

交付确认集中在 H2，季度增长动能增强

—— 航天电子点评报告

2025 年 8 月 28 日

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，上半年实现营收 58.22 亿元，较上年同期下降 24.51%，实现归母净利润 1.74 亿元，较上年同期下降 30.37%。
- **25Q2 盈利高增，增长动能增强：**2025H1 公司营收 58.2 亿元，较上年同期下降 24.5%，与航天电工剥离有关。归母净利润 1.7 亿元，较上年同期下降 30.4%，主因 Q1 业绩拖累，航天产品交付下滑。2025Q2 营收 41.2 亿元（YoY+5.4%，QoQ+142.4%），归母净利 1.44 亿元（YoY+35.3%，QoQ+384.5%），环比大幅提升，季度间增长动能增强。
 - **分业务看，**航天军品营收 57.8 亿（YoY+0.65%），毛利率同比下降 1.7pct 至 20.4%。民用产品收入 0.23 亿元，同比骤降 98.82%，毛利率 34.5%，同比大幅提升 23.5pct，主因航天电工不再纳入合并报表造成的扰动。
 - **毛利率和期间费用率维持稳定：**2025H1 毛利率 20.5%，同比增长 1.1pct。期间费用率 16.9%，YoY+1.1pct，其中管理费用率 9.3%（YoY+1.8pct），下降最为明显；销售费用率 1.9%（YoY-0.5pct）；研发费用率因自筹项目减少而微降 0.2pct 至 4.8%。
 - **应收项高企，现金流承压：**公司应收票据和账款 103.7 亿元，较期初大增 32.3%，主受航天领域结算周期影响。此外，经营活动现金流净额 33.7 亿元，同比净流出扩大 9.7%，现金流阶段性承压。
 - **存货项较为稳定：**25H1 存货 222.7 亿元，较期初增长 10.0%，其中原材料和在产品分别增加 6.9%和 11.3%，或因下游订单需求提前备货。
- **交付确认集中在 H2，军品业绩可期。**公司航空军品增速较低，主因：
 - Q1 航天产品交付节点延期或推迟，其中航天飞鸿利润亏损，出口业务 H1 收入确认较少，且产品未达到交付节点，预计 H2 部分产品集中交付；
 - 部分子公司产品虽交付，但用户对产品结算时间延期或推迟，预计从 H2 逐步开展结算工作。公司相关产品成功实现为新研型号配套，叠加“十四五”收官年预期，我们认为下半年公司军品有望呈现季度边际向好趋势。
- **多型装备成功中标，无人系统“链长”地位巩固。**航天飞鸿在无人系统装备市场领域紧跟用户需求，多型无人系统装备成功中标，进一步巩固了在国内战役、战术级无人装备领域的领军地位，拓展了公司无人装备系统市场规模。此外，航天飞鸿启动延庆无人机装备产业基地二期项目，加快推进相关产能建设。
- **军贸+新兴市场，助力公司多点开花。**面对商业航天、低空经济和卫星互联网等新兴市场机遇，公司加快开展产业、产品布局调整和产品谱系拓展优化，积极对接各类新兴市场并逐步取得成效，助力公司可持续发展。公司无人系统产品在海外持续保持旺盛需求，多个国家采购项目正在积极洽谈，公司开展优化海外出口产品的科研生产管理体制，对重点单机产品提前开展预投产，大幅缩短了出口交付周期；无人系统产品的出口对公司航天电子信息产品海外市场开拓的带动效应逐步显现，相关配套产品有望实现独立出口。
- **投资建议：**预计公司 2025 至 2027 年归母净利润分别为 6.04/8.09/10.14 亿元，EPS 分别为 0.18/0.25/0.31 元，当前股价对应 PE 分别为 64/48/38 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动、客户延迟验收、毛利率下降的风险。

航天电子（600879.SH）

推荐 首次评级

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩森

☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

市场数据

2025-8-27

股票代码	600879.SH
A 股收盘价(元)	11.41
总股本(亿股)	32.99
总市值(亿元)	376.45
实际流通 A 股(亿股)	32.99
流通 A 股市值(亿元)	376.45

相对沪深 300 表现

2025-8-27



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

表1: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	142.80	146.02	170.70	196.21
收入增长率 (%)	-23.75	2.25	16.90	14.94
归母净利润 (亿元)	5.48	6.04	8.09	10.14
净利润增速 (%)	4.42	10.13	34.01	25.43
毛利率 (%)	20.99	20.50	20.50	20.50
摊薄 EPS (元)	0.17	0.18	0.25	0.31
PE	70.32	63.85	47.64	37.99
PB	1.86	1.82	1.78	1.72
PS	2.70	2.64	2.26	1.96

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

一、公司情况

公司在航天电子产品设计领域持续深耕，已成为国内航天电子产品设计企业龙头之一。公司核心业务为航天电子测控与航天制导等航天产品，同时布局大型地面工程业务测控站和电子支持设备等民用产品，为火箭、卫星、飞船和地面接收设备等领域提供航天电子产品。在航天产品和航天电子设备的民品市场方面，公司产品被广泛地应用于各类型号卫星、火箭运载工具、相应的地面通信测量与控制设备及工业自动化控制设备中。

表2：公司主营业务

业务		产品	应用领域
航天电子		测控通信、惯性导航、机电组件、集成电路等是公司传统优势专业，在国内始终保持领先水平，并保持着较高的配套比例，市场份额基本呈现稳中有升态势。 近年来航天电子产品营收稳步提升，约占总营收七成；由于毛利率较高，是净利润的主要来源	航天及国防装备领域
无人装备	无人系统领域	无人系统覆盖行业内多个领域，具有相关主管部门核发的无人机研制生产资质，是航天科技集团关于航天技术应用产业重点领域打造的现代产业链链长单位，是全军无人机型号项目研制总体单位及无人机系统集中采购合格供应商名录单位。	国防装备、物流运输 国防和国民经济领域
	精确制导	“飞腾”系列精确制导产品是航天科技集团唯一总体单位，该产品具有小型化、高精度、复合模式、低成本、智能化、模块化、系列化的明显优势并已具备一定的国际知名度。	

资料来源：公司公告，ifind，中国银河证券研究院

公司是航天九院唯一资本运作和产业落地的上市平台。公司前身为曾是全国电线电缆行业骨干企业之一的“武汉电缆”，其成立于上世纪 50 年代并于 1995 年上市。2000 年初，武汉电缆更名为火箭股份，主营业务变更为民用航天与运载火箭技术及配套装备、电线电缆生产销售等。2004 年，火箭院将所持有的 24.019% 股份转让给中国航天时代电子公司（航天时代，现航天九院主体），后者成为第一大股东。公司于 2009 年更名为航天电子，并在 2016 年通过资产重组获得航天电工等资产，基本实现航天时代电子企业类资产的整体上市；至此，航天电子确立了其作为航天九院核心上市平台的战略定位，并延续至今。

图1：公司发展历程



资料来源：iFind，公司官网，中国银河证券研究院

航天九院是我国航天电子领域的核心研制单位，承担载人航天、北斗导航等国家重大工程配套任务。2003 年，航天科技集团整合原九院、十院及一院五院相关单位组建中国航天时代电子公司（新九院）。截至 2024 年末，航天九院总资产 816.36 亿元，航天电子总资产 462.54 亿元，资产证券化率为 56.66%，仍有部分优质资产未注入，如 13 所（惯性技术）、771 所（微电子）等。

