

2025 年 09 月 02 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航天南湖（688552）

2025 年中报点评：收入净利润大幅增长，军贸+低空助力高速发展

报告摘要

◆ 事件：公司 8 月 23 日公告，2025 年 H1 公司实现营收（5.19 亿元，+688.61%），归母净利润（0.53 亿元，同比增加 0.92 亿元），扣非归母净利润（0.51 亿元，同比增加 0.92 亿元），毛利率（24.84%，+11.99pcts），净利率（10.22%，+70.00pcts）。

◆ 2025H1 业绩大幅增长，营收与净利润创历史新高

2025 年 H1 公司实现营收（5.19 亿元，+688.61%）大幅增长，主要系本报告期内雷达整机产品交付增加所致，其中军贸业务实现收入 3.41 亿元。归母净利润（0.53 亿元，同比增加 0.92 亿元）与扣非归母净利润（0.51 亿元，同比增加 0.92 亿元）均大幅增长。营收与归母净利润均创下了历史新高。毛利率（24.84%，+11.99pcts），净利率（10.22%，+70.00pcts）增长幅度大于毛利率，主要系期间费用率（13.43%，-79.32pcts）大幅下降、信用减值损失（129.50 万元，同比减少 79.21 万元），其他收益（128.90 万元，-34.04%）有所减少等原因所致。

从 2025 年 Q2 来看，公司实现营收（1.61 亿元，同比+320.42%，环比-55.00%）同比大幅增长，归母净利润（-0.04 亿元，同比增加 0.20 亿元，环比减少 0.60 亿元）与扣非归母净利润（-0.05 亿元，同比增加 0.19 亿元，环比减少 0.60 亿元）同比亏损收窄，毛利率（18.82%，同比-0.39pcts）有所下降，净利率（-2.21%，同比+58.35pcts）大幅提升，主要系公司期间费率（18.56%，-76.89pcts）大幅下降等原因所致。

◆ 费用管控能力大幅提升，在研项目聚焦防空预警雷达主业

费用方面，报告期内，公司费用管控良好，三费费用率（4.19%，-17.46pcts）明显下降，具体来看，销售费用率（0.42%，-5.13pcts）、管理费用率（6.06%，-36.32pcts）均明显下降、但财务费用率（-2.30%，

投资评级

买入

维持评级

2025 年 09 月 02 日

收盘价(元):

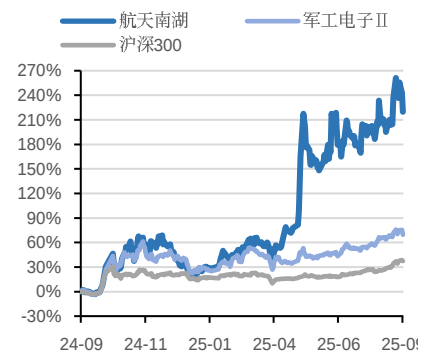
41.25

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	337.25
总市值(百万)	13,911.48
流通股本(百万股)	86.83
流通市值(百万)	3,581.64
12 月最高/最低价(元)	49.98/12.26
资产负债率(%)	15.75
每股净资产(元)	7.74
市盈率(TTM)	982.20
市净率(PB)	5.33
净资产收益率(%)	2.03

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

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

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

收入与净利润出现阶段性波动，军贸与低空产业布局构筑未来多元增长曲线 —2024-05-08

+23.99pcts) 明显上升，主要系利息收入较上年同期减少所致。研发费用 (0.48 亿元, +2.46%) 与研发人员数量 (328 人, +0.61%) 稳中有升。公司在研项目聚焦新型防空预警雷达领域，有望保持核心竞争力。

现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额 (-1.11 亿元，同比增加 0.46 亿元) 有所增加，主要系；投资活动现金流量净额 (-1.96 亿元，同比减少 0.93 亿元) 大幅减少，主要系报告期内到期的定期存款及大额存单较上年同期减少所致；筹资活动现金流净额 (0.01 亿元，同比增加 0.31 亿元) 有所增加，主要系上年同期分配股利、本报告期内无相关现金流出所致。

其他财务数据方面，截至 2025 年 H1，公司存货 (3.32 亿元, -26.30%) 有所下降，合同负债 (0.43 亿元, -71.91%) 有所减少，应收账款 (4.97 亿元, +92.46%) 高速增长。

◆ 专注防空预警雷达产品，军贸+低空布局不断拓展业务边界

公司主要从事防空预警雷达的研发、生产、销售和服务，是我国防空预警雷达主要研制生产单位之一，公司的防空预警雷达产品已成为我国防空预警领域的主力装备，在军方客户中广泛应用，产品覆盖多个军种。同时，公司也积极加强国外用户拓展，并持续加大雷达配套装备、低空探测设备、空管设备等产品的研发力度，进一步拓展产品应用领域。

公司主要产品为防空预警雷达、雷达配套装备和雷达零部件。

具体来看：

① **雷达及配套装备**：2025 年 H1 实现营收 (5.01 亿元, +1414.68%) 大幅增长，营收占比 96.53%，毛利率 (24.92%, +8.94pcts) 上升明显。

公司雷达产品主要为防空预警雷达，具体包括警戒雷达和目标指示雷达等产品；雷达配套装备主要包括防空预警领域的雷达防护设备、雷达测试设备、雷达模拟设备、雷达抗干扰训练系统等。报告期内，军贸业务实现收入 3.41 亿元，某型军贸雷达在第十一届世界雷达博览会产品挑战赛中荣获金奖。

② **雷达零部件**：2025 年 H1 实现营收 (0.14 亿元, -42.80%) 下滑明显，营收占比 2.77%，毛利率 (24.18%, +10.91pcts) 明显上升。

公司的雷达零部件主要是防空预警雷达维修器材、雷达配套部整件等零部件产品。

③ **其他主营业务**：2025 年 H1 实现营收 (0.03 亿元, -58.79%) 明显下滑，营收占比 0.58%，毛利率 (2.74%, +8.42pcts) 提升明显。

另外，公司围绕军用及民用市场低空无人机、鸟群等目标探测需要，积极开展低空探测雷达及低空探测系统的产品研发和技术创新，报告期内，公

司获得用户批量订货合同，参加国内多个地区低空探测项目演示验证，中标了深城交城市低空雷达探测设备框架采购项目。

◆ 募投项目落地有望提升研发能力与生产能力

公司 2023 年募投项目中，投入 4.86 亿元用于生产智能化改造项目，2.38 亿元用于研发测试基地建设项目。截止 2025 年 6 月底，生产智能化改造与研发测试基地建设项目均已达到可使用状态。我们认为，募投项目的落地有望提升公司的研发创新能力、构筑核心竞争力壁垒，为国内防空预警雷达、军贸出口、低空经济等领域的市场需求奠定产能基础；同时通过智能制造升级和自动化产线应用等达成降本增效目标，形成产能规模与智能制造协同发展的可持续竞争力。

◆ 聚焦高质量发展目标，履行央企控股上市公司使命责任

2025 年 4 月 22 日，公司发布了《2025 年度“提质增效重回报”行动方案》，构建科学、规范的公司治理体系。2025 年 8 月 22 日，公司发布《2025 年度“提质增效重回报”行动方案的半年度评估报告》，针对推动落实“提质增效重回报”行动方案相关举措进行了总结。

我们认为，公司作为央企控股的上市平台，有望持续响应中央关于持续提升央企控股上市公司质量的有关要求，聚焦高质量发展目标，加强核心竞争力、盈利能力和风险管理能力，通过良好的业绩表现、规范的公司治理、积极的投资者回报，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的同时，也有望为公司带来一定的估值溢价。

◆ 投资建议

公司作为军工央企航天科工集团上市公司，控股股东为北京无线电测量研究所，公司是我国防空预警雷达主要生产单位之一，积累了丰富的研究成果和生产经验，在高机动、低空目标预警探测等方面具备较强的竞争优势。

具体投资建议如下：

1. 公司作为 A 股少数防空预警雷达核心标的，具有稀缺性；
2. 公司业务防控预警雷达是航天防务武器系统的重要组成部分，伴随航天防务产业需求侧阶段性波动影响的逐步消退，中短期内收入与业绩边际修复弹性高；
3. 受益于国际地缘政治格局演变催生的军贸出口战略窗口期，军贸业务的拓展将为公司拓展盈利水平更高的第二收入增长曲线；

4. 公司积极拓展低空的新产业领域，积极践行“提质增效重回报”行动方案，天花板抬升的同时取得更高的估值溢价，估值维持在历史较高水平。

基于以上观点，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 10.08 亿元、12.42 亿元和 15.62 亿元，归母净利润分别为 1.30 亿元、1.71 亿元及 2.21 亿元，EPS 分别为 0.39 元、0.51 元、0.66 元，我们维持“买入”评级。

◆ 风险提示

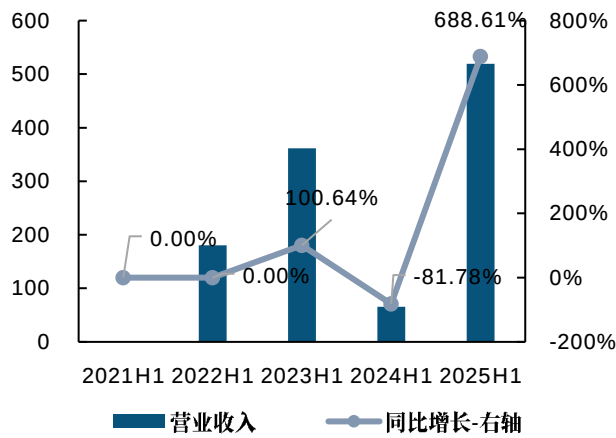
下游需求不及预期；产能消化不及预期；上游原材料成本波动

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	725.69	217.82	1008.02	1242.45	1562.41
增长率（%）	(23.85)	(69.98)	362.78	23.26	25.75
归母净利润（百万元）	102.46	(78.23)	130.33	170.87	221.04
增长率（%）	(34.66)	(176.36)	266.59	31.10	29.36
毛利率（%）	32.93	18.57	34.30	32.28	31.41
每股收益（元）	0.30	(0.23)	0.39	0.51	0.66
市盈率 PE	111.46	(145.96)	87.61	66.83	51.66
市净率 PB	4.28	4.47	4.29	4.08	3.84
净资产收益率 ROE（%）	3.84	(3.06)	4.90	6.11	7.43

资料来源：iFind，中航证券研究所

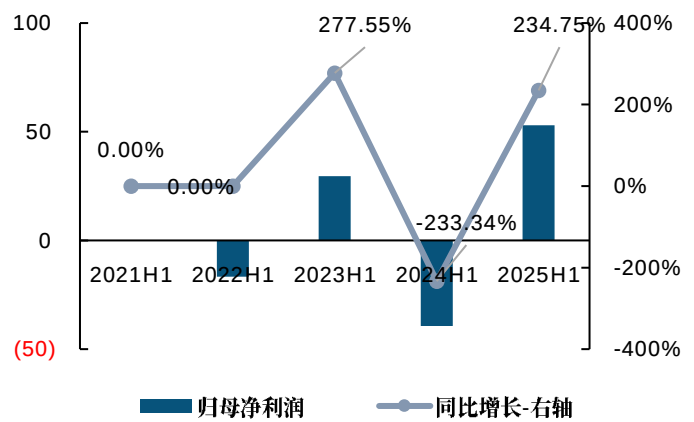
● 公司中报主要财务数据

图1 公司中报营业收入及增速（单位：百万元；%）



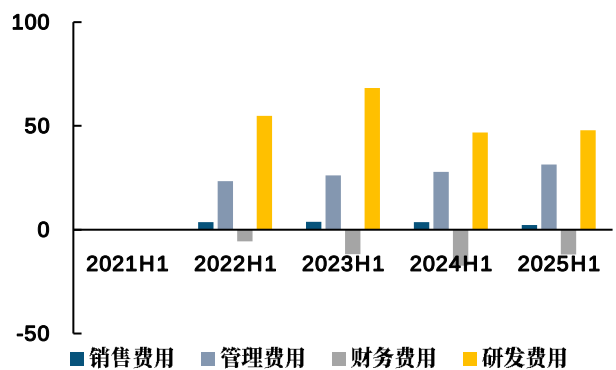
资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）



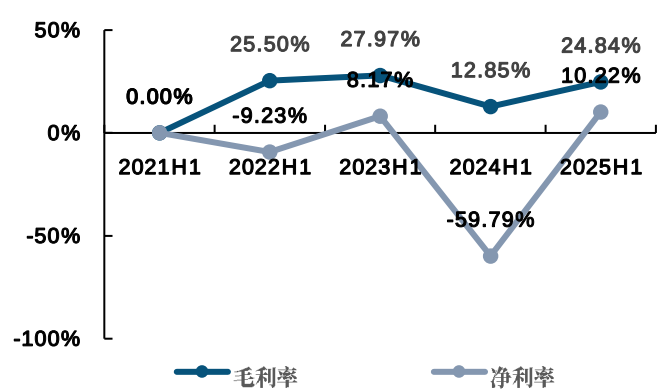
资料来源：iFind，中航证券研究所

图3 公司中报期间费用情况（单位：百万元）



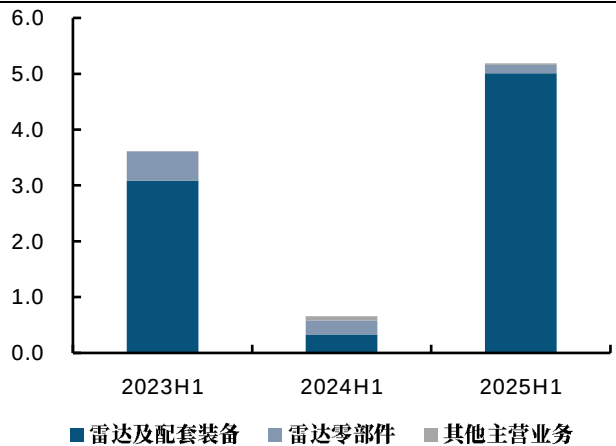
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司中报毛利率与净利率（单位：%）



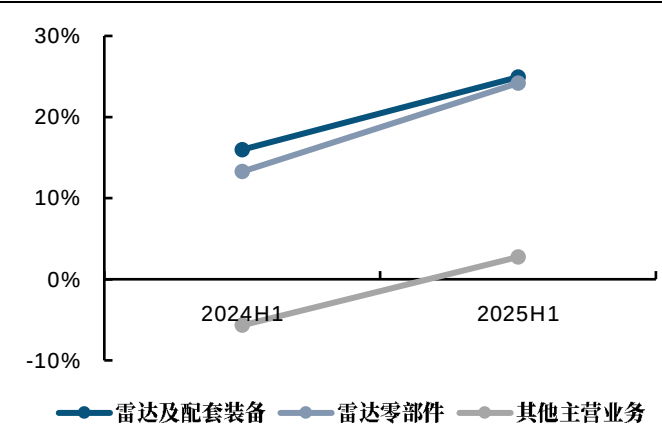
资料来源：iFind，中航证券研究所

图5 公司中报各业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 公司中报各业务毛利率情况（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		953.01	725.69	217.82	1,008.02	1,242.45	1,562.41
减: 营业成本		554.61	486.69	177.36	662.24	841.39	1,071.71
税金及附加		6.76	6.04	6.08	10.08	7.45	9.37
主营业务利润		391.64	232.95	34.38	335.70	393.60	481.33
减: 销售费用		8.49	5.05	3.19	13.10	9.94	10.94
管理费用		64.03	63.92	59.99	59.47	60.88	62.50
研发费用		142.72	140.35	96.79	110.88	119.28	140.62
财务费用		-7.35	-31.77	-31.46	-5.50	-5.11	-5.11
经营性利润		183.75	55.40	-94.14	157.74	208.62	272.38
加: 资产减值损失		-3.35	-6.88	-3.93	-10.43	-12.85	-16.16
信用减值损失		-18.46	22.15	-13.11	-16.48	-20.31	-25.54
其他经营损益		-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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		-0.02	0.00	0.01	-0.00	-0.00	-0.00
其他收益		1.49	30.39	7.05	12.98	12.98	12.98
营业利润		163.41	101.06	-104.12	143.81	188.43	243.65
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		0.01	0.04	0.28	0.11	0.11	0.11
减: 营业外支出		0.03	0.49	0.84	0.45	0.45	0.45
利润总额		163.39	100.61	-104.68	143.46	188.08	243.31
减: 所得税		6.58	-1.84	-26.44	13.13	17.21	22.27
净利润		156.81	102.46	-78.23	130.33	170.87	221.04
减: 少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润		156.81	102.46	-78.23	130.33	170.87	221.04
资产负债表							
货币资金		304.87	2,085.07	1,690.03	1,453.82	1,466.88	1,450.22
交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据		6.62	28.08	6.47	25.31	31.20	39.23
应收账款		866.47	274.11	283.33	869.48	1,071.70	1,347.69
预付账款		10.05	4.19	5.16	13.45	16.57	20.84
其他应收款		0.42	15.25	0.96	8.68	10.70	13.46
存货		441.73	387.26	531.53	1,013.00	1,287.04	1,639.35
其他流动资产		9.69	43.96	117.06	204.36	251.88	316.75
长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程		77.20	305.69	461.93	440.98	418.96	395.87
无形资产和开发支出		95.34	95.87	101.50	84.58	67.67	50.75
其他非流动资产		38.72	30.53	54.82	46.66	38.51	38.51
资产总计		1,851.11	3,270.00	3,252.78	4,160.32	4,661.11	5,312.67
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		269.58	108.58	76.89	252.24	320.48	408.21
应付账款		363.45	365.97	364.53	764.34	971.12	1,236.95
预收账款		0.08	0.00	0.00	0.03	0.03	0.04
合同负债		211.90	117.90	143.60	350.81	432.40	543.76
其他应付款		39.41	4.89	3.05	21.70	27.57	35.12
长期借款		0.40	0.05	0.06	0.02	-0.02	-0.05
其他负债		8.69	4.43	107.45	109.89	111.76	114.33
负债合计		893.50	601.83	695.58	1,499.03	1,863.35	2,338.35
股本		252.94	337.25	337.25	337.25	337.25	337.25
资本公积		55.72	1,628.03	1,628.03	1,628.03	1,628.03	1,628.03
留存收益		648.95	702.90	591.92	696.01	832.49	1,009.03
归属母公司股东权益		957.61	2,668.18	2,557.20	2,661.29	2,797.77	2,974.31
少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计		957.61	2,668.18	2,557.20	2,661.29	2,797.77	2,974.31
负债和股东权益合计		1,851.11	3,270.00	3,252.78	4,160.32	4,661.11	5,312.67
投入资本(IC)		748.44	655.73	889.01	1,308.29	1,455.11	1,680.28
现金流量表							
资本支出		49.63	150.26	89.82	0.00	-0.00	0.00
自由现金流		-356.73	246.45	-316.13	-293.59	19.76	-8.42
短期借款增加		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加		-0.64	-0.34	0.01	-0.04	-0.04	-0.03
股权筹资额					0.00	0.00	0.00
支付普通股股利		47.21	31.03	0.00	26.24	34.40	44.50
长期投资		152.72	-1,021.72	6.53	-1.16	-1.16	-1.16
经营性现金净流量		-286.22	310.55	-191.72	-214.26	43.55	23.92
投资性现金净流量		103.70	-1,174.61	-181.40	-1.16	-1.16	-1.16
筹资性现金净流量		-46.93	1,608.59	-33.91	-20.78	-29.33	-39.42
现金流量净额		-229.46	744.53	-407.02	-236.21	13.06	-16.66
货币资金的期初余额		528.86	299.40	1,043.93	636.91	400.70	413.76
货币资金的期末余额		299.40	1,043.93	636.91	400.70	413.76	397.10
企业自由现金流		-356.73	246.45	-316.13	-293.59	19.76	-8.42
权益自由现金流		-350.31	278.46	-292.60	-288.64	24.37	-3.81

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, 依托于中国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, 服务一二级资本市场, 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, liyuq@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送发或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。

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