



TK Capital Group
德肯資產管理股份有限公司

德肯投資研究報告

中國民營藍箭航天朱雀三號 8 月 19 日可回收火箭成功
後中國產業、資本市場廣大的星辰大海

2026 年 8 月 16 日

TK Capital Group

德肯資產管理股份有限公司

目錄

1. 核心觀點.....	4
2. 朱雀三號遙二試驗：技術背景與對資本市場的雙重對映.....	6
2.1 朱雀三號的試驗歷程與技術定位.....	6
2.2 試驗成功對資本市場的直接影響：情緒、資金與估值路徑.....	7
2.3 試驗失敗情境下的風險邊界與反向反應邏輯.....	7
3. 中國航天產業 2025-2026 年結構性變化全景.....	9
3.1 國家隊里程碑：長征系列與可回收技術的歷史性突破.....	9
3.2 商業火箭公司集體衝刺：格局、分化與資本化浪潮.....	9
3.3 衛星網際網絡星座加速組網：GW 星座與千帆星座.....	10
3.4 產業政策升級與融資環境質變.....	10
3.5 產業鏈製造模式轉型與基礎設施升級.....	11
4. 中國航天產業鏈價值分佈與上市公司全景.....	13
4.1 產業鏈四環節的價值量與成長性對比.....	13
4.2 各環節進入壁壘與毛利率特徵.....	13
4.3 A 股航天產業鏈上市公司全景圖譜.....	14
5. 五家推薦公司的深度分析.....	16
5.1 中國衛星（600118）：衛星製造龍頭，星座組網最大受益者.....	16
5.2 中國衛通（601698）：運營服務壟斷龍頭，頻軌資源稀缺定價.....	16
5.3 航天電子（600879）：航天配套龍頭，在手訂單鎖定中期增長.....	16
5.4 斯瑞新材：火箭發動機不可替代材料，發射頻次提升最直接受益.....	17
5.5 臻鐳科技（688270）：星載射頻芯片，業績爆發式增長.....	17
6. 五家公司橫向對比與投資優先順序排序.....	18
6.1 股價位置與估值水平對比.....	18
6.2 基本面指標對比.....	18
6.3 產業未來成長空間對比.....	19
6.4 優先順序排序與配置建議.....	20
7. 國際對標：SpaceX 產業鏈估值天花板錨定.....	21
7.1 SpaceX 的估值邏輯與核心資料.....	21
7.2 中美航天企業估值倍數對比.....	21
7.3 SpaceX 對中國航天板塊的估值溢位效應.....	23
8. 總結與投資建議.....	25

1. 核心觀點

中國航天板塊正處於“政策升維 + 技術突破 + 資本化加速”三重共振的歷史性視窗期，但板塊整體估值已處於高位，投資需區分確定性標的與彈性標的。2026 年《政府工作報告》首次將航空航天定位為“新興支柱產業”，2025 年市場規模突破 2.83 萬億元，預計 2026 年將突破 3.5 萬億元。產業從“技術驗證期”邁入“規模化發展期”的核心標誌是：2026 年 7 月長征十號乙實現全球首次海上網系回收，中國正式躋身可回收火箭俱樂部；2026 年上半年融資 151.3 億元已超 2025 年全年八成，至少 15 家企業啟動 IPO，藍箭航天估值一年翻 3 倍至 750 億元。

在資本市場反應模式上，中國航天板塊呈現「政策驅動>技術驅動」「下行鈍化、上行敏感」的不對稱特徵。朱雀三號遙一回收失敗當天 A 股僅 -0.51% 無獨立恐慌，而中央經濟工作會議推動板塊 +4.95% 漲停潮——單次試驗成敗的短期市場衝擊有限，但對藍箭航天 750 億 IPO 估值構成實質性對賭。朱雀三號遙二若成功回收，短期將脈衝式拉動火箭供應鏈標的上漲 3%-5%，中期催化藍箭航天 IPO 估值預期上調；若再度失敗，板塊回撥預計僅 1%-3%，但藍箭航天 750 億估值可能被削去一半至 150-300 億區間，IPO 資格不受影響但募資規模將大幅縮水。

產業鏈價值分佈呈現明顯的結構性分化：運營服務與地面裝置為價值量最大的環節，衛星製造為增速最快的賽道。運營服務（CAGR 20-25%）與地面裝置（CAGR 25-30%）價值量最高（I 級），衛星製造受星座組網驅動 CAGR 50-55% 為增速最快，火箭發射全行業尚未盈利但可回收技術突破將永久改變成本曲線。截至 2026 年 8 月，千帆星座 238 顆衛星穩定在軌，GW 星座約 180-200 顆在軌，兩大星座均進入“跑量”階段，2029 年前需完成至少 1300 顆部署以保住 ITU 頻率資源。

五家推薦公司覆蓋衛星製造、運營服務、配套、材料、芯片五大核心環節，按綜合優先順序排序為：中國衛星 > 中國衛通 > 航天電子 > 臻鏽科技 > 斯瑞新材。中國衛星作為 A 股唯一衛星總體制造龍頭，2026H1 扭虧為盈，當前股價從 4 月高點 119.5 元回撥至約 68 元（-43%），星座組網訂單釋放是核心催化劑。中國衛通是國內唯一自主可控衛星運營商，運營 19 顆商用通訊廣播衛星，毛利率超 35%，資源壟斷屬性賦予其航天板塊中最穩定的盈利能力。航天電子航天配套產品收入 92.76 億元（佔比 66.7%），在手訂單覆蓋週期一至三年，訂單能見度是板塊中最高的之一。斯瑞新材是火箭發動機推力室內壁的國內唯一不可替代供應商，被券商列為“火箭側彈性最大標的”之一。臻鏽科技 2025 年歸母淨利潤同比預增 530%-642%，為商業航天概念股中業績增速最高的標的之一。

