



业绩复苏延续，在手订单饱满

投资要点

- **推荐逻辑：1）经营拐点已至，逐季改善有望。**随着“十四五”收官，导航主业订单交付加快，2025Q1-Q3实现归母净利润1.3亿元，同比+268.8%，业绩拐点已现，Q3末合同负债同比+238.8%，后续业绩有望延续改善趋势；**2）远火景气向好，公司深度受益。**远火武器具备耗材属性、高性价比，装备需求潜力大，叠加军贸出口，订单景气有望持续向好。兵器集团在低成本精确制导弹药领域占据主要位置，公司作为集团内制导产品主力供应商，有望深度受益于行业发展。
- **导航主业保持高增，订单饱满后续可期。**1）导航主业交付持续加速。受益于“十四五”收官，部队装备列装加速，公司本部远火制导舱产品交付不断加速，使得2025Q3收入实现较快增长，从交付节奏来看，Q4为军工企业传统交付旺季，预计收入确认将加快。2）订单饱满，后续高增可期。2025Q3末合同负债3.5亿元，同比+238.8%，环比+220.2%；2025Q3末存货8.4亿元，同比+23.5%，环比+36.6%。公司在手订单、备货量饱满，为后续收入高增奠定基础。
- **毛利率Q3有所承压，规模效应释放摊薄费率。**2025Q3实现毛利率15.9%，同比-10.2pp。销售/管理/研发费用率分别为1.4%/6.9%/8.3%，同比-1.0/-4.0/-2.9pp，公司研发费用保持较高投入。由于规模效应体现，公司期间费用率有所降低，Q3实现销售净利率0.3%，同比-0.7pp。由于部分非全资子公司亏损使得Q3实现少数股东损益-640.0万元，最终实现归母净利率1.1%，同比+1.0pp。
- **远火景气向好，看好公司长期前景。**远火具备高性价比、饱和式打击方式等特点，耗材属性凸显，装备需求潜力较大，叠加十四五收官，订单需求景气有望持续向好；兵器集团在低成本精确制导弹药领域占据主要位置，公司作为集团内制导产品主力供应商，有望深度受益于行业发展；同时，国防信息化是装备建设的主旋律之一，子公司中兵通信是地空超短波通信龙头、中兵航联是集团下属连接器厂商，长期前景可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年公司EPS为0.21元、0.26元、0.30元，当前股价对应动态PE分别为66、54、45倍。公司作为兵器集团弹药制导环节核心供应商，市场份额大，竞争优势凸显，业绩增长具备较强确定性，给予2026年60倍PE，对应目标价15.60元，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**公司收入确认进度不及预期的风险；订单落地金额不及预期的风险；产品价格下降超预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2747.74	5091.52	6238.89	7394.21
增长率	-22.91%	85.30%	22.53%	18.52%
归属母公司净利润（百万元）	59.04	313.64	385.55	458.93
增长率	-69.29%	431.26%	22.93%	19.03%
每股收益EPS（元）	0.04	0.21	0.26	0.30
净资产收益率ROE	2.53%	7.60%	9.84%	11.21%
PE	351	66	54	45
PB	7.49	6.40	5.82	5.25

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：刘倩倩
执业证号：S1250522070003
电话：15001276860
邮箱：lqqyf@swsc.com.cn

分析师：陈昕晖
执业证号：S1250525080001
电话：13524994488
邮箱：chxh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.11
流通A股(亿股)	15.11
52周内股价区间(元)	9.03-18.1
总市值(亿元)	207.51
总资产(亿元)	80.36
每股净资产(元)	1.93

相关研究

目 录

1 导航控制与弹药信息化领军者，业绩拐点已至	1
1.1 兵器工业集团制导系统主力供应商	1
1.2 “十四五”末拉动需求，主业经营拐点显现	2
2 远程火箭弹量大效高，制导龙头享赛道红利	5
2.1 远火为现代战争消耗最大的弹药之一，需求景气前景明朗	5
2.2 兵器工业集团为远火主要研制单位，公司深度受益于集团内卡位优势	6
3 盈利预测与估值	8
3.1 盈利预测	8
3.2 相对估值	8
4 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司沿革久远, 多次整合后聚焦导航控制与信息化产品主业.....	1
图 2: 北方导航股权结构——兵器集团下属公司, 控股三家子公司 (数据截止 2025 年 10 月)	1
图 3: 2025Q1-Q3 公司营业收入增速迎来拐点.....	3
图 4: 2025H1 母公司营业收入低基数之下实现高增.....	3
图 5: 2025Q1-Q3 公司业绩弹性释放.....	3
图 6: 2025H1 母公司净利润扭亏为盈.....	3
图 7: 公司毛利率、净利率情况	4
图 8: 公司期间费用率情况	4
图 9: 2025Q1-Q3 母公司毛利率、净利率显著提升	4
图 10: 2025H1 母公司管理费用率大幅降低.....	4
图 11: 2025H1 子公司营收延续承压 (百万元)	5
图 12: 2025H1 子公司业绩表现分化 (百万元)	5
图 13: 远程火箭弹主要由制导控制系统、动力系统与战斗部组成.....	7
图 14: 公司主营军品二、三、四级配套, 是控制仓集成组装环节主导企业	7

表 目 录

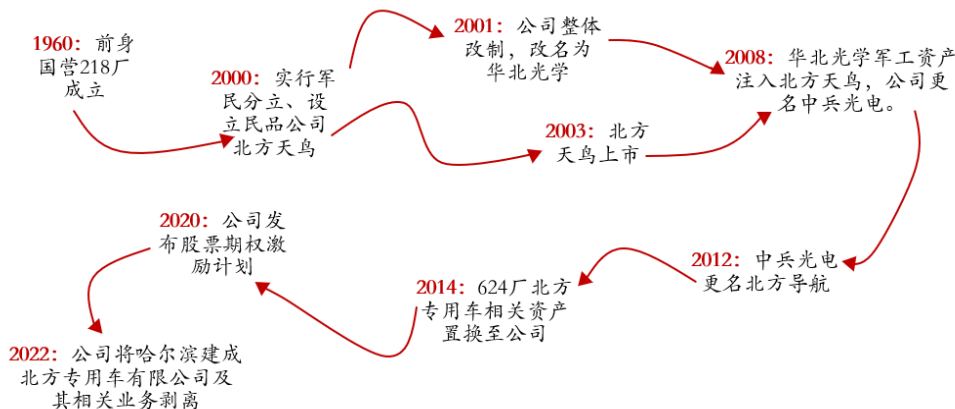
表 1: 公司母公司和子公司简介、业绩情况	2
表 2: 远程火箭弹采购成本较导弹而言相对更低	6
表 3: 分业务收入及毛利率	8
表 4: 可比公司估值 (截至估值日期 2025 年 11 月 18 日收盘)	9
附表: 财务预测与估值	10

1 导航控制与弹药信息化领军者，业绩拐点已至

1.1 兵器工业集团制导系统主力供应商

2008 年整体上市，导航控制与信息化扬帆起航。公司的前身是国营 218 厂，始建于 1960 年。2000 年实行军民分立，设立控股民品公司“北方天鸟”，北方天鸟于 2003 年成功上市。2001 年公司整体改制并于 2008 年将全部核心资产纳入北方天鸟完成整体上市，并更名为“中兵光电”，2012 年更名为“北方导航控制技术股份有限公司”（北方导航）。2014 年，专用车业务相关资产注入，于 2022 年剥离。至此，北方导航以导航控制与信息化产品为主，多领域延伸发展。

图 1：公司沿革久远，多次整合后聚焦导航控制与信息化产品主业



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是中国兵器工业集团下属企业，兵器集团通过北方导航科技集团与中兵投资持有公司 38.39% 的股权。同时公司控股中兵通信、中兵航联、衡阳光电三家子公司。

图 2：北方导航股权结构——兵器集团下属公司，控股三家子公司（数据截止 2025 年 10 月）



数据来源：公司公告，西南证券整理

北方导航是兵器工业集团导航控制主力配套厂商，子公司经营通信电台、电连接器等产品。公司以军品二三四级配套为主，以“导航控制和弹药信息化技术”为主营业务，涵盖导航与控制、军事通信、智能集成连接三大领域，以导航控制、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、核心部件为主要产品。

其中：

母公司作为兵器工业集团下制导控制系统核心供应商，在国内量产远火弹药的制导控制系统领域具备绝对的优势地位，同时具备探测控制、环境控制、稳定控制等相关技术产品。2024 年母公司实现净利润 0.5 亿元，占合并报表归母净利润的 76.8%。

子公司业务涵盖电连接器、军用通信和电子控制箱等，并在细分赛道具备较强竞争力。其中：中兵通信（持股比例 48.44%）主营超短波地对空通信终端产品，在我国地对空通信产品中占据优势地位；中兵航联（持股比例 52.01%）主营军用电连接器产品，在军用多领域拓展产品市场；衡阳光电（持股比例 90.69%）主营电子控制箱及检测系统等产品。

表 1：公司母公司和子公司简介、业绩情况

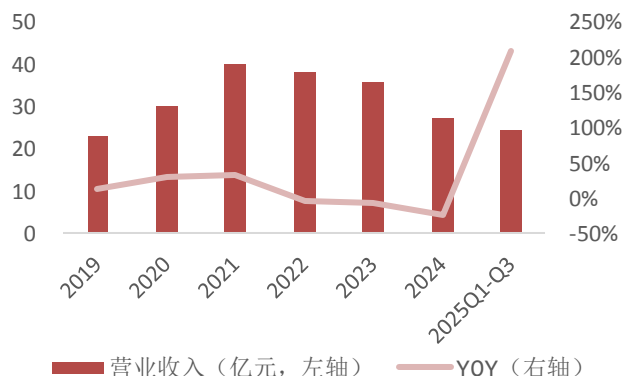
	持股比例	2024			2025H1			主营业务
		营业收入 (百万)	净利润 (百万)	归母净利润 贡献(百万)	营业收入 (百万)	净利润 (百万)	归母净利润 贡献(百万)	
母公司	-	1908.4	45.3	45.3	1438.5	106.7	106.7	导航控制等产品的生产制造和销售。
中兵通信科技股份有限公司	48.44%	404.6	17.9	8.7	72.4	-36.6	-17.7	超短波通信电台、卫星通信设备等产品的生产制造和销售。
中兵航联科技股份有限公司	52.01%	271.9	36.9	19.2	122.4	20.2	10.5	电连接器、微动开关电缆、屏蔽玻璃、通风波导等产品的生产制造和销售。
衡阳北方光电信息技术有限公司	90.69%	177.2	40.1	36.3	69.8	27.1	24.6	电子控制箱及检测系统、石油在线仪器等产品的生产制造和销售。
子公司合计	-	853.6	94.8	64.2	264.6	10.8	17.4	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 “十四五”末拉动需求，主业经营拐点显现

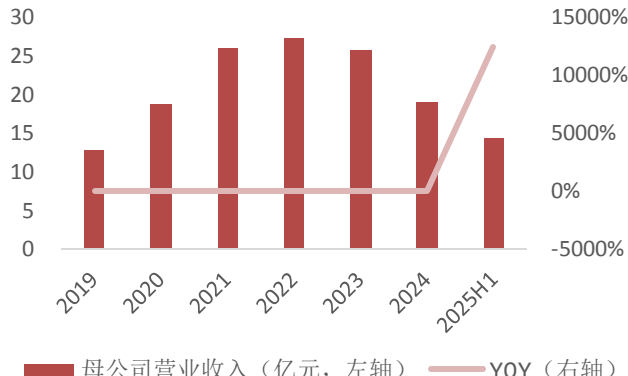
前期下游需求扰动营收放缓，2025 年拐点已至。过往来看，受远火弹药需求扩张，公司业绩稳步增长，2022 年起公司营业收入有所下滑，由 2021 年 39.9 亿元下滑至 2024 年 27.5 亿元，CAGR-11.7%，其中母公司营业收入 2023 年起下滑，由 2022 年 27.3 亿元下滑至 2024 年 19.1 亿元，CAGR-16.4%，主要系产品订货合同延迟签订等因素收入确认减少。2025 年以来，受益于“十四五”末国防装备建设加快，公司本部主要产品远火制导舱业务交付不断提速，公司迎来经营拐点。2025Q1-Q3 公司实现营业收入 24.7 亿元，同比+210.0%，2025H1 母公司实现营业收入 14.4 亿元，2024H1 仅 0.1 亿元，低基数之下实现大幅增长。

图 3：2025Q1-Q3 公司营业收入增速迎来拐点



数据来源：Wind，西南证券整理

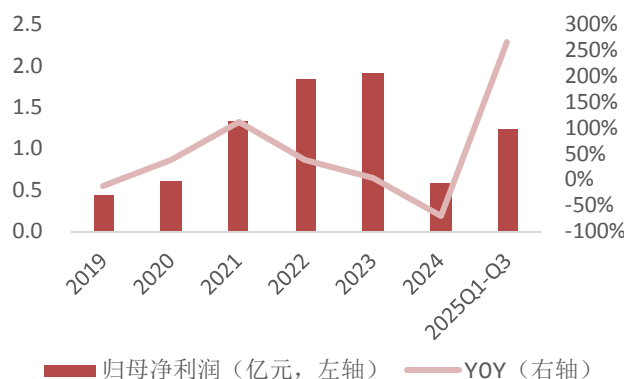
图 4：2025H1 母公司营业收入低基数之下实现高增



数据来源：Wind，西南证券整理

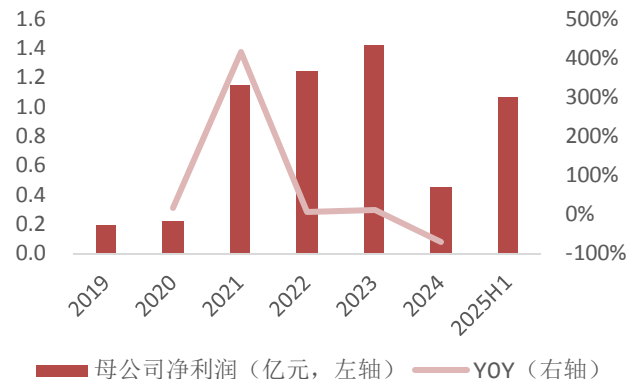
受益于经营恢复，业绩弹性显现。2019-2022 年，受收入快速增长、规模效应、及资产优化共同驱动下的盈利能力提升的影响，公司归母净利润由 0.5 亿元增长至 1.9 亿元，CAGR 为 60.2%，其中母公司净利润由 0.2 亿元增长至 1.3 亿元，CAGR 87.5%。2025 年随着经营触底回升、产品交付加快，公司业绩弹性显现，2025Q1-Q3 实现归母净利润 1.3 亿元，同比 +268.8%，2025H1 母公司净利润 1.1 亿元，同比扭亏。

图 5：2025Q1-Q3 公司业绩弹性释放



数据来源：Wind，西南证券整理

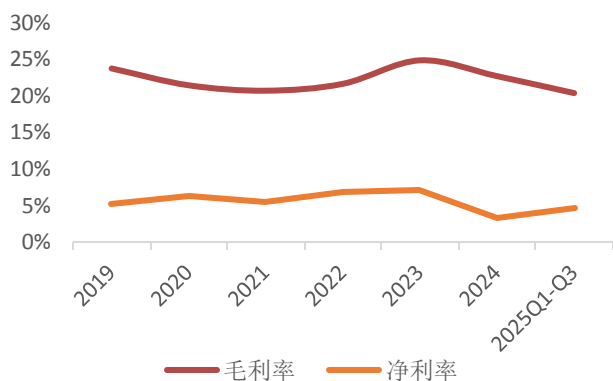
图 6：2025H1 母公司净利润扭亏为盈



数据来源：Wind，西南证券整理

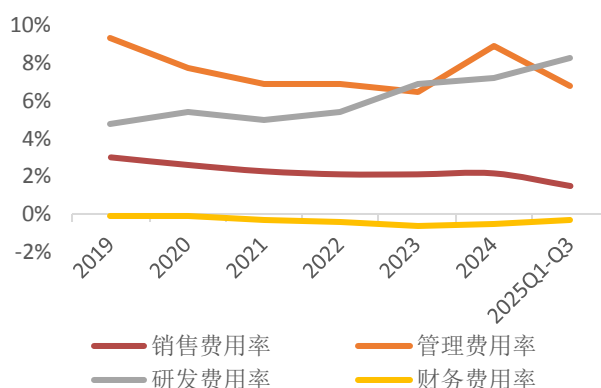
过往利润率稳定，短期有所修复。过往来看公司盈利能力相对平稳，毛利率/净利率大多保持在 20%/5% 以上，个别年份受产品结构、规模效应影响，利润率水平存在波动，其中母公司毛利率低于公司整体，受益于智能化建设、成本管控，2019-2023 年母公司毛利率由 9.2% 逐步提升至 16.4%。2024 年公司经营承压使得利润率下滑，2025 年以来随着交付加快、规模效应释放，公司净利率迎来修复，2025Q1-Q3 毛利率 20.3%，同比 -10.9pp，主要系低毛利率本部产品占比提升，受益于期间费用率降低，2025Q1-Q3 净利率 4.5%，同比 +14.1pp。

图 7：公司毛利率、净利率情况



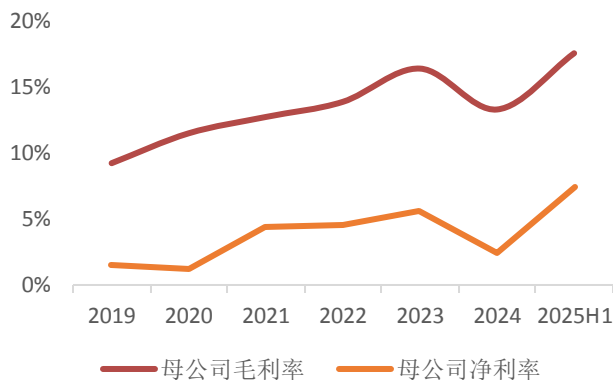
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司期间费用率情况



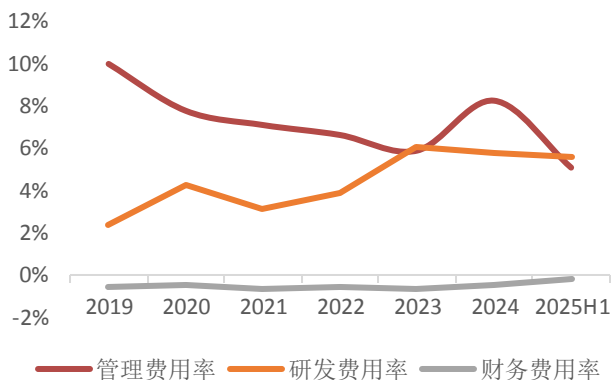
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2025Q1-Q3 母公司毛利率、净利率显著提升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2025H1 母公司管理费用率大幅降低



数据来源：Wind，西南证券整理

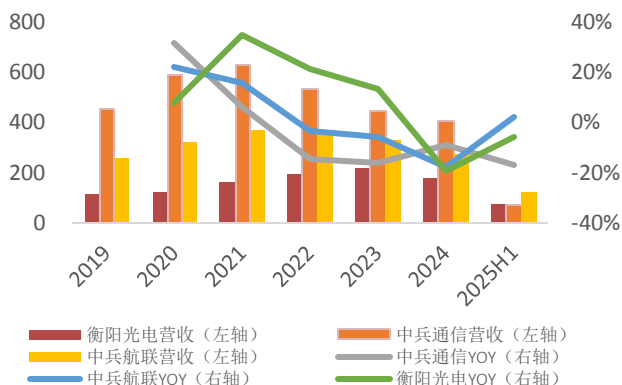
子公司表现分化，衡阳光电、中兵航联经营拐点已至，中兵通信短期承压。

中兵通信：竞争加剧，短期经营承压，长期具备跨越式发展潜力。过往来看中兵通信营收增速较为稳健，受下游需求扰动、竞争加剧，2022 年起营收和业绩不断下滑，2025H1 营收/业绩分别 0.7/-0.4 亿元，同比-16.9%/亏损，经营延续承压。中兵通信为兵器集团稀缺的通信类公司，在目前陆军装备信息化建设加速的背景下，承担集团装备更多信息化配套任务，未来几年具备业务的跨越式发展潜力。

衡阳光电：营收降幅收窄，利润维持稳定增长。受益于装备列装、工艺创新、智能制造，过往衡阳光电量利齐升，2020-2023 年营收/业绩 CAGR 分别 18.9%/43.2%，2024 年受行业需求扰动有所下滑，2025 年迎来经营拐点，2025H1 营收/业绩分别 0.7/0.3 亿元，同比 -6.2%/+30.0%，营收降幅收窄，利润稳定增长。

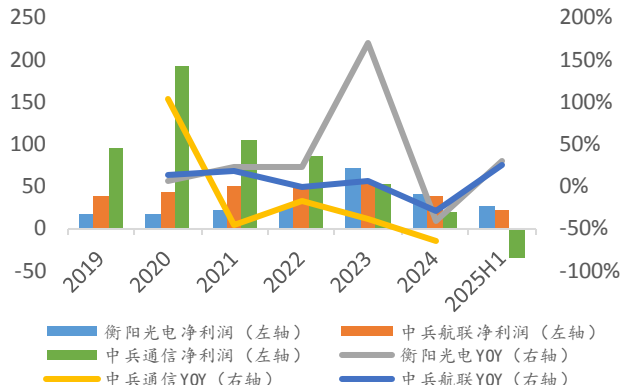
中兵航联：经营拐点显现，后续稳步修复有望。受益于国防信息化下军用连接器市场持续扩容，过往来看中兵航联稳健增长，2022-2024 年经营有所承压，2025 年起逐步恢复，2025H1 营收/业绩分别 1.2/0.2 亿元，同比+1.8%/+25.7%。

图 11：2025H1 子公司营收延续承压（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2025H1 子公司业绩表现分化（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

2 远程火箭弹量大效高，制导龙头享赛道红利

2.1 远火为现代战争消耗最大的弹药之一，需求景气前景明朗

远程火箭武器系统是陆军炮兵拥有的一类重要装备，主要由火箭炮（发射平台）、火箭弹（弹药）等战斗装备，侦察、指挥等信息装备，装填、运输等保障装备组成。其中，火箭弹直接体现了远程火箭武器系统的性能和威力，是远程火箭武器系统的核心之一。远火可适应全地形、全天候作战，主要遂行面压制、小幅员压制及火力突击等作战任务。

远程火箭弹的饱和式打击方式与合理采购成本奠定了其巨大的装备容量：

一方面，“量大”是“钢铁暴雨”作战方式的必然结果。相较导弹而言，远火或在制导精度、隐身能力与突破能力等方面略有逊色，而主要以饱和式打击的方式消耗敌方反导武器储备并摧毁其地面作战力量，因而实战消耗量极大。根据光明军事百科，我国 PHL-03 式传统远射程火箭炮的一个基本作战单元包括 1 辆指挥车、4~6 辆发射车和 4~6 辆运弹车。每辆发射车 12 管火箭弹呈品字形排列，在发射车射击后，运弹车所携弹药可供再齐射一次，因此每辆发射车一共可连续发射 24 发火箭弹，1 个作战单元一次便可连射 96-144 发火箭弹，其消耗性远高于一般武器装备，需大量生产、储备。

另一方面，火箭弹采购成本相对合理，也是其大规模列装的基础。以美国武器装备为例，根据美国官方文件，其 2024 财年对空导弹“标准-6”的平均计划采购价格达到 957.4 万美元、战斧巡航导弹计划采购均价达 309.4 万美元、地狱火对地导弹计划采购均价达 74.8 万美元，陆军战术导弹改进的精确打击导弹 PrSM 计划采购均价达 349.2 万美元，而 GMLRS 制导多管火箭武器系统（美主力远程火箭弹）计划采购均价约 18.8 万美元。二者作用下，远程火箭弹在一般场景的使用量更高，因而其列装规模、实战与演练消耗量、军备储备需求极大，是各军事强国陆军核心对地武器。

表 2：远程火箭弹采购成本较导弹而言相对更低

美军主要导弹与弹药型号	美国 2024 财年计划采购均价（万美元）
制导多管火箭炮 GMLRS	18.78
战斧导弹	309.41
地狱火导弹	74.75
AIM-120 中程空空弹 AMRAAM	137.27
AGM-158 联合空面导弹 JASSM	306.49
标准六舰空弹	957.44
联合直击弹药 JDAM	6.37
小直径炸弹 II SDB II	30.56
联合空地导弹 JAGM	32.85
AIM-9X 空中拦截导弹	51.27
标枪反坦克导弹 JAVELIN FGM-148F	47.02
远程反舰导弹 LRASM	701.10
精准打击导弹 PrSM	349.18

数据来源：美国国防部、美国陆军官网，西南证券整理（注：美国弹药计划采购均价为其计划采购金额除以计划采购数量计算得出）

2.2 兵器工业集团为远火主要研制单位，公司深度受益于集团内卡位优势

兵器工业集团、航天科工与航天科技集团参与远火研制，兵器工业占据成本优势地位。兵器工业集团是远程火箭炮传统供货商，过去承担了我国远程火箭炮及其弹药大部分生产研制任务。近年来远火研制引入多流水，航天科技和航天科工集团开始参与竞争。兵器工业集团以规模化、低成本为主要优势，在远火的生产任务中占据较强的竞争地位。

远程制导火箭弹主要由导航控制系统、战斗部与动力系统组成。我国弹药的总体主要由几大军工集团下属院所承担，战斗部、动力系统与点火装置、制导控制系统也由系统内单位完成。根据《防空导弹成本与防空导弹武器装备建设》，制导系统在精确制导武器中价值占比大，弹上制导分系统和稳定控制分系统约达到导弹成本的 40%-60%，远程制导火箭弹中制导与控制系统的价值占比虽不及导弹，但由于其高技术附加的特性与实战中精确打击、毁伤的要求，其仍占有可观价值。

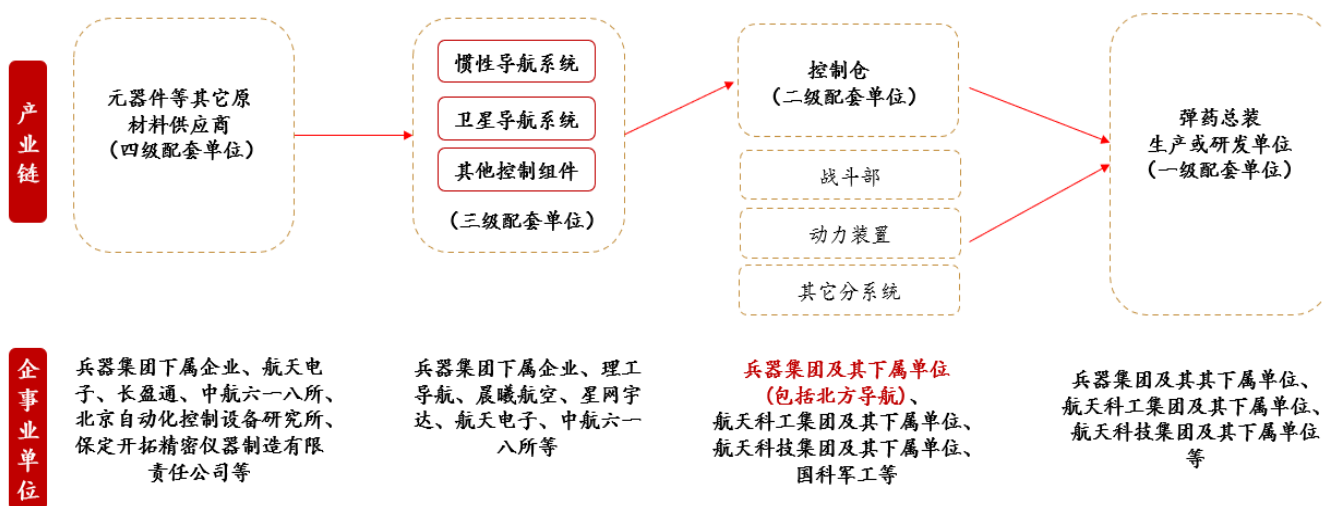
图 13：远程火箭弹主要由制导控制系统、动力系统与战斗部组成



数据来源：新浪新闻，西南证券整理

北方导航是兵器集团导航控制系统主力供应商，受益于远火大发展。公司主营制导控制系统、导航控制系统。2008 年，公司完成重大资产重组后，控股股东导航集团的经营业务全部并入上市公司，兵器集团对不与上市公司进行同业竞争的相关事项做出了承诺。因而，公司为兵器工业集团导航控制总装环节主力供应商，受益于远火需求快速发展，直接受益于兵器工业集团远火订单的获取。

图 14：公司主营军品二、三、四级配套，是控制仓集成组装环节主导企业



数据来源：公司公告、理工导航招股说明书，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司本部为兵器集团弹药导航控制系统核心厂商，在集团内具独占地位，未来有望持续受益于行业发展；结合下游需求趋势、公司在手订单，我们预计“十四五”末期以及后续“十五五”有望呈现较快增长，预计 2025-2027 年母公司营收增速为+125%、+25%、+20%。随着规模效应体现、数智建设助力降本增效，毛利率稳步提高，预计 2025-2027 年分别为 16.0%、17.0%、17.5%。

假设 2：子公司中兵通信超短波地空通信领域处于龙头，设备市占率高，后续有望企稳回升、稳健增长，预计 2025-2027 年营收增速分别为-15.0%、+10.0%、+10.0%。

假设 3：子公司中兵航联拥有先进的试验、检测设备和军检设施，建立了自动化和半自动化生产线，产品在细分领域具有优势，持续开拓兵器工业集团内市场，2025 年经营拐点显现，后续稳步修复有望。预计 2025-2027 年营收增速分别为+5.0%、+5.0%、+5.0%。

假设 4：子公司衡阳光电强化市场开拓，在手订单及总体产能规划良好，短期降幅有望收窄，后续前景可期，预计 2025-2027 年营收增速分别为-5.0%、+15.0%、+15.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务分拆及预测表如下：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
母公司	收入	19.08	42.94	53.67	64.41
	YOY	-26.03%	125.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	13.31%	16.00%	17.00%	17.50%
子公司	收入	8.39	7.98	8.72	9.53
	YOY	-14.75%	-4.97%	9.27%	9.39%
	毛利率	43.84%	48.00%	49.00%	49.50%
中兵通信	收入	4.05	3.44	3.78	4.16
	yoy	-9.10%	-15.00%	10.00%	10.00%
中兵航联	收入	2.72	2.85	3.00	3.15
	yoy	-18.07%	5.00%	5.00%	5.00%
衡阳光电	收入	1.77	1.68	1.94	2.23
	yoy	-19.48%	-5.00%	15.00%	15.00%
合并	收入	27.48	50.92	62.39	73.94
	YOY	-22.91%	85.30%	22.53%	18.52%
	毛利率	22.64%	21.01%	21.47%	21.63%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 3.1 亿元(同比+431.3%)、3.9 亿元(+22.9%)、4.6 亿元(+19.0%)，EPS 分别为 0.21 元、0.26 元、0.30 元，对应动态 PE 分别为 66 倍、54 倍、45 倍。

我们选取弹药厂商国科军工与产业链上游上市公司长盈通作为可比公司,两家公司 2026 年平均 PE 为 40 倍,公司高于行业均值,主要由于: 1) 产业链环节、地位不同。北方导航为兵器工业集团旗下精确制导武器核心供应商,市占率居于领先地位,而长盈通仅为光纤陀螺仪光纤环供应商,为产业链上游配套企业,议价能力、天花板低于北方导航;国科军工专注弹药动力部件,其产品壁垒低于精确制导系统; 2) 北方导航业绩能见度更高。2025 年以来北方导航经营拐点显现、未来 3 年业绩增速较快,而长盈通、国科军工业绩弹性稍弱,各公司所处赛道景气度存在差异。综上,三者产业链所处环节不同、配套比例不同、产品形态存在差异,北方导航作为兵器集团弹药制导环节核心供应商,市场份额领先,竞争优势凸显,业绩增长确定性更强、增速预期更高,因此具备估值溢价。考虑到未来行业复苏带来的业绩弹性,我们给予 2026 年 60 倍 PE,对应目标价 15.60 元,首次覆盖,给予“持有”评级。

表 4: 可比公司估值 (截至估值日期 2025 年 11 月 18 日收盘)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
688143.SH	长盈通	37.18	0.14	0.53	0.87	1.19	267	71	43	31
688543.SH	国科军工	49.56	0.95	1.09	1.37	1.70	52	45	36	29
平均值							159	58	40	30
600435.SH	北方导航	13.73	0.04	0.21	0.26	0.30	351	66	54	45

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 风险提示

- 1) 公司收入确认进度不及预期的风险;
- 2) 订单落地金额不及预期的风险;
- 3) 产品价格下降超预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2747.74	5091.52	6238.89	7394.21	净利润	89.11	303.04	428.39	539.92
营业成本	2125.72	4021.62	4899.38	5795.12	折旧与摊销	92.30	134.21	134.21	134.21
营业税金及附加	29.78	51.15	65.46	51.02	财务费用	-14.23	-5.18	-5.58	-5.69
销售费用	58.94	101.83	118.54	140.49	资产减值损失	-15.96	-5.20	-10.00	0.00
管理费用	476.81	626.26	736.19	865.12	经营营运资本变动	-763.71	-306.04	-585.47	-487.50
财务费用	-14.23	-5.18	-5.58	-5.69	其他	64.62	20.24	2.03	43.10
资产减值损失	-15.96	-5.20	-10.00	0.00	经营活动现金流净额	-547.87	141.07	-36.43	224.04
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-28.97	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	411.57	0.08	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	382.60	20.08	0.00	0.00
营业利润	81.57	301.04	434.92	548.14	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.34	-1.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	82.90	300.04	434.92	548.14	股权融资	54.99	200.00	0.00	0.00
所得税	-6.21	-3.00	6.52	8.22	支付股利	-30.18	-11.81	-62.73	-77.11
净利润	89.11	303.04	428.39	539.92	其他	-58.44	-24.28	5.58	5.69
少数股东损益	30.07	-10.61	42.84	80.99	筹资活动现金流净额	-33.62	163.91	-57.14	-71.42
归属母公司股东净利润	59.04	313.64	385.55	458.93	现金流量净额	-198.89	325.06	-93.57	152.61
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1370.86	1695.93	1602.36	1754.97	成长能力				
应收和预付款项	4689.46	6594.66	8651.67	10422.56	销售收入增长率	-22.91%	85.30%	22.53%	18.52%
存货	538.47	1061.42	1339.04	1564.87	营业利润增长率	-70.13%	269.06%	44.47%	26.03%
其他流动资产	12.19	9.29	11.38	13.49	净利润增长率	-64.41%	240.06%	41.37%	26.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-52.21%	169.40%	31.04%	20.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	855.99	778.29	700.60	622.91	毛利率	22.64%	21.01%	21.47%	21.63%
无形资产和开发支出	170.79	94.33	37.88	-18.58	三费率	18.98%	14.20%	13.61%	13.52%
其他非流动资产	130.36	130.30	130.24	130.18	净利率	3.24%	5.95%	6.87%	7.30%
资产总计	7768.12	10364.22	12473.18	14490.40	ROE	2.53%	7.60%	9.84%	11.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.15%	2.92%	3.43%	3.73%
应付和预收款项	3849.00	6047.41	7732.33	9227.18	ROIC	3.66%	12.02%	14.29%	15.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.81%	8.45%	9.03%	9.15%
其他负债	394.94	327.97	386.34	445.91	营运能力				
负债合计	4243.94	6375.38	8118.67	9673.09	总资产周转率	0.36	0.56	0.55	0.55
股本	1506.03	1511.33	1511.33	1511.33	固定资产周转率	3.55	6.63	9.03	12.06
资本公积	247.56	442.26	442.26	442.26	应收账款周转率	0.70	0.95	0.86	0.81
留存收益	989.37	1291.21	1614.03	1995.85	存货周转率	4.08	4.78	4.01	3.96
归属母公司股东权益	2769.53	3244.79	3567.62	3949.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.99%	—	—	—
少数股东权益	754.65	744.05	786.89	867.87	资本结构				
股东权益合计	3524.18	3988.84	4354.51	4817.31	资产负债率	54.63%	61.51%	65.09%	66.76%
负债和股东权益合计	7768.12	10364.22	12473.18	14490.40	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.58	1.48	1.44	1.43
					速动比率	1.45	1.31	1.27	1.27
					股利支付率	51.12%	3.76%	16.27%	16.80%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	159.64	430.07	563.54	676.66	每股收益	0.04	0.21	0.26	0.30
PE	351.48	66.16	53.82	45.22	每股净资产	1.83	2.15	2.36	2.61
PB	7.49	6.40	5.82	5.25	每股经营现金	-0.36	0.09	-0.02	0.15
PS	7.55	4.08	3.33	2.81	每股股利	0.02	0.01	0.04	0.05
EV/EBITDA	120.15	44.00	33.75	27.88					
股息率	0.20%	0.06%	0.30%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn