

军工通信稳步提升，信息安全蓄势待发

—公司深度报告

邦彦技术（688132.SH）

推荐（首次评级）

核心观点：

- **邦彦技术是军工通信系统级产品优质供应商。**公司为各级指挥所、通信枢纽和通信节点提供信息通信系统级产品，陆续承担多型舰船产品和分系统研制任务，实现从单一型号到分系统的产品布局，是军工通信系统产品优质供应商。目前，公司营收以军品为主，占比95%以上，并积极拓展民品市场，包括政府和电力等专网领域，未来民品占比有望逐步提升。
- **制信息权成为夺取新时代战场控制权的核心考量，融合通信业务待掘金。**随着新战争形态的演变，制信息权逐步成为夺取战场综合控制权的核心考量，国内装备信息化需求大幅提升。鉴于美军的信息化发展历程，预计2022年我国C4I通信系统装备采购预算约为632.5亿至948.8亿，2025年将达到801.5亿至1202.3亿元，3年复合增速约为8.2%。公司多触手布局融合通信，承担了若干大系统和分系统技术以及建设总体任务，已定型型号产品13款。在当前国家力推一体化联合作战的背景下，融合通信将成为军队信息化建设的重要方向之一。公司前瞻布局，先发优势明显，未来将显著受益于军队信息化的提升，业务发展有望进入快车道。
- **受益于舰船行业持续增长，舰船通信业务基本盘有望进一步夯实。**根据军费支出结构，预计舰船产业年市场规模约700至1400亿；舰船配套产业年市场规模约438至877亿元。据不完全统计，我国预计未来年均新增中大型舰艇约20艘，其余小型舰艇约80艘。国内舰船通信市场竞争偏良性，行业集中度较高。公司已定型型号产品14款，核心竞争力凸显。“十四五”中后期，军用舰船行业将保持小幅较快增长。公司深耕多年，行业地位突出，随着行业的持续增长，舰船通信业务基本盘有望进一步夯实。
- **军工网安市场需求旺盛，公司有望打造第二增长极。**据IDC数据，2026年中国网络安全IT支出规模将达到318.6亿美元，5年复合增速21.2%，市场前景广阔，其中军工网安市场占比约3%。随着军队组织架构趋于完善，各类型安全设备、安全数据急剧增多，网络安全需求正迅速增加。我们预计军工网安市场增速将优于行业平均水平，“十四五”期间复合增速将达25%-30%。公司涉足该领域时间较长，技术积累较为深厚，已定型9款型号产品，承担了13项型号研制任务，是该领域重大产品科研承担者和产品提供商，并有望将军工网安业务打造为公司第二增长极。
- **行业估值的判断与评级说明。**预计公司2022年至2024年归母净利润分别为0.61亿、1.10亿和2.31亿，EPS分别为0.40元、0.72元和1.52元，对应PE为60X、34X和16X。公司作为国内军工通信细分领域核心供应商之一，深耕行业多年，具备明显先发优势，乘着信息化和安全化的东风，未来快速发展可期。首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要财务指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	308.30	380.77	505.72	801.02
YOY	10.67%	23.5%	32.8%	58.4%
归属母公司股东净利润(百万元)	79.27	61.10	109.88	231.45
YOY	11.49%	-22.92%	79.84%	110.64%
EPS(元)	0.69	0.40	0.72	1.52
PE	35.36	60.79	33.80	16.05

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

风险提示：下游需求不及预期；研发进度不及预期的风险。

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

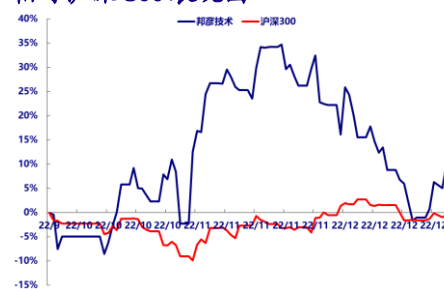
胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhao_miao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

• 营收端

舰船通信业务——“十四五”中后期，国内舰船领域将保持小幅较快增长。公司深耕多年，行业地位突出，随着行业的持续增长结合主要船型的放量节奏，舰船通信业务基本盘有望进一步夯实。预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 13%、17%、18%。

融合通信业务——在当前国家力推一体化联合作战的背景下，融合通信是军队信息化建设的重点发力方向，该业务将成为公司中长期极具发展潜力的业务板块。我们认为融合通信业务“十四五”后期有望发力，并实现持续快速增长。考虑到 22Q4 的疫情冲击，部分产值的确认或将结转至 23Q1，结合军队信息化建设需求节奏，预计 2022-2024 年融合通信业务营收增速分别为-17.6%、45%、40%。

信息安全业务——当前该业务营收基数较低，但公司已有相当的项目储备，未来具备较好的成长性。预计军工网安市场“十四五”期间复合增速将达 25%-30%。公司涉足该领域时间较长，技术积累较为深厚，已定型 9 款型号产品，承担了 13 项型号研制任务，是该领域重大产品科研承担者和产品提供商，并有望将军工网安业务打造为公司第二增长极。预计 2022-2024 年信息安全业务营收增速分别为 205.6%、45.5%、125%。

• 毛利率

舰船通信——假设 22 年毛利率与 21 年基本持平，约 82%。考虑到新船型定价等因素，预计 23 年和 24 年毛利率分别为 80%和 78%。

融合通信业务——随着联合指挥等信息化工程放量，“以量换价”是大势所趋，叠加融合通信领域竞争格局弱于舰船通信，竞争较为激烈，预计 2022-2024 年毛利率分别为 68%、67%和 65%。

信息安全业务——该业务营收逐步进入放量期，元器件国产化对该业务毛利率构成一定压力。未来随着收入的持续大幅增长，规模效应有望显现。预计 2022-2024 年毛利率分别为 53%、56%和 59%。

• 其他关键假设

其他收益——22 年军品增值税优惠政策退出，但受益于 21 年订单的确认，公司 22 年仍有部分产品享受此项优惠。2023 年该项优惠影响将显著降低，影响“其他收益”1000 万左右。考虑到其他政府补助稳步提升，预计 22 年至 24 年“其他收益”分别为 0.4 亿、0.3 亿和 0.3 亿。

管理费——随着产业园转固，每年将增加折旧费近 3000 万，预计 22 年至 24 年管理费分别为 0.75 亿、0.88 亿和 1.01 亿。

财务费——因产业园转固，逾 4 亿长期借款停止资本化，22 年财务费用大幅增加，但随着募集资金的到位，23 年财务费用压力将大幅缓解，预计 22 年至 24 年财务费用分别为 0.27 亿、0.07 亿和 0.02 亿。

我们的观点:

对标美国的军队信息化建设历程，我们预计 2022 年我国 C4I 通信系统装备采购预算约为 632.5 亿至 948.8 亿，2025 年将达到 801.5 亿至 1202.3 亿元，3 年复合增速约为 8.2%，国内 C4I 市场空间巨大。“十四五”期间，我国军用通信市场空间较大，而军用无线通信行业进入门槛较高，竞争格局较为稳定，公司作为军用通信细分领域龙头，有望充分受益。

估值与投资建议:

预计公司 2022 年至 2024 年归母净利分别为 0.61 亿、1.10 亿和 2.31 亿，EPS 分别为 0.40 元、0.72 元和 1.52 元，对应 PE 为 60X、34X 和 16X。综合相对估值和绝对估值两种估值方式，取两个估值区间的并集，得到公司每股合理估值区间 39.70-43.39 元。

公司作为国内军工通信细分领域核心供应商之一，深耕行业多年，具备明显先发优势，乘着信息化和安全化的东风，未来快速发展可期。首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

公司融合通信和网络安全招投标结果落地，并取得良好成绩。

主要风险因素:

下游需求增速或订单不及预期的风险；研发进度不及预期的风险等。

目录

一、邦彦技术：军工通信系统级产品优质供应商.....	5
（一）深耕军工通信多年，可承担重大项目总体的优质供应商	5
（二）业务聚焦军品，三大业务齐开花.....	6
（三）公司经营数据稳健增长，发展前景向好.....	8
（四）募投项目稳步推进，公司整体竞争力提升	10
二、新质新域新指引，公司无线通信业务待掘金.....	10
（一）战争向信息化转变，新质新域成国防军工新要求	10
（二）我国 C4I 市场空间巨大，公司融合通信业务有望进入快车道.....	12
（三）受益于舰船行业持续增长，舰船通信业务基本盘有望进一步夯实	16
三、军工网安市场需求旺盛，公司有望打造第二增长极.....	18
四、厚积薄发，核心竞争力凸显	21
（一）自主研发多项核心技术，满足作战形势和信息一体化要求	21
（二）多款产品定型，具有较强先发优势	21
（三）三个业务板块相互促进，通用平台形成集成项目交付能力	22
五、盈利预测及估值	22
（一）关键假设及公司各项业务分类预测	22
（二）相对估值.....	24
（三）绝对估值.....	24
（四）估值结论.....	25
六、风险提示	25
七、附录：	26
公司财务预测表（百万元）	26
插图目录	27
表格目录	28

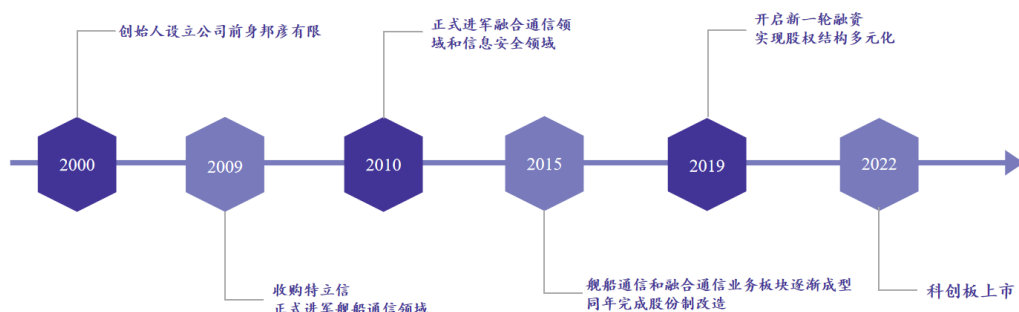
一、邦彦技术：军工通信系统级产品优质供应商

（一）深耕军工通信多年，可承担重大项目总体的优质供应商

邦彦技术主要从事信息通信和信息安全设备的研发、制造、销售和服务，是国内少有的可担任军工通信领域重大项目总体的民营企业。公司为各级各类指挥所、通信枢纽和通信节点提供信息通信系统级产品，陆续承担军队或总体单位等军工单位多型船产品和分系统研制任务，并实现了从单一型号产品到承担分系统科研交付。目前，公司通过长期基于客户需求的技术创新和常年承担客户委托的型号研制开发任务，融合通信、舰船通信和信息安全三大核心业务形成了成体系的产品线。

公司从技术开发服务起步，逐步进军融合通信、舰船通信和信息安全三大领域，于 2022 年上市。2000 年，公司创始人祝国胜、侯怀德共同出资 50 万元设立公司前身邦彦有限；2009 年，公司通过收购特立信获得了舰船通信领域的行业准入许可资质，正式进入舰船通信领域；2010 年，公司获得了军工信息通信领域行业准入许可资质，正式进军融合通信领域，并以 2006 年承接的一个与信息安全相关的通信配套项目为契机，进入了信息安全领域；2015 年，舰船通信和融合通信业务板块逐渐成型，同年，公司完成股份制改造，将有限公司整体变更为股份有限公司，中彦创投为员工持股平台；2019 年，公司开启新一轮融资，引入发展基金、永和泰阳、南山红土等战略投资伙伴，实现股权结构多元化；2022 年，公司成功在科创板上市，目前控股股东为祝国胜（持股比例为 25.14%），第二大股东为劲牌有限（持股比例为 15.37%）。

图 1 公司历史沿革

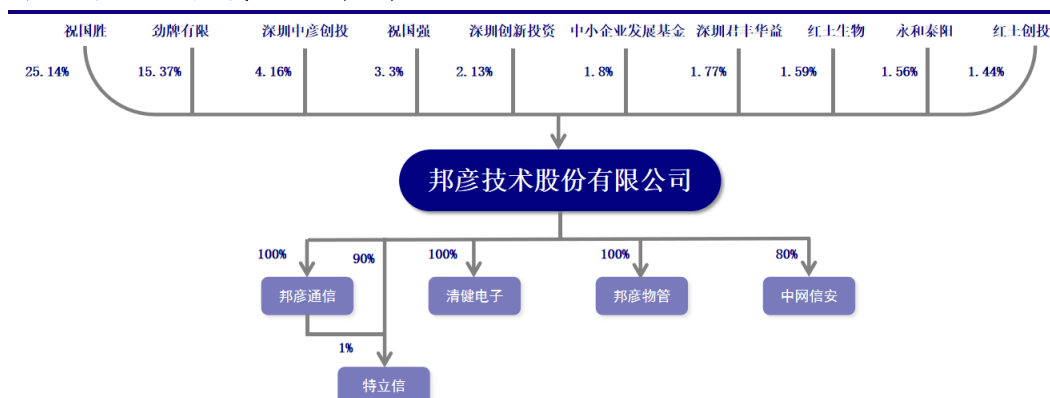


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

公司建立长效激励机制，将公司中长期发展与员工的经济利益紧密结合。中彦创投为公司员工持股平台。股份制改造后，公司依托中彦创投进行了多次股权激励以及员工股权清算。上市前，中彦创投直接持有公司 632.57 万股股份，占公司注册资本比例为 5.54%，合伙人包括胡霞、邹家瑞等 8 名公司高管和核心技术成员。截止 22 年三季报，中彦创投持有公司 4.16% 总股份。此外，公司股东邦智投资在上市前直接持有公司 1.78% 的总股份，合伙人中共有 6 位为公司高管和核心技术成员。

公司上市时，设立鼎信 11 号资管计划，主要为高级管理人员与核心员工参与战略配售所设，获配股数 168.5 万股，占 IPO 发行数量的 4.43%，占发行后总股本 1.11%，限售期为 12 个月。当前，公司已建立长效激励机制，将公司中长期发展与员工的经济利益紧密结合，保障公司团队的稳定性和对优秀人才的吸引。

图 2 公司股权结构（截止 2022 年三季度报）



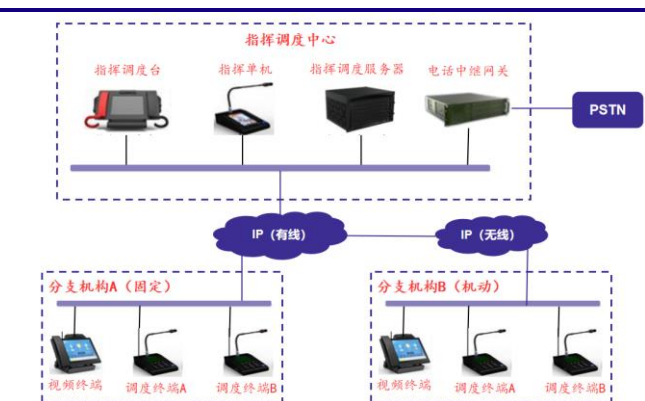
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

当前，公司拥有 4 家子公司，主要业务由母公司和特立信承担，其中母公司主要负责融合通信和军工网络安全业务，特立信负责公司舰船通信产品的研发和销售。其余子公司中，邦彦通信负责公司部分基础通信产品的研发和销售；中网信安主要从事国产自主可控计算平台的研发和销售业务，定位面向民品市场；清健电子负责完成产品 SMT 生产工艺，对外承接 SMT 贴片业务。

（二）业务聚焦军品，三大业务齐开花

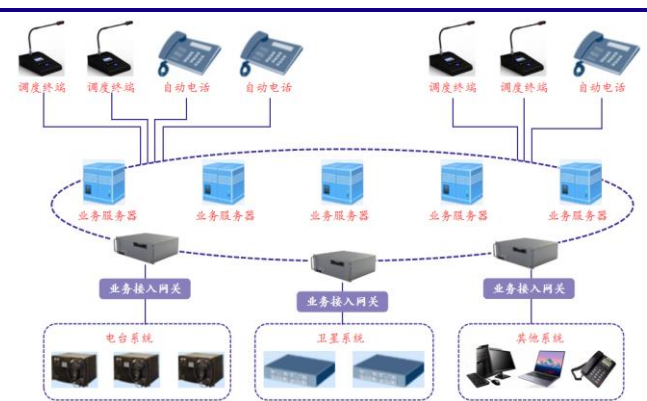
公司从事信息通信和信息安全设备的研发、制造、销售和服务，核心业务包括融合通信、舰船通信和信息安全三大板块。融合通信和舰船通信业务主要提供信息传输通道和通信业务应用服务，信息安全业务则是对信息传输和业务应用的安全提供防护和保证。三大业务板块既是一个完整的有机体系，又具有各自独立的应用领域和业务特点。

图 3 富媒体指挥调度系统（融合通信板块）



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院整理

图 4 船舶通信控制系统（舰船通信板块）



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院整理

在融合通信和舰船通信中，公司主要提供以指挥人员为中心的通信系统级产品，基础设备以及核心软件包括业务服务器、调度终端、交换设备、中继网关、编解码器、以及自主研发的核心软件。产品的交付形态包括由基础设备根据需求组成的系统级产品和单个基础设备。融合通信与舰船通信业务的差异主要在于，舰船通信属于行业通信设备领域，它聚焦于船用通信网络产品的需求，在业务功能和产品环境适应性上有着自身细分应用领域的特殊性；融合通信则属于相对通用的通信设备领域，它广泛覆盖包括通信枢纽、通信节点、车船、携行、固定和移动等各类场景。

在信息安全业务板块，公司专注于国产可控信息安全领域，确保点对点、端到端信息的安全传送与防护。产品线包括多主机安全服务平台、移动安全终端平台、安全电话通信平台等，覆盖了从网络终端层到云端服务层的完整生态链。产品交付包括了船载、车载、便携等多样式的形态，可满足指挥所、通信机房、船舶、车载、携行等众多应用场景的需求。

表 1 公司主要业务及产品

业务板块	主要功能与特点	主要应用行业、领域	主要产品	应用场景
融合通信	整合现有的装备及网系资源，打造“多手段、多业务、跨系统、跨网络”的融合通信服务平台，通过“融合通信平台+业务应用”的灵活组合，为各级各类指挥中心、通信枢纽和通信节点提供信息化系统级产品	面向除海军、海警外的其他军兵种、武警、科研院所及其他专网市场 主要定位于全军各级固定、机动指挥节点及通信节点建设	富媒体指挥调度系统	指挥通信（固定指挥中心、车载、携行）、平安城市（公安、武警、交警等）
			智能导控系统	大中小型指挥中心、视频监控中心
			敏捷网络控制系统	固定通信节点、机动通信节点
舰船通信	聚焦于船用通信网络产品需求，统一接入并管控卫星、微波、短波、超短波、数据链等通信手段，构建全舰通信网络和信息化环境，按需提供指挥调度、勤务通信、数据传输等服务，并可进行通信组织规划和管理，整合形成全网通信态势，保障岸舰通信和编队通信	面向海军、海警市场 主要定位于各类作战舰艇和军辅船	船舶通信控制系统	大、中、小船通信场景
			数据通信系统	大、中、小船、及岸上固定节点通信场景
			其他辅助系统	生活保障系统、网络办公系统丰富训练之余的工作和生活
信息安全	构建与指挥信息体系相协同的信息安全传输系统，确保端到端、点到点信息的安全防护和传送	面向全军、党政机关市场 主要定位于全军安全保密网络建设、政府受控行业保密网络建设	多主机安全服务平台	通信机房
			移动安全终端平台	桌面办公、舰载办公、车载办公、携行办公
			安全电话通信平台	内部电话通信网络

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

经营数据方面，公司营收以舰船通信和融合通信产品为主，21 年收入占比分别为 44.5% 与 42.4%。公司融合通信业务亦拓展到了多个军工单位，承担了多个系统和分系统技术总体任务，融合通信产品占比在 2021 年大幅提升至 42.4%，与舰船通信产品占比几乎持平。信息安全业务板块，2018 年公司中标某军工单位信息安全领域多个型号研制项目陆续完成定型，信息安全业务从单一军工单位客户发展到为国家信息安全领域多个总体所提供服务，迎来高速发展，进入快速成长阶段。2020-2021 年信息安全产品占比大幅提升，2020 年占比高达 26.3%，2021 年虽有所下降，但也有 11.7%。

表 2 公司产品构成（亿元）

类别	2021		2020		2019		2018		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
舰船通信	1.37	44.5%	1.46	52.6%	1.73	64.2%	1.40	59.4%	1.47	65.9%
融合通信	1.31	42.4%	0.54	19.3%	0.71	26.1%	0.85	36.3%	0.62	27.7%
信息安全	0.36	11.7%	0.73	26.3%	0.22	8.1%	0.08	3.3%	0.08	3.4%
其他主营	0.03	1.0%	0.04	1.4%	0.04	1.4%	0.01	0.3%	0.05	2.3%
其他业务	0.01	0.4%	0.01	0.4%	0.01	0.3%	0.02	0.8%	0.01	0.6%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

业务应用方面，公司往年收入近九成为军品。公司历史经营数据中，收入来源以军品为主，占比超过 90%。此外，公司以军品国产自主可控技术为基础，积极拓展民品市场，当前公司争取进入包括政府和电力等行业专网领域，未来民品占比有望逐步提升。

表 3 公司业务分类（亿元）

业务	2021		2020		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
军品	3.01	98.06%	2.67	96.44%	2.56	94.91%
民品	0.06	1.94%	0.10	3.56%	0.14	5.09%
合计	3.07	100.00%	2.77	100.00%	2.69	100.00%

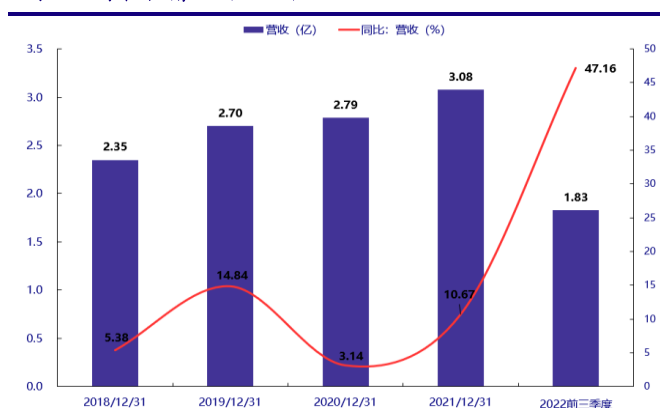
资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

