

理工导航（688282.SH）

传统型号项目持续落地，新兴市场开拓稳步推进

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22	171	376	698	1,092
增长率 yoy（%）	-89.4	685.6	120.2	85.5	56.5
归母净利润（百万元）	-23	-5	54	96	115
增长率 yoy（%）	-140.4	79.9	1294.1	77.4	19.7
ROE（%）	-1.6	-0.2	3.1	4.7	5.6
EPS 最新摊薄（元）	-0.26	-0.05	0.61	1.09	1.31
P/E（倍）	-162.8	-810.1	67.8	38.2	31.9
P/B（倍）	2.7	2.9	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

行业发展前景广阔，客户资源广阔。惯性导航技术是军事领域最重要的核心通用技术之一，惯性导航的发展水平直接影响了一个国家武器装备的先进性。该技术对提升我国武器装备的先进性，实现精准的军事打击具有至关重要的作用，我国将会长期增加惯性导航技术的研发力度。公司所处的军用惯性导航领域暂不存在产能过剩、持续衰退和技术替代等情形。公司团队深耕惯性导航与控制领域三十余年，产品在远程精确制导弹药等多型核心武器平台中得到广泛应用，建立了良好的客户口碑，积累了丰富的客户资源。

传统型号项目持续落地，新兴市场开拓稳步推进。在市场拓展的过程中，逐渐形成了拳头产品和核心竞争力，为后续市场推广打下了坚实的基础。同时，持续完善公司内部市场管理，形成了本地化、可落地的市场绩效考核制度，待有效执行后将进一步提高市场工作人员的积极性。公司积极跟踪远程制导弹药领域订货情况，配合主要客户完成各种联调和靶试试验。签订了某型惯导装置订货合同，并在 2024 年内完成了批产交付。在此基础上，紧跟既有客户需求，积极配合总体技术论证及产品研制，取得了多个系列化、改进型及新产品的配套研制资格。

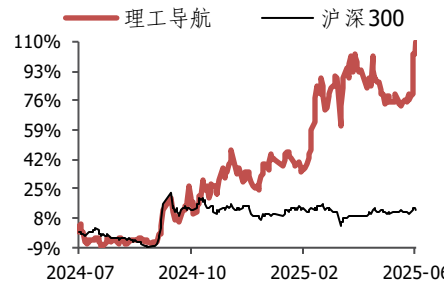
持续发力航空领域，积极拓展民用市场。航空领域是公司 2024 年的重点发展方向，多个项目进展顺利。某航空项目，配套的某型光纤惯导按总体要求完成了首批产品研制交付并配合总体完成联试验证；某航空项目，配套的某型电动舵机完成了多批次产品交付并配合总体完成了多次靶试试验；某航空项目，配套的光纤陀螺完成了试样阶段小批量产品研制交付，并首次配合总体完成靶试试验。与此同时，在航天、航海和陆用等领域也取得了一些承研承制机会，积极参与总体单位组织的或支撑总体单位参与的竞标择优工作。另一方面，积极跟踪商业航天和低空经济等非军领域，适时把握行业动态，取得了一定的成效。首次和国内某商业航天企业签订惯导系统配套合同，为公司后续在军民两用领域的持续发展指明了方向。经过前期的探索和尝试，进一步规范了公司市场管理体系，建立了完善的各级管理制度。同时积极对外交流，各层面展示公司实力和优势。组织参加了珠海航展等展会，提升了

增持（首次评级）

股票信息

行业	国防军工
2025 年 6 月 27 日收盘价（元）	48.95
总市值（百万元）	4,307.60
流通市值（百万元）	1,787.65
总股本（百万股）	88.00
流通股本（百万股）	36.52
近 3 月日均成交额（百万元）	43.17

股价走势



作者

分析师 付浩

执业证书编号：S1070523030001

邮箱：fuhao@cgws.com

相关研究

公司的影响力和品牌形象。

公司产品力较强，惯性导航订单陆续签订。公司主要产品惯性导航系统主要应用于远程制导弹药，已定型的**51、**51A、**51B 和**51C 型惯性导航系统均为相关配套装备的唯一供应商，技术处于国内先进水平。因此，随着公司下游客户的其他配套厂商产能的逐渐恢复，预计**51 系列惯性导航系统的订货合同会陆续签订。2025 年 1 月，公司与单位 A 完成 1 份某型惯导装置合同签订，合同金额为：17,579.38 万元 2025 年 4 月，公司与单位 A 完成 2 份某型惯导装置合同签订，合同金额为 6,526.60 万元（合同价格为含税暂定价，最终价格待后续依据装备部下发的谈判措施，完成谈判后签订补充协议对合同价格进行追溯），上述 3 份销售合同金额共计 24,105.98 万元。根据上述合同的约定，此次产品的交付时间为 2025 年，预计将对公司 2025 年度的资产总额、资产净额、营业收入及营业利润产生积极影响。

投资建议：公司始终以科技强军为己任，致力于研究和发展适应复杂战场环境的中高精度惯性导航、精确制导与控制技术。公司主要从事惯性导航系统及其核心部件的研发、生产和销售，并基于自有技术为客户提供导航、制导与控制系统相关技术服务。公司的主要产品及服务包括惯性导航系统、惯性导航系统核心部件、其他零部件和技术服务等，产品主要用于远程制导弹药等武器装备。根据模型测算，预计 2025 年至 2027 年归母净利润分别为 0.54、0.96、1.15 亿元，EPS 分别为 0.61、1.09、1.31 元，对应 P/E 分别为 67.8、38.2、31.9 倍。首次给与“增持”评级。

风险提示：市场风险、技术创新风险、财务风险、环保风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1141	957	1228	1882	2818
现金	843	517	753	1047	1639
应收票据及应收账款	232	283	244	395	531
其他应收款	1	5	11	16	29
预付账款	3	4	23	12	51
存货	58	81	160	359	521
其他流动资产	6	67	38	53	49
非流动资产	495	600	820	1127	1276
长期股权投资	17	15	22	24	28
固定资产	356	365	576	761	824
无形资产	20	27	24	21	19
其他非流动资产	102	192	199	321	405
资产总计	1636	1557	2048	3009	4094
流动负债	248	215	501	951	1418
短期借款	0	8	0	0	0
应付票据及应付账款	225	169	445	904	1310
其他流动负债	23	37	56	46	108
非流动负债	7	13	14	25	23
长期借款	0	0	7	17	15
其他非流动负债	7	13	6	8	9
负债合计	255	228	515	976	1441
少数股东权益	0	49	37	9	-21
股本	88	88	88	88	88
资本公积	1281	1283	1283	1283	1283
留存收益	73	68	111	178	263
归属母公司股东权益	1381	1280	1496	2025	2675
负债和股东权益	1636	1557	2048	3009	4094

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4	18	265	155	175
净利润	-23	-3	42	68	85
折旧摊销	9	19	14	19	22
财务费用	-18	-13	-18	-25	-38
投资损失	0	2	-1	-1	0
营运资金变动	20	20	265	172	223
其他经营现金流	15	-7	-37	-77	-117
投资活动现金流	420	-128	-203	-332	-155
资本支出	58	73	244	317	165
长期投资	470	27	-7	-2	-4
其他投资现金流	8	-81	48	-14	15
筹资活动现金流	-111	-122	14	39	37
短期借款	0	8	-8	0	0
长期借款	0	0	7	10	-3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3	0	0	0
其他筹资现金流	-111	-132	14	29	40
现金净增加额	313	-232	76	-138	57

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22	171	376	698	1092
营业成本	21	115	205	371	573
营业税金及附加	0	4	4	9	18
销售费用	4	8	21	49	94
管理费用	21	34	68	119	186
研发费用	34	47	94	174	273
财务费用	-18	-13	-18	-25	-38
资产和信用减值损失	-12	13	38	70	109
其他收益	15	1	8	9	8
公允价值变动收益	9	5	7	6	6
投资净收益	0	-2	1	1	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-30	-6	55	88	111
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-30	-7	55	88	111
所得税	-7	-4	13	20	25
净利润	-23	-3	42	68	85
少数股东损益	0	2	-12	-28	-30
归属母公司净利润	-23	-5	54	96	115
EBITDA	-39	-1	50	80	93
EPS (元/股)	-0.26	-0.05	0.61	1.09	1.31

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-89.4	685.6	120.2	85.5	56.5
营业利润 (%)	-148.6	78.4	961.1	59.8	26.0
归属母公司净利润 (%)	-140.4	79.9	1294.1	77.4	19.7
获利能力					
毛利率 (%)	2.6	32.8	45.5	46.9	47.5
净利率 (%)	-103.7	-1.7	11.2	9.7	7.8
ROE (%)	-1.6	-0.2	3.1	4.7	5.6
ROIC (%)	-2.6	-0.7	2.1	3.2	3.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.6	14.7	25.2	32.4	35.2
净负债比率 (%)	-60.7	-37.4	-53.9	-70.9	-105.9
流动比率	4.6	4.5	2.4	2.0	2.0
速动比率	4.3	4.1	2.1	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	0.1	0.8	2.0	2.8	2.8
应付账款周转率	0.1	1.0	0.7	0.6	0.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.26	-0.05	0.61	1.09	1.31
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	0.20	3.01	1.76	1.99
每股净资产 (最新摊薄)	15.69	14.54	15.16	16.25	17.56
估值比率					
P/E	-162.8	-810.1	67.8	38.2	31.9
P/B	2.7	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	-73.0	-4173.9	58.4	32.6	21.5

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686