

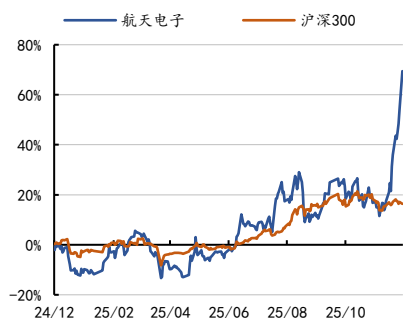
## 航天电子信息与无人装备核心标的，高质成长提速前行

### 相关研究：

1. 《20241202湘财证券-国防军工行业-海南商业航天发射场首次发射成功，关注相关产业链发展》2024.12.02
2. 《20250303湘财证券-国防军工行业-民用航空法修订草案首次审议，为低空经济与民航发展保驾护航》2025.03.03

### 公司评级：增持（首次覆盖）

#### 近十二个月公司表现



| %    | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 32.9 | 37.2 | 36.6  |
| 绝对收益 | 31.9 | 37.5 | 69.4  |

注：相对收益与沪深300相比

分析师：汪炜

证书编号：S0500525070001

Tel: (8621)50299604

Email: ww07001@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

### 核心要点：

#### □ 无人系统与航天技术深度融合，核心业务支撑国家重大航天工程

根据公司半年报信息，公司承担了神舟二十号、长征八号改进型、天问二号、天舟九号等多项国家重大航天型号的测控通信任务，同时在惯性导航、精确制导、智能感知等关键技术领域持续突破，具备全军无人机型谱项目研制总体单位资质，展现了其在航天电子与无人系统领域的系统级研发能力和行业地位。

#### □ 航天技术加速向民用领域转化，资产证券化稳步推进

公司在惯性导航、测控通信、微电子等航天电子信息领域具备核心技术能力，已启动车规级芯片研发并完成多项认证，推动航天技术向智能汽车等民用领域延伸。同时，通过增资方式加强对光电科技、航天长征等子公司的控制，标志着资产整合与证券化进程的实质性推进。

#### □ 低轨卫星星座建设进度有望加速，无人装备内需外贸市场持续开拓

低轨卫星星座建设进入“加速跑”阶段，载人航天、探月及空间站等国家重大科技工程密集推进，产业链上游航天电子需求率先爆发；同时，现代战争形态让无人机与精确制导武器成为“刚需”，信息化、智能化叠加全球安全事件频发，内销军品+外贸军贸同步放量，无人系统市场天花板持续抬升。公司手握航天电子与无人系统双王牌，2023 年定增资金全面落实，智能无人系统、卫星通信载荷、惯性导航三大产业化基地同步扩产，技术、产能、订单三线共振，龙头红利有望快速释放。

#### □ 投资建议

低轨卫星即将迈入常态化发射新阶段，公司作为航天电子产品核心配套核心供应商，有望率先享受需求井喷红利。随着发射工位持续扩容、民营火箭批量入场，卫星组网节奏即将加速。公司深耕卫星配套二十余年，星间激光通信终端国内领跑，高价值激光载荷与系列电子器件已成单星标配，技术护城河深、项目经验厚。招标大幕加快拉开，火箭排期日趋密集，低轨卫星业务正从“储备粮”升级为“现金牛”，有望成为公司新一轮高质量成长的核心引擎。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。

预计 2025-2027 年，公司营业收入为 155.72、181.56、220.99 亿元，同比增长 9.1%、16.6%、21.7%；归母净利润 5.32、7.36、9.53 亿元，同比增长-2.85%、38.24%、29.44%。对应 2025 年 12 月 15 日收盘价，市盈率为 89.11、64.46、49.80 倍。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

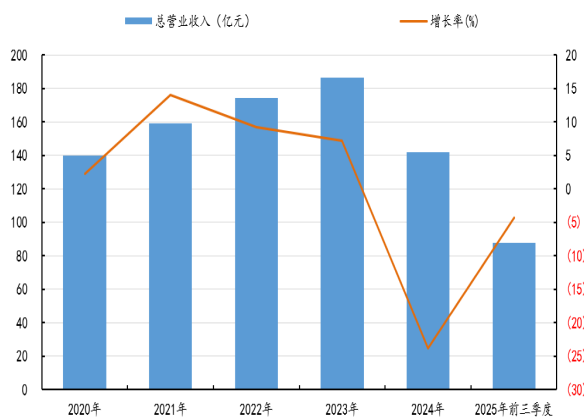
市场竞争加剧的风险。毛利率下降的风险。产品研发风险。订单执行与交付存在不确定性的风险。

|            | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 14280.49 | 15572.43 | 18155.70 | 22099.22 |
| 同比         | -23.75%  | 9.05%    | 16.59%   | 21.72%   |
| 归母净利润（百万元） | 548.02   | 532.39   | 736.00   | 952.69   |
| 同比         | 4.42%    | -2.85%   | 38.24%   | 29.44%   |
| 毛利率        | 20.99%   | 20.86%   | 20.79%   | 21.25%   |
| ROE        | 2.65%    | 2.53%    | 3.41%    | 4.29%    |
| 每股收益（元）    | 0.17     | 0.16     | 0.22     | 0.29     |
| P/E        | 86.57    | 89.11    | 64.46    | 49.80    |
| P/B        | 2.29     | 2.25     | 2.20     | 2.13     |

资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所

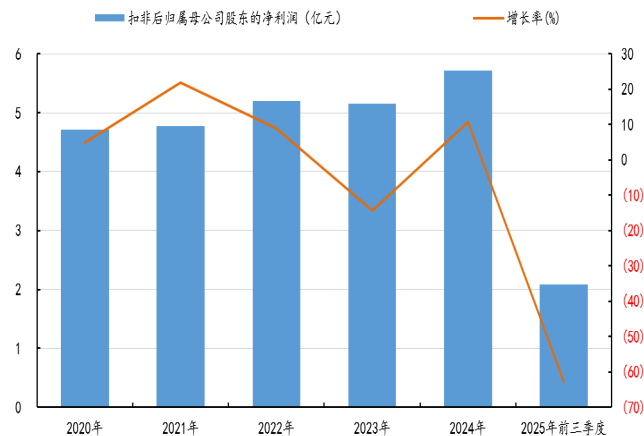
## 1 公司主要财务数据

图 1 2020-2025 年前三季度营业收入及增速



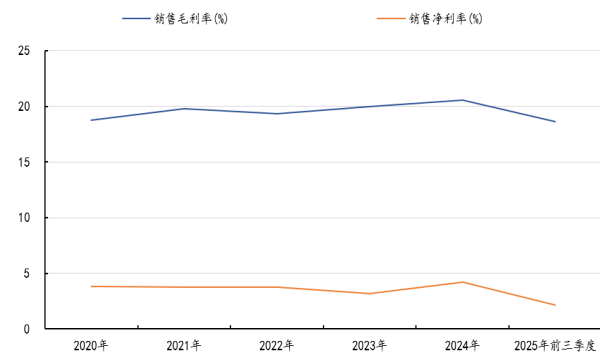
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2020-2025 年前三季度扣非归母净利润及增速



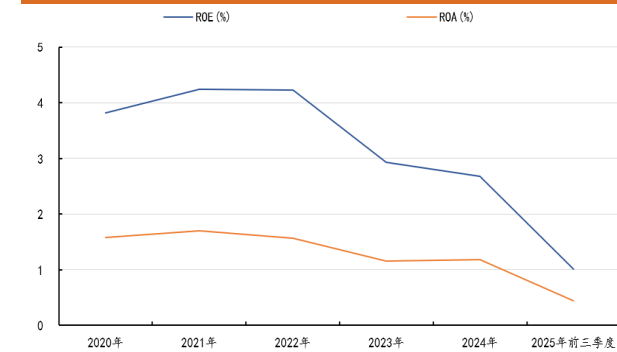
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2020-2025 年前三季度销售毛利率和净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2020-2025 年前三季度 ROE 和 ROA



资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 2 投资建议

低轨卫星即将迈入常态化发射新阶段，公司作为航天电子产品核心配套核心供应商，有望率先享受需求井喷红利。随着发射工位持续扩容、民营火箭批量入场，卫星组网节奏即将加速。公司深耕卫星配套二十余年，星间激光通信终端国内领跑，高价值激光载荷与系列电子器件已成单星标配，技术护城河深、项目经验厚。招标大幕加快拉开，火箭排期日趋密集，低轨卫星业务正从“储备粮”升级为“现金牛”，有望成为公司新一轮高质量成长的核心引擎。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。

预计 2025-2027 年，公司营业收入为 155.72、181.56、220.99 亿元，同比增长 9.1%、16.6%、21.7%；归母净利润 5.32、7.36、9.53 亿元，同比增长-2.85%、38.24%、29.44%。对应 2025 年 12 月 15 日收盘价，市盈率为 89.11、64.46、49.80 倍。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

## 3 风险提示

市场竞争加剧的风险。毛利率下降的风险。产品研发风险。订单执行与交付存在不确定性的风险。

附表 1 航天电子财务报表以及相应指标

| 资产负债表     |          |          |          |          |          |          | 利润表        |          |          |          |          |          |          |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度      | 2022     | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    | 会计年度       | 2022     | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 货币资金      | 5171.04  | 4735.41  | 5013.65  | 4153.99  | 3027.38  | 2209.92  | 营业收入       | 17475.65 | 18727.49 | 14280.49 | 15572.43 | 18155.70 | 22099.22 |
| 应收票据及账款   | 8116.27  | 9278.68  | 8010.01  | 7894.17  | 9203.71  | 11202.81 | 营业成本       | 14046.62 | 14922.72 | 11283.53 | 12323.86 | 14380.95 | 17403.01 |
| 预付账款      | 4039.75  | 3573.09  | 4048.06  | 3661.73  | 4269.17  | 5196.46  | 税金及附加      | 67.72    | 78.35    | 77.79    | 70.11    | 81.74    | 99.49    |
| 其他应收款     | 150.24   | 188.98   | 163.79   | 156.55   | 182.52   | 222.16   | 销售费用       | 317.71   | 372.80   | 300.76   | 307.03   | 357.96   | 435.71   |
| 存货        | 18797.05 | 19499.13 | 20245.12 | 18235.54 | 21279.41 | 25751.13 | 管理费用       | 1190.16  | 1391.32  | 1280.66  | 1204.66  | 1404.50  | 1709.57  |
| 其他流动资产    | 940.78   | 1735.71  | 1079.93  | 1153.08  | 1344.36  | 1636.36  | 研发费用       | 893.19   | 1074.57  | 881.17   | 883.44   | 1030.00  | 1253.72  |
| 流动资产总计    | 37215.14 | 39011.00 | 38560.56 | 35255.06 | 39306.54 | 46218.84 | 财务费用       | 223.82   | 169.44   | 165.94   | 81.23    | -4.81    | 22.40    |
| 长期股权投资    | 0.00     | 211.44   | 981.58   | 957.58   | 954.58   | 952.58   | 资产减值损失     | -25.02   | -68.91   | -16.84   | -32.65   | -38.07   | -46.34   |
| 固定资产      | 4906.25  | 4674.30  | 4349.73  | 3984.77  | 3693.89  | 3345.78  | 信用减值损失     | -110.45  | -281.68  | -36.38   | -124.10  | -144.69  | -176.12  |
| 在建工程      | 472.88   | 872.23   | 851.84   | 709.86   | 567.89   | 425.92   | 其他经营损益     | -0.00    | 0.00     | -0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 无形资产      | 1098.84  | 1005.88  | 861.55   | 639.05   | 409.02   | 171.45   | 投资收益       | -0.90    | 113.48   | 306.92   | -44.00   | 7.00     | 18.00    |
| 长期待摊费用    | 28.89    | 39.79    | 12.27    | 6.14     | 0.00     | 0.00     | 公允价值变动损益   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他非流动资产   | 512.85   | 621.74   | 636.96   | 591.72   | 546.49   | 501.26   | 资产处置收益     | 0.54     | 1.37     | -0.05    | 0.62     | 0.62     | 0.62     |
| 非流动资产合计   | 7019.71  | 7425.38  | 7693.92  | 6889.12  | 6171.88  | 5396.98  | 其他收益       | 69.22    | 106.36   | 129.78   | 110.00   | 115.00   | 120.00   |
| 资产总计      | 44234.85 | 46436.38 | 46254.49 | 42144.18 | 45478.41 | 51615.82 | 营业利润       | 669.82   | 588.91   | 674.06   | 611.96   | 845.22   | 1091.49  |
| 短期借款      | 5155.50  | 4172.00  | 3920.97  | 0.00     | 0.00     | 1274.50  | 营业外收入      | 15.97    | 19.68    | 10.94    | 5.00     | 6.00     | 8.00     |
| 应付票据及账款   | 12877.41 | 11786.66 | 12779.01 | 11663.07 | 13609.86 | 16469.89 | 营业外支出      | 5.78     | 10.93    | 34.12    | 7.00     | 8.00     | 8.00     |
| 其他流动负债    | 6222.27  | 6396.08  | 4727.06  | 5323.26  | 6209.19  | 7534.99  | 其他非经营损益    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 流动负债合计    | 24255.17 | 22354.73 | 21427.04 | 16986.33 | 19819.05 | 25279.38 | 利润总额       | 680.01   | 597.67   | 650.88   | 609.96   | 843.22   | 1091.49  |
| 长期借款      | 489.69   | 88.89    | 293.38   | 201.27   | 118.70   | 39.74    | 所得税        | 25.01    | 6.87     | 49.10    | 25.16    | 34.78    | 45.01    |
| 其他非流动负债   | 306.92   | 347.86   | 406.96   | 406.96   | 406.96   | 406.96   | 净利润        | 655.00   | 590.80   | 601.78   | 584.80   | 808.45   | 1046.47  |
| 非流动负债合计   | 796.61   | 436.76   | 700.34   | 608.23   | 525.66   | 446.70   | 少数股东损益     | 44.47    | 65.95    | 53.76    | 52.41    | 72.45    | 93.78    |
| 负债合计      | 25051.79 | 22791.49 | 22127.38 | 17594.57 | 20344.72 | 25726.07 | 归属母公司股东净利润 | 610.53   | 524.85   | 548.02   | 532.39   | 736.00   | 952.69   |
| 股本        | 2719.27  | 3299.30  | 3299.30  | 3299.30  | 3299.30  | 3299.30  | EBITDA     | 1556.27  | 1480.94  | 1561.32  | 2471.99  | 2852.66  | 3386.78  |
| 资本公积      | 6552.51  | 10102.80 | 10132.72 | 10132.72 | 10132.72 | 10132.72 | NOPLAT     | 804.46   | 647.45   | 403.30   | 664.06   | 805.22   | 1067.35  |
| 留存收益      | 6372.40  | 6858.25  | 7247.14  | 7617.24  | 8128.87  | 8791.14  | EPS (元)    | 0.19     | 0.16     | 0.17     | 0.16     | 0.22     | 0.29     |
| 归属母公司权益   | 15644.18 | 20260.35 | 20679.16 | 21049.26 | 21560.89 | 22223.16 | 主要财务比率     |          |          |          |          |          |          |
| 少数股东权益    | 3538.89  | 3384.54  | 3447.95  | 3500.36  | 3572.81  | 3666.59  | 会计年度       | 2022     | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 股东权益合计    | 19183.06 | 23644.89 | 24127.11 | 24549.61 | 25133.70 | 25889.75 | 成长能力       |          |          |          |          |          |          |
| 负债和股东权益合计 | 44234.85 | 46436.38 | 46254.49 | 42144.18 | 45478.41 | 51615.82 | 营收增长率      | 9.30%    | 7.16%    | -23.75%  | 9.05%    | 16.59%   | 21.72%   |
| 现金流量表     |          |          |          |          |          |          | 营业利润增长率    | 6.47%    | -12.08%  | 14.46%   | -9.21%   | 38.12%   | 29.14%   |
| 会计年度      | 2022     | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    | EBIT增长率    | 1.57%    | -15.13%  | 6.48%    | -15.38%  | 21.30%   | 32.86%   |
| 税后经营利润    | 655.00   | 590.80   | 601.78   | 522.85   | 692.80   | 913.57   | EBITDA增长率  | 6.36%    | -4.84%   | 5.43%    | 58.33%   | 15.40%   | 18.72%   |
| 折旧与摊销     | 652.44   | 713.82   | 744.50   | 1780.80  | 2014.25  | 2272.89  | 归母净利润增长率   | 11.17%   | -14.03%  | 4.42%    | -2.85%   | 38.24%   | 29.44%   |
| 财务费用      | 223.82   | 169.44   | 165.94   | 81.23    | -4.81    | 22.40    | 经营现金流增长率   | -675.96% | 25.93%   | 60.53%   | 1197.37% | -89.37%  | -145.77% |
| 投资损失      | 0.90     | -113.48  | -306.92  | 44.00    | -7.00    | -18.00   | 盈利能力       |          |          |          |          |          |          |
| 营运资金变动    | -3042.36 | -2710.59 | -1675.71 | 1926.11  | -2345.37 | -3543.94 | 毛利率        | 19.62%   | 20.32%   | 20.99%   | 20.86%   | 20.79%   | 21.25%   |
| 其他经营现金流   | 132.96   | 329.81   | 67.72    | 64.00    | 120.00   | 138.00   | 净利率        | 3.75%    | 3.15%    | 4.21%    | 3.76%    | 4.45%    | 4.74%    |
| 经营性现金净流量  | -1377.24 | -1020.19 | -402.69  | 4418.99  | 469.87   | -215.08  | 营业利润率      | 3.83%    | 3.14%    | 4.72%    | 3.93%    | 4.66%    | 4.94%    |
| 资本支出      | 700.68   | 573.07   | 581.66   | 1000.00  | 1300.00  | 1500.00  | ROE        | 3.90%    | 2.59%    | 2.65%    | 2.53%    | 3.41%    | 4.29%    |
| 长期投资      | 0.00     | 23.77    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | ROA        | 1.38%    | 1.13%    | 1.18%    | 1.26%    | 1.62%    | 1.85%    |
| 其他投资现金流   | -184.07  | -1133.51 | 579.13   | -22.04   | 5.65     | 14.90    | ROIC       | 4.44%    | 3.03%    | 1.62%    | 2.70%    | 3.66%    | 4.47%    |
| 投资性现金净流量  | -884.75  | -1682.81 | -2.53    | -1022.04 | -1294.35 | -1485.10 | 估值倍数       |          |          |          |          |          |          |
| 短期借款      | 780.50   | -983.50  | -251.03  | -3920.97 | 0.00     | 1274.50  | P/E        | 77.71    | 90.40    | 86.57    | 89.11    | 64.46    | 49.80    |
| 长期借款      | 197.66   | -400.80  | 204.49   | -92.10   | -82.57   | -78.96   | P/S        | 2.71     | 2.53     | 3.32     | 3.05     | 2.61     | 2.15     |
| 普通股增加     | 0.00     | 580.03   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | P/B        | 3.03     | 2.34     | 2.29     | 2.25     | 2.20     | 2.13     |
| 资本公积增加    | 1756.98  | 3550.29  | 29.92    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 股息率        | 0.40%    | 0.33%    | 0.35%    | 0.34%    | 0.47%    | 0.61%    |
| 其他筹资现金流   | 2371.86  | -401.08  | 931.58   | -243.53  | -219.56  | -312.82  | EV/EBIT    | 26.76    | 39.15    | 41.01    | 70.04    | 59.38    | 46.94    |
| 筹资性现金净流量  | 5107.01  | 2344.94  | 914.96   | -4256.61 | -302.13  | 882.72   | EV/EBITDA  | 15.54    | 20.28    | 21.45    | 19.58    | 17.45    | 15.44    |
| 现金流量净额    | 2845.03  | -358.03  | 509.74   | -859.66  | -1126.61 | -817.46  | EV/NOPLAT  | 30.07    | 46.39    | 83.06    | 72.90    | 61.83    | 48.98    |

资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所

## 分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

**增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

**中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

**减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

**卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。