（三）公司经营数据稳健增长，发展前景向好

整体来看，公司业绩较稳健。2019 年至 2020 年，公司营业收入分别为 2.70 亿元、2.79 亿元及 3.08 亿元，归母净利润分别为 0.28 亿元、0.71 亿元及 0.79 亿元，受军队编制体制改革等外部环境变化以及内部进行聚焦型号产品的战略调整影响，营业收入和净利润变动幅度较大，但整体呈增长态势。

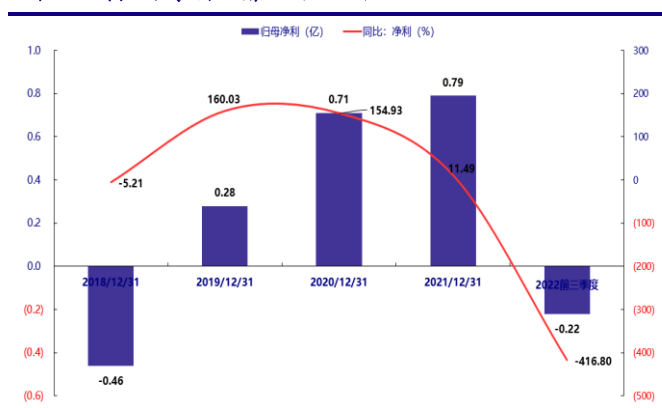
2022 前三季度，公司实现营收 1.83 亿元，同比增长 47.16%，增长迅猛，主要是信息安全业务收入增长所致，但归母净利润-0.22 亿元，同比下降 416.8%，主要原因是新建产业园长期借款停止资本化导致利息费用增加 0.17 亿元、产业园折旧费用增加 0.23 亿元以及研发投入同比增加 73.55%。

图 5 公司营收情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

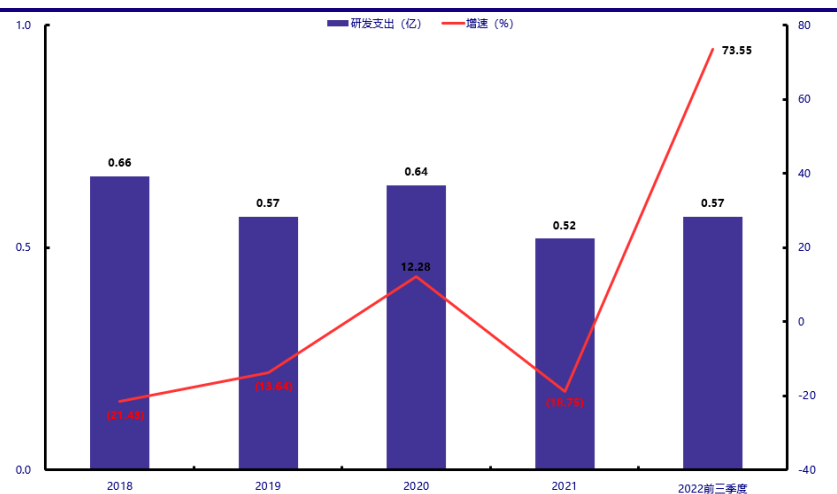
图 6 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从研发投入来看，为维持竞争力，公司保持了较高的研发投入。2019 年到 2021 年，公司的研发投入分别为 0.57 亿元、0.63 亿元及 0.52 亿元，研发费用率分别为 20.98%、22.84% 及 16.78%。2022 前三季度研发费用达 0.57 亿元，同比增长高达 73.55%，凸显了公司对研发投入的重视。公司承担了多项军队或总体单位等军工单位委托研制的科研项目，包括已定型产品 36 款和正在进行的 23 个型研项目，持续的高研发投入保障了公司技术的前沿性。

图 7 公司研发支出情况（亿元）

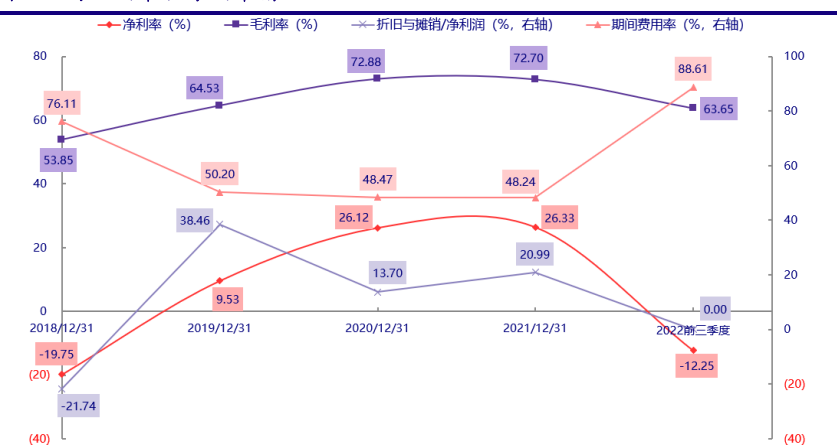


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从盈利能力来看，2018 年以来公司毛利率逐年提升，受项目技术和实施难度、集成项目占比、原材料及配套产品价格等众多因素影响，毛利率在 60%~70%之间波动，毛利率水平整体较高。2022 前三季度毛利率为 63.65%，同比下降 9.71pct，主要由于在收入中占比较高的某信息安全板块项目由于设计变更导致物料成本增加，拉低毛利率。2016 年军队编制体制改革使公司业务出现项目暂停或推迟等情况，公司依据原采购计划配置的生产经营资源和交付资源与缩小后业务规模脱节，造成阶段性经营费用大幅提升。

为应对军队编制体制改革的不利影响，公司持续优化内控管理，降本增效成果显著，2018 年以后期间费用率逐年下降，净利率与 ROE 水平也随之提升。2022 前三季度期间费用率大幅提升，主要系产业园长期借款停止资本化导致利息费用增加、产业园转固导致折旧费用增加及研发投入增加所致，停止资本化导致利息费用增加仅限于 2022 年，后续折旧费用会随收入规模扩大得到有效消化，期间费用率有望回归正常水平。

图 8 公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）募投项目稳步推进，公司整体竞争力提升

公司 IPO 上市募集资金主要投向融合通信产品技术升级项目、舰船通信产品技术升级项目、信息安全产品技术升级项目及研发中心项目四个项目，四项募投项目均在新建的阿波罗产业园区实施，为阿波罗产业园项目的组成部分之一。其中：

- 融合通信产品技术升级项目为融合通信产品，设计产能为年产 3500 套网元及配套终端，第 3 年开始投产，预计当年实现达产 70%，对应销售收入 2.31 亿元，T4 年实现达产 90%，对应销售收入 2.97 亿元，至 T5 年全部达产，达产后产值约 3.30 亿元；
- 舰船通信产品技术升级项目为舰船通信产品，设计产能为年产 150 套网元及配套终端，第 3 年开始投产，预计当年实现达产 70%，对应销售收入 0.94 亿元，T4 年达产 90%，对应销售收入 1.21 亿元，至 T5 年全部达产，达产后产值约 1.35 亿元；
- 信息安全产品技术升级项目为信息安全产品，设计产能为年产 3180 台，第 3 年开始投产，预计当年实现达产 70%，对应销售收入 1.30 亿元；T4 年实现达产 90%，对应销售收入 1.67 亿元；至 T5 年全部达产，达产后产值约 1.86 亿元。

表 4 IPO 募投项目进展（截止 2022 年 9 月）

项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	已投入募集资金 (万元)	进度	项目建 设期	项目效益
融合通信产品 技术升级项目	31,581.45	31,581.45	12,413.67	39.31%	2 年	至 T5 年全部达产，达产后产值可达 32,998.92 万元，设计产能为年产 3,500 套网元及配套终端
舰船通信产品 技术升级项目	15,956.60	15,956.60	7,853.58	49.22%	2 年	至 T5 年全部达产，达产后产值可达 13,482.83 万元，设计产能为年产 150 套网元及配套终端
信息安全产品 技术升级项目	20,778.45	20,778.45	11,836.28	56.96%	2 年	至 T5 年全部达产，达产后产值可达 18,600.00 万元，设计产能为年产 3,180 台
研发中心项目	11,924.80	11,924.80	2,660.67	22.31%	2 年	开展先进技术研发，确保军工通信市场的技术领先性

资料来源：公司招股书，Wind，中国银河证券研究院

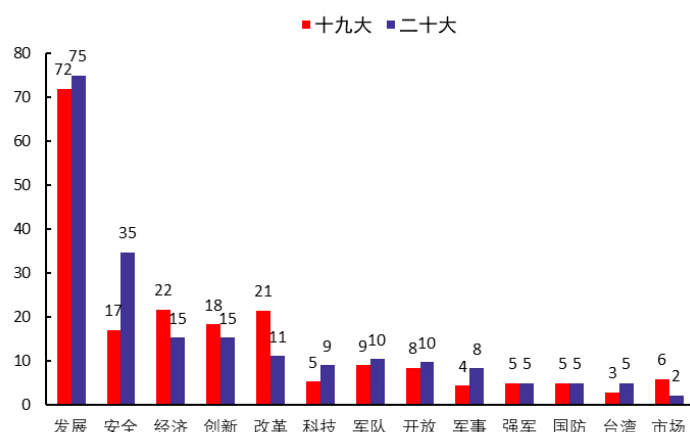
在国防信息化建设的战略部署下，以融合通信为代表的国防军事通信处于大规模升级换代和改造的前期，同时公司也将募集资金向融合通信产品技术升级项目倾斜，占拟投入募集资金的 39.4%，其次为信息安全业务，募集资金占比 25.9%。随着国防信息化建设的稳步推进和募投项目的顺利实施，公司业务将迎来快速发展。

二、新质新域新指引，公司无线通信业务待掘金

（一）战争向信息化转变，新质新域成国防军工新要求

面对百年未有之大变局，“二十大”报告突出“稳”，更加强调“安全”，产业链供应链韧性和安全水平的重要性再次被重申。对比“十九大”和“二十大”重点词频变化发现，“安全”、“科技”、“国防+军队+军事”等词汇分别增加 18（17-35）、4（5-9）、5（18-23）次，其中安全相关的表述提升最为明显，国防安全或将成为首要发力方向。

图9 “十九大”与“二十大”报告重点词频对比（每万字）



资料来源：“十九大”、“二十大”报告，中国银河证券研究院整理

增加新域新质作战力量比重，制信息权成为夺取战场综合控制权的核心。“二十大”报告中首次提出“创新军事战略指导，发展人民战争战略战术，打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重”。军事战略的本质是战之方略，筹划和指导战争是创新战略指导的核心。从近几年国际局部战争和军事行动看，现代战争信息化程度不断提高，智能化特征日益显现，战争制胜观念、制胜要素、制胜方式发生重大变化：

- 作战形式，强调现代战争是体系和体系的对抗，**一体化联合作战**成基本作战形式；
- 时空特性，强调**多维战场空间**融为一体，战略、战役、战术行动界限趋于模糊；
- 制胜关键，强调**制信息权**成夺取战场综合控制权的核心，成赢得战争胜利的关键；
- 组织指挥，**强调作战指挥战略性、联合性、时效性、专业性、精确性**，作战组织和管理日趋标准化、流程化、精细化。

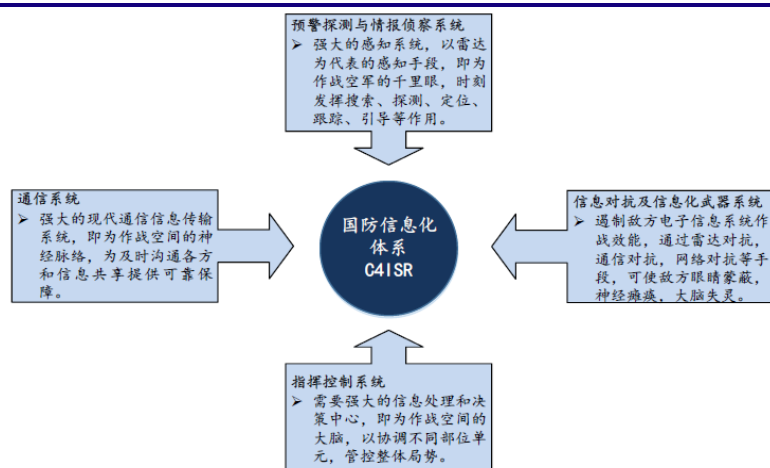
从国际实战中可以看出，战争形态逐渐从机械化战争向数据化和信息化快速转变。伴随科技迅速发展，战争的形态在不断演进，以武器对抗为主模式已经演变为以信息技术为核心的体系对抗模式，指挥是否有效、通信是否顺畅、预警探测能力高低都直接影响战争结果。纵观近几十年来的数场高技术局部战争，数据信息化处理和多平台协同的应用深刻影响了战争的进程和结局。

- 根据《美国军队信息化建设研究》中的数据，在第一次海湾战争（1990.08-1991.02）中，美军从信息的收集到实施打击的全过程需要三天，在科索沃战争（1999.03-1999.06）中需要近两个小时，而在对阿富汗战争（2001.10-2014.12）中，美军反应时间缩短至 19 分钟，首次实现了对战场目标的近实时精确打击。可见 15 年来，美军的信息化程度得到大幅提升，军事数据通信也得到了广泛的重视，其中传输信息和命令的数据链是核心技术之一。
- 2011 年 3 月，以美军为首的北约集团策划的“奥德赛黎明”军事行动拉开帷幕。在整个对利比亚的空袭过程中，由法国牵头，实现了多国家（美英法意加等）、多兵种（海陆空天）以及各种武器平台（“戴高乐”航母、“战斧”导弹、“阵风”、“幻影-2000”、F-16 战机以及 B-2 轰炸机等）协同作战，形成强大的战斗力，首日即击中了 22 个预定目标中的 20 个，成功率超过了 90%。而美军的空中指挥预警飞机在附近海域上空通过战术数据链实施战术信息交换，对于多国部队发挥信息优势、实现联合作战起到了至关重要的作用。

（二）我国 C4I 市场空间巨大，公司融合通信业务有望进入快车道

公司提供的产品和技术服务属于军工通信行业范畴，是国防信息化的重要组成部分。国防信息化是以 C4ISR 为核心，C4ISR 系统是指军事指挥控制通信专网系统，包括指挥、控制、通信、计算机、情报及监视与侦察，是国防信息化的应用载体。C4ISR 系统能及时准确获取战场信息，分析处理后将指令经由可靠安全的军工通信网络传达到具体作战单元，从而形成完整的信息闭环，是构成国家国防信息化体系的主体，是军工信息化的关键。其下游产业链包括雷达、卫星导航、信息安全、军工通信与军工电子五大领域。军工通信领域和信息安全领域是国防信息化产业链的核心组成部分。

图 10 国防信息化体系



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

美军历经多年发展，信息化水平已得到显著提升。根据《美国军队信息化建设研究》，美军于 1958 年建立 C²（指挥和控制）系统作为孕育或准备进行信息化建设的起点，沿着 C²、C³、C³I、C⁴I 直至目前的 C⁴ISR 系统这条主线，经过历次高技术局部战争或冲突的洗礼和检验，可将美军信息化建设过程大致分为孕育期、启动期和发展期三个阶段。

表 5 美军的信息化历程

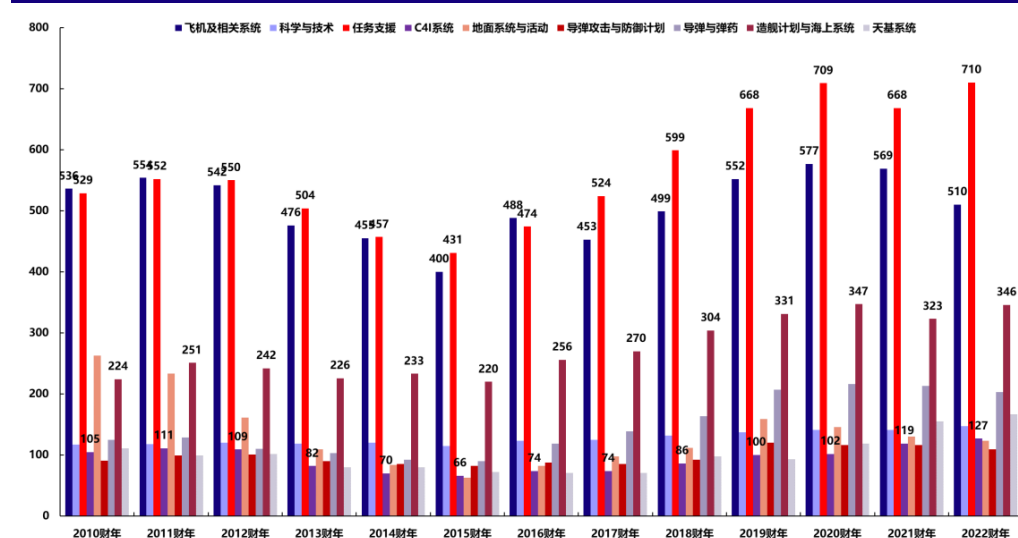
阶段	时间跨度	细分阶段	主要特征或突出特点	代表武器装备
孕育期 (C ² 到C ³)	20 世纪 50 年代末期-70 年代中期	第一阶段: C ² 的出现, 古巴导弹危机 (1958-1962) 第二阶段: C ³ 的出现, 越南战争 (1962-1977)	第一阶段: 武器装备机械化含量 90%以上, 信息技术开始尝试用于武器装备建设; “重战略, 轻战术” 第二阶段: 信息化成分增大, 美军由军事工程革命向军事传感革命阶段过渡; “战略和战术同受重视”	第一阶段: 第一代响尾蛇空空导弹 (AIM-9) 开始服役, E-2C 型“鹰眼”舰载预警机开始研制, 第一代隐形高空侦察机试验成功 第二阶段: 首次使用 MK-82 激光制导炸弹、EA-6 型电子战飞机和无人驾驶遥控飞机
启动期 (C ³ I、C ⁴ I 相继问世)	20 世纪 70 年代中期—90 年代初期	1977 年, 情报融入 C ³ 系统, 形成 C ³ I 1989 年, 计算机融入 C ³ I 发展成为 C ⁴ I	由军事传感革命向军事通信革命过渡阶段后期机械化和信息化成为大体持平启动信息化研究, 理论和实践结合发展	首次装备第三代机载反辐射导弹 (AGM-88A)、AH-64“阿帕奇”攻击直升机、F-117A“夜鹰”隐形战斗机和加装计算机、激光测距仪、弹道相关传感器的 M1 系列坦克
发展期 (一体化 C ⁴ I 及 C ⁴ ISR 的出现)	20 世纪 90 年代初期至今	1992 年推出一体化 C ⁴ I 系统 1995 年 C ⁴ I 系统发展成 C ⁴ ISR 系统	美军信息化建设成分全面超过机械化建设成分 四大军种装备的主体基本实现信息化, 初步建成全球信息网络系统信息战、空间战和联合作战理论创新发展	RAH-66“科曼奇”武装直升机, “黄蜂”反坦克导弹, F-22 隐形战机等

资料来源：《美国军队信息化建设研究》，中国银河证券研究院整理

根据《世界新军事革命》的研究数据，20 世纪 90 年代末，美陆军装备的信息化程度为 53%，海军和空军则高达 70% 以上，截至 2010 年，美军的信息化水平或已达 80% 以上。

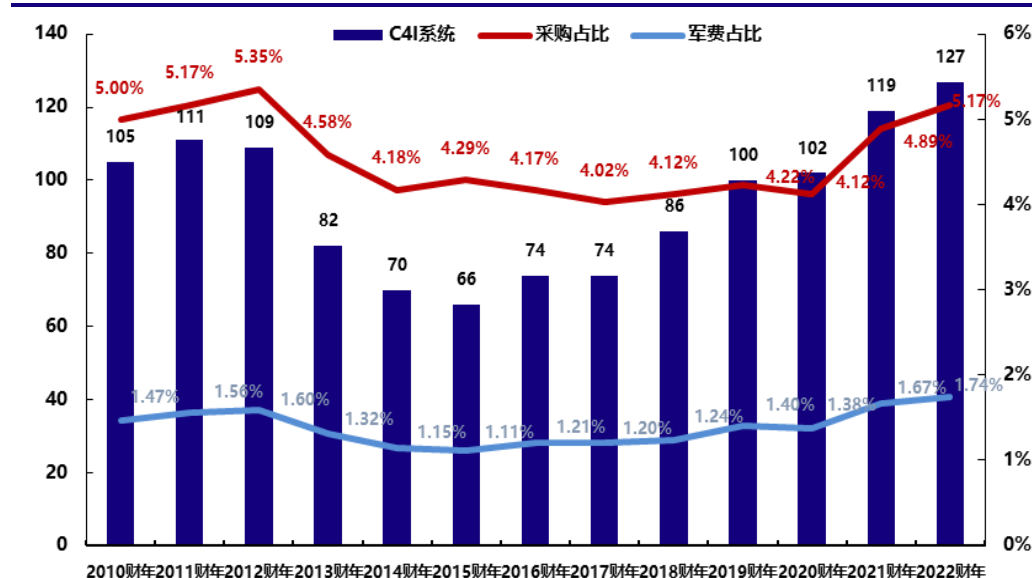
美国通信系统投入呈周期性变动，自 2016 年起有所反弹。根据美国国防部数据，2010 年美军 C⁴I 通信系统装备采购预算 105 亿美金，占总军费 1.5%，武器装备采办预算占比 5%。随着美军信息化水平的提升，不管投入的绝对额水平还是投入占比都呈现逐年走低趋势，2016 年开始有所反弹。2022 财年，C⁴I 通信系统装备采购预算 127 亿美金，军费占比 1.7%，装备采购费占比 5.2%，与 2012 年占比相同，重回 10 年周期高点。

图 11 近十年美国武器装备采办预算分配情况（预算申请额）



资料来源：美国国防部，中国银河证券研究院整理

图 12 美军历年 C⁴I 通信系统投入情况

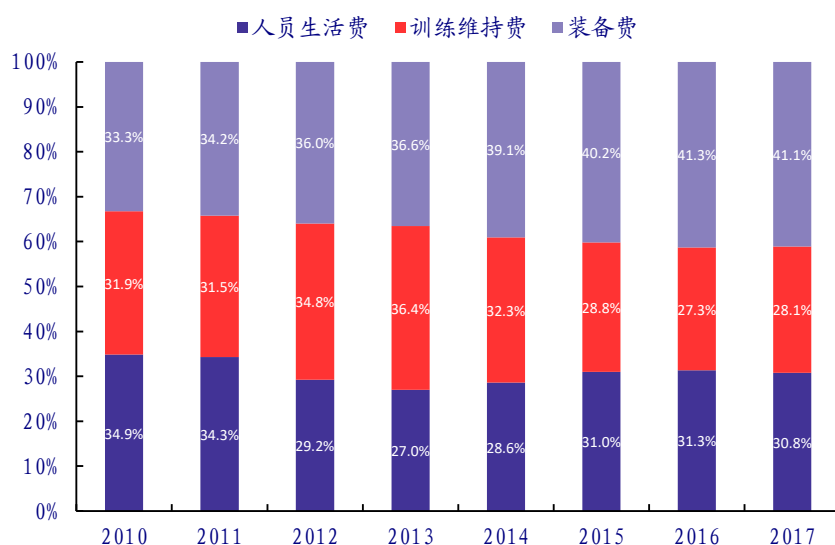


资料来源：美国国防部，中国银河证券研究院整理

从国内情况来看，我军基本实现机械化，信息化取得较大进展，但水平依然较低，渗透空间巨大。对标美国，我国信息化水平尚未成熟，我国在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》中明确提出要“加快机械化信息化智能

化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”，武器装备现代化继续被放入“十四五”重点发展方向。因此，我们预计我国军费采购将向装备现代化方向倾斜，我国 C⁴I 通信系统装备采购预算占比或将大幅高于 2022 年美军的 5.2%，至 10%-15%。根据 2019 年《新时代的中国国防》白皮书，中国国防费主要由人员生活费、训练维持费和装备费 3 部分组成，2010 年至 2017 年装备费的总军费占比从 33.25%提升至 41.11%，除了 2017 年外，其余六年均呈现逐年上升的态势，7 年年均增速达 1.12%。

图 13 2010 至 2017 年国防军费构成情况



资料来源：《新时代的中国国防》，中国银河证券研究院整理

在中美竞争加剧的背景下，叠加国防和军队现代化中长期目标，“百年变局”中国防实力必然要与经济实力相匹配，我们预计“十四五”期间军费的复合增速将显著高于 GDP 增速，约 6-8%。此外，军队的信息化进程加速，为应对不确定性，装备需求日趋强劲，装备采购的军费占比有望继续上升，但相对于之前 1.12% 的较高增速或边际放缓至 0.5% 左右。基于此，经我们测算，未来四年装备采购支出的复合增速有望达 8.2%。

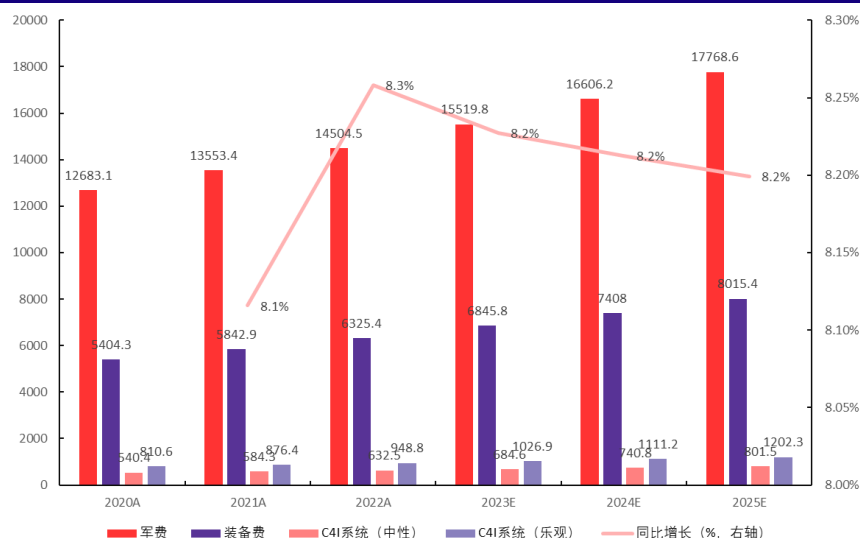
表 6 “十四五”期间国防军费和装备支出展望

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
军费预算	13553.4	14504.5	15519.8	16606.2	17768.6
装备的军费预算占比	43.1%	43.6%	44.1%	44.6%	45.1%
装备费支出	5842.9	6325.4	6845.8	7408.0	8015.4
C4I 系统支出预测 (中性)	584.29	632.54	684.58	740.8	801.54
C4I 系统支出预测 (乐观)	876.435	948.81	1026.87	1111.2	1202.31
同比增长 (%)	8.12%	8.26%	8.23%	8.21%	8.20%

资料来源：中国银河证券研究院整理

假设我军 C⁴I 通信系统装备采购预算占比为 10%（中性）至 15%（乐观），可以得出 2022 年我国 C⁴I 通信系统装备采购预算约为 632.5 亿至 948.8 亿，2025 年将达到 801.5 亿至 1202.3 亿元，3 年复合增速约为 8.2%。

图 14 “十四五”期间 C4I 通信系统装备市场展望

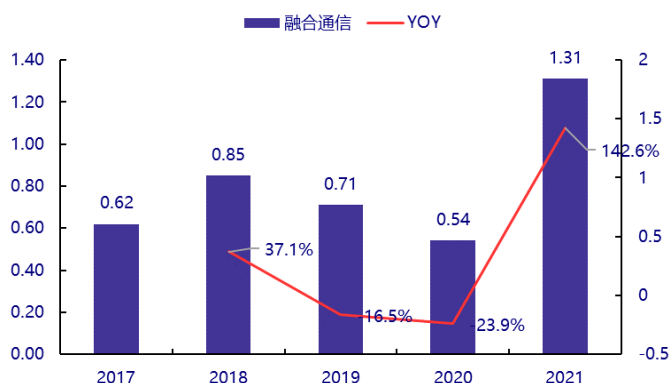


资料来源：《新时代的中国国防》，中国银河证券研究院整理

武器装备升级需求正在开启，融合通信系统作为底层基础构架与设施的军事通信设备有望率先更新。未来，构建联合作战体系是世界军事发展的主轴，随着战争由“大吃小”向“快吃慢”转变，联合作战已成为现代战争制胜的基本规律，构建联合作战指挥体系是军队组织体系化、作战力量多元化以及军事行动全域化的内在要求。随着军事通信系统的不断创新与发展，将带动融合通信系统的应用需求以及技术的发展。新一轮以联合作战为核心理念的武器装备升级需求正在开启，作为底层基础构架与设施的军事通信设备有望率先更新。公司融合通信业务卡位信息化核心节点，有望充分受益。

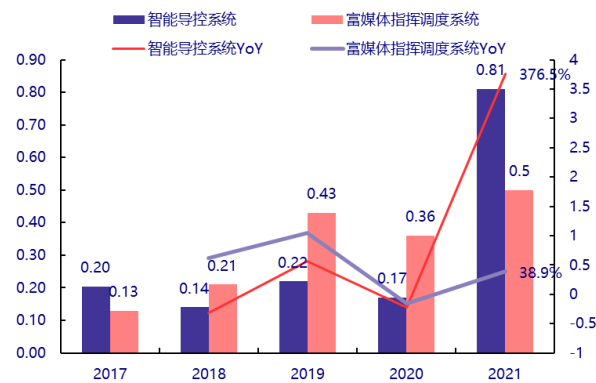
公司融合通信根植于舰船通信业务，近年实现快速增长。以舰船通信这一细分市场为起点，公司业务延伸至应用场景更为广泛的融合通信领域。公司融合通信主要产品分为智能导控系统和富媒体指挥调度系统，在近年取得快速发展。2021 年，得益于业务拓展及型号产品的持续销售，公司融合通信业务收入大幅增加，预计 22 年因疫情影响，收入有所回落。

图 15 公司融合通信业务（亿元）及增长率（%）



资料来源：wind、中国银河证券研究院整理

图 16 公司融合通信板块分拆（亿元）和增速（%）



资料来源：wind、中国银河证券研究院整理

当前，公司融合通信产品已被多个军工单位采纳，应用于多项型号研制任务和应用系统建设中，承担了多个军工客户融合通信相关信息通信系统或分系统技术总体。公司融合通信系统主要以融合调度服务器为核心，配合各系统接入网关，实现所有音视频及信息数据的 IP

化，实现多业务融合、多媒体融合、多网络融合三大功能。2010 年公司已针对异构网络互通和统一通信业务服务需求，为某军工单位提出融合通信产品理念并进入该领域，发展至今，公司融合通信产品已被多个军工单位采纳，应用于多项型号研制任务和应用系统建设中。目前，公司承担了该领域若干大系统和分系统技术和建设总体任务，已定型型号产品 13 款，目前还承担 5 项型号研制任务，成为融合通信领域的重要推动力量。

公司多触手布局融合通信，中长期有望实现快速增长。业务拓展方面，公司在航空领域的持续投入取得了较大成果，向国家某单位销售智能导控相关的媒体处理转换产品；原型号产品方面，公司某融合通信服务平台型号产品、某卫星控制适配型号设备在 2021 年开始大批量销售。除上述业务外，公司协助某直接军方客户升级改造指挥调度系统，并取得收入。在当前国家力推一体化联合作战指挥的背景下，融合通信是军队信息化建设的重点。该业务是公司在紧贴市场需求的基础上进行的前瞻布局，先发优势明显，未来增长有望进入快车道。

（三）受益于舰船行业持续增长，舰船通信业务基本盘有望进一步夯实

船舶通信是指以船舶为承载平台、以水上航行行为使用环境、以服务于船舶使命任务的达成为目的、综合采用各种通信手段构建的通信系统的总称。与内陆通信技术不同，以船舶为基本承载平台的集采集、处理、传输、交换和再现功能为一体的船舶通信技术，其主要应用于海洋船舶通信。根据 markets and markets 发布的数据，2017 年全球连网型船舶市场规模达到 55.1 亿美元，预计在 2018-2023 年期间，全球连网型船舶市场规模将从 2018 年的 59.2 亿美元增长至 2023 年的 71.9 亿美元，年复合增长率为 3.95%。

我国海军综合实力与美国仍有差距，后续发展空间较大。现代海军主要装备包括航空母舰、驱逐舰、护卫舰、潜艇、两栖登陆作战舰艇等。从数量上看，现阶段我国服役的大型舰艇装备与美国尚有一定差距。根据 Military Balance 对 2021 年中美军事装备的分析，我国在巡逻以及近岸作战舰艇方面装备较多，但海上作战单元以及大型舰艇装备较为缺乏。美国拥有 11 艘航空母舰和 10 艘直升机母舰，而我国仅有 3 艘航空母舰，尚无直升机母舰。在当前严峻的国际环境下，发展我国海洋防控系统迫在眉睫，对比美国，后续发展空间较大。

表 7 2021 年中美海军装备对比

装备	装备细分	美国		中国	
		数目	合计	数目	合计
潜艇	战略导弹核潜艇	14	67	6	59
	攻击核潜艇	53		6	
	常规潜艇	-		47	
大型水面作战舰艇	航空母舰	11	134	3	87
	直升机母舰	10		0	
	巡洋舰	24		3	
	驱逐舰	68		36	
	护卫舰	21		45	
大型两栖作战舰艇		32		9	
小型两栖作战舰艇		245		52	
水雷战舰艇		8		57	
巡逻及近岸作战舰艇		86		196	

资料来源: the Military Balance 2022, 中国银河证券研究院整理

在有限资源下，利用新技术、新工艺改造现役大型通信装备有望成为解决舰船装备落后的行之有效的方法。依据国防军费的使用原则，预计我国舰船产业年市场规模在 700-1400 亿之间；舰船配套产业年市场规模在 438-877 亿元之间。根据我们不完全统计，我国 2019、2020、2021 年分别新增 17、22 和 24 艘驱逐舰、护卫舰和两栖攻击舰等，合理推论我国每年新增中大型舰艇 20 艘左右，其余小型舰艇 80 艘左右。在每年国防支出增速变动不大的情况下，我国有望更加重视海军舰船的通信系统改造，用较少的投入办更多的事情，采用成熟的现有技术改造现役舰船通信设备，且具有技术风险小、经费投入少、改造周期短等优点，可以大大提高我海军现役舰船的综合作战效能。

公司舰船产品多定位于各类中小型作战舰艇和军辅船，渗透率逐步提升。针对不同吨位舰船，舰船通信产品一般采用相同的技术体制和架构，在具体的性能要求和技术特点具有一定的差异。中小吨位舰船通信产品的数量需求更大和改造升级频率更高，而大型、超大型舰船通信产品的单套系统价值更高，中小吨位舰船通信产品市场规模与大型、超大型舰船通信产品市场规模相比较小。公司深耕舰船通信细分领域多年，较为完整地掌握了该领域技术体系，产品多定位于各类中小型作战舰艇和军辅船。随着业务的拓展，舰船产品渗透率有所提升，现已在中小吨位舰船、部分大型和超大型舰船、岸基等成功应用，完成了面向舰船、岸基、海警市场的全面布局。

表 8 公司所在市场领域

	中小吨位舰船	大型和超大型舰船
市场空间	单价较低，数目较多，总体较大	单价较高，数目较少，总体较小
市场竞争	行业集中度相对较高。公司产品集中在中小吨位的舰船市场，其中内外通交换设备和光环网系统等产品在部分细分市场占有较高率。	国家单位 C6 在吨位较大的舰船市场上占有率更高
公司参与项目	13 款已列装，主要应用于中小型以及各类军辅船等船型多达数百艘	在研的 5 款型号产品主要定位于岸基、中大型和超大型舰船

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院整理

舰船通信市场集中度较高，公司深度参与。当前参与国内舰船通信市场竞争的企业较少，行业集中度相对较高。主要为某国营单位、东土科技及邦彦技术，其中该国营单位在吨位较大的舰船市场上占有率更高。截至目前舰船通信业务板块已定型型号产品达 14 款：其中 13 款已列装，主要应用于中小型以及各类军辅船等船型多达数百艘，后续舰船升级换代还会有持续的产品采购计划；1 款受军改影响未能实现列装销售，后续列装不确定。除此之外，公司目前还承担 5 项型号产品研制任务和多个分系统技术总体任务。其中在研的 5 款型号产品主要定位于岸基、中大型和超大型舰船。

表 9 公司所在市场领域

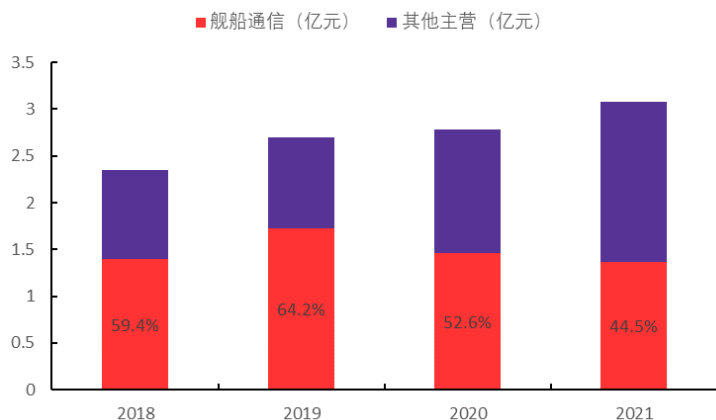
系统级产品名称	主要组成设备形态	主要竞争对手
船舶通信控制系统	调度终端	某国营单位
	软件终端	
	业务服务器	
	业务服务器	
数据通信系统	核心交换设备	东土科技
	接入交换设备	

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院整理

公司舰船产品为传统优势业务，是公司业务基本盘。舰船通信业务是公司三大板块中较早成型及稳定的板块，是公司持续稳定经营的可靠保障。随着其他业绩增长点释放，舰船业

务占公司总营收比例日渐降低，2021 年营收占比 44.5%，较 2019 年的 64.2%快速下降近 20pct。我们认为，“十四五”和“十五五”期间，军用舰船行业将保持小幅较快增长，公司深耕多年，行业地位突出，随着行业的持续增长，舰船通信业务基本盘有望进一步夯实。

图 17 公司舰船通信业务营收占比变化



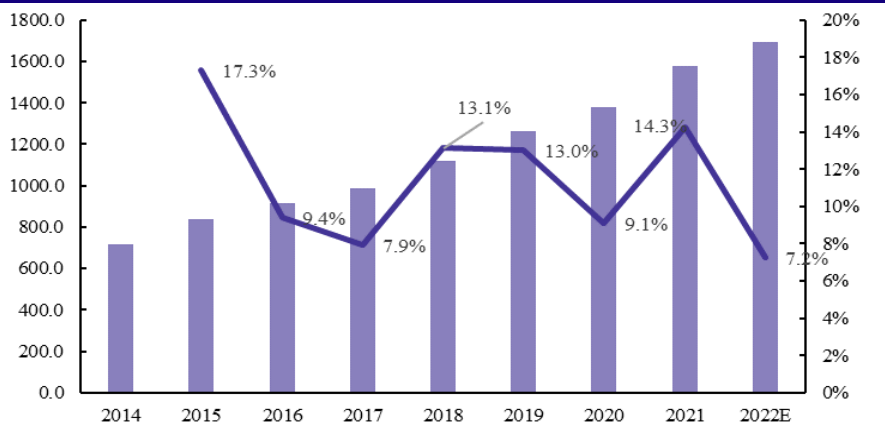
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

三、军工网安市场需求旺盛，公司有望打造第二增长极

全球安全市场增速平稳，后续保持稳定增长。根据 Gartner 在 2022Q3 公布的数据，2021 年全球网络安全市场规模达 1577.5 亿美元，同比增长 14.25%。到 2022 年，全球网络安全市场规模预计增长至 1691.56 亿美元，但是增速同比放缓到 7.23%。在全球企业云化转型和远程办公市场需求的刺激下，全球网络安全行业市场增长将逐渐复苏，到 2026 年市场规模将达到 2617.37 亿美元，五年复合增速（2021-2026）为 10.7%。

另根据 IDC 数据，2021 年全球网络安全 IT 总投资规模为 1687.7 亿美元，并有望在 2026 年增至 2875.7 亿美元，五年复合增长率（CAGR）为 11.3%。两大权威机构均预测全球市场复合增长率在 11%左右，保持稳定增长。

图 18 全球网络信息安全市场规模（亿美元）及增长率（%）

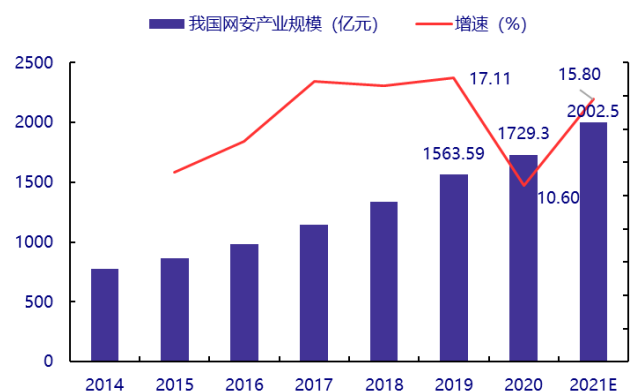


资料来源: Gartner, 中国银河证券研究院整理

聚焦中国市场，在政策、市场需求等因素的推动下，中国网络安全市场迎来高速发展期，复合增长率领跑全球。根据信通院 2022 年披露的《中国网络安全行业白皮书》，2020

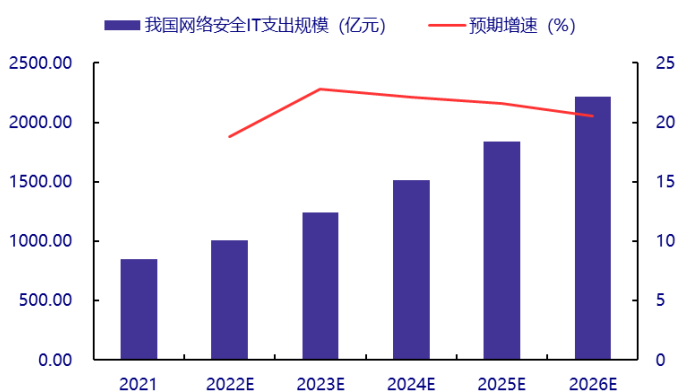
年我国网络安全产业规模达到 1729.3 亿元，较 2019 年增长 10.6%。预计 2021 年市场将快速复苏，产业规模约为 2002.5 亿元，增速约为 15.8%。根据《IDC 全球网络安全支出指南 2022V2》，2026 年中国网络安全 IT 支出规模将达到 318.6 亿美元，全球占比约为 11.1%，五年复合增长率约为 21.2%。中国网络安全市场增速持续领跑全球，五年复合增长率近全球两倍，市场前景广阔。随着数字经济全面提速，数字经济将催生新业态、重塑创新链、重构产业链，网络安全作为数字经济发展的“生命线”，必将进入发展新阶段。

图 19 我国网安产业规模（亿元）及增长率（%）



资料来源：信通院、中国银河证券研究院整理

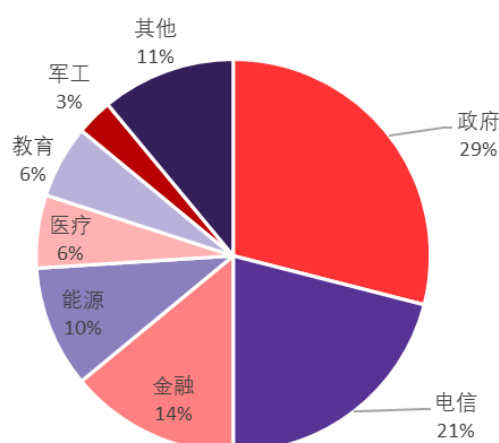
图 20 中国网络安全 IT 支出（亿元）和增速（%）预测



资料来源：IDC 中国（2022）、中国银河证券研究院整理

从我国网安下游应用行业来看，2020 年我国网络安全产业下游客户主要以政府，电信和金融行业为主，三者合计占总市场规模 64%，其中军工行业占比 3%左右，即 2020 年军用网安产业规模约 51.9 亿元。虽然军工网安市场空间较小，但随着军队的组织架构日趋完善，各种类型的安全设备、安全数据越来越多，网络安全分析需求正迅速增加。此外，军事信息安全领域具备很强的对抗特征，安全防护体系、防护技术和产品、防护策略规则均需要持续、及时的升级换代。因此，我们预计军工网安市场增速将优于市场平均增速，“十四五”期间复合增长率或将达到 25%-30%。

图 21 我国网络安全市场行业结构



资料来源：信通院、中国银河证券研究院整理

行业竞争方面，由于涉及国家信息安全，国家信息安全行业进入壁垒较高，同时，下游对价格敏感度较低，对供应商的资质和可靠性、服务延续性要求较高。因此，相比其他应用领域，军工网安市场竞争格局稳定，行业集中度较高。公司作为有较强竞争优势的民营企业，有望充分受益。

信息安全产品的提供方主要包括国家下属的科研院所、国有企业和少数民营企业。因军工信息安全领域许可门槛高，以及特定行业技术要求，能够进入该领域的民营企业数量较少。目前主要参与的民营企业包括公司、左江科技和佳缘科技等。公司涉足军队信息安全领域时间较长，技术积累较为深厚，自 2018 年开始公司陆续参与某军工单位重大科研项目招投标，多次以优异成绩中标。**当前此业务已定型型号产品 9 款，目前还承担了 13 项型号研制任务，是该领域多项重大产品科研承担者和产品提供者。**

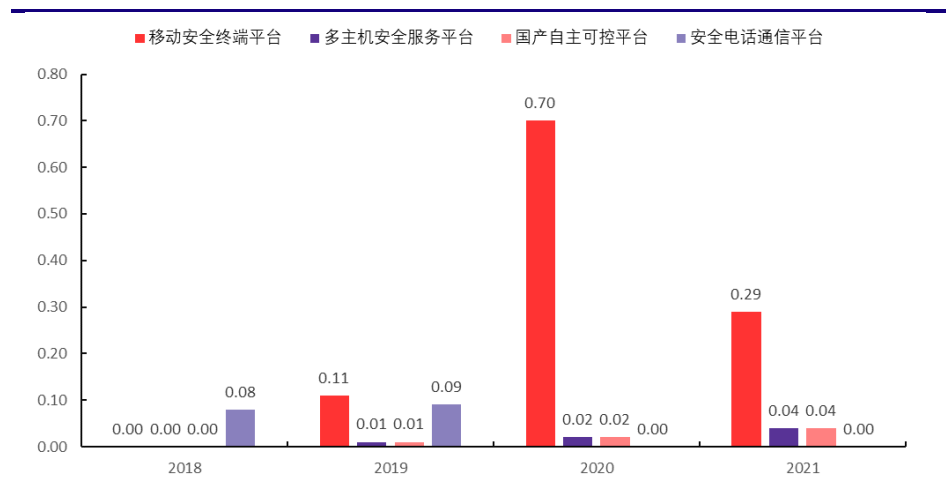
表 10 公司信息安全领域招标成绩

成绩	中标项目
第一名	移动安全终端平台 II 型； 移动安全终端平台 VI 型； 移动安全终端平台 VIII 型等
第二名	多主机安全服务平台 I 型； 多主机安全服务平台 III 型； 多主机安全服务平台 V 型； 移动安全终端平台 VII 型等

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院整理

与其他两项主营业务相比，公司网络安全业务产品较多，与通信业务关联性不大，属于公司的新的增量业务。当前该业务营收基数较低，但公司已有相当的项目储备，有较好的成长性。随着军方对信息安全需求的大幅提升，该业务有望发展成为公司第二成长曲线。

图 22 公司网络安全业务分拆



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

四、厚积薄发，核心竞争力凸显

（一）自主研发多项核心技术，满足作战形势和信息一体化要求

经过近二十年的军工通信行业的积累，公司已具备多项核心竞争力，三大产品体系在行业内均具有较强的竞争优势。

在**舰船通信**方面，公司与同行相比，在硬件平台设计、网络可靠传输、无线信道综合应用、网络规划管理、国产化自主可控等方面，具备较强的竞争优势。在网络可靠传输方面，在终端双规接入、汇聚双规接入、环网保护等多种可靠性设计方面，均达到 50ms 以内。目前在终端、服务器和数据通信方面多款产品国产化率已经达到 100%。

在**融合通信**方面，公司的融合能力和新视频处理技术行业领先：

- **融合能力强。**公司产品可融合包括 PSTN 程控系统、视频监控系统、视频会议系统、卫星电话、集群电话、短波/超短波电台等在内的多种业务，同时融合包括卫星网络、LTE 网络、微波、散射、超短波等无线网络，通过业务与网络的融合，优化网络传输质量，自动调节业务传输策略，提供给客户更好地体验。
- **先进的音视频处理技术。**公司视频编解码在 H.264、H.265（国际标准）、JAVS（国家军用标准）基础上进行了算法优化处理，在无线信道传输质量不佳的情况下能保证视频传输的最佳效果。在网络迟延 200MS、抖动 50~100MS、丢包率 30% 以内，保证视频清晰流畅。在网络质量瞬间恶化情况下，快速感知并自动降低编码码率，调节至低清晰度但流畅的画面，并随网络质量提升而自动恢复视频画质。

在**信息安全**方面，与同行业相比，公司在网络协议硬件处理、硬件防火墙、信道传输动态适配、国产嵌入式计算机等技术方面具有一定的竞争优势，其中 10G 网络协议硬件安全处理速度可达线速，核心嵌入式计算板卡国产化率已达 100%，目前处于行业先进地位。

（二）多款产品定型，具有较强先发优势

由于军品科研生产具有高度保密性，只有参与了型号产品研制并顺利完成定型的企业才能成为型号产品的承制单位，并获取列装订单。预研则可使企业了解军队未来的产品和技术需求，更有利于知晓和获得参与型号产品研制的机会。在**项目获取**方面，公司已有 36 款产品在军队完成定型，23 个正在进行的型号研制项目，并承担了 7 个预研项目。

表 11 公司当前参与项目

	定型	在研	预研
融合通信	13	5	-
舰船通信	14 (其中 1 款受军改影响未能实现列装销售，后续列装不确定)	5	-
信息安全	9	13	-
合计	36	23	7

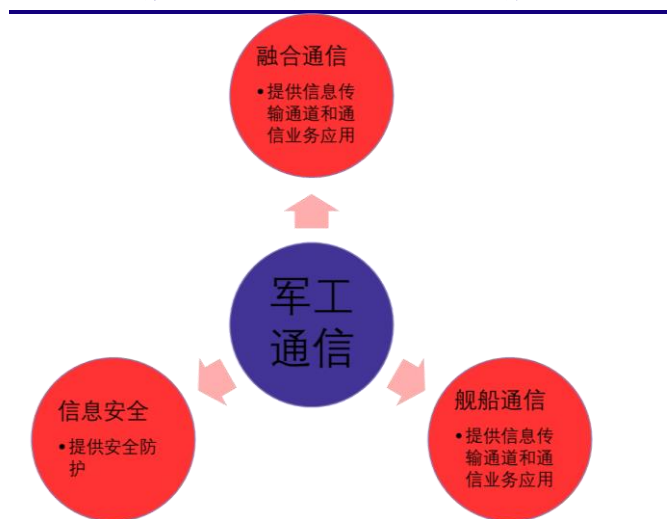
资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院整理

（三）三个业务板块相互促进，通用平台形成集成项目交付能力

公司具有成熟的通用通信计算平台技术优势。公司结合具体各类交付项目需求，已研制 by2000 平台、byTCA-MTCA 平台、byTCA-ATCA 平台、VPX 平台等四代通用通信技术平台，以及平台软件，同时也开发了各类通用和专用业务板卡，形成快速的产品定制研发和集成项目交付能力。

公司三大业务板块已形成相互促进协同发展态势。融合通信和舰船通信业务主要提供信息传输通道和通信业务应用服务，信息安全业务则是对信息传输和业务应用的安全提供防护和保证。三个业务板块相互促进，助力公司长期可持续发展。

图 23 三大业务板块已形成相互促进协同发展态势



资料来源：中国银河证券研究院整理

五、盈利预测及估值

（一）关键假设及公司各项业务分类预测

• 营收端

舰船通信业务——“十四五”期间，国内舰船领域将保持小幅较快增长。公司深耕多年，行业地位突出，随着行业的持续增长结合主要船型的放量节奏，舰船通信业务基本盘有望进一步夯实。预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 13%、17%、18%。

融合通信业务——在当前国家力推一体化联合作战的背景下，融合通信是军队信息化建设的重点发力方向，该业务将成为公司中长期极具发展潜力的业务板块。我们认为融合通信业务“十四五”后期有望发力，并实现持续快速增长。考虑到 22Q4 的疫情冲击，部分产值的确认或将结转至 23Q1，结合军队信息化建设需求节奏，预计 2022-2024 年融合通信业务营收增速分别为-17.6%、45%、40%。

信息安全业务——预计国内军工网安市场“十四五”期间复合增速将达 25%-30%。当前该业务营收基数较低，但公司已有相当的项目储备，具备较好的成长性。公司涉足该领域时间较长，技术积累较为深厚，已定型 9 款型号产品，承担了 13 项型号研制任务，是该领域重大产品科研承担者和产品提供商，并有望将军工网安业务打造为

公司第二增长极。预计 2022-2024 年信息安全业务营收增速分别为 205.6%、45.5%、125%。

• 毛利率

舰船通信——假设 22 年毛利率与 21 年基本持平，约 82%。考虑到新船型定价等因素，预计 23 年和 24 年毛利率分别为 80%和 78%。

融合通信业务——随着联合指挥等信息化工程放量，“以量换价”是大势所趋，叠加融合通信领域竞争格局弱于舰船通信，竞争较为激烈，预计 2022-2024 年毛利率分别为 68%、67%和 65%。

信息安全业务——该业务营收逐步进入放量期，元器件国产化对该业务毛利率构成一定压力。未来随着收入的持续大幅增长，规模效应有望显现。预计 2022-2024 年毛利率分别为 53%、56%和 59%。

• 其他关键假设

其他收益——22 年军品增值税优惠政策退出，但受益于 21 年订单的确认，公司 22 年仍有部分产品享受了此项优惠。预计 23 年该项优惠影响将显著降低，或将影响其他收益 1000 万左右，考虑到其他政府补助稳步提升，预计 22 年至 24 年其他收益分别为 0.4 亿、0.3 亿和 0.3 亿。

管理费——随着产业园转固，每年将增加折旧费近 3000 万，预计 22 年至 24 年管理费分别为 0.75 亿、0.88 亿和 1.01 亿。

财务费——因产业园转固，逾 4 亿长期借款停止资本化，22 年财务费用大幅增加，但随着募集资金的到位，23 年财务费用压力大幅缓解，预计 22 年至 24 年财务费用分别为 0.27 亿、0.07 亿和 0.02 亿。

表 12 分业务预测表（单位：亿元）

业务分类	2021A	2022E	2023E	2024E
舰船通信				
收入	1.37	1.55	1.81	2.14
YOY(%)	-6.2%	13.0%	17.0%	18.0%
毛利率	81.5%	82.0%	80.0%	78.0%
收入占比	44.45%	40.66%	35.82%	26.68%
融合通信				
收入	1.31	1.08	1.57	2.19
YOY(%)	142.6%	-17.6%	45.0%	40.0%
毛利率	67.3%	68.0%	67.0%	65.0%
收入占比	42.4%	28.3%	30.9%	27.4%
信息安全				
收入	0.36	1.10	1.60	3.60
YOY(%)	-50.7%	205.6%	45.5%	125.0%
毛利率	65.9%	53.0%	56.0%	59.0%
收入占比	11.7%	28.9%	31.7%	45.0%
收入合计				
收入	3.08	3.81	5.06	8.01
YOY(%)	10.7%	23.5%	32.8%	58.4%
综合毛利率(%)	72.70%	68.31%	67.40%	65.30%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

基于以上假设，预计公司 2022 年至 2024 年归母净利分别为 0.61 亿、1.10 亿和 2.31 亿，EPS 分别为 0.40 元、0.72 元和 1.52 元，对应 PE 为 60X、34X 和 16X。

表 13 公司主要指标预测

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	308.30	380.77	505.72	801.02
YOY	10.67%	23.5%	32.8%	58.4%
归属母公司股东净利润(百万元)	79.27	61.10	109.88	231.45
YOY	11.49%	-22.92%	79.84%	110.64%
EPS（元）	0.69	0.40	0.72	1.52
PE	35.36	60.79	33.80	16.05

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）相对估值

公司具有稳定的盈利，可以采用 PE 相对估值法。借鉴可比公司估值，长期看，公司具备明显的估值优势。公司 2022-2024 年复合增长率达 95%，参考可比公司市盈率水平，考虑到公司 24 年高业绩增速的确定性，给予公司 2023 年 55-60 倍 PE。我们预计公司 2023 年实现归母净利润 1.10 亿元，对应远期整体公允价值区间 60.44-65.93 亿元，对应每股合理估值区间 39.70-43.31 元。

表 14 可比公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300799.SZ	左江科技	130.36	0.06	1.38	2.42	3.35	2172.67	94.36	53.87	38.90
301117.SZ	佳缘科技	79.30	1.34	1.35	2.13	3.13	59.18	58.62	37.27	25.30
688132.SH	邦彦技术	24.40	0.69	0.40	0.72	1.52	35.36	60.79	33.80	16.05
平均值（剔除公司）							1115.92	76.49	45.57	32.10

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（三）绝对估值

绝对估值法我们采用 FCFF 方法，折现率采用加权平均资本成本 WACC，具体包括无风险利率 Rf、目标债务比率、股票市场预期平均收益率 Rm、永续增长率、杠杆贝塔系数、债务成本 Kd、税率，参数设定如下。

表 15 绝对估值法 FCFF 参数及关键假设依据

FCFF 估值	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf=	2.86%	取十年期国债收益率 2.86%
Rm=	7.47%	股票市场的预期收益率参考过去十年沪深 300 平均年收益率
β_e =	0.68	参照公司上市以来相对沪深 300 的历史市场风险指标
税前 Kd=	5.00%	税前债务资本成本参照 1-5 年长期贷款基准利率 4.75%适当上浮
税后 Kd=	4.25%	等于税前 Kd*（1-税率）
WACC=	5.66%	加权平均资本成本，计算可得
税率=	10%	参考公司历史所得税率数据
预测期年数	3 年	相关数据以盈利预测为准
过渡期年数	3 年	公司进入平稳增长期，假设过渡期增长率 5%
永续增长率 g	1.00%	发达国家 GDP 的长期增长率通常不超过 3%，我们认为公司的永续增长率不应超过 GDP 的长期增长率，基于谨慎原则，假设永续增长率为 1.00%。

资料来源：中国银河证券研究院整理

具体计算结果如下：

表 16 FCFF 估值结果

FCFF 分析	
FCFF 预测期现值	604.48
FCFF 过渡期现值	752.52
FCFF 永续价值现值	5,404.98
企业价值	6,761.98
加：非核心资产价值	94.94
减：付息债务	526.84
减：少数股东权益	4.32
股权价值	6,325.75
总股本	152.23
每股价值	41.56

资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 17 公司价值与可持续增长率、WACC 的敏感性分析（元）

		WACC						
		5.36%	5.46%	5.56%	5.66%	5.76%	5.86%	5.96%
永续增长率 g	0.70%	42.04	41.09	40.18	39.31	38.47	37.67	36.89
	0.80%	42.86	41.88	40.93	40.03	39.16	38.32	37.52
	0.90%	43.72	42.70	41.71	40.77	39.87	39.01	38.18
	1.00%	44.62	43.55	42.53	41.56	40.62	39.72	38.86
	1.10%	45.57	44.45	43.39	42.37	41.40	40.46	39.57
	1.20%	46.56	45.39	44.28	43.22	42.21	41.24	40.31
	1.30%	47.59	46.38	45.22	44.11	43.06	42.05	41.08

资料来源：中国银河证券研究院整理

我们采用 FCFF 模型，在敏感性变化值 0.1% 的情况下，得到公司每股合理估值区间 39.87-43.39 元。

（四）估值结论

预计公司 2022 年至 2024 年归母净利分别为 0.61 亿、1.10 亿和 2.31 亿，EPS 分别为 0.40 元、0.72 元和 1.52 元，对应 PE 为 60X、34X 和 16X。我们综合相对估值和绝对估值两种估值方式，取两个估值区间的并集，得到公司每股合理估值区间 39.70-43.39 元。

公司作为国内军工通信细分领域核心供应商之一，深耕行业多年，具备明显先发优势，乘着信息化和安全化的东风，未来快速发展可期。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

下游需求增速或订单不及预期；研发进度不及预期；增值税优惠政策取消对公司影响不确定的风险等。

七、附录:

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	646.89	1803.31	2060.33	2612.32
现金	94.94	1126.01	1189.02	1377.54
应收账款	325.27	338.66	392.92	517.60
其它应收款	4.52	3.94	7.30	10.50
预付账款	9.01	9.65	13.19	22.23
存货	84.72	92.99	124.14	209.99
其他	128.43	232.08	333.76	474.46
非流动资产	784.55	673.23	622.26	570.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	575.79	459.46	403.50	346.98
无形资产	97.70	102.70	107.70	112.70
其他	111.06	111.06	111.06	111.06
资产总计	1431.44	2476.54	2682.59	3183.07
流动负债	408.26	416.58	511.39	750.49
短期借款	89.49	76.49	63.49	50.49
应付账款	198.99	189.82	268.12	426.71
其他	119.78	150.27	179.78	273.29
非流动负债	453.19	453.19	453.19	453.19
长期借款	432.65	432.65	432.65	432.65
其他	20.54	20.54	20.54	20.54
负债合计	861.45	869.77	964.58	1203.67
少数股东权益	4.32	5.78	7.13	37.06
归属母公司股东权益	565.68	1601.00	1710.88	1942.33
负债和股东权益	1431.44	2476.54	2682.59	3183.07

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	70.16	141.64	147.08	271.72
净利润	81.16	62.56	111.24	261.38
折旧摊销	17.25	127.42	67.11	67.74
财务费用	9.38	4.98	4.20	3.42
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-55.77	-77.04	-61.19	-81.38
其它	18.15	23.72	25.72	20.56
投资活动现金流	-272.16	-66.81	-66.87	-66.77
资本支出	-272.16	-16.81	-16.87	-16.77
长期投资	0.00	-50.00	-50.00	-50.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	152.30	956.24	-17.20	-16.42
短期借款	-12.89	-13.00	-13.00	-13.00
长期借款	192.65	0.00	0.00	0.00
其他	-27.46	969.24	-4.20	-3.42
现金净增加额	-49.70	1031.07	63.01	188.52

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	308.30	380.77	505.72	801.02
营业成本	84.17	120.67	164.86	277.93
营业税金及附加	1.47	1.90	2.53	4.01
营业费用	37.41	39.00	43.00	50.00
管理费用	50.12	75.00	88.00	101.00
财务费用	9.47	27.48	6.70	2.42
资产减值损失	-8.86	-10.00	-11.00	-10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.70	68.72	121.63	284.66
营业外收入	0.14	0.14	0.14	0.14
营业外支出	0.86	0.86	0.86	0.70
利润总额	82.98	68.00	120.91	284.11
所得税	1.81	5.44	9.67	22.73
净利润	81.16	62.56	111.24	261.38
少数股东损益	1.89	1.46	1.36	29.93
归属母公司净利润	79.27	61.10	109.88	231.45
EBITDA	112.92	259.62	234.45	384.82
EPS (元)	0.52	0.40	0.72	1.52

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10.67%	23.50%	32.82%	58.39%
营业利润	5.13%	-17.89%	76.99%	134.04%
归属母公司净利润	11.49%	-22.92%	79.84%	110.64%
毛利率	72.70%	68.31%	67.40%	65.30%
净利率	25.71%	16.05%	21.73%	28.89%
ROE	14.01%	3.82%	6.42%	11.92%
ROIC	8.53%	5.74%	6.94%	11.82%
资产负债率	60.18%	35.12%	35.96%	37.81%
净负债比率	151.13%	54.13%	56.14%	60.81%
流动比率	1.58	4.33	4.03	3.48
速动比率	1.14	3.77	3.42	2.87
总资产周转率	0.22	0.15	0.19	0.25
应收帐款周转率	0.95	1.12	1.29	1.55
应付帐款周转率	1.55	2.01	1.89	1.88
每股收益	0.52	0.40	0.72	1.52
每股经营现金	0.46	0.93	0.97	1.78
每股净资产	3.72	10.52	11.24	12.76
P/E	45.46	58.97	32.79	15.57
P/B	6.37	2.25	2.11	1.86
EV/EBITDA	3.82	11.52	12.43	7.05
PS	8.77	9.46	7.12	4.50

插图目录

图 1 公司历史沿革	5
图 2 公司股权结构（截止 2022 年三季报）	6
图 3 富媒体指挥调度系统（融合通信板块）	6
图 4 船舶通信控制系统（舰船通信板块）	6
图 5 公司营收情况（亿元）	8
图 6 公司归母净利润情况（亿元）	8
图 7 公司研发支出情况（亿元）	9
图 8 公司毛利率和净利率情况	9
图 9“十九大”与“二十大”报告重点词频对比（每万字）	11
图 10 国防信息化体系	12
图 11 近十年美国武器装备采办预算分配情况（预算申请额）	13
图 12 美军历年 C ⁴ I 通信系统投入情况	13
图 13 2010 至 2017 年国防军费构成情况	14
图 14 “十四五”期间 C ⁴ I 通信系统装备市场展望	15
图 15 公司融合通信业务（亿元）及增长率（%）	15
图 16 公司融合通信板块分拆（亿元）和增速（%）	15
图 17 公司舰船通信业务营收占比变化	18
图 18 全球网络信息安全市场规模（亿美元）及增长率（%）	18
图 19 我国网安产业规模（亿元）及增长率（%）	19
图 20 中国网络安全 IT 支出（亿元）和增速（%）预测	19
图 21 我国网络安全市场行业结构	19
图 22 公司网络安全业务分拆	20
图 23 三大业务板块已形成相互促进协同发展态势	22

表格目录

表 1 公司主要业务及产品	7
表 2 公司产品构成（亿元）	7
表 3 公司业务分类（亿元）	8
表 4 IPO 募投项目进展（截止 2022 年 9 月）	10
表 5 美军的信息化历程	12
表 6“十四五”期间国防军费和装备支出展望	14
表 7 2021 年中美海军装备对比	16
表 8 公司所在市场领域	17
表 9 公司所在市场领域	17
表 10 公司信息安全领域招标成绩	20
表 11 公司当前参与项目	21
表 12 分业务预测表（单位：亿元）	23
表 13 公司主要指标预测	24
表 14 可比公司估值	24
表 15 绝对估值法 FCFE 参数及关键假设依据	24
表 16 FCFE 估值结果	25
表 17 公司价值与可持续增长率、WACC 的敏感性分析（元）	25

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业9年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015年加入银河证券。曾获2021EMIS&CEIC卓越影响力分析师，2019年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩淼 军工行业分析师。证券从业3年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021年加入银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn