

中小型无人机市场空间广阔，商业航天带来新增量

核心观点

- **内需外贸共振，公司无人机业务迎来快速增长，“鸿栅”无人装备管理系统有望引领无人作战新趋势。**（1）全球范围看，军用中小型无人机有望实现快速增长。从俄乌冲突等实战效果看，现代地面作战体系对中小型无人机/巡飞弹的需求持续攀升。中小型无人机成本较低、效费比高，全球军队均在基层部队增加无人机配置，采购占比有望持续提升。（2）公司是军用中小型无人机龙头，信息化能力突出，有望迎来内外需共振。以电子信息能力为基石，公司主营中小型战役/战术无人机，经过十几年来发展，在我国陆军市场奠定了领军地位。公司在研的忠诚僚机产品 FH-97A 电子化、智能化、体系化能力强，在先进战机有人无人协同的发展趋势下，有望突破空军市场。此外，在全球军贸市场，公司近年来海外开拓卓有成效，凭借产品性能优势和体系化能力，在海外知名度提升，与海外客户正努力由“单一合作”向“长期共建”转变，未来潜力巨大。（3）从装备延伸到系统，前瞻打造无人装备管理系统，未来应用前景广阔。公司率先推出“鸿栅”无人装备管理系统，可灵活接入各类无人装备，实现各类无人平台的有效融入和任务协同，为操作人员提供任务执行建议和风险评估，顺应无人化智能化作战趋势，应用空间广阔。
- **未来低轨卫星发射将成为常态化，公司作为航天电子产品核心配套企业有望充分受益。**随着技术迭代进步、发射工位陆续建成投入使用以及民营火箭参与发射，未来低轨卫星的发射进度将不断加快。公司长期配套卫星产品，技术和项目积累雄厚，星间链路激光通信技术国内领先，在低轨卫星载荷上配套核心激光通信模块和多种电子器件，单星价值量高。我们认为随着未来卫星招标节奏加快及火箭发射常态化，公司低轨卫星业务有望成为新的增长亮点。
- **传统业务铸牢基本盘，随着行业景气反转上行有望呈现恢复性增长。**公司传统主营业务包括测控通信、惯性导航、集成电路与机电组件，在国内军品中保持着较高的配套比例，下游主要包括导弹、卫星、火箭与空间站等。中长期，实战实训对导弹需求上升、传统宇航任务维持高位以及信息化趋势下对电子器件的需求持续增加，将带动公司业务持续增长；今年以来，防务市场景气上行，公司各项传统业务有望加速恢复。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.17、0.24、0.32 元。参考 2026 年可比公司调整后平均估值 55 倍，对应目标价 13.20 元，首次给予“买入”评级。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,727	14,280	15,651	20,835	25,693
同比增长(%)	7.2%	-23.7%	9.6%	33.1%	23.3%
营业利润(百万元)	589	674	665	983	1,292
同比增长(%)	-12.1%	14.5%	-1.4%	47.9%	31.5%
归属母公司净利润(百万元)	525	548	555	806	1,042
同比增长(%)	-14.3%	4.4%	1.4%	45.1%	29.2%
每股收益(元)	0.16	0.17	0.17	0.24	0.32
毛利率(%)	20.3%	21.0%	21.5%	20.6%	20.1%
净利率(%)	2.8%	3.8%	3.5%	3.9%	4.1%
净资产收益率(%)	2.9%	2.7%	2.7%	3.8%	4.8%
市盈率	68.5	65.6	64.7	44.6	34.5
市净率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6

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
股价（2025年09月25日）	11.26元
目标价格	13.20元
52周最高价/最低价	12.16/7.31元
总股本/流通A股（万股）	329,930/329,930
A股市值（百万元）	37,150
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025年09月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	9.11	-5.46	16.93	52.82
相对表现%	6.99	-8.24	0.93	17.78
沪深300%	2.12	2.78	16	35.04



证券分析师

罗楠	执业证书编号：S0860518100001 luonan@orientsec.com.cn 021-63326320
冯函	执业证书编号：S0860520070002 fenghan@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

鲍丙文	执业证书编号：S0860124070016 baobingwen@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

重大投资要素

我们区别于市场的观点

部分投资者可能认为：公司业务很多，主要为航天领域电子信息产品配套，电子类业务跟随下游航天需求呈现平稳增长，弹性不大。

但我们认为，市场对公司无人机和商业航天业务认知仍不足，实际上，公司在这两个领域竞争优势突出，产业空间广阔，发展潜力大，正在进入快速增长阶段。

1) 中远程无人机整机国家队，内外需共振订单饱满。公司率先构建无人装备管理系统，抢占未来战场需求。市场对军用中小型无人机关注度较低，我们认为中小型无人机正在迎来快速发展，其低成本+基层部队加速配置+消耗属性强的特点，使得国内外对它的采购需求不断攀升。公司中小型无人机产品综合实力强、电子信息优势突出，在国内陆军市场占主导地位。近年来公司持续加大对军贸市场的开发，海外市场份额有望持续提升。我们认为公司无人装备正由于内外需的共振进入高速增长阶段。此外，公司瞄向未来战场需求，凭借自己在无人装备和综合电子信息能力的储备，实现从装备和体系的延伸，**率先构建无人装备管理系统，可助力未来无人装备的协同化和智能化。我们认为公司产品有望重塑未来的无人作战模式，增强公司在无人装备+体系的主导地位和竞争优势。**

2) 商业航天正处于 1-100 的发展阶段，近期发射速度持续加快，随着民营火箭技术成熟、海南商发二期竣工投入使用以及各公司卫星制造项目扩产，未来火箭发射端与卫星制造端有望加速共振。公司配套低轨卫星、火箭核心模块和电子器件，单星价值量高。其中，卫星星间激光通信模块技术壁垒高，单星价值量约 600~800 万元，未来市场空间广阔。

关键假设

收入的快速增长主要来自于无人装备业务、低轨卫星业务的快速增长与传统军品的景气恢复。1) 公司作为国内军用中远程无人机国家队市场，随着国内需求持续增长及军贸市场的提升，无人系统装备收入有望实现 50%以上快速增长；2) 星网正在进入快速组网、密集发射阶段，将拉动公司低轨卫星配套产品增长；3) 经历了过去两年需求低迷，国内防务领域进入 2~3 年的景气上行阶段，传统主业将呈现恢复性增长。

股价上涨的催化因素

陆军装备无人机进度超预期；公司无人机产品在海外市场取得重大突破；忠诚僚机打入空军市场；公司无人作战体系产品获得客户认可；公司新增订单和在手订单量显著增长。

风险提示

无人机市场军贸开拓不及预期；卫星发射速度不及预期；军品采购价格下降风险；产品回款周期变化风险；行业竞争加剧风险等。

目录

1、中小型无人机市场前景广阔，无人作战系统将受益于军贸市场	6
1.1 中小型无人机及巡飞弹需求不断扩大	6
1.2 公司专注于中小型无人机研发，竞争优势明显	8
1.2.1 无人机型谱完整，中小型、中近程无人机竞争优势突出	8
1.2.2 公司巡飞弹性能指标优越，协同作战能力强	10
1.2.3 制导炸弹技术领先，有望随着无人机开拓市场	11
1.3 未来无人作战电子化、信息化与智能化程度有望持续提升	13
1.4 内需外贸共振，公司各系列产品有望打开市场	14
1.4.1 内需：陆军空军对公司系列产品需求有望持续增长	14
1.4.2 外贸：公司中小型无人机应用范围广，产品竞争力强	15
1.5 从无人装备到无人装备管理系统，引领无人作战新趋势	17
2、低轨卫星加速发展且空间广阔，公司配套核心模块，单星价值量高	18
2.1 发射进度持续加快，商业化落地提速	18
2.2 激光通信是未来组网关键组件，市场空间广阔	20
3、传统业务铸牢基本盘	22
3.1 测控通信：中国航天遥测及测控技术的开拓者	22
3.2 惯性导航：配套范围广，龙头地位突出	23
3.3 集成电路与机电组件：元器件未来需求有望持续增长	25
4、盈利预测与投资建议	26
盈利预测	26
投资建议	27
5、风险提示	28
6、附录	29
6.1 公司基本情况	29
6.2 公司业绩分析	30

图表目录

图 1: 2011-2022 年全球中小型无人机战损率趋势上明显提升	6
图 2: 军用无人机市场未来或将迎来快速增长 (单位: 亿美元)	7
图 3: 集成在联合轻型战术车辆上的“英雄”-120 巡飞弹.....	8
图 4: 飞鸿系列无人机产品丰富.....	8
图 5: FT 系列智能精导武器	13
图 6: 有人-无人协同作战是未来战争趋势	13
图 7: 飞鸿-97A 忠诚僚机	15
图 8: 2015-2024 年中国在全球无人机军贸市场份额占比最高 (基于 TIV 计算)	15
图 9: 2015-2024 年全球各型号无人机军贸出口 TIV 价值中 TB-2 市场份额最大 (单位: TIV)	16
图 10: 航天飞鸿 23-24 年营收规模快速增长.....	17
图 11: 公司无人装备技术底蕴丰厚	17
图 12: “鸿栅”无人自主任务管理系统功能多样	18
图 13: 批量卫星电子系统价值量占比达 89%	19
图 14: 液体火箭电子系统成本占比为 22%.....	19
图 15: 中国运载火箭发射次数近年来持续增长	20
图 16: 星间链路可以实现全球实时组网	20
图 17: 北斗三号卫星建链示意图.....	21
图 18: Starlink 激光终端和安装位置	21
图 19: 卫星通信应用系统	22
图 20: 北斗/GPS 双系统基带处理芯片	22
图 21: 北斗 RDSS 基带处理电路.....	25
图 22: 北斗二代/GPS 双系统导航型模块.....	25
图 23: 桂林航天电子 2JB15-1 型磁保持继电器.....	25
图 24: 郑州航天电子 J14T 系列矩形电连接器	25
图 25: 公司历史沿革.....	29
图 26: 公司股权结构 (截至 2025 年一季度)	30
图 27: 24 年剥离电缆业务后公司营收有所下滑	30
图 28: 24 年公司净利润总体保持平稳	30
图 29: 24 年毛利率及净利率有所改善	31
图 30: 公司近年来持续加大研发投入.....	31
图 31: 公司军品营收占比持续增长	31
图 32: 公司军品毛利率近年来保持稳定	31
表 1: 军用无人机可按多种标准分类.....	6

表 2: 国内军用无人机公司中, 公司主营中小型无人机	9
表 3: FH-901 相较于其他巡飞弹重量适中、续航时间长	10
表 4: FH-901 巡飞弹具有智能协同化突出、抗干扰和动力技术强等特点	11
表 5: 未来航空炸弹将朝着协同化、无人作战化、远距离投放等方向发展	12
表 6: 无人协同作战系统对电子信息要求很高	14
表 7: 飞鸿系列较 Bayraktar TB2 竞争优势明显	16
表 8: 国内主要卫星互联网星座部署计划及最新进展	19
表 9: 公司是航天电子领域的核心配套单位	22
表 10: 国内测控通信业务配套单位情况	23
表 11: 子公司惯性导航业务配套范围较广	23
表 12: 航天电子具有惯性传感器制造能力	24
表 13: 航天电子可比公司估值	27

1、中小型无人机市场前景广阔，无人作战系统将受益于军贸市场

1.1 中小型无人机及巡飞弹需求不断扩大

以无人机为代表的无人化装备在现代战争中的功能和应用都在不断扩大，将成为未来战争中的重要军事力量。俄乌冲突等局部战争中，无人机成为实战应用的“试验场”凭借灵活机动的特性，广泛执行侦察、打击等多重任务。现代军用无人机的任务范围由传统的空中侦察、战场观察和毁伤评估等扩大到战场抑制、对地攻击、拦截巡航导弹、空中格斗等领域，应用更加广泛。

与有人战机相比，军用无人机具有体积小、重量轻、造价低、零伤亡、使用限制少、隐蔽性好、效费比高等突出特点。现代军用无人机的任务范围由传统的空中侦察、战场观察和毁伤评估等扩大到战场抑制、对地攻击、拦截巡航导弹、空中格斗等领域，应用更加广泛。

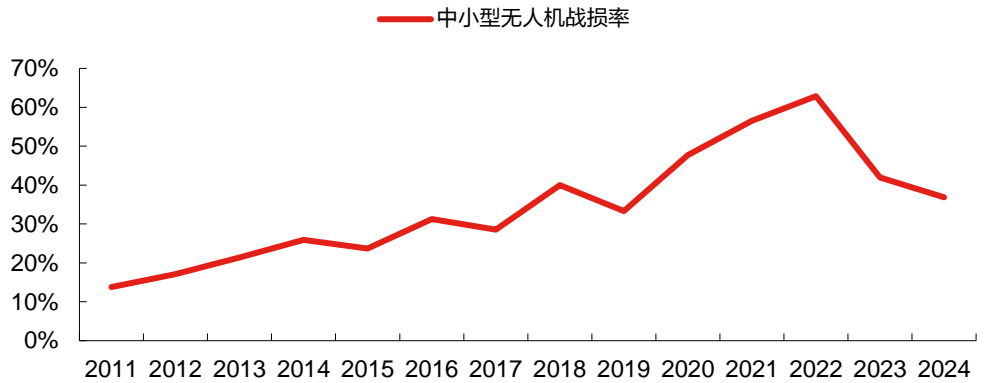
表 1：军用无人机可按多种标准分类

分类标准		类型	介绍
按军事用途		靶机	作为射击训练目标的一种军用无人飞行器
		战术无人机	由地面、舰船或空中控制站发送任务指令的小型无人机
		战略无人机	高空长航时无人机和高空长航时无人机，主要用于战略侦察和监视，个头大
		无人战斗机	能够执行空战或对地攻击任务的无人机
按技术性能	按大小尺度	微型无人机（巡飞弹）	空机质量≤7 千克
		轻型无人机	7 千克 < 空机质量≤116 千克
		中小型无人机	空机质量≤5700 千克
		大型无人机	空机质量 > 5700 千克
	按活动半径	超近程无人机	飞行半径在 15 公里以内的无人机
		近程无人机	飞行半径在 15 至 50 公里内的无人机
		短程无人机	飞行半径 50 至 200 公里的无人机
		中程无人机	飞行半径在 200 到 800 公里的无人机
		远程无人机	飞行半径在 800 公里以上的无人机

数据来源：智研咨询，东方证券研究所

中小型无人机较大型无人机相比，在实战中消耗量大、成本低，未来市场需求会持续扩大。中小型无人机具有很高的机动性和隐蔽性，信息化集成度高，可以使用电子干扰等，而且现在的雷达对于小型无人机的探测手段仍然受限，俄乌冲突里乌克兰就有使用隐蔽靠近的手段成功靠近目标骗过雷达并成功打击的案例。据央视网，受俄乌冲突影响，美陆军于 2023 年 6 月提出采购更小型的连级无人机，而美国之前的无人机主要是装备在旅级和师级的中大型无人机，说明了近年来的实战应用促使小型无人机的需求迅速增加；同时根据英国 Drone wars 网站展示的中小型无人机战损率数据，2010-2022 年中小型无人机的战损比例明显增加，也侧面印证了中小型无人机已经快速大量投入到了实战之中，我们认为低成本化作战趋势下，未来市场需求会持续扩大。

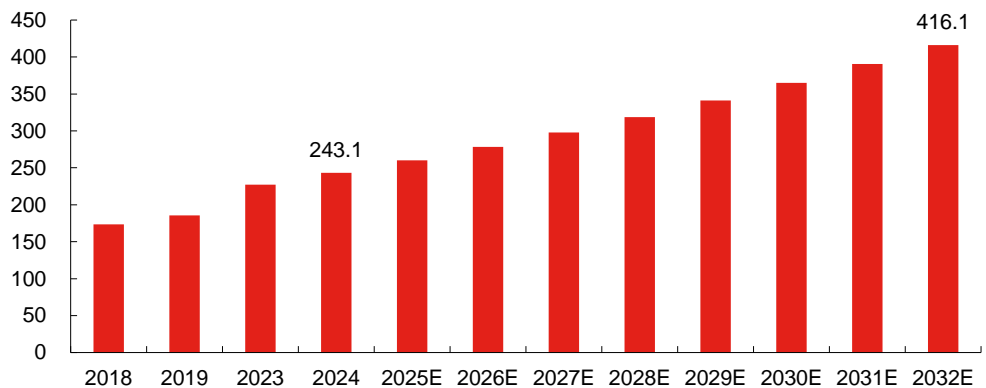
图 1：2011-2022 年全球中小型无人机战损率趋势上明显提升



数据来源：Drone wars, 东方证券研究所

军用无人机未来的需求量仍将持续上升。随着地缘政治摩擦增加、对监视和侦察能力的需求不断增长以及人工智能能力增强带来的现代战场精度、耐力和态势感知能力的提升，军用无人机未来的市场需求有望持续上升。根据 Wise Guy Reports，军用无人机市场行业预计将从 2024 年的 243.1 亿美元增长到 2032 年的 416.1 亿美元。

图 2：军用无人机市场未来或将迎来快速增长（单位：亿美元）



数据来源：Wise Guy Reports, 东方证券研究所

巡飞弹又称自杀式无人机，是将无人机技术和弹药技术有机结合而衍生出的一种新型空中武器系统。巡飞弹集多种作战功能于一体，可滞空巡弋、待机作战，能够在多种作战环境下执行多样化任务，是精确打击武器发展的重要方向之一。巡飞弹射程远、功能多，在执行侦察、定位、指示、信息中继、毁伤评估等任务时，空中待机时间长，在战场中使用将大大提高武器系统对目标的打击效率，减少不必要的后勤负担，增加火力任务弹性。

巡飞弹具有成本低、作战灵活、响应快速等优点，可与其他火力进行互补。1) 与常规炮弹相比，巡飞弹有弹翼和发动机，空中飞行时增加了一个“巡飞弹道”，能长时间留空，并寻找最佳时机精确打击目标；2) 与巡航导弹相比，巡飞弹造价较低，即使是高端巡飞弹的价格也只有巡航导弹价格的几分之一，一些低成本巡飞弹甚至比民用摩托车还便宜，效费比较高，如伊朗研发的见证者-136 巡飞弹采用车载箱式发射，无精密导引头，主要依靠惯性制导和给定坐标打击目标，就是一种低成本巡飞弹；3) 与制导炮弹或制导炸弹相比，巡飞弹中途可自主或经遥控改变飞行路线甚至叫停任务，使用更加灵活高效；4) 运用传统火力，一般要经历“发现—确定—跟踪—发射

“一打击”的过程，巡飞弹则实现了在发射、飞行过程中同步搜索目标，从而缩短了作战响应时间。较弱的雷达和红外信号特征，则让它行动较为隐蔽，能够出其不意发起攻击。此外，巡飞弹更擅长打击时间敏感目标和小微目标，可在一定程度上与机动性强、作战区域广、打击威力大的空军对地攻击机形成互补。

巡飞弹可与多平台联手，战斗应用较为广泛。巡飞弹可由海、陆、空基平台甚至人工进行发射或投放，可集成到无人机、坦克、步兵战车、火力支援车等主战装备中。如德国莱茵金属公司的KF51“黑豹”主战坦克，炮塔内集成了4联装的“英雄”-120巡飞弹发射模块，同时其研制的战斗无人机，据称可搭载8枚巡飞弹；美国海军陆战队的新型远程无人艇中甲板上配备了一套8联装“英雄”-120巡飞弹发射器，我们认为未来巡飞弹还会与更多有人和无人平台联手作战。

图 3：集成在联合轻型战术车辆上的“英雄”-120 巡飞弹



数据来源：解放军报，东方证券研究所

1.2 公司专注于中小型无人机研发，竞争优势明显

1.2.1 无人机型谱完整，中小型、中近程无人机竞争优势突出

公司无人机业务由控股子公司航天飞鸿开展，持股比例为 52.95%。航天飞鸿是专业从事无人机系统研发、设计、生产和销售的实体单位，致力于国内先进无人机技术研发及以无人系统为载体的人工智能、大数据应用，是全军型谱无人机总体研制单位、全军无人机系统集中采购合格供应方名录单位、军委装备发展部无人机专家组成员单位及中国无人机产业创新联盟副理事长单位。

公司无人机产品谱系全。飞鸿系列无人机涵盖从 300 克至 8 吨级超近程、近程、中远程、巡飞作战四大系列 30 余型产品，包括 FH-901 巡飞蜂群系统、FH-902 单兵固定翼无人机系统、FH-909 高速察打无人直升机系统、FH-91 侦察无人机系统、FH-96 长航时无人机系统、FH-92A 察打一体无人机系统、FH-95 中远程多用途无人机、FH-97 隐身无人机、FH-97A 忠诚僚机等，具有多层次、立体化、智能化的侦察打击能力。飞鸿系列无人机已形成了远中近结合、高低速互补、固定翼旋翼兼具、多次亮相重大军事活动。

图 4：飞鸿系列无人机产品丰富



数据来源：航天九院九部官方公众号，东方证券研究所

航天电子主营中小型无人机，具有电子信息化优势。国内无人机研制公司主要有航天彩虹、航天电子，中无人机等公司，与航天彩虹、中无人机主攻中大型察打一体无人机不同，航天电子的 FH-92、FH-95、FH-96 均不大于 1000kg，所产无人机具备多种型号，具备不同的起飞重量、载荷能力以及续航时间，可满足多种不同的应用场景；同时航天电子作为航天计算机、通信测控、惯性导航、微电子技术的奠基者，可充分发挥型号系统与电子技术结合优势，推动信息融合与系统集成。

表 2：国内军用无人机公司中，公司主营中小型无人机

型号	公司	分类	起飞重量	载荷能力	机长	翼展	作战半径	续航时间
彩虹-3	航天彩虹	侦察攻击一体化系统	630kg	100kg	5.5m	8m	200km	12h
彩虹-4	航天彩虹	中空长航时侦察打击一体化系统	1330kg	345kg	8.5m	18m	3000km	35h
彩虹-5	航天彩虹	大型中空长航时无人机	3300kg	1000kg	8.5m	21m	3000km	40h
彩虹-6	航天彩虹	/	7800kg	/	15.8m	20.5m	5000km	20h
彩虹-7	航天彩虹	高空长航时隐身无人战机	8000kg	/	12m	27.3m	4000km	16h
彩虹-802	航天彩虹	超近程小型无人侦察机系统	6.5kg	/	1.75m	3m	35km	1.5h
彩虹-91	航天彩虹	便携式微小型无人机系统	110kg	20kg	/	/	150km	5h
彩虹-10	航天彩虹	无人倾转旋翼机	350kg	50kg	/	6.7m	/	7h
翼龙-1	中无人机	中空长航时系列无人机	1100kg	200kg	9m	14m	2000km	20h
翼龙-2	中无人机	中空长航时系列无人机	4200kg	420kg	11m	20.5m	1500km	20h
翼龙-3	中无人机	中空长航时系列无人机	6t	2.35t	12.2m	24m	4800km	40h
翼龙-10	中无人机	高空高速无人机	/	400kg	9.95m	17.8m	/	/
FH-92	航天飞鸿	察打一体无人机系统	375kg	75kg	4.1m	9m	/	10h
FH-95	航天飞鸿	中远程多用途无人机系统	1000kg	250kg	/	/	/	大于 24h
FH-96V	航天飞鸿	长航时无人机系统	100kg	15kg	/	/	/	大于 8h
FH-97	航天飞鸿	高速隐形多用途无人机	/	/	/	/	1000km	/
FH-97A	航天飞鸿	忠诚僚机	/	/	/	/	/	/

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。

数据来源：新浪军事、央视军事、澎湃新闻等，东方证券研究所

1.2.2 公司巡飞弹性能指标优越，协同作战能力强

FH-901 相较于其他巡飞弹续航能力强、威力更大。各国在多年前便已开始研制巡飞弹，目前全球主流的巡飞弹型号有美国的弹簧刀-300、弹簧刀-600，俄罗斯的柳叶刀和立方体以及航天飞鸿的FH-901等。FH-901巡飞弹长1.2米，起飞重量接近10公斤，战斗部重量为3.5公斤，这个威力已经可以攻击一些装甲目标或者坚固工事，同时其采用电动机推进，最大时速约150公里/小时，续航时间可以达到1-2小时，作战半径15公里。相较于国外主流型号，FH-901巡飞弹重量轻，具有长续航时间，且中短距离作战性能优越，爆炸威力更强，具有较高性价比；且战斗部重量及威力要高于美军的弹簧刀，可直接对敌方重要个人、装甲车辆进行攻击。

表 3：FH-901 相较于其他巡飞弹重量适中、续航时间长

型号	国家	公司	起飞重量	打击范围	续航时间	制导方式
弹簧刀300	美国	宇航环境公司	2.5kg	10km	15min	捷联式；正、侧面电视+非制冷红外+激光测距
弹簧刀600	美国	宇航环境公司	22.7kg	40-90km	45min	双光电/红外综合传感器
立方体	俄罗斯	扎拉航空	3kg	/	30min	指令制导和半主动雷达相结合
柳叶刀-1	俄罗斯	扎拉航空	5kg	/	30min	双轴稳定式；电视/非制冷红外+激光测距
柳叶刀-3	俄罗斯	扎拉航空	12kg	/	40min	光电和卫星复合制导
FH-901	中国	航天飞鸿	9.5kg	15km	1-2h	双轴稳定式；电视+非制冷红外

数据来源：高端装备产业研究中心、《单兵巡飞弹的关键技术及发展方向，李辉等》等，东方证券研究所

FH-901 适用性广，具有智能及蜂群作战能力，有望在国内外市场大放异彩。巡飞弹的发展将靠动力技术、抗干扰技术、模块化技术和智能协同作战技术的综合进步，动力系统将向高效化、低噪化和新能源方向发展，以满足战场持久作战需求；抗干扰能力需结合人工智能和抗干扰通信技术，提升战场生存性；模块化设计将增强多任务适应性，支持快速生产和战时维护；而智能协同作战技术将突破单平台限制，实现集群自主决策与高效打击，成为未来战场的关键优势。FH-901的模块化结构设计使得其不仅能够单兵携带，还能由车辆、舰艇、直升机、无人机携带发射，发射后可在空中组网编队，执行蜂群饱和攻击任务；同时可通过组网通信实现实时信息共享，可自主完成目标识别、分配、路径规划与攻击协调。实战中，集群形成密集打击网提升覆盖面和杀伤力，降低被防空系统拦截的概率。我们认为公司巡飞弹性能优异，和无人机搭配使用协同能力强，随着国内景气度不断复苏，以及中东、非洲等国家加大中式装备采购，未来有望持续开拓国内外市场。

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。

表 4：FH-901 巡飞弹具有智能协同化突出、抗干扰和动力技术强等特点

关键技术	具体内容	发展趋势	FH-901 拥有的技术
动力技术	动力技术一直是巡飞弹的关键技术之一，理想的动力装置应包括小型化、低噪音、低成本、高效率、高环境适应性等特点。目前国内外巡飞弹常用的动力装置主要包括喷气动力系统、活塞发动机动力系统、电动机系统等，但是当前没有哪种动力装置能够满足上述所有优点。	采用先进动力增加巡飞时间，增强攻击弹药的作战持久性，实现战场持久压制。不同类型的动力装置满足不同性能指标的应用需求。	FH-901 采用电动机推进技术，其动力装置适配弹体紧凑结构；低噪音特性助力隐蔽突防；能借电能高效转化保障飞行，结合实战场景，满足当前战术对动力“小、静、效”需求。
抗干扰技术	巡飞弹抗干扰能力较差，容易被电磁干扰，特别是采用民用电子器件的巡飞弹，在抗干扰方面存在先天不足。巡飞弹之所以能在俄乌冲突上大出风头，主要是因为俄乌双方没有实施大规模电磁干扰，巡飞弹遥控受影响不大。	借助人工智能技术，通过搭载的高性能传感器收集环境信息，与记忆中的目标特征进行比对，自主判断、锁定并发动攻击；使用成组数据传输技术将数据分组打包，采用不同路径、频段、时隙传输，部分数据包受阻时依然能维持与地面站相对稳定的数据沟通，拓展作战距离。	可在复杂电磁环境中，对疑似干扰信号快速识别、过滤，保障飞行控制与数据链路稳定，通过“避、抗、识”结合，提升复杂电磁场景下的任务执行能力。
模块化技术	巡飞弹搭载不同的载荷可以执行不同的作战任务，通过进行模块化设计，能够由陆、海、空军主要武器系统投放，满足多平台发射要求，适应不同的作战要求和复杂的战场环境；同时巡飞弹在战场是典型的易耗品，通过模块化设计可以实现快速批量化生产、检修或者更换，降低设备维修难度，提高战时快速响应能力。	发展模块化可重构技术，满足战场作战需求。巡飞弹采用模块化设计，将来可以配用更多类型的毁伤、打击载荷以及侦察载荷，提高巡飞弹的可重构能力，满足多平台发射要求，未来应用将极其广泛。	运用模块化设计，弹体分动力、侦察、战斗部等模块。通过标准化接口，快速完成模块更换，适应陆、空平台发射，在侦察打击多场景灵活切换，提升任务适配与部署效率。
智能协同作战技术	巡飞弹智能协同作战是指多个巡飞弹平台之间，基于先进的信息技术、算法以及通信手段，相互协作、配合，以完成复杂多变的作战任务。巡飞弹智能协同作战能够依据战场态势实时调整自身的飞行路径、目标选择以及攻击时机，突破了单枚巡飞弹动力和任务载荷的限制，能够对任务区域的目标进行有效的覆盖，实现作战效能的最大化。	构建巡飞弹智能协同作战能力，夺取战场作战优势。目前巡飞弹在战场上还是以单独作战为主，一般情况下对战役或者战争结果影响较小，智能协同作战是巡飞弹未来技术发展的热点和重要方向。	以“蜂群作战”为核心智能协同技术，支持几十至几百架巡飞弹集群行动，通过组网通信实现实时信息共享，各弹具备高度自主性，可自主完成目标识别、分配、路径规划与攻击协调。实战中，集群形成密集打击网提升覆盖面和杀伤力，降低被防空系统拦截的概率；还能梯次攻击，未达效果时迅速调整再攻。

数据来源：《巡飞弹的发展和作战应用分析，圣冬冬》，东方证券研究所

1.2.3 制导炸弹技术领先，有望随着无人机开拓市场

制导炸弹是在普通炸弹的基础上多了制导装置，在投放后能控制弹道引导炸弹打击目标。与传统炸弹地毯式攻击目标相比，制导炸弹目标命中率能达到 50% 以上，很大程度上减少了弹药的损耗；同时与普通炸弹相比，制导炸弹具有精度高、成本低、投放距离远等特点。公司的制导炸弹产品由航天飞鸿的控股子公司航天飞腾研发制造，航天飞腾拥有精确制导炸弹、导弹、武器系统的总体、分系统到核心单机设计的完整专业体系，在制导炸弹领域成功探索实践了“系统集成、技术

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声明。

融合”的技术途径，先后突破弹载控制器集成技术、低成本末制导技术、新型制导炸弹折叠翼/舵、滑翔增程、无线火控等关键技术，授权专利多项。现有多款制导炸弹产品，形成了制导炸弹项目从单机配套到总体设计、系统仿真、试验验证、产品试制、批量生产的能力。

面对战场对精确制导炸弹需求量的持续增加，制导炸弹将朝着精确化、自主化、智能化发展。目前制导炸弹还处于形式上的智能化，看似做到了“投放后不管”，但很大程度上会受到复杂环境（电磁波、光波、天气、目标伪装等）干扰和远距离探测信号变弱的影响，所以制导炸弹智能化涉及的感知、识别、控制、决策、协同等关键技术还需要研究突破；同时网络化协同技术、利用滑翔技术提升防区外远程打击能力与无人机载弹药技术也将成为未来发展重点。

表 5：未来航空炸弹将朝着协同化、无人作战化、远距离投放等方向发展

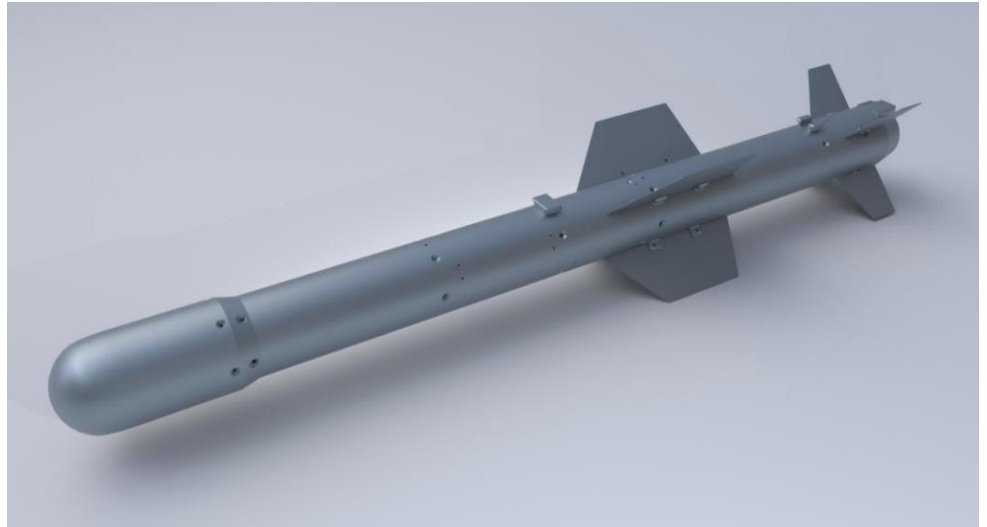
主流技术	原因及分析	未来发展趋势
抗干扰与制导技术	未来的战场环境由于受到众多因素影响和强干扰的作用，不同的谱段、不同的位置和不同的环境使得作战目标的变化性组合呈现出爆炸性的增长，导致了目标的不可预测性，这对制导炸弹识别目标增加了困难维度。目前，抗干扰的手段主要是采用以激光和卫星定位辅以惯性系统的复合制导方式，复合制导的发展就是为了增强制导炸弹作战的可靠性，既要能快速准确识别出伪装、隐蔽、欺骗的目标，还要能在弱通信或无网络情况下在较少的样本或有噪声的信息中剔除杂波有效处理数据，来准确定位目标位置。	未来制导装置将向着复合制导和小型化的方向发展，复合制导主要是激光/电磁波/红外/雷达/INS等方式的复合，提高其稳定性且未来导航系统还能在复杂情况下对不确定性进行提前预测和分析，小型化带来的灵巧结构能够让导航系统更好地适应极端环境发展，具有更好的越障能力和高效作战性能。
网络化协同自主打击技术	通过“组网、协同、自主”技术实现航空制导炸弹群战场态势协同感知、信息共享，作战目标协同分配、自主决策，增强对时敏目标的打击能力，增强在强对抗环境下的作战能力，提升航空炸弹的精确打击效率。网络化合作技术将颠覆航空炸弹传统作战模式，成为各军事大国航空炸弹大力发展的方向。	应考虑发展航空炸弹合作打击技术，增强强对抗战场的打击效率，避免在未来可能出现的大国冲突中出现武器代差压制。
小直径和无人机载	因当前世界战争呈现小规模冲突不断和地区持续反恐作战的局势，以及随着战斗部技术的发展，能够使用更小尺寸的战斗部实现大当量的毁伤效果。小直径炸弹的发展可以增加战机的载弹量，增加战机在相同架次下可打击目标的数量，提升战机作战能力。同时炸弹小型化后可挂载无人机，通过无人机作战可减少战场有生力量的参与，降低人员伤亡的风险。	应考虑加大功能全面的小直径炸弹和高可靠低成本无人机载炸弹的研制，增强战机单次打击能力，同时形成高低搭配的弹药体系，以应对未来战争出现的成本问题。
滑翔增程制导	在与防空体系健全、武器装备先进的军事大国冲突中，近距离临空打击将使载机暴露在严密的防空火力下，面临巨大威胁。通过滑翔增程技术，可提升航空制导炸弹的有效射程，增强载机在防空火力外的高精度打击能力，保证载机的作战使用安全。	应考虑滑翔增程技术在航空炸弹各型号中的应用问题，增强国内低成本防区外打击能力，确保载机作战安全。

数据来源：《制导炸弹智能技术现状与发展思考，张婷等》、《2021年国外航空炸弹发展综述，朱豪坤等》，东方证券研究所

航天飞腾的 FT-8 系列智能精导武器主要包含 FT-8B/C/D 三型空地制导弹药，主要适配于无人机及无人直升机的精确制导弹药，采用 INS + 激光半主动、红外、可见光等多种制导模式，重量从 10 公斤到 45 公斤，主要用于打击坦克、装甲车和战术武器发射车等静止或移动目标。具有差异使用、高低搭配、精度高、射程远、多用途等特点。以飞鸿-92A 为例，其在两侧翼下各安装了一个挂架，每次出击可以配备 2 枚 FT-8 导弹；飞鸿-95 翼下有 4 个挂架，一次可以挂载 4 枚 FT-8 空地导弹。“飞腾”精确制导弹药是目前国际市场挂载机型最多、型谱最全、出口地区最广的精确制导弹药，远销亚洲、南美、非洲、中亚和东欧等国际市场。

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。

图 5: FT 系列智能精导武器

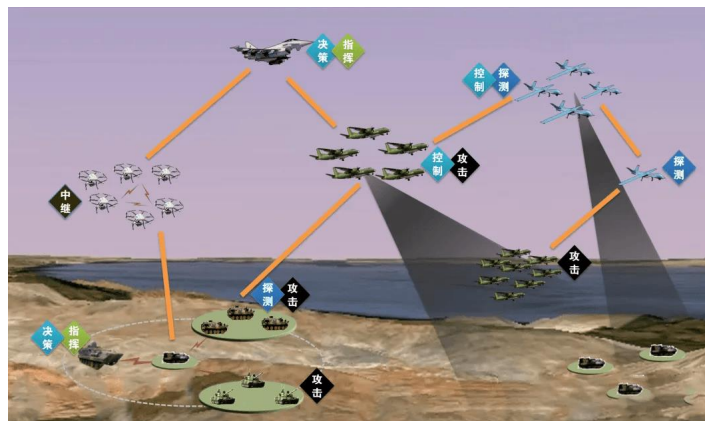


数据来源: 中国航天报, 东方证券研究所

1.3 未来无人作战电子化、信息化与智能化程度有望持续提升

军用无人机的技术发展正呈现多维度、跨领域的融合趋势，主要围绕智能化、协同化、多功能化和生存能力提升等方向演进。无人机协同作战可以采取不同模式，主要包括完全自主化的无人机协同、多无人机协作以及有人机与无人机的协同。其中有人机与无人机的协同能够结合有人机的决策能力和无人机的机动灵活性，适用于复杂任务，相较于传统单一作战方式，具有战场感知能力强、任务分配效率高、连续作战能力优秀、具有多任务能力等优势。

图 6: 有人-无人协同作战是未来战争趋势



数据来源: 中国指挥与控制学会, 东方证券研究所

无人机协同作战系统是一个多模块融合的复杂体系，对电子和信息技术要求很高。主要体现在以下方面，1) 战场感知：无人机协同作战其中一大核心在于平台之间的通信与信息共享，快速响应战场态势变化，及时调整任务分配；2) 电子对抗：而在强对抗环境中，敌方的电子干扰和网络攻击可能导致通信链路中断，从而削弱系统效能，此时数据链路必须具备高抗干扰性和高保密性，以保障信息的安全传输。如分布式数据链路可增强平台间数据传递的稳定性，抗干扰通信技术可确保在强电磁干扰环境下的信息安全；3) AI 智能化：AI 智能化在无人机协同作战中通过自

主决策与动态协同，可进行自主编队控制等，将显著提升作战效能。可以看出未来无人作战趋势下，无论是在无人系统组成、核心无人协同功能模块还是在关键技术支撑，都将朝着电子化、信息化与智能化方向演进。

表 6：无人协同作战系统对电子信息要求很高

	具体组成部分	作用或分类
系统组成	无人机平台	侦察无人机：通过光学、红外、雷达等多种传感器采集战场信息，实时传送至指挥中心，提供战场态势感知；攻击无人机：执行定点打击和区域压制任务，具备精准的打击能力。通信中继无人机：在复杂战场环境中充当通信节点，确保系统中的信息高效传递；电子干扰无人机：用于干扰敌方电子设备，如通信系统和雷达，为己方争取作战优势
	地面指挥与控制中心	负责整体任务规划、实时数据分析和对无人机的指挥控制。通过先进的人机交互界面和数据处理系统，指挥中心能够快速响应战场态势变化，及时调整任务分配
	数据链路	数据链路是系统各单元之间的信息传输纽带，确保无人机平台与指挥中心之间的无缝连接。在强抗环境下，数据链路必须具备高抗干扰性和高保密性，以保障信息的安全传输
核心功能模块	探测与态势感知模块	通过传感器采集战场信息，构建多维度、实时更新的战场态势图
	任务规划模块	负责根据战场态势实时调整无人机的任务分配和行动轨迹
	协同决策与指挥模块	数据分析与战术决策：对传回的战场信息进行分析，并快速制定战术计划；人机协作：辅助指挥人员做出更加精准的作战决策；平台间协同：实现无人机与无人机、无人机与有人机之间的紧密协作。
	编队控制模块	队形调整：根据任务需求和环境变化灵活调整无人机的队形；距离保持：确保无人机之间的安全距离和通信稳定；协同操作：在队形中分配特定功能的无人机进行协作。
	效能评估模块	作战行动结果分析；系统弱点识别与改进建议
关键技术支撑	高效通信技术	分布式数据链路：增强平台间数据传递的稳定性；抗干扰通信技术：确保在强电磁干扰环境下的信息安全；低延迟传输：提高任务响应速度
	分布式控制技术	提供系统的分布式操作能力，减少对单点控制中心的依赖；提高系统的容错率和抗毁伤能力。
	实时数据融合技术	实现多传感器、多平台的异构数据整合，提高战场态势感知能力。

数据来源：《无人机协同作战：新一代军事力量的变革之路，张阳等》，东方证券研究所

1.4 内需外贸共振，公司各系列产品有望打开市场

1.4.1 内需：陆军空军对公司系列产品需求有望持续增长

陆军对中小型无人机及巡飞弹需求有望持续提升。在现代地面作战体系中，中小型无人机及巡飞弹的需求呈现持续攀升态势。陆军作战场景涵盖平原、山地、丛林等多种复杂地形，作战单位从基层班组到合成旅、集团军，层级丰富且任务多样，包括前沿侦察、火力校射、精确打击、战场通信中继等，这使得对中小型无人机的依赖度不断加深。从基层作战单元来看，前沿班组的近距离侦察任务对小型无人机需求迫切。2025 年 8 月央视军事报道的“砺剑-2025”演习中，陆军首次展示“蜂群-狼群”协同作战体系。“智能蜂群”由轻小型无人机构成，堪称战场上的“空中多面手”，可以与特战队员紧密配合组成一个个智能作战单元，从而对敌方重要目标进行打击；此外，“机器狼”对传统“三三制”经典战术进行智能化升级，以三个为一组展开行动，配合完成先期侦察、精准打击、掩护突入等任务。这些轻小型无人装备组成编队出动，可对目标进行立体式侦察和饱和式打击。这是现代战场最新的作战方式之一，同时这种战术体系也对无人机的消耗量提

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

出新要求。根据公司 2023 年年报，航天飞鸿公司的多个型号无人系统成功国内中标，并填补了复合翼领域型号装备空白，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，丰富了公司无人系统装备型谱。我们认为未来消耗量大及战术配置需求下，将促使陆军通过规模化采购构建战术弹性。

先进战斗机有人无人协同愈发重要，FH-97A 有望作为忠诚僚机突破空军市场。未来空战环境日益复杂，敌方的防空系统也越发先进，在这种情况下有人战机面临着更高的风险，而忠诚僚机概念的出现，为解决这一问题提供了新的思路。美国空军早在多年前就启动了“忠诚僚机”概念研究，计划到 2027 年在重大军事行动和训练中全面融入无人机战力。按照美军构想，未来每架 F-35 战机将配备多架无人机协同作战。以美军公布的“下一代空中优势”计划为例，其预计到 2029 年前将部署多达 1000 架如 YFQ-42A 与 YFQ-44A 这类具备协同作战能力的无人机，与现有的 F-35 或者未来更先进的载人战斗机进行协同。忠诚僚机飞鸿-97A 于 24 年珠海航展上首次公开亮相，其内埋弹舱可以携带 8 枚微型智能空空导弹，而机翼下方和机腹也具备扩展挂载能力，可以按任务需求挂副油箱、空空导弹、精确制导武器和电子战吊舱等多种装备。我们认为其能够凭借其自身的隐身性能、强大的数据处理能力以及武器搭载能力，可在空战中为载人战斗机提供侦察、干扰敌方防空系统、甚至直接参与攻击等多种支持，有效提升空军整体作战效能，突破现有的作战局限，开辟新的作战优势，未来有望在空军市场中占据重要地位。

图 7：飞鸿-97A 忠诚僚机



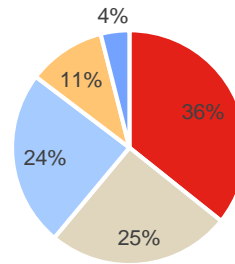
数据来源：环球网，东方证券研究所

1.4.2 外贸：公司中小型无人机应用范围广，产品竞争力强

我国军用无人机军贸市场份额处于首位，但中小型无人机市场占有率不足。基于 TIV 计算，我国军用无人机过去 10 年市占率为 36%，排名全球第一，出口的主力机型为“翼龙”和“彩虹”系列无人机，如我国最早出口的“翼龙-1”型无人机出口范围已经覆盖埃及、巴基斯坦、阿联酋、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦、尼日利亚、乌兹别克斯坦、印尼等多个“一带一路”沿线国家。但过去十年来看，我国主要军贸出口的还是大型无人机，中小型无人机市场中还是由土耳其的 Bayraktar TB2 占据了绝对的市场地位。

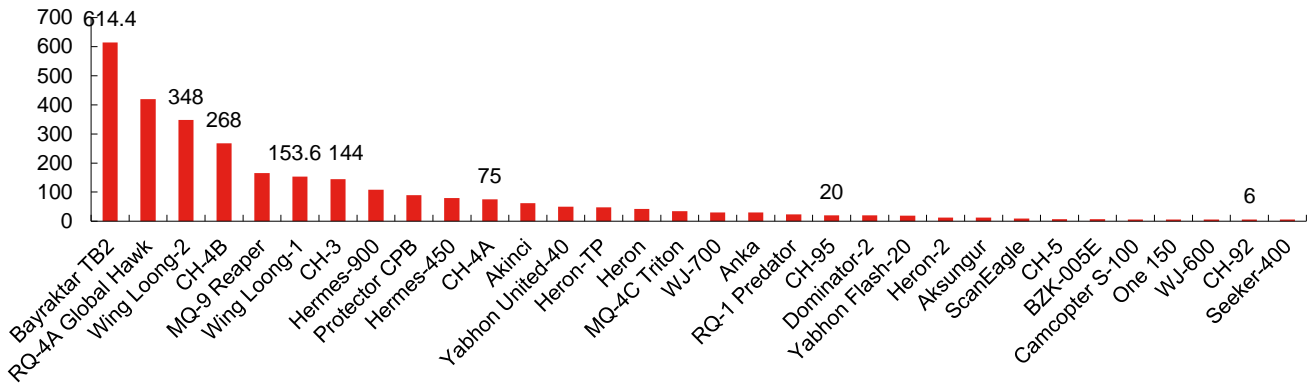
图 8：2015-2024 年中国在全球无人机军贸市场份额占比最高（基于 TIV 计算）

■ 中国 ■ 美国 ■ 土耳其 ■ 以色列 ■ 其他



数据来源：SIPRI，东方证券研究所，注：TIV 单位由 SIPRI 制定，是基于一套核心武器的已知单位生产成本，旨在表示军事资源的转让

图 9：2015-2024 年全球各型号无人机军贸出口 TIV 价值中 TB-2 市场份额最大（单位：TIV）



数据来源：SIPRI，东方证券研究所，注：TIV 单位由 SIPRI 制定，是基于一套核心武器的已知单位生产成本，旨在表示军事资源的转让

飞鸿系列较 Bayraktar TB2 竞争优势明显。在 2023 年之前全球中小型无人机军贸市场中，TB-2 广受欢迎，根据光明网，截至 2023 年土耳其已经向 33 个国家/地区出售 400 余架 TB-2 无人机，主要是亚洲的发展中国家。飞鸿系列无人机进入军贸市场较晚，因此前些年的市场份额被 TB-2 抢占较多，但其实 TB-2 的武器挂载能力相对有限，飞鸿系列较 TB-2 的武器挂载更加多元化与智能化，系统化与电子信息化作战能力更强，我们认为未来 FH-92、FH-95A 等产品在军贸市场中的份额有望持续提升。

表 7：飞鸿系列较 Bayraktar TB2 竞争优势明显

型号	FH-92	Bayraktar TB-2	FH-95A
定位	中小型察打一体无人机	轻型战术侦察/打击无人机	中型察打一体无人机
主要任务	战场侦察、目标指示、精确打击	侦察监视、对地攻击（小型目标）	广域侦察、多目标打击
最大起飞重量	≥375kg	700kg	约 1000kg
有效载荷	约 72kg	150kg	约 250kg
续航时间	约 10 小时	27 小时	≥24 小时
实用升限	约 7000m	8200 m	约 7000 m
武器挂载	HDEO/IR/LRF/LD4 一体化+PGB，武器系统	4 枚 MAM-L/C 导弹	可同时挂载六合一光/SAR 吊舱、电子战载荷以及精确武器等

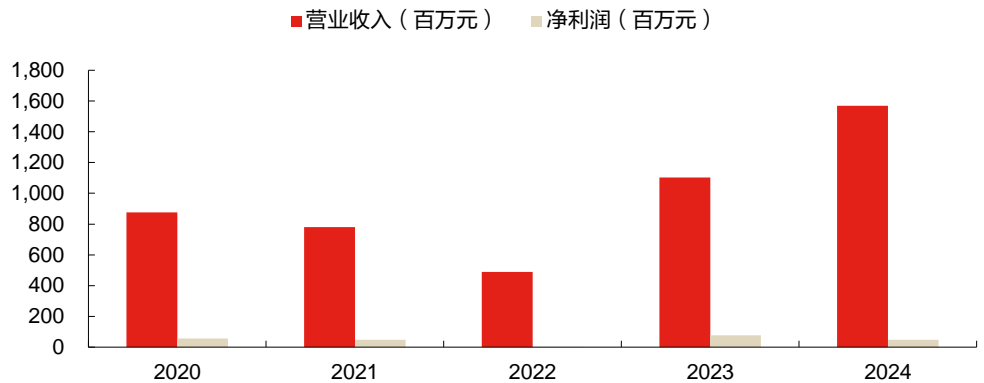
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

军贸销售情况	截至 2023 年已向 33 个国家/地区出售 400 余架
--------	-----------------------------------

数据来源：新华网、Bayraktar 官网、航空产业网，东方证券研究所

军贸需求持续扩大，公司海外订单未来有望进一步上升。无人系统领域近年来海外市场方面也不断取得新突破，航天飞鸿的 24 年营收体量较 20 年接近实现翻倍，无人系统军贸产品在型谱化、系列化发展方面取得长足进步，其中程多用途无人机系统以及小直径制导弹药获得了国际业务订单，军贸合作渠道逐渐拓宽，并根据不同军贸公司海外主阵地采取“一司一策”的营销策略，力争发挥各自优势深化无人系统装备市场领域的多元化合作，多型产品远销南美、非洲、中亚和东欧等地区国家；我们认为随着中小无人机实战需求的扩大，未来公司无人系统将进一步打开国际市场，收入规模将进一步提高；同时随着公司无人系统研发进度完成，整体的盈利能力也将同步得到改善。

图 10：航天飞鸿 23-24 年营收规模快速增长

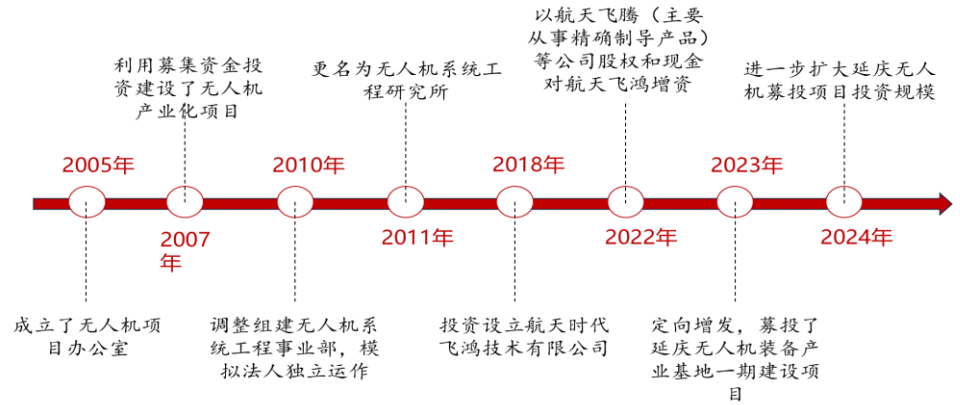


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.5 从无人装备到无人装备管理系统，引领无人作战新趋势

以电子信息技术为基石，公司无人装备底蕴丰厚。2005 年，航天九院敏锐发现以电子信息技术为核心的无人机装备将会深刻改变未来战场形态，因此大力投入资源进入无人机领域，成立了无人机项目办公室；2007 年，公司利用募集资金投资建设无人机产业化项目；2010 年调整组建无人机系统工程事业部，模拟法人独立运作；2011 年更名为无人机系统工程研究所；2018 年航天电子与控股股东共同投资设立航天时代飞鸿技术有限公司；2022 年，公司以航天飞腾（主要产品为精确制导武器）等公司股权和现金对航天飞鸿增资，并引入国开制造业转型升级基金等 8 名战略投资者；2023 年，公司定向增发，募投了延庆无人机装备产业基地一期建设项目；2024 年，公司又进一步募投延庆无人机装备产业基地项目，持续扩大无人机产业布局。

图 11：公司无人装备技术底蕴丰厚



数据来源：公司公告，东方证券研究所

从装备到系统，公司打造“鸿栅”无人装备管理系统，引领无人作战新趋势。“鸿栅”系统首次亮相于 24 年珠海航展，是针对当前和未来无人装备管控需求，航天飞鸿自主研发的一套高度智能化的任务管理系统。它采用了开放架构设计，能够灵活接入各类无人装备，实现统一的信息融合、任务规划和临机决策；基于“基座+模块（模型）+应用”的开发模式，可以快速裁剪构建不同层级、不同功能的管理 APP，不仅提高了系统的适应性和灵活性，也大大缩短了开发周期，降低了维护成本；公司以无人自主任务管理为核心，形成了智能情报处理、数字等效验证、无人装备智能增量组件、智能通信网关等系列智能无人体系核心产品生态，采用多智能体建模方法，形成面向服务的多智能体协同管理技术架构，可有力支撑系统训练学习和知识更新，实现系统持续演化。我们认为公司的无人装备管理系统功能完善，搭配自身无人装备产品将快速打开未来市场。

图 12：“鸿栅”无人自主任务管理系统功能多样



数据来源：中国航天报，东方证券研究所

2、低轨卫星加速发展且空间广阔，公司配套核心模块，单星价值量高

2.1 发射进度持续加快，商业化落地提速

卫星互联网正处于从 1 到 10 的爆发前夜。23 年中国卫星互联网迎来了真正的元年，产业链开始成熟，基础设施越来越完善，需求逐渐明确。24 年商业航天首次被写入政府工作报告。今年卫星组网进度呈加速态势，其中星网已发射 8 次，25 年 7 月底至 8 月中旬两周共计发射了四次，组网

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。

进度正持续加快中；其他星座也在规划与筹备发射中，将进一步丰富中国的卫星网络，并为各种空间应用提供更加精准和高效的服务。

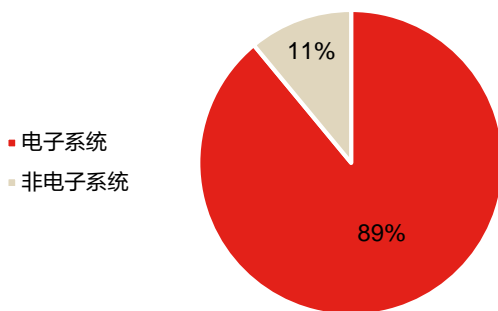
表 8：国内主要卫星互联网星座部署计划及最新进展

星座	公司	数量（颗）	轨道高度	最新进展/计划
GW	中国星网	12992	508km/590km/600km/1145km	截至 2025 年 8 月，我国成功将卫星互联网低轨 01-10 组卫星发射升空。
千帆（G60 星链）	上海垣信	1296（一期），远期规划 12000 余颗	开始 1000km，后续下降	截至 2025 年 8 月，千帆星座已完成 90 颗组网卫星发射，正开展卫星宽带网络业务性能测试和服务功能应用示范。
鸿鹄星座	鸿擎科技	10000	/	2024 年 5 月 24 日向 ITU 提交了预发信息，目前处于技术验证和前期规划阶段。
银河 Galaxy	银河航天	2025 年计划完成 1000 颗	500~1200km	2022 年 3 月 5 日，成功发射银河航天 02 批卫星，组成了国内首个低轨宽带通信试验星座“小蜘蛛网”；2023 年 7 月，发射灵犀 03 星。
超低轨通遥一体卫星	航天科工	2030 年完成 300 颗星组网运行	低于 300km	2024 年 5 月 21 日发射的快舟十一号遥四运载火箭，成功将技术验证星送入 150 公里轨道。

数据来源：央视网、环球网、新华社、航天科技官网，东方证券研究所

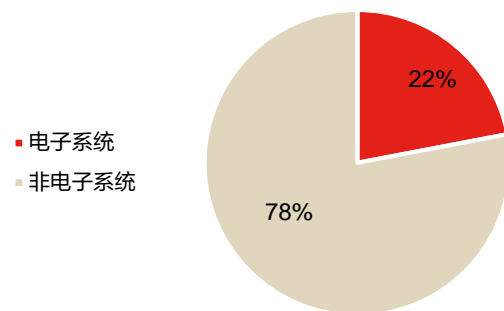
卫星和火箭的制造均高度依赖复杂的电子系统。卫星的电子系统整体价值量占比高达约 89%，是卫星构成中绝对的核心部分。这些电子系统广泛分布于平台（如姿态控制、电源管理）和载荷（如天线分系统、转发器分系统）之中，直接决定了卫星的功能与性能。此外在液体火箭中，电子系统的成本也占据了约 22%的份额。

图 13：批量卫星电子系统价值量占比达 89%



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 14：液体火箭电子系统成本占比为 22%



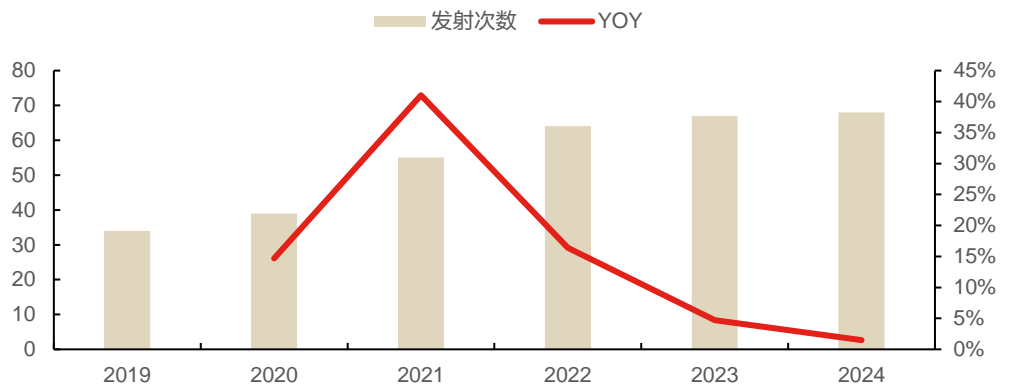
数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

随着发射工位陆续建成以及民营火箭投入使用，未来商业航天密集发射将带动发射次数快速增长。我们认为未来快速发射有望成为常态化，1) 发射工位端：目前海南商业航天发射场一期 1、2 号工位已建成并投入使用，06 组卫星在一期 1 号工位发射，07 组卫星在一期 2 号工位发射，也说明了两工位均可用来组网。一期两个设计年发射能力 16 次，按照通常一次发射 10 颗星来计算，一年将组网 300 颗星以上；同时二期于 25 年 1 月在文昌开工建设，将新建两个发射工位，预计 2026 年底完工，2027 年有望形成高密度商业发射能力；凉山、阳江等地的商业航天发射场规划也逐步落地，未来将形成“沿海+内陆”互补的发射网络。当前四大传统发射场（酒泉、太原、西昌和

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声明。

文昌卫星发射场)的工位需要承担较多国家战略层面的发射任务，而新建的商业航天发射场工位将更多用于商业航天发射，我们认为随着新工位陆续建成，火箭发射速度将持续加快。2)火箭端：国内火箭招标进度加速，7月21日，中国招标投标公共服务平台发布了《2025年运载火箭发射服务采购项目》招标公告，千帆星座的运营方上海垣信拟采购“一箭10星/一箭18星”两种搭载规格的火箭发射服务，7次发射服务累计将发射卫星94颗；8月中旬垣信发布火箭招标结果，3次一箭18星发射任务由蓝箭航天、天兵科技和中科宇航中标，我们认为民营火箭的研发及测试进度将进一步加快，未来招标或将快速重启，民营火箭未来有望成为商业航天火箭发射的有力支持者。

图 15：中国运载火箭发射次数近年来持续增长

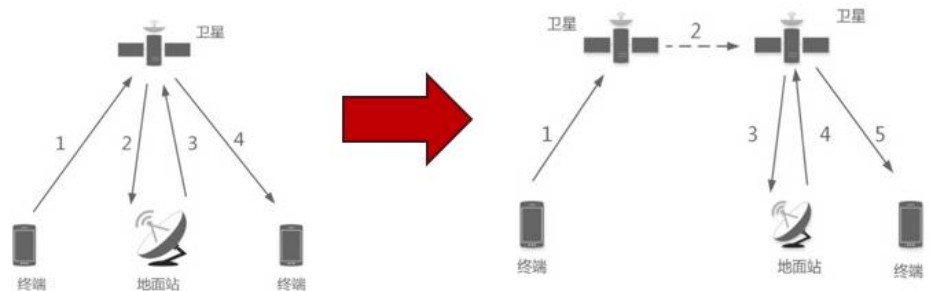


数据来源：央视新闻、光明网，东方证券研究所

2.2 激光通信是未来组网关键组件，市场空间广阔

激光通信是大规模低轨卫星星座的核心传输链路，避免依赖地面站，实现全球实时组网。传统传输模式中，卫星和用户之间通过天线来收发信号，卫星不作信息中继介质，这个信号使用的是KA波段的电磁波，但需要终端与地面站在一定距离之内的要求，因此在海洋、荒漠等地区无法实现联网；而在星间链路传输模式中，通过卫星之间的星间 ISL 链路，最后接入地面的互联网网关，无需向国际电联申请特定频段，能够在真空环境下实现卫星与卫星、飞船、空间站间的相互通信。这一模式能够减少传输“跳数”，降低卫星传输端到端时延以及对地面网络依赖，实现广域网络覆盖，成为发展卫星互联网的关键技术之一。

图 16：星间链路可以实现全球实时组网

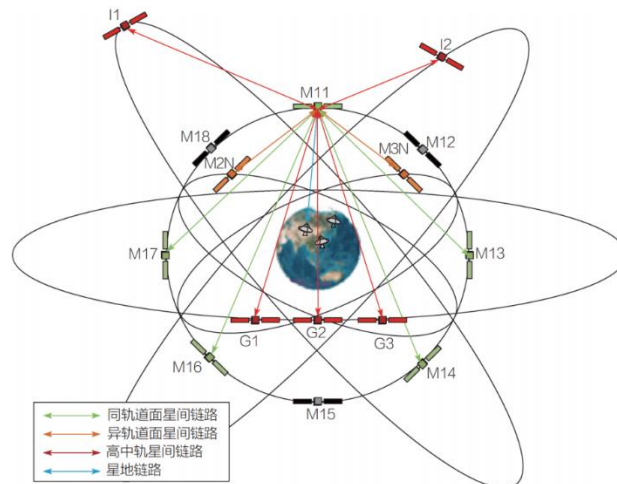


数据来源：《星间链路技术趋势分析及我国发展展望，郑思源等》，东方证券研究所

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。

公司技术实力雄厚，曾研制和配套北斗三代星间链路。航天科技九院 704 所参与了北斗系统中卫星、运载火箭、运控、测控、应用、发射场和星间链路全部七大子系统的建设工作，其研制的北斗三号关键载荷导航信号生成器和上行注入处理机、技术水平全国领先的激光星间链路终端、链路跳扩频码设备等重要载荷，是北斗卫星系统的重要组成部分，产品稳定可靠、指标优越，有效支撑了北斗卫星系统的全球组网和健康运行。

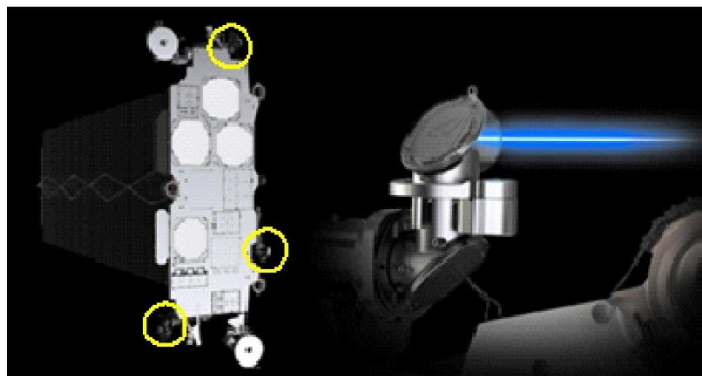
图 17: 北斗三号卫星建链示意图



数据来源：《利用星间链路提升北斗 PNT 服务空间信号精度理论与方法研究，杨宇飞》，东方证券研究所

卫星领域配套激光终端价值量大，市场空间广阔。根据公司在问答平台的回复，公司控股子公司航天火箭公司一直致力于星间激光通信相关技术研究，研发出一系列型谱化激光通信终端等产品应用在互联网卫星上，并占有相当数量市场份额，并且已经为星网产品提供配套；根据《卫星互联网星间激光通信链路传输与路由交换技术研究》一文，星链（Starlink）系统在 V1.5 版本的卫星上装载了 4 台激光通信终端，可以同时与同一轨道面、相邻轨道面的 4 颗卫星建立星间激光通信链路，该星座的星间激光通信速率已超过 100Mbit/s；根据太空初创公司 Mynaric 的估计，每个激光终端的价格约为 25 万美元。每颗卫星通常需要四颗才能向各个方向通信，计算下来单星价值量约在 600-800 万人民币；根据 GW 和 G60 星座均有 1.2 万颗的部署计划来计算，卫星激光终端长期有望带来千亿级别的市场空间。

图 18: Starlink 激光终端和安装位置



数据来源：《Starlink 激光终端卫星现状分析，余舜京等》，东方证券研究所

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声明。

3、传统业务铸牢基本盘

测控通信、惯性导航、集成电路、机电组件等是公司传统优势专业，在国内处于行业内优势地位，并保持着较高的配套比例。公司现主要研制生产的航天电子产品，被广泛地应用于导弹、火箭、卫星、飞船、深空探测器的各个关键部位，产品基本覆盖我国航天领域所有重点型号，同时广泛应用于航空、船舶等其他军工领域。公司具有承担各类航天及型号产品配套生产任务资格和能力，拥有完善的研发、生产和试验等保障条件，能够及时有效满足用户需求。

表 9：公司是航天电子领域的核心配套单位

传统优势行业	业务情况
测控通信	中国航天遥测及测控技术开拓者、中国航天测控技术、航天电子信息产品及系统领军企业
	我国航天领域测控设备品种最全、配套量最大、最重要的研制生产企业
惯性导航	导弹、运载火箭、卫星、飞船、空间站等航天器导航、制导与控制系统核心单机承制单位
	产品覆盖各类惯性导航系统，已形成系统化、型谱化优势
集成电路	国内军用 FPGA 芯片主要厂商，广泛用于航天航空领域
	国内具备宇航级、高端集成电路封装服务能力主要单位
	航天科技集团大规模及超大规模集成电路检测与失效分析中心
机电组件	多项核心产品为国内首创，研制条件及技术实力国内领先
	空间用微波开关、高端继电器、分离脱落电连接器、矩形电连接器等百余类航天机电组件专业生产单位

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 测控通信：中国航天遥测及测控技术的开拓者

卫星测控通信技术包括卫星测控技术以及数据传输技术两部分，其中卫星测控技术（即遥测遥控、跟踪及导航定位功能）由测控分系统完成，数据传输技术由数据传输分系统完成。卫星升空后，由星上测控分系统、数据传输分系统、地面测控系统、中继卫星系统协作，完成对卫星状态采集、轨道测量、运行控制、卫星载荷数据下传地面等功能。卫星测控通信系统是卫星在轨与地面沟通和数据传输通信的重要生命线，为卫星在轨正常工作提供各项信道保障条件。公司测控通信产品主要涵盖高性能传感器、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，卫星通信地球站，大型地面工程业务测控站和电子支持设备，GPS/GLONASS/北斗卫星导航应用系统及终端设备等，主要由子公司航天长征火箭、上海航天电子、北京航天光华电子和重庆航天火箭电子进行生产。这些产品被广泛应用于各类型卫星、火箭运载工具、相关地面通信测量与控制设备以及工业自动化控制设备。

图 19：卫星通信应用系统

图 20：北斗/GPS 双系统基带处理芯片



数据来源：航天科技集团官网，东方证券研究所



数据来源：航天科技集团官网，东方证券研究所

公司系中国航天遥测及测控技术的开拓者、中国航天测控技术、航天电子信息产品及系统领军企业，是我国航天领域测控设备品种最全、配套量最大、最重要的研制生产企业。2023年公司测控通信与网络信息领域成功突破“测控、通信、导航一体化”和“动中通、动中测”技术，成功研制出国内首型综合测控通导一体化测控系统。该领域主要有中国电子科技集团和中国空间技术研究院下属研究所，公司在测控通信系统、数据处理系统等产品具有较强的竞争优势，随着未来发射节奏加快，卫星测控服务将得到广泛应用，测控类产品有望受益保持快速增长。

表 10：国内测控通信业务配套单位情况

单位	业务介绍
中电 10 所	情报信息系统、航天电子信息系统
中电 39 所	精密跟踪测量、导航、通信
中电 54 所	导航系统、射电望远镜
航天恒星	天地一体化信息系统
空间电子信息技术研究院	空间飞行器有效载荷
山东航天电子技术研究所	空间信息系统与综合电子
北京遥测技术研究所	通信导航、传感器、雷达与对抗

数据来源：各研究所官网，东方证券研究所（标红为航天九院下属单位）

3.2 惯性导航：配套范围广，龙头地位突出

惯性导航系是一种自主式的导航系统，工作时不依赖外界信息，不向外辐射能力，不易受到干扰。利用惯性测量单元（IMU）测量载体的加速度及角速度信息，结合给定的初始运动条件，从而实时推算速度、位置、姿态等参数。公司惯性导航产品包括激光陀螺及激光惯组、光纤陀螺及光纤惯组、三轴液浮陀螺及惯组等惯性导航核心器件。公司在惯导领域技术优势突出，不仅向航天（卫星&火箭）领域配套，还积极拓展了空空导弹、运输机、直升机、鱼雷、地面装备等各个领域，并在钻井勘探、动中通、光纤电流互感等民用领域拓展了下游应用。

目前，公司惯性导航板块共有 5 家子公司：航天兴华等 5 家子公司主营业务分部在防务装备、宇航和航天技术应用产业三个领域，其中大部分营收来自防务装备配套。

表 11：子公司惯性导航业务配套范围较广

子公司	营收领域	产品	用途
-----	------	----	----

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。

航天兴华	防务装备	静压液浮/三浮惯性平台系统/仪表、速率陀螺仪	地地、地空、地海、海空等高端防务装备配套
	宇航领域	速率陀螺仪	空间站、飞船、火箭、卫星等宇航产品配套
		推进剂喷射控制阀	空间飞行器、卫星等配套
	航天技术应用产业	导电滑环	离心机、CT机等
航天精密	防务装备	三轴液浮陀螺稳定平台	导弹控制系统
		挠性捷联惯组	中近程地地导弹武器
		激光捷联惯组	高精度中远程地地导弹武器
		激光捷联定位定向系统	各种导弹发射车、自行火炮、侦察车、雷达车、指挥车、主战坦克、情报车及无人机等
	宇航领域	二浮惯性测量单元	货运飞船或载人飞船
		液浮陀螺	卫星姿态控制、神舟飞船返回舱惯性测量系统
	航天技术应用产业	高精度磁悬浮寻北仪	矿山开采、隧道贯通等领域
航天导航	防务装备	陀螺组合	战术导弹配套弹上惯性制导产品
		***平台系统	战略武器系统配套惯性制导平台系统
	宇航领域	陀螺组合	火箭惯性制导产品
	航天技术应用产业	卫星太阳帆板驱动机构	卫星通信领域
		微波开关	卫星通信、雷达工程及各种测量仪器等
惯测组合	雷达导引等测量		
时代光电	防务装备	光纤惯组	地空、空空等各类导弹、制导弹药的导航、制导及控制
	宇航领域	光纤惯组	空间飞行器的导航控制、姿态稳定及控制
	航天技术应用产业	光纤电流互感器	高压直流配电系统电流测量
时代激光	防务装备	激光惯组	为导弹、飞机舰船提供高精度高可靠导航设备
	宇航领域	激光惯组	为运载火箭提供高精度、高可靠性导航设备

数据来源：公司公告，东方证券研究所

我国惯性导航研制生产单位主要有航天电子、航天九院 13 所、航天三院 33 所、中航工业 618 所和北方导航等军工科研院所，部分民营企业如晨曦航空、耐威科技和星网宇达等也参与到军用惯导的生产。从技术水平和市场规模来看，国家军工科研院所技术先进，占据了绝大部分惯导市场，其中航天九院在我国惯导领域占据龙头地位。

表 12：航天电子具有惯性传感器制造能力

区域	产品类型	主要企业
国外	惯性传感器	Honeywell、NorthropGrumman、SAFRAN、BAE
	惯性导航系统	Honeywell、SAFRAN、BAE
	组合导航系统	Honeywell、SAFRAN
国内	惯性传感器	航天 33 所、航天电子、赛微电子、兵器导航所等
	惯性导航系统	航天 33 所、航天 13 所、中航 618 所、航天 704 所、航天电子、赛微电子、晨曦航空、星网宇达、北方导航、中星测控、西安现代控制技术研究所以、兵器工业导航所等
	组合导航系统	航天 33 所、航天电子、赛微电子、晨曦航空、星网宇达、北方导航、西安现代控制技术研究所以等

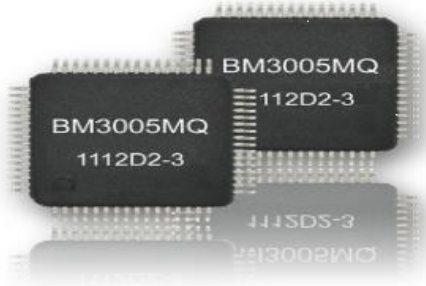
数据来源：公司公告，东方证券研究所

弹药与宇航未来需求将持续上升，公司惯导业务有望加速发展。1) 弹药：实战实训下对导弹需求持续上升，以惯性导航为代表的制导系统在导弹里的价值量较高；2) 宇航：公司继续拓展航天配套任务，惯性器件产品实现在载人登月工程配套，GNSS 导航子系统等多项卫星载荷全面配套用户装备星，进一步巩固了公司在航天电子传统领域优势地位。

3.3 集成电路与机电组件：元器件未来需求有望持续增长

集成电路业务主要由子公司时代民芯开展。全资子公司北京时代民芯是公司集成电路业务的主要经营主体，通过重组航天微电子资源而成立，专业从事集成电路和半导体二极管、三极管和 MEMS 惯性器件的设计、开发和生产，是大规模和超大规模集成电路设计、封装、测试、筛选、可靠性考核及失效分析的大型骨干工程性研制单位。多年来，公司以中、高端集成电路产品为主线，依托雄厚的航天资源和技术优势开展数字电路、模拟电路及混合信号电路的研发，产品已涵盖卫星导航、通讯、计算机、汽车电子、消费类电子等领域。并已形成以北京为中心，以珠三角、长三角和西北地区为重点，覆盖全国的销售网络。

图 21：北斗 RDSS 基带处理电路



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 22：北斗二代/GPS 双系统导航型模块



数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司是中国航天国产化自主可控技术研发和高可靠产品研制领域的杰出代表，同时也是中国电子行业的中坚力量。公司以领先的抗辐射加固集成电路设计技术为基础，面向全球提供高端宇航电子元器件产品、高性能抗辐射 IP 及 ASIC 设计服务、高可靠陶瓷封装设计及封装服务、高性能集成电路测试和可靠性验证等服务，目前已形成了 SoC、FPGA、存储器、AD/DA、总线与接口 ASIC 以及分立器件等 20 个门类 600 个规格的宇航/军用货架产品，广泛配套于弹、箭、星、船、器等领域，是我国宇航电子元器件具备较强竞争力的公司。公司总部位于北京，销售网络覆盖全国，以北京为中心，重点辐射至珠三角、长三角和西北地区。随着国家空间站建设、月球探测、火星探测等重大工程的实施，以及低轨卫星星座建设的推进，公司的航天配套产品有望迎来高速增长。

公司机电组件产品主要包括星上精密机构及结构部件、火箭、卫星、飞机、核能等产品配套使用的各种电连接器、继电器、电子仪器设备、电缆网及开关设备。主要由子公司桂林航天电子、郑州航天电子、杭州航天电子生产。其中继电器和电连接器是公司的传统优势业务，具有多年的技术积累和完善的航空航天配套产品。

图 23：桂林航天电子 2JB15-1 型磁保持继电器

图 24：郑州航天电子 J14T 系列矩形电连接器



数据来源：中国传动网，东方证券研究所



数据来源：泰州市航空电子技术有限公司官网，东方证券研究所

公司系空间用微波开关、高端继电器、分离脱落电连接器、矩形电连接器等百余类航天机电组件专业生产单位，多项核心产品为国内首创，研制条件及技术实力国内领先。2023年公司在机电组件与传感系统领域突破高量级热流防护及高量级冲击响应谱适应性设计技术，解决装备电气接口分离插座耐高温、高强度冲击结构可靠性难题，关键技术达到国内领先水平。目前国内军用机电组件产品审核严，准入门槛高，主要生产厂商均为国有企业，包括 792、891、315、165 厂，公司作为航天科技集团下属企业，在航天领域具有天然的信赖优势。

电子化、信息化、智能化作战背景下，电子元器件需求将持续攀升。《新时代的中国国防》白皮书明确提出“加快新型主战武器装备列装速度”，“十四五”规划明确提出“加速武器装备升级换代和智能化发展”。电子化、信息化、智能化水平需要坚实的技术支撑和装备保障，电子元器件作为构成军用信息装备的物质基础与功能核心，其质量性能直接决定装备系统的整体效能，未来上游元器件需求有望随着电子化、信息化、智能化推进迅速增长。

4、盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) **航天军工产品：**公司航天军工主要包括航天电子信息产品及无人装备业务，2024 年由于市场需求降低，收入有所下滑，但随着无人系统军贸业务进一步打开、低轨卫星批量生产以及传统军工业务景气度反转，公司未来航天电子业务有望快速回升。我们预计 2025~2027 年公司航天军工产品营收增速为+31.6%/33.3%/23.4%。
- 2) **民用产品：**公司民用产品为毛利率较低的电线电缆业务，但此业务于 24 年 8 月已剥离，因此预计后续民用产品的收入为 0。
- 3) **其他业务：**公司 2025~2027 年其他业务营收分别同比+10.0%/10.0%/10.0%。
- 4) **费用率：**公司 2025~2027 年管理费用率为 8.51%、7.43%、6.57%，销售费用率为 1.82%、1.59%、1.45%，研发费用率为 6.04%、5.56%、5.31%。2025~2027 年公司管理、销售、研发费用率大趋势呈逐年下降，主要考虑到收入的增长对管理、销售、研发费用有一定的摊薄影响。

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。

盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
航天军工产品					
销售收入（百万元）	14,349.3	11,820.0	15,554.9	20,729.8	25,576.5
增长率	15.5%	-17.6%	31.6%	33.3%	23.4%
毛利率	23.1%	21.9%	21.3%	20.5%	20.0%
民用产品					
销售收入（百万元）	4,229.9	2,373.2	- 0	- 0	- 0
增长率	-12.9%	-43.9%	-100.0%		
毛利率	10.1%	15.2%			
其他业务					
销售收入（百万元）	148.3	87.3	96.0	105.6	116.1
增长率	-23.6%	-41.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	44.4%	55.0%	55.0%	50.0%	50.0%
合计	18,727.5	14,280.5	15,650.8	20,835.4	25,692.6
增长率	7.2%	-23.7%	9.6%	33.1%	23.3%
综合毛利率	20.3%	21.0%	21.5%	20.6%	20.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

根据航天电子的主营业务结构，我们主要选择无人机、卫星互联网、军品上游元器件的相关标的作为可比公司，包括 1) 军用无人机：如中无人机、航天彩虹；2) 卫星互联网：如上海瀚讯、臻镭科技；3) 上游元器件：如航天电器、中航光电。

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.17、0.24、0.32 元。参考 2026 年可比公司调整后平均估值 55 倍，对应目标价 13.20 元，首次给予“买入”评级。

表 13：航天电子可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/9/25	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中无人机	688297	48.13	-0.08	0.38	0.50	0.60	-602.38	127.73	96.26	79.82
航天彩虹	002389	21.35	0.09	0.28	0.38	0.47	238.55	75.84	56.47	45.55
上海瀚讯	300762	24.09	-0.20	0.16	0.32	0.49	-122.10	147.52	74.65	49.24
臻镭科技	688270	66.28	0.08	0.64	1.05	1.52	794.72	102.82	63.15	43.65
航天电器	002025	49.36	0.76	1.41	1.93	2.41	64.77	35.05	25.61	20.46
中航光电	002179	40.51	1.58	1.75	2.02	2.30	25.58	23.09	20.04	17.59
	调整后 平均							85	55	40

数据来源：Wind，东方证券研究所

5、风险提示

无人机市场军贸开拓不及预期：军贸市场订单及开拓存在较强不确定性，若不及预期或将导致业绩承压；

卫星发射速度不及预期：低轨卫星发射速度目前持续加快中，若发射速度不及预期或将导致后续需求节奏放缓，公司相应配套收入将出现下降；

军品采购价格下降风险：军品快速上量或导致采购价格有所下降，或影响公司营收利润；

产品回款周期变化风险：可能长于预期，或将导致财报业绩表现不及预期；

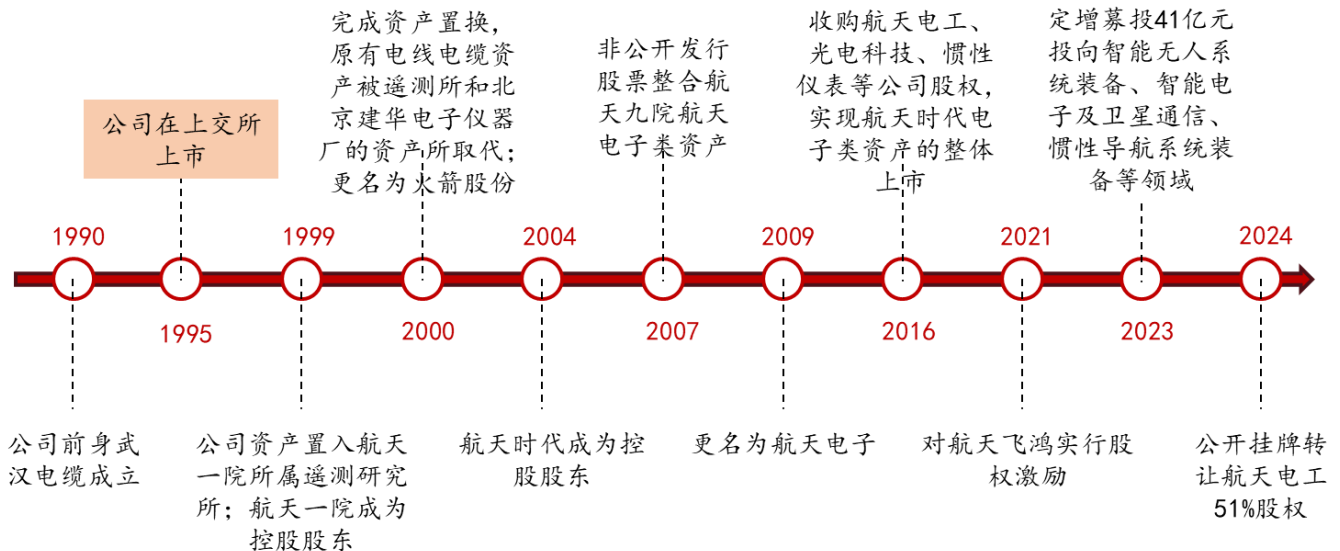
行业竞争加剧风险：当前卫星互联网、国内军用无人机等市场格局尚未完全确立，放量后竞争加剧可能会影响公司份额及盈利能力。

6、附录

6.1 公司基本情况

宇航级电子产品的核心供应商，国内军用无人机主机厂。公司成立于 1990 年，靠电线电缆业务起家，前身为武汉电缆股份有限公司，于 1995 年上市。1999 年至 2000 年，公司将其所拥有的航天类资产与电缆类资产进行了两次资产置换，并更名为火箭股份；2002 年后，公司相继收购航天时代旗下电子类相关资产，于 2009 年更名为航天电子；2016 年，公司通过资产重组收购了航天电工、光电科技、惯性仪表等公司股权，基本实现航天电子类资产全覆盖；2018 年，公司与控股股东共同投资完成航天时代飞鸿公司的设立，开拓无人机业务；2023 年，公司定增募投 41 亿元投向智能无人系统装备、智能电子及卫星通信、惯性导航系统装备等领域；2024 年，公司剥离航天电工的电缆业务。

图 25：公司历史沿革

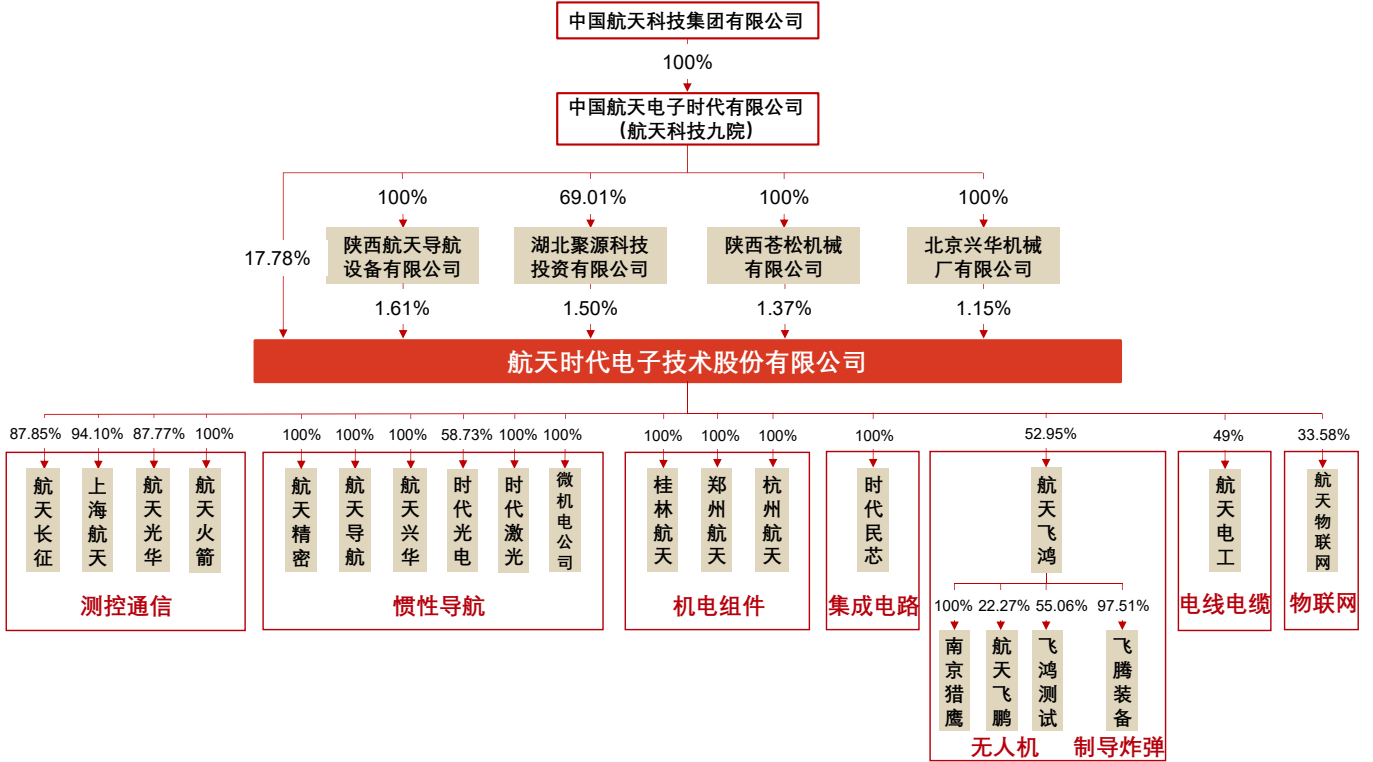


数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司主要业务为航天电子信息、无人系统装备等产品的研发、生产与销售。1) 航天电子信息业务：产品主要包括惯性与导航、测控通信与网络信息、微电子、机电组件与传感系统、精导对抗与有效载荷等领域，公司在相关行业领域内始终保持国内领先水平，并保持着较高的配套比例；2) 无人系统装备业务：主要包括无人系统装备的研发、设计、制造、销售，主要包括无人机系统、精确制导系统等无人系统装备，主要应用于国防装备、物流运输国防和国民经济领域。公司在无人系统装备领域具有深厚的技术储备和产品开发经验，是全军无人机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。

公司是航天科技集团九院（即中国航天时代电子技术有限公司）下属唯一上市平台。公司控股股东为航天科技九院，持股比例为 17.78%，实际控制人的持股比例为 25.54%。

图 26：公司股权结构（截至 2025 年一季度）

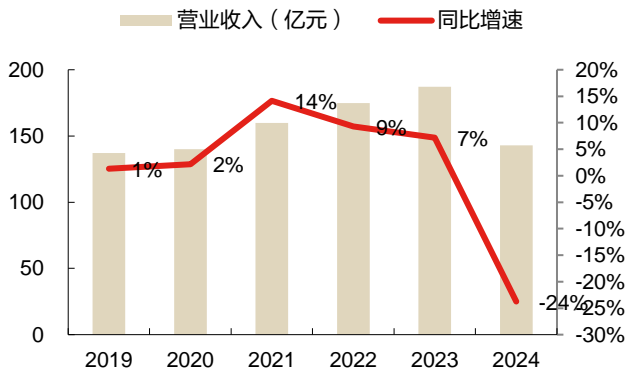


数据来源：Wind、公司公告，东方证券研究所

6.2 公司业绩分析

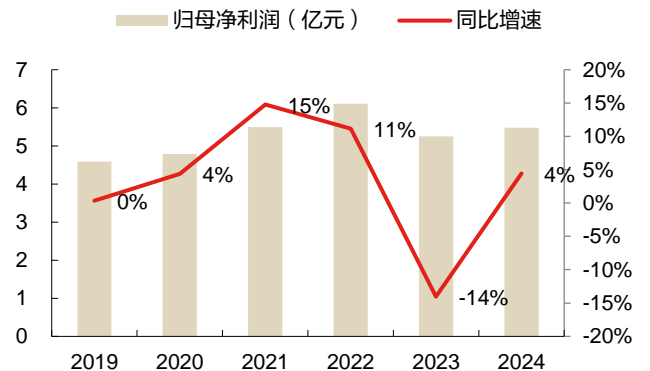
总体来看公司近年来业绩保持稳定增长。2019-2023 年营收保持增长，2024 年由于剥离电缆业务，营收下降为 142.80 亿元（-24%）；2019-2022 年归母净利润增长，2023 年受电缆业务拖累，利润有所下滑，但 2024 年剥离电缆业务后，业绩小幅恢复至 5.48 亿元（+4%）。

图 27：24 年剥离电缆业务后公司营收有所下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：24 年公司净利润总体保持平稳



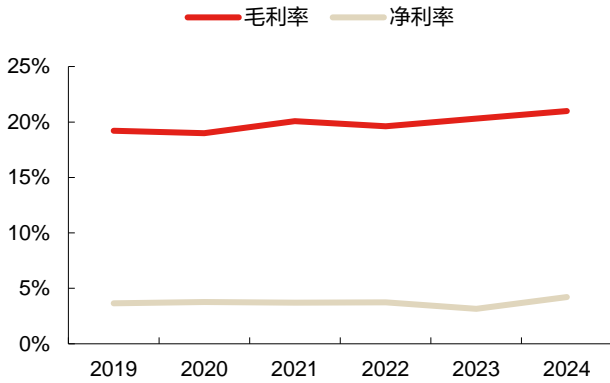
数据来源：Wind，东方证券研究所

剥离电缆业务后盈利能力得到恢复，近年来研发投入高增。1) 毛利率与净利率：近年来整体保持稳定，2024 年由于剥离了电缆业务，整体较 2023 年有所增长；2) 三费率：销售费用率稳定

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。

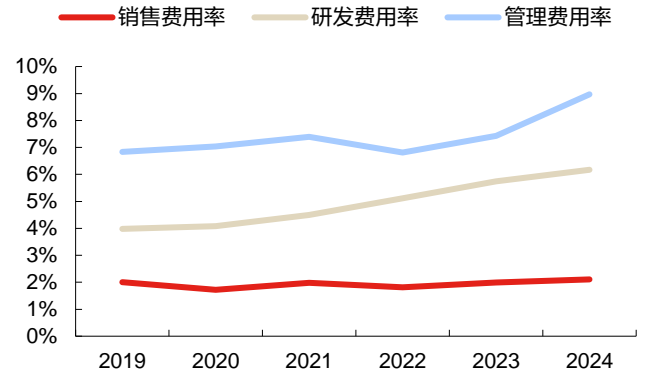
在 2%左右，研发费用率与管理费用率近两年有所增长；3）业务结构：公司主营航天军工产品，近年来占比持续提升，保持在 60%-80%之间（剥离航天电工后航天军工产品占比将继续增加），其毛利率近年来稳定在 20%左右。

图 29：24 年毛利率及净利率有所改善



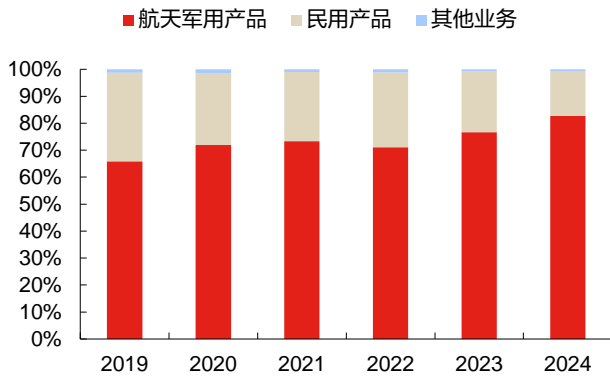
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：公司近年来持续加大研发投入



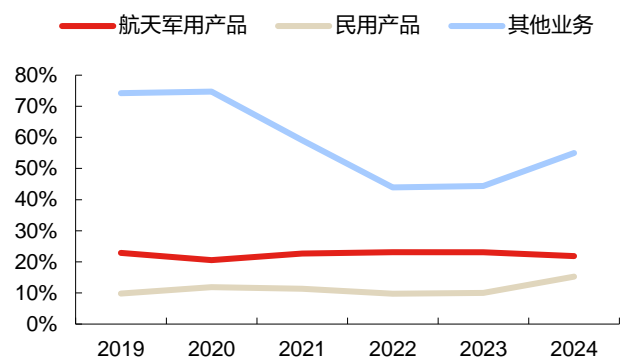
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：公司军品营收占比持续增长



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：公司军品毛利率近年来保持稳定



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	4,735	5,014	5,818	3,125	3,854	营业收入	18,727	14,280	15,651	20,835	25,693
应收票据、账款及款项融资	9,279	7,906	8,588	11,433	14,098	营业成本	14,923	11,284	12,281	16,533	20,529
预付账款	3,573	4,048	4,437	5,906	7,283	销售费用	373	301	285	331	373
存货	19,499	20,245	18,421	24,800	28,740	管理费用	1,391	1,281	1,332	1,548	1,689
其他	1,925	1,348	1,374	1,471	1,562	研发费用	1,075	881	945	1,159	1,364
流动资产合计	39,011	38,561	38,637	46,735	55,537	财务费用	169	166	91	149	262
长期股权投资	211	982	982	982	982	资产、信用减值损失	351	53	106	153	178
固定资产	4,518	3,886	4,504	5,220	5,758	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	872	852	1,631	1,925	1,847	投资净收益	113	307	10	5	5
无形资产	1,006	862	795	729	663	其他	29	52	45	16	(10)
其他	818	1,113	735	735	735	营业利润	589	674	665	983	1,292
非流动资产合计	7,425	7,694	8,647	9,590	9,984	营业外收入	20	11	20	20	20
资产总计	46,436	46,254	47,284	56,325	65,522	营业外支出	11	34	5	10	10
短期借款	4,172	3,921	3,921	6,706	9,775	利润总额	598	651	680	993	1,302
应付票据及应付账款	11,787	12,779	13,908	18,724	23,250	所得税	7	49	48	74	104
其他	6,396	4,727	4,909	5,598	6,243	净利润	591	602	632	918	1,198
流动负债合计	22,355	21,427	22,739	31,028	39,268	少数股东损益	66	54	76	112	157
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	525	548	555	806	1,042
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.16	0.17	0.17	0.24	0.32
其他	437	700	293	293	293						
非流动负债合计	437	700	293	293	293	主要财务比率					
负债合计	22,791	22,127	23,032	31,321	39,562		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3,385	3,448	3,524	3,636	3,793	成长能力					
实收资本(或股本)	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	营业收入	7.2%	-23.7%	9.6%	33.1%	23.3%
资本公积	10,103	10,133	10,133	10,133	10,133	营业利润	-12.1%	14.5%	-1.4%	47.9%	31.5%
留存收益	6,515	6,905	7,295	7,935	8,735	归属于母公司净利润	-14.3%	4.4%	1.4%	45.1%	29.2%
其他	343	342	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	23,645	24,127	24,252	25,003	25,960	毛利率	20.3%	21.0%	21.5%	20.6%	20.1%
负债和股东权益总计	46,436	46,254	47,284	56,325	65,522	净利率	2.8%	3.8%	3.5%	3.9%	4.1%
						ROE	2.9%	2.7%	2.7%	3.8%	4.8%
						ROIC	2.8%	2.8%	2.5%	3.5%	4.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	49.1%	47.8%	48.7%	55.6%	60.4%
净利润	591	602	632	918	1,198	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	23.5%
折旧摊销	494	(147)	524	631	756	流动比率	1.75	1.80	1.70	1.51	1.41
财务费用	169	166	91	149	262	速动比率	0.87	0.85	0.89	0.70	0.68
投资损失	(113)	(307)	(10)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(3,329)	131	1,956	(5,435)	(3,079)	应收账款周转率	2.3	1.8	2.0	2.2	2.1
其它	1,168	(847)	(247)	153	178	存货周转率	0.8	0.6	0.6	0.8	0.8
经营活动现金流	(1,020)	(403)	2,947	(3,589)	(690)	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
资本支出	(591)	1,088	(1,866)	(1,578)	(1,153)	每股指标(元)					
长期投资	(205)	(712)	0	0	0	每股收益	0.16	0.17	0.17	0.24	0.32
其他	(887)	(379)	10	5	5	每股经营现金流	-0.31	-0.12	0.89	-1.09	-0.21
投资活动现金流	(1,683)	(3)	(1,856)	(1,573)	(1,148)	每股净资产	6.14	6.27	6.28	6.48	6.72
债权融资	(447)	135	(31)	0	0	估值比率					
股权融资	4,130	30	0	0	0	市盈率	68.5	65.6	64.7	44.6	34.5
其他	(1,338)	750	(256)	2,469	2,566	市净率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6
筹资活动现金流	2,345	915	(287)	2,469	2,566	EV/EBITDA	31.1	56.2	30.4	22.1	16.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	51.3	46.3	51.5	34.4	25.0
现金净增加额	(358)	510	804	(2,693)	729						

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

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。