

## 军品确认延长等多因素导致业绩短期承压，下半年起业绩有望持续环比改善

### 核心观点

**事件：**公司发布 2025 年半年报。2025 年 H1 实现营收 29.35 亿（+0.47%），实现归母净利润 0.87 亿（-77.49%），其中归母净利润与 7 月的业绩预告区间一致。

- **2025 年 H1 收入增速不及订货，主要是防务收入确认未达预期，下半年行业确收恢复+公司加强确收回款考核，下半年防务营收有望快速回升。**公司 25 年 H1 在防务领域、新能源、数据通信等领域订货同比实现大幅增长，营收仅实现微增主要是由于产值提升需要时间及军品收入确认延迟。公司上半年存货 21.71 亿元，高于去年同期 49%，发出商品高达 4.9 亿元。同时公司 Q2 起聚焦生产交付能力提升，强化收入确认、货款回笼指标，下半年防务确收有望加速。
- **业绩符合预期，受军品占比降低、原材料贵金属价格上涨、折旧增加等因素影响，公司毛利率和净利率下降明显，随着防务营收增加带来的规模效应，下半年起业绩有望持续改善。**毛利率下降主要是高毛利军品占比降低、部分产品降价、金等原材料涨价和公司扩产后折旧增加。但预计随着防务需求持续好转和收入确认转好，公司从 Q3 开始盈利能力有望从底部回升。
- **军品景气度回升+新兴市场取得重要突破，公司营收和利润有望重回快速增长。**军品：公司作为军品连接器龙头，下游覆盖广，在航天和导弹领域市占率高，随着“十五五”规划落地有望充分受益于航天景气反转和装备信息化建设；民品：集中资源加快布局商业航天、超算、数据中心、集成电路、海洋工程等战新产业和未来产业，抢占市场份额，重点培育新赛道，打造产业竞争新优势。今年上半年多项“卡脖子”关键技术取得突破，战新产业订货同比增长超 30%。其中在数据中心领域，公司主要提供高速互连、设备供电连接器、液冷板组件连接器等核心部件，我们认为未来以数据中心为代表的战新产业未来的需求巨大，公司的高速传输连接器、液冷连接器、光通信器件技术优势突出，有望快速打开市场。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 25 年半年报下调毛利率，调整 25、26、27 年 EPS 为 0.99、1.77、2.20 元（前值为 1.93、2.35、2.77 元），参考可比公司 25 年 61 倍 PE，给予目标价 60.39 元，维持买入评级。

**风险提示：**军品订单和收入确认不及预期；产品价格下降幅度超预期；金价等重要原材料价格上涨幅度超预期；民品拓展不及预期等。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,210	5,025	6,537	8,246	9,873
同比增长(%)	3.2%	-19.1%	30.1%	26.1%	19.7%
营业利润(百万元)	935	407	565	976	1,224
同比增长(%)	31.9%	-56.5%	38.9%	72.6%	25.4%
归属母公司净利润(百万元)	750	347	451	807	1,000
同比增长(%)	35.1%	-53.8%	30.0%	78.8%	24.0%
每股收益(元)	1.65	0.76	0.99	1.77	2.20
毛利率(%)	37.4%	38.3%	34.3%	35.2%	34.9%
净利率(%)	12.1%	6.9%	6.9%	9.8%	10.1%
净资产收益率(%)	12.5%	5.4%	6.8%	11.3%	12.7%
市盈率	30.9	66.9	51.4	28.8	23.2
市净率	3.7	3.6	3.4	3.1	2.8

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08月22日）	50.95元
目标价格	60.39元
52周最高价/最低价	65.39/41.44元
总股本/流通A股（万股）	45,543/45,386
A股市值（百万元）	23,204
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025年08月24日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	2.45	3.24	2.39	19.59
相对表现%	-1.73	-3.05	-9.47	-12.55
沪深300%	4.18	6.29	11.86	32.14



### 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

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	2025-04-26
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

## 附录

**表 1：航天电器可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2025/8/22	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中航光电	002179	41.40	1.58	1.81	2.09	2.36	26.14	22.91	19.85	17.52
菲利华	300395	100.78	0.60	1.08	1.47	1.93	167.52	93.00	68.47	52.32
中简科技	300777	38.47	0.81	1.08	1.34	1.62	47.50	35.63	28.67	23.79
宏发股份	600885	25.71	1.12	1.30	1.50	1.72	23.01	19.82	17.17	14.96
陕西华达	301517	50.35	0.31	0.56	1.02	1.51	163.26	90.66	49.13	33.40
新雷能	300593	19.84	-0.92	0.12	0.34	0.57	-21.49	162.76	58.61	34.56
	调整后 平均							<b>61</b>	39	27

数据来源：Wind，东方证券研究所

**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	2,381	2,495	2,839	营业收入	6,210	5,025	6,537	8,246	9,873
应收票据、账款及款项融资	4,742	4,992	4,750	5,992	7,174	营业成本	3,885	3,098	4,294	5,342	6,424
预付账款	49	57	98	124	148	销售费用	145	158	170	189	212
存货	1,063	1,851	2,565	3,191	3,837	管理费用	520	574	605	693	794
其他	124	159	163	168	173	研发费用	699	751	819	947	1,083
<b>流动资产合计</b>	<b>9,385</b>	<b>9,832</b>	<b>9,956</b>	<b>11,969</b>	<b>14,172</b>	财务费用	(23)	(18)	(21)	(20)	(22)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	92	116	110	130	170
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	5	11	11
其他	231	377	361	356	351	<b>营业利润</b>	<b>935</b>	<b>407</b>	<b>565</b>	<b>976</b>	<b>1,224</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,762</b>	<b>2,114</b>	<b>2,396</b>	<b>2,260</b>	<b>2,109</b>	营业外收入	4	3	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>11,148</b>	<b>11,946</b>	<b>12,353</b>	<b>14,229</b>	<b>16,280</b>	营业外支出	3	2	3	3	3
短期借款	40	60	60	60	60	<b>利润总额</b>	<b>937</b>	<b>408</b>	<b>567</b>	<b>978</b>	<b>1,226</b>
应付票据及应付账款	2,919	3,168	3,503	4,612	5,785	所得税	68	4	48	83	123
其他	434	524	367	367	367	<b>净利润</b>	<b>868</b>	<b>404</b>	<b>519</b>	<b>895</b>	<b>1,103</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,393</b>	<b>3,753</b>	<b>3,930</b>	<b>5,039</b>	<b>6,212</b>	少数股东损益	118	57	68	88	103
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>750</b>	<b>347</b>	<b>451</b>	<b>807</b>	<b>1,000</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.65	0.76	0.99	1.77	2.20
其他	474	690	503	503	503						
<b>非流动负债合计</b>	<b>474</b>	<b>690</b>	<b>503</b>	<b>503</b>	<b>503</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,866</b>	<b>4,443</b>	<b>4,433</b>	<b>5,542</b>	<b>6,715</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	998	1,040	1,108	1,196	1,299	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	457	457	455	455	455	营业收入	3.2%	-19.1%	30.1%	26.1%	19.7%
资本公积	1,830	1,830	1,832	1,832	1,832	营业利润	31.9%	-56.5%	38.9%	72.6%	25.4%
留存收益	3,905	4,078	4,424	5,105	5,879	归属于母公司净利润	35.1%	-53.8%	30.0%	78.8%	24.0%
其他	92	97	100	100	100	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,281</b>	<b>7,503</b>	<b>7,920</b>	<b>8,688</b>	<b>9,565</b>	毛利率	37.4%	38.3%	34.3%	35.2%	34.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,148</b>	<b>11,946</b>	<b>12,353</b>	<b>14,229</b>	<b>16,280</b>	净利率	12.1%	6.9%	6.9%	9.8%	10.1%
						ROE	12.5%	5.4%	6.8%	11.3%	12.7%
						ROIC	12.1%	5.1%	6.4%	10.4%	11.7%
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%	35.9%	38.9%	41.2%
净利润	868	404	519	895	1,103	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	2.53	2.38	2.28
财务费用	(23)	(18)	(21)	(20)	(22)	速动比率	2.44	2.13	1.88	1.74	1.66
投资损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	673	(722)	(341)	(790)	(684)	应收账款周转率	2.5	1.5	2.0	2.4	2.3
其它	(89)	(121)	(61)	0	0	存货周转率	3.5	2.1	1.9	1.9	1.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,642</b>	<b>(259)</b>	<b>308</b>	<b>321</b>	<b>648</b>	总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
资本支出	(432)	(383)	(504)	(100)	(100)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	(0)	0	0	每股收益	1.65	0.76	0.99	1.77	2.20
其他	(22)	66	0	0	0	每股经营现金流	3.59	-0.57	0.68	0.70	1.42
<b>投资活动现金流</b>	<b>(454)</b>	<b>(317)</b>	<b>(504)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	每股净资产	13.80	14.19	14.96	16.45	18.15
债权融资	66	84	(113)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	18	0	(0)	0	0	市盈率	30.9	66.9	51.4	28.8	23.2
其他	(49)	(199)	(84)	(107)	(204)	市净率	3.7	3.6	3.4	3.1	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>35</b>	<b>(114)</b>	<b>(197)</b>	<b>(107)</b>	<b>(204)</b>	EV/EBITDA	18.7	35.7	27.8	17.6	14.4
汇率变动影响	2	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.0	54.1	38.6	22.0	17.5
<b>现金净增加额</b>	<b>1,225</b>	<b>(687)</b>	<b>(393)</b>	<b>114</b>	<b>345</b>						

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](http://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。