

电科蓝天 (688818)

宇航电源国家队，掘金商业航天机遇

买入 (首次)

2026 年 04 月 17 日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005  
021-60199781  
wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001  
sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 戴晨

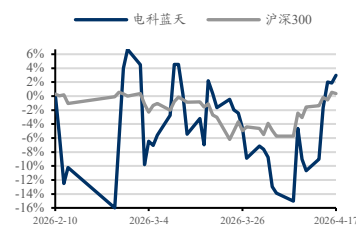
执业证书: S0600524050002  
daichen@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,524	3,127	3,301	4,247	5,987
同比 (%)	39.78	(11.27)	5.55	28.67	40.97
归母净利润 (百万元)	189.93	337.22	327.34	551.79	896.39
同比 (%)	(8.48)	77.55	(2.93)	68.57	62.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.11	0.19	0.19	0.32	0.52
P/E (现价&最新摊薄)	619.41	348.86	359.39	213.20	131.24

投资要点

- 深耕电能源领域数十年，中国先进电能源系统解决方案和核心产品供应商：**深耕电能源领域数十年，中国先进电能源系统解决方案和核心产品供应商。公司以“高效发电技术、致密储能技术、集成控制技术”三大核心技术为支撑，立足“宇航电源、特种电源、新能源应用及服务”三大业务领域。同时，公司加速薄膜太阳能电池技术、固态电池技术、芯片化电源控制技术迭代升级，加快钠离子电池技术、无线传能技术等前沿战略新兴领域成果转化。
- 政策助力商业航天发展，火箭发射次数创新高：**根据我国国民经济“十五”计划至“十五五”规划，国家对卫星通信行业的支持政策经历了从“促进产业化”到“推进转型”到“推动创新发展”再到“加快建设航天强国”的变化。在航天强国战略与“十五五”规划协同发力下，商业航天产业链上下游迎来长期发展机遇，成为高端制造领域兼具成长性与确定性的核心赛道。政策助力商业航天发展，加快卫星互联网建设。2026 年政府工作报告将航空航天明确为新兴支柱产业，并着重部署加快卫星互联网建设，商业航天迎来顶层政策加码与定位升级，行业发展迈入规范化、规模化提速新阶段。国家层面持续完善治理体系，设立商业航天专项管理机构、出台国家级产业指导文件，构建全链条政策支撑框架，统筹规范发射服务、星座组网、在轨应用等核心环节。2025 年全球发射次数 329 次，中国完成 92 次轨道级火箭发射，较 2024 年的 68 次增长 35.29%，刷新年度发射纪录。
- 宇航电源产品国内市占率超 50%，国内重大商业航天星座相关航天器电源的主力供应商：**宇航电源行业壁垒较高，目前市场中宇航电源厂商集中度较高。2024 年度，由公司配套电源单机或系统的航天器合计 144 个。根据 BryceTech，2024 年中国共发射卫星、飞船、空间站等航天器 285 个，按照该口径计算公司宇航电源产品在国内市场覆盖率约为 50.5%。在商业航天卫星电源系统领域，公司目前合作的客户包括中国星网、中国卫星、格思航天等国有单位，银河航天、工大卫星、椭圆时空等民营商业航天公司。公司大力推进高性能、大规模、轻量化、低成本的星座电源产品体系，在国网星座、千帆星座、吉林一号遥感星座等我国重大商业航天星座的电源系统供应商中处于重要地位。
- 盈利预测与投资评级：**根据业务相似性我们选取乾照光电、航天电子、上海港湾作为可比公司。可比公司 2026 年 PE 平均值为 111 倍。我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润为 3.27 亿元、5.52 亿元、8.96 亿元，对应增速分别为-3%、69%、62%，对应 PE 分别为 359/213/131 倍。商业航天产业有望迎来快速发展期，我们看好公司作为国家队在宇航电源领域的优势，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险、政策推进不及预期、技术推进不及预期、次新股股价大幅波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.73
一年最低/最高价	54.01/80.88
市净率(倍)	22.32
流通 A 股市值(百万元)	8,941.47
总市值(百万元)	117,641.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.25
资产负债率(% ,LF)	50.03
总股本(百万股)	1,736.92
流通 A 股(百万股)	132.02

相关研究

## 内容目录

1. 宇航电源国家队 .....	4
1.1. 业绩稳步增长，宇航电源为公司主营 .....	9
2. 商业航天元年，宇航电源龙头有望充分受益 .....	10
2.1. 商业航天元年，产业有望加速发展 .....	10
2.2. 宇航电源龙头有望充分受益 .....	15
3. 盈利预测和估值 .....	16
4. 风险提示 .....	18

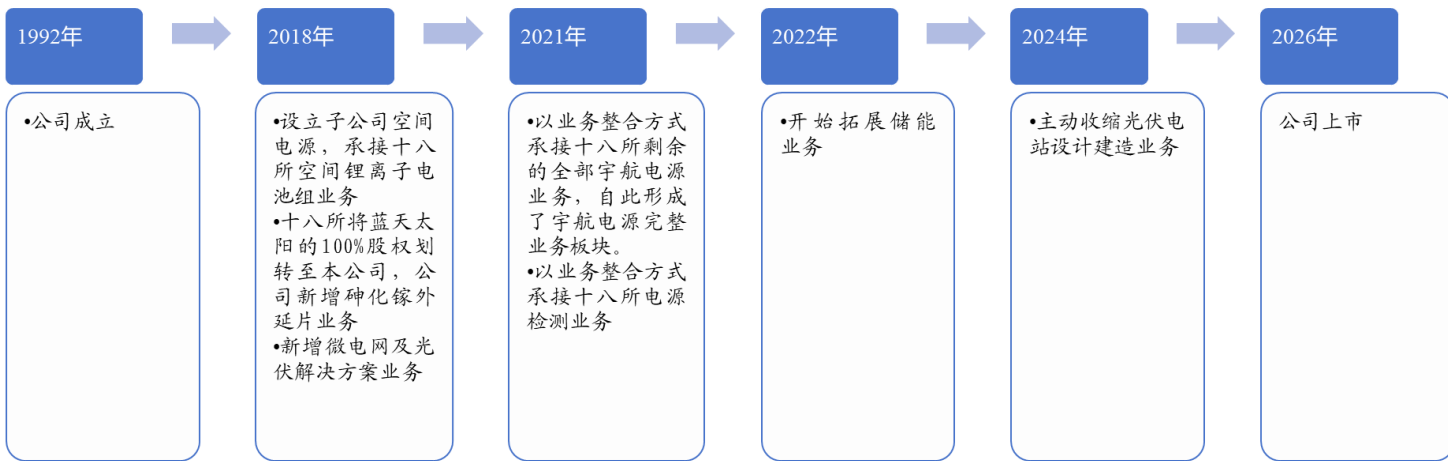
## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年 2 月 10 日) .....	4
图 3: 公司产品主要应用场景.....	5
图 4: 卫星的电源分系统构成.....	7
图 5: 公司新能源业务主要简介.....	8
图 6: 公司 2022-2025E 年营收 (亿元) .....	9
图 7: 公司 2022-2025E 年归母净利润 (亿元) .....	9
图 8: 2022-2024 年公司各业务营收 (亿元) .....	9
图 9: 2022-2024 年公司各业务营收占比 .....	9
图 10: 2022-2024 年公司销售毛利率和销售净利率 .....	10
图 11: 2022-2024 年公司三项费用率 .....	10
图 12: 历年五年规划对商业航天的政策描述.....	10
图 13: 2018-2025 年中国航天火箭发射次数 (单位: 次) .....	12
图 14: 典型的宇航电源系统架构.....	12
图 15: 卫星制造成本构成.....	13
表 1: 公司板块主要产品及服务.....	6
表 2: 公司宇航电源产品具体情况.....	6
表 3: 公司特种电源产品简介.....	7
表 4: 商业航天主要政策.....	11
表 5: 我国主要大型星座计划.....	13
表 6: 宇航电源分类.....	14
表 7: 太阳能电池阵的三次革新.....	14
表 8: 国内主流宇航电源厂商.....	15
表 9: 公司参与的国家航天工程项目 .....	15
表 10: 公司历年前五大客户 .....	16
表 11: 公司收入拆分及预测 (单位: 百万元) .....	17
表 12: 可比公司估值 (2026/4/17) .....	18

## 1. 宇航电源国家队

深耕电能源领域数十年，中国先进电能源系统解决方案和核心产品供应商。公司以“高效发电技术、致密储能技术、集成控制技术”三大核心技术为支撑，立足“宇航电源、特种电源、新能源应用及服务”三大业务领域。同时，公司加速薄膜太阳能电池技术、固态电池技术、芯片化电源控制技术等技术迭代升级，加快钠离子电池技术、无线传能技术等前沿战略新兴领域成果转化。

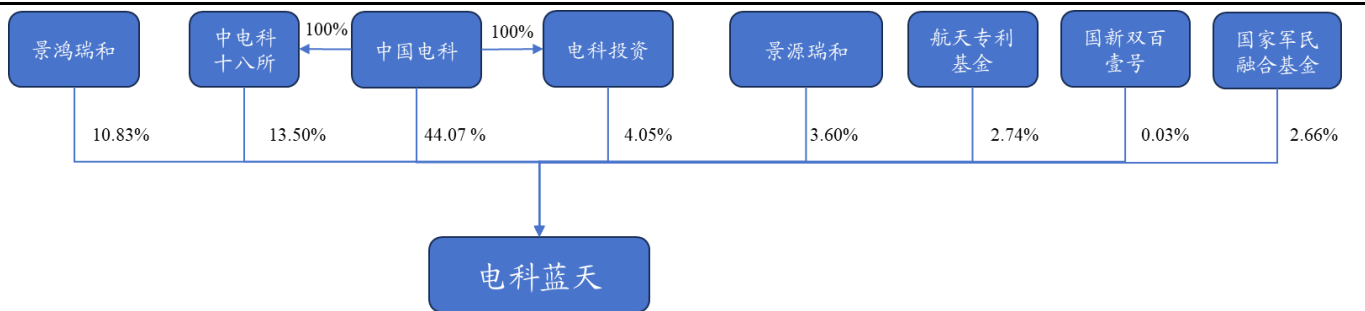
图1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

中国电科为公司控股股东和实际控制人，宇航电源国家队。中国电科直接持有公司44.07%股份，通过中电科十八所、中电科投资间接持有公司17.55%股份，此外通过十八所的一致行动人景鸿瑞和、景源瑞和间接控制公司14.43%股份对应的表决权，因此中国电科合计控制公司的表决权，为公司控股股东、实际控制人。

图2：公司股权结构（截至2026年2月10日）

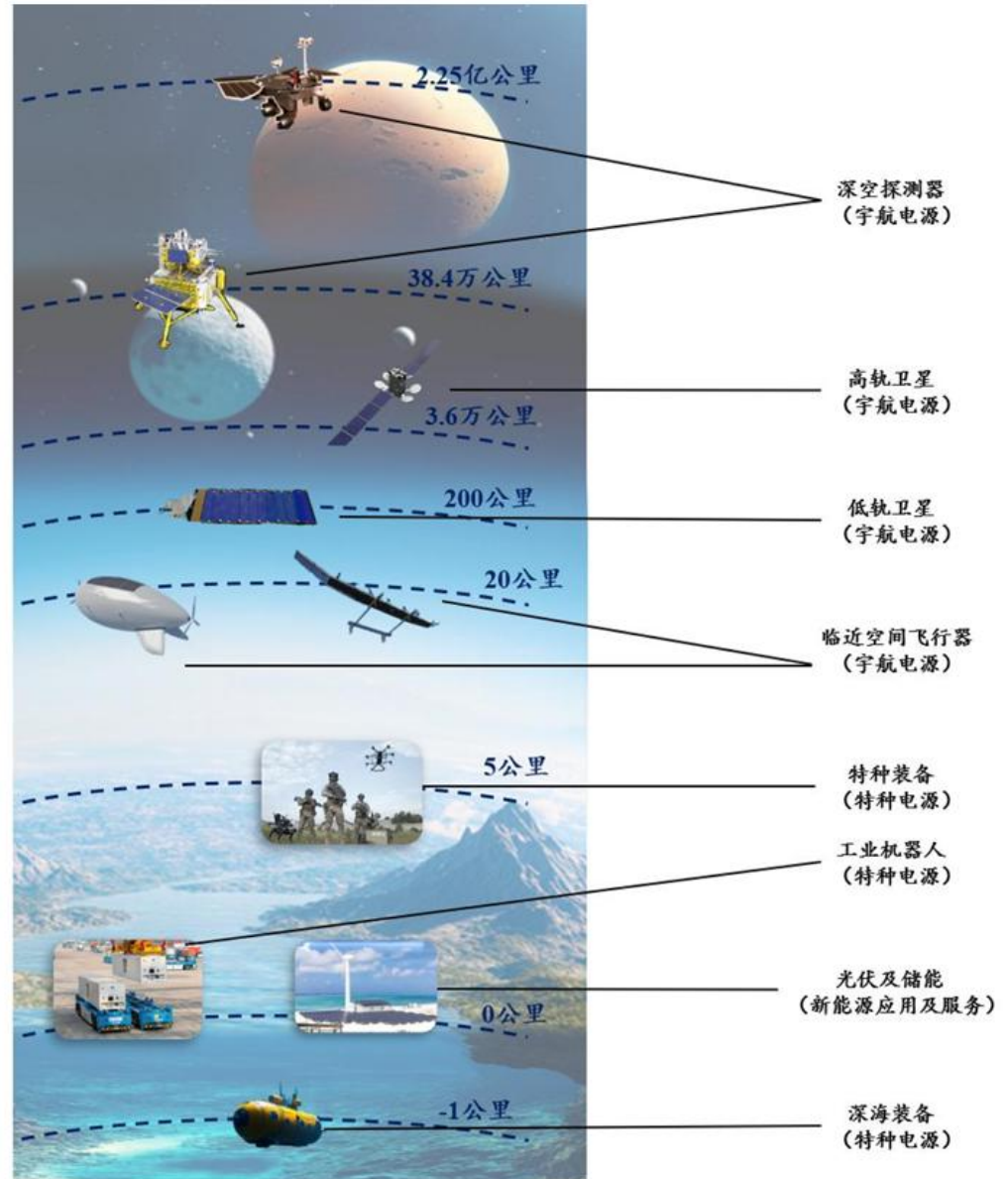


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司主要从事电能源产品及系统的研发、生产、销售及服务，拥有发电、储能、控制和系统集成全套解决方案，产品应用领域实现深海（水下1公里）至深空（距地球2.25

亿公里) 广泛覆盖。

图3: 公司产品主要应用场景



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司主营业务涵盖宇航电源、特种电源、新能源应用及服务三大板块。

表1: 公司板块主要产品及服务

业务类别	产品功能类别	主营产品名称
宇航电源	发电	空间太阳电池阵 砷化镓外延片
	储能	空间锂离子电池组
	控制	电源控制设备
	电能源系统解决方案（发电、储能、控制）	电源分系统
特种电源	发电	燃料电池
	储能	特种锂离子电池组
新能源应用及服务	系统集成	微电网及光伏解决方案 储能系统及储能 EPC
	储能	锂电正极材料、消费类锂电池
	电源检测	电源检测服务

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

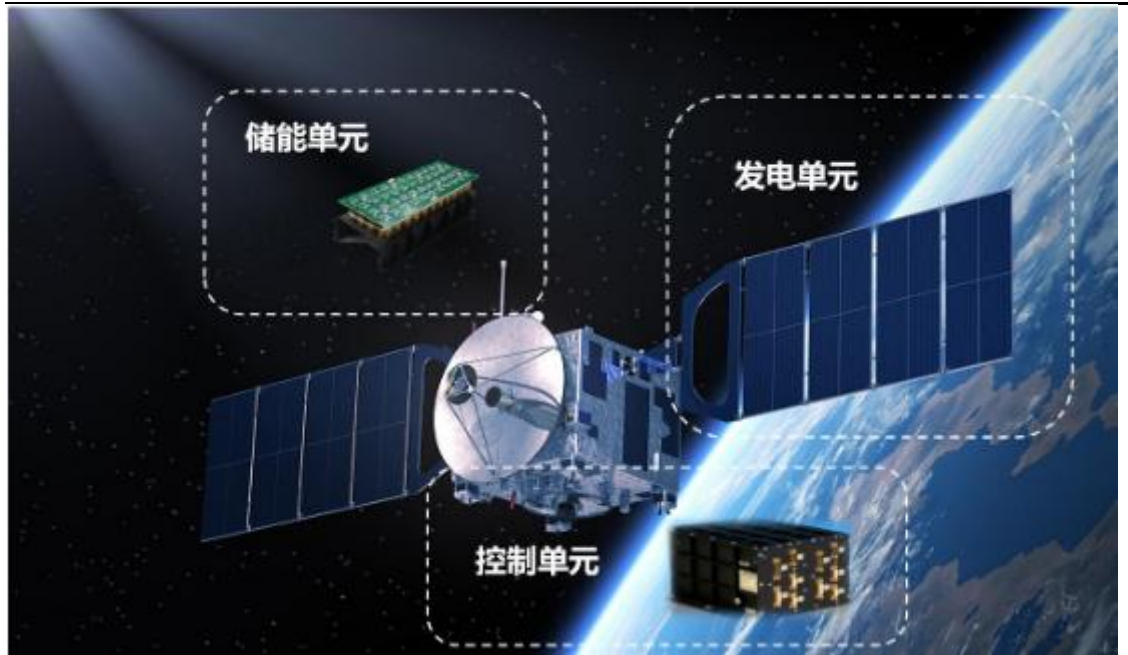
**宇航电源：**产品主要包括空间太阳电池阵、空间锂离子电池组和电源控制设备及其构成的电源系统，应用于航天器和临近空间飞行器。截至 2026 年 2 月，公司已为神舟飞船、天宫空间站、北斗卫星、嫦娥月球探测器、天问火星探测器、高分卫星等国家与国防多个重大工程在内的 700 余颗卫星/飞船/探测器/空间站提供了优质可靠的电源产品。在近年来兴起的商业航天卫星电源系统领域，公司大力推进高性能、大规模、轻量化、低成本的星座电源产品体系，在千帆星座、国网星座、吉林一号遥感星座等我国重大商业航天星座的电源系统供应商中处于重要地位。

表2: 公司宇航电源产品具体情况

类型	产品名称	产品简介	主要应用领域
宇航电源单机及系统	空间太阳电池阵（太阳翼）	宇航电源系统的三大单机之一，由空间单体太阳电池、结构机构、驱动机构、基板等部件构成。主要工作原理为利用光伏效应发电，为用电设备提供电能	卫星、飞船、深空探测器、空间站等航天器，临近空间飞行器
	空间锂离子电池组	宇航电源系统的三大单机之一，专为太空或临近空间的特殊使用环境研制，能够满足环境温度、使用寿命、抗冲击等特殊要求	
	电源控制设备	宇航电源系统的三大单机之一，包括电源控制器、变换器、配电器等电源管理与控制设备	
	电源系统	由空间太阳电池阵、空间锂离子电池组、电源控制设备等三类单机构成	
材料	砷化镓外延片	制造空间单体太阳电池的关键核心原材料，其性能参数直接影响太阳电池阵的性能	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图4：卫星的电源分系统构成



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**特种电源：**产品体系主要为特种锂离子电池组和燃料电池。公司的特种锂离子电池组主要应用于携行装备、特种车辆、特种无人机和工业机器人。截至 2026 年 2 月，公司先后承担了为重点工程配套的锂离子蓄电池组科研项目 100 余项，产品型号达 300 余种。在携行装备电源领域，公司是国内龙头企业；在特种车辆电源、特种无人机电源和工业机器人电源领域，公司属于国内重要供应商。其中，工业机器人电源领域，公司目前主攻 AGV 锂离子电池方向，并已成为国内 AGV 锂离子电池组的重要供应商之一。公司的燃料电池主要应用于携行装备、应急电源等国防领域，报告期内，燃料电池实现产业化。

表3：公司特种电源产品简介

产品名称	产品简介	主要应用领域
特种低温锂离子电池组	具有低温性能好、重量轻、能量密度高、可靠性高等优点，可以满足各类国防装备的特殊需求	广泛应用于携行装备、特种车辆、特种无人机等国防领域
AGV 锂离子电池组	具有经济性好、可靠性高、循环寿命长、空间适应性好等优点	应用于 AGV，服务于下游的汽车、智慧工厂、物流、仓储等多个领域
燃料电池	具有超高能量密度、便携式、先进电化学发电技术等优点，可以满足国防装备的电能供电需求	应用于携行装备、应急电源等国防领域

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**新能源应用及服务：**在新能源领域，公司陆续开拓光伏、储能两大市场。主要产品包括微电网解决方案、储能系统及储能 EPC 服务、光伏解决方案、电源检测服务，以及锂电正极材料和消费类锂电池等。公司下属子公司蓝天太阳在南极泰山站建成我国首套风光燃储互补智能微电网，获得天津市科技进步一等奖。公司储能系统主要应用于独立储能电站、共享储能电站、工商业储能、家庭储能、便携式移动储能、微电网、备用电源储能等场景。同时，公司在钠离子电池方向进行布局，并已经取得实用突破，目前已在电动两轮车、启动电源领域进行示范应用，开发的钠离子电池储能系统已成功应用于微电网。

图5：公司新能源业务主要简介

### 微电网解决方案业务



### 储能系统及储能EPC业务



### 光伏解决方案业务



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.1. 业绩稳步增长，宇航电源为公司主营

营收和归母净利润保持平稳。2022-2024 年公司营收分别为 25.21、35.24、31.27 亿元，2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 2.08、1.9、3.37 亿元，保持平稳增长。根据公司发布的 2025 年业绩快报，2025 年公司实现营收 33.01 亿元，实现归母净利润 3.27 亿元。

图6: 公司 2022-2025E 年营收 (亿元)

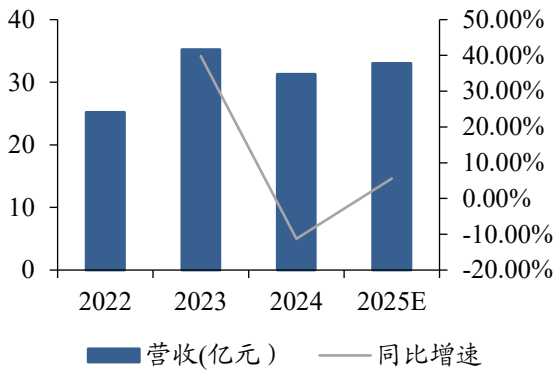
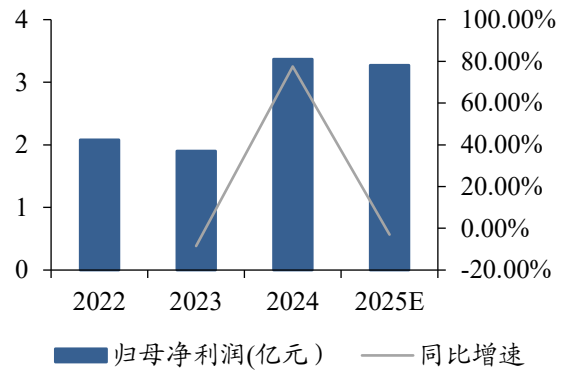


图7: 公司 2022-2025E 年归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (2025 年数据来自业绩快报)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (2025 年数据来自业绩快报)

宇航电源业务为公司主要收入来源。2022 年-2024 年宇航电源业务营收分别为 13.45、16.87、19.15 亿元，宇航电源的营收占比从 2022 年的 53.34% 提升至 2024 年的 61.23%，为公司主要收入来源。

图8: 2022-2024 年公司各业务营收 (亿元)

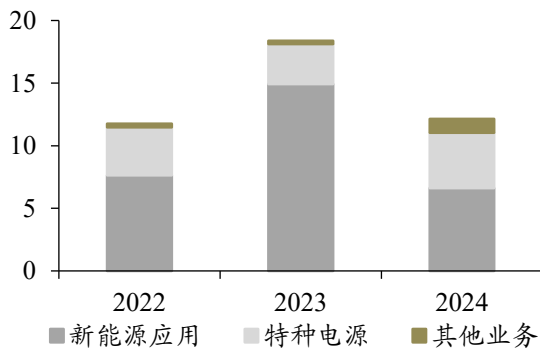
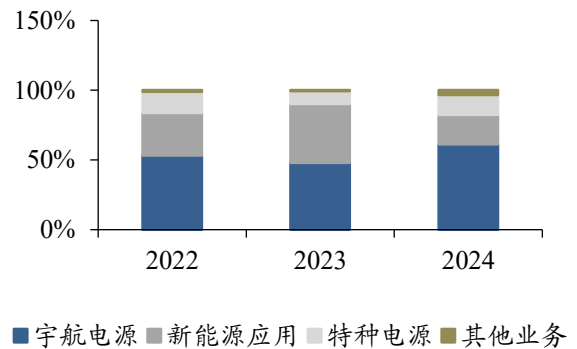


图9: 2022-2024 年公司各业务营收占比

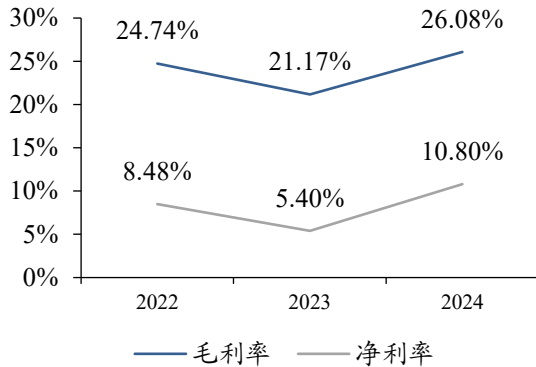


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

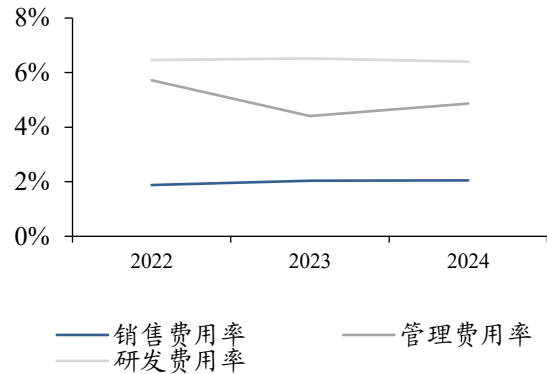
毛利率稳中有升，重研发投入。2022-2024 年公司销售毛利率分别为 24.74%、21.17%、26.08%，销售净利率分别为 8.48%、5.40%、10.80%，毛利率稳中有升。公司重研发投入，研发费用率保持较高水平。

图10: 2022-2024 年公司销售毛利率和销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022-2024 年公司三项费用率



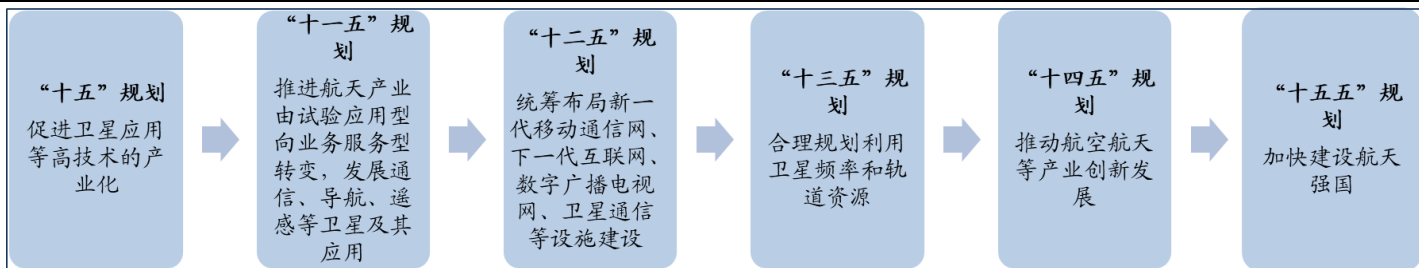
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 商业航天元年，宇航电源龙头有望充分受益

### 2.1. 商业航天元年，产业有望加速发展

根据我国国民经济“十五”计划至“十五五”规划，国家对卫星通信行业的支持政策经历了从“促进产业化”到“推进转型”到“推动创新发展”再到“加快建设航天强国”的变化。在航天强国战略与“十五五”规划协同发力下，商业航天产业规模持续扩容、创新活力加速释放，产业链上下游迎来长期发展机遇，成为高端制造领域兼具成长性与确定性的核心赛道。

图12: 历年五年规划对商业航天的政策描述



数据来源: 国务院等官网, 东吴证券研究所

政策助力商业航天发展，加快卫星互联网建设。2026 年政府工作报告将航空航天明

确为新兴支柱产业，并着重部署加快卫星互联网建设，商业航天迎来顶层政策加码与定位升级，行业发展迈入规范化、规模化提速新阶段。国家层面持续完善治理体系，设立商业航天专项管理机构、出台国家级产业指导文件，构建全链条政策支持框架，统筹规范发射服务、星座组网、在轨应用等核心环节。

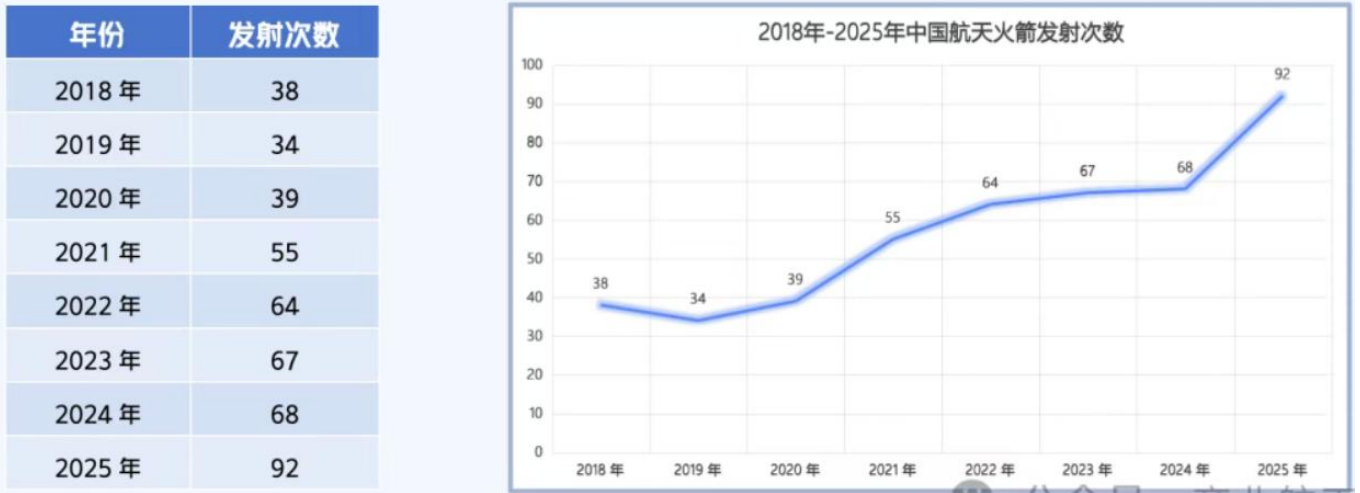
表4: 商业航天主要政策

时间	文件名称	发文单位	主要内容
2026年 3月	《2026年政府工作报告》	国务院	培育壮大新兴产业和未来产业。实施产业创新工程，鼓励央企国企带头开放应用场景，打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业。
2025年 3月	《2025年政府工作报告》	国务院	培育壮大新兴产业、未来产业。深入推进战略性新兴产业融合集群发展。开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。
2024年 3月	《2024年政府工作报告》	国务院	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。充分发挥创新主导作用，以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化，提高全要素生产率，不断塑造发展新动能新优势，促进社会生产力实现新的跃升。积极培育新兴产业和未来产业。实施产业创新工程，完善产业生态，拓展应用场景，促进战略性新兴产业融合集群发展。巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。
2022年 12月	《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》	中共中央、国务院	加快物联网、工业互联网、卫星互联网、千兆光网建设，构建全国一体化大数据中心体系，布局建设大数据中心国家枢纽节点。促进重大装备工程应用和产业化发展，加快大飞机、航空发动机和机载设备等研发，推进卫星及应用基础设施建设。
2022年 1月	《2021中国的航天》	国务院	未来五年，中国将继续实施载人航天工程，发射“问天”实验舱、“梦天”实验舱、“巡天”空间望远镜以及“神舟”载人飞船和“天舟”货运飞船，全面建成并运营中国空间站，打造国家太空实验室，开展航天员长期驻留、大规模空间科学实验、空间站平台维护等工作。深化载人登月方案论证，组织开展关键技术攻关，研制新一代载人飞船，夯实载人探索开发地月空间基础。
2021年 3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	国务院	深入实施智能制造和绿色制造工程，发展服务型制造新模式，推动制造业高端化智能化绿色化。培育先进制造业集群，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展。加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。打造全球覆盖、高效运行的通信、导航、遥感空间基础设施体系，建设商业航天发射场。聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。

数据来源：国务院官网，招股说明书，东吴证券研究所

我国航天火箭发射次数创历史新高。2025 年全球发射次数 329 次，中国完成 92 次轨道级火箭发射，较 2024 年的 68 次增长 35.29%，刷新年度发射纪录。

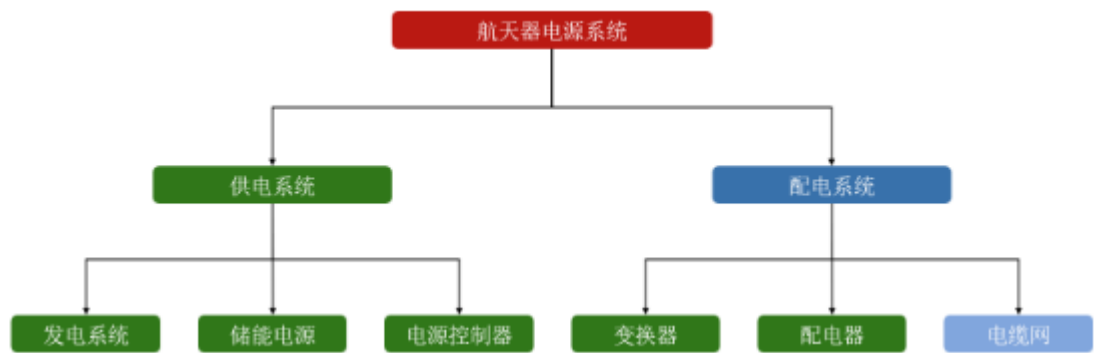
图13: 2018-2025 年中国航天火箭发射次数 (单位: 次)



数据来源:《中国航天科技活动蓝皮书》，东吴证券研究所

电源分系统是航天器的“心脏”，可为航天器中的用电设备提供电能，目前绝大部分航天器及临近空间飞行器的自主活动都需要宇航电源系统的支持，例如卫星变轨、通讯等。典型的宇航电源系统架构如下 (绿色代表公司产品)

图14: 典型的宇航电源系统架构



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

我国航天产业迎来高速发展期，宇航电源产业将随之受益。卫星主要由平台和载荷两部分构成，不同卫星因功能不同成本结构差异较大。根据艾瑞咨询数据，定制卫星的平台成本占比约为 50%，批量卫星的平台成本占比约为 30%。卫星平台又包括姿控系统、

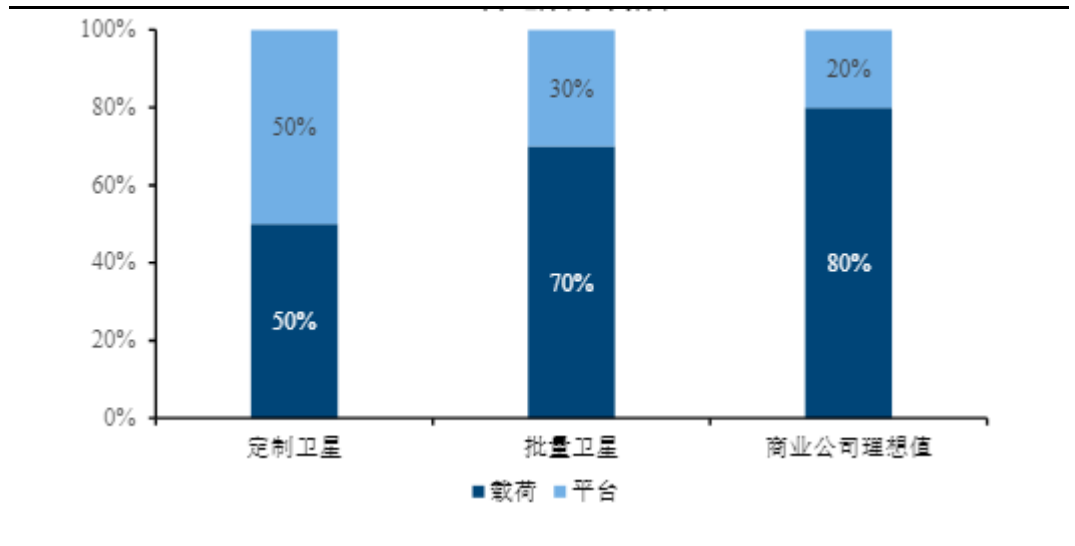
电源系统、结构系统、星务系统、测控系统、热控系统。平台的核心作用是为卫星提供机动能力和电力，因此姿控系统和电源系统的成本占比也最大，根据艾瑞咨询数据，姿控系统和电源系统的成本之和约占全卫星平台的60%以上。随着我国商业航天市场的快速兴起，以及载人航天工程、探月工程等重大航天工程的深入推进，我国航天产业迎来高速发展期，宇航电源产业将随之受益。

表5: 我国主要大型星座计划

星座计划	所属公司	规划星座规模/颗
GW 星座	中国星网	12992
G60 星链	垣信卫星	15000
鸿鹄-3	蓝箭鸿擎	12000

数据来源：星网、垣信官网、泰伯网，东吴证券研究所

图15: 卫星制造成本构成



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

目前太阳电池阵是宇航电源的主要产品。宇航电源系统因使用环境极为特殊，往往面临着极端的温度变化、压力和强辐射，因此对于电源有很高的要求。从产品类别来看，宇航电源系统包括一次性电源、核电源、燃料电池、太阳能热动力系统、太阳电池阵——蓄电池组电源系统等。目前，太阳电池阵——蓄电池组电源系统是绝大多数在轨航天器使用的电源系统类型，也是临近空间飞行器使用最广泛的电源系统类型。

表6: 宇航电源分类

种类	简要介绍
一次性电源	主要有锌银电池组和亚硫酸氯电池, 用于短期的主电源或应急、火工品点火辅助等
核电源	主要有放射性同位素温差发电机、核反应堆温差发电机和核反应堆热离子发电机三种, 适用于光强低、核辐射、空间攻防、轨道机动和深空探测等
燃料电池	主要为采用质子交换膜的氢氧燃料电池, 可作为大功率短期飞行任务航天器的主电源
太阳能热动力系统	采用的是热能-机械能-电能的转化方式, 但系统十分复杂, 目前较少使用
太阳电池阵——蓄电池组电源系统	由太阳电池阵、蓄电池组、电源控制设备等三部分组成: 太阳电池阵通过光伏效应把太阳能转换为直流电, 并由电源控制设备完成分流、稳压调节、充电控制等功能, 向航天器各种载荷供电并对蓄电池组充电

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**太阳电池阵——蓄电池组电源系统通常由空间太阳电池阵(太阳翼)、空间锂离子电池组、电源控制设备等三类单机构成。**空间太阳电池阵是由许多太阳电池组成的阵列, 可以将空间轨道的太阳光能转化为电能, 以供航天器使用, 是航天器电源分系统的主电源。太阳电池是利用光伏效应将太阳能通过半导体物质转变为直流电能的一种器件, 应用于太空的太阳电池被称为空间(用)太阳电池。与地面光伏电池追求规模制造和低成本不同的是, 空间太阳电池的核心价值在于极致的性能与可靠性, 是卫星、空间站和深空探测器等各类航天器的生命线。

在宇航电源发展史上, 作为主电源的太阳电池阵经历了硅太阳电池——单结砷化镓太阳电池——多结砷化镓太阳电池——薄膜砷化镓太阳电池的四次革新:

表7: 太阳能电池阵的三次革新

时间	空间太阳电池主要技术特点
20世纪80年代以前	航天器主要采用硅太阳电池作为太阳电池阵的发电单元, 它具有工艺成熟、生产成本低、机械强度高优点, 通过工艺改进, 空间用硅太阳电池的光电转化效率从早期的12.3%至提升到15%以上。
20世纪90年代	单结砷化镓电池开始取代硅电池作为航天器的基本发电单元。相较于硅材料, 砷化镓的带隙宽度为1.42eV, 与太阳光谱的匹配程度高, 单结砷化镓电池光电效率可达25%, 具有耐高温、耐辐照性能更佳、光电转化效率更高等特点。
21世纪以来	随着金属有机化合物化学气相沉积(MOCVD)、隧穿结串联等技术的发展, 三结砷化镓太阳电池实现工程化量产和空间应用。相比于单结砷化镓电池, 三结砷化镓电池具有光电转化效率高、空间环境适应性好、不同子电池层晶格匹配性强等特点。目前, 发行人广泛使用三结砷化镓电池制造太阳电池阵, 并研制了基于柔性薄膜砷化镓太阳电池的全柔性太阳电池阵。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

## 2.2. 宇航电源龙头有望充分受益

公司宇航电源产品国内市占率超 50%。宇航电源行业由于产品技术研发难度较大、产品可靠性和稳定性要求较高、供应链管控严格等因素，行业壁垒较高，目前市场中宇航电源厂商集中度较高，主要的电源系统供应商为电科蓝天、上海空间电源研究所、苏州馥昶空间技术有限公司和山东航天电子技术研究所等。2024 年度，由公司配套电源单机或系统的航天器合计 144 个。根据 BryceTech，2024 年中国共发射卫星、飞船、空间站等航天器 285 个，按照该口径计算公司宇航电源产品在国内市场覆盖率约为 50.5%。

表8：国内主流宇航电源厂商

公司	宇航电源业务情况
上海空间电源研究所	航天科技集团第八研究院下属空间电源专业研究所，是国内研制宇航电源单机及系统的主要企业之一，同时，该单位作为航天科技集团下属宇航电源系统的总体单位，也是公司宇航电源业务的主要客户之一。
苏州馥昶空间技术有限公司	近年来兴起的商业航天小卫星电源系统配套服务商。该公司可提供完整的卫星电源系统解决方案和产品研发服务，包括 1 套整星电源系统解决方案和 6 套单机产品，截至 2026 年 2 月，已服务国内外超过 30 家卫星总体单位，为 TY-MINISAR、TXZ-A/B 星、天雁 05 星、苏丹星、西柏坡号等数十颗卫星提供了电源配套，在轨飞行已超过 50 颗（截至 2026 年 2 月）。
山东航天电子技术研究所	隶属于中国空间技术研究院，其前身为中国空间技术研究院 549 厂，是国家级高新技术企业，航天电子产品重要研制单位，是国内生产宇航电源控制设备（宇航电源系统中的关键单机之一）的主要供应商之一。
中电科蓝天科技股份有限公司	航天科技集团第十八研究院下属空间电源企业

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

作为国内宇航电源核心供应商，承担国内重大航天工程电源研制任务。公司作为我国宇航电源的核心供应商，承担了我国绝大部分重大航天工程的电源单机或系统的研制任务，技术实力和产品竞争力得到了充分验证，获得了航天领域总体单位的高度认可。

表9：公司参与的国家航天工程项目

工程名称	项目名称	代表型号	项目周期
载人航天	空间站	天和、问天、梦天、巡天	2012 年-长期
	载人飞船	神舟系列	1999 年-长期
	货运飞船	天舟系列	2017 年-长期
探月工程	载人登月	着陆器、新飞船	2020 年-长期
	月球探测	嫦娥系列	2003 年-长期
深空探测	火星探测	天问一号	2016 年-2021 年
	小行星探测	天问二号	2020 年-2035 年
北斗导航	北斗导航	北斗系列	2001 年-长期
高分专项	高分专项	高分十三号	2016 年-2020 年
先导专项	先导二期	SMILE、ASO-S、EP 等	2017 年-2026 年

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司是国内重大商业航天星座相关航天器电源的主力供应商。在商业航天卫星电源系统领域，公司目前合作的客户包括中国卫星网络集团有限公司、中国东方红卫星股份有限公司、上海格思航天科技有限公司等国有单位，银河航天（北京）科技有限公司、哈尔滨工大卫星技术有限公司、椭圆时空（北京）科技有限公司等民营商业航天公司，以及清华大学、浙江大学、西北工业大学等多所高校。公司大力推进高性能、大规模、轻量化、低成本的星座电源产品体系，在国网星座、千帆星座、吉林一号遥感星座等我国重大商业航天星座的电源系统供应商中处于重要地位。

**表10: 公司历年前五大客户**

期间	序号	客户名称	销售金额（万元）	占比
2025年1-6月	1	航天科技集团下属单位	59,425.52	53.37%
	2	中国化学与物理电源行业协会	12,720.20	11.42%
	3	上海格思航天科技有限公司	7,392.92	6.64%
	4	中国电科集团下属单位	5,752.13	5.17%
	5	中国科学院下属单位	5,483.89	4.93%
	合计		90,774.67	81.53%
2024年度	1	航天科技集团下属单位	136,461.80	43.64%
	2	中国电科集团下属单位	31,632.70	10.12%
	3	中国科学院下属单位	24,439.19	7.82%
	4	上海格思航天科技有限公司	16,237.17	5.19%
	5	国家能源投资集团下属单位	10,853.82	3.47%
	合计		219,624.68	70.23%
2023年度	1	航天科技集团下属单位	151,902.87	43.10%
	2	国家电投集团下属单位	53,649.73	15.22%
	3	中国电科集团下属单位	30,989.30	8.79%
	4	中国能源建设集团下属单位	19,124.66	5.43%
	5	中国节能环保集团下属单位	15,817.25	4.49%
	合计		271,483.81	77.04%
2022年度	1	航天科技集团下属单位	114,949.16	45.59%
	2	中国大唐集团下属单位	37,036.66	14.69%
	3	中国电科集团下属单位	17,968.96	7.13%
	4	中国科学院下属单位	15,485.64	6.14%
	5	大同市晟能新能源有限公司	7,262.07	2.88%
	合计		192,702.49	76.44%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 3. 盈利预测和估值

#### 核心假设:

公司主营业务涵盖宇航电源、特种电源、新能源应用及服务三大板块:

**宇航电源业务:** 随着商业航天产业的持续推进，未来国内卫星发射数量有望呈现持

续加速的态势，我们预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为 17%、35%、50%。

**特种电源业务：**随着特种车辆、特种无人机和工业机器人的持续放量，公司电源业务有望受益。基于此，我们预计该业务 2025-2027 年营收同比增长分别为 2%、19%、25%。

**新能源应用及服务业务：**考虑行业竞争的影响，公司短期增速略有放缓，随着后续战略的逐步聚焦，公司增长有望恢复，我们预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为-25%、14%、15%。

**其他业务：**预计保持平稳增长，我们预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为 1%、5%、5%。

**毛利率：**考虑行业需求的持续释放，公司电源业务有望带领公司整体毛利率持续提升。我们预计公司 2025-2027 年综合毛利率为 27%、29%、31%。

表11：公司收入拆分及预测（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	31.27	33.01	42.47	59.87
yoy	-11%	6%	29%	41%
毛利率	26.08%	27.12%	29.25%	30.71%
宇航电源业务	19.15	22.45	30.31	45.46
Yoy	13%	17%	35%	50%
新能源应用及服务业务	6.61	4.96	5.65	6.50
Yoy	-56%	-25%	14%	15%
特种电源	4.44	4.51	5.36	6.70
Yoy	39%	2%	19%	25%
其他业务	1.08	1.09	1.15	1.20
Yoy	319%	1%	5%	5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

**可比公司估值与投资建议：**根据业务相似性我们选取乾照光电、航天电子、上海港湾作为可比公司。可比公司 2026 年 PE 平均值为 111 倍。我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润为 3.27 亿元、5.52 亿元、8.96 亿元，对应增速分别为-3%、69%、62%，对应 PE 分别为 359/213/131 倍。商业航天产业有望迎来快速发展期，我们看好公司作为国家队在宇航电源领域的优势，首次覆盖给予“买入”评级。

表12: 可比公司估值 (2026/4/17)

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
300102.SZ	乾照光电	302.79	1.15	2.12	3.02	263	143	100
600879.SH	航天电子	772.70	2.27	6.54	8.23	340	118	94
605598.SH	上海港湾	131.45	1.32	1.82	2.29	99	72	57
	平均					234	111	84
688818.SH	电科蓝天	1176.42	3.27	5.52	8.96	359	213	131

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 可比公司估值取自 Wind 一致预期 (4月17日))

#### 4. 风险提示

- 1、行业竞争加剧的风险:** 随着行业的快速兴起, 新产品和新技术的出现会吸引更多厂商加入, 使得行业竞争加剧, 从而给公司的长期发展和盈利能力带来一定风险。
- 2、政策推进不及预期:** 中央和各地政府陆续出台了商业航天领域政策, 如果后续现有政策和配套政策推进力度不及预期, 可能会对商业航天行业的发展和落地不及预期。
- 3、技术推进不及预期:** 未来商业航天有望成为经济的重要支柱产业之一, 技术推进不及预期可能会使得主导产业落地不及预期。
- 4、次新股股价大幅波动风险:** 公司作为次新股, 由于上市时间短、估值相对较高、筹码结构不稳定等特点, 存在股价波动幅度较高的风险。

电科蓝天三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>6,185</b>	<b>6,739</b>	<b>8,229</b>	<b>10,858</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,127</b>	<b>3,301</b>	<b>4,247</b>	<b>5,987</b>
货币资金及交易性金融资产	2,096	2,573	3,065	3,725	营业成本(含金融类)	2,311	2,405	3,005	4,148
经营性应收款项	2,417	2,475	3,108	4,338	税金及附加	17	17	21	30
存货	1,580	1,594	1,934	2,626	销售费用	64	64	81	111
合同资产	76	80	103	145	管理费用	152	155	197	275
其他流动资产	16	16	19	24	研发费用	200	208	263	365
<b>非流动资产</b>	<b>1,092</b>	<b>1,075</b>	<b>1,025</b>	<b>971</b>	财务费用	(18)	0	0	0
长期股权投资	120	122	124	126	加:其他收益	74	21	76	108
固定资产及使用权资产	751	707	659	608	投资净收益	14	17	21	30
在建工程	60	57	54	51	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	15	14	13	12	减值损失	(121)	(125)	(165)	(200)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	<b>营业利润</b>	<b>374</b>	<b>364</b>	<b>612</b>	<b>995</b>
其他非流动资产	131	160	159	158	营业外净收支	3	(1)	1	1
<b>资产总计</b>	<b>7,277</b>	<b>7,814</b>	<b>9,254</b>	<b>11,829</b>	<b>利润总额</b>	<b>376</b>	<b>364</b>	<b>613</b>	<b>996</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,561</b>	<b>3,744</b>	<b>4,631</b>	<b>6,310</b>	减:所得税	38	36	61	100
短期借款及一年内到期的非流动负债	99	132	132	132	<b>净利润</b>	<b>338</b>	<b>327</b>	<b>552</b>	<b>896</b>
经营性应付款项	2,621	2,728	3,408	4,705	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	189	200	257	362	<b>归属母公司净利润</b>	<b>337</b>	<b>327</b>	<b>552</b>	<b>896</b>
其他流动负债	652	684	835	1,111	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.19	0.32	0.52
<b>非流动负债</b>	<b>176</b>	<b>195</b>	<b>195</b>	<b>195</b>	EBIT	341	364	613	996
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	453	438	691	1,077
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.08	27.12	29.25	30.71
租赁负债	49	49	49	49	归母净利率(%)	10.78	9.92	12.99	14.97
其他非流动负债	127	146	146	146	收入增长率(%)	(11.27)	5.55	28.67	40.97
<b>负债合计</b>	<b>3,737</b>	<b>3,939</b>	<b>4,826</b>	<b>6,505</b>	归母净利润增长率(%)	77.55	(2.93)	68.57	62.45
归属母公司股东权益	3,513	3,848	4,400	5,296					
少数股东权益	27	27	27	27					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,540</b>	<b>3,876</b>	<b>4,427</b>	<b>5,324</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,277</b>	<b>7,814</b>	<b>9,254</b>	<b>11,829</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	106	439	497	656	每股净资产(元)	2.25	2.22	2.53	3.05
投资活动现金流	7	(27)	(5)	4	最新发行在外股份(百万股)	1,737	1,737	1,737	1,737
筹资活动现金流	(110)	60	0	0	ROIC(%)	8.56	8.45	12.74	17.73
现金净增加额	4	472	492	660	ROE-摊薄(%)	9.60	8.51	12.54	16.92
折旧和摊销	112	74	78	81	资产负债率(%)	51.35	50.40	52.16	54.99
资本开支	(152)	(26)	(24)	(24)	P/E(现价&最新股本摊薄)	348.86	359.39	213.20	131.24
营运资本变动	(426)	(52)	(276)	(490)	P/B(现价)	30.14	30.57	26.74	22.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>