

评级：买入（维持）

市场价格：16.82元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenyy@zts.com.cn

研究助理：杨雷

Email: yanglei01@zts.com.cn

研究助理：余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	729	401	516	1,211	2,276
增长率 yoy%	14%	-45%	29%	134%	88%
净利润 (百万元)	235	86	92	351	655
增长率 yoy%	41%	-64%	8%	280%	87%
每股收益 (元)	0.37	0.14	0.15	0.56	1.04
每股现金流量	0.35	-0.02	0.50	-1.07	-1.77
净资产收益率	9%	3%	3%	12%	19%
P/E	44.9	123.4	114.5	30.1	16.1
PEG	1.1	-1.9	14.6	0.1	0.2
P/B	4.0	3.9	4.0	3.7	3.1

备注：以2023年11月3日收盘价计算

投资要点

- 公告摘要：**公司发布2023年三季报，前三季度实现营收2.16亿元，同比下降44.05%，归母净亏损0.63亿元，同比下降170.28%，扣非后归母净亏损0.85亿元，同比下降209.67%。
- 业绩短期承压，网链类业务开拓顺利。**单季度看，公司23Q3实现营收0.69亿元，同比及环比下降65.91%、0.04%，归母净亏损0.48亿元，同比下降172.81%，扣非后归母净亏损0.5亿元，同比下降183.63%。前三季度综合毛利率43.87%，同比减少15.95pct，期间费用1.71亿元，同比增长28.46%，占营收比重同比提高44.56pct，主要由于研发费用同比增长62.84%至1.47亿元，占收入比重67.83%，同比提高44.52pct，销售/管理/财务费用同比下降3.94%/5.39%/109.28%。前三季度受外部因素影响，公司宽带移动通信设备销售收入下降，叠加拓展新业务投入，业绩出现短期波动，新产品新项目有序开展，传统特种宽带通信业务领域多个型号研制项目顺利推进，有效巩固公司行业领先地位，助力产品编配范围扩展至班组级和单兵。“十四五”初期开始公司积极开拓网链类业务，截至23H1已获取各类信息装备组网及火控等四个型号研制任务，将于今年底至明年完成鉴定并开始批量列装，同时积极与各总体及平台单位合作，开发多型应用于无人机、无人车、无人船的通信、测控装备，在各次演示测试中效果良好。我们认为国防信息化长期趋势确定，公司前瞻布局新项目新业务，为中长期发展提供保障，随着研发成果转化及外部环境好转，业绩有望逐步修复。
- 加大研发投入，实现全产业链布局。**公司长期参与行业相关标准制定，作为技术总体单位参与研制“行业宽带移动通信系统某通用装备型号研制项目”，推动客户通信装备从窄带向宽带演进。公司注重核心技术及创新能力积累，专注宽带移动通信关键技术研究，截至23H1末已拥有38项核心专利、115项软件著作权，核心知识产权自主可控，具备快速定制研发能力，研制的新一代宽带信息系统立足客户需求，全面吸收领先民用技术，提出并完成了我国新一代机动化、宽带化、多业务化区域宽带接入系统网络体系，已逐步成为我国实现区域快速机动宽带信息覆盖的有力手段，并正在持续演进作为可全球机动投放满足一带一路国家战略需要的宽带联合信息系统。针对客户应用特殊需求，基于民用4GTD-LTE，在高机动远距离通信、自组织组网通信、频谱感知、宽带抗干扰通信、系统自同步等方面实现一系列技术创新和突破，行业内竞争优势及影响力不断扩大。公司已形成“芯片-模块-终端-基站-系统”全产业链布局，实现研发生产自主可控，多次在客户宽带移动通信项目评比中位列性能第一，在技术储备、产品化能力、型号装备数量 and 市场份额方面均处于领先地位。
- “G60星链”建设推进，卫星互联网产业链迎发展机遇。**近地轨道频段资源稀缺，空间轨道和频段成为各国争抢焦点，卫星进入密集发射期，市场空间广阔，21年11月“G60星链”计划发布，上海联合长三角9大城市打造全国首个卫星互联网产业集群，项目分三期建设，一期工程将建设数字化卫星制造工厂、卫星在轨测运控中心和卫星互联网运营中心，产业基地设计产能将达300颗/年，单星成本下降35%，预计2023年投入使用，“十四五”期间将建成全球低轨卫星通信星座。近期发布的《上海市进一步推进新型基础设施建设行动方案（2023-2026年）》中提到将布局“天地一体”卫星互联网，稳步推动实施商业星座组网、智慧天网创新工程，政策支持下，“G60星链”建设有望提速。星地融合、空天海地一体化网络已成为下一代通信发展趋势，华为发布Mate60Pro成为全球首款支持卫星通话智能手机，SpaceX星链官网于10月上线卫星直连手机业务，并计划于2024年推出短信服务，2025年提供语音、数据、物联网应用程序等服务，我们认为手机直连将成为卫星互联网重要商业应用之一，场景落地有利于技术变现，提升卫星系统经济性，打开产业空间。卫星互联网仍处发展早期，上游卫星制