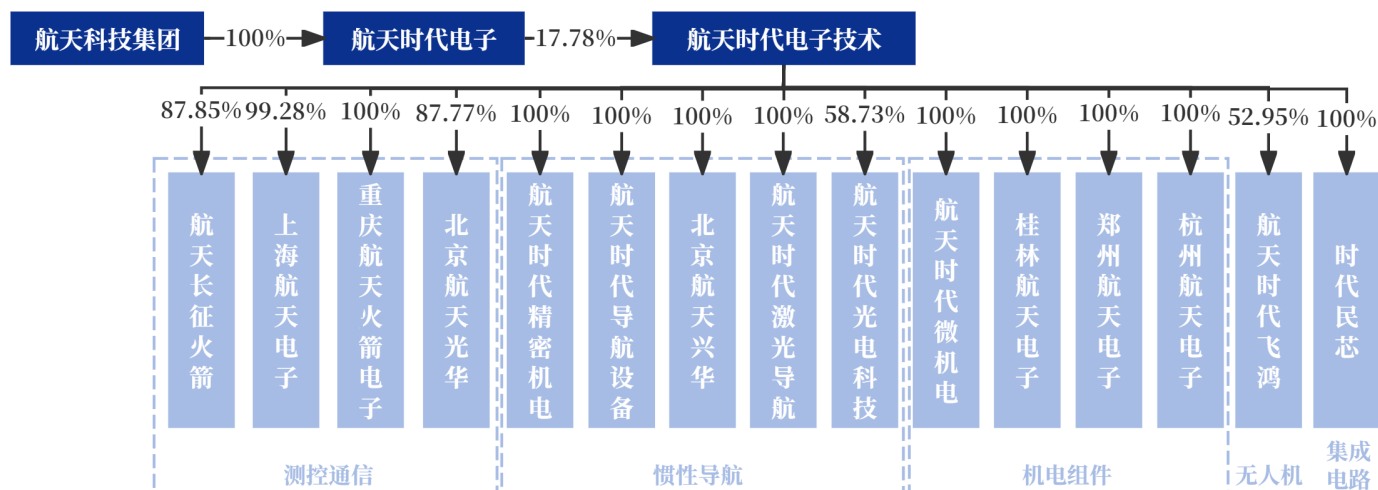
2020 年，公司下属航天飞鸿公司联合顺丰设立大型无人运输及业务公司——航天飞鹏，大力发展无人系统装备业务。2023 年，公司定增募投 41.35 亿，精准投入智能无人系统装备产业化、智能电子及卫星通信产品产业化等项目中。

电线电缆业务于 2024 年 8 月正式剥离出表，公司更加聚焦主业。2024 年，公司转让航天电工 51% 的股权以剥离电线电缆业务，进一步聚焦航天电子信息 and 无人系统装备两大核心业务。电线电缆业务原主要由公司原全资子公司航天电工承担，2024 年 8 月 1 日，公司已将航天电工 51% 股权转让给宜昌城发公司并完成了市场监管变更登记手续，公司持有航天电工公司 49% 股权，航天电工公司变更为公司参股公司，自 2024 年 8 月起公司不再对航天电工合并报表。

（一）平台型企业，多领域协同发展

公司是典型平台型企业，架构庞大、业务丰富，产业发展加快推进。公司旗下拥有 15 家控股子公司及 2 家联营企业，产品覆盖测控通信、惯性导航、机电组件、集成电路、无人系统装备等。据公司 2024 年年度报告披露，子公司时代民芯两款重点车规级芯片样品已完成交付验证；子公司航天飞鸿的“鸿栅”自主任务系统发布，FH-96V 舰载复合翼无人机首批批产产品完成验收，成功交付用户。

图2：公司股权结构（截止 2024/12/31）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

公司核心业务为航天电子测控与航天制导等航天产品，同时布局大型地面工程业务测控站和电子支持设备等民用产品，分别由不同的子公司承担相应职责。航天电子下属子公司分别负责不同业务，完整布局高性能传感器、无线电测量控制系统、特种电子通信、自动跟踪系统和数据收集、传输处理系统、卫星电视广播系统，数字化有线电视网络设备等多个行业。

表3：航天电子参控股企业主营业务领域

业务板块	公司名称	持股比例	24 年营收 (亿元)	24 年净利 (亿元)	主营业务
惯性导航	西安航天时代精密机电有限公司	100%	5.16	0.77	先进智能导航装备研发
	陕西航天时代导航设备有限公司	100%	-	-	高端智能惯性导航系统研发
	北京航天兴华科技有限公司	100%	-	-	导航专用仪器、传感器、液动力机械及元件、微特电机及组件
	北京航天时代激光导航技术有限责任公司	100%	9.06	0.64	先进激光导航产品研发
	北京航天时代光电科技有限公司	58.73%	7.29	0.46	先进光纤惯性及光电信息产品研发
测控通信与网络信息	航天长征火箭技术有限公司	87.85%	32.17	1.24	航天技术配套设备研发
	上海航天电子有限公司	99.28%	-	-	航天技术配套设备研发
	重庆航天火箭电子技术有限公司	100%	-	-	卫星通信设备研发
	北京航天光华电子技术有限公司	87.77%	16.74	0.49	火箭发射设备、火箭控制系统研发、微小卫星
微电子	北京时代民芯科技有限公司	100%	7.24	0.94	集成电路先进封装平台研发
机电组件与传感系统	桂林航天电子有限公司	100%	-	-	机电组件设计
	郑州航天电子技术有限公司	100%	-	-	电连接器设计
	杭州航天电子技术有限公司	100%	4.86	0.84	电连接器设计
	北京航天时代微机电技术有限公司	100%	-	-	机电组件研发
无人装备	航天时代飞鸿技术有限公司	52.95%	15.70	0.49	无人机、无人机防御系统
	时代飞鹏科技有限公司	22.27%	1.23	-0.70	民用航空器（发动机、螺旋桨）、民用航空器零部件

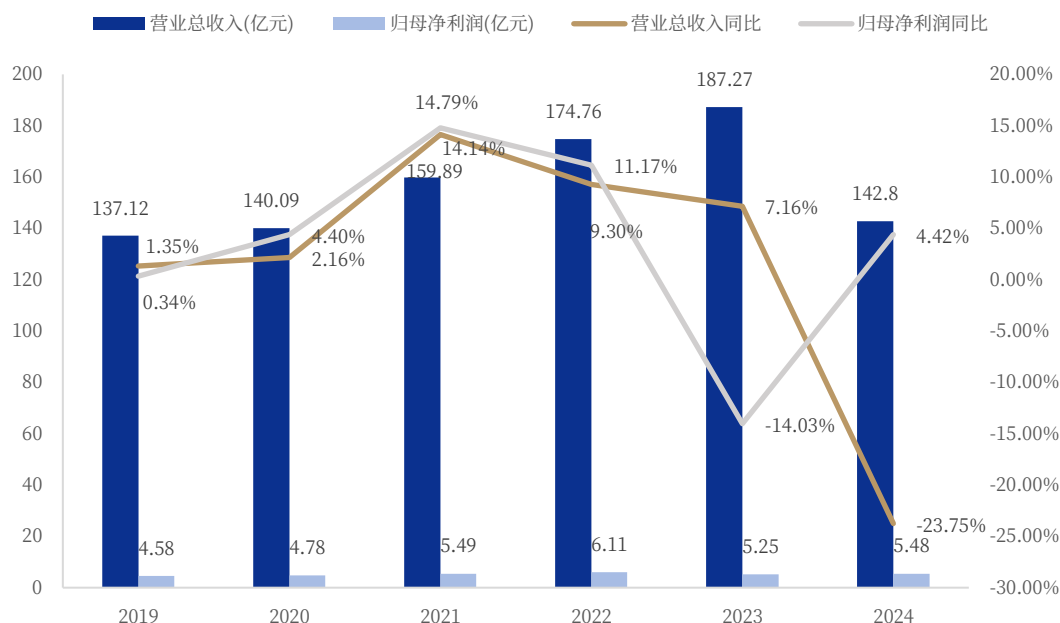
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司近年业绩端表现稳健，2024 年受业务剥离影响有所波动。公司 2019-2023 经历业务扩张期，营收小幅增长，复合增速 5.3%。2024 实现营收 142.80 亿元（YoY-23.8%），归母净利 5.48 亿元（YoY+4.42%）。营收下降主要系航天产品交付比上年同期下降以及航天电工 8-12 月份未纳入合并范围等综合因素所致。2024 年公司毛利率 21.0%，同比增加 0.67pct，毛利率韧性较强，达到近五年高点。

2025H1 公司营收 58.2 亿元，较上年同期下降 24.5%，归母净利润 1.7 亿元，较上年同期下降 30.4%，主因 Q1 业绩拖累，航天产品交付下滑。2025Q2 营收 41.2 亿元（YoY+5.4%，QoQ+142.4%），归母净利 1.44 亿元（YoY+35.3%，QoQ+384.5%），环比大幅提升，季度间增长动能增强。

- **应收项高企，现金流承压：**公司应收票据和帐款 103.7 亿元，较期初大增 32.3%，主受航天领域结算周期影响。此外，经营活动现金流净额 33.7 亿元，同比净流出扩大 9.7%，现金流阶段性承压。
- **存货项较为稳定：**25H1 存货 222.7 亿元，较期初增长 10.0%，其中原材料和在产品分别增加 6.9%和 11.3%，或因下游订单需求提前备货。

图3: 2019-2024 公司经营情况



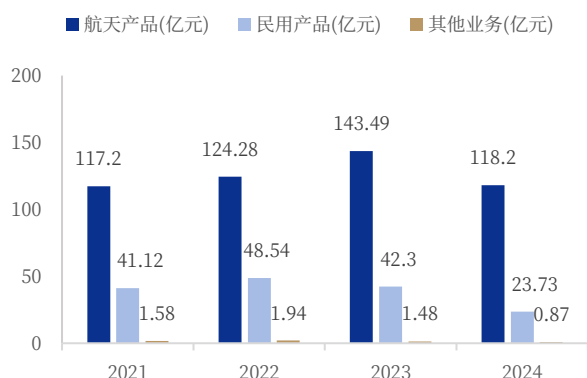
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

分产品来看，公司航天产品、民用产品和其他业务 2024 年收入分别为 118.20 亿元（YoY-17.63%）、23.73 亿元（YoY-43.89%）和 0.87 亿元（YoY-41.18%）。其中，民品营收受业务剥离影响出现大幅下滑，占比降至 16.62%（YoY-5.97%），但毛利率显著提升至 15.24%（YoY+5.18pct）。此外，车规级芯片和无人机均有所突破，民品利润端有望进一步改善。

25H1 航天军品营收 57.8 亿（YoY+0.65%），毛利率同比下降 1.7pct 至 20.4%。民用产品收入 0.23 亿元，同比骤降 98.82%，毛利率 34.5%，同比大幅提升 23.5pct，主因航天电工不再纳入合并报表造成的扰动。

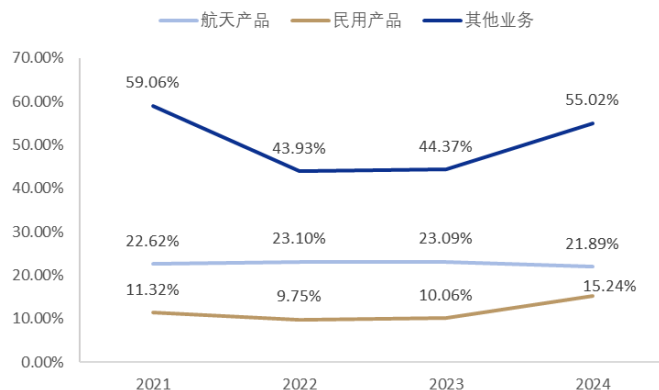
交付确认集中在 H2，军品业绩可期。公司航空军品增速较低，主因：1）Q1 航天产品交付节点延期或推迟，其中航天飞鸿利润亏损，出口业务 H1 收入确认较少，且产品未达到交付节点，预计 H2 部分产品集中交付；2）部分子公司产品虽交付，但用户对产品结算时间延期或推迟，预计从 H2 逐步开展结算工作。公司相关产品成功实现为新研型号配套，叠加“十四五”收官年预期，我们认为下半年公司军品有望呈现季度边际向好趋势。

图4: 2021-2024 分业务营收



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图5: 公司 2021-2024 分产品毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

持续增资扩产持续赋能核心业务发展。2024 年，公司通过整合惯性导航资源（将激光导航与兴华科技增资注入时代光电）提升产业协同与盈利能力，并累计对航天长征火箭、上海航天等子公司增资逾 10 亿元以强化能力建设。

当前，延庆无人机装备产业基地一期建设项目已基本完成。2025 年，航天飞鸿为弥补相关型号能力不足、数字化研制能力不足，启动延庆无人机装备产业基地二期项目，建设周期 36 个月，总投资估算额为 4.2 亿元，重点建设相关系列无人系统研制生产、测试和仿真试验等所需能力，共计新增建筑面积 4.88 万平方米，新增（改造）工艺设备 22 台（套）。

航天长征火箭为抢抓商业航天发展新机遇、提升数智化能力、整合资源与调整战略布局，同步建设智能感知产业基地，建设周期 24 个月，总投资估算额为 2.5 亿元，拟新建数字化仿真计算网络中心以及配套设施，新增建筑面积 1.68 万平方米，主要为各类仿真实验、测量暗室及配套设施。

表4：产能建设项目及金额

时间	项目名称		投资金额 (亿元)	项目实施主体	建设内容
2023	智能无人系统装备产业化	延庆无人机装备产业基地一期建设项目	8.31	航天飞鸿	围绕“智能无人巡飞系统”“高速空中协同应用系统”“无人反制系统”三个方向开展关键技术研究，同步开展无人装备产业延庆基地建设
		无人系统配套装备产业化项目	2.00	重庆航天	扩建无人装备电子产品电装生产线、扩建无人机发动机装试生产线、扩建数字化生产管理系统
		智能无人水下航行器产业化项目	1.35	航天光华	新建数字化电装生产线、电缆网自动化生产线、智能试验生产线、总成总测生产线等 4 条生产线及数字化制造运营平台
		机场无人智能协同保障系统项目	1.15	航天电子	新增 AI 计算子系统、AI 算力服务平台、AI 集群网络及安全子系统等工艺设备，并进行科研实验环境改造，搭建人工智能及装备仿真计算平台及研发测试环境
	智能电子及卫星通信产业化	智能综合电子信息系统产业化项目	10.00	长征火箭	围绕智能雷达、信息处理、信息传输、卫星导航为代表的智能综合电子信息系统产业发展方向，进行关键技术攻关和核心能力建设
		新一代卫星通信载荷及终端产品产业化项目	3.00	上海航天	围绕卫星有效通信载荷、终端及关键组件产业，突破载荷多波束通信、物联网通信、抗干扰通信、载荷数据采集控制组件研制等关键技术的攻关，补充相关产业生产线自动化设备
	惯性导航系统装备产业化	石英振梁加速度计和精密电磁组件产业化项目	2.86	北京兴华	新建一条石英振梁加速度计产品生产线、建成一条精密电磁组件生产线
		宇航用集成电路关键封装部件及超精密装备批生产建设项目	2.85	航天导航	建设精密批生产、研制试制快速反应、金属管壳批生产能力，补齐航天系统内部电子集成封装产业链并适当补充精密及超精密加工能力，建成航天高端军用、宇航星用级别金属管壳产业基地
		新型智能惯导系统研发与产业化	2.00	航天精密	补充建设柔性加工制造生产线、自动装配测试生产线、试验检测生产线
		先进激光导航产品研发及产业化批产项目	1.85	航天激光	补充激光陀螺光加、机加、合光、测试等环节生产能力，同时提升现有生产线数字化水平；开展高精度机载双轴惯导等新型激光惯导技术的研发工作，进一步提升导航精度及性能，拓宽机载应用市场；开展小型化三轴一体激光陀螺等陀螺产品性能提升和新型产品研发工作，完善高、中、低各级精度产品覆盖面
		先进光纤惯性及光电信息产品研制能力建设项目	1.46	航天光电	开展光纤惯性产品装配、标定测试等条件建设，对现有能力进行提升；同时开展高性能机载光纤惯导系统、光纤惯性产品自动化工艺制造技术等技术和产品研发
2025	延庆无人机装备产业基地二期建设项目		4.20	航天飞鸿	重点建设相关系列无人系统研制生产、测试和仿真试验等所需能力，共计新增建筑面积 4.88 万平方米，新增（改造）工艺设备 22 台（套）

智能感知产业基地一期项目	2.50	长征火箭	拟新建数字化仿真计算网络中心以及配套设施，新增建筑面积 1.68 万平方米，主要为各类仿真实验、测量暗室及配套设施
--------------	------	------	---

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、公司行业地位

公司航天电子信息产品业务隶属于航天产业，航天产业主要包括火箭、卫星、飞船等航天器。航天技术在国民经济领域有着广阔的市场空间和应用需求，航天技术辐射带动作用日益提升，航天技术应用产业面临做大做强的历史机遇。

公司完善市场运行模式，科学统筹国内与国际、军品与民品、研发与型号两个市场，形成市场资源合力。

- 在航天专用领域，继续深度对接航天重大型号配套任务，相关产品成功实现为新研型号配套，公司在航天电子信息传统业务领域的市场优势地位持续巩固。
- 面对商业航天、低空经济和卫星互联网等新兴市场机遇，公司加快开展产业、产品布局调整和产品谱系拓展优化，积极对接各类新兴市场并逐步取得成效，助力公司可持续发展。

无人系统主要包含能够自主或通过远程操控完成指定任务的无人飞行器、无人车辆、无人船艇等，最先应用于军事领域，其后广泛应用于民用领域并呈现螺旋式的发展趋势。从发展趋势看，无人系统装备将是世界强国竞相争夺的国防装备制高点，成建制的无人装备对抗由概念设计逐步走向集成验证和实战应用，智能化、体系化、拥有自主决策能力的无人系统装备成为未来装备发展的重点领域。在国家的大力支持下，国内有关单位结合各自业务特点在无人系统装备及无人装备集群化协同应用等方面开展了研究，各领域形成系列化装备，推动我国无人系统装备发展逐步加速，性能水平不断提升。民用方面，国家大力发展“低空经济”，各城市争相出台相关政策，力争低空经济“第一城地位”，在更为广泛的产业应用领域中，无人系统装备正在催生“无人经济”发展新模式，展现出巨大的经济价值和发展潜力。预计“十五五”期间无人系统装备市场需求将有数倍增长。

- 公司无人系统产品在海外持续保持旺盛需求，多个国家采购项目正在积极洽谈，公司无人系统海外业务正努力由“单一合作”向“长期共建”转变；开展优化海外出口产品的科研生产管理体制，对重点单机产品提前开展预投产，大幅缩短了出口交付周期；无人系统产品的出口对公司航天电子信息产品海外市场开拓的带动效应逐步显现，相关配套产品有望实现独立出口。
- 航天飞鸿公司在无人系统装备市场领域紧跟用户需求，多型无人系统装备成功中标，进一步巩固了在国内战役、战术级无人装备领域的领军地位，拓展了公司无人装备系统市场规模。投资建设延庆无人机装备产业基地二期项目，加快推进相关产能建设，不断满足航天飞鸿公司作为无人系统产业链链长能力需求，持续巩固无人系统产业链链长单位地位。

三、投资建议

多型装备成功中标，无人系统“链长”地位巩固。 航天飞鸿在无人系统装备市场领域紧跟用户需求，多型无人系统装备成功中标，进一步巩固了在国内战役、战术级无人装备领域的领军地位，拓展了公司无人装备系统市场规模。此外，航天飞鸿启动延庆无人机装备产业基地二期项目，加快推进相关产能建设。

军贸+新兴市场，助力公司多点开花。 面对商业航天、低空经济和卫星互联网等新兴市场机遇，公司加快开展产业、产品布局调整和产品谱系拓展优化，积极对接各类新兴市场并逐步取得成效，助力公司可持续发展。公司无人系统产品在海外持续保持旺盛需求，多个国家采购项目正在积极洽谈，公司开展优化海外出口产品的科研生产管理体制，对重点单机产品提前开展预投产，大幅缩短了出口交付周期；无人系统产品的出口对公司航天电子信息产品海外市场开拓的带动效应逐步显现，相关配套产品有望实现独立出口。

投资建议： 预计公司 2025 至 2027 年归母净利润分别为 6.04/8.09/10.14 亿元，EPS 分别为 0.18/0.25/0.31 元，当前股价对应 PE 分别为 64/48/38 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	142.80	146.02	170.70	196.21
收入增长率（%）	-23.75	2.25	16.90	14.94
归母净利润（亿元）	5.48	6.04	8.09	10.14
净利润增速（%）	4.42	10.13	34.01	25.43
毛利率（%）	20.99	20.50	20.50	20.50
摊薄 EPS（元）	0.17	0.18	0.25	0.31
PE	70.32	63.85	47.64	37.99
PB	1.86	1.82	1.78	1.72
PS	2.70	2.64	2.26	1.96

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

四、风险提示

下游行业需求波动、客户延迟验收、毛利率下降的风险。

表6：公司财务预测表

资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	385.61	372.81	380.10	390.72
现金	50.14	50.80	58.20	62.36
应收账款	69.94	70.98	71.13	71.94
其它应收款	1.64	1.22	1.42	1.64
预付账款	40.48	34.83	35.28	37.44
存货	202.45	193.48	192.25	194.98
其他	20.96	21.51	21.81	22.36
非流动资产	76.94	72.89	68.85	64.42
长期投资	9.82	9.82	9.82	9.82
固定资产	38.86	35.45	31.88	28.14
无形资产	8.62	8.35	8.08	7.82
其他	19.64	19.27	19.07	18.64
资产总计	462.54	445.71	448.94	455.13
流动负债	214.27	192.39	189.17	187.27
短期借款	39.21	39.21	39.21	39.21
应付账款	101.45	99.97	94.24	90.99
其他	73.61	53.21	55.72	57.07
非流动负债	7.00	6.85	6.85	6.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.00	6.85	6.85	6.85
负债合计	221.27	199.24	196.02	194.12
少数股东权益	34.48	35.08	35.88	36.88
归属母公司股东权益	206.79	211.39	217.05	224.14
负债和股东权益	462.54	445.71	448.94	455.13

现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-4.03	2.59	8.99	5.83
净利润	6.02	6.63	8.89	11.15
折旧摊销	7.45	4.33	4.39	4.43
财务费用	2.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-3.07	-1.02	-1.19	-1.37
营运资金变动	-16.76	-7.40	-3.10	-8.37
其它	0.33	0.04	0.00	0.00
投资活动现金流	-0.03	0.68	0.85	1.37
资本支出	-6.39	-0.91	-0.34	0.00
长期投资	6.15	0.00	0.00	0.00
其他	0.21	1.58	1.19	1.37
筹资活动现金流	9.15	-2.61	-2.43	-3.05
短期借款	-2.51	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.66	-2.61	-2.43	-3.05
现金净增加额	5.10	0.66	7.40	4.15

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	142.80	146.02	170.70	196.21
营业成本	112.84	116.09	135.71	155.98
营业税金及附加	0.78	0.73	0.85	0.98
营业费用	3.01	2.92	3.24	3.73
管理费用	12.81	13.14	14.51	15.70
财务费用	1.66	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.07	1.02	1.19	1.37
营业利润	6.74	7.02	9.41	11.79
营业外收入	0.11	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.34	0.02	0.02	0.02
利润总额	6.51	7.00	9.39	11.77
所得税	0.49	0.37	0.50	0.62
净利润	6.02	6.63	8.89	11.15
少数股东损益	0.54	0.60	0.80	1.00
归属母公司净利润	5.48	6.04	8.09	10.14
EBITDA	12.95	11.34	13.77	16.20
EPS（元）	0.17	0.18	0.25	0.31

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-23.75%	2.25%	16.90%	14.94%
营业利润	14.46%	4.20%	33.91%	25.37%
归属母公司净利润	4.42%	10.13%	34.01%	25.43%
毛利率	20.99%	20.50%	20.50%	20.50%
净利率	3.84%	4.13%	4.74%	5.17%
ROE	2.65%	2.86%	3.73%	4.53%
ROIC	1.78%	2.29%	3.00%	3.67%
资产负债率	47.84%	44.70%	43.66%	42.65%
净负债比率	-2.57%	-3.20%	-6.05%	-7.45%
流动比率	1.80	1.94	2.01	2.09
速动比率	0.61	0.69	0.74	0.78
总资产周转率	0.31	0.32	0.38	0.43
应收账款周转率	1.90	2.07	2.40	2.74
应付账款周转率	1.22	1.15	1.40	1.68
每股收益	0.17	0.18	0.25	0.31
每股经营现金	-0.12	0.08	0.27	0.18
每股净资产	6.27	6.41	6.58	6.79
P/E	70.32	63.85	47.64	37.99
P/B	1.86	1.82	1.78	1.72
EV/EBITDA	22.35	33.29	26.87	22.59
PS	2.70	2.64	2.26	1.96

资料来源：中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良：制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 10 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森：军工行业分析师。证券从业 4 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn