

业绩符合预期，公司加强降本增效，Q3 经营质量有所回升

核心观点

事件：公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度实现营收 43.49 亿元（+8.87%）；实现归母净利润 1.46 亿元（-62.77%）。单 Q3 实现营收 14.14 亿元，同比增长 31.73%，归母净利润 0.59 亿元，同比增长 122.54%，环比增长 47.88%。

- **防务需求回暖+民品快速增长，单 Q3 营收同比增长 32%，随着 Q4 防务确收好转营收有望继续同环比明显增长。**Q1 以来防务景气回升，年初至今公司军民品订单实现明显增长。由于下游客户验收时间延长导致确收延迟，导致公司前三季度收入不及订单增速。我们预计 Q4 行业收入确认有望出现实质性好转，营收和业绩有望回升。
- **多重因素导致公司业绩和毛利率承压，公司加强提质增效，单 Q3 业绩和盈利能力有所回升。**今年以来，受高毛利军品占比降低、金等原材料价格上涨、部分产品降价、计提资产减值准备及折旧增加等多因素影响，公司业绩和盈利能力均较去年同期下滑明显。Q3 单季度军品确收好转不及预期，导致公司毛利率仍较去年同期下滑。但是公司今年以来持续降本增效，期间费用率波动向下，前三季度期间费用率为 22.58%，同比下降 4.97pct，同时单三季度期间费用率较 Q2 下降，带动公司单三季度业绩实现同环比增长。
- **产出能力持续提升+下游客户验收周期延长，公司存货继续扩大，Q4 确收有望加速。**2025Q3 末存货余额为 24.77 亿元，较年初增长 33.84%，较 24Q3 同比增长 37.86%。主要是订单需求饱满，公司 Q3 产出能力提升，下游客户验收周期延长，导致存货今年以来持续扩大。防务市场通常以销定产，存货扩大，预示未来营收有望回升。
- **军品景气度回升+新兴市场取得重要突破，看好公司中长期发展。**军品：公司作为军品连接器龙头，下游覆盖广，在航天和导弹领域市占率高，充分受益于航天景气反转和装备信息化建设。民品：集中资源加快布局商业航天、超算、数据中心、集成电路、海洋工程等战新产业和未来产业，抢占市场份额，重点培育新赛道，打造产业竞争新优势。今年上半年多项“卡脖子”关键技术取得突破，战新产业订货同比增长超 30%，重大产业化项目订货实现较快增长，助力公司加快产业转型升级。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年三季报下调营收，调整 25、26、27 年 EPS 为 0.71、1.35、1.79 元（前值为 0.99、1.77、2.20 元），参考可比公司 26 年 39 倍 PE，给予目标价 52.65 元，维持买入评级。

风险提示：军品订单和收入确认不及预期；产品价格下降幅度超预期等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,210	5,025	5,907	7,341	8,703
同比增长(%)	3.2%	-19.1%	17.6%	24.3%	18.6%
营业利润(百万元)	935	407	422	766	1,018
同比增长(%)	31.9%	-56.5%	3.8%	81.4%	33.0%
归属母公司净利润(百万元)	750	347	325	613	814
同比增长(%)	35.1%	-53.8%	-6.5%	88.8%	32.7%
每股收益(元)	1.65	0.76	0.71	1.35	1.79
毛利率(%)	37.4%	38.3%	34.3%	34.6%	34.4%
净利率(%)	12.1%	6.9%	5.5%	8.4%	9.3%
净资产收益率(%)	12.5%	5.4%	4.9%	8.8%	10.8%
市盈率	27.1	58.6	62.6	33.2	25.0
市净率	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6

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

投资评级	买入
股价（2025 年 10 月 30 日）	44.65 元
目标价格	52.65 元
52 周最高价/最低价	62.6/42.68 元
总股本/流通 A 股（万股）	45,543/45,386
A 股市值（百万元）	20,335
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.75	-12.98	-13.97	-24.29
相对表现%	-0.5	-14.47	-27.43	-45.38
沪深 300%	2.25	1.49	13.46	21.09



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
-----	--

相关报告

军品确认延长等多因素导致业绩短期承压，下半年起业绩有望持续环比改善	2025-08-24
多因素导致业绩短期承压，存货处于高位，业绩有望持续好转	2025-04-26
防务需求阶段性放缓导致营收下滑，为保交付带来存货高增	2025-04-02

附录

表 1：航天电器可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/10/30	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中航光电	002179	35.18	1.58	1.72	1.98	2.25	22.22	20.41	17.76	15.64
菲利华	300395	83.30	0.60	0.99	1.60	2.22	138.46	84.18	52.10	37.46
中简科技	300777	32.26	0.81	1.10	1.37	1.68	39.83	29.43	23.50	19.18
宏发股份	600885	29.14	1.12	1.31	1.51	1.74	26.08	22.29	19.29	16.75
陕西华达	301517	47.52	0.31	0.42	0.80	1.17	154.09	114.07	59.39	40.60
新雷能	300593	27.23	-0.92	0.13	0.36	0.60	-29.50	204.43	75.24	45.08
	调整后 平均							62	39	28

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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,408	2,773	2,633	2,742	3,080
应收票据、账款及款项融资	4,742	4,992	4,293	5,334	6,324
预付账款	49	57	89	110	131
存货	1,063	1,851	2,320	2,869	3,409
其他	124	159	161	166	170
流动资产合计	9,385	9,832	9,495	11,222	13,112
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,236	1,521	1,530	1,479	1,393
在建工程	131	51	267	220	192
无形资产	164	165	238	205	172
其他	231	377	361	356	351
非流动资产合计	1,762	2,114	2,396	2,260	2,109
资产总计	11,148	11,946	11,892	13,482	15,221
短期借款	40	60	60	60	60
应付票据及应付账款	2,919	3,168	3,169	4,147	5,140
其他	434	524	367	367	367
流动负债合计	3,393	3,753	3,596	4,574	5,567
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	474	690	503	503	503
非流动负债合计	474	690	503	503	503
负债合计	3,866	4,443	4,099	5,077	6,069
少数股东权益	998	1,040	1,108	1,198	1,302
实收资本（或股本）	457	457	457	457	457
资本公积	1,830	1,830	1,830	1,830	1,830
留存收益	3,905	4,078	4,298	4,820	5,462
其他	92	97	100	100	100
股东权益合计	7,281	7,503	7,793	8,405	9,152
负债和股东权益总计	11,148	11,946	11,892	13,482	15,221

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	868	404	392	703	918
折旧摊销	213	199	212	236	252
财务费用	(23)	(18)	(22)	(22)	(25)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	673	(722)	38	(639)	(561)
其它	(89)	(121)	(61)	0	0
经营活动现金流	1,642	(259)	559	278	584
资本支出	(432)	(383)	(504)	(100)	(100)
长期投资	0	0	(0)	0	0
其他	(22)	66	0	0	0
投资活动现金流	(454)	(317)	(504)	(100)	(100)
债权融资	66	84	(113)	0	0
股权融资	18	0	0	0	0
其他	(49)	(199)	(83)	(69)	(147)
筹资活动现金流	35	(114)	(196)	(69)	(147)
汇率变动影响	2	3	-0	-0	-0
现金净增加额	1,225	(687)	(140)	109	337

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,210	5,025	5,907	7,341	8,703
营业成本	3,885	3,098	3,884	4,804	5,707
销售费用	145	158	157	168	177
管理费用	520	574	583	599	629
研发费用	699	751	792	913	1,043
财务费用	(23)	(18)	(22)	(22)	(25)
资产、信用减值损失	92	116	100	130	170
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	43	61	9	17	17
营业利润	935	407	422	766	1,018
营业外收入	4	3	5	5	5
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	937	408	424	768	1,020
所得税	68	4	32	65	102
净利润	868	404	392	703	918
少数股东损益	118	57	68	90	105
归属于母公司净利润	750	347	325	613	814
每股收益（元）	1.65	0.76	0.71	1.35	1.79

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.2%	-19.1%	17.6%	24.3%	18.6%
营业利润	31.9%	-56.5%	3.8%	81.4%	33.0%
归属于母公司净利润	35.1%	-53.8%	-6.5%	88.8%	32.7%
获利能力					
毛利率	37.4%	38.3%	34.3%	34.6%	34.4%
净利率	12.1%	6.9%	5.5%	8.4%	9.3%
ROE	12.5%	5.4%	4.9%	8.8%	10.8%
ROIC	12.1%	5.1%	4.8%	8.3%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	34.7%	37.2%	34.5%	37.7%	39.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.77	2.62	2.64	2.45	2.36
速动比率	2.44	2.13	2.00	1.83	1.74
营运能力					
应收账款周转率	2.5	1.5	1.9	2.4	2.3
存货周转率	3.5	2.1	1.9	1.9	1.8
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	1.65	0.76	0.71	1.35	1.79
每股经营现金流	3.59	-0.57	1.22	0.61	1.28
每股净资产	13.80	14.19	14.68	15.83	17.23
估值比率					
市盈率	27.1	58.6	62.6	33.2	25.0
市净率	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	16.7	32.0	30.8	19.2	15.1
EV/EBIT	20.6	48.5	47.1	25.3	18.9

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。