。根据公司官网，北方导航隶属于中国兵器工业集团，目前公司主营业务是军民两用产品，以“导航控制和弹药信息化技术”为主，涵盖制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制、电台及卫星通信、电连接器等产品和技 术。2020 年实施股权激励，员工利益与公司效益有效绑定。
- **市场：**战场优势显著，国防现代化建设促需求。远程制导装备具有低成本、广范围等相对优势，战场优势日益突出。国际形势快速变化及我国经济发展背景下，维护国家安全需求日益凸显。“十四五”期间，航空航天装备现代化建设奠基，实战化训练、出口需求高。
- **核心投资逻辑：**(1) 导航控制业务方面，公司为国内领先的导航控制和弹药信息化技术供应商之一，国防现代化建设空间广阔，考虑产品高效费比优势、实战化演练加大消耗以及潜在军贸空间，公司核心主业增长弹性空间相对较大。(2) 军用通信及电连接器业务方面，子公司中兵通信是国内各军种超短波通信设备和卫星通信设备的核心供应商之一，中兵航联是国内高端应用领域电连接器供应商之一，军工领域主要应用于雷达、单兵通信系统等，或率先受益于国防信息化建设。(3) 利润端，公司近年积极推进生产线智能化升级，效率提升叠加产品结构改善，我们看好公司盈利能力稳中向好的潜力。
- **盈利预测与投资建议：**预计 24-26 年公司 EPS 分别为 0.03/0.21/0.29 元/股。考虑公司当前在国内导航控制、制导控制领域领先技术优势，以及长期配套地位和相对充足的供给能力，基于国防现代化建设广阔前景，结合同业可比公司估值水平，我们认为适合给予公司 25 年 60 倍的 PE 估值，对应合理价值 12.62 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：**价格波动，装备采购与交付需求波动，重大政策调整等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3839	3565	2516	5433	6786
增长率 (%)	-3.8%	-7.2%	-29.4%	116.0%	24.9%
EBITDA (百万元)	305	342	142	513	650
归母净利润 (百万元)	185	192	47	317	433
增长率 (%)	38.5%	3.9%	-75.6%	574.4%	36.7%
EPS (元/股)	0.12	0.13	0.03	0.21	0.29
市盈率 (P/E)	96.67	90.31	319.90	47.43	34.70
ROE (%)	7.4%	7.1%	1.7%	10.5%	12.5%
EV/EBITDA	50.13	45.44	94.34	22.67	16.68

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

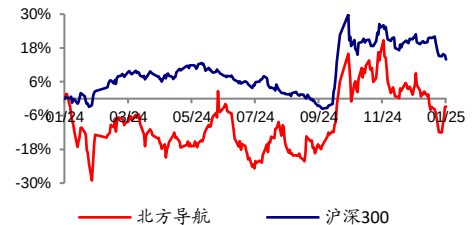
增持

当前价格	9.98 元
合理价值	12.62 元
报告日期	2025-01-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1506.03/1506.03
总市值/流通市值 (百万元)	15030.20/15030.20
一年内最高/最低 (元)	12.40/7.32
30 日均成交量/成交额 (百万)	25.38/258.43
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-1.87/24.75

相对市场表现



分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002



SFC CE No. BRF275



010-59136693

mengxiangjie@gf.com.cn

分析师：

吴坤其



SAC 执证号：S0260522120001



SFC CE No. BRT139



010-59133689

wukunqi@gf.com.cn

分析师：

邱净博



SAC 执证号：S0260522120005



010-59136685



qijingbo@gf.com.cn

请注意，邱净博并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

邵艺阳 010-59136696

shaoyiyang@gf.com.cn

联系人：

史嘉麒

shijiaqi@gf.com.cn

目录索引

一、以制导控制为核心技术，聚焦主业驱动发展	5
二、导航控制：战场优势显著，国防现代化建设促需求	9
（一）业务：主营制导、导航控制业务，军品配套单位，制造产业链中游	9
（二）应用：低成本、广范围，远程火箭弹系统的战场优势日益突出	10
（三）驱动：航空航天装备现代化建设奠基，实战化训练、出口需求高	13
三、军用通信：宽频段、多模式、网络化、智能化发展	16
四、利润弹性：重视产品、资产结构改善下利润率提升	17
（一）规模经济：供给能力充足，叠加效率提升，规模经济或逐步释放	17
（二）结构改善：低效资产逐步出清，高附加值军品占比提升促结构改善	19
五、盈利预测与投资建议	21
六、风险提示	22

图表索引

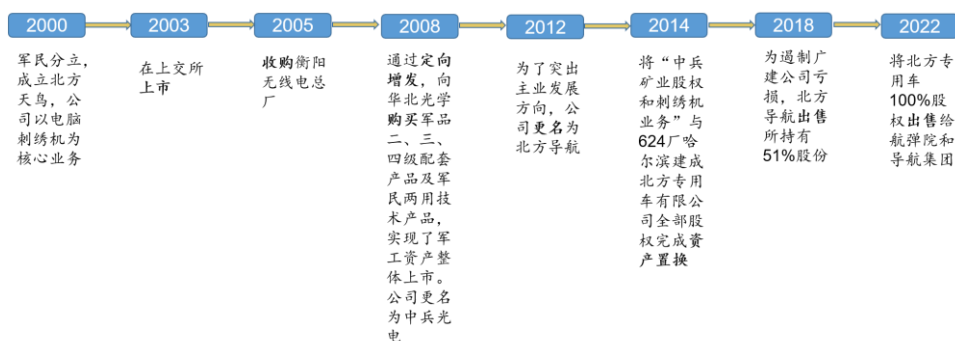
图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 北方导航及其子公司主要产品	6
图 3: 公司股权结构及主要控股子公司（2024 年三季报）	6
图 4: 公司人均创收与人均创利	7
图 5: 2015~2023 年公司营业收入及增速	8
图 6: 2015~2023 年公司利润率	8
图 7: 2015~2023 年公司归母净利润及增速	8
图 8: 2015~2023 年公司费用率情况	8
图 9: 2015~2023 年公司分业务营收及增速	9
图 10: 2015~2023 年公司分业务毛利率	9
图 11: 2015~2023 年子公司中兵通信营收及净利润	9
图 12: 2015~2023 年子公司中兵航联营收及净利润	9
图 13: 北方导航处于制导产业链中游环节	10
图 14: 2021-2025 财年美军制导多管火箭弹系统 GMLSR 采购金额	11
图 15: 美国“海马斯”火箭炮	11
图 16: GMLRS XM30 火箭弹结构	12
图 17: XM31 火箭弹结构	12
图 18: 1960-2023 年美国军费及其占 GDP 比例变化趋势	13
图 19: 1990-2023 年我国军费及其占 GDP 比例变化趋势	13
图 20: 1988-2023 年全球军费开支总额（单位：亿美元）	14
图 21: 1950-2023 年全球主战武器交易量（单位：亿 TIV）	15
图 22: 2019-23 年主要出口国市场占比情况	15
图 23: 军用通信系统组成	16
图 24: 军用通信产品未来发展趋势	17
图 25: 直接材料占主营成本比例不断上升	18
图 26: 折旧摊销占公司营业成本比重	18
图 27: 公司持续释放规模经济	18
图 28: 规模经济叠加成本管控，利润率大幅上升	18
图 29: 除个别年份外，军民两用产品子公司加总利润总额均高于公司利润总额	20
图 30: 除个别年份外，军民两用产品业务毛利率均高于专用车业务毛利率	20
表 1: 2021 年 2 月 3 日公司公告激励对象获授的股票期权的分配情况	7
表 2: 火炮、远火、导弹性能对比	10
表 3: 不同制导方式特点对比	12
表 4: 公司持续提升产线智能化水平	17

表 5: 2008 年后公司进行多次股权投资	19
表 6: 2012 年来公司逐步剥离传统纺织业务和矿业业务	19
表 7: 2018 年来公司逐步剥离专用车等业务资产	20
表 8: 公司分业务拆分 (单位: 百万元)	21
表 9: 可比公司估值	22

一、以制导控制为核心技术，聚焦主业驱动发展

以制导控制为核心技术，聚焦军民两用产品。根据公司官网介绍，北方导航控制技术股份有限公司（以下简称北方导航）母公司为北方导航科技集团有限公司，该公司前身是2000年军民分立成立的北方天鸟，2003年成功上市。此后公司通过一系列兼并收购等资本运作，成为以军品二三四级配套为主的制造型企业。目前公司主营业务是军民两用产品，以“导航控制和弹药信息化技术”为主，涵盖制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制、卫星与地面通信、军用电连接器等产品和技術，致力于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。

图1：公司历史沿革



数据来源：北方导航控制技术股份有限公司官网，广发证券发展研究中心

公司构建并不断完善北方导航特色“8+3”技术体系和产业生态。根据2023年年报，北方导航围绕导航与控制、军事通信和智能集成连接3个产业生态，开展制导与控制、AI目标自主识别、光电探测与导引、先进材料应用、智能制造、综合热管理、集群组网通信、智能化集成化连接8个专业技术体系研究，突出体系协同，突出集约发展，构建具有北方导航特色的“8+3”技术体系和产业生态，将其作为未来一段时间推动公司高质量发展的战略路径。北方导航公司本部主营导航控制和弹药信息化技术，是军用惯导产业链核心二级配套单位。根据其三家子公司官网，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和军用卫星通信领域居于国内领先地位；中兵航联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等，具备年产100万套连接器的生产能力；衡阳光电主要生产智能阀门定位器、电子整机产品和合金铝类零件，是全国唯一的火箭全系列反坦克导弹控制箱生产定点厂。

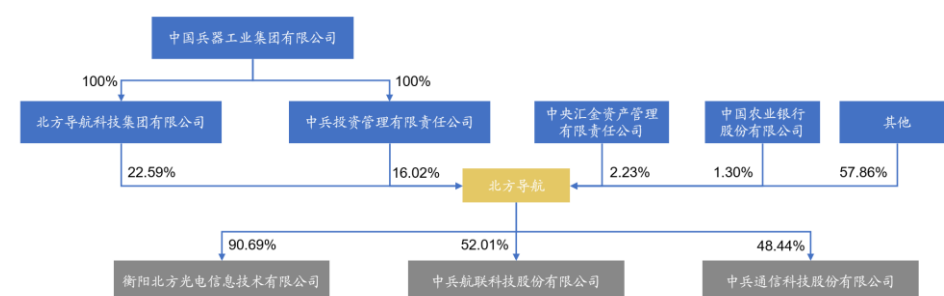
图2：北方导航及其子公司主要产品



数据来源：公司官网，《国外远程制导火箭弹技术现状与趋势》（张明星等，四川兵工学报，2013年）广发证券发展研究中心

中国兵器工业集团有限公司为公司实际控制人。据公司2024年第三季度报告，截止2024年第三季度，第一大股东北方导航科技集团有限公司直接持有公司22.59%的股份，第二大股东中兵投资管理有限责任公司直接持有公司16.02%的股份，公司实际控制人为中国兵器工业集团有限公司。控股参股公司方面，公司分别持有衡阳光电、中兵航联、中兵通信90.69%、52.01%、48.44%的股份。

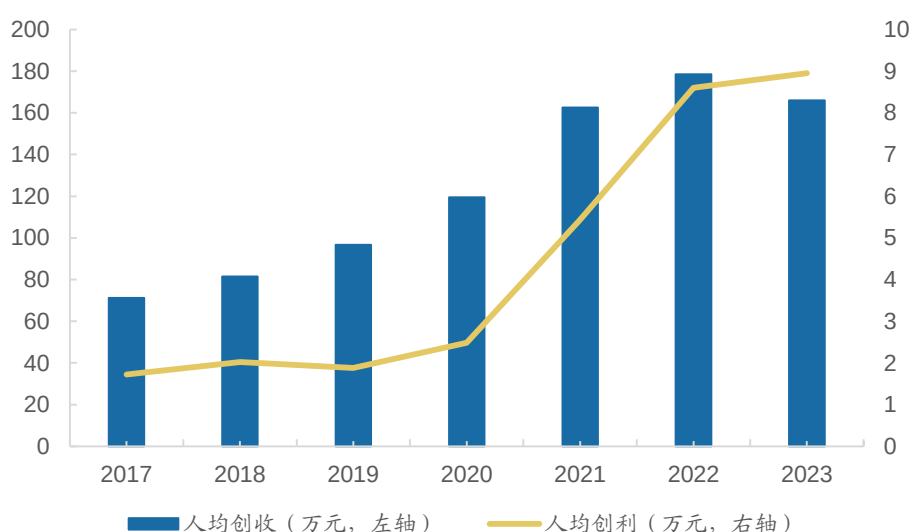
图3：公司股权结构及主要控股子公司（2024年三季报）



数据来源：北方导航 2024 年第三季度报，广发证券发展研究中心

2020年实施股权激励,员工利益与公司效益有效绑定。根据2021年2月3日发布的《北方导航关于2020年股票期权激励计划授予登记完成的公告》，2020年公司实行了股票期权激励计划，激励对象包括当年的公司董事及高层管理人员、核心骨干人员，总人数共计108人，占当年员工总数的4.55%，共授予2,959.22万份股票期权，占当年总股本的1.99%。该激励计划已于2021年2月完成。从效益看，激励效果较为显著，2023年人均创收、人均创利分别为166.02、8.95万元，较2020年同比增长39%、260%。

图4: 公司人均创收与人均创利



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

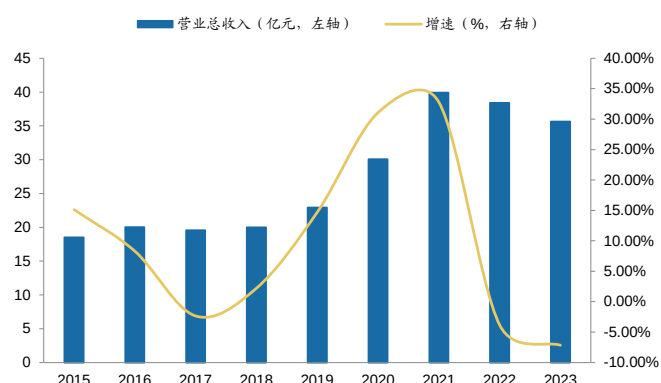
表1: 2021年2月3日公司公告激励对象获授的股票期权的分配情况

序号	姓名	职务	获授股票期权数量 (万份)	占授予股票期权比例 (%)	占公司总股本比例 (%)
1	浮德海	董事长、党委书记	66.32	2.24	0.04
2	张百锋	总经理、党委副书记	66.32	2.24	0.04
3	王向东	董事、副总经理	55.96	1.89	0.04
4	赵晗	董事、董事会秘书、总法律顾问	55.96	1.89	0.04
5	周静	董事、财务总监	55.96	1.89	0.04
6	王会明	党委副书记、纪委书记	55.96	1.89	0.04
7	李海涛	副总经理	41.48	1.4	0.03
8	王雪垠	副总经理	41.48	1.4	0.03
9	胡小军	副总经理	41.48	1.4	0.03
董事及高层管理人员合计 (共 9 人)			480.92	16.25	0.33
核心骨干人员合计 (共 99 人)			2478.3	83.75	1.66
合计			2959.22	100	1.99

数据来源: 《北方导航关于 2020 年股票期权激励计划授予登记完成的公告》, 广发证券发展研究中心

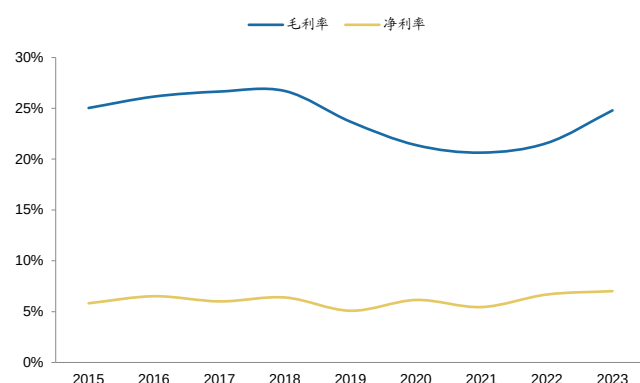
公司费用管控良好, 盈利能力稳步提高。根据公司年度报告, 2015-2023年公司营业总收入从18.49亿元增长至35.65亿元, 年复合增速8.5%, 2020、21两年的增速达30%以上, 主要是由于母公司当期军民两用产品营业收入增加。公司销售毛利率在2018年后先降后升, 销售净利率稳中有升。2015-2023年公司归母净利润从0.33亿元增长至1.92亿元, 年复合增速23.5%。期间费用率方面, 公司成本控制能力逐步加强, 期间费用率从2015年的17.97%降至2023年的14.83%。

图5：2015~2023年公司营业收入及增速



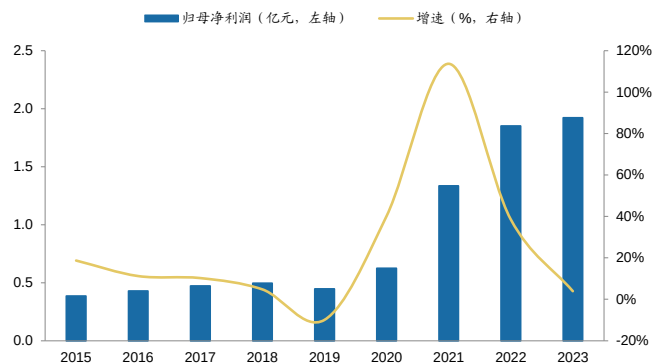
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：2015~2023年公司利润率



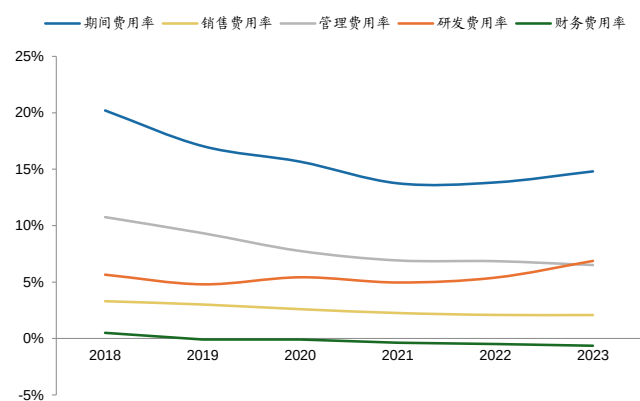
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图7：2015~2023年公司归母净利润及增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

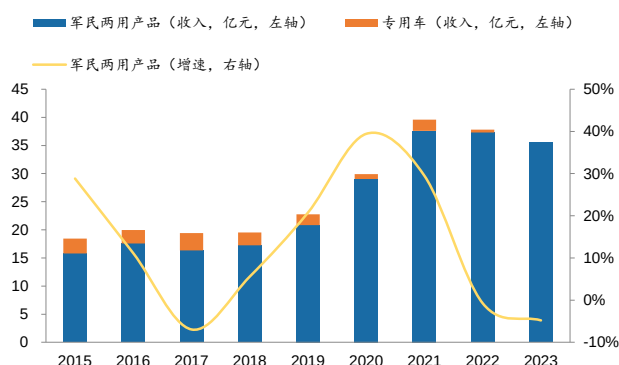
图8：2015~2023年公司费用率情况



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

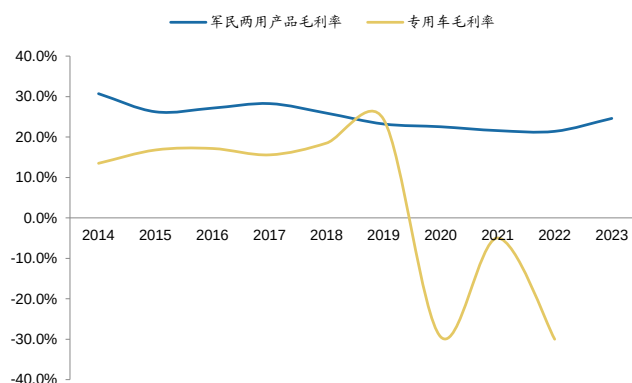
军民两用产品贡献公司主要营收和盈利，子公司收入和盈利能力稳中向好。据公司年度报告，公司军民两用产品贡献公司绝大部分营收和利润，产品占比稳步提升，自2019年起军民两用产品占营收比例超过九成。利润端，军民两用产品毛利率较为稳定，专用车毛利率波动较大。在子公司方面，中兵通信的营收在2015-2023年间呈现先降后升再降的趋势，营收和毛利的增速波动较大。中兵航联的营收和净利润在2015-2023年间大体上呈增长趋势，营收增速波动相对较小而净利润增速波动较大。

图9：2015~2023年公司分业务营收及增速



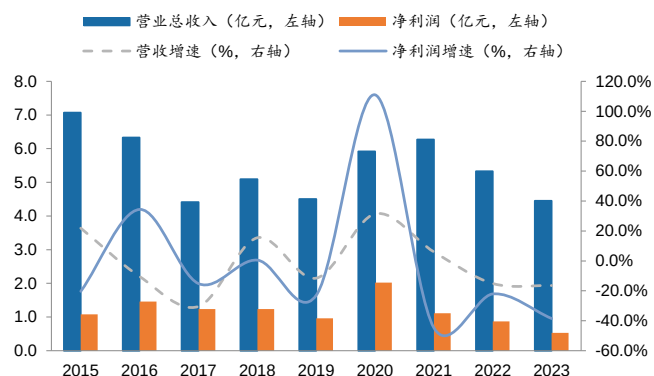
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图10：2015~2023年公司分业务毛利率



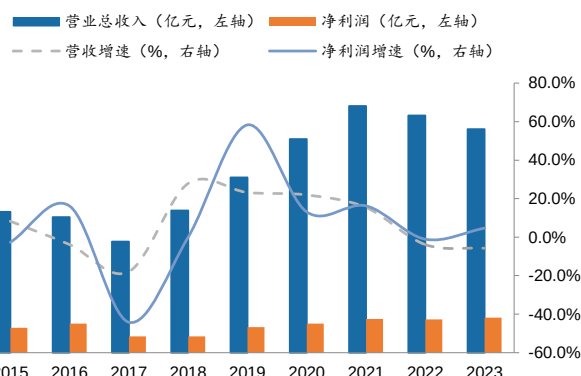
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图11：2015~2023年子公司中兵通信营收及净利润



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图12：2015~2023年子公司中兵航联营收及净利润



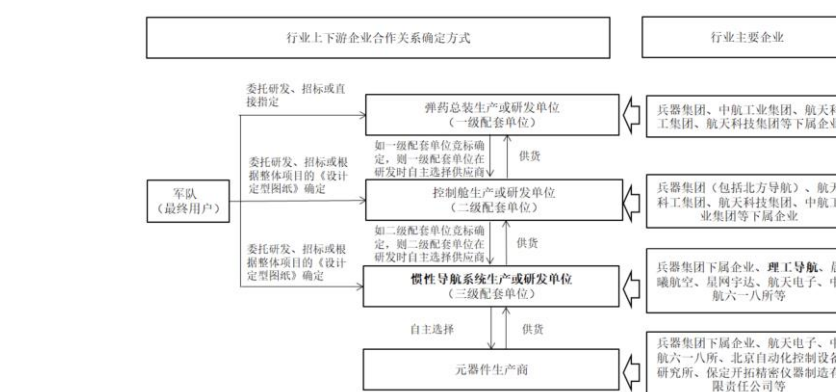
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、导航控制：战场优势显著，国防现代化建设促需求

（一）业务：主营制导、导航控制业务，军品配套单位，制造产业链中游

公司以制导、导航控制产品为主。根据公司2023年年报，公司是以军品二三四级配套为主的研发、制造型企业，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，在制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制等领域处于国内领先地位。例如，在惯性导航领域，据理工导航《发行人及保荐机构回复意见》，中游环节为控制舱生产或研发单位（二级配套单位），行业内主要企业包括兵器集团（包括北方导航）、航天科工集团、航天科技集团等。

图13：北方导航处于制导产业链中游环节



数据来源：理工导航《发行人及保荐机构回复意见》，广发证券发展研究中心

（二）应用：低成本、广范围，远程火箭弹系统的战场优势日益突出

远程火箭炮是一种提供大面积瞬时密集火力的战术武器，是陆军远程火力打击的骨干装备。远程火箭炮有效填补战术导弹与火炮之间的火力空白。据《远程火箭炮≠导弹》（新华网，2022年），火炮主要用于打击敌人阵营、盔甲、火力等总体目标；目前火炮最大射程大约30千米左右，而正在研究的新一代榴弹炮，最大射程将达到40-50千米。战术导弹主要用于打击敌方纵深重要固定目标，追求精确打击，要求精准地击中目标，根据射程分类，在1000KM以内的称为短程导弹，1000-3000KM为中程导弹，3000-8000KM为远程导弹，超过8000KM为洲际导弹。而远程火箭炮的使命任务是打击陆地战场上敌方战役战术纵深内的重要固定目标，战时可通过饱和打击，大量消耗对方防空反导资源，以数量来给予对方沉重打击，也可根据目标状态，灵活使用不同射程的远程火箭炮，有效打击处于不同射程内的各类目标，满足多样化的火力打击需求。

表2：火炮、远火、导弹性能对比

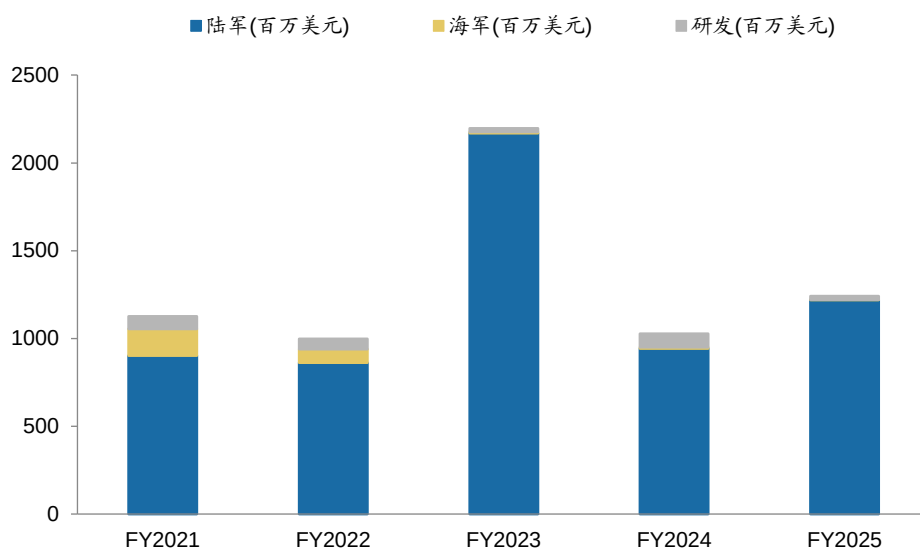
	火炮	远火	导弹
射程	小于 50KM	300-400KM	最远可超过 8000KM
侧重	经济性	经济性、有效性	隐身性、突防性
弹药价格	较低	较低	较高
目标	打击敌人阵营、盔甲、火力等总体目标	打击陆地战场上敌方战役战术纵深内的重要固定目标	打击敌方纵深重要固定目标
发射方式	快速装填、单枚连发	一次装填、多枚依次发射	一次装填、单枚发射
制导方式	直瞄、半直瞄	惯性制导、卫星制导、组合制导	惯性制导、卫星制导和景象匹配制导等多种制导方式
使用兵种	陆军	陆军、空军、海军	火箭军

数据来源：《远程火箭炮≠导弹》（新华网，2022年），《远程制导火箭弹发展现状及关键技术》（陈永超等，飞航导弹，2016年），广发证券发展研究中心

远程火箭炮具有弹药成本较低，便于大量使用，操作简便以及便于快速发射的多种优势；与战术导弹相比，远程火箭弹使用更经济，效费比更高。一方面，组合制导的设计有助于远火的低成本发展。根据《远程制导火箭弹发展现状及关键技术》（陈永超等，《飞航导弹》，2016年），远程制导火箭弹多是在无控火箭弹的基础上增

加导航与制导模块、控制模块、修正执行机构等部件而来，而制导系统价值量约占整弹的40%，因此采用兼具低成本和精确性GPS/INS组合制导能够有效推动远火的低成本化。另一方面，远火侧重于经济性与有效性。据《远程火箭炮≠导弹》（新华网，2022年），为达到经济和有效的目标，在研制时，通常将隐身、高速突防能力及打击精度要求等放在次要地位，这就降低了对火箭发动机、弹体隐身和制导控制的要求，相应地可以节约远程火箭炮的研发难度和生产成本。根据新华网报道，多年来火箭炮一直是各国陆军倚重的重要装备，在一些热点地区的军事冲突中，火箭炮的作用仍不容小觑。例如俄乌冲突中，BM-21“冰雹”、BM-27“飓风”、BM-30“龙卷风”、M270“钢雨”、M142“海马斯”等火箭炮先后现身，俄军还使用了TOS-1A“日炙”喷火坦克，这种坦克本质上也是多管火箭炮系统，能发射携带温压弹头的火箭弹。根据《FY2025_Weapons》（美国国防部，2024），2025年，美军GMLRS预计采购金额约1221.4百万美元，与研发支出合计预算为1241.9百万美元。

图14：2021-2025财年美军制导多管火箭弹系统GMLSR采购金额



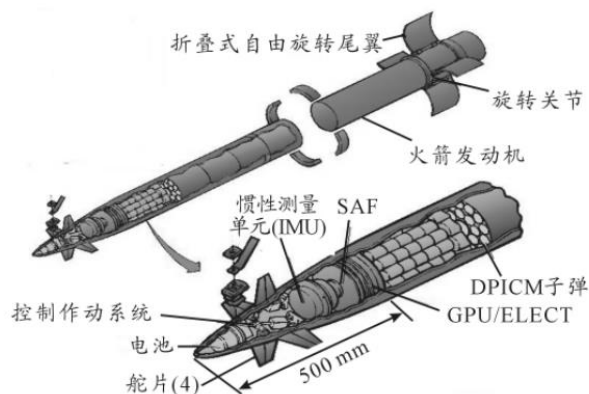
数据来源：美国国防部，广发证券发展研究中心

图15：美国“海马斯”火箭炮



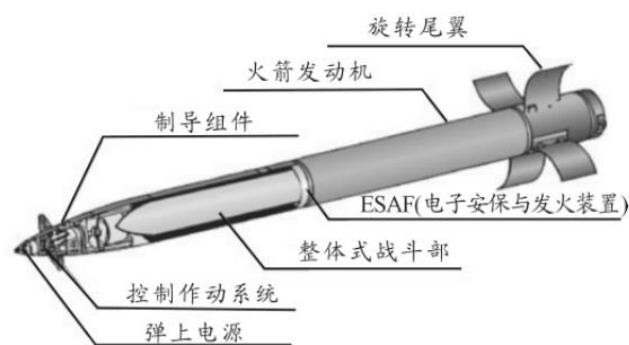
数据来源：LOCKHEED MARTIN 官网，广发证券发展研究中心

图16: GMLRS XM30火箭弹结构



数据来源:《国外远程制导火箭弹技术现状与趋势》(张明星等,《四川兵工学报》,2013年),广发证券发展研究中心

图17: XM31火箭弹结构



数据来源:《国外远程制导火箭弹技术现状与趋势》(张明星等,《四川兵工学报》,2013年),广发证券发展研究中心

制导控制系统是火箭的“眼睛”，制导系统约占导弹总成本的40%，使用精确制导武器进行精确打击已成为支配战争进程和结果的主要手段。根据《弹药制导控制原理》(邵志宇,北京理工大学出版社,2022年),自主制导系统通常包含惯性制导、卫星制导、雷达制导、地图匹配制导等方式。根据《可应用于运载火箭上的组合制导方法研究》(陈新民等,宇航学报,2004年),惯性导航系统具有独立性强和抗干扰的特点,是飞机、战略战术导弹和运载火箭主要采用的导航方式,但纯惯性导航的制导系统存在较大的导航误差。根据《卫星制导弹药低成本飞控计算机系统设计》(管雪元等,计算机工程与设计,2007年),卫星制导弹药具有全天候、防区外发射、命中精度高等优点,该技术在军事领域有着广阔的应用前景。而组合制导是在充分利用惯性导航系统的稳定性、连续性和抗干扰等特点基础上,引进另一种类型的导航手段,对惯性导航系统的误差进行修正,从而获得更高精度的制导方案。运载火箭通常采用的导航系统有:惯性导航系统(INS),卫星导航系统(GPS/GLONASS组合,简称GNSS),星光导航系统(CNS)等。适合于运载火箭的组合制导方法主要有惯性导航+卫星导航组合制导、惯性导航+星光导航组合制导两种基本形式,根据《惯性/卫星组合导航系统载体姿态角速度提取方法》(陈坚等,弹箭与制导学报,2007年),应用具有完全自主性的惯性导航系统和高精度卫星导航系统构成惯性/卫星组合导航系统,是最具有应用前景的组合导航架构。

表3: 不同制导方式特点对比

比较项目	惯性制导	卫星制导	惯性/卫星组合导航
对卫星信号的依赖性	不依赖卫星信号	依赖卫星信号	无卫星信号时惯性导航系统仍能正常工作
隐蔽性	隐蔽性优良,不受外界信息干扰	易受外界干扰	使用卫星导航时易受外界干扰
导航定位误差	误差随运载体运行时间增加不断积累	误差与运载体运行时间无关	惯性导航系统的误差可由卫星导航系统修正
能否提供载体的姿态、导航信息	可提供载体的航向、姿态信息	单个终端无法提供载体航向、姿态信息	能提供载体的航向、姿态信息

产品经济成本

较高

较低

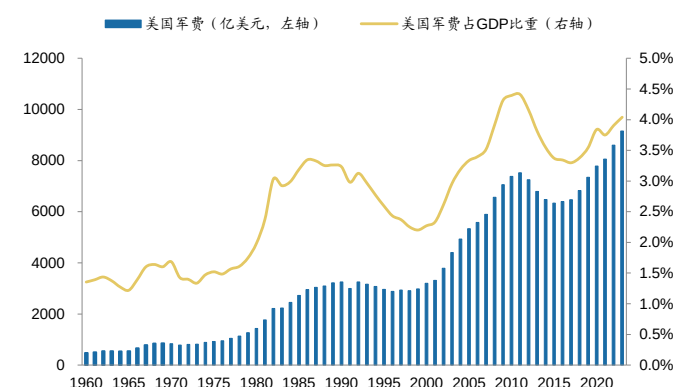
中等

数据来源：《国外远程制导火箭弹技术现状与趋势》（张明星等，《四川兵工学报》，2013年），理工导航招股书，广发证券发展研究中心

（三）驱动：航空航天装备现代化建设奠基，实战化训练、出口需求高

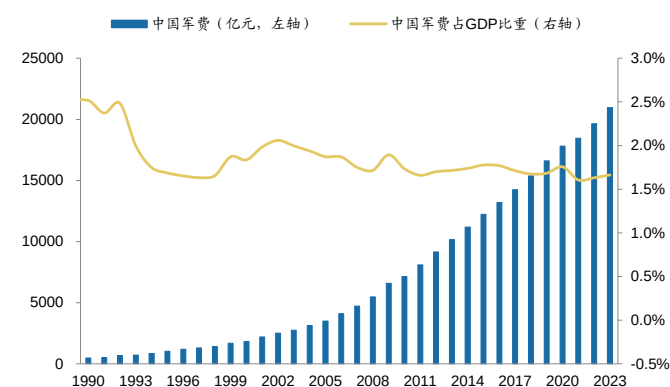
国际形势快速变化及我国经济发展背景下，维护国家安全需求日益凸显。经济发展角度，根据SIPRI和iFind数据库的军费和GDP数据，以2023年为例，美国军费占GDP比例为4.04%，而我国相应数据为1.66%，军费支出占GDP比例仍有较大提升空间。地缘局势角度，俄乌冲突已持续两年、以色列-哈马斯战争冲突不断、叙利亚阿萨德政府垮台，国际政治局势进一步紧张，我国实战演训需求呈显著增加趋势。例如据国防部报道，中国人民解放军东部战区分别于5月23日-24日和2024年10月14日进行“联合利剑—2024A”演习和“联合利剑-2024B”演习各项科目，全面检验了战区部队一体化联合作战能力。政策角度，新华网转发《求是》杂志在2024年建军节前一天发文，强调“如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队，是全面建设社会主义现代化国家的战略要求”，必须要深入推进实战化军事训练，深化联合训练、对抗训练、科技练兵。加强军事力量常态化多样化运用，坚定灵活开展军事斗争，塑造安全态势，遏控危机冲突，打赢局部战争。多重需求背景下，我国国防建设及装备采购有望上行。

图18: 1960-2023年美国军费及其占GDP比例变化趋势



数据来源：iFind, SIPRI, 广发证券发展研究中心

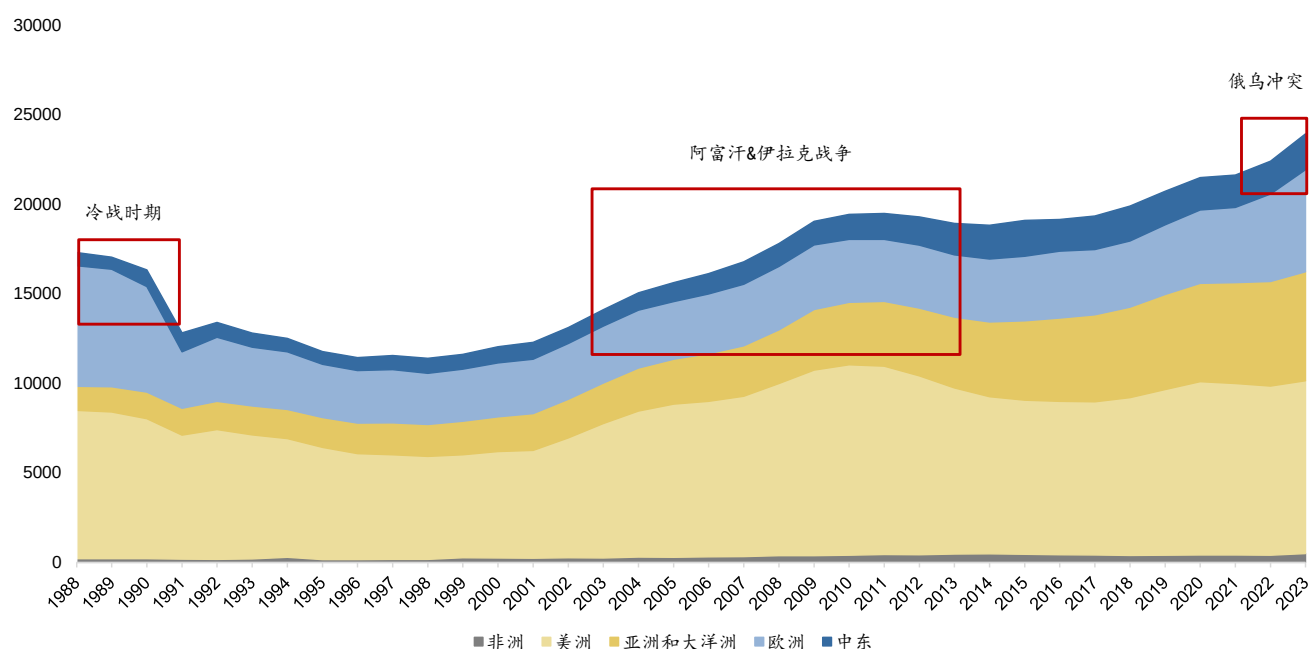
图19: 1990-2023年我国军费及其占GDP比例变化趋势



数据来源：iFind, SIPRI, 广发证券发展研究中心

国际军费开支持续增长，主要国家提升军费加强装备建设，2023年军费开支再创新纪录。根据斯德哥尔摩和平研究所（SIPRI）2024年4月发布的《2023年世界军费支出趋势报告》，2023年全球军费开支总额达2.44万亿美元，上涨6.8%（2022年上涨3.7%）。世界军事支出比（定义为军费开支占全球国内生产总值的百分比）增加到2.3%，平均军费开支占政府支出的比例上升了0.4个百分点，达到6.9%，世界人均军费开支306美元，达到1990年以来的最高水平。2023年全球军费开支的增加主要归因于俄乌冲突的持续，以及亚洲、大洋洲和中东地缘政治紧张局势的升级。总体来看，尽管诸多不确定性对全球经济产生了较大影响，但并未改变近年来国际军费开支增长的态势，尤其俄乌冲突以来，主要国家进一步提升军费投入，加强国防建设。

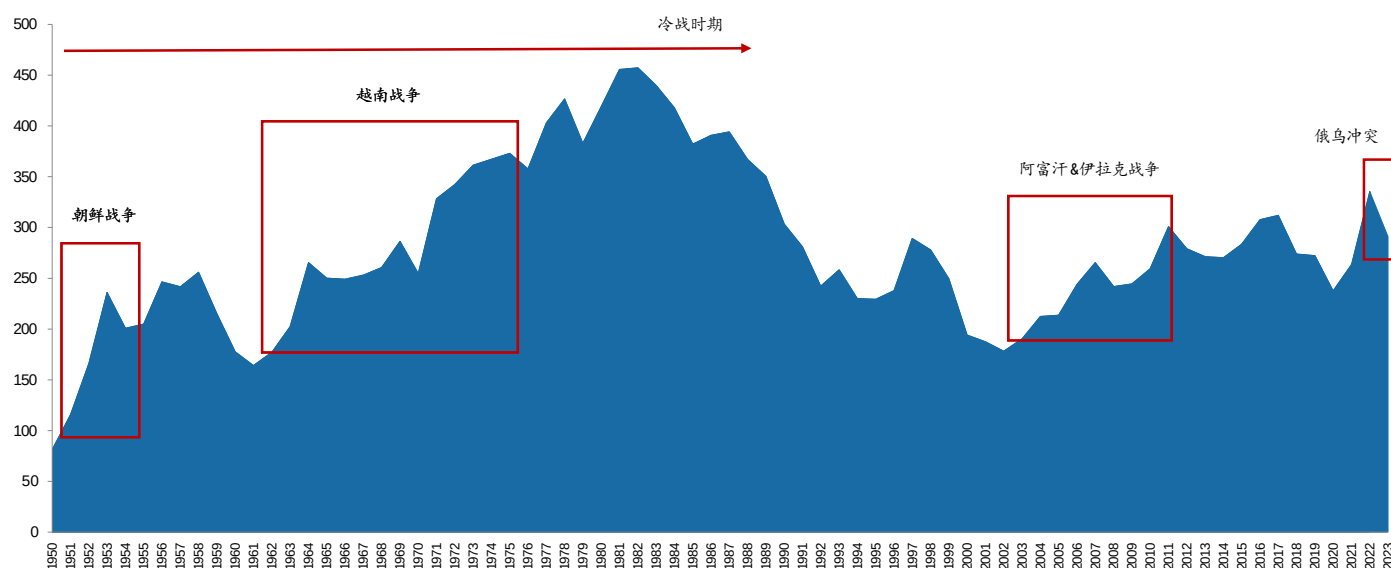
图20: 1988-2023年全球军费开支总额（单位：亿美元）



数据来源：SIPRI，广发证券发展研究中心（1991年东欧地区军费开支无数据）

国际安全局势趋紧，俄乌冲突促进全球武器交易量快速增长。根据斯德哥尔摩和平研究所（SIPRI）公布的数据，在2019-23年这五年期间，全球主战武器交易量同比2014-18年下降了3.3%。但在经历过2020年的短暂低谷后，全球主战武器交易量从2021年以来迅速抬升，2021年与2022年的同比增速分别为10.9%和27.3%，2023年同比下降13.2%至291.04亿TIV。我们认为，2023年的阶段性下滑主要因俄乌冲突于2022年爆发，该年度跃升幅度相对显著，同时2022年的转让量消耗的或多为已有库存，新装备的生产和交付需要一定的周期，整体来看，全球武器交易量增长的趋势是较为明显的。复盘1950年以来的全球主战武器交易量变化趋势，可以看出，地缘政治趋近会刺激军贸市场较快地增长，俄乌冲突以来军贸景气度提升趋势较为明显。

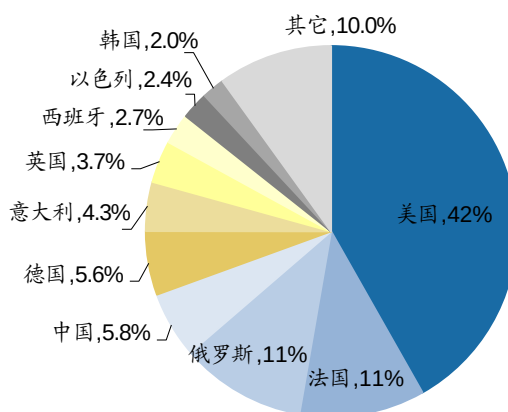
图21: 1950-2023年全球主战武器交易量 (单位: 亿TIV)



数据来源: SIPRI, 广发证券发展研究中心

出口市场份额较为集中, 北美和欧洲为主要军贸出口地区, 美国、法国、俄罗斯、中国、德国为五个主要出口国。2024年3月11日, 斯德哥尔摩国际和平研究所(SIPRI)公布了最新年度全球武器进出口贸易报告, 统计区间为2019-2023年五年合计。SIPRI在2019-23年间共将66个国家列为主战武器出口国。在此期间, 五大军贸出口国分别是美国、法国、俄罗斯、中国 and 德国, 共占全球军贸出口量的75%。前25大军贸出口国共占全球军贸出口量的98%, 其中72%来自北美和欧洲地区, 而在2014-2018年间这一数据仅为62%。

图22: 2019-23年主要出口国市场占比情况



数据来源: SIPRI, 广发证券发展研究中心

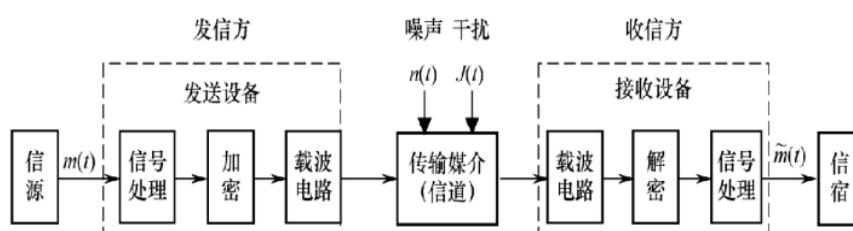
多管火箭武器在军贸市场中关注度较高。据《多管火箭武器军贸市场探析》(李巍, 飞航导弹, 2019), “因多管火箭武器在射程和战斗部威力上均不受国际MTCR公约的限制, 而且其在战场上的使用不会产生使用大威力导弹的影响。因此, 多管火箭武器在军贸市场中一直扮演着重要的角色。近几年多管火箭武器军贸市场具有以下几个特点: (1) 多管火箭武器在军贸市场中很受关注, 并装备了多个国家; (2) 产品主要出口国包括美国、俄罗斯、中国等国家, 其中, 美国出口量最大; (3) 在

出口产品中，以美国的GMLRS最多。其次是俄罗斯以及苏联的旋风系列和BM-21系列；（4）购买多管火箭武器的国家主要分布在中东、东南亚、非洲以及南美洲等国家；（5）在火箭弹口径中，主要是122mm口径、227mm口径、300mm口径系列产品。”

三、军用通信：宽频段、多模式、网络化、智能化发展

军用通信是为军事目的而综合运用各种通信手段进行的信息传递活动。军事通信技术是军队实施通信保障的技术，是军事体系对抗的重要工具。从1830年后，有线和无线通信技术相继问世，到20世纪初，军队装备了野战无线电台，到60年代后期数据网和计算机网应用于军事通信；80年代中期宽带综合业务数字网在军事通信中获得应用。进入21世纪后，以卫星通信和激光通信为主要手段的空间通信网络发展迅速，在通信组织上形成了从太空到水下的多维、多网系、多手段、宽频带、多模式的整体通信保障能力。

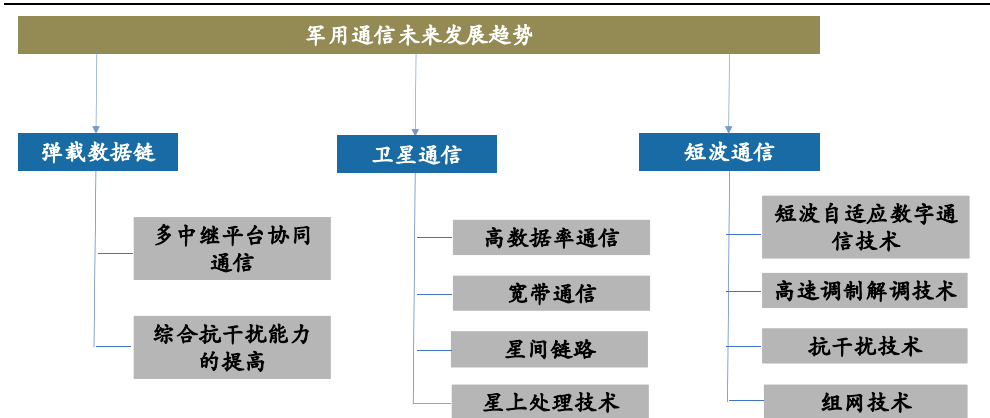
图23：军用通信系统组成



数据来源：中兵通信公开发行说明书，广发证券发展研究中心

现代化信息战驱动军用通信设备的发展。随着新技术的不断迭代，新武器装备的逐步更新，信息技术的作用也日渐显先，重要性日渐增高，信息战也成为了目前战争的主要形式之一。信息战强调信息控制权的争夺，最终演变为战场空间把控的作战优势。据中兵通信《公开发行说明书》，虽然我军逐步建立了较为完善的系统，并实现了无线通信由单机通信到无线网络化通信，模拟化到数字化、窄带化到宽带化的转变，但较美军完整的C4ISR通信体系仍有较大差距，在实时传输、视频清晰程度及精准度上存在较大上升空间。

图24：军用通信产品未来发展趋势



数据来源：《军用卫星的发展趋势分析》（闻新，现代防御技术，2002），《短波通信的现状
及发展趋势》（董彬虹，信息与电子工程，2007），《弹载数据链技术应用及其发展趋势》
（程永茂，飞弹导航，2011），广发证券发展研究中心

军用通信产品朝宽频段、多模式、网络化、智能化方向发展。我军宽带移动通信系统的建设刚刚起步，各军兵种的试点建设方兴未艾，《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》表明,要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，加快机械化信息化智能化融合发展，2035年基本实现国防和军队现代化，因此军用通信产品的宽频段、多模式、网络化、智能化等，依然为行业未来的发展趋势。

四、利润弹性：重视产品、资产结构改善下利润率提升

（一）规模经济：供给能力充足，叠加效率提升，规模经济或逐步释放

持续完善生产线智能化、自动化水平，提高生产效率。近年来，公司积极深化制造平台的智能化能力，推进生产装配生产线效率提升。例如，据公司2024年半年报，报告期内，公司坚持数智赋能，着力增强数智化核心竞争优势，打造持续提升数智制造能力；强化大数据、物联网、云计算、数字孪生与仿真技术的创新应用，构建完善1个两化融合体系+N个信息系统平台的“1+N”数智运营体系，推进数智研发和运营管控能力升级。系统推进年度军工核心能力建设，有序推进制导系列智能柔性化装配示范线、数智工程示范建设任务，一体推进数智化管控能力提升。

表4：公司持续提升产线智能化水平

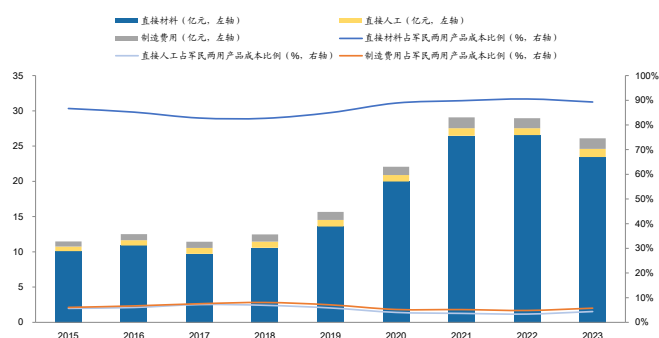
序号	报告期	概述
1	2024H1	开展 ERP 系统上线运行，以典型型号产品为验证对象，实现数据流、信息流、物流、资金流全业务链的闭环管理，开展 MOM 系统建设，进一步延伸型号产品从零件加工到部件装配、总装总调的全过程数字化管理。
2	2023Y	“人机协同制造”获评工信部智能制造试点示范优秀场景，“基于 AAA 级新型能力的运营管控一体化示范场景”荣获国资委数字场景创新专业赛一等奖，“基于数字赋能的数智制造能力提升”首次入选国家级智慧企业建设创新案例。
3	2022Y	“基于数据驱动的物联网智能工程应用示范”“制导舱智能柔性化装配智能工厂标准应用试点”入选国家工信部物联网示范项目、智能制造标准应用试点项目，同时，公司获得北京市 2022 年导航产品智能柔性化装配数字化车间。

4	2021Y	某组件生产线完成建设内容；某部件智能化柔性机加生产单元已开展项目建设；某装配和某组件搬运两个 XX 项目已进入试运行
5	2020Y	新建制导系列通用生产线和专用生产线保障了年度生产任务和应急生产任务；探测控制系统生产单元实现了快速换产；某制导系列加工单元实现了多型号产品小批量试制
6	2019Y	核心零件智能制造单元取得进展，某舱体智能化柔性加工单元建成试运行，生产效率提升 3.6 倍，工序平衡率由 28%提升至 92%
7	2018Y	某产品控制系统智能化柔性装配生产线开工建设，某产品智能化柔性装配生产线具备下厂预验收条件

数据来源：北方导航年度报告，广发证券发展研究中心

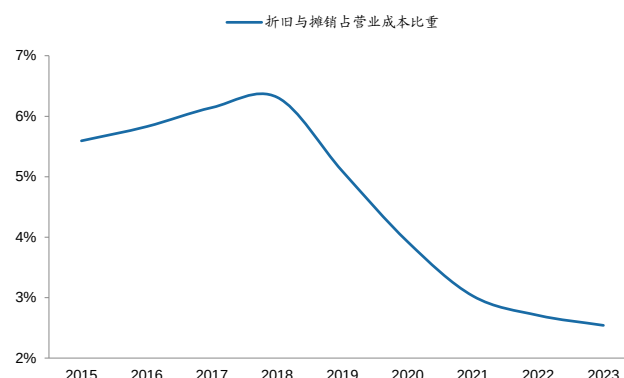
公司盈利能力稳步提升。根据年报，公司主要的扩产、研发和技术改造项目已经于 2018 年前达产，折旧摊销额占营业总成本的比例由 2015 年的 5.6% 降低至 2023 年的 2.5%；直接材料占军民两用产品业务总成本的比例由 2017 年的 82.81% 上升至 2023 年的 89.3%；而公司扩大产量所付出的人工成本相对较低，直接人工占军民两用产品业务总成本的比例由 2017 年的 7.21% 下降至 2023 年的 4.38%，该比例在 2022 年一季度低至 3.36%，公司的人员工作效率不断提高。2015-2023，期间费用率从 18.0% 降低至 14.8%，规模效应叠加公司在成本管控方面的优势，盈利能力明显提升。

图25：直接材料占主营成本比例不断上升



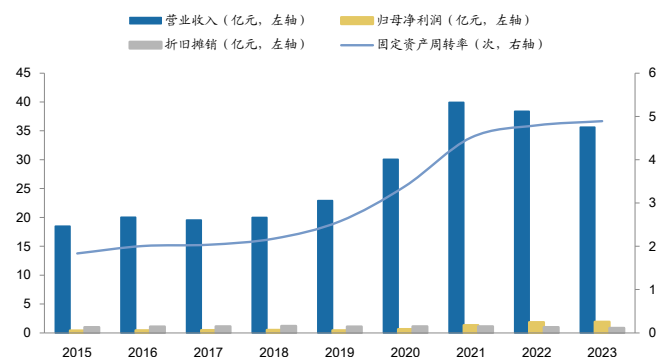
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图26：折旧摊销占公司营业成本比重



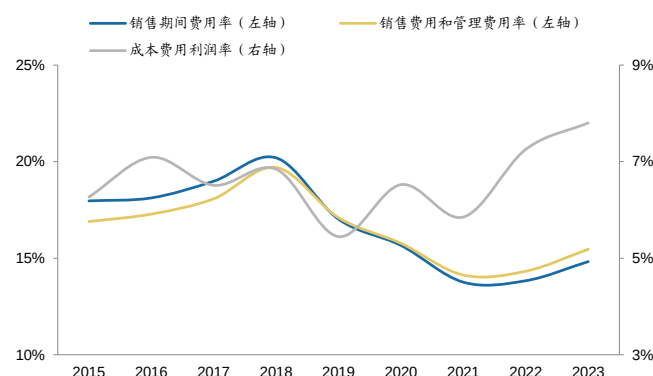
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：公司持续释放规模经济



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：规模经济叠加成本管控，利润率大幅上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 结构改善：低效资产逐步出清，高附加值军品占比提升促结构改善

原有“军民两用产品+专用车”的业务结构经营效率不佳。2008年起，公司通过增发融资、资产收购等一系列的资本运作，主要公司业务范围发展为军民两用产品、服装纺织设备和矿业等三大业务。2012年，公司逐步出售公司旗下从事传统纺织业务的子公司。2014年，公司以控股公司衡阳光电持有的伊春中兵矿业有限责任公司71.53%股权及公司的电脑刺绣机和电脑针织机横机业务置换哈尔滨建成北方专用车有限公司100%股权。至此，公司通过股权置换完全置出服装纺织业务和矿业业务，置入专用车业务，公司主营业务简化为军民两用产品和专用车等两大业务。

表5：2008年后公司进行多次股权投资

时间	被投资的公司名称	主要经营活动	占被投资公司权益的比例（%）	备注
2008	衡阳北方光电信息技术有限公司	光机电一体化产品、信息技术产品、电子测量仪器和应用电子产品的制造和销售。	35%	自有资金出资
	北京驰意无人数字感知技术有限公司	研究、开发智能机器人技术；生产智能机器人产品；提供自行开发技术的技术咨询、技术培训、技术服务、技术转让	45%	自有资金出资
2009年	伊春市中兵矿业有限责任公司	有色金属选矿、黑色金属选矿、加工销售。	80%	自有资金出资
2010年	河南万象通信有限公司 (后更名为“中兵通信科技股份有限公司”)	超短波地空通信及数字卫星移动通信	51%	自有资金出资
	泰兴市航联电连接器有限公司	电连接器、仪器仪表、节能电器、无尽配件、微动开关线束、头盔通讯引线、特种电线电缆、机载设备制造、销售。	51%	自有资金增资
	北京浦丹光电技术有限公司	多功能集成光波导调制器（MIOC）、超辐射发光管（SLD）、光接收组件（PIN-FET）、保偏光纤分束器（PMFS）等。	30%	自有资金出资
2014年	哈尔滨建成北方专用车有限公司	压力容器研发、制造和销售	100%	股权置换
	广东建成机械设备有限公司	设计制造高压容器	100%	自有资金出资

数据来源：北方导航资金投向、收购兼并等相关公告，北方导航历年年报，广发证券发展研究中心

表6：2012年来公司逐步剥离传统纺织业务和矿业业务

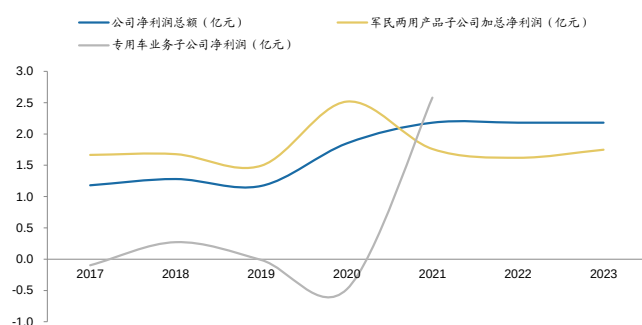
时间	业务板块	事件	转让价格
2012	电脑绣花机	北方导航控制技术股份有限公司控股子公司北京天鸟一和数控设备有限公司进入破产程序	
	矿业	控股公司衡阳光电的控股公司陕西华润化工有限责任公司完成股权转让	3780 万元
	矿业	控股公司衡阳光电的参股子公司上海翰昌石油化工有限公司完成股权转让	

2013 年	电脑绣花机	出售子公司武汉北方天鸟佳美电脑绣花机制造有限公司 50%股权	690.39 万元
2014 年	矿业、电脑 绣花机	北方导航控制技术股份有限公司转让控股公司持有的伊春中兵矿业有限责任公司 71.534%股权及本公司的电脑刺绣机和电脑针织机横机业务	15,000 万元

数据来源：北方导航资金投向、收购兼并等相关公告，北方导航历年年报，广发证券发展研究中心

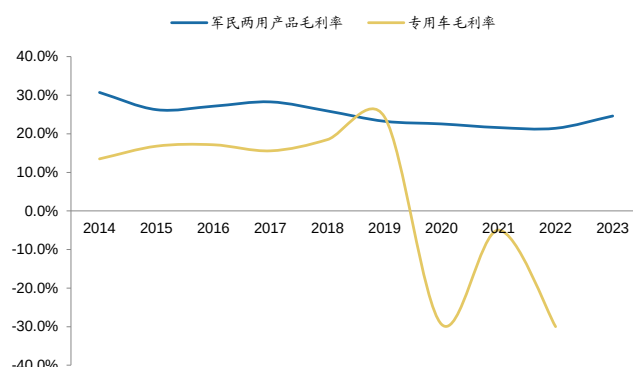
确定全新战略格局，聚焦军民两用产品主业，主业集中度进一步提升。军民两用产品板块主要由子公司中兵通信、中兵航联和衡阳光电组成，将三家子公司利润加总与公司利润总额对比发现，2014至2021年间，多数年份内公司专用车等其他非军民两用产品板块都在一定程度上“拖累”公司利润。北方专用车公司仅有2018年实现了盈利，其他年间均处于亏损状态；从分业务毛利率来看，除了2019年，军民两用业务毛利率均高于专用车业务毛利率。据公司2018年年报，公司以“聚焦主业提高资源配置效率”为主线，要把公司建设成以制导控制、导航控制、末敏探测控制、环境控制、光电稳定控制为主的高新技术产品研发产业化基地。2018年，公司出售北方专用车下属子公司广东建成机械设备有限公司51%股权。2022年，公司与控股子公司衡阳光电置出合计持有的哈尔滨建成北方专用车有限公司100%股权。至此，公司军民两用产品主业集中度进一步提升。

图29: 除个别年份外，军民两用产品子公司加总利润总额均高于公司利润总额



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心（注：2022年北方导航关于将所持北方专用车全部股权转让给航弹院和导航集团）

图30: 除个别年份外，军民两用产品业务毛利率均高于专用车业务毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表7: 2018年来公司逐步剥离专用车等业务资产

时间	业务板块	事件	转让价格
2018 年	专用车	通过产权交易所公开挂牌转让北方专用车所持广东建成机械设备有限公司（以下简称：广建公司）51%股权	5640.75 万元
2020 年	智能机器人	子公司北京驰意无人数字感知技术有限责任公司于报告期末注销。	
2022 年	专用车	北方导航控制技术股份有限公司与控股子公司衡阳北方光电信息技术有限公司合计持有的哈尔滨建成北方专用车有限公司 100%股权转让给中国兵器工业集团航空弹药研究院有限公司	15907.55 万元

数据来源：北方导航资金投向、收购兼并等相关公告，北方导航历年年报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：（1）**导航控制业务方面**，公司为国内领先的导航控制和弹药信息化技术供应商之一，国防现代化建设空间广阔，考虑产品高效费比优势、实战化演练加大消耗以及潜在军贸空间，公司核心主业增长弹性空间相对较大。（2）**军用通信及电连接器业务方面**，子公司中兵通信是国内各军种超短波通信设备和卫星通信设备的核心供应商之一，中兵航联是国内高端应用领域电连接器供应商之一，军工领域主要应用于雷达、单兵通信系统等，或率先受益于国防信息化建设。（3）**利润端**，公司近年积极推进生产线智能化升级，效率提升叠加产品结构改善，我们看好公司盈利能力稳中向好的潜力。

当前，公司具有领先的导航控制和弹药信息化技术，下游国防现代化建设持续，实战化演训消耗及潜在的军贸空间前景较为广阔，我们看好公司凭借长期的产能布局及配套优势或率先受益。根据公司2024年年度业绩预减公告，由于母公司受客户单位总体合同签订进度及技术状态等因素影响，部分已明确的需求因合同签订时间较晚，未能在报告期内形成收入，导致24年业绩下滑明显，考虑到装备建设计划性较强，我们预期“十四五”末期相关方向需求有望恢复。预计2024-26年公司合并口径营业收入分别为25.16/54.33/67.86亿元，分别同比-29.4%/+116.0%/+24.9%，预计2024-26年公司归母净利润分别为0.47/3.17/4.33亿元，分别同比-75.6%/+574.4%/+36.7%，2024-26年EPS分别为0.03/0.21/0.29元/股。

具体来看：

（1）**军民两用产品方面**，公司目前拥有国内领先的导航控制和弹药信息化技术，同时是国内军用通信设备的核心供应商之一。在24年客户单位总体合同签订进展延后的情况下，考虑“十四五”装备建设计划性需求，25年有望迎来相关业务快速增长，预计2024-2026该业务营收分别同比-30.0%/+120.0%/+25.0%，伴随产品放量规模效应有望体现，2024-2026年预计该业务毛利率分别为25.5%/26.5%/27.0%。

（2）**其他业务方面**，预计2024-2026该业务营收分别同比-10.0%/+10.0%/+20.0%，2024-2026年预计该业务毛利率分别为50.0%/50.0%/50.0%。

表8：公司分业务拆分（单位：百万元）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
军民两用产品					
收入	3734.3	3462.2	2423.6	5331.8	6664.8
增长率（%）	-0.7	-7.3	-30.0	120.0	25.0
成本	2933.8	2626.2	1805.6	3918.9	4865.3
毛利	800.5	836.1	618.0	1412.9	1799.5
毛利率（%）	21.4	24.1	25.5	26.5	27.0
其他					
收入	105.1	102.3	92.1	101.3	121.5
增长率（%）	-54.9	-2.7	-10.0	10.0	20.0
成本	76.5	54.2	46.0	50.6	60.8
毛利	28.7	48.1	46.0	50.6	60.8

毛利率 (%)	27.3	47.0	50.0	50.0	50.0
合计					
收入	3839.4	3564.5	2515.6	5433.1	6786.4
增长率 (%)	-3.8	-7.2	-29.4	116.0	24.9
成本	3010.3	2680.4	1851.6	3969.6	4926.1
毛利	829.1	884.2	664.0	1463.6	1860.3
毛利率 (%)	21.6	24.8	26.4	26.9	27.4

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

可比公司估值：当前公司在制导控制、导航控制等领域处于行业领先地位，且业务收入纯度相对较高，结合配套领域（导航及制导）纯度，国内可比性相对较强的公司为同为弹药产业链标的中兵红箭、盟升电子、长盈通。（1）**格局端**，公司为军品二三四级配套为主的制造型企业，控股股东为中国兵器工业集团，股东优势相对突出。此外，公司在制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制等领域处于国内领先地位。（2）**市场端**，考虑高效费比、实战化演训、潜在军贸空间，叠加公司长期推进产能自动化布局，公司核心配套军民两用产品市场空间较为广阔。从历史估值看，根据Wind数据，公司近三年平均PE ttm为85倍。从可比公司看，中兵红箭特种装备业务占收入过半，此外还有超硬材料、专用车及汽车零部件业务；盟升电子为卫星导航标的，卫星互联网相关终端设备业务估值较高；长盈通主营特种光纤光缆业务与北方导航同为弹药产业链但环节不同，因此估值水平有差异。综上，考虑公司当前在国内导航控制、制导控制领域领先技术优势，以及长期配套地位和相对充足的供给能力，基于国防现代化建设广阔前景，结合同业可比公司估值水平，我们认为适合给予公司25年60倍PE，对应合理价值12.62元/股，给予“增持”评级。

表9：可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值	归母净利润（亿元）				PE 估值水平			
			（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
中兵红箭	000519.SZ	特种装备、超硬材料、专用车及汽车零部件	196.91	8.28	4.14	6.05	8.28	23.78	47.56	32.57	23.80
盟升电子	688311.SH	卫星导航和卫星通信终端设备	48.43	-0.56	-2.89	0.60	1.49	-	-	80.55	32.60
长盈通	688143.SH	特种光纤光缆、特种光器件、新型材料、高端装备和光电系统	25.25	0.16	0.61	1.01	1.43	157.79	41.39	25.00	17.65

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心（可比公司盈利预测均取自 iFinD 一致预测，截至 20250110 收盘）

六、风险提示

（一）价格波动风险

国家规定赋予总装单位调控配套价格的权利，公司部分产品在合同执行过程中，可能因总装单位议价导致自身经营业绩波动。

（二）重点装备列装需求及交付不及预期

军工行业买方具有少数性特征，且越往下游军工企业的垄断性越为明显，部分规模较小企业或配套装备型号较为单一，若此类型号生产及需求计划发生改变，则对相关客户需求单一的企业影响较大。

（三）重大行业政策调整的风险

军工行业属于典型的To G行业，考虑生产计划的保密性、战略性等，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整（如影响较大的定价政策、采购政策）等，则易对板块产生一定系统性冲击。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,208	6,175	5,591	4,811	10,527
货币资金	2,000	2,066	1,665	3,404	4,188
应收及预付	2,557	3,637	3,297	1,234	5,371
存货	609	424	585	140	893
其他流动资产	42	48	44	33	75
非流动资产	1,119	1,113	1,121	1,125	1,125
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	716	741	754	764	770
在建工程	67	89	112	135	158
无形资产	141	123	106	89	71
其他长期资产	195	159	148	137	126
资产总计	6,327	7,288	6,712	5,936	11,652
流动负债	3,074	3,787	3,205	2,033	7,208
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,620	3,309	2,863	1,327	6,336
其他流动负债	455	478	343	706	872
非流动负债	18	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	30	30	30	30
负债合计	3,092	3,817	3,235	2,063	7,238
股本	1,489	1,499	1,506	1,506	1,506
资本公积	118	199	199	199	199
留存收益	858	990	977	1,294	1,727
归属母公司股东权益	2,485	2,711	2,705	3,022	3,455
少数股东权益	750	760	772	851	959
负债和股东权益	6,327	7,288	6,712	5,936	11,652

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3839	3565	2516	5433	6786
营业成本	3010	2680	1852	3970	4926
营业税金及附加	21	40	13	27	34
销售费用	80	74	88	163	204
管理费用	263	232	264	435	543
研发费用	207	245	277	462	577
财务费用	-19	-23	-31	-25	-51
资产减值损失	-39	-30	-20	-27	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	30	0	25	54	68
营业利润	253	273	56	420	575
营业外收支	11	8	7	6	7
利润总额	264	281	63	426	582
所得税	7	31	4	30	41
净利润	257	250	59	396	541
少数股东损益	72	58	12	79	108
归属母公司净利润	185	192	47	317	433
EBITDA	305	342	142	513	650
EPS (元)	0.12	0.13	0.03	0.21	0.29

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	470	200	-271	1,788	819
净利润	257	250	59	396	541
折旧摊销	101	87	102	105	109
营运资金变动	100	-177	-429	1,300	184
其它	12	40	-2	-13	-15
投资活动现金流	224	-148	-77	-49	-35
资本支出	-99	-126	-108	-109	-108
投资变动	322	-31	5	5	5
其他	2	10	25	54	68
筹资活动现金流	-93	-28	-53	0	0
银行借款	-150	0	0	0	0
股权融资	0	94	7	0	0
其他	57	-122	-60	0	0
现金净增加额	601	25	-401	1,739	784
期初现金余额	674	1,275	1,300	899	2,638
期末现金余额	1,275	1,300	899	2,638	3,422

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-3.8%	-7.2%	-29.4%	116.0%	24.9%
营业利润	7.0%	8.0%	-79.4%	647.8%	37.0%
归母净利润	38.5%	3.9%	-75.6%	574.4%	36.7%
获利能力					
毛利率	21.6%	24.8%	26.4%	26.9%	27.4%
净利率	6.7%	7.0%	2.3%	7.3%	8.0%
ROE	7.4%	7.1%	1.7%	10.5%	12.5%
ROIC	6.1%	6.5%	1.1%	9.8%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	52.4%	48.2%	34.8%	62.1%
净负债比率	95.6%	110.0%	93.1%	53.3%	164.0%
流动比率	1.69	1.63	1.74	2.37	1.46
速动比率	1.48	1.51	1.56	2.29	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.49	0.37	0.92	0.58
应收账款周转率	1.89	1.07	0.85	5.72	1.46
存货周转率	6.30	8.41	4.30	38.82	7.60
每股指标 (元)					
每股收益	0.12	0.13	0.03	0.21	0.29
每股经营现金流	0.32	0.13	-0.18	1.19	0.54
每股净资产	1.67	1.81	1.80	2.01	2.29
估值比率					
P/E	96.67	90.31	319.90	47.43	34.70
P/B	6.95	6.49	5.56	4.97	4.35
EV/EBITDA	50.13	45.44	94.34	22.67	16.68

广发军工行业研究小组

- 孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。
- 吴坤其：资深分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。
- 邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 邵艺阳：高级研究员，中国人民大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
- 史嘉麒：研究员，南洋理工大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。