基本状况

总股本(百万股)	628
流通股本(百万股)	628
市价(元)	16.82
市值(百万元)	10,562
流通市值(百万元)	10,562

股价与行业-市场走势对比



相关报告

造发射及地面站建设将率先受益，公司作为军用通信宽带龙头，有望参与卫星通信产业链，拓宽成长边界。

- **投资建议：**国防信息化是军费开支重要方向，随着军工装备现代化发展，军用通信将由窄带向宽带升级，军用宽带通信市场迎来快速增长，公司预计将充分受益。考虑短期下游订单交付放缓及新项目投入增加支出，后续新业务拓展有望带来业绩弹性，我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润为 0.92 亿/3.51 亿/6.55 亿元（原预测值为 2.47 亿/4.01 亿/6.84 亿元），EPS 分别为 0.15 元/0.56 元/1.04 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军用宽带市场发展不及预期；卫星互联网建设不及预期；市场竞争加剧

图表 1：上海瀚讯盈利预测（百万元）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,435	1,559	969	1,821	营业收入	401	516	1,211	2,276
应收票据	66	0	0	0	营业成本	163	234	498	969
应收账款	949	880	2,210	4,563	税金及附加	0	1	1	3
预付账款	15	28	58	108	销售费用	31	35	80	148
存货	278	252	378	651	管理费用	35	44	102	187
合同资产	0	0	0	0	研发费用	137	181	280	439
其他流动资产	82	108	247	453	财务费用	-33	-34	-25	9
流动资产合计	2,826	2,827	3,861	7,595	信用减值损失	-28	-24	-18	-24
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-4	-2
长期股权投资	19	19	19	19	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	94	113	149	197	投资收益	1	4	2	2
在建工程	140	160	170	180	其他收益	30	35	22	22
无形资产	86	100	113	124	营业利润	68	69	277	520
其他非流动资产	203	139	139	139	营业外收入	0	4	2	2
非流动资产合计	541	531	589	658	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	3,367	3,358	4,450	8,253	利润总额	68	73	279	522
短期借款	178	97	371	2,583	所得税	-18	-19	-72	-133
应付票据	46	63	126	260	净利润	86	92	351	655
应付账款	313	350	799	1,622	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	86	92	351	655
合同负债	8	13	40	93	NOPLAT	44	50	319	667
其他应付款	17	17	30	30	EPS（按最新股本摊薄）	0.14	0.15	0.56	1.04
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	52	96	136	186	主要财务比率				
流动负债合计	615	637	1,503	4,776	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-45.1%	28.9%	134.4%	88.0%
其他非流动负债	61	61	61	61	EBIT增长率	-84.3%	13.6%	540.1%	109.1%
非流动负债合计	61	61	61	61	归母公司净利润增长率	-63.6%	7.8%	280.4%	86.7%
负债合计	676	698	1,565	4,838	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,690	2,660	2,885	3,415	毛利率	59.4%	54.8%	58.9%	57.4%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.4%	17.9%	29.0%	28.8%
所有者权益合计	2,690	2,660	2,885	3,415	ROE	3.2%	3.5%	12.2%	19.2%
负债和股东权益	3,367	3,358	4,450	8,253	ROIC	1.3%	1.3%	8.0%	9.0%
					偿债能力				
					资产负债率	20.1%	20.8%	35.2%	58.6%
					债务权益比	9.0%	6.0%	15.0%	77.5%
					流动比率	4.6	4.4	2.6	1.6
					速动比率	4.1	4.0	2.3	1.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.3
					应收账款周转天数	871	637	459	536
					应付账款周转天数	753	511	415	450
					存货周转天数	551	408	228	191
					每股指标（元）				
					每股收益	0.14	0.15	0.56	1.04
					每股经营现金流	-0.02	0.50	-1.07	-1.77
					每股净资产	4.28	4.23	4.59	5.43
					估值比率				
					P/E	123	114	30	16
					P/B	4	4	4	3
					EV/EBITDA	225	201	48	24

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。