

北方导航（600435）

2025年中报点评：军品交付加速，业绩发展迎来拐点

投资评级

买入
维持评级

2025年09月01日

收盘价(元): 16.87

目标价(元):

报告摘要

◆ 事件：公司8月28日公告，2025年H1公司实现营收（17.03亿元，+481.19%），归母净利润（1.16亿元，扭亏为盈，同比增加1.90亿元），扣非归母净利润（1.11亿元，扭亏为盈，同比增加1.98亿元），毛利率（22.32%，-17.77pcts），净利率（6.44%，+34.08pcts）。

◆ “十四五”末产品交付增加，上半年营收与归母净利润大幅增长

2025年H1公司实现营收（17.03亿元，+481.19%）大幅增长，主要系“十四五”末公司本部交付主要产品较上年同期增加所致。归母净利润（1.16亿元，扭亏为盈，同比增加1.90亿元）与扣非归母净利润（1.11亿元，扭亏为盈，同比增加1.98亿元）大幅增长，毛利率（22.32%，-17.77pcts）下降明显，净利率（6.44%，+34.08pcts）提升明显，主要系公司三费费用率（8.00%，-34.16pcts）下降明显、信用减值损失较去年减少645.21万元等原因所致。

从2025年Q2来看，公司实现营收（13.51亿元，同比+530.21%，环比+284.11%）大幅增长，归母净利润（1.33亿元，同比扭亏，增加1.57亿元；环比扭亏，增加1.50亿元）大幅增长，扣非归母净利润（1.38亿元，同比扭亏，增加1.65亿元；环比扭亏，增加1.65亿元）大幅增长。毛利率（20.86%，同比-14.43pcts）下降明显，净利率（9.91%，同比+20.31pcts）显著提升。

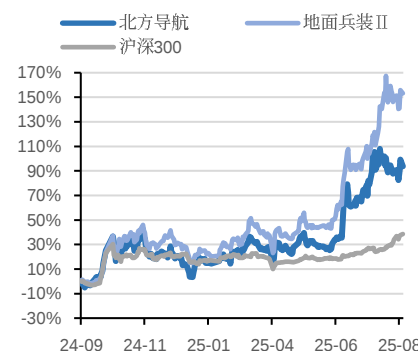
◆ 研发投入快速增长，合同负债显示在手订单充足

费用方面，报告期内，公司费用管控良好，三费费用率（8.00%，-34.16pcts）明显下降，具体来看，主要系管理费用率（6.74%，-31.30pcts）明显下降，销售费用率（1.49%，-7.39pcts）有所下降，财务费用率（-0.23%，+4.54pcts）有所上升。研发费用（1.40亿元，+29.02%）快速增长，公司

公司基本数据

总股本(百万股)	1,510.40
总市值(百万)	25,480.48
流通股本(百万股)	1,510.40
流通市值(百万)	25,480.48
12月最高/最低价(元)	18.30/8.15
资产负债率(%)	54.65
每股净资产(元)	1.92
市盈率(TTM)	102.14
市净率(PB)	8.80
净资产收益率(%)	4.01

股价走势图



作者

严慧 分析师
SAC执业证书：S0640525080003
联系电话：010-59562539
邮箱：yanhui@avicsec.com

王菁菁 分析师
SAC执业证书：S0640518090001
联系电话：010-59219570
邮箱：wangjj@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

1

围绕公司制导与控制、军事通信、智能集成连接三大产业生态，开展多项科研项目研制，有望赋能公司发展、持续构筑公司核心竞争力。

现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额（-6.76 亿元，去年同期为-11.06 亿元）明显增加，主要系本期销售回款同比增加、采购商品及劳务支出的现金流出同比减少等原因所致；投资活动现金流量净额（-1.15 亿元，同比减少 3.26 亿元）大幅下降，主要系母公司收回定期存款较上年同期减少、子公司中兵通信本期存入定期存款较上年同期增加等原因所致；筹资活动现金流净额（-0.02 亿元，去年同期为-0.71 亿元）有所增加，主要系本期利润分配产生的现金流出较上年同期减少所致。

其他财务数据方面，截至 2025 年 H1，公司合同负债（1.09 亿元，+43.38%）快速增长，存货（6.15 亿元，-4.13%）仍保持在较高水平，应收账款（54.42 亿元，+77.77%）高速增长。结公司以销定产模式，我们判断，公司 2025 年在手订单整体充裕，正在积极备货备产。

◆ 聚焦导航控制和弹药信息化，衡阳光电与中兵航联净利润快速增长

公司的军民两用产品业务以“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、无人巡飞等产品和技术。主要产品涵盖导航控制、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、核心部件等。

报告期内，公司围绕制导与控制、军事通信、智能集成连接三大产业生态，开展 66 个科研项目研制，完成 25 项科研阶段性样机试制任务；完善知识产权管理体系，确定技术创新和工艺攻关课题 34 项，申报专利 40 项，子公司中兵航联通过知识产权贯标审查，中兵通信荣获国军标贯标优秀单位，衡阳光电获评国家级专精特新重点“小巨人”企业。

公司主要子公司为衡阳光电、中兵通信和中兵航联，2025 年 H1 各子公司经营情况如下：

① **衡阳光电**：主要产品为电子控制箱及检测系统，复合材料、智能配电设备、伺服机构图像处理等。2025 年 H1 实现营收（0.70 元，-6.18%）有所下降，净利润（0.27 亿元，+30.00%）快速增长。

② **中兵通信**：主要产品为超短波通信电台、卫星通信设备。2025 年 H1 实现营收（0.72 亿元，-16.94%）有所下降，净利润（-0.37 亿元，同比减少 0.05 亿元）有所减少。

③ **中兵航联**：主要产品为电连接导体、微动开关电源、屏蔽玻璃、通风波导等。2025 年 H1 实现营收（1.22 亿元，+1.84%）稳中有升，净利润（0.20 亿元，+25.67%）快速增长。

邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

北方导航（600435）2024 年半年报点评：业绩短期承压，持续蓄能静待需求拐点 —2024-08-28

北方导航（600435）2023 年年报点评：净利率稳中有升，“十四五”后期下游需求有望持续释放 —2024-04-28

北方导航（600435）2023 年中报点评：公司聚焦主业，盈利能力不断增强 —2023-10-15

◆ 积极开展提质增效重回报，分红计划提振投资者信心

2025 年 7 月 17 日，公司发布《2025 年“提质增效重回报”专项行动方案半年度实施情况评估报告》，根据 2025 年度专项行动方案实施目标，公司力争 2025 年度主要经营业绩指标全面优于 2024 年度，加快推进科技自立自强，推动公司高质量发展。截至 2025 年 H1，公司各项具体措施按照节点进度有序推进。

此外，2025 年 4 月 25 日，公司发布《未来三年股东分红回报规划(2025 年-2027 年)》。除特殊情况外，在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，公司将采取现金方式分配股利，每年以现金方式分配的利润按不少于当年实现的母公司可供分配利润 10%的比例向股东分配股利，当分配额度低于 0.05 元/股时，应保证在连续有盈利的年度每 3 年至少进行一次现金红利分配；且连续三年累计分配现金不少于近三年平均归属于母公司所有者净利润的 30%。公司积极开展分红等操作，有利于增强投资者信心，稳定投资者预期，实现公司市值的合理增长。

◆ 投资建议

公司是中国兵器工业集团下属上市公司，以军品二三四级配套为主，在导航控制和弹药信息化领域具备长期技术积累和技术优势。我们的具体观点及投资建议如下：

(1) 当前，新战争形态对于新型武器装备产生了新的需求，以“智能化、体系化、信息化”为代表的新质新域作战力量已成为大国战略竞争的制高点和制胜未来的关键力量，也将是发展的重点方向。公司布局的制导与控制、军事通信、智能集成连接领域均属于高景气赛道，叠加国内下游弹药需求逐步修复的背景之下，未来业绩有望持续保持快速增长态势。

(2) 公司持续加大研发投入力度，研发项目聚集主业，有利于进一步增强核心竞争力，持续拓展潜在市场空间。

(3) 公司作为央企控股的上市平台，切实履行央企上市公司的使命责任，积极响应市值管理要求，开展分红等措施，有助于提振投资者信心，也有望为公司带来一定的估值溢价。

基于以上观点，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 48.11 亿元、58.26 亿元和 67.09 亿元，归母净利润分别为 2.42 亿元、2.97 亿元及 3.48 亿元，EPS 分别为 0.16 元、0.20 元、0.23 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景，我们维持“买入”评级。

◆ 风险提示

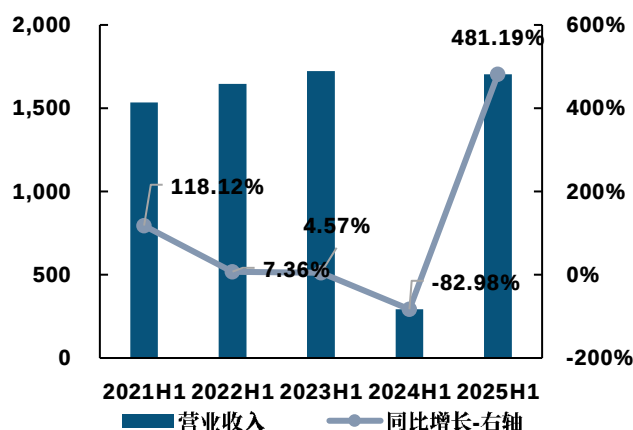
军品交付不及预期、军工客户采购需求存在波动性、毛利率波动风险。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3564.55	2747.74	4811.45	5826.03	6709.07
增长率（%）	(7.16)	(22.91)	75.11	21.09	15.16
归母净利润（百万元）	192.23	59.04	242.49	297.09	348.15
增长率（%）	3.90	(69.29)	310.75	22.51	17.19
毛利率（%）	24.80	22.64	23.07	23.44	24.02
每股收益（元）	0.13	0.04	0.16	0.20	0.23
市盈率 PE	132.55	431.60	105.08	85.77	73.19
市净率 PB	9.40	9.20	8.73	8.21	7.68
净资产收益率 ROE（%）	7.09	2.13	8.31	9.58	10.49

资料来源：iFind，中航证券研究所

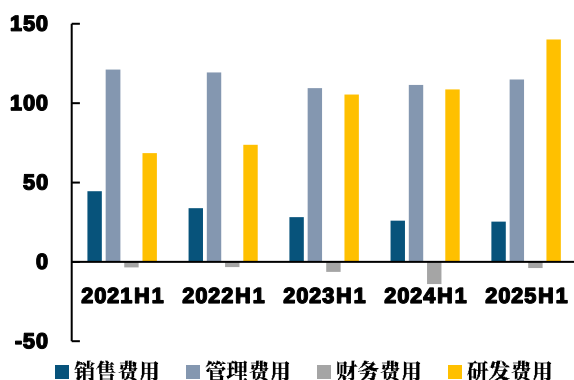
● 公司中报主要财务数据

图1 公司中报营业收入及增速（单位：百万元；%）



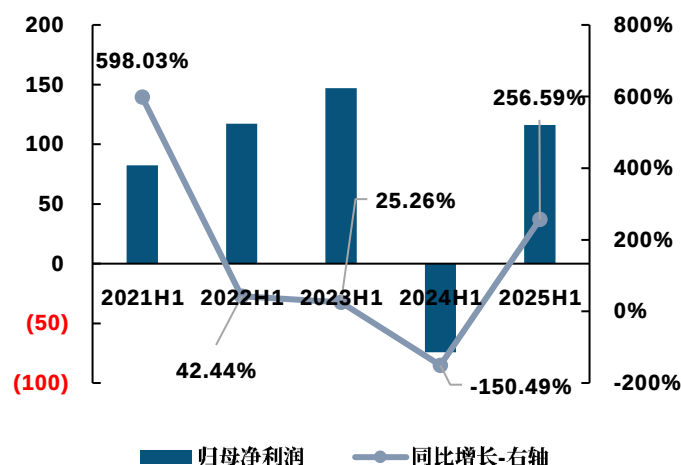
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司中报期间费用情况（单位：百万元）



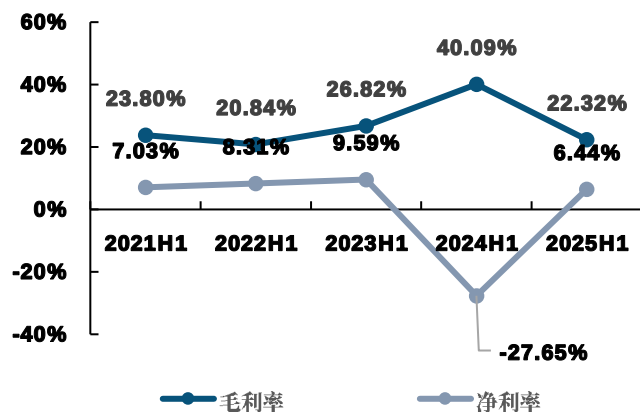
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司中报毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测		单位:百万元					
会计年度		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表							
营业收入		3,839.45	3,564.55	2,747.74	4,811.45	5,826.03	6,709.07
减: 营业成本		3,010.32	2,680.39	2,125.72	3,701.68	4,460.65	5,097.30
税金及附加		21.12	39.68	29.78	52.93	58.26	67.09
主营业务利润		808.01	844.48	592.25	1,056.84	1,307.12	1,544.68
减: 销售费用		80.22	74.38	58.94	86.61	122.35	147.60
管理费用		263.42	231.66	243.83	288.69	355.39	402.54
研发费用		206.53	245.15	199.15	298.31	355.39	436.09
财务费用		-19.00	-22.74	-14.23	-5.38	-6.72	-7.48
经营性利润		276.84	316.03	104.56	388.62	480.72	565.92
加: 资产减值损失		-38.98	-30.34	-15.96	-39.25	-47.53	-54.73
信用减值损失		-16.77	-18.83	-22.69	-28.72	-34.78	-40.05
其他经营损益		-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益		30.18	0.00	0.00	10.06	10.06	10.06
公允价值变动损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益		-0.49	-0.15	0.06	-0.19	-0.19	-0.19
其他收益		2.06	6.35	15.60	8.00	8.00	8.00
营业利润		252.84	273.05	81.57	338.51	416.28	489.01
加: 其他非经营损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入		14.10	8.45	3.42	8.66	8.66	8.66
减: 营业外支出		2.79	0.38	2.08	1.75	1.75	1.75
利润总额		264.16	281.12	82.90	345.42	423.19	495.92
减: 所得税		7.21	30.72	-6.21	7.11	8.71	10.20
净利润		256.94	250.39	89.11	338.31	414.48	485.71
减: 少数股东损益		71.92	58.16	30.07	95.82	117.39	137.57
归属母公司股东净利润		185.02	192.23	59.04	242.49	297.09	348.15
资产负债表							
货币资金		1,999.71	2,066.15	1,370.86	1,919.05	2,083.34	2,296.77
交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据		499.36	285.80	197.83	452.65	548.10	631.18
应收账款		2,047.94	3,355.07	4,469.62	4,973.88	6,022.72	6,935.57
预付账款		26.66	15.70	14.65	26.75	32.39	37.30
其他应收款		9.91	26.98	14.45	24.71	29.92	34.46
存货		609.14	423.76	538.47	757.32	912.59	1,042.84
其他流动资产		14.85	1.94	5.10	10.05	12.17	14.02
长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资		4.78	2.58	2.36	2.36	2.36	2.36
投资性房地产		5.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程		787.76	834.53	868.81	827.00	784.38	740.93
无形资产和开发支出		200.95	178.70	170.79	150.76	130.73	110.69
其他非流动资产		120.53	97.09	115.17	114.88	114.58	114.58
资产总计		6,326.79	7,288.27	7,768.12	9,259.41	10,673.28	11,960.70
短期借款		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据		768.78	512.43	282.74	715.13	861.75	984.75
应付账款		1,850.98	2,796.64	3,346.26	3,988.48	4,806.25	5,492.22
预收账款		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债		65.54	53.92	190.16	162.63	196.93	226.77
其他应付款		241.94	397.20	320.53	468.07	564.04	644.54
长期借款		1.84	1.88	8.80	6.82	4.87	2.97
其他负债		163.20	55.31	95.45	148.57	168.89	186.37
负债合计		3,092.27	3,817.38	4,243.94	5,489.69	6,602.73	7,537.63
股本		1,489.32	1,499.39	1,506.03	1,506.03	1,506.03	1,506.03
资本公积		118.38	199.20	247.56	247.56	247.56	247.56
留存收益		876.88	1,012.49	1,015.94	1,165.67	1,349.10	1,564.06
归属母公司股东权益		2,484.58	2,711.08	2,769.53	2,919.25	3,102.69	3,317.65
少数股东权益		749.94	759.81	754.65	850.47	967.86	1,105.43
股东权益合计		3,234.52	3,470.89	3,524.18	3,769.72	4,070.55	4,423.08
负债和股东权益合计		6,326.79	7,288.27	7,768.12	9,259.41	10,673.28	11,960.70
投入资本(IC)		1,615.81	1,760.50	2,434.53	2,336.27	2,572.32	2,797.82
现金流量表							
资本支出		96.26	114.87	88.81	0.00	-0.00	-0.00
自由现金流		575.09	34.06	-573.09	424.73	165.28	246.32
短期借款增加		-150.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加		-1.14	0.05	6.92	-1.99	-1.95	-1.90
股权筹资额					0.00	0.00	0.00
支付普通股股利		59.93	60.09	30.18	92.77	113.66	133.19
长期投资		323.39	-21.30	494.78	9.55	9.55	9.55
经营性现金净流量		469.91	200.30	-547.87	628.21	263.81	331.69
投资性现金净流量		224.25	-147.78	382.60	9.36	9.36	9.36
筹资性现金净流量		-93.05	-27.74	-33.62	-89.38	-108.88	-127.61
现金流量净额		601.11	24.78	-198.89	548.19	164.29	213.43
货币资金的期初余额		674.12	1,275.23	1,300.02	1,101.13	1,649.32	1,813.61
货币资金的期末余额		1,275.23	1,300.02	1,101.13	1,649.32	1,813.61	2,027.04
企业自由现金流		575.09	34.06	-573.09	424.73	165.28	246.32
权益自由现金流		442.43	54.37	-550.88	428.01	169.91	251.74

数据来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637