SpaceX 上市估值 1.77 萬億美元（P/S~94.8x）為中國商業航天百強總估值的 12.5 倍，既抬高了全球航天估值天花板，也使中國企業的估值溢價面臨國際對標壓力。SpaceX 單公司估值約 13.2 萬億元人民幣，中國衛星 772.5 億元市值僅為 SpaceX 的約 0.6%——中美航天估值差距既反映技術代差（獵鷹 9 號已回收超 400 次 vs 中國尚處驗證階段），也反映市場結構差異（Starlink 已實現規模化盈利 vs 中國航天企業全行業未盈利）。失敗情境下的風險邊界需明確：朱雀三號遙二若失敗，短期板塊情緒承壓預計 1%-3%，藍箭航天 IPO 估值可能從 750 億下調至 150-300 億區間，但科創板第五套上市標準僅要求入軌成功，Y1 已滿足條件，IPO 資格不受影響。關鍵風險在於：航天板塊整體 PE 高企，若星座組網訂單釋放不及預期可能面臨估值回撥；SpaceX 估值泡沫破裂可能透過情緒傳導影響全球航天板塊估值中樞。

2. 朱雀三號遙二試驗：技術背景與對資本市場的雙重對映

2.1 朱雀三號的試驗歷程與技術定位

朱雀三號遙二發射視窗已從 8 月 11 日推遲至約 8 月 31 日，但試驗的關鍵性未變——若成功，藍箭航天將成為中國第一家掌握火箭可回收技術的商業火箭公司。此次推遲原因為技術準備與飛行安全綜合評估，並非任務取消。

時間	試驗節點	飛行高度/任務	關鍵成果	狀態
2024.1.19	VTVL-1 首次垂直起降	350 米	驗證低空低速回收能力、制導控制演算法	成功
2024.9.11	十公里級垂直起降	10 公里	首次空中二次點火、跨音速柵格舵聯合制導	成功
2025.12.3	遙一首飛	入軌級	二級入軌成功，一級回收著陸段異常燃燒	部分成功
2026.6.29	遙二靜態點火	地面測試	完成全箭靜態點火及場區聯合測試	成功
2026.8.11	遙二發射（原定）	入軌 + 回收	計劃驗證一級垂直軟著陸回收	推遲

針對遙一暴露的問題，藍箭航天完成四大維度升級：換裝天鵝 -12B 發動機將點火延遲從 0.3 秒壓縮至 0.05 秒以內，推力調節響應速度提升 3 倍。熱防護體系替換高效能碳纖維複合隔熱材料，GNC 演算法新增三維風場實時採集與動態補償，著陸腿最佳化為同步鎖定展開邏輯。

2.2 試驗成功對資本市場的直接影響：情緒、資金與估值路徑

成功情景下，資本市場反應將呈現三段式傳導：短期 1-3 天火箭供應鏈標的脈衝式上漲 3%-5%，中期 1-3 個月藍箭 IPO 估值預期上調帶動板塊估值中樞上移，長期 6-12 個月加速"可回收驗證→發射成本降低→星座組網提速"的正反饋鏈條。

歷史證據支撐這一推演路徑。2025 年 12 月 25 日中央經濟工作會議政策催化下，商業航天板塊單日上漲 4.95%，超捷股份、廣聯航空 20% 漲停，中國衛星、航天電子等集體漲停。市值層面，中國衛星從 505 億元躍遷至 1139 億元，航天電子從 384 億元增至 955 億元。

但需注意中國板塊的核心特徵：政策驅動彈性遠大於單次技術試驗驅動。朱雀三號遙一回收失敗當天（2025.12.3），大盤整體下跌但並無航天板塊恐慌性拋售。情緒傳導遵循"政策頂層設計→產業政策細則→一級市場融資→IPO 申報潮→二級市場估值重估→技術驗證"的自上而下路徑。單次試驗成功本身的市場彈性弱於政策升級，但若疊加政策視窗則可能放大。

2.3 試驗失敗情境下的風險邊界與反向反應邏輯

市場對遙二失敗的最大誤判是混淆" IPO 能否過會"與" IPO 能融多少錢"——失敗不殺 IPO 資格，但會擊穿 750 億估值邏輯。根據上交所 2025 年 12 月明確的商業火箭科創板第五套標準，申報硬性門檻是"採用可重複使用技術的中大型運載火箭發射載荷首次成功入軌"，朱雀三號遙一已於 2025 年 12 月 3 日完成入軌，這一條件已不可逆滿足。

真正被失敗擊穿的是 750 億元 IPO 隱含估值——一級市場 207 億與 IPO 隱含 750 億的 3.6 倍價差，本質是對回收成功機率的對賭。207 億定價的是"已實現的入軌 + 發動機自研 + 星網供應商資質"，而 543 億溢價定價的是"回收成功→複用飛行→大規模商業發射"的技術期權。若 Y2 失敗，該期權價值將大幅縮水，機率加權估值約 172.5 億迴歸至 150-300 億區間。

二階影響更為深遠：藍箭期權激勵要求 2026 年營收不低於 5 億元，若朱雀三號 Q4 複用飛行推遲，5 億目標大機率落空。75 億募資若縮水至 30-40 億，產能建設將被迫減速，形成"失敗→募資縮水→產能不足→營收不達標"的反身性迴圈。

Y2 失敗風險不在於 Y1 問題殘餘，而在於升級本身帶來的全新風險譜系。天鵝-12B 發動機在再入段低液位、低溫、真空環境下的二次點火可靠性未經實戰檢驗，三維風場補償演算法在極端風切變下的魯棒性亦是首次飛行驗證。若失敗，最可能原因是某個升級項在真實工況下暴露了地面試驗無法覆蓋的邊界條件。

3. 中國航天產業 2025-2026 年結構性變化全景

3.1 國家隊里程碑：長征系列與可回收技術的歷史性突破

2026 年 7 月 10 日長征十號乙實現中國首次運載火箭一子級可控回收、全球首次海上網系回收，標誌著中國正式成為全球第二個掌握大運力可回收火箭技術的國家，將 2026 年確立為“中國可回收火箭元年”。

國家隊在可回收技術領域的突破呈現多點開花態勢：長征系列運載火箭 2025 年完成 73 次宇航發射任務創歷史新高；長征十二號甲於 2025 年 12 月 23 日完成首飛，成為中國首款中型可回收火箭；長征十號系列 2025 年 8 月至 9 月連續完成兩次繫留點火試驗，一子級七臺發動機並聯設計總推力達 893 噸。

長征十號乙海上網系回收的里程碑意義在於驗證了“陸地發射+海上回收”的中國特色技術路線——透過取消箭體著陸腿結構、採用掛鉤裝置配合柔性捕獲網，大幅削減箭體自重並提升回收容錯率。國家隊突破間接催化商業航天：驗證了可回收技術路徑的工程可行性，降低了商業火箭公司的技術不確定性溢價，為民營火箭海上回收路線探索提供系統性參考方案。

3.2 商業火箭公司集體衝刺：格局、分化與資本化浪潮

2025-2026 年，中國商業火箭形成“一超多強”格局，至少 15 家公司啟動 IPO，2026 年被稱為商業航天“IPO 大年”。

公司	已發射次數/成功率	核心型號運力	可回收狀態	最新融資/估值	IPO 進展
藍箭航天	朱雀二號 8 次成功	朱雀三號 LEO 約 14 噸	遙一入軌回收失利，遙二待飛	累計近 70 億 / 750 億	科創板已問詢
星際榮耀	雙曲線一號多次	雙曲線三號 LEO 約 14 噸	2026 年底首飛+海上回收	D 輪 50.37 億	輔導階段
星河動力	穀神星一號 18 次成功	智神星一號 LEO 約 7 噸	智神星一號即將首飛	D 輪 24 億	輔導階段
天兵科技	天龍二號首飛成功	天龍三號 LEO 超 20 噸	天龍三號首飛失利，攻關繼續	Pre-D+D 輪近 25 億	輔導階段
中科宇航	力箭一號 15 次成功	力箭二號 LEO 12 噸	力箭二號 2026 年 3 月首飛成功	估值 420 億	科創板已問詢
東方空間	引力一號多次	引力二號 LEO 25.6 噸	引力二號 2026 年首飛待驗證	-	資本化推進

資料來源：各公司招股書及公開報道

藍箭航天以朱雀二號全球首款入軌液氧甲烷火箭和朱雀三號回收驗證領先身位，2025 年營收 5209 萬元同比增長超 10 倍。中科宇航 IPO 衝刺速度最快——2026 年 3 月 31 日受理後僅用 15 天進入問詢階段。2026 年 10 餘款火箭集體衝刺可回收，但可回

收技術落地將加速行業分化，真正打通"技術研發→商業變現"完整鏈條的企業將在新一輪競爭中佔據主動。

3.3 衛星網際網絡星座加速組網：GW 星座與千帆星座

截至 2026 年 8 月，兩大低軌星座均進入"跑量"階段：千帆星座 238 顆衛星穩定在軌（國內首個突破 200 顆的低軌寬頻星座），GW 星座約 180-200 顆在軌運轉。

星座	當前在軌	遠期規劃	2029 年部署目標	發射節奏
千帆星座	238 顆	1.5 萬顆	一期 648 顆區域覆蓋	月度常態化，兩天兩發
GW 星座	180-200 顆	12992 顆	1300 顆保頻軌資源	三天一組密集節奏

資料來源：同花順財經、百度百科

組網加速對產業鏈形成剛性傳導：衛星製造訂單釋放（2025-2030 年 CAGR 50-55%）；火箭發射需求拉動（2026 年預計超 100 次）；地面終端隨手機直連衛星商業化率先放量。千帆星座 2025 年底至 2026 年上半年實現支援寬頻上網的低軌衛星網際網絡手機商用落地。

頻軌資源"先佔永得"的競爭邏輯決定組網速度直接關係國家太空資源安全——國際電信聯盟規定 2029 年 9 月前需完成 1300 顆衛星部署以保住申報的軌道和頻率資源。2025 年底中國一次性向 ITU 提交約 20.3 萬顆衛星的頻率與軌道資源申請，是迄今規模最大的一次國際軌集中申報行動。

3.4 產業政策升級與融資環境質變

中國航天產業政策在 2025-2026 年完成三次關鍵躍遷，資本市場化從"主題驅動"進入"產業兌現"階段。

政策端：2025 年底國家航天局設立商業航天司、首期 200 億元國家商業航天發展基金；2026 年《政府工作報告》首次將航空航天定位為"新興支柱產業"，與積體電路、生物醫藥並列；"十五五"規劃綱要提出"航天強國"建設目標；2026 年 7 月工信部等四部門將衛星網際網絡納入網際網絡基礎資源體系進行國家級頂層規劃。

融資端：2025 年行業融資總額 186 億元（同比+32%），2026 年上半年即達 151.3 億元（89 起融資事件），超過 2025 年全年的八成。資金結構發生質變——國家隊和地方產業基金大規模入場，逐漸成為一級市場主導力量。

IPO 浪潮：至少 15 家商業航天公司啟動 IPO 流程，藍箭航天和中科宇航已進入問詢階段，微納星空轉板科创板擬募資 50 億元。

中國航天板塊呈現清晰的"政策→資本→技術驗證"自上而下傳導路徑，區別於 SpaceX 的"技術突破→資本湧入"自下而上模式。

3.5 產業鏈製造模式轉型與基礎設施升級

中國商業航天製造正從"手工作坊"向"流水線時代"跨越，基礎設施的規模化能力決定了星座組網的速度上限。

製造模式轉型證據清單：台州星空智聯衛星量產工廠把生產週期從一兩年壓縮到 28 天，日產 1 至 2 顆、年產能 500 顆，生產成本下降約 45%；中科宇航紹興力箭二號超級工廠採用"脈動式總裝測試生產線"，年產 12 發力箭二號並具備提升至 20 發以上的潛力；力箭一號廣州基地採用脈動式生產線，當前年產超 10 發、計劃達年產 30 發固體火箭產

能；海南商業航天發射場二期 2026 年 7 月土建完工，聯合一期將具備年發射 60 次的能力；杭州錢塘區開工建設國內首個海上回收復用火箭產能基地。

轉型對投資邏輯的含義：衛星製造從定製化走向標準化後成本曲線將陡峭下降，率先實現規模化量產的企業將獲得結構性成本優勢。台州星空智聯已累計出廠 75 顆衛星、72 顆成功入軌、在軌可靠性 100%，驗證了量產模式的可靠性。

基礎設施升級形成"產能→訂單交付→收入兌現"的正向迴圈：海南商業航天發射場 2025 年完成 9 次發射，2026 年上半年中國航天發射 48 次、商業發射佔比突破 60%。發射工位快速擴容與火箭運力提升形成合力，為天地一體化產業發展提供充足運力底座。

4. 中國航天產業鏈價值分佈與上市公司全景

4.1 產業鏈四環節的價值量與成長性對比

中國航天產業鏈按價值量排序呈現"下游主導"特徵，運營服務與地面裝置佔據價值鏈頂端，而衛星製造與火箭發射雖當前價值量較低但增速最快。

環節	2025 年規模估算	價值量評級	2026-2030E CAGR	核心驅動因素	可持續性判斷
運營服務	~2.0-2.2 萬億元	I (最高)	20-25%	低軌衛星網際網絡組網、手機直連衛星商用化	結構性增長，頻軌資源稀缺性保障長期價值
地面裝置	~3,000-4,000 億元	I (最高)	25-30%	消費級終端放量、信關站建設配套	週期性 + 結構性，組網高峰後增速或放緩
衛星製造	~700-800 億元	II	50-55%	星座批次訂單釋放、衛星超級工廠產能爬坡	結構性高增長，頭豹研究院預測 CAGR 達 54.71%
火箭發射	~200-250 億元	II	25-30%	可回收火箭技術突破、發射頻次提升	結構性增長，回收成熟後成本可降 70-90%

運營服務價值量最高但增速最慢，衛星製造增速最快但當前全行業尚未盈利——投資需要根據風險偏好選擇不同"斜率"的環節。衛星製造與火箭發射呈強耦合關係，星座組網需求同時拉動兩個環節；火箭成本降低將直接傳導至運營服務，加速商業閉環；地面裝置與運營服務形成需求共振，使用者規模擴大直接拉動終端需求。

4.2 各環節進入壁壘與毛利率特徵

壁壘與盈利能力存在顯著錯配，這是理解航天板塊估值分化的關鍵。

壁壘維度	衛星製造	火箭發射	地面裝置	運營服務
綜合壁壘評級	I (最高)	I (最高)	IV (較低)	II (較高)
技術壁壘	宇航級元器件、抗輻照設計	發動機變推力、回收制導控制	射頻/相控陣天線設計	衛星測控、頻率協調
資本壁壘	中等：衛星工廠數十億元	極高 ：單枚火箭數十億元	較低：輕資產模式	高：星座建設千億級
政策/資質壁壘	航天型號研製資質	發射許可審批	通訊裝置入網許可	極高 ：運營牌照稀缺
毛利率區間	15-25%	負值~10%	25-40%	30-40%

火箭發射與衛星製造壁壘最高但全行業未盈利，運營服務壁壘次之但毛利率 30-40% 最穩定，地面裝置壁壘最低但"軍高民低"分化明顯。中國衛通毛利率超 35% 反映資源壁壘的定價權，而藍箭航天 2025 年扣非歸母淨利潤 -17.80 億元體現戰略性投入期特徵。四環節戰略哲學差異顯著：火箭發射是"技術押注型"、衛星製造是"規模換利型"、地面裝置是"渠道 + 成本型"、運營服務是"資源壟斷型"。

4.3 A 股航天產業鏈上市公司全景圖譜

A 股航天產業鏈已形成覆蓋四大環節的完整標的池，2025 年航天概念股市值前三為中國衛通（893.04 億元）、中航光電（714.28 億元）、中國衛星（504.69 億元）。

環節	核心標的（股票代碼）	主營業務定位	環節特徵
衛星製造	中國衛星（600118）、上海瀚訊（300762）、鉞昌科技（001270）、臻鏞科技（688270）	衛星總體製造、通訊載荷、星載芯片	直接受益星座組網，訂單確定性高
火箭發射 配套	航天電子（600879）、斯瑞新材（688102）、超捷股份（301005）	測控系統、發動機推力室材料、箭體結構件	發射頻次提升最直接受益，彈性最大
地面裝置	海格通訊（002465）、盟升電子（688311）、通宇通訊（002792）	衛星通訊終端、天線、信關站	軍用高毛利、民用薄利多銷
運營服務	中國衛通（601698）、航天宏圖（688066）、中科星圖（688568）	衛星運營、遙感資料服務、數字地球平臺	頻軌資源稀缺，商業模式最成熟

選股座標系建議：按價值量（運營/地面 vs 衛星/火箭）和確定性（國家隊龍頭 vs 民營彈性標的）兩個維度劃分。穩健型投資者可聚焦中國衛通、中國衛星等國家隊龍頭，享受資源壁壘與訂單確定性；激進型投資者可關注斯瑞新材、超捷股份等民營配套標的，博弈發射頻次提升帶來的業績彈性。

5. 五家推薦公司的深度分析

5.1 中國衛星 (600118)：衛星製造龍頭，星座組網最大受益者

核心判斷：股價回撥充分+盈利拐點已現+星座組網訂單催化，估值安全邊際逐步顯現。

股價位置方面，2026年4月至8月區間最高119.5元、最低54.71元，當前約68元，較高點回撥約43%，動態PE為負值(-475.60)、PB 12.87倍。

基本面方面，2025年營收61.03億元(+18.35%)，歸母淨利潤3555.67萬元(+27.38%)，2026年上半年扭虧為盈，預計淨利潤3050-3650萬元。公司包攬國內70%民用衛星製造，宇航部元件產品、地面系統整合專案訂單交付量同比增加。

產業未來方面，GW星座與千帆星座合計近3萬顆衛星需求，公司2026年計劃交付540-720顆，在手訂單超300億元排產至2027年。深度參與國網星座和千帆星座，全年完成近160萬片空間太陽能電池生產及交付，交付量同比增長約77.78%。

結論：回撥提供了安全邊際，但動態PE為負值反映盈利仍薄弱，需關注星座組網訂單釋放節奏。

5.2 中國衛通 (601698)：運營服務壟斷龍頭，頻軌資源稀缺定價

核心判斷：壟斷資源護城河極深+盈利穩定性航天板塊最高+高股息提供防禦屬性。

股價位置方面，2026年5月最高41元，當前約26.5元，回撥約35%，PE 282倍、PB 5.56倍。

基本面方面，2025年營收26.45億元(+4.08%)，歸母淨利潤4.41億元(-2.92%)，毛利率27.1%-29.45%，負債率僅9.63%，分紅率14.3%。運營19顆在軌民商用通訊廣播衛星，國內高軌衛星運營市佔率超90%，持有獨家基礎電信牌照與稀缺軌道頻譜資源。

產業未來方面，2026-2028年計劃發射5顆以上高通量衛星，總容量提升至1000Gbps以上，單位頻寬成本下降90%開放大眾消費市場。手機直連衛星、汽車直連衛星等新業態規模應用，獨家承建國家應急通訊網絡。

結論：高PE反映市場對其衛星網際網絡運營的遠期定價，短期估值壓力與長期資源稀缺性並存。

5.3 航天電子 (600879)：航天配套龍頭，在手訂單鎖定中期增長

核心判斷：訂單能見度板塊最高+回撥充分+航天配套剛需屬性提供確定性。

股價位置方面，2026年7月最高23.33元，當前約16元，回撥約31%，PE 231倍、PB 2.14倍。

基本面方面，2025年營收139.1億元，其中航天配套產品收入92.76億元(佔比66.7%)，系統裝備產品23.02億元(+55.7%)，在手訂單覆蓋週期一至三年。2025年歸母淨利潤2.3億元(-58.6%)，主要系減值損失等影響，剔除航天電工出表影響營收同比增長13.8%。

產業未來方面，航天發射頻次提升直接拉動配套需求，2026年預計全年發射超100次。無人系統裝備為第二增長曲線，飛鴻系列產品型譜完整，從300克到8噸級超近程、近程、中遠端、巡飛作戰四大系列30餘型產品。

結論：訂單覆蓋週期長提供確定性，但2025年利潤下滑需關注減值損失改善進度。

5.4 斯瑞新材：火箭發動機不可替代材料，發射頻次提升最直接受益

核心判斷：推力室內壁材料國內唯一供應商+競爭格局最優+發射頻次提升直接受益。

股價位置方面，作為小市值彈性標的波動較大，無完整區間資料，但被券商列為"火箭側彈性最大標的"之一。

基本面方面，液體火箭發動機推力室材料核心供應商，適配朱雀三號、天龍三號等，年產能可達 400 套推力室內壁等元件。銅基特種材料龍頭，推力室內壁已用於朱雀二號等型號。

產業未來方面，2026 年預計發射超 100 次，商業發射佔比將超 60%，可回收火箭對發動機耐久性要求更高，單枚火箭的發動機價值量提升。2026 年 10 餘款火箭衝刺可回收，公司作為不可替代供應商直接受益於發動機交付量提升。

結論：彈性最大但波動也最大，適合風險偏好較高的投資者，需關注航天業務收入佔比透明度。

5.5 臻鐳科技（688270）：星載射頻芯片，業績爆發式增長

核心判斷：業績增速板塊最高+星座組網直接受益+星載芯片國產替代核心標的。

股價位置方面，業績高增長通常支撐較高估值，無完整區間資料，但作為科創板標的彈性較大。

基本面方面，2025 年歸母淨利潤同比預增 530%-642%，為商業航天概念股中業績增速最高的標的之一。星載射頻收發芯片毛利率超 96%，推動衛星輕量化，為低軌衛星載荷元器件核心配套商。

產業未來方面，GW 星座與千帆星座合計近 3 萬顆衛星，每顆衛星需要多顆射頻芯片，批次訂單釋放將推動業績持續高增長。提供電源芯片、SIP 元件、高速 ADC/DAC 等低軌衛星載荷元器件核心配套。

結論：業績增速在板塊中最高，但需關注估值是否已充分反映增長預期及行業競爭格局變化。

6. 五家公司橫向對比與投資優先順序排序

6.1 股價位置與估值水平對比

公司	當前股價 (元)	年內最高 (元)	年內最低 (元)	回撥幅 度	PE (TTM)	PB	總市值 (億 元)
中國 衛星	66.84	127.77	54.71	-48%	負值	12 .5 2	790.38
中國 衛通	26.49	53.88	23.57	-51%	1042. 27	7. 06	1119.04
航天 電子	15.89	32.24	13.85	-51%	419.0 3	2. 52	524.26
斯瑞 新材	38.09	56.17	25.01	-32%	172.6 7	15 .2 1	297.51
臻鐳 科技	66.65	228.00	55.50	-71%	126.0 9	8. 70	199.63

板塊整體已從上半年政策催化的高點回撥 30%-43%，但估值仍處高位。回撥幅度最大的中國衛星（-43%）提供了最大的安全邊際，但盈利最薄弱（2025 年淨利率僅 0.58%）；航天電子回撥最小（-31%）但訂單能見度最高（在手訂單覆蓋 1-3 年）。中國衛通 PE 達 282 倍、航天電子 231 倍，反映市場對遠期盈利的高預期而非當前利潤。

6.2 基本面指標對比

公司	2025 營收 (億元)	2025 歸母淨利 (億 元)	毛 利 率	航天業務佔比	核心指標
中國 衛星	61.03	0.36	9.62 %	97%	2026H1 扭虧
中國 衛通	26.45	4.41	29.45 %	99%	分 紅 率 14.3%
航 天 電子	139.10	2.27	20.34 %	67%	訂單覆蓋 1-3 年
斯 瑞 新材	15.72	1.48	25.44 %	未披露	淨利增速 最優
臻 鐳 科技	4.32	1.33	>96 %	未披露	淨利預增 530%-

公司	2025 營收 (億元)	2025 歸母淨利 (億元)	毛 利 率	航天業務佔比	核心指標
					642%

五家公司基本面分化明顯，需區分"確定性標的"與"彈性標的"。確定性標的：中國衛通（淨利 4.41 億、毛利率>35%）盈利最穩定，航天電子（訂單覆蓋 1-3 年）收入可見度高。彈性標的：中國衛星（2026H1 扭虧）、臻鐳科技（淨利預增 530%+）、斯瑞新材（成長質量最優）處於業績拐點或高增長但波動大。

航天板塊共性特徵是"高研發投入侵蝕當期利潤"，藍箭航天 2025 年研發費用 9.22 億元、營收僅 5209 萬元即為例證。投資回報主要來自產業拐點後的盈利躍遷而非當前利潤。

6.3 產業未來成長空間對比

公司	增長引擎	傳導路徑	時間視窗	天花板
中國衛星	星座組網	衛星製造訂單釋放	2026-2028	行業 CAGR 50-55%
中國衛通	使用者規模	高通量衛星商業化	2026-2030	頻軌資源壟斷
航天電子	發射頻次	配套需求剛需	2026-2027	發射成本降 70-90%
斯瑞新材	可回收火箭	發動機耐久性要求提升	2026-2027	技術壁壘 3-5 年
臻鐳科技	星載芯片	國產化 + 批次訂單	2026-2028	單星價值量提升

衛星製造和星載芯片環節增速最快但競爭格局最不確定，運營服務和配套環節確定性更高但增速較低。中國衛星受益於衛星製造 CAGR 50-55% 的行業增速，但需面對商業衛星公司入局競爭；臻鐳科技星載射頻芯片毛利率超 96%，但技術迭代風險高。中國衛通頻軌資源"先佔永得"形成永久護城河，但低軌星座對高軌替代壓力長期存在。

選股取決於投資期限：短期（6-12 個月）關注朱雀三號試驗催化下的火箭鏈標的（斯瑞新材），中長期（2-3 年）關注星座組網訂單釋放後的衛星製造和芯片標的（中國衛星、臻鐳科技）。

6.4 優先順序排序與配置建議

排序方法論：兼顧確定性（盈利/訂單可見度）、彈性（業績增速）、估值（回撥幅度）三維度加權評估。

組合型別	標的排序	倉位建議	核心邏輯
激進型	臻鐳科技 > 斯瑞新材 > 中國衛星	40%/30%/30%	業績爆發 + 不可替代 + 回撥充分
穩健型	中國衛通 > 航天電子 > 中國衛星	40%/30%/30%	壟斷資源 + 訂單可見 + 衛星龍頭

綜合優先順序排序：中國衛星 > 中國衛通 > 航天電子 > 臻鐳科技 > 斯瑞新材。中國衛星排第一——星座組網最大受益者（GW+ 千帆合計 2.8 萬顆衛星）+ 回撥最深（-43%）+ 扭虧拐點（2026H1 預盈 3050-3650 萬元），風險收益比最優。

關鍵風險提示： ① 航天板塊整體 PE 高企（中國衛通 282 倍、航天電子 231 倍），警惕估值泡沫；② 朱雀三號遙二失敗可能衝擊板塊情緒（預計下行 1-3%）；③ 藍箭航天等 IPO 節奏不確定性影響估值錨。

7. 國際對標：SpaceX 產業鏈估值天花板錨定

7.1 SpaceX 的估值邏輯與核心資料

SpaceX 於 2026 年 6 月 12 日在納斯達克上市，發行價 135 美元，募資 750 億美元，對應估值 1.77 萬億美元，成為美股史上最大規模 IPO。首日股價上漲 19.22%，市值突破 2.1 萬億美元。

SpaceX FY2025 核心財務資料

指標	數值	佔比/增速
總營收	186.7 億美元	+33% YoY
Starlink 收入	114 億美元	61.1%，+50% YoY
發射服務收入	42 億美元	22.5%，+15% YoY
Starshield 收入	18 億美元	9.6%，+80% YoY
xAI/其他	13 億美元	6.8%
經營利潤	-26 億美元	-14% 利潤率
淨虧損	49 億美元	-26% 淨利率
Starlink 使用者	1030 萬→1200 萬	164 個國家

1.77 萬億美元估值的構成邏輯

估值支撐來自兩層結構：Starlink 現金牛支撐基本面，火星移民與 xAI 敘事支撐溢價。Starlink 是唯一盈利業務，經營利潤率 38.6%，貢獻 44 億美元經營利潤，為發射業務和 Starship 研發輸血。但公司整體仍處虧損狀態，FY2025 淨虧損 49 億美元，其中 Starship 研發支出 30 億美元，xAI compute 支出 19 億美元。

估值爭議：信仰溢價 vs 財務基本面

華爾街對 SpaceX 估值分歧顯著。NYU 教授 Damodaran 修正估值僅 1.3 萬億美元，認為招股書 TAM 假設過於樂觀（28 萬億美元 vs 他估算的 3-4 萬億美元），並將 AI 業務長期運營利潤率從 45% 下調至 25%。晨星公司警告 SpaceX"顯著高估"，xAI 護城河"難以界定"，可能成為"價值毀滅的重大威脅"。傑富瑞策略師指出納斯達克修改規則允許 SpaceX 上市 15 個交易日後納入納指 100，被動基金可能被迫在流通股份僅 4.2% 的情況下大量買入，人為推高需求。

SpaceX 估值倍數已遠超成熟科技巨頭

以 FY2025 收入計算，SpaceX 市銷率約 94.8 倍，是 NVIDIA（30-35 倍）的 3 倍、特斯拉（10-12 倍）的 8 倍、亞馬遜（3-4 倍）的 24 倍。這一倍數定價的是 Starship 完全複用後的成本曲線重構（目標<100 美元/kg）和星鏈使用者從 1200 萬增至數億的長期空間，而非當前財務表現。

7.2 中美航天企業估值倍數對比

SpaceX 與中國商業航天核心標的估值對比

指標	Space X	中國商業航天百強總額	中國 衛 星 (600118)	中國 衛 通 (601698)
市 值 / 估 值	1.77 萬億美元 (≈13.2 萬億)	1.06 萬億元	772.5 億元	1509 億元

指標	Space X	中國商業航天百強總額	中國衛星 (600118)	中國衛通 (601698)
	元)			
收入規模	186.7 億美元	未披露	未披露	未披露
P/S 倍數	~94.8 ×	N/A	12.32×	N/A
盈利能力	淨虧損 49 億美元	全行業未盈利	ROE 0.07%	盈利
技術階段	獵鷹 9 號回收超 400 次	可回收技術驗證階段	衛星製造成熟	運營壟斷

12.5 倍估值差距的結構性根源

SpaceX 單公司估值（13.2 萬億元）是 2025 年中國商業航天百強企業估值總額（1.06 萬億元）的約 12.5 倍。中國衛星 772.5 億元市值僅為 SpaceX 的約 0.6%。差距反映三重代差：

技術代差：獵鷹 9 號已實現常態化複用，邊際發射成本約 300 美元/磅（約 660 美元/kg），而中國民營火箭仍處驗證階段，發射成本約 5000-8000 美元/kg。朱雀三號遙一 2025 年 12 月入軌成功但回收失敗，遙二試驗推遲至 2026 年 8 月。

商業化代差：Starlink 已實現 1200 萬付費使用者、114 億美元收入、38.6% 經營利潤率。中國衛星網際網絡星座（千帆 238 顆、GW 約 200 顆在軌）仍處組網初期，尚未形成規模化使用者收入。

市場空間代差：SpaceX 面向全球 164 個國家，中國航天企業主要依賴國內星座組網訂單和政府採購。

差距的合理性與不合理性

合理部分在於技術成熟度、盈利能力和全球市場覆蓋的客觀差距。不合理部分在於中國航天企業處於更早期但增速更快——2025 年中國商業航天百強估值總額同比增長 45.8%，衛星製造類企業估值同比增長 102%。且中國政策確定性更高（商業航天連續兩年寫入政府工作報告、“十五五”規劃明確航天強國目標）。

SpaceX 是天花板而非基準線

SpaceX 的上市為中國航天企業提供了估值“天花板”參照，但中國企業的估值溢價不應簡單對標。中國航天板塊的估值錨應更多基於國內星座組網訂單的兌現節奏——千帆星座一期 648 顆、GW 星座 12992 顆的部署進度直接決定衛星製造和火箭發射環節的收入確認。

7.3 SpaceX 對中國航天板塊的估值溢位效應

雙刃劍效應：抬高天花板與壓縮溢價並存

SpaceX 上市對中國航天板塊產生雙向傳導。正面效應體現為估值天花板抬升和 IPO 程序加速。藍箭航天估值從 2025 年 200 億元躍升至 2026 年 750 億元，一年翻 3 倍。中科宇航以 420 億元估值位列《2026 全球獨角獸榜》第 148 位。2026 年上半年國內商業航天融資 151.3 億元（89 起），超過 2025 年全年 186 億元的八成，至少 15 家企業啟動 IPO。

溢位效應傳導路徑

SpaceX 上市 (1.77 萬億美元估值)

↓

全球航天關注度提升 + 估值錨定

↓

中國一級市場融資加速 (國家隊基金主導)

↓

IPO 估值上調 (藍箭 750 億隱含估值 vs 207 億一級市場定價)

↓

二級市場重估 (航天電子 384 億→955 億, 中國衛星 505 億→1139 億)

負面效應：國際對標壓力與估值壓縮風險

SpaceX 的 Starlink 盈利模式在中國尚不可複製。星鏈 1200 萬使用者、ARPU 66 美元/月，中國衛星網際網絡使用者規模遠小於此。若中國可回收火箭進展慢於預期 (朱雀三號遙二若失敗將推遲複用驗證至 2027 年)，估值溢價可能被壓縮。藍箭航天 IPO 隱含估值 750 億元 vs 一級市場定價 207 億元，價差 543 億元本質是對賭回收成功的技術期權。若期權落空，估值可能迴歸 150-300 億元區間。

估值錨的定位：天花板而非基準線

SpaceX 的估值錨是"天花板"而非"基準線"。中國航天企業的投資價值應更多基於國內產業進展而非國際對標——千帆星座和 GW 星座的組網進度、可回收火箭的驗證節奏、科创板 IPO 政策的持續支援，才是決定中國航天板塊估值中樞的核心變數。

8. 總結與投資建議

中國航天產業正處於"政策升維 + 技術突破 + 資本化加速"三重共振的歷史性視窗期，2026-2030 年產業鏈 CAGR 20-55% 的增速在 A 股各板塊中名列前茅。朱雀三號遙二試驗是短期最重要的催化劑，但板塊的長期投資價值不取決於單次試驗成敗——核心驅動力是國家星座組網的剛性需求（GW+ 千帆合計近 3 萬顆衛星）和可回收技術帶來的成本革命（單次發射成本有望降低 40% 以上）。

五家推薦公司按綜合優先順序排序：中國衛星 > 中國衛通 > 航天電子 > 臻鏽科技 > 斯瑞新材。 中國衛星排第一源於回撥最深（-43%）+ 扭虧拐點 + 星座組網最大受益者三重邏輯疊加；中國衛通和航天電子適合穩健型投資者（壟斷資源 + 訂單可見）；臻鏽科技和斯瑞新材適合激進型投資者（業績爆發 + 不可替代彈性）。兩套配置方案：激進型側重臻鏽科技、斯瑞新材、中國衛星，倉位側重火箭鏈 + 芯片；穩健型側重中國衛通、航天電子、中國衛星，倉位側重國家隊龍頭。

關鍵風險需警惕三類：①估值風險——航天板塊整體 PE 高企（中國衛通 282 倍、航天電子 231 倍），若星座組網訂單釋放不及預期可能面臨估值回撥；②試驗失敗風險——朱雀三號遙二若失敗，短期板塊情緒承壓預計 1-3%，藍箭航天 IPO 估值可能從 750 億下調至 150-300 億區間；③國際傳導風險——SpaceX 估值泡沫破裂可能透過情緒傳導影響全球航天板塊估值中樞。