

多因素导致业绩短期承压，存货处于高位，业绩有望持续好转

核心观点

事件：公司发布 2025 年一季报。2025 年 Q1 公司实现营收 14.66 亿元（-9.15%）；实现归母净利润 0.47 亿元（-79.35%）。

- **由于新增订单产品交付和收入确认需要周期、原材料供货价格高位、计提资产减值准备增加等影响，公司业绩承压。**公司 2025 年 Q1 实现营收 14.66 亿元（-9.15%），由于财务滞后性，营收有所下滑主要由于去年下半年防务产业阶段性需求放缓。2025 年 Q1 实现归母净利润 0.47 亿元（-79.35%），毛利率为 31.34%（-8.87pct），净利率为 4.25%（-11.50pct）。公司 25Q1 毛利率较 24 年继续下滑，主要是防务产品收入确认较差，高毛利军品占比降低，同时生产所需物料供货价格高位运行带来制造成本上升。25 年 Q1 公司期间费用率为 22.42%，同比上升 2.36pct，主要是研发费用率增长明显，即公司持续加大新质域装备、商业航天、低空经济、信创产业、人工智能等领域光、电、气、液系统互连解决方案的技术研究和产品开发投入。25 年 Q1 公司产品订单同比实现大幅增长，预计随着防务需求好转和收入确认转好，公司盈利能力从 Q2 开始有望从底部回升。
- **存货余额维持高位，与去年同期相比同比增长 76%。**2025 年 Q1 末存货余额为 17.71 亿元，较 2024 年底微降 4.32%，较 2024Q1 同比增长 76.38%。公司订单同比明显增长，公司将加快产出，保障产品产出和更好满足客户需求。2025 年 Q1 末在建工程余额为 0.60 亿元，较 2024 年底+15.69%。
- **军品景气度回升+重点市场取得重要突破，盈利能力有望持续改善，公司业绩弹性大。**军品：公司作为军品连接器龙头，覆盖全部子领域，在航天和导弹领域市占率高，在信息化建设+实战演练背景下充分受益。民品：配套国内外通信设备商龙头，公司配套规模和附加值持续提升，进一步扩大收入和利润体量。此外，公司也在新兴市场取得重点突破，优化产业规划与布局、加快推进产业升级，不断增加新的增长点。公司在内部管理、研发生产和营销上有望持续改善，有望带来盈利能力持续提升，收入和利润增速有望再上新台阶。

盈利预测与投资建议

- 维持前期预测，预计公司 25~27 年 EPS 为 1.93、2.35、2.77 元，维持上次报告参考可比公司估值 25 年 37 倍 PE，给予目标价 71.41 元，维持买入评级。

风险提示：军品订单下放和收入确认进度不及预期；降价幅度具有不确定性等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,210	5,025	7,264	8,423	9,674
同比增长(%)	3.2%	-19.1%	44.6%	15.9%	14.9%
营业利润(百万元)	935	407	1,061	1,275	1,502
同比增长(%)	31.9%	-56.5%	160.8%	20.2%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	750	347	883	1,073	1,267
同比增长(%)	35.1%	-53.8%	154.5%	21.5%	18.1%
每股收益(元)	1.64	0.76	1.93	2.35	2.77
毛利率(%)	38.0%	38.3%	38.1%	38.2%	38.2%
净利率(%)	12.1%	6.9%	12.2%	12.7%	13.1%
净资产收益率(%)	12.5%	5.4%	12.9%	14.0%	14.8%
市盈率	32.3	69.9	27.5	22.6	19.2
市净率	3.9	3.8	3.3	3.0	2.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年04月25日）	53.1元
目标价格	71.41元
52周最高价/最低价	65.7/38.43元
总股本/流通A股（万股）	45,687/45,255
A股市值（百万元）	24,260
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025年04月26日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.91	-7.33	17.43	36.79
相对表现%	0.53	-3.63	18.63	29.52
沪深300%	0.38	-3.7	-1.2	7.27



证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

联系人

鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

相关报告

防务需求阶段性放缓导致营收下滑，为保交付带来存货高增	2025-04-02
拟收购控股子公司江苏奥雷部分股权，助推防务领域光电产品进一步拓展	2025-03-06
传统配套需求波动导致营收下滑，公司盈利能力持续提升	2024-08-30

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,408	2,773	2,192	2,770	3,464	营业收入	6,210	5,025	7,264	8,423	9,674
应收票据、账款及款项融资	4,742	4,992	5,427	6,293	7,228	营业成本	3,851	3,098	4,495	5,204	5,977
预付账款	49	57	109	126	145	销售费用	145	158	170	189	212
存货	1,063	1,851	2,685	3,108	3,570	管理费用	554	574	605	693	794
其他	124	159	165	169	173	研发费用	699	751	819	947	1,083
流动资产合计	9,385	9,832	10,579	12,467	14,580	财务费用	(23)	(18)	(20)	(20)	(27)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	92	116	135	145	145
固定资产	1,236	1,521	1,530	1,479	1,393	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	131	51	267	220	192	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	164	165	238	205	172	其他	43	61	(0)	10	12
其他	231	377	361	356	351	营业利润	935	407	1,061	1,275	1,502
非流动资产合计	1,762	2,114	2,396	2,260	2,109	营业外收入	4	3	5	5	5
资产总计	11,148	11,946	12,975	14,727	16,688	营业外支出	3	2	3	3	3
短期借款	40	60	60	60	60	利润总额	937	408	1,063	1,277	1,504
应付票据及应付账款	2,919	3,168	3,677	4,508	5,394	所得税	68	4	96	109	128
其他	434	524	367	367	367	净利润	868	404	967	1,169	1,376
流动负债合计	3,393	3,753	4,104	4,935	5,820	少数股东损益	118	57	84	96	109
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	750	347	883	1,073	1,267
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.64	0.76	1.93	2.35	2.77
其他	474	690	503	503	503						
非流动负债合计	474	690	503	503	503	主要财务比率					
负债合计	3,866	4,443	4,607	5,438	6,323		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	998	1,040	1,124	1,220	1,329	成长能力					
实收资本 (或股本)	457	457	457	457	457	营业收入	3.2%	-19.1%	44.6%	15.9%	14.9%
资本公积	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830	营业利润	31.9%	-56.5%	160.8%	20.2%	17.7%
留存收益	3,905	4,078	4,857	5,682	6,649	归属于母公司净利润	35.1%	-53.8%	154.5%	21.5%	18.1%
其他	92	97	100	100	100	获利能力					
股东权益合计	7,281	7,503	8,368	9,289	10,365	毛利率	38.0%	38.3%	38.1%	38.2%	38.2%
负债和股东权益总计	11,148	11,946	12,975	14,727	16,688	净利率	12.1%	6.9%	12.2%	12.7%	13.1%
						ROE	12.5%	5.4%	12.9%	14.0%	14.8%
						ROIC	12.1%	5.1%	11.8%	12.8%	13.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	34.7%	37.2%	35.5%	36.9%	37.9%
净利润	868	404	967	1,169	1,376	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	213	199	212	236	252	流动比率	2.77	2.62	2.58	2.53	2.50
财务费用	(23)	(18)	(20)	(20)	(27)	速动比率	2.44	2.13	1.92	1.90	1.89
投资损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)	营运能力					
营运资金变动	673	(722)	(978)	(479)	(534)	应收账款周转率	2.5	1.5	2.1	2.3	2.3
其它	(89)	(121)	(61)	0	0	存货周转率	3.5	2.1	2.0	1.8	1.8
经营活动现金流	1,642	(259)	121	905	1,067	总资产周转率	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
资本支出	(432)	(383)	(504)	(100)	(100)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	(0)	0	0	每股收益	1.64	0.76	1.93	2.35	2.77
其他	(22)	66	0	0	0	每股经营现金流	3.59	-0.57	0.26	1.98	2.34
投资活动现金流	(454)	(317)	(504)	(100)	(100)	每股净资产	13.75	14.15	15.86	17.66	19.78
债权融资	66	84	(113)	0	0	估值比率					
股权融资	18	0	0	0	0	市盈率	32.3	69.9	27.5	22.6	19.2
其他	(49)	(199)	(85)	(227)	(274)	市净率	3.9	3.8	3.3	3.0	2.7
筹资活动现金流	35	(114)	(198)	(227)	(274)	EV/EBITDA	19.1	36.7	17.2	14.4	12.5
汇率变动影响	2	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.6	55.5	20.7	17.2	14.6
现金净增加额	1,225	(687)	(581)	578	693						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。