2026 年 11 月 01 日
证券研究报告•公司深度报告
航天电子（600879）国防军工

买入（首次）
当前价：12.64 元
目标价：15.30 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

航天电子领域龙头，商业航天和无人装备弹性显著

投资要点

- **推荐逻辑：**1）航天电子是航天九院唯一上市平台，2025 年航天配套/系统装备/航天机电/技术应用营收占比 67%/17%/9%/7%，在航天电子、中小型无人机领域研发实力强、产品谱系完整；2）我国商业航天发展进入加速阶段，截至 2026 年 8 月，GW 星座已完成 23 次发射，低轨星座进入高密度组网阶段，公司航天电子业务有望充分受益；3）中小型无人机颠覆陆军传统单兵作战模式，陆军规模化列装有望加速，同时军贸打开成长天花板，国内中小型无人机格局集中，以公司子公司航天飞鸿为主，有望迎来业务快速增长。
- **航天九院上市平台，军品驱动业绩稳增。**航天电子是航天科技九院旗下唯一上市平台，过往发展历程看，航天科技集团 1999 年入主上市公司武汉电缆后，通过系列资产注入使得上市公司实现向航天电子、无人机系统双主业的转型；过往受益于航天产品的发展，公司业绩实现稳健增长；受军品需求波动、航天电工剥离扰动，2024 年以来公司业绩有所承压；2026 年营收目标 154.9 亿元，同比+11.4%。
- **航天电子产品：深度配套航天工程，低轨星座贡献成长弹性。**1）传统电子业务，下游应用于各类宇航航天器、国防装备领域，未来受益于我国航天工程的不断推进，商业航天、低轨卫星组网进展加快，公司传统电子业务有望稳步增长；2）卫星通信业务，包括传统航天测运控、卫星激光通信载荷，星间激光通信技术优势在于高带宽，受益于低轨卫星发展，激光通信成为核心技术路径，以 GW 星座为例，每颗卫星配备 4 台激光通信终端，未来随着低轨卫星组网加速，卫星通信业务弹性可期；3）惯性导航业务，公司产品矩阵丰富，在激光、光纤陀螺仪领域技术领先，未来有望充分受益于航天工程发展。
- **无人装备系统：内需出口景气双高，飞鸿无人系统“链长”单位。**全球无人机需求景气旺盛、军贸市场持续活跃；无人机使陆军以更低成本和更快速度，获得更优态势感知能力和精确打击力量；我军重视无人机发展。子公司航天飞鸿为无人系统产业链“链长”单位，预计在内贸和外贸两方面都将实现收入的快速增长。1）国内列装方面，中小型无人机航天飞鸿竞争占优，有望充分受益于陆军无人机规模化列装；2）军贸出口方面，公司无人系统产品出口业务持续增长，“飞腾”系列制导武器具备一定国际知名度，海外需求旺盛。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年公司 EPS 为 0.06、0.09、0.15 元，当前股价对应动态 PE 分别为 221、143、83 倍。给予 2027 年 170 倍 PE，对应目标价 15.30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游交付结算不及预期的风险，航天和无人系统赛道竞争加剧风险，下游客户降价影响的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13909.96	12612.98	14573.15	17002.60
增长率	-2.59%	-9.32%	15.54%	16.67%
归属母公司净利润（百万元）	226.98	188.36	290.99	502.49
增长率	-58.58%	-17.01%	54.48%	72.68%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.06	0.09	0.15
净资产收益率 ROE	1.02%	0.86%	1.31%	2.22%
PE	184	221	143	83
PB	2.00	2.04	2.01	1.97

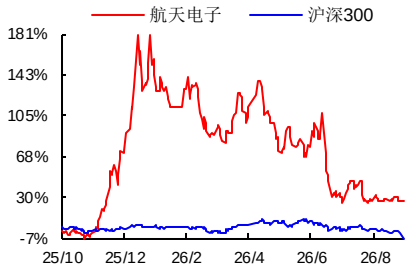
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：刘倩倩
执业证号：S1250522070003
电话：010-57758538
邮箱：lqqyf@swsc.com.cn

分析师：陈昕晖
执业证号：S1250525080001
电话：021-58351893
邮箱：chxh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	32.99
流通 A 股(亿股)	32.99
52 周内股价区间(元)	10.41-31.56
总市值(亿元)	417.03
总资产(亿元)	499.37
每股净资产(元)	6.24

相关研究

投资要件

关键假设

1）航天配套业务有望迎来快速增长。近两年防务领域需求受政策影响有所减缓，后续随着需求恢复，以及商业航天发展、低轨卫星密集组网，公司航天配套业务将恢复增长态势，预计航天配套业务 2026-2028 年营业收入同比-25.0%、+5.0%、+5.0%；短期存在产品审价扰动，后续产品结构优化、规模效应有望体现，预计航天配套业务 2026-2028 年毛利率分别为 18.5%、18.7%、19.0%。

2）系统装备业务放量可期。“十五五”期间无人装备有望呈现高景气发展，预计系统装备业务 2026-2028 年营业收入同比+50.0%、+45.0%、+40.0%，军贸出口打开盈利弹性空间，预计系统装备业务 2026-2028 年毛利率 15.0%、16.0%、17.0%。

3）航天机电有望稳健增长。机电组件业务属于成熟配套件，收入增长和盈利能力预计相对平稳，预计航天机电业务 2026-2028 年营业收入同比-10.0%、+5.0%、+5.0%，预计航天机电业务 2026-2028 年毛利率 35.0%、35.0%、35.0%。

区别于市场的观点

1）公司经营预期差不在于短期业绩，而是稀缺的产业链卡位。受传统航天下游景气低谷扰动，公司近年短期业绩有所波动，公司作为航天科技九院唯一上市平台，航天电子业务深度配套下游国防装备、航天工程领域，具备稀缺的技术、资质壁垒。

2）公司长期成长空间仍被低估。我国商业航天发展进入加速阶段，截至 2026 年 8 月，GW 星座已完成 23 次发射，低轨星座进入高密度组网阶段，公司航天电子业务有望充分受益；中小型无人机颠覆陆军传统单兵作战模式，陆军规模化列装有望加速，同时军贸打开成长天花板，国内中小型无人机格局集中，公司子公司航天飞鸿竞争力突出，有望迎来业务快速增长。

股价上涨的催化因素

下游传统航天产品需求超预期；低轨卫星组网进程超预期；无人装备军贸订单超预期。

估值和目标价格

预计 2026-2028 年公司 EPS 为 0.06 元、0.09 元、0.15 元，当前股价对应动态 PE 分别为 221、143、83 倍。给予 2027 年 170 倍 PE，对应目标价 15.30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

下游交付结算不及预期的风险，航天和无人系统赛道竞争加剧风险，下游客户降价影响的风险。

目 录

1 航天九院唯一上市平台，军品主业驱动业绩稳健增长.....1

1.1 航天九院唯一上市平台.....1

1.2 公司持续聚焦主业，产品分为航天电子信息、无人系统两大类.....3

1.3 航天基本盘业绩稳定、无人系统增长突出，盈利能力改善可期.....4

2 航天电子信息产品：深度配套航天工程，商业航天将贡献成长弹性.....7

2.1 传统航天需求有待恢复，商业航天打开增量市场空间.....7

2.2 测运控和激光通信等产品配套商业航天，行业龙头地位突出.....9

2.3 公司惯性导航产品深度配套航天各领域.....12

3 无人装备系统：内需出口景气双高，飞鸿产品力突出.....14

3.1 行业整体：陆军无人机部署加快，内需+军贸双轮驱动.....14

3.2 航天飞鸿：格局清晰，飞鸿成长弹性充足.....15

3.3 国内列装：技术领先，产品谱系完善.....16

3.4 军贸出口：无人机系统和精确制导武器海外市场前景可期.....17

4 盈利预测与估值.....18

4.1 盈利预测.....18

4.2 绝对估值.....18

4.3 相对估值.....20

5 风险提示.....20

图 目 录

图 1：航天电子发展历程 2
图 2：公司股权结构情况（截止 2026 年 10 月） 2
图 3：公司各控股子公司情况（截止 2026 年 10 月） 3
图 4：公司航天产品、民用产品营收占比情况 4
图 5：公司 2024-2025 年分产品营收占比 4
图 6：公司关联销售营收占比较高 4
图 7：公司历年营业收入及同比增速情况 5
图 8：公司历年归母净利润及同比增速情况 5
图 9：公司历年航天产品、民品营业收入同比增速情况 5
图 10：公司单季度营收、归母净利润同比增速情况 5
图 11：公司历年毛利率情况 6
图 12：公司历年期间费用率情况 6
图 13：公司历年销售净利率情况 6
图 14：公司单季度毛利率、净利率情况 6
图 15：公司航天电子业务主要子公司营收及占比情况 7
图 16：公司测控通信子公司营收情况 9
图 17：公司测控通信子公司净利率情况 9
图 18：卫星互联网星间激光通信链路与用户微波链路分发与汇聚示意图 10
图 19：航天测运控示意图 11
图 20：惯性系统产业链上下游情况 12
图 21：公司主要惯性导航子公司营收情况（单位：亿元） 14
图 22：公司主要惯性导航子公司净利率情况 14
图 23：全球军用无人机行业规模有望稳步增长（单位：亿美元） 14
图 24：2001-2023 年全球无人机出口国交易情况 14
图 25：美军“黑色大黄蜂”微型侦察无人机 15
图 26：美陆军人员操作 P550 自主战术无人机系统 15
图 27：公司子公司航天飞鸿营业收入情况 16
图 28：公司子公司航天飞鸿净利率情况 16
图 29：FH-97A 无人僚机亮相 2022 年珠海航展 17

表 目 录

表 1：海外积极布局低轨卫星星座 8
表 2：我国低轨卫星互联网三大“万星星座”情况 8
表 3：国内外星间激光通信链路发展情况 10
表 4：不同性能等级惯性技术特征对比 13
表 5：“飞鸿”、“飞腾”系列拳头产品 16
表 6：分业务收入及毛利率 18
表 7：绝对估值假设条件 19
表 8：FCFF 估值结果 19
表 9：绝对估值敏感性测试 19
表 10：可比公司估值（截至估值日期 2026 年 10 月 30 日收盘） 20
附表：财务预测与估值 21

1 航天九院唯一上市平台，军品主业驱动业绩稳健增长

1.1 航天九院唯一上市平台

航天时代电子技术股份有限公司（简称“航天电子”）是中国航天电子技术研究院（航天科技九院）旗下唯一上市公司，整合了航天九院下核心资产，包括航天电子信息资产（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产品），以及无人机系统、精确制导产品等无人系统装备。

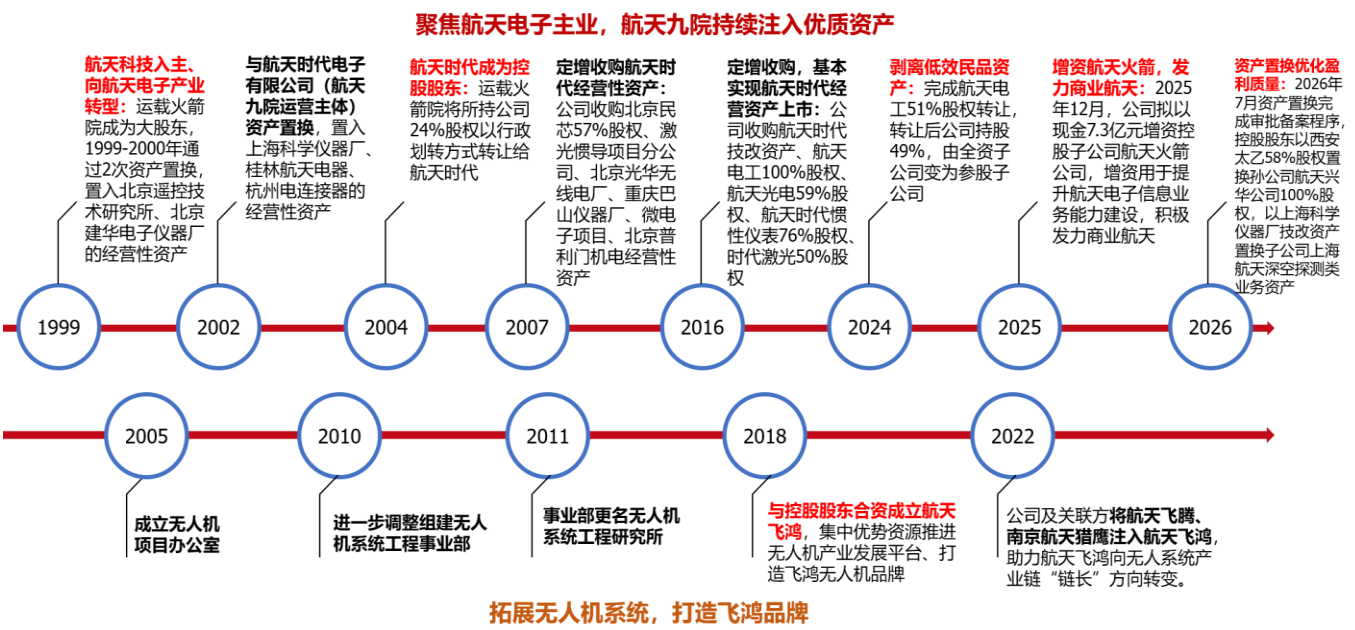
公司在航天电子信息领域核心产品处于国内领先，在商业航天领域关键通信载荷、测运控产品具备优势地位；在无人系统装备领域，作为型号研制总体单位具备核心优势，是航天科技集团打造的无人系统现代产业链链长单位；精确制导产品具备国际知名度。

发展历史：公司前身武汉电缆 1995 年上交所上市，1999 年航天科技一院通过股份协议转让成为公司大股东，后将股份行政划转至中国航天时代电子公司（航天科技九院的运营主体），后续航天九院一系列资产注入上市公司，实现了基本整体上市，形成航天电子、无人机系统双主业驱动的业务布局。

1）航天九院优质资产基本整体上市，持续聚焦航天核心主业。截至 2016 年，公司基本实现航天九院下属经营资产的整体上市；2024 年完成航天电工 51%股权转让，进一步聚焦主业。2025 年 12 月，公告现金 7.3 亿元增资控股子公司航天火箭公司，增资用于提升航天电子信息业务能力建设，积极融入商业航天发展。2025 年 9 月，公司拟与控股股东航天时代电子资产置换，控股股东以西安太乙 58%股权置换航天电子的孙公司航天兴华公司 100%股权，同时，控股股东以上海科学仪器厂技改资产置换航天电子的子公司上海航天深空探测类资产，两项置换总交易金额 7.09 亿元，2026 年 7 月，资产置换已完成行业主管部门、国有资产管理部门审批程序和备案程序，后续随着资产置换完成，有望进一步提高上市公司体内资产质量。

2）无人机系统发展为“链长”地位，打造“飞鸿”品牌。公司 2005 年成立无人机项目办公室，依托在航天电子领域的成熟技术切入无人机系统，聚焦中近程战役战术级无人机；2010 年组建无人机系统工程事业部，后更名为无人机系统工程研究所；2018 年与控股股东航天时代合资成立航天飞鸿，整合控股股东优势资源打造无人机产业发展平台；2022 年公司及关联方将航天飞腾、南京航天猎鹰注入航天飞鸿。打造无人系统产业链“链长”单位。

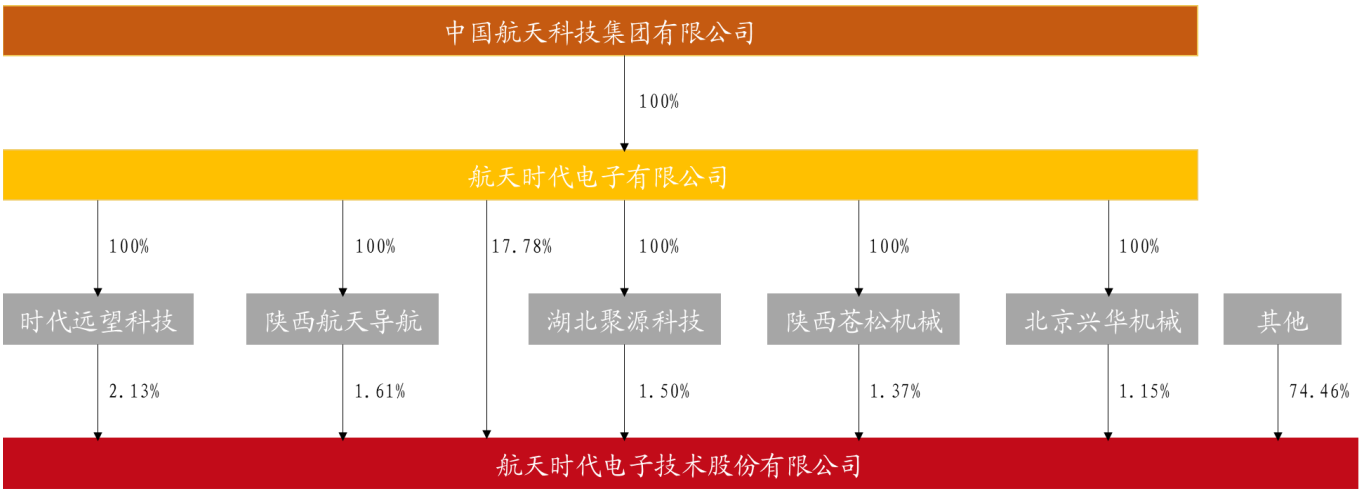
图 1：航天电子发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实际控制人为航天科技集团，控股股东为航天时代电子有限公司，直接持股 17.78%，通过一致行动人间接持股 7.76%，合计持有公司 25.54%股份。

图 2：公司股权结构情况（截止 2026 年 10 月）



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 公司持续聚焦主业，产品分为航天电子信息、无人系统两大类

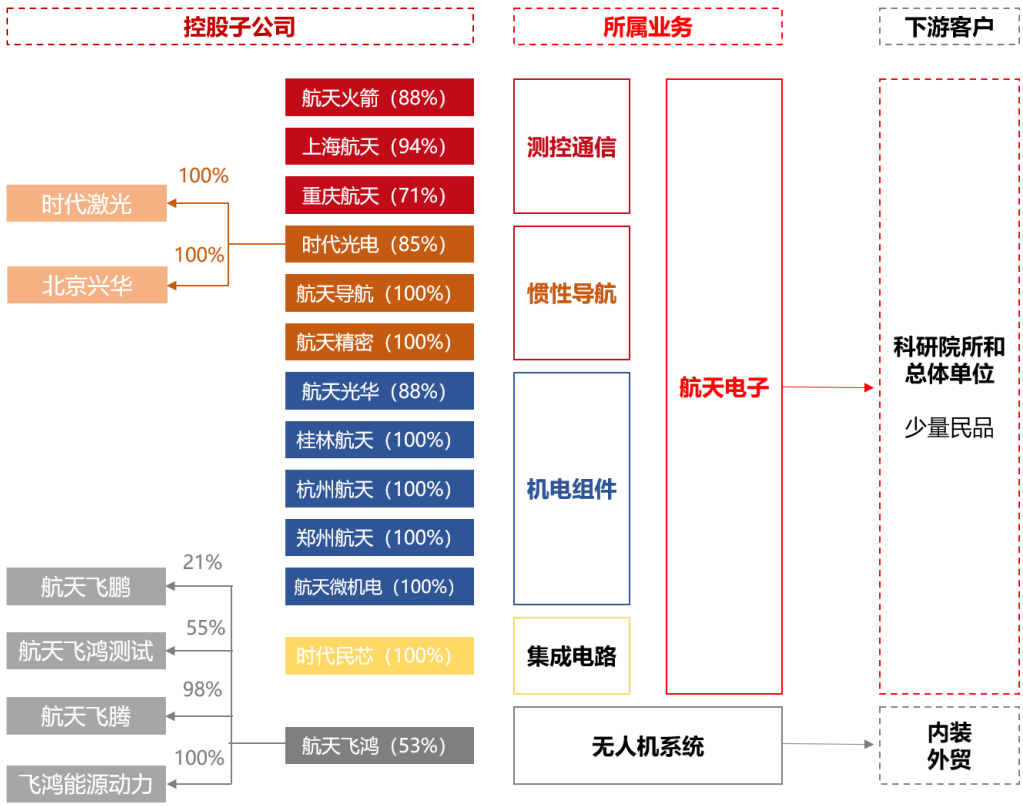
公司业务分为航天电子信息产品、无人系统装备产品两大类。

航天电子信息产品包括惯性与导航、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产品，主要应用于航天和国防装备领域，客户主要为科研院所和总体单位。星上激光通信载荷、测运控通信作为公司传统优势领域，在低轨卫星互联网产生新的应用需求，成为公司新的业务增长点。

无人系统装备产品包括无人机系统、精确制导系统等，应用于国防装备、物流运输和民用领域，下游客户为国内军方和军贸出口。公司经过多年发展成为航天科技集团旗下无人机“链主”地位企业，在国内低慢小无人机领域具备优势地位。

公司为控股型上市公司，公司各类业务分布在子公司中，**1）航天电子业务方面，**测控通信由航天火箭、上海航天、重庆航天 3 家子公司运营；惯性导航由时代光电、航天导航、航天精密 3 家子公司运营；机电组件由航天光华、桂林航天、杭州航天、郑州航天、航天微机电 5 家子公司运营；集成电路由时代民芯运营；**2）无人装备业务方面，**控股子公司航天飞鸿负责运营，航天飞鸿控股航天飞腾、南京航天猎鹰、航天飞鸿测试，参股航天飞鹏，其中航天飞腾是航天科技唯一精确制导武器总体单位，航天飞鹏聚焦民用无人机、低空经济关键装备。

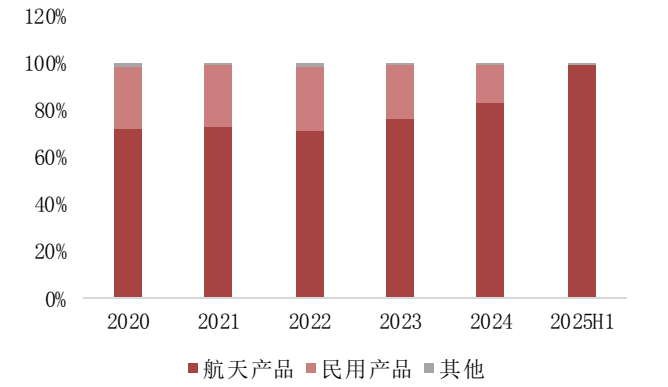
图 3：公司各控股子公司情况（截止 2026 年 10 月）



数据来源：公司公告，西南证券整理

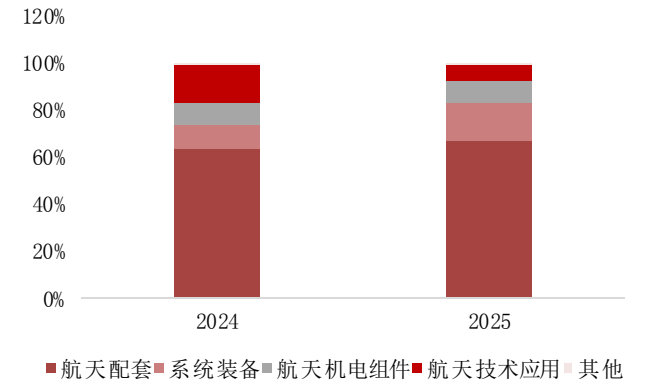
公司持续聚焦航天主业。公司 2025 年中报前分产品按照航天产品（包括航天信息以及无人系统）和民用产品（子公司普利门石油勘探、航天电工电线电缆业务等）进行分类，2022-2024 年航天产品收入占比分别为 71%、77%、83%，呈现上升趋势；2024 年航天电工资产转让出表，航天产品收入占比进一步提升，2025H1 航天产品收入占比达到 99.3%。2025 年报，公司对营收构成按照新口径进行披露，航天配套/系统装备/航天机电组件/航天技术应用产品营收占比分别约 66.7%/16.5%/9.3%和 6.8%。

图 4：公司航天产品、民用产品营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

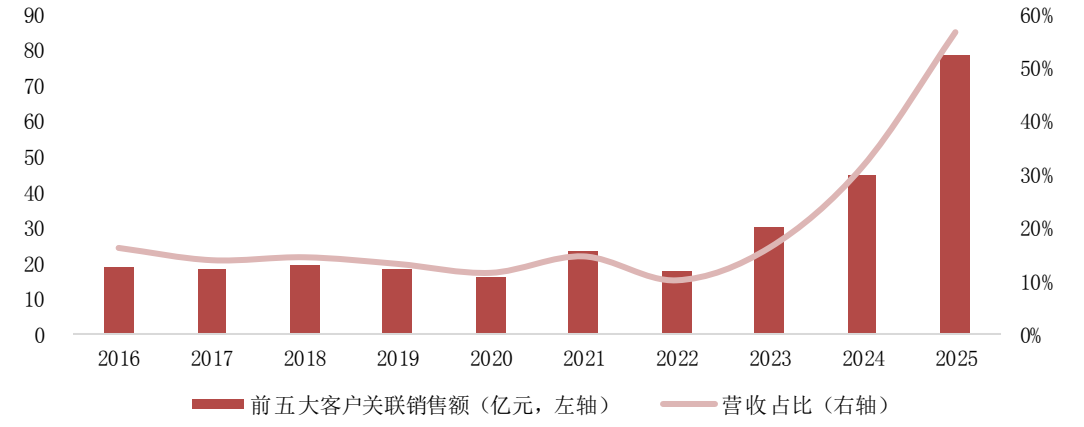
图 5：公司 2024-2025 年分产品营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要配套航天科技、科工等集团院所。公司作为航天电子产品配套单位，下游客户以航天科技集团、科工集团总体院占比较高。2025 年，前五大客户销售额占营收比例 80.3%，前五大客户中，航天科技集团内关联销售额占营收比例约 56.7%。

图 6：公司关联销售营收占比较高



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 航天基本盘业绩稳定、无人系统增长突出，盈利能力改善可期

2018-2023 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别约 6.2%/0.0%，其中航天产品/民品营收 CAGR 分别约 9.7%/-1.4%。我国航天工程需求景气向上，航天发射次数稳步增长，驱动公司航天产品收入稳定增长。

2025 年起航天产品收入恢复增长，无人系统装备收入增速突出。2017-2023 年，公司收入保持稳定小幅增长，2024 年航天产品景气度下降，同时 2024 年 8 月起航天电工出表，对公司 2024 年和 2025 年的收入利润表现产生扰动（出表拉低 2024、2025 年收入，同时产生股权投资收益 2.1 亿元拉高 2024 年净利润）。

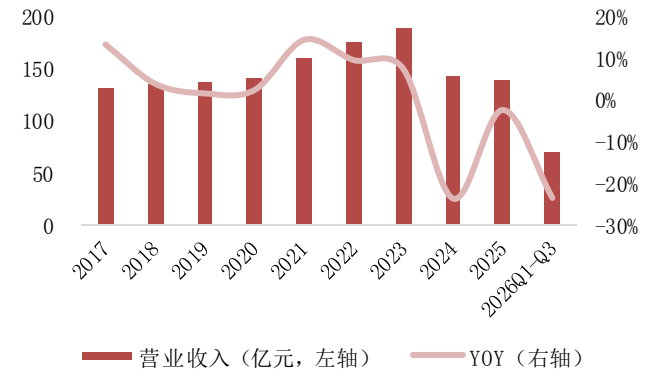
——2024/2025 年公司营收分别为 142.8 亿元（yoy-23.8%）和 139.1 亿（yoy-2.6%）。剔除航天电工出表影响，2025 年公司营业收入同比+13.8%，其中系统装备收入增速突出，航天产品收入恢复稳定增长。2025 年系统装备产品收入 23.0 亿元，同比+55.7%；航天配套产品收入 92.8 亿元，同比+1.9%；航天机电组件产品收入 12.9 亿元，同比+4.6%。

——2024、2025 年净利润分别为 5.5 亿元（+4.4%）和 2.3 亿元（-58.6%），2025 年归母净利润大幅下滑主要是由于 2024 年出让航天电工投资收益形成高基数，以及减值损失增加。

2026 年目标营收增长 11.4%。2026Q1-Q3 公司营收/归母净利润分别为 69.6/0.7 亿元，同比-23.6%/-71.3%，主要系产品交付进度不及预期、部分产品定价下降；根据公司 2025 年报，2026 年经营目标为力争实现营业收入 154.9 亿元，同比+11.4%。

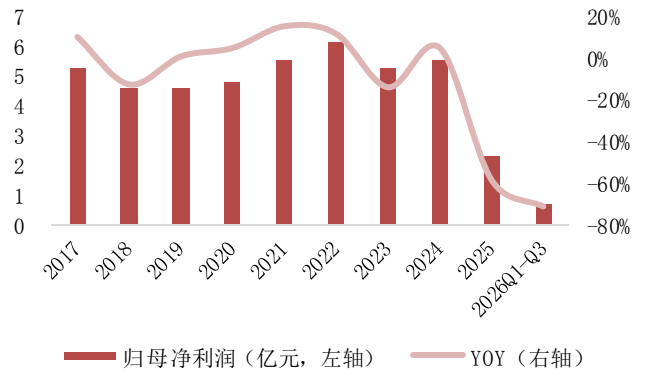
受益于无人系统放量和商业航天发展，公司未来几年收入体量将持续扩大。航天传统下游处于需求恢复期，无人系统多种型号国内外需求巨大未来几年进入放量期，商业航天方向随着国内低轨卫星组网进度即将进入量产阶段，我们预期公司未来几年收入体量将持续扩大。

图 7：公司历年营业收入及同比增速情况



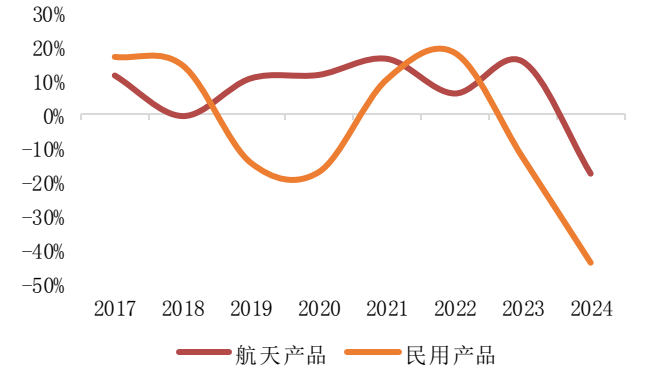
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司历年归母净利润及同比增速情况



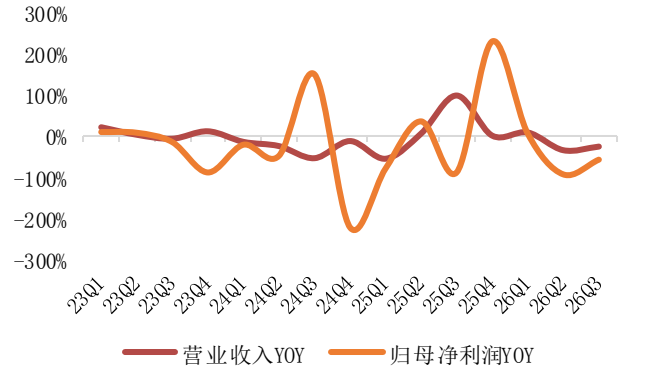
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司历年航天产品、民品营业收入同比增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2025 年起年报披露口径调整）

图 10：公司单季度营收、归母净利润同比增速情况

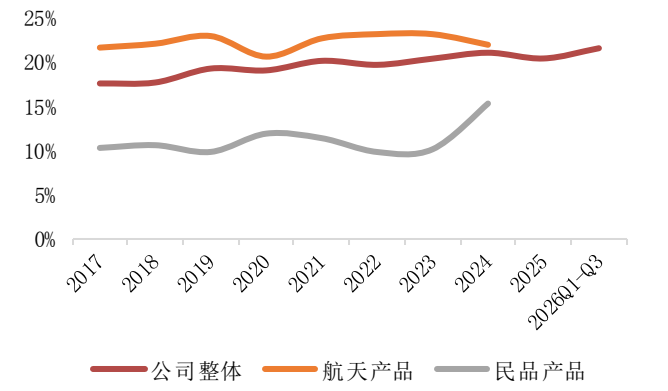


数据来源：公司公告，西南证券整理

过往公司毛利率相对稳定，2025 年略有下降，管理和研发费用率呈上升趋势。1）毛利率：公司毛利率整体小幅提升，2025 年系统装备拖累整体毛利率表现。公司毛利率历史上呈现小幅提升趋势，2025 年公司毛利率约 20.3%，同比-0.6pp，2025 年毛利率下滑主要受低毛利率的系统装备业务收入占比提升，以及航天机电组件产品毛利率下降影响。2025 年，公司系统装备/航天配套/航天机电组件/航天技术应用产品毛利率分别约 13.9%/19.3%/37.2%/19.1%，同比-12.7/+0.7/-3.3/+3.8pp；2026Q1-Q3 公司毛利率约 21.5%，同比+2.5pp，公司毛利率企稳回升；2）费用率：近年研发费用率增长趋势明显，管理费用率有所提升。自 2018 年以来公司加大对无人系统等业务投入，使得前置性的研发项目持续增加，近年研发费用率不断提升，从 2018 年 2.9%已提升到 2025 年 6.1%的水平；管理费用主要受 2024/2025 年航天电工出表收入下降影响增长幅度较大，从 2023 年 7.4%增长到 2025 年 8.6%；2026Q1-Q3 受收入下滑扰动，销售费用率/管理费用率分别约 1.9%/11.3%，同比+0.4/+2.3pp。

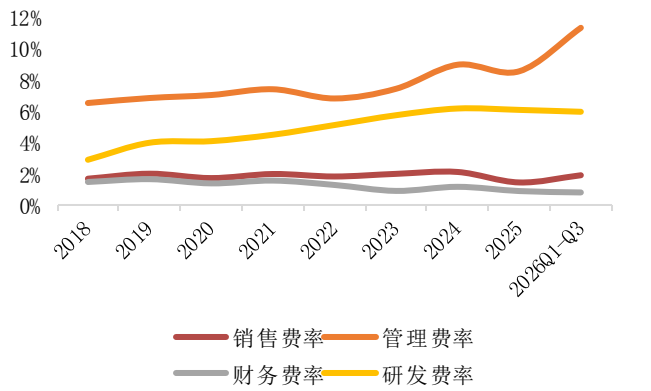
短期需求波动拖累盈利，长期看规模效应带来净利率提升潜力。公司 2024 年之前销售净利率相对稳定，保持在 3-4%，近年由于价格因素、管理费用率上升、研发投入加大，以及无人系统占比提升，公司净利率有所承压。未来几年看，随着公司传统航天下游需求回升，对公司净利率产生正向拉动；公司无人系统和商业航天预计收入增长显著，随着公司收入体量快速增长，规模效应带来净利率提升的潜力。

图 11：公司历年毛利率情况



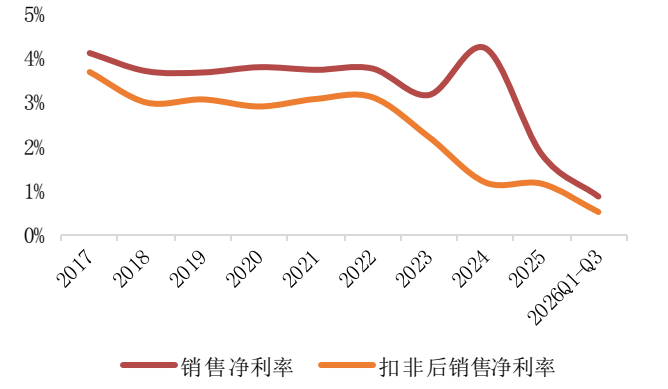
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司历年期间费用率情况



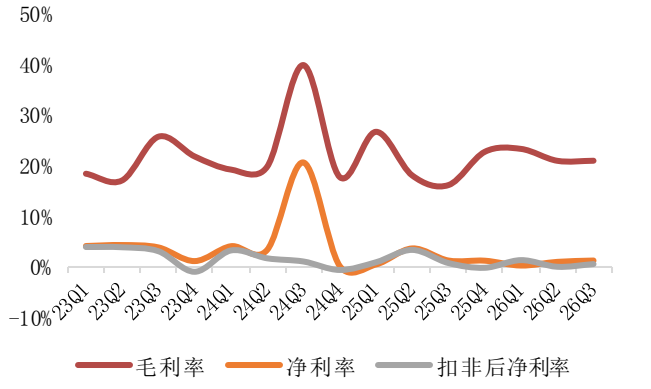
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：公司历年销售净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：公司单季度毛利率、净利率情况

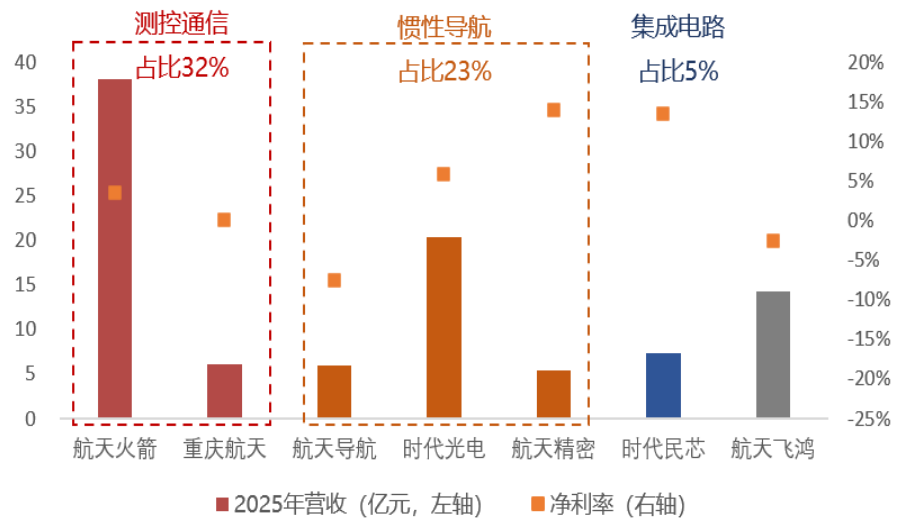


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 航天电子信息产品：深度配套航天工程，商业航天将贡献成长弹性

公司航天电子信息业务包含测控通信、惯性导航、机电组件、集成电路、航天技术应用等，根据 2025 年报披露的部分子公司数据，测控通信/惯性与导航/集成电路主要子公司营收占比分别为 32%/23%/5%，测控通信和惯性与导航是公司航天电子产品主要收入来源。

图 15：公司航天电子业务主要子公司营收及占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司航天电子产品下游为航天和国防装备领域，包括导弹、运载火箭以及各类航天器（如卫星、载人飞船、空间探测器等）。传统航天领域由军方和政府需求为主，受政策影响有所波动。近年来国家重视商业航天发展，国内低轨通信卫星即将进入快速组网阶段，为公司航天电子信息产品打开新的市场空间。

2.1 传统航天需求有待恢复，商业航天打开增量市场空间

2.1.1 传统航天受政策影响，需求有待恢复

传统航天市场以军品和政府等需求为最终下游，受到政策影响较大，2024 年以来行业整体需求有所收窄。导弹、运载火箭、传统航天器等有一定的需求刚性，长期看行业需求回到正轨是必然，短期看有待恢复。

公司作为航天科技集团航天电子信息产品主力供应商，产品在传统航天市场领域优势突出，是行业龙头，且地位稳固。行业恢复时公司将充分受益。

2.1.2 低轨星座密集组网，商业航天打开发展空间

低轨卫星高带宽、高可靠、全球覆盖。根据卫星所在轨道高度不同，将通信卫星分为低轨（LEO）、中轨（MEO）和地球同步轨道（GEO）卫星，其中低轨卫星互联网通过部署 500-2000 公里近地轨道的大规模卫星星座，以构建全球实时信息传输网络、提供高速互联网接入服务

的系统；相较传统高轨卫星和地面网络，低轨卫星互联网具备高带宽低延迟、全球无缝覆盖、更高的韧性和可靠性等优势。

轨频资源稀缺，低轨星座成为大国博弈新赛道。1）低轨星座是大国战略博弈的焦点：低轨星座在军事领域重要性日益凸显，提供抗损毁的全球通信、侦察监视、导弹制导能力。同时，低轨星座弥补偏远地区地面网络覆盖不足，为物联网、自动驾驶、低空经济等新业态提供全域连接，也是未来 6G 通信空天地海一体化网络的核心；2）轨道与频谱资源稀缺：近地轨道仅能容纳约 6 万颗卫星、优质频段趋于饱和，针对轨频资源分配，国际电信联盟（ITU）提出“先登先占”原则，使其成为不可再生的战略性稀缺资源；3）海外 SPACEX 已先行部署：美国 SpaceX 的星链星座为“先登先占”的先驱者，截至 2026 年 8 月，星链累计发射卫星超 1.2 万颗，在轨卫星约 1.1 万颗，是目前全球规模最大的星座项目，在俄乌冲突等军事实战中展现出巨大战略价值。

表 1：海外积极布局低轨卫星星座

星座名称	主导机构	星座规模及进展	目标
星链	SpaceX	计划发射 4.2 万颗，截至 2026 年 8 月在轨卫星约 1.1 万颗；2026H1 末全球用户数约 1200 万	全球覆盖，项目优势在于低成本制造、可回收火箭技术，已用于商业和军事，如俄乌冲突
柯伊伯计划	亚马逊	计划发射 3236 颗，截至 2026 年 9 月在轨超 390 颗	旨在提供快速、经济的互联网接入服务
Lynk	Lynk Global	预计 640 颗卫星星座于 2027 年开始服务；截至 2026 年 9 月累计发射 12 颗	旨在提供“太空手机信号塔”功能，实现全球移动电话服务覆盖
蓝鸟	AST SpaceMobile	计划发射 168 颗，首批 5 颗卫星已于 2024 年 9 月入轨	旨在实现直接向普通智能手机提供卫星联网，正与威瑞森和美国电话电报公司测试

数据来源：Jonathan's Space Pages，SpaceX 2026 年二季度报告，亚马逊官网，Space Intel Report，ASTS 2025 年报，西南证券整理

我国重点发展巨型星座项目，卫星组网不断加速。近年来我国多个低轨卫星星座计划相继启动，发展势头强劲，2021 年中国卫星网络集团（中国星网）成立，负责统筹此前国内的虹云、鸿雁等星座计划，构建覆盖全球的卫星互联网系统，目前我国共规划有三大“万星星座”，分别为 GW 星座、G60 星链、鸿鹄-3 星座，总规模超 3.4 万颗；根据 ITU 规则，轨频资源并非永久有效，分配虽然遵循“先登先占”，却附带发射时限，星座计划申报 7 年内需发射首星，9 年内完成总规模卫星数的 10%，14 年内完成全部部署；根据国家航天局，截至 2026 年 8 月 GW 星座已累计完成 23 次发射，表明我国低轨星座进入高密度组网阶段。

表 2：我国低轨卫星互联网三大“万星星座”情况

星座名称	主导机构	规划卫星数量	子星座	申报时间
GW	中国星网（国资委直属央企）	12992	GW-A59 6080 颗；500KM 以下极低轨道 GW-A2 6912 颗；1145KM 近地轨道	2020 年 11 月
G60	上海垣信（上海国资控股）	12000	-	2023 年 7 月
Honghu-3	蓝箭鸿擎（民企，蓝箭航天关联企业）	10000	-	2024 年 5 月

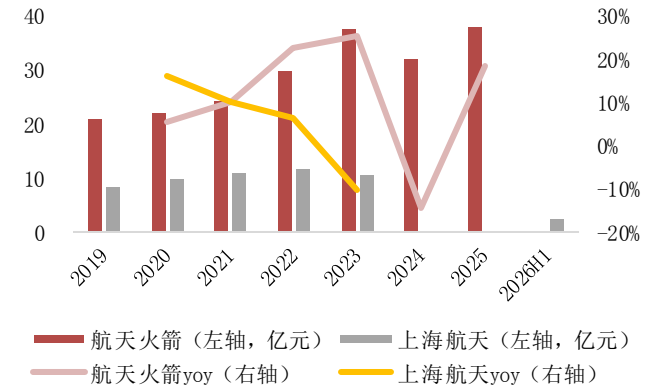
数据来源：ITU，西南证券整理

在国际竞争环境，以及国家政策的支持下，商业航天快速发展。未来在太空算力等方向技术的持续突破和市场的实现，将为商业航天提供持续发展的动力。公司利用在传统航天测控、通信领域的行业先入和技术领先优势，占据商业航天市场火箭和卫星相关产品重要竞争地位，未来将充分受益于行业发展。

2.2 测运控和激光通信等产品配套商业航天，行业龙头地位突出

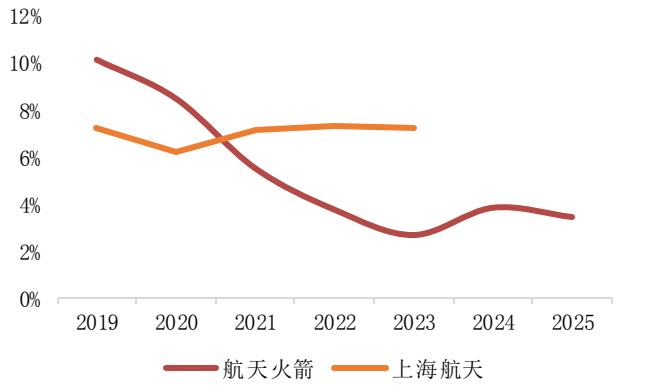
公司测控通信业务主要包含传统航天测运控业务，以及卫星通信载荷等。测控通信业务由航天火箭公司、上海航天、重庆航天 3 家子公司经营，以航天火箭公司为核心。**航天火箭**前身为航天九院 704 所，为我国遥测传感技术先驱，产品矩阵包括航天测运控系统、空间信息网络领域（通信载荷等）、微波激光遥感探测、卫星导航、MEMS 传感器等，其研制的北斗三号关键载荷导航信号生成器和上行注入处理机、技术水平全国领先的激光星间链路终端、链路跳扩频码设备等重要载荷，为北斗卫星的全球组网和稳定运行提供了有力支撑。根据年报数据，2025 年航天火箭营收 38.1 亿元，同比+18.4%，2021-2025 年营收 CAGR 约 11.4%，快于公司整体，2025 年营收占公司整体比重 27.4%，净利率 3.5%。2025 年 12 月，包括公司在内的航天火箭全体股东增资 8.2 亿元，用于提升公司航天电子信息业务能力建设，积极融入商业航天发展。

图 16：公司测控通信子公司营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：部分年份公司未披露数据）

图 17：公司测控通信子公司净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.1 激光通信载荷：担起星间互联重任，是低轨卫星发展趋势

卫星通信按照信号类型，可分为射频通信、激光通信，射频通信以微波为信息载体，技术成熟、应用广泛；激光通信为新兴技术路径，其数据传输速率远超射频、安全性高，但激光波束极窄，其捕获与跟踪难度较大，国内原专用于高速数据下行，如卫星回传高分辨率对地观测影像、高清视频、科学探测数据等。

受益于低轨卫星发展，激光通信成为核心技术路径。星间激光通信链路技术具有高吞吐率、高传输带宽、高安全性等优势，契合卫星互联网的海量数据传输和交互需求，目前全球**星间链路技术发展趋势是激光通信链路，替代原来的微波通信链路。**2001 年欧空局 SILEX 项目首次实现了星间/星地激光通信，目前 Starlink、OneWeb、Kuiper、Telesat 等星座系统均将激光通信作为星间核心传输链路之一。以 SpaceX 的 Starlink 星链星座为例，其 V0.9 版本极地轨道卫星率先装配激光通信模块；V1.5 版本起标配激光通信，每颗星 3-4 台激光通信载荷。

表 3：国内外星间激光通信链路发展情况

时点	国家	星座	链路类型	传输速率
2008	德国	TerraSAR-X	低轨-低轨	5.625Gbit/s
	美国	NFIRE		
2018	美国	AeroCube B/C	低轨-低轨/静地-低轨	100Mbps
2019	美国	EDRS	低轨-低轨	1.8Gbit/s
2020	中国	行云	低轨-低轨	100Mbit/s
2021	美国	Starlink	低轨-低轨	100Mbit/s
2022	美国	BlackJack	低轨-低轨	119Mbit/s
2022	美国	Trasmission Layer 0/1	低轨-低轨	1Gbit/s

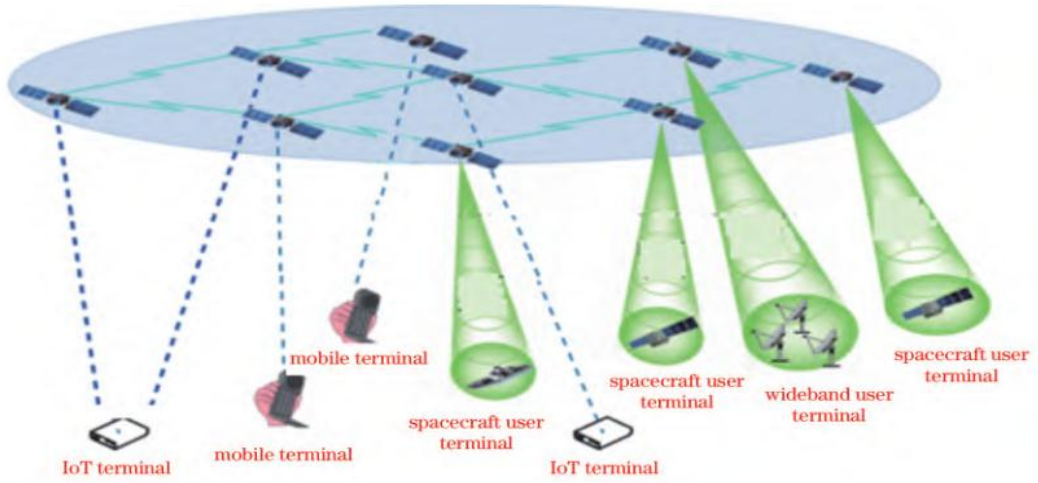
数据来源：《卫星互联网星间激光通信链路传输与路由交换技术研究，常星武等》，西南证券整理

星间激光通信壁垒较高。低轨星座的高动态性对星间激光链路稳定性构成挑战。星载激光通信系统包括激光收发系统、捕获瞄准（ATP）系统、光学系统等子系统，以及配电系统、热控系统等配套系统；星间激光通信是极远距离、极弱信号的探测，技术难点来自超远距动态变化链路特性、复杂的空间环境，使得组网后星间链路的稳定难以维持，对光学跟瞄系统精度、能源供给及载荷处理性能均提出极高要求。

我国航天院所积极推动星间激光通信发展。我国开展空间激光通信研究相对较晚，2011 年“海洋二号”卫星成功发射，建立国内首个星地激光通信链路，后续中科院长春光学精密机械与物理研究所、上海技术物理研究所、航天科技下属院所也相继开展研究；2018 年北斗三号首次配置星间激光载荷；2020 年“行云二号”两颗卫星搭载的激光通信载荷技术成功验证，我国卫星物联网星座首次实现星间激光通信。

激光终端渗透加速有望贡献显著弹性。1）以 GW 星座为例，规划至 2035 年累计发射 12992 颗卫星，根据 36 氪数据，单台激光通信终端售价约 100-200 万元，按照降价后单台售价 100 万、单星配备 4 台激光通信载荷计算，组网阶段贡献 520 亿元增量市场规模，同时后续还存在补网需求；2）除星网星座外，G60、鸿鹄-3 星座均规划上万颗卫星，未来不排除采用激光通信链路，亦会贡献增量需求。

图 18：卫星互联网星间激光通信链路与用户微波链路分发与汇聚示意图

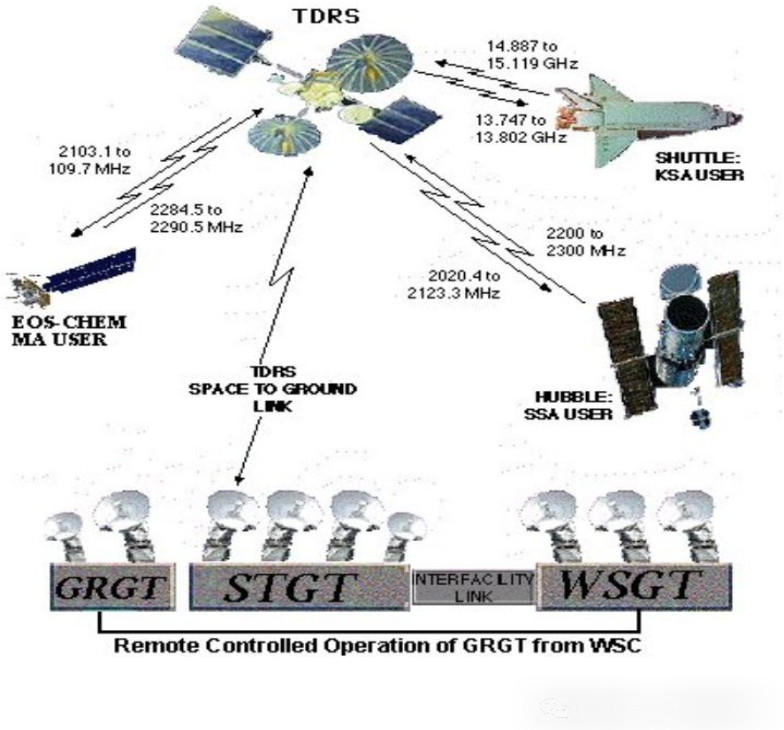


数据来源：《卫星互联网星间激光通信链路传输与路由交换技术研究，常星武等》，西南证券整理

2.2.2 航天测运控：远程测控卫星运行，受益于卫星上量

航天测运控是航天领域的核心技术，主要用于从地面对卫星、火箭等航天飞行器的运行状态进行监测、控制和管理，确保其按预定轨道和任务执行。测运控系统由卫星上的测运控单元、地面接收站和测运控软件共同组成，通过测量收集航天器的实时数据，通过测轨确定其位置和轨道参数，并通过遥控发送指令进行姿态调整、轨道修正。

图 19：航天测运控示意图



数据来源：商业卫星与军民融合，西南证券整理

2.2.3 公司卡位激光通信和测运控龙头，受益于行业大发展

航天测运控以国家队主导，呈现良性竞争格局。航天测控下游主要为国防、航天领域，技术壁垒和准入门槛高，星上产品供应商以航天科技、航天科工、中科院等相关院所（航天五院、航天八院、航天九院等）为主导，院所背景的部分民营企业也有参与。各院所与同体系总体单位有所绑定，同时技术专长有所差异，行业呈现高壁垒、互相协同的良性竞争格局。

航天电子牵头建设北京商业航天智能测运控中心，巩固测运控行业地位。航天电子作为测运控龙头，参与建设运营开放式商业航天测运控共享平台——北京商业航天智能测运控中心。中心面向全球商业航天测运控服务，覆盖低轨、高轨、地月空间，具备不低于每年 200 次商业火箭发射/回收测控、不低于 5000 颗商业卫星的测运控服务能力。该中心建设运营巩固公司在商业航天测运控领域的行业地位。

激光通信终端格局集中，公司有望充分受益。激光通信由于高技术壁垒，市场格局集中。该技术在我国起步较晚，批量化在轨验证、应用的案例较少，包括行云工程、北斗卫星等，其激光通信系统研制单位主要为航天五院、九院等；后续低轨卫星星座组网阶段，公司有望继续保持先发优势，获得一定份额。

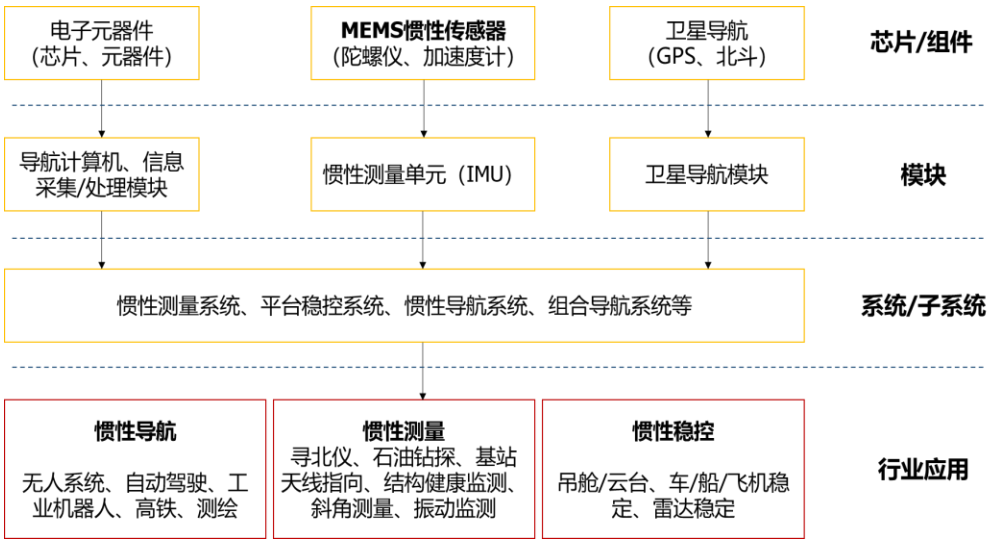
公司在航天电子领域产品覆盖范围广泛，除测运控和激光通信典型产品外，在卫星和火箭端多类电子信息产品具备竞争力，未来将充分受益于我国低轨卫星互联网等航天建设进展。

2.3 公司惯性导航产品深度配套航天各领域

2.3.1 惯性导航为现代军事导航体系核心技术，科研院所为供应主力

惯性导航是现代军事导航体系的核心技术。惯性导航（INS）起源于 20 世纪中期，属于完全自主式导航技术，通过惯性传感器测量载体相对惯性空间角速度和加速度信息，利用牛顿运动定律，经过数学积分运算从而实时推算载体的位置信息、瞬时速度和姿态朝向；相较其他导航技术，惯性导航具备以下优势：1）抗干扰性和隐蔽性极强：不依赖外界信息、也不向外界辐射能量，因而无法被干扰和侦测；2）输出信息全面：除位置和速度外，还提供高精度姿态信息；3）高频响应：高频率导航参数更新，极低延迟。因而惯性导航被广泛应用于军事战略武器、航空航天航海，以及高端智能驾驶等领域。

图 20：惯性系统产业链上下游情况



数据来源：芯动联科招股书，西南证券整理

激光/光纤惯性技术在导航/战略级应用场景占据主导地位。从技术路径看，目前高精度惯性传感器主要有激光、光纤、MEMS 惯性技术，其中：1）激光和光学技术成熟、精度高，在战略级、导航级应用场景占据主导地位，如军事战略装备等，芯动联科招股书中披露，根据 Yole 发布的 High-End Inertial Sensing 2022，全球两光陀螺仪在战术级/导航级应用领域渗透率达 78%/92%，激光陀螺仪在战略级应用领域渗透率达 72%；2）MEMS 技术逐步进入成熟期，目前高性能 MEMS 陀螺仪精度水平可达到中低精度的激光和光纤陀螺仪，MEMS 凭借小型化、高集成、低成本等优势，率先在工业级应用场景渗透，如消费电子、汽车等，随着精度的提升在部分战术级应用场景实现对光学陀螺仪的替代，并逐步渗透至导航级应用场景。

表 4：不同性能等级惯性技术特征对比

性能等级	技术路径	渗透率	技术特征	应用场景
工业级	MEMS	MEMS 占 86%	体积小、成本极低，但误差大、精度低	消费电子为主，如手机屏幕旋转、游戏手柄等
战术级	MEMS/光纤	两光占 78%	在体积、精度、成本间平衡，精度显著高于工业级	自动驾驶、工业无人机、农机、测绘等
导航级	光纤/激光	两光占 92%	高精度，但体积和成本也较高	民航客机、大型船舶、高端科研设备等
战略级	激光/传统机电	激光占 72%	极高精度、性能稳定，成本昂贵	军事战略装备为主，导弹、航天器、核潜艇等

数据来源：芯动联科招股书，《High-End Inertial Sensing 2022》Yole，西南证券整理

产业格局相对分散，国企科研院所为惯导产品供应主力。军工科研院所产业链布局更全面。军工科研院所研发实力领先，从上游芯片元器件，到下游系统集成全链路占据主导地位，技术路径从传统机电、光学到 MEMS 全覆盖，在高精度光学惯导技术方面处于绝对领先，代表单位如航天科工 33 所、航天科技 13 所、兵器工业导控所、航空工业 618 所等；民企受制于行业准入门槛和军品研制周期长等制约，在下游集成领域进入企业较少，主要有理工导航等；中上游配套进入门槛相对低，民营企业可在低成本方面、以及单点技术上实现突破，如长盈通、芯动联科等。从客户结构/应用场景来看，军工科研院所在战略级、导航级应用领域占据主要份额，尤其是军事战略武器；民企聚焦细分应用场景，普遍为战术级、工业级应用场景，以民品为主。

行业供应格局相对分散，头部企业市占率稳定。惯性导航领域，MEMS 新技术对传统光纤产品产生一定的威胁，但是在精度方面无法达到要求，中短期无法形成有效替代。行业整体格局较为分散，受到军工应用场景进入门槛制约，竞争格局尤其头部企业市占率稳定。

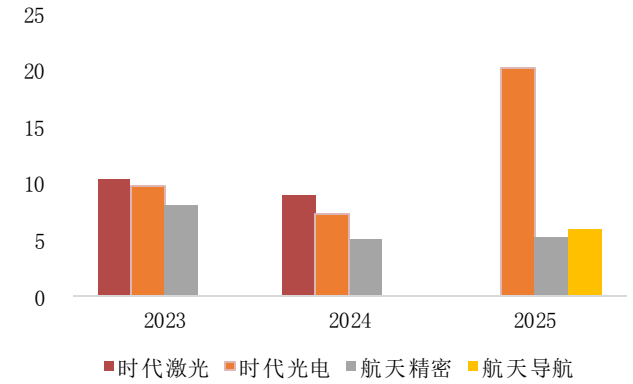
2.3.2 公司惯性导航产品为优势领域，深度配套航天

整合九院优质惯导资产，产品矩阵丰富。航天电子整合了九院旗下部分优质惯性导航经营性资产，由时代光电、航天导航、航天精密等子公司组成。公司产品矩阵丰富，覆盖了惯性导航、惯性制导、定位定向、自动控制、寻北等利用惯性产品的系统，具有气浮、液浮、挠性、激光、光纤等多品种惯性组件产品，并且覆盖上游元器件到下游系统集成。

产品深度配套卫星、火箭等航天工程领域。在卫星侧，惯导是姿轨控分系统中的关键传感器；在火箭侧，惯导决定入轨精度与姿态控制能力，构成火箭精确入轨及回收环节的关键传感器。公司背靠航天科技集团，惯导产品深度配套航天工程，必将受益于我国低轨卫星等航天产业发展。

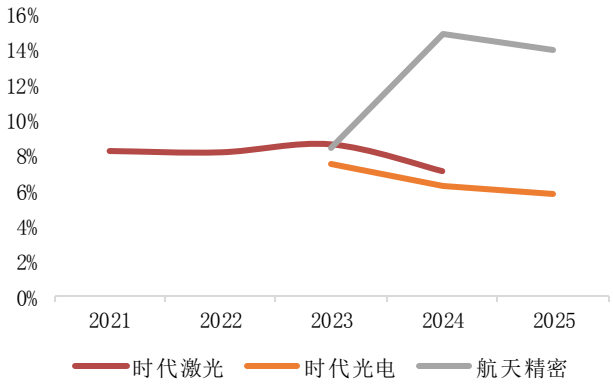
惯导业务各子公司盈利水平分化。根据年报数据，2025 年时代光电/航天导航/航天精密营收 20.3/6.0/5.4 亿元，营收占比 14.6%/4.3%/3.9%，净利率分别 5.8%/-7.6%/14.0%。各子公司利润率水平有所分化。

图 21：公司主要惯性导航子公司营收情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：公司主要惯性导航子公司净利率情况



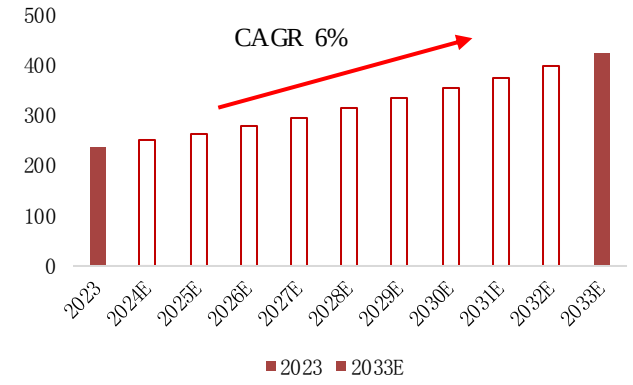
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 无人装备系统：内需出口景气双高，飞鸿产品力突出

3.1 行业整体：陆军无人机部署加快，内需+军贸双轮驱动

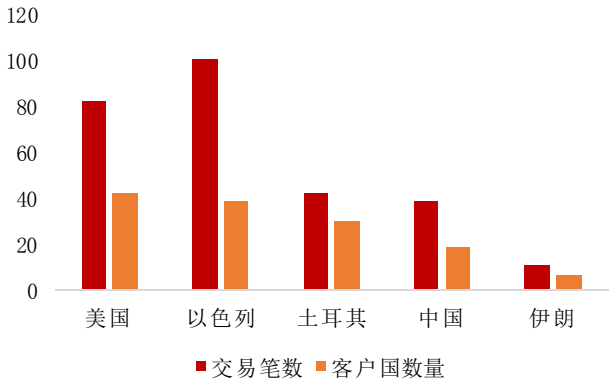
军用无人机分为无人侦察机、无人战斗机、通信中继无人机、电子干扰无人机等单一用途无人机，以及侦察打击一体化无人机等多用途无人机；**1）全球军用无人机需求景气旺盛。**根据 Spherical Insights 咨询数据，2023 年全球军用无人机市场规模约 234 亿美元，受益于无人机产品技术迭代、各国军事预算提升、以及对情报监视（ISR）和精确打击任务的需求，预计 2033 年有望达到 421 亿美元，对应 CAGR 6%，其中亚太地区增速更快；**2）无人机军贸活跃。**由于各国对无人机需求旺盛，但具备高性能无人机产能的国家较少，因此相较传统武器装备，无人机全球军贸市场更为活跃，根据 European Journal of International Security (2026)数据，2001-2023 年全球主要无人机出口国包括美国、以色列、土耳其、中国等。

图 23：全球军用无人机行业规模有望稳步增长（单位：亿美元）



数据来源：Spherical Insights，西南证券整理

图 24：2001-2023 年全球无人机出口国交易情况



数据来源：《European Journal of International Security (2026)》，西南证券整理

陆军无人机系统颠覆传统地面作战模式。无人机系统使陆军以更低成本、更小风险和更快速度，获得更优的态势感知能力和精确打击力量，具体而言：1）颠覆单兵作战模式：传统模式士兵依靠有限的视野和地面侦察，无人机系统能够提前感知战场环境（如埋伏的敌方部队、爆炸装置等），获取信息优势；2）提高即时打击效率：传统模式观察员发现打击目标后，需上报坐标至火力指挥中心，依靠炮兵部队进行远程打击，过程耗时相对较长，目标存在转移风险，而无人机侦察发现目标后可由无人机即时打击，流程缩短至数分钟；3）实现非对称成本交换：无人机系统费效比明显优于传统装甲部队，例如一架售价数万美元的巡飞弹便可摧毁价值量更高的坦克、直升机，实现战场的非对称成本交换。

美国陆军加速规模化部署小型无人机系统。俄乌战场无人机参与超 2/3 的坦克损毁任务，战术价值显著，根据中国军网，美国陆军正加快推进冷战以来最大规模军事转型计划，其中无人机系统规模化部署为核心，1）大规模列装无人机系统：美陆军计划 2026 年底前，每个作战师配备约 1000 架无人机，涵盖情报监视侦察、巡飞弹攻击、轻型运输、战术支援及电子战等多类型的无人机集群；2）缩短无人机调用层级：将无人机系统定义为“消耗性弹药”，授权营连级指挥官直接调用,将目标打击周期缩短 70%以上，大幅提升战术响应速度；3）以“可消耗”小型无人机系统为核心：“可消耗”系统介于一次性弹药与战斗机之间，设计目标是完成任务后可返回，作战中即便损毁也在可接受范围，重点聚焦小型战术无人机，目前正推进 Sky dioX2D、RQ-28A、“红猫”“黑寡妇”等 1 至 2 级无人机系统的发展，即重量不超过 25 千克、飞行高度不超过 1067 米的小型无人机系统。

图 25：美军“黑色大黄蜂”微型侦察无人机



数据来源：中国军网，西南证券整理

图 26：美陆军人员操作 P550 自主战术无人机系统



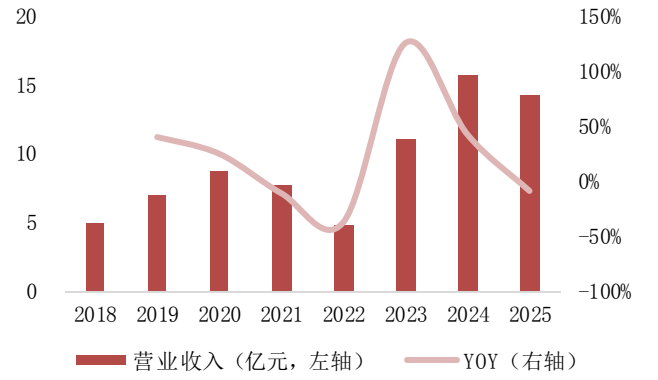
数据来源：中国军网，西南证券整理

3.2 航天飞鸿：格局清晰，飞鸿成长弹性充足

公司无人装备业务由子公司航天飞鸿运营，2025 年营收 14.3 亿，收入占比约 10.3%；航天飞鸿具有装备发展部无人机研制生产资质，是全军无人机型谱项目研制总体单位，体内控股航天飞腾、南京航天猎鹰、航天飞鸿测试，参股航天飞鹏，其中航天飞腾是航天科技唯一精确制导武器总体单位，航天飞鹏聚焦民用无人机、低空经济关键装备；**1）产品结构来看，**公司无人装备系统以中小型无人机系统、“自杀式无人机”巡飞弹系统为主，同时积极布局无人僚机；**2）客户结构来看，**公司下游需求包括国内军队列装以及海外军贸，国内方面，公司中小型无人机已批量列装我军一线作战部队，以陆军为主导；军贸方面，目前“飞鸿”、“飞腾”系列产品远销亚洲、南美、非洲、中亚和东欧等国际市场。

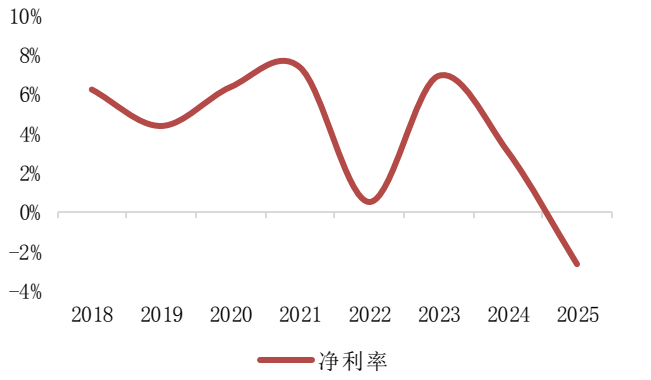
过往来看，随着航天飞鸿多型无人系统装备成功中标，不断巩固在国内无人装备领域的优势地位，公司无人装备系统市占率持续提升，航天飞鸿营业收入由 2018 年 5.0 亿元增长至 2025 年 14.3 亿元，2019-2025 年 CAGR 约 16.2%；航天飞鸿 2025 年净利润-3758 万元，主要系仍处于研发投入阶段，未来随着产品定型，以及内贸外贸无人机型号进入列装期，规模效应显现有望使得利润率恢复。

图 27：公司子公司航天飞鸿营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司子公司航天飞鸿净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 国内列装：技术领先，产品谱系完善

公司无人机谱系规划完整，不断迭代。1）公司“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”、从 300g 至 8t 级超近程、近程、中远程、巡飞作战四大系列 30 余型产品，批量列装我军一线作战部队，作为现役信息化无人装备的典型代表先后入选 2015 年“9.3”阅兵、2019 年新中国成立 70 周年阅兵和 2025 年“9.3”阅兵；2）根据“飞鸿”品牌发布会，公司明星产品包括 FH-901 巡飞蜂群系统，FH-902 单兵固定翼无人机系统，FH-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系统，以及 FH-97 新一代高速隐身多用途无人机系统。

精确制导武器技术领先，已列装空军和陆军。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体系，依托产品的通用化、模块化、系列化，形成了不同圆径、不同制导体制、不同滑翔方式的“飞腾”制导炸弹系列化产品，所研制的精确制导武器成为被国内空军、陆军等多兵种认可的国家队，承接“XX 通用”、“50-100KG 产品转国内”的研制和竞标任务；根据航天飞腾公司评估报告，截止 2022 年公司拥有制导炸弹产品 16 型，其中空军型号 2 型、军贸型号 14 型。

表 5：“飞鸿”、“飞腾”系列拳头产品

品牌	型号	产品定位/系统	功能及特点
飞鸿	FH-901	巡飞蜂群系统	巡飞弹，集成化、智能化、通用化程度高
	FH-902	单兵固定翼无人机系统	为单兵作战提供支持，执行近距离侦察监视任务
	FH-906	多旋翼无人机系统	定点监控
	FH-91	侦察无人机系统	执行侦察任务
	FH-92A	察打一体无人机系统	性价比高，远销 10 余国，首次实现中国向欧洲出口军用无人机装备新突破
	FH-95	中远程多用途无人机系统	远销海外；技术亮点为电子战能力

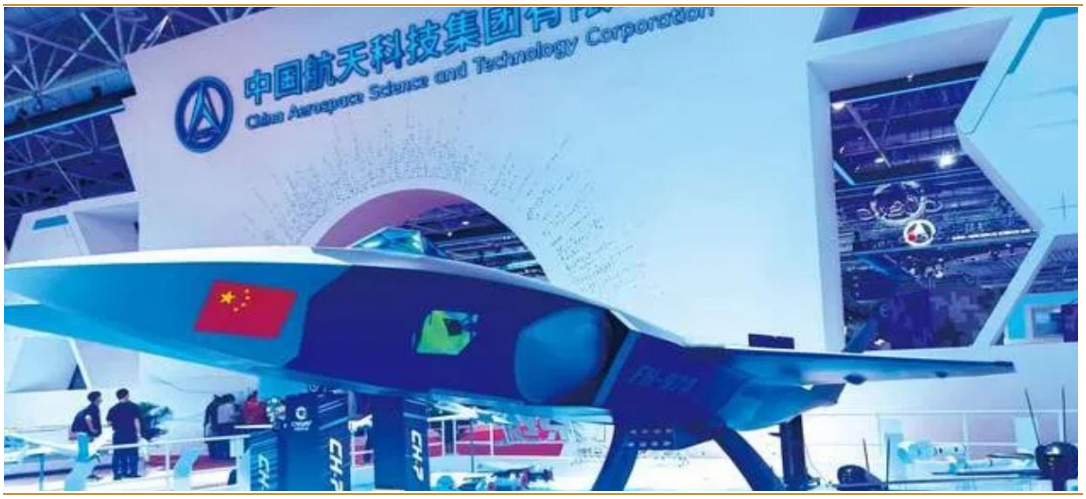
品牌	型号	产品定位/系统	功能及特点
	FH-96	长航时无人机系统	长航时、持久感知
	FH-96V	舰载复合翼无人机系统	为中国海警在北部湾打击走私中提供广泛侦察和 24 小时监控
	FH-97	中程高速察打一体无人机系统	亚音速无人机、高速隐身，我国公开展出的首款无人机僚机
	FH-97A	FH-97 的改进版	超音速无人机
飞腾	FT-12A	机载低成本远程精确制导弹药	可配装红外/反辐射导引头，全天候作战、高精度和易于维护，已成为精确制导弹药领域的引领产品

数据来源：澎湃新闻，兵工科技快讯，航天新闻网，西南证券整理

中小型无人机国内主导企业，看好航天飞鸿成长弹性。1）体制内无人机主机厂错位竞争，中小型无人机航天飞鸿占优势。我国军用无人机领域参与者众多，体制内主要供应察打一体等大中型无人机的有中无人机的“翼龙”系列、航天彩虹的“彩虹”系列等；中小型无人机格局更为集中，航天飞鸿占据优势地位；**2）中小型无人机是成本约束下的极限工程。**大型无人机属于战略级武器，追求航程、载荷和隐身各项性能极限，成本相对不敏感，而中小型无人机属于战术级武器，用于排级侦察、单兵支援等中短程侦察打击场景，追求性价比、集群作战，除性能、可靠性外，低成本是硬约束，对于主机厂的供应链能力提出极高要求。军用中小型无人机领域市场集中度高，航天飞鸿作为市场先入者和头部企业充分受益于陆军无人机规模化列装趋势。

无人僚机列装打开成长空间。1）无人僚机在空战中具备协同作战优势。2）公司推出无人僚机型号。2018 年第十二届珠海航展，公司 FH-97 为我国公开展出的首款无人机僚机，2022 年第十四届珠海航展，再次推出改进版 FH-97A 无人机。

图 29：FH-97A 无人僚机亮相 2022 年珠海航展



数据来源：兵工科技快讯，西南证券整理

3.4 军贸出口：无人机系统和精确制导武器海外市场前景可期

根据 2021 年“飞鸿”品牌发布会，航天飞鸿共 9 型无人系统产品获得国防科工局出口立项批复，产品远销南美、非洲、中亚和东欧等地区 10 余个国家。“飞腾”系列精确制导产品具有小型化、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国际知名度，远销亚洲、南美、非洲、中亚和东欧等国际市场。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：航天配套业务有望迎来快速增长。短期防务领域需求受政策影响有所减缓，后续随着需求恢复，以及商业航天发展、低轨卫星密集组网，公司航天配套业务将恢复增长态势，预计航天配套业务 2026-2028 年营业收入同比-25.0%、+5.0%、+5.0%；短期存在产品审价扰动，后续产品结构优化、规模效应有望体现，预计航天配套业务 2026-2028 年毛利率分别为 18.5%、18.7%、19.0%。

假设 2：系统装备业务放量可期。“十五五”期间无人装备有望呈现高景气发展，预计系统装备业务 2026-2028 年营业收入同比+50.0%、+45.0%、+40.0%，军贸出口打开盈利弹性空间，预计系统装备业务 2026-2028 年毛利率 15.0%、16.0%、17.0%。

假设 3：航天机电有望稳健增长。机电组件业务属于成熟配套件，收入增长和盈利能力预计相对平稳，预计航天机电业务 2026-2028 年营业收入同比-10.0%、+5.0%、+5.0%，预计航天机电业务 2026-2028 年毛利率 35.0%、35.0%、35.0%。

表 6：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
航天配套	收入	92.8	69.6	73.0	76.7
	YOY	1.9%	-25.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.3%	18.5%	18.7%	19.0%
系统装备	收入	23.0	34.5	50.1	70.1
	YOY	55.7%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	13.9%	15.0%	16.0%	17.0%
航天机电	收入	12.9	11.6	12.2	12.8
	YOY	4.6%	-10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	37.2%	35.0%	35.0%	35.0%
航天技术应用	收入	9.4	9.4	9.4	9.4
	YOY	-60.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	19.1%	18.0%	18.0%	18.0%
其他	收入	1.0	1.0	1.0	1.0
	YOY	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	62.5%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	139.1	126.1	145.7	170.0
	YOY	-2.6%	-9.3%	15.5%	16.7%
	毛利率	20.3%	19.3%	19.4%	19.6%

数据来源：Wind，西南证券整理

4.2 绝对估值

关键假设如下：

1） 无风险利率参考国债 10 年期到期收益率，假设为 1.69%；市场组合报酬率参考国内近期公开资产评估案例，基于沪深 300 等长期收益率，市场风险溢价约 6.09%，因此市场组合报酬率假设为 7.78%；

2） 参考债务总额及股票市值，假设债务比重为 9.70%；

3） 有效税率参照 2025 年数据，假设为 9.17%不变。

表 7：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	1.69%
市场组合报酬率 Rm	7.78%
无杠杆 β	0.93
有杠杆 β	1.02
债务资本比重 Wd	9.70%
债务资本成本 Kd	2.50%
有效税率 Tx	9.17%

数据来源：西南证券

表 8：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
FCFF2026（亿元）	108.4
PV（FCFF）	101
股票价值（亿元）	1505.50
每股价值（元）	45.63

数据来源：西南证券

表 9：绝对估值敏感性测试

永续增长率 \ 折现率	5.86%	6.36%	6.86%	7.36%	7.86%	8.36%	8.86%
0.00%	49.41	45.50	42.17	39.31	36.83	34.65	32.72
0.50%	52.61	48.10	44.32	41.11	38.34	35.94	33.83
1.00%	56.47	51.20	46.84	43.19	40.08	37.41	35.08
1.50%	61.23	54.94	49.84	45.63	42.10	39.09	36.51
2.00%	67.24	59.54	53.46	48.53	44.46	41.04	38.14
2.50%	75.06	65.35	57.91	52.03	47.27	43.33	40.03
3.00%	85.66	72.92	63.54	56.34	50.66	46.05	42.24

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 45.63 元；考虑绝对估值对过渡期增长率、永续增长率、WACC 等假设敏感度过高，故不采用绝对估值。

4.3 相对估值

预计 2026-2028 年公司营业收入 126.1 亿元、145.7 亿元、170.0 亿元，同比-9.3%、+15.5%、+16.7%，归母净利润 1.9 亿元、2.9 亿元、5.0 亿元，同比-17.0%、+54.5%、+72.7%，EPS 为 0.06 元、0.09 元、0.15 元，当前股价对应动态 PE 分别为 221、143、83 倍。

我们选取铖昌科技、信科移动、中无人机、航天彩虹为可比公司，其中铖昌科技主营上游核心射频芯片，信科移动主营通信载荷+地面系统，两家可比公司均为航天电子上下游公司，中无人机、航天彩虹均为军用无人机板块可比公司，四家公司 2027-2028 年 PE 均值分别为 121、77 倍，公司高于行业平均；分拆来看，公司 2027 年 PE 高于铖昌科技，主要系公司当前处于业绩低谷，并且作为航天电子+无人系统平台，享受平台型资产溢价；同时，公司 2027 年 PE 高于中无人机、航天彩虹，主要系公司定位于中小型无人机差异化竞争，产业格局更好，并且公司航天电子类业务带来估值溢价。航天电子作航天科技九院旗下唯一上市平台，在航天电子信息、中小型无人装备方面卡位优势明显，航天电子业务技术实力领先、配套产品价值量高，无人装备业务竞争格局清晰、产品稀缺性凸显，未来有望充分受益于商业航天、陆军无人化发展，相较于行业可比公司，应当享有估值溢价，给予 2027 年 170 倍 PE，对应目标价 15.30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值（截至估值日期 2026 年 10 月 30 日收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
001270.SZ	铖昌科技	80.15	0.57	0.82	1.14	1.56	141	98	70	51
688387.SH	信科移动-U	10.40	-0.08	-0.01	0.05	0.12	-	-	202	89
688297.SH	中无人机	35.37	0.13	0.27	0.39	0.51	270	129	91	69
002389.SZ	航天彩虹	16.09	0.03	0.15	0.13	0.16	588	109	121	98
平均值							333	112	121	77
600879.SH	航天电子	12.64	0.07	0.06	0.09	0.15	184	221	143	83

数据来源：Wind，西南证券整理（注：信科移动 2025-2026 年 EPS 为负数，因此其 2025-2026 年 PE 省略，计算可比公司 PE 平均值时剔除）

5 风险提示

下游交付结算不及预期的风险：公司下游客户以军工总体单位及军方为主，受型号研制进度、验收流程、批产排期等因素影响，产品交付、验收与收入确认存在天然时间错配。若后续项目验收、结算节奏慢于预期，将造成业绩确认延后，对当期营收及利润形成拖累。

航天和无人系统赛道竞争加剧风险：商业航天、无人系统市场持续扩容，赛道新进入者增多，市场竞争逐步白热化。若公司在技术迭代、方案适配、项目竞标中不具备持续优势，或将面临订单分流、新增项目获取不及预期的风险。

下游客户降价影响的风险：当前商业航天、无人系统领域客户对成本控制要求严苛；同时军工配套领域持续推进限价采购、比价采购。后续若型号定价下调、集采压价落地，在成本端无法同步消化的前提下，公司产品毛利率存在下行压力。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13909.96	12612.98	14573.15	17002.60
营业成本	11080.41	10173.29	11750.94	13677.09
营业税金及附加	70.81	63.80	74.82	117.32
销售费用	200.73	182.01	204.02	229.54
管理费用	1188.89	1821.31	2003.81	2184.83
财务费用	123.53	183.51	245.71	262.79
资产减值损失	-91.89	-30.00	-50.00	-70.00
投资收益	-2.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	276.76	219.05	343.85	601.04
其他非经营损益	-0.75	10.00	10.00	10.00
利润总额	276.00	229.05	353.85	611.04
所得税	25.32	21.01	32.46	56.05
净利润	250.69	208.04	321.39	554.99
少数股东损益	23.71	19.68	30.40	52.49
归属母公司股东净利润	226.98	188.36	290.99	502.49

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	250.69	208.04	321.39	554.99
折旧与摊销	505.33	567.40	582.84	596.34
财务费用	123.53	183.51	245.71	262.79
资产减值损失	-91.89	-30.00	-50.00	-70.00
经营营运资本变动	-1788.81	10090.46	3048.90	3634.35
其他	-31.94	-473.25	69.70	93.33
经营活动现金流净额	-1033.09	10546.15	4218.54	5071.80
资本支出	-276.66	-180.00	-200.00	-200.00
其他	420.49	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	143.83	-180.00	-200.00	-200.00
短期借款	-2.05	81.08	0.00	0.00
长期借款	570.66	293.00	0.00	0.00
股权融资	25.38	-100.00	0.00	0.00
支付股利	-69.29	-45.40	-37.67	-58.20
其他	-841.42	-865.57	-245.71	-262.79
筹资活动现金流净额	-316.72	-636.89	-283.38	-320.99
现金流量净额	-1205.98	9729.27	3735.16	4550.81

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3807.56	13536.82	17271.98	21822.79
应收和预付款项	13557.08	8399.89	8764.08	9531.91
存货	22774.32	15239.94	15256.22	15024.80
其他流动资产	342.90	163.45	188.85	220.33
长期股权投资	989.50	989.50	989.50	989.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5405.35	5199.72	4978.65	4744.07
无形资产和开发支出	922.83	744.52	586.22	427.91
其他非流动资产	972.25	968.79	965.33	961.87
资产总计	48771.79	45242.63	49000.82	53723.17
短期借款	3918.92	4000.00	4000.00	4000.00
应付和预收款项	15061.17	13082.37	15574.89	18538.75
长期借款	570.66	863.66	863.66	863.66
其他负债	4599.36	3047.41	4029.37	5291.07
负债合计	24150.12	20993.45	24467.92	28693.48
股本	3299.30	3299.30	3299.30	3299.30
资本公积	10158.10	10058.10	10058.10	10058.10
留存收益	6966.97	7109.93	7363.25	7807.55
归属母公司股东权益	20859.51	20467.33	20720.65	21164.95
少数股东权益	3762.17	3781.85	3812.25	3864.74
股东权益合计	24621.68	24249.18	24532.90	25029.69
负债和股东权益合计	48771.79	45242.63	49000.82	53723.17

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-2.59%	-9.32%	15.54%	16.67%
营业利润增长率	-58.94%	-20.85%	56.97%	74.80%
净利润增长率	-58.34%	-17.01%	54.48%	72.68%
EBITDA 增长率	-31.81%	7.10%	20.87%	24.55%
获利能力				
毛利率	20.34%	19.34%	19.37%	19.56%
三费率	10.88%	17.34%	16.84%	15.75%
净利率	1.80%	1.65%	2.21%	3.26%
ROE	1.02%	0.86%	1.31%	2.22%
ROA	0.51%	0.46%	0.66%	1.03%
ROIC	1.52%	1.83%	4.03%	8.04%
EBITDA/销售收入	6.51%	7.69%	8.04%	8.59%
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.27	0.31	0.33
固定资产周转率	3.37	2.89	3.40	4.09
应收账款周转率	1.64	1.74	2.75	2.92
存货周转率	0.51	0.53	0.77	0.90
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.20%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	49.52%	46.40%	49.93%	53.41%
带息债务/总负债	18.59%	23.17%	19.88%	16.95%
流动比率	1.75	1.90	1.80	1.71
速动比率	0.77	1.13	1.14	1.16
股利支付率	30.53%	24.10%	12.95%	11.58%
每股指标				
每股收益	0.07	0.06	0.09	0.15
每股净资产	6.32	6.20	6.28	6.41
每股经营现金	-0.31	3.20	1.28	1.54
每股股利	0.02	0.01	0.01	0.02

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	905.62	969.96	1172.40	1460.17
PE	183.73	221.40	143.31	82.99
PB	2.00	2.04	2.01	1.97
PS	3.00	3.31	2.86	2.45
EV/EBITDA	46.04	33.09	24.19	16.30
股息率	0.56%	0.11%	0.09%	0.14%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn