

七一二（603712）

军用无线通信核心供应商，产品全平台多领域覆盖助力军队信息化建设

公司为专用无线通信核心供应商，前身为始建于 1936 年的湖南电器制造厂，是一家具有八十多年历史的大型综合性电子骨干企业。公司始终服务于国家及国防战略，专注推进我国军用无线通信行业发展，主营业务包括专用无线通信、民用无线通信及环保监测三大领域。公司于 2018 年在上海证券交易所上市，2020 年原控股股东中环集团通过国有股权无偿划转方式将所持股权划转至天津智博智能科技有限公司发展有限公司，实际控制人仍为天津市国资委。

“十五五”新周期迎来反转机遇，技术优势赋能产品竞争力

2024 年公司实现营业收入 21.54 亿元，同比-34.09%；归母净利润-2.49 亿元，同比-156.58%，主要原因系受行业周期性调整影响，公司新签订单量未达预期，同时本期交付产品结构变化叠加部分产品价格调整因素影响。归母净利润下降主要原因系营业收入下降，且公司为保证行业地位以及未来的市场占有率，研发费用投入规模及占比保持高位，带动期间费用率增长，受回款不及预期的影响，长账龄应收占比提高，坏账计提金额高于同期。公司营业收入和归母净利润在 2019 年至 2022 年期间整体呈上升趋势。在行业“十四五”规划中期调整、市场竞争日趋白热化等因素影响下，公司顶压前行，军用通信方面，市场拓展稳步推进。民用通信方面，公司持续增强市场攻关能力，不断细化市场竞争策略，全面提升市场覆盖的深度和广度。当前作为十四五规划最后一年，有望释放之前延迟的订单，叠加“十五五”规划初期新装备带来新一轮备货周期，军工信息化板块有望迎来整体行业订单恢复带来基本面反转机会。我们认为，公司在市场拓展领域深耕细作，在未来有望为公司带来更广阔的市场空间。市场占有率的逐步提高，叠加军工信息化板块行业新周期或将推动公司营收利润增长。

下游需求景气度向上传导，推动军用民用双领域业绩反转

信息化智能化无人化装备或将在“十五五”及 2035 年远期具备高景气度，军工电子有望在各类新型装备中作为信息化装备的有效抓手和实施载体。当前作为十四五规划最后一年，装备采购调整后新订单有望于 2025 年上半年陆续在产业链得到兑现，产业上中下游或出现需求共振，叠加“十五五”规划初期新装备带来新一轮备货周期，同时伴随我军信息化进程进一步加深，进一步补齐电子对抗、军工数据链等具体技术领域短板，军贸市场需求旺盛，在此之下装备体系改革正悄然而至，军工电子板块正在迈向较高景气度发展新阶段。公司作为专用无线通信核心供应商，或将受益于本次新一轮采购备货周期。

盈利预测与评级：公司为军用通信产品核心供应商，选择同样从事军用移动通信设备的上海瀚讯、海格通信作为可比公司。跟据 Wind 一致预期，2 家可比公司 2025-2027 年参考 PE 均值为 66.59x、43.52x、31.35x，公司当前 2025 年一致预期 PE 为 83.99x。**我们认为，公司为军机系统级产品核心供应商，行业竞争优势显著，业绩增速或明显超过行业竞争对手，按照 65x 值测算 2025 年目标价为 24.05 元，给予“买入”评级。**

风险提示：技术创新研发投入风险、产品技术迭代风险、市场竞争加剧的风险、对外投资新业务不及预期风险、主观性风险，股票交易异常波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,267.74	2,153.81	2,799.96	3,506.44	4,278.95
增长率(%)	(19.11)	(34.09)	30.00	25.23	22.03
EBITDA(百万元)	1,191.57	550.31	416.65	497.93	577.55
归属母公司净利润(百万元)	439.79	(248.82)	288.93	330.38	420.57
增长率(%)	(43.25)	(156.58)	(216.12)	14.35	27.30
EPS(元/股)	0.57	(0.32)	0.37	0.43	0.54
市盈率(P/E)	35.09	(62.02)	53.41	46.71	36.69
市净率(P/B)	3.31	3.53	3.33	3.12	2.88
市销率(P/S)	4.72	7.17	5.51	4.40	3.61
EV/EBITDA	20.11	26.85	32.29	31.24	23.98

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 05 月 12 日

投资评级	
行业	国防军工/军工电子 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	19.99 元
目标价格	24.05 元

基本数据	
A 股总股本(百万股)	772.00
流通 A 股股本(百万股)	772.00
A 股总市值(百万元)	15,432.28
流通 A 股市值(百万元)	15,432.28
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	50.16
一年内最高/最低(元)	24.29/13.80

作者	
王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002	
wangzeyu@tfzq.com	
王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	
wangyihong@tfzq.com	
余芳沁	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080006	
yufangqin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《七一二-半年报点评:上半年业绩平稳，项目储备充裕》 2023-09-01
- 2 《七一二-季报点评:业绩增长符合预期，产品领域拓宽成为新增量》 2022-11-01
- 3 《七一二-半年报点评:费用率缩减效率提升，产品&客户边界打开》 2022-08-23

内容目录

1. 军用通信核心供应商，“十四五”收官年迎发展高速期	3
2. “十五五”新周期迎来反转机遇，技术优势赋能产品竞争力	5
3. 下游需求景气度向上传导，推动军用民用双领域业绩反转	7
3.1. 军队信息化建设迫在眉睫，新周期牵引军用无线通信高景气度	7
3.2. 交通强国建设势在必行，推动民用无线通信需求扩大	8
4. 盈利预测与投资建议	9
4.1. 核心假设	9
4.2. 相对估值	10
5. 风险提示	10
5.1. 技术创新研发投入风险	10
5.2. 产品技术迭代风险	10
5.3. 市场竞争加剧的风险	10
5.4. 对外投资新业务不及预期风险	11
5.5. 主观性风险	11
5.6. 股票交易异常波动风险	11

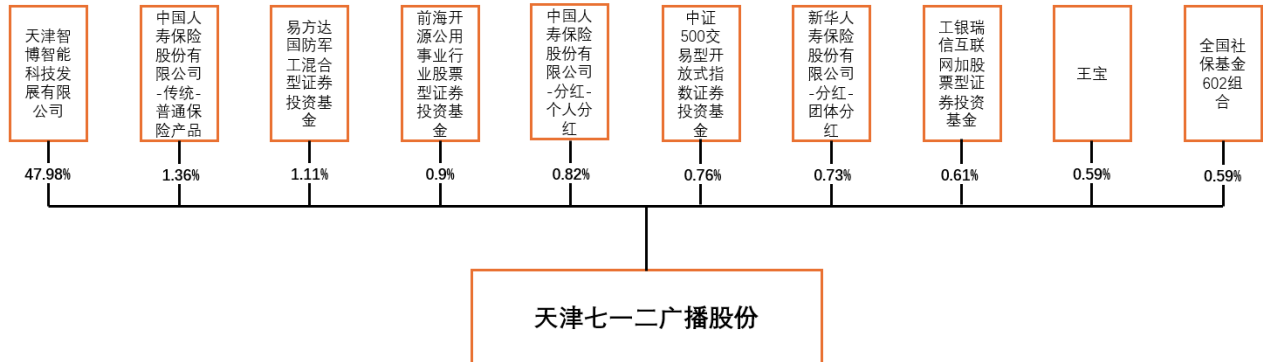
图表目录

图 1：七一二股权结构（截止至 2025 年 5 月 9 日）	3
图 2：2019 年-2025 年 Q1 公司营收情况（单位：亿元）	5
图 3：2019 年-2025 年 Q1 公司归母净利润情况（单位：亿元）	5
图 4：2019 年-2025 年 Q1 公司毛利率和 ROE 变化	6
图 5：2019 年-2025 年 Q1 公司费用率变化	6
图 6：2019 年-2025 年 Q1 公司存货与占营收比	6
图 6：2019 年-2025 年 Q1 研发费用和研发费用率	6
图 8：网络信息体系建设	7
图 9：我国 2016 年-2025 年军费预算情况	7
表 1：公司主要产品	3
表 2：公司军用通信产品在各个方面的差异	3
表 3：公司铁路无线通信终端产品	4
表 4：公司民用系统产品的主要功能	4
表 5：我国“十纵十横”综合运输大通道	8
表 6：2025-2027 年公司核心业务预测假设以及收入情况（收入、成本、毛利单位均为亿元）	9
表 7：可比公司 PE 预测（数据截止至 2025 年 5 月 9 日）	10

1. 军用通信核心供应商，“十四五”收官年迎发展高速期

公司为专用无线通信核心供应商，前身为始建于 1936 年的湖南电器制造厂，是一家具有八十多年历史的大型综合性电子骨干企业。公司始终服务于国家及国防战略，专注推进我国军用无线通信行业发展，主营业务包括专用无线通信、民用无线通信及环保监测三大领域。公司于 2018 年在上海证券交易所上市，2020 年原控股股东中环集团通过国有股权无偿划转方式将所持股权划转至天津智博智能科技发展有限公司，实际控制人仍为天津市国资委。

图 1：七一二股权结构（截止至 2025 年 5 月 9 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司主营业务涵盖终端、系统级产品，应用领域包括航空、地面、铁路高铁等。公司是国内最早的军用无线通信设备的研发、制造企业之一，拥有完整的科研生产资质，是该领域无线通信装备的主要供应商，产品形态包括手持、背负、车载、机载、舰载等系列装备，实现了从短波、超短波到卫星通信等宽领域覆盖。在民用无线通信领域，公司生产铁路无线通信和城市轨道交通无线通信终端及系统产品。公司持续发挥技术研发的优势，根据民用专网通信技术演进和用户需求，迭代开发。公司是我国铁路无线通信设备定点企业和行业标准的主要制定者，积极研制新一代轨道交通无线通信产品，参与了多个城市无线通信系统项目的方案设计。我们认为在当下“十四五”与“十五五”过渡阶段，军品业务将预计有较快增速，尤其是系统级产品未来或持续高增长；民用领域随着无线通信行业，专网通信行业朝着数字化、宽带化趋势发展，更新换代需求强烈。

表 1：公司主要产品

产品类别	应用平台	收入构成
航空终端	主要应用于战斗机、直升机、预警机、无人机等军用多种型号航空平台，包括少量民用航空无线通信终端产品	主要为军品
地面终端	应用于地面的单兵、车载平台和指挥所	主要为军品
铁路终端	应用于列车、车站、调度台的铁路无线通信平台	全部为民品
系统产品	应用于军机无线通信、航电通信的 CNI 系统及应用于铁路及轨道交通平台调度系统	主要为军品

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司主营业务收入主要来自于军品。目前随着军方多任务、多平台协同作战的需求，产品差异主要体现于其应用平台的不同。公司不同应用平台的军用通信产品在研发、功能属性、使用环境、原材料质量、生产工艺、单价、售后服务等多个方面差异明显，具体如下：

表 2：公司军用通信产品在各个方面的差异

类别	军用航空无线通信终端	军用地面无线通信终端	军用系统产品
研发周期	较长	长	最长
研发投入	较高	高	极高

功能属性	包括话音电台、数据链电台、数据处理终端等，具有抗干扰、组网等功能，可实现空-地、空-空，空-海无线话音和数据通信	主要包括手持、背负和车载终端，具有抗干扰和组网功能，可实现地-地、地-空、岸-舰等无线话音和数据通信	主要为机载 CNI 系统，集成多种功能和设备
应用平台	飞机	地面	飞机
原材料质量要求	较高	高	较高
正常生产周期	中等	相对较短	最长
单价	相对较低	相对较低	最高
售后服务	频繁	一般	极其频繁

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司民品基于应用场景不同，主要包括铁路无线通信终端和应用用于地铁和轻轨的民用系统产品。其中铁路无线通信终端，主要包括无线列调设备、机车综合无线通信设备、列车防护报警和接近预警设备等构成，用于指挥行车、传输列车数据信息、列车运行安全防护和语音数据业务的承载，主要客户为铁路总公司及其下属铁路局，相应产品需严格遵循铁路总公司的技术标准。具体如下：

表 3：公司铁路无线通信终端产品

产品名称	图片	产品功能
模拟无线列调设备		包括调度总机、监测总机、车站无线通信装备、通用机无线通信装备等。实现行车调度员、车站值班员、车长之间的通信联系和其他监测功能
铁路通信机车综合无线通信设备（CIR）		机车司机使用的车载无线台，主要用于列车的无线调度指挥
铁路通信列车防护报警和接近预警系统		客车尾部风压无线传送、定时发送列车位置保证地面用户获取列车位置信息、事故发生时发送防护报警避免次生事故发生

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

应用于地铁、轻轨的系统民用系统产品，是集成交换中心、基站、调度台、固定台、车载台等组成的无线通信调度系统产品，主要客户为各地地铁、轻轨运营公司，不同客户对产品的要求差异较大，该系统产品高度定制化。公司民用系统产品的主要功能如下表：

表 4：公司民用系统产品的主要功能

子系统名称	功能
通信信息系统	以完成信息传输过程的技术系统，主要借助电磁波在自由空间的传播的无线通信系统、在导引媒体中的传输机理来实现通信的有线通信系统。其中包含 SDH 接入传输系统、无线有线调度系统、IP 网络电话系统等
信息发布系统	由服务器、网络、播放器、显示设备组成，将服务器的信息通过网络发送给播放器，再由播放器组合播放音视频、图片、文字等信息输送给前端的 PIS（旅客信息系统）显示交互终端、LED 大屏幕等显示设备展现给用户，形成一套可通过网络将所有服务器信息发送到终端显示的系统

网络信息系统

通过结构化的综合布线系统、无线网络系统、视频会议系统等子系统，将各个分离的设备终端、功能和信息等集成到相互关联的、统一和协调的系统之中，使资源达到充分共享，实现集中、高效、便利的管理和沟通。系统采用功能集成、网络集成、软件界面集成等多种集成技术解决系统之间的互连和互操作性问题，是一个多厂商、多协议和面向各种应用的体系结构系统

安全防范系统

以维护社会公共安全为目的，由安全防范产品和其它相关产品所构成。包含视频监控系统、站场停车场管理系统、周界报警系统、室内红外报警系统、门禁巡更及考勤系统。由这些系统为子系统组合或集成的电子系统或网络系统

背景音乐系统

背景音乐系统中的车站广播系统，可以播放背景音乐和发布日常信息、紧急广播、火灾报警警报等功能。会议室音响系统由发声系统、扩声系统、控制系统等组成；具体需要根据用户需求选择相关设备进行设计，从而满足其使用要求

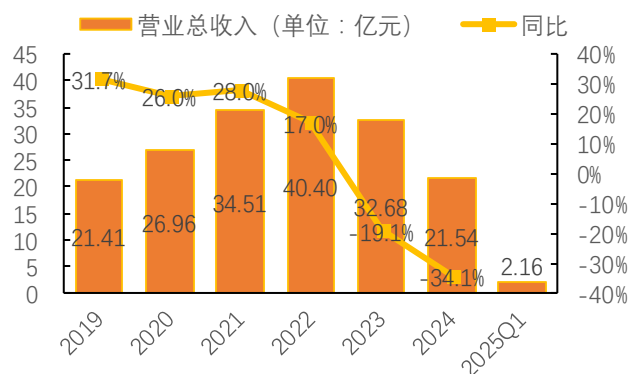
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. “十五五”新周期迎来反转机遇，技术优势赋能产品竞争力

2024 年公司实现营业收入 21.54 亿元，同比-34.09%；归母净利润-2.49 亿元，同比-156.58%，主要原因系受行业周期性调整影响，公司新签订单量未达预期，同时本期交付产品结构变化叠加部分产品价格调整因素影响。归母净利润下降主要原因系营业收入下降，且公司为保证行业地位以及未来的市场占有率，研发费用投入规模及占比保持高位，带动期间费用率增长，受回款不及预期的影响，长账龄应收占比提高，坏账计提金额高于同期。2025 年第一季度公司实现营业收入 2.16 亿元，同比降低 55.88%，主要原因系一季度公司产品订单下降，交付确认收入减少；实现归母净利润-5401.97 万元，同比降低 440.23%，主要原因系一季度公司营业收入减少，利润总额减少。

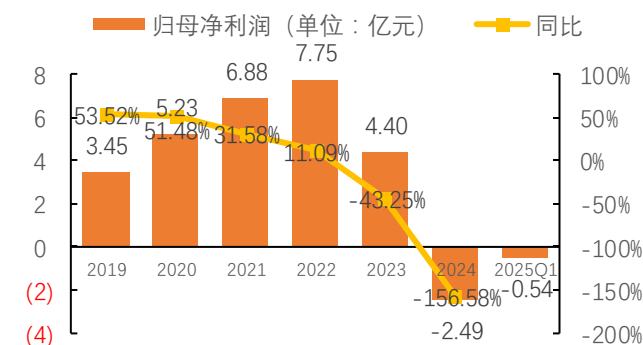
公司营业收入和归母净利润在 2019 年至 2022 年期间整体呈上升趋势。在行业“十四五”规划中期调整、市场竞争日趋白热化等因素影响下，公司顶压前行，军用通信方面，市场拓展稳步推进。民用通信方面，公司持续增强市场攻关能力，不断细化市场竞争策略，全面提升市场覆盖的深度和广度。当前作为十四五规划最后一年，有望释放之前延迟的订单，叠加“十五五”规划初期新装备带来新一轮备货周期，军工信息化板块有望迎来整体行业订单恢复带来基本面反转机会。我们认为，公司在市场拓展领域深耕细作，在未来有望为公司带来更广阔的市场空间。市场占有率的逐步提高，叠加军工信息化板块行业新周期或将推动公司营收利润增长。

图 2：2019 年-2025 年 Q1 公司营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2019 年-2025 年 Q1 公司归母净利润情况（单位：亿元）

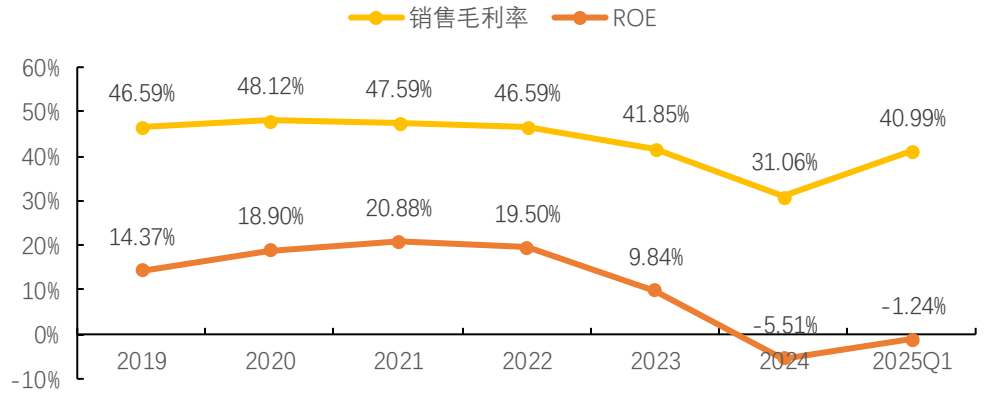


资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 至 2021 年期间，公司 ROE 由 14.37% 稳步增长至 20.88%，2021 年至 2023 年期间，尽管 ROE 有所下降，但仍然较为稳定。2024 年，公司 ROE 较低，主要原因系公司营业收入下降以及期间费用率上升。公司销售毛利率 2019 年至 2023 年期间整体较为稳定。2024 年尽管受交付产品结构变化叠加部分产品价格调整因素影响，公司销售毛利率有所下降，但仍然保持在 30% 以上。2025 年第一季度，公司毛利率及 ROE 有明显的回升趋势。我们认为，公司在周期性行业波动中，仍然能保持相对较高的销售毛利率和 ROE，证明公司拥有较强盈利能力。且 2025 年有望迎来新一轮备货周期，下游订单量回

升有望牵引销售毛利率和 ROE 有较大回升。

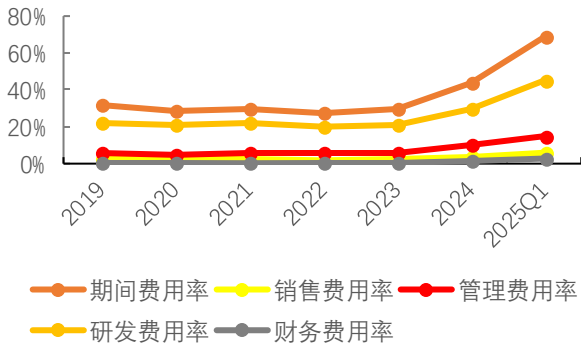
图 4：2019 年-2025 年 Q1 公司毛利率和 ROE 变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

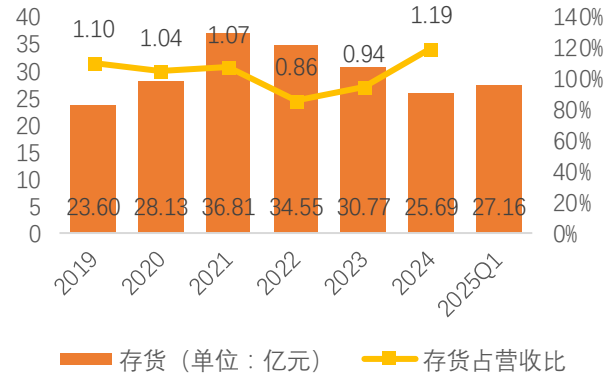
公司 2019 年至 2024 年期间费用率整体可控。公司 2024 年管理费用由 2023 年的 2.06 亿元上升至 2.10 亿元，主要原因系管理人员人工支出较同期增加。财务费用 0.111 亿元增长至 0.222 亿元，主要原因系公司利息收入减少，利息支出增加。2019 年至 2021 年，公司存货规模整体呈上升趋势，2021 年至 2024 年，存货规模整体呈下降趋势。截至 2025 年 Q1，存货期末余额账面价值为 27.16 亿元。2019 年至 2022 年，存货占营收比重整体呈现下降趋势，2022 至 2025 年 Q1，受营业收入下降影响，公司存货占营收比重呈现上升趋势。2025 年下游订单量有望回升，公司产品销售状况趋势向好，存货占营收比重或将下降。

图 5：2019 年-2025 年 Q1 公司费用率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2019 年-2025 年 Q1 公司存货与占营收比

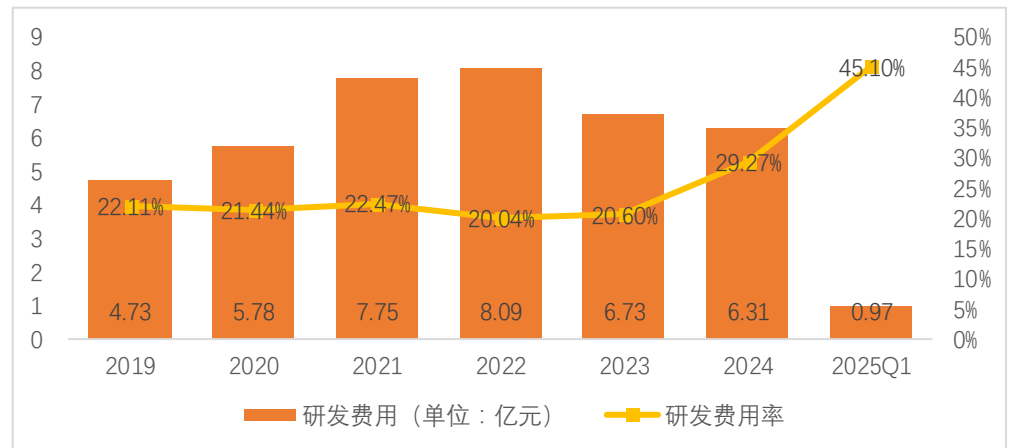


资料来源：Wind，天风证券研究所

作为科技创新型企业，公司历来重视研发投入，2024 年内公司研发费用占营业收入比例为 29.27%，持续性的研发投入为公司发展提供动力支持。截至 2024 年底，公司获得了多项专利技术，形成了大量的自主研发成果。公司及控股子公司共拥有 223 项发明专利，184 项实用新型专利，86 项外观设计专利。公司深度参与了短波、超短波、散射通信、专用互联网、数据链、卫通卫导、铁路及城市轨道交通等诸多无线通信体制的制定，具备充沛的行业话语权与竞争优势地位，打造了核心竞争力，在一定程度上引领了行业的发展。

公司研发费用持续攀升，从 2019 年的 4.73 亿元增长至 2024 年的 6.31 亿元。2022 年到 2024 年期间，公司研发费用占营业收入比重持续上升，持续性的研发投入为公司发展提供动力支持，这表明公司对技术研发的重视程度很高。未来公司将持续强化创新驱动，加快提升科技创新能力。围绕信息化时代军事技术变革，加快做好产品技术发展规划；加强预研能力建设，加强信息化、智能化、网络化技术应用开发，加强新一代通信系统装备技术体制攻关，为可持续发展奠定基础。

图 7：2019 年-2025 年 Q1 研发费用和研发费用率



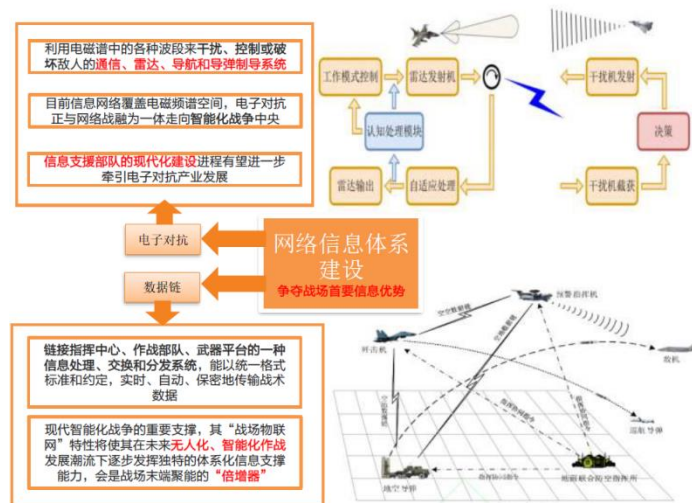
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 下游需求景气度向上传导，推动军用民用双领域业绩反转

3.1. 军队信息化建设迫在眉睫，新周期牵引军用无线通信高景气度

党的二十大报告强调，如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队，是全面建设社会主义现代化国家的战略要求。要研究掌握信息化智能化战争特点规律，增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展，统筹网络信息体系建设运用。军队信息化发展由来已久。2019 年《新时代的中国国防》白皮书中提到我军机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高；2021 年《十四五规划和 2035 远景目标纲要》中明确指出我国在十四五期间要基本实现国防和军队现代化；2022 年党的二十大报告中提到，我国要坚持机械化信息化智能化融合；2024 年 12 月 4 日，总书记视察信息支援部队时强调：努力建设一支强大的现代化信息支援部队，推动我军网络信息体系建设跨越式发展。信息能力作为战斗力形成中“牵一发而动全身”的主导性因素，已成为体系作战能力生成的关键所在，信息优势是现代战场的首要优势。我们认为，建设现代化信息支援部队有望进一步深化我军信息化进程，对电子对抗、军工数据链等具体技术领域或具重要牵引作用。

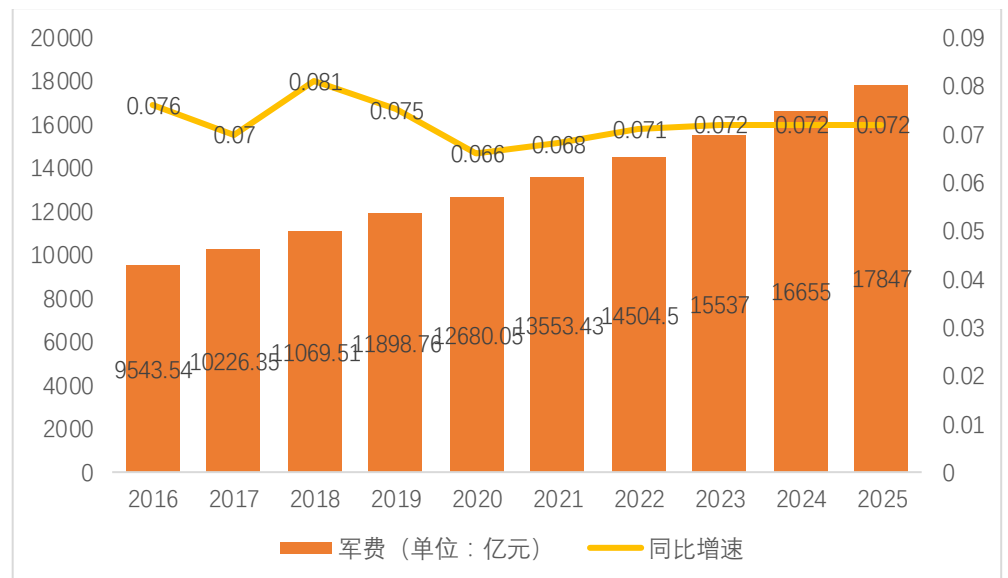
图 8：网络信息体系建设



资料来源: 中国政府网, 求是网, 央广网, 中国军网, 东方财富网、《雷达对抗技术研究综述与智能反干扰展望》方愚渊、《空地数据链支持下的防空作战空地火力协同策略研究》曹原, 天风证券研究所

在国家政策的强力推动下，信息化已成为国防发展的重中之重，十四五期间，由于全面加强练兵备战，军品的消耗速度进一步加快；随着全军加快武器装备现代化建设，国防军工信息化建设全面推进。2025 年全国财政安排国防支出预算 17847 亿元，比 2024 年预算执行数增长 7.2%。国防信息化装备作为武器装备兵力“倍增器”，在现代化作战体系中的作用不断提升，未来此类装备的采购支出占比有望持续提升，作为国防信息化核心领域的军事通信，相关装备采购金额占比仍将保持平稳增长。

图 9：我国 2016 年-2025 年军费预算情况



资料来源：财政部，联合早报等，天风证券研究所

军用通信是战场的神经系统，需要保障联合通信一体化、武器装备一体化、作战力量一体化、作战行动一体化、支援保障一体化和指挥控制一体化。基于信息网络系统、各军兵种作战力量和各作战系统实现综合集成，从传感器到射手，各武器系统之间、各军兵种作战部队之间和各类战场之间实现无缝衔接，形成网络化的一体化联合作战体系。公司始终致力于军用无线通信技术自主研发与创新，紧跟行业发展趋势，全面加强研发技术路线规划，加强新一代通信装备技术体制攻关，力求技术的先进性，不断塑造新的竞争优势。

军用专网无线通信行业的下游主要是国内各种军兵种以及相关的科研院所和其他合作生产单位。由于军用专网无线通信行业资质、技术壁垒较高，且基于稳定性、可靠性、保障性等考虑，军用无线通信设备一般均由原研制、定型厂家保障后续生产供应，整机一旦定型即具有较强的路径依赖特性。我们认为，随着我国国防开支的不断增加、军用装备费用的提升，公司或将受益于军用专网无线通信行业下游市场的日益扩大。

信息化智能化无人化装备或将在“十五五”及 2035 年远期具备高景气度，军工电子有望在各类新型装备中作为信息化装备的有效抓手和实施载体。当前作为十四五规划最后一年，装备采购调整后新订单有望于 2025 年上半年陆续在产业链得到兑现，产业上中下游或出现需求共振，叠加“十五五”规划初期新装备带来新一轮备货周期，同时伴随我军信息化进程进一步加深，进一步补齐电子对抗、军工数据链等具体技术领域短板，军贸市场需求旺盛，在此之下装备体系改革正悄然而至，军工电子板块正在迈向较高景气度发展新阶段。公司作为专用无线通信核心供应商，或将受益于本次新一轮采购备货周期。

3.2. 交通强国建设势在必行，推动民用无线通信需求扩大

经济发展，交通先行。根据国务院印发的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，按照国家综合立体交通网“6 轴 7 廊 8 通道”主骨架布局，加快国家铁路网建设，贯通“八纵八横”高速铁路主通道，构建完善“十纵十横”综合运输大通道，到 2025 年，综合交通运输基本实现一体化融合发展，铁路营业里程达到 16.5 万公里；展望 2035 年，“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”基本形成，基本建成交通强国。

表 5：我国“十纵十横”综合运输大通道

类型	通道名称
“十纵”通道	沿海运输通道
	北京至上海运输通道
	北京至港澳台运输通道
	黑河至港澳运输通道
	二连浩特至湛江运输通道
	包头至防城港运输通道
	临河至磨憨运输通道
	北京至昆明运输通道
	额济纳至广州运输通道

“十横”通道	烟台至重庆运输通道
	绥芬河至满洲里运输通道
	珲春至二连浩特运输通道
	西北北部运输通道
	青岛至拉萨运输通道
	陆桥运输通道
	沿江运输通道
	上海至瑞丽运输通道
	汕头至昆明运输通道
	福州至银川运输通道
	厦门至喀什运输通道

资料来源：国家发展改革委员会，天风证券研究所

自 1959 年研发制造出中国第一代铁路机车电台，到目前用于最先进的复兴号动车组的机车综合无线通信装备，公司在该领域有着 60 多年的丰富经验和积累。通过不断对铁路无线通信专网技术的研究与投入，公司将依托下一代通信机制的研发与应用，加速产品的更新换代，扩展以通信为主的行车安全与智能铁路建设。

城市轨道交通是现代大城市交通的发展方向，也是建设绿色城市、智能城市的有效途径，以京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝城市群为代表的大型都市圈，明确将持续推动城市轨道交通“四网融合”，建设轨道上的都市圈，以多种轨道交通多网融合带动综合交通一体化发展，依托信息技术革新加速城市轨道交通智能化升级，发挥城市轨道交通绿色安全、便捷高效和大能力运输优势，强化城市轨道交通在现代大城市公共交通中的骨干作用，实现城市轨道交通对区域发展轴带和经济节点的强力锚固，构建综合、绿色、安全、智能的立体化现代化城市轨道交通系统，支撑引领区域经济社会发展。公司将始终稳抓一线城市轨道交通竞标建设，同时强化精耕二、三线城市，早布局、早抢占。公司通过持续研发投入，加速技术迭代周期，结合物联网、云计算、移动互联网、大数据等新一代信息技术发展应用，将城轨交通推向安全高效的自动化与智能化运行轨道。

铁路和城市轨道交通无线通信的下游行业为铁路和城市轨道交通行业，对本行业的发展具有重大的驱动作用，其发展状况及政策导向直接影响了本行业产品的需求变化。目前，国家铁路和城市轨道交通的稳步发展、国家对铁路行车安全的日益重视以及既有铁路和城市轨道无线通信产品强制配套政策的逐步落实等，都对本行业的快速发展起到了积极的推动作用，公司或将受益于下游需求的日益扩大。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

终端产品伴随军队信息化建设持续推进，假设 25-27 年营收增速分别为 30%、25%、20%；系统级产品近年来总体呈高速增长趋势，未来系统级或仍为公司主要业绩推动力，假设 25-27 年营收增速分别为 30%、26%、25%。综上，公司作为军用无线通信核心供应商，终端产品需求在军民应用中仍有望持续提升，并且随着我军信息化建设投入加大，看好公司长坡赛道持续发展。

表 6：2025-2027 年公司核心业务预测假设以及收入情况（收入、成本、毛利单位均为亿元）

报告期	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
无线通信终端						
收入	22.94	19.36	12.22	15.89	19.86	23.83
YOY	-6.92%	-15.63%	-36.88%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	11.25	9.71	7.94	8.10	10.37	12.63
毛利	11.69	9.65	4.28	7.78	9.49	11.20
毛利率(%)	50.95	49.82	35.00	48.00	47.80	47.00
系统产品						
收入	15.62	12.04	8.01	10.41	13.12	16.40
YOY	89.79%	-22.92%	-33.47%	30.00%	26.00%	25.00%
成本	9.33	8.59	6.41	7.45	9.45	11.81

毛利	6.29	3.45	1.60	2.97	3.67	4.59
毛利率(%)	40.28	28.62	20.00	28.50	28.00	28.00
其他主营						
收入	0.98	0.80	0.91	1.18	1.46	1.79
YOY	113.04%	-18.37%	13.75%	30.00%	23.00%	23.00%
成本	0.56	0.45	0.64	0.71	0.87	1.07
毛利	0.42	0.35	0.27	0.47	0.58	0.72
毛利率(%)	43.22	43.34	30.00	40.00	40.00	40.00
其他						
收入	0.85	0.48	0.40	0.52	0.63	0.77
YOY	-26.72%	-43.53%	-16.67%	30.00%	22.00%	22.00%
成本	0.43	0.24	0.29	0.36	0.44	0.53
毛利	0.42	0.24	0.11	0.16	0.20	0.24
毛利率(%)	48.84	49.66	28.00	30.00	31.00	31.00
合计						
收入总计	40.39	32.68	21.54	28.00	35.06	42.79
毛利总计	18.82	13.68	6.26	11.38	13.94	16.75
毛利率	46.59%	41.85%	29.08%	40.08%	39.76%	39.14%
营业收入增长率	17.07%	-19.09%	-34.09%	30.00%	25.23%	22.03%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 相对估值

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司为军用通信产品核心供应商，选择同样从事军用移动通信设备的上海瀚讯、海格通信进行对比。根据 Wind 一致预期，2 家可比公司 2025-2027 年参考 PE 均值为 66.59x、43.52x、31.35x，公司当前 2025 年一致预期 PE 为 83.99x。我们认为，公司为军机系统级产品核心供应商，行业竞争优势显著，业绩增速或将出现相对优势，结合公司往期较高估值水平以及“十五五”期间或将迎来的新一轮装备采购机会，2025 年按照 65x 值测算目标价为 24.05 元，给予“买入”评级。

表 7：可比公司 PE 预测（数据截止至 2025 年 5 月 9 日）

证券代码	公司	股价（元）	预测 EPS（元）			预测 PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300762.SZ	上海瀚讯	22.14	0.25	0.40	0.61	89.42	55.35	36.17
002465.SZ	海格通信	10.87	0.25	0.36	0.41	43.76	31.68	26.53
平均值		16.51	0.25	0.38	0.51	66.59	43.52	31.35

注：预测 EPS、预测 PE 来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 技术创新研发投入风险

公司作为高新技术企业，技术产品创新是企业掌握行业话语权的重要因素之一，持续的研发投入及高效的新品研发产出是提升行业竞争力的关键。同时，公司产品具有研发周期长、投入费用高、风险大的特点，如公司持续高比例科研投入的情况下，相应产品技术未转化为预期收入，将可能对公司未来业绩持续增长产生不利影响。

5.2. 产品技术迭代风险

随着大数据、云计算、人工智能等新技术的演进，为现代战争带来了革命性的能力提升和体系重塑，为国防信息化建设带来了新的机遇。信息通信领域历来是先进信息技术发展应用的沃土，行业发展迅速，未来如不能把握技术领先及市场优势地位，对用户需求定位出现偏差，则对产品市占率以及未来的订单份额产生影响。

5.3. 市场竞争加剧的风险

随着军民融合进一步发展，放宽军工市场准入条件，近年来军品竞争企业逐年增多，部分有技术储备的民营企业未来可能成为军用无线通信领域的潜在竞争者，影响市场竞争格局。随着信息技术的创新、更新换代步伐不断加快，同行业企业、科研院所在研发、生产等方面能力的不断提升，市场竞争程度将会日益激烈，可能对公司产品毛利率产生不利影响。

5.4. 对外投资新业务不及预期风险

根据公司业务发展的需要，公司对外投资设立子公司。部分子公司在研发新产品、培育新业务的过程中存在一定的不确定性，可能存在投资不及预期的风险。

5.5. 主观性风险

本文针对盈利预测及估值为分析师观点，可能存在主观性偏差。

5.6. 股票交易异常波动风险

公司过去半年内存在股票交易异常波动，可能存在股票交易异常风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	999.05	422.67	1,989.70	280.51	1,426.75
应收票据及应收账款	3,720.42	3,467.21	1,977.16	4,840.91	3,479.28
预付账款	7.89	24.00	7.14	29.74	20.18
存货	3,077.09	2,568.50	3,330.22	4,242.10	5,223.06
其他	798.43	1,188.47	1,378.38	1,324.27	1,528.21
流动资产合计	8,602.88	7,670.85	8,682.60	10,717.53	11,677.46
长期股权投资	200.63	205.04	205.04	205.04	205.04
固定资产	671.18	652.12	630.44	596.24	559.62
在建工程	13.10	10.87	8.70	6.96	5.57
无形资产	60.81	68.75	60.22	51.69	43.15
其他	219.10	392.29	244.85	280.32	303.31
非流动资产合计	1,164.82	1,329.07	1,149.24	1,140.24	1,116.69
资产总计	9,767.70	8,999.92	9,831.84	11,857.78	12,794.15
短期借款	300.19	100.06	300.00	631.15	260.00
应付票据及应付账款	3,234.43	2,729.97	3,257.04	4,591.01	5,219.56
其他	680.54	890.99	1,075.41	1,053.74	1,529.78
流动负债合计	4,215.16	3,721.03	4,632.46	6,275.90	7,009.35
长期借款	746.51	742.00	400.00	480.57	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.95	46.23	49.96	47.38	47.86
非流动负债合计	792.46	788.23	449.96	527.95	347.86
负债合计	5,007.62	4,509.25	5,082.42	6,803.85	7,357.20
少数股东权益	91.74	113.33	108.27	100.31	80.64
股本	772.00	772.00	772.00	772.00	772.00
资本公积	918.20	918.20	918.20	918.20	918.20
留存收益	2,973.14	2,678.01	2,946.24	3,257.13	3,659.39
其他	5.00	9.14	4.71	6.28	6.71
股东权益合计	4,760.08	4,490.67	4,749.42	5,053.93	5,436.95
负债和股东权益总计	9,767.70	8,999.92	9,831.84	11,857.78	12,794.15

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	462.49	(224.42)	288.93	330.38	420.57
折旧摊销	75.66	83.47	82.38	84.47	86.54
财务费用	22.88	27.14	13.05	17.46	17.58
投资损失	(26.71)	(10.42)	(25.00)	(20.71)	(18.71)
营运资金变动	(493.61)	(251.09)	1,577.10	(2,495.74)	1,234.22
其它	(77.88)	296.60	(0.52)	(8.46)	(20.56)
经营活动现金流	(37.16)	(78.73)	1,935.95	(2,092.59)	1,719.64
资本支出	122.43	71.11	46.26	42.58	39.52
长期投资	53.80	4.41	0.00	0.00	0.00
其他	(181.10)	(508.40)	(80.90)	(62.05)	(60.77)
投资活动现金流	(4.87)	(432.89)	(34.63)	(19.46)	(21.25)
债权融资	270.76	3.92	(309.55)	420.29	(535.17)
股权融资	(40.09)	4.14	(24.74)	(17.42)	(16.99)
其他	(63.25)	(70.26)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	167.42	(62.19)	(334.28)	402.87	(552.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	125.39	(573.80)	1,567.03	(1,709.19)	1,146.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,267.74	2,153.81	2,799.96	3,506.44	4,278.95
营业成本	1,900.13	1,484.78	1,677.84	2,112.13	2,604.34
营业税金及附加	10.97	8.84	9.80	12.27	19.26
销售费用	87.15	75.55	75.60	94.67	136.93
管理费用	205.68	209.84	180.60	227.92	282.41
研发费用	673.17	630.51	576.79	708.30	808.72
财务费用	11.15	22.22	13.05	17.46	17.58
资产/信用减值损失	(70.15)	(165.47)	(70.00)	(101.87)	(110.00)
公允价值变动收益	3.60	9.64	4.93	0.00	0.00
投资净收益	26.71	10.42	25.00	20.71	18.71
其他	80.01	46.85	30.00	40.00	45.00
营业利润	419.67	(376.48)	256.21	292.52	363.44
营业外收入	0.30	0.20	0.51	0.34	0.35
营业外支出	0.39	0.05	0.17	0.20	0.14
利润总额	419.58	(376.32)	256.55	292.65	363.64
所得税	(42.91)	(151.90)	(26.94)	(29.27)	(36.36)
净利润	462.49	(224.42)	283.49	321.92	400.01
少数股东损益	22.69	24.40	(5.44)	(8.46)	(20.56)
归属于母公司净利润	439.79	(248.82)	288.93	330.38	420.57
每股收益（元）	0.57	(0.32)	0.37	0.43	0.54

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-19.11%	-34.09%	30.00%	25.23%	22.03%
营业利润	-45.35%	-189.71%	-168.06%	14.17%	24.24%
归属于母公司净利润	-43.25%	-156.58%	-216.12%	14.35%	27.30%
获利能力					
毛利率	41.85%	31.06%	40.08%	39.76%	39.14%
净利率	13.46%	-11.55%	10.32%	9.42%	9.83%
ROE	9.42%	-5.68%	6.23%	6.67%	7.85%
ROIC	12.90%	-4.91%	7.22%	12.82%	8.26%
偿债能力					
资产负债率	51.27%	50.10%	51.69%	57.38%	57.50%
净负债率	1.31%	14.81%	-25.24%	18.76%	-13.16%
流动比率	2.04	2.06	1.87	1.71	1.67
速动比率	1.31	1.37	1.16	1.03	0.92
营运能力					
应收账款周转率	0.96	0.60	1.03	1.03	1.03
存货周转率	1.00	0.76	0.95	0.93	0.90
总资产周转率	0.33	0.23	0.30	0.32	0.35
每股指标（元）					
每股收益	0.57	-0.32	0.37	0.43	0.54
每股经营现金流	-0.05	-0.10	2.51	-2.71	2.23
每股净资产	6.05	5.67	6.01	6.42	6.94
估值比率					
市盈率	35.09	-62.02	53.41	46.71	36.69
市净率	3.31	3.53	3.33	3.12	2.88
EV/EBITDA	20.11	26.85	32.29	31.24	23.98
EV/EBIT	21.41	31.44	40.24	37.62	28.20

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com