

我们首次覆盖我国卫星通信运营龙头：中国卫通 (601698.SH)，给予“推荐”评级，主要理由如下：

➤ **历经多次资本运作，铸就卫星通信运营行业龙头地位。**公司前身卫通集团成立于2001年，历经多年资本运作，铸就卫星通信运营行业龙头地位；2019年公司在上交所上市。公司是亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商，是目前我国唯一拥有自主可控广播卫星资源的基础电信运营企业，且服务范围广泛。截至2023年11月9日，公司运营着18颗商用通信广播卫星，其中包含4颗高通量卫星，23年初发射的中星26号是我国首颗容量超百Gbps高通量卫星，开启了我国卫星互联网新时代。

➤ **业绩稳健增长；高通量卫星开启业务新征程。**1) 2018~2022年，公司营收保持在27亿左右，较为稳定；归母净利润对应由4.2亿元增长至9.2亿元，CAGR=17%。其中2021年、2022年业绩增速均实现了双位数增长，分别实现归母净利润5.7亿元 (YoY+17.1%)、9.2亿元 (YoY+60.9%)，整体发展向好。2) 公司跟踪重点用户需求，创新探索在车载、机载等多个领域的应用模式。截至2023年上半年，公司在网船只数量突破8700艘。此外，公司不断完善Ka高通量卫星机载网络部署，实现了国内绝大部分航线的覆盖，如与四川航空合作完成了15架窄体机Ka网络部署改装，航空互联网服务覆盖出行人数约70万人次；国际业务方面，2023年5月23日，公司利用中星26号首次在境外(印尼)实现国际互联网业务应用，开启了高通量卫星国际化业务的新征程。

➤ **卫星互联网建设提速；卫星服务市场空间较大。**1) 根据UCS，截至2022年12月31日，全球在轨卫星数量6718颗，其中通信卫星占比高达72%，海外加速布局。国内方面，2023年7月9日，卫星互联网技术试验卫星成功发射；7月25日，上海提出打造“G60星链”，远期将实现一万两千多颗卫星的组网。国内卫星互联网建设迈入实质性发展阶段。2) 2022年，全球卫星产业的收入为2810亿美元，其中卫星服务收入1133亿美元，YoY-4.2%，占比40.3%；卫星制造收入158亿美元，YoY+15.3%；发射服务收入70亿美元，YoY+22.8%，增长速度最快。我们认为，海内外卫星互联网建设显著提速，而卫星服务是卫星产业链的价值重心。公司作为我国卫星通信运营龙头，或有望深度受益。

➤ **投资建议：**公司是我国卫星通信运营龙头，是亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商。受益于国内卫星互联网的加速部署，公司有望加速发展。我们预计公司2023~2025年归母净利润为8.13亿元、9.57亿元、10.94亿元，对应2023~2025年PE为97x/82x/72x。我们考虑到公司在卫星通信运营领域的龙头地位及在卫星互联网方向的发展潜力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；价格和利润率变化；行业政策变化等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2733	2936	3273	3669
增长率 (%)	3.8	7.4	11.5	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	921	813	957	1094
增长率 (%)	60.9	-11.7	17.8	14.2
每股收益 (元)	0.22	0.19	0.23	0.26
PE	86	97	82	72
PB	5.2	5.0	4.8	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年11月21日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

18.68元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

电话：021-80508460

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

- 国防军工行业专题报告：全球商业航天观察 1：“卫星互联网”时代是否已到来？-2023/03/05
- 盟升电子 (688311.SH) 深度报告：信息化系列#3：制导装备核心配套商；前瞻布局电子对抗-2023/04/23
- 航天环宇 (688523.SH) 首次覆盖报告：专精特新“小巨人”，卫星互联网&无人机稀缺标的-2023/08/23
- 雷科防务 (002413.SZ) 2023年三季度点评：1~3Q23 利润扭亏为盈；卫星业务发展潜力较大-2023/10/28
- 航天电子 (600879.SH) 2023年三季度点评：成本上升导致3Q23业绩波动；无人系统加速发展-2023/10/30
- 中国卫星 (600118.SH) 2023年三季度点评：宇航制造项目履约延迟影响收入；Q3盈利能力提升-2023/11/01

目录

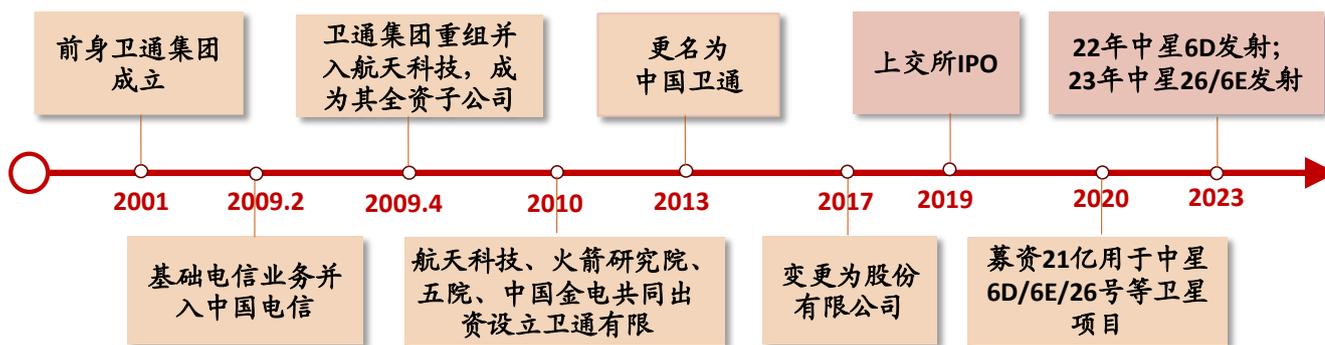
1 中国卫通：我国卫星通信运营龙头	3
1.1 历经多次资本运作，铸就卫星通信运营龙头地位	3
1.2 业绩稳健增长；卫星资产折旧是主要成本	4
1.3 高通量卫星开启国际业务新征程，点燃全球连接之梦	8
2 市场需求：中国卫星互联网建设提速，中长期市场空间较大	10
3 盈利预测与投资建议	13
3.1 盈利预测假设与业务拆分	13
3.2 估值分析与投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 中国卫通：我国卫星通信运营龙头

1.1 历经多次资本运作，铸就卫星通信运营龙头地位

公司是亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商。公司前身卫通集团成立于 2001 年，历经多年资本运作，铸就卫星通信运营行业龙头地位；2013 年，公司更名为“中国卫通”，2019 年在上交所上市。2023 年 11 月 9 日，中星 6E 卫星成功发射并进入预定轨道，这标志着公司在轨运行的卫星数量达到 18 颗。公司是我国唯一拥有自主可控广播卫星资源的基础电信运营企业，主营卫星空间段运营及相关服务，广播通信客户服务覆盖面较广，其中“海星通”全球网服务覆盖全球超过 95% 的海上航线，Ka 高通量卫星覆盖广泛，可为“一带一路”沿线航空、航海、应急、能源、林草等行业及普通用户提供高速专网通信和卫星互联网接入等服务。

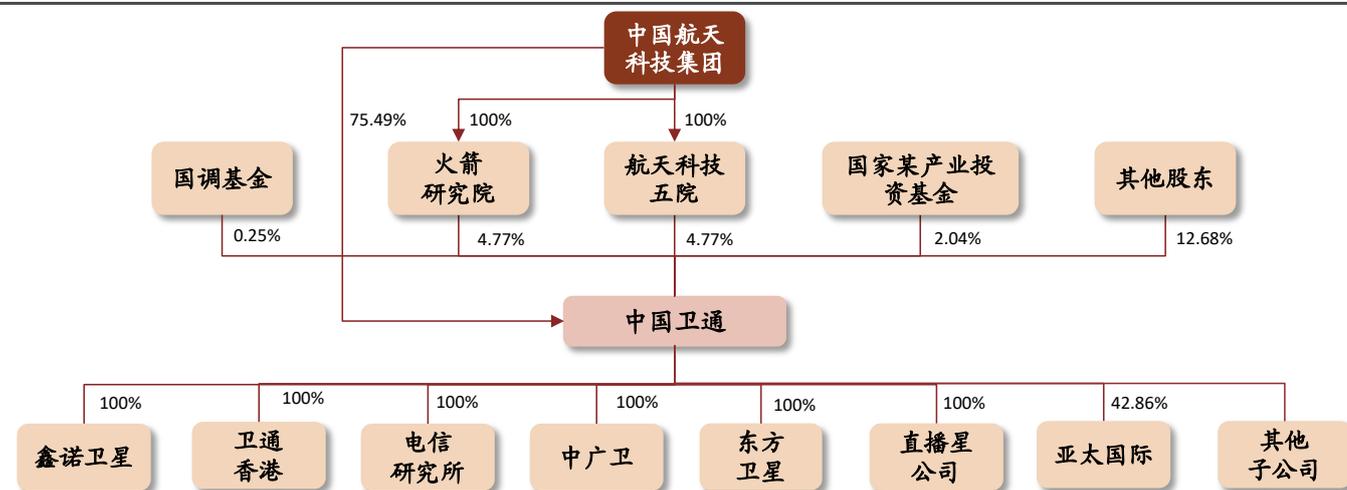
图1：发展历程：公司历经多次资本运作，2019 年在上交所挂牌上市



资料来源：wind，公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院整理

公司控股股东、实控人均为中国航天科技集团。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有包括鑫诺卫星、卫通香港等在内的 6 家全资控股子公司，1 家控股子公司星航互联，1 家参股子公司亚太国际，以及亚太星通等 3 家联营企业。

图2：股权结构：公司控股股东、实控人为中国航天科技集团

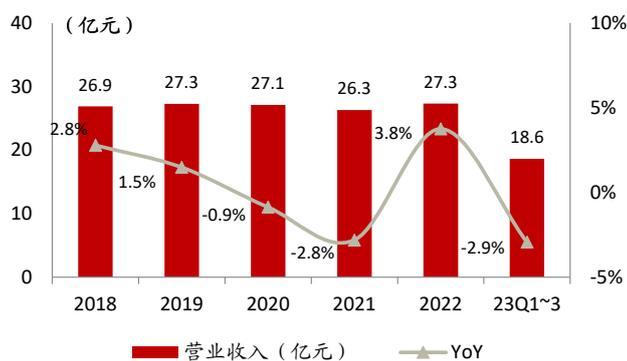


资料来源：wind，民生证券研究院（注：股东股权结构更新至 2023 年 9 月 30 日；子公司股权结构更新至 2023 年 6 月 30 日）

1.2 业绩稳健增长；卫星资产折旧是主要成本

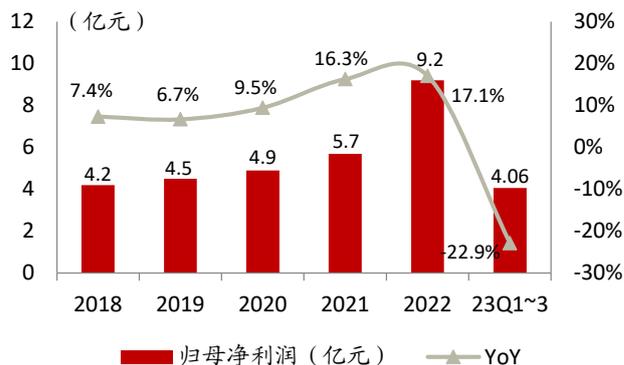
业绩稳健增长；利润率水平有所波动。 1) 2018~2022 年，公司营收保持在 27 亿左右，较为稳定；但归母净利润对应由 4.2 亿元增长至 9.2 亿元，CAGR=17%。其中 2021 年、2022 年公司业绩增速均实现了双位数增长，分别实现归母净利润 5.7 亿元 (YoY+17.1%)、9.2 亿元 (YoY+60.9%)。2021 年的业绩增长主要因为公司亚太 6 号、中星 9A 卫星离轨，折旧成本较上年同期减少较多；2022 年的业绩增长主要有 2 点原因：i) 公司收到了约 1.4 亿的卫星保险理赔款；ii) 2022 年公司享受了税收优惠政策，22 年所得税费用为-1.7 亿元 (21 年为 1.2 亿元)，所得税费用大幅减少。2) 2018~2022 年，公司毛利率有所下降，但净利率水平有所提升。毛利率从 2018 年的 44% 降至 2022 年的 36%，净利率对应从 28% 提升至 40%。毛利率的降低主要是公司近年来连续发射多枚卫星，带来累计折旧、测控费、运营费等增加，以及境外部分国家和地区出现了传统的 C 频段资源供给大于需求的情况，市场竞争加剧，利润空间受到压缩；净利率提升主要是部分卫星离轨折旧成本降低、收到卫星保险赔款、享受税收优惠政策等多因素导致。

图3：2018~2023Q1~3 年营业收入及增速



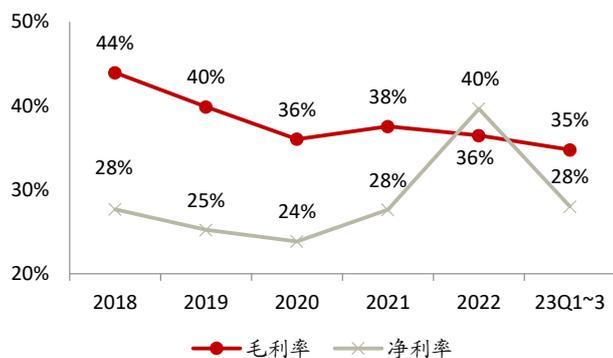
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图4：2018~2023Q1~3 年归母净利润及增速



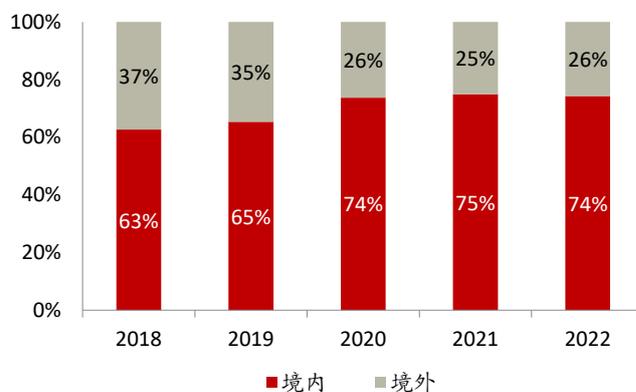
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图5：2018~2023Q1~3 年毛利率及净利率



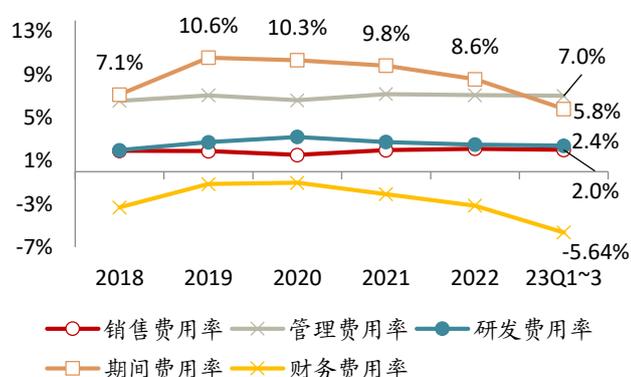
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图6：2018~2022 年境内、境外收入占比

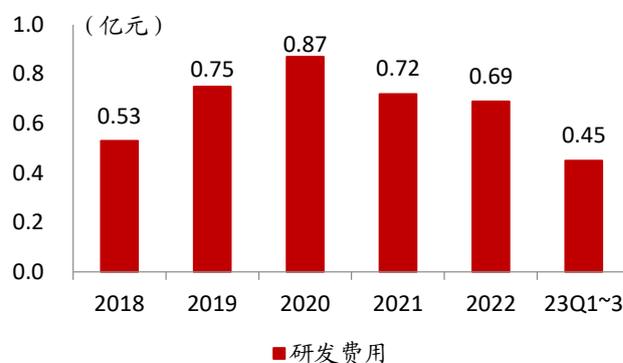


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

费用管控能力有所提升；财务费用率波动较大。2019年以来，公司期间费用率整体呈现下降趋势，由2019年的10.6%持续降低至2022年的8.6%。其中管理费用率、研发费用率基本保持稳定，财务费用率受汇兑损益影响而波动较大。具体看主要费用情况：**1) 管理费用：**2018~2023Q1~3年，管理费用率整体保持在6.6%~7.2%，管理费用保持在1.6~1.9亿元，其中50%以上的比例为职工薪酬。**2) 研发费用：**2018~2023Q1~3年，公司研发费用投入基本保持在0.5~0.9亿元，主要投向卫星应用相关项目。其中2020年公司研发费用达到近几年最高的0.87亿元，同比增长17%，主要是公司启动了首批自主研发和资源建设配套研发项目导致。**3) 财务费用：**公司及下属子公司亚太卫星国际有限公司为存在较大的外币货币性项目，年度间的汇兑损益变化导致财务费用率波动较为明显。

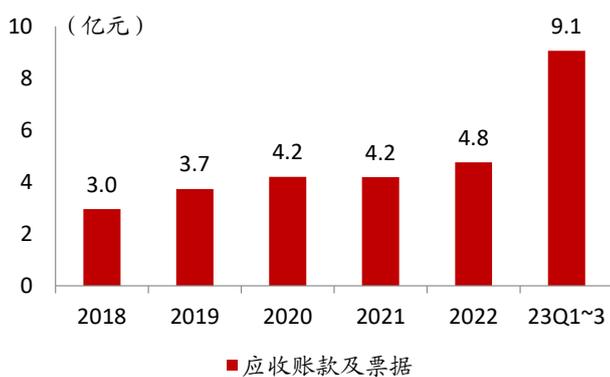
图7：2018~2023Q1~3年期间费用率


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图8：2018~2023Q1~3年研发费用情况


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

应收规模增长较多；经营活动净现金流持续较好。1) 对于政府、特定用户等，公司主要采取“先服务、后缴费”的结算模式，即在提供服务时确认收入，并将相关金额计入应收款项。2018年以来，公司应收规模持续增长，由2018年3亿元增至23Q3末的9亿元，并且2018~2022年的应收账款周转率保持在6次/年以上，或说明下游需求景气。2) 2018~2023Q1~3年，公司经营活动净现金流持续较好，连续5年为正。其中2021年经营活动现金流净额为近几年最高，达到23亿元，主要因为当期销售回款、预收账款较上年同期增加较多。

图9：2018年以来，应收规模呈现上升趋势


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

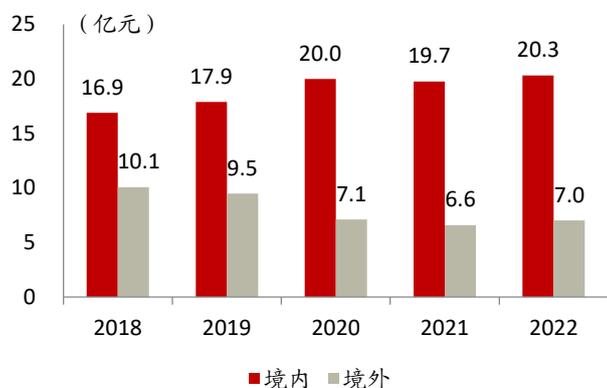
图10：2018~2023Q1~3年经营活动净现金流情况


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

国内卫星通信运营行业龙头，市占率超过 80%。公司聚焦卫星运营服务、网络系统集成与服务、综合信息服务三大主业，同时加强新业务模式探索。截至 2023 年 9 月 8 日，公司在国内卫星通信运营市场占有率超过 80%，中国移动、中国电信和中国联通是公司重要的合作伙伴和商业用户。作为亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商，公司拥有优质的通信广播卫星资源，客户服务范围广泛。

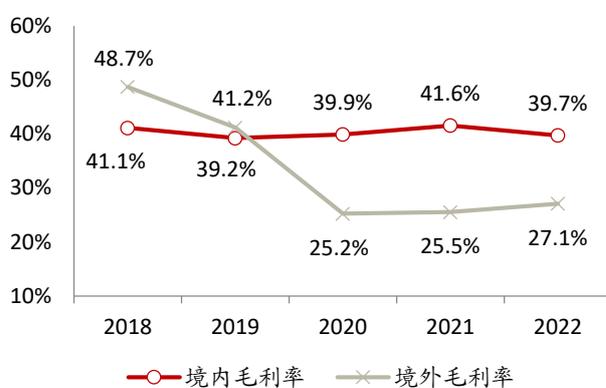
收入方面，2018~2022 年，公司境内收入稳健增长，从 17 亿元增至 20 亿元；2020~2021 年受国际市场需求下滑、市场竞争加剧等因素影响，境外收入有所减少，但 2022 年已在逐步恢复。**毛利率方面**，2018~2022 年，境内毛利率基本维持在 40~41%之间；境外毛利率波动较大，但 2022 年毛利率已有小幅回升，未来或有望继续改善。

图11：2018~2022 年境内、境外收入情况



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

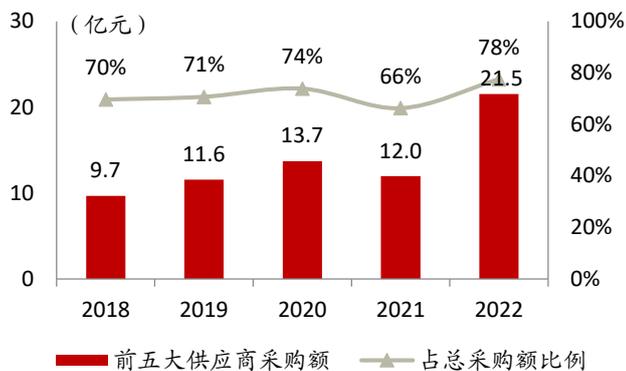
图12：2018~2022 年境内、境外毛利率情况



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

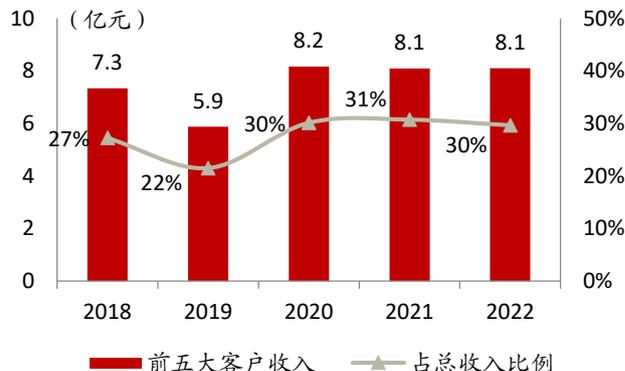
供应商集中度较高；客户主体稳定且粘性较强。1) 2018~2022 年，公司前五大供应商合并采购额占比稳中有升，从 2018 年的 70%增至 2022 年的 78%，航天科技集团及下属单位为公司主要供应商。2) 2018~2022 年，公司前五大客户合并销售额占比较为稳定，平均在 28%左右。2020~2022 年，前五大客户合并销售额基本稳定在 8 亿元。从历史数据看，公司 2016~2018 年前四大客户基本稳定，分别是印尼电信、中央电视台、中国移动和广电总局无线电台管理局。

图13：2018~2022 年前五大供应商采购额及占比



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图14：2018~2022 年前五大客户收入及占比



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

卫星资产折旧是主营业务成本的主体，占比 70%以上。2016~2022 年，折旧与摊销费用占公司主营业务成本的比例在 73~82%之间，截至 2023 年 11 月 9 日，公司拥有 18 颗商用通信广播卫星，大部分卫星是在 2019 年之前发射。公司卫星星体资产折旧采用年限平均法，折旧年限为 13.5~18.5 年或设计寿命减 1.5 年。**募投项目方面**，2020 年 12 月，公司拟募资 33 亿（后调整为 21.4 亿元）用于中星 6D/6E/26 号等卫星项目建设。中星 6D/6E/将分别用于替换中星 6A(2010 年发射) /6B (2007 年发射)；中星 26 号是我国首颗超百 G 容量的 Ka 频段高通量卫星，主要用于为固定终端以及车/船/机载终端提供高速宽带接入服务，是新一代满足卫星互联网及通信传输要求的高通量宽带通信卫星。截至 2023 年 11 月 9 日，中星 6D/26/6E 陆续成功发射，并交付中国卫通公司运营。

图15：卫星资产折旧费用占主营业务成本的 70%以上

财务指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
固定资产（亿元）	89.81	79.44	94.89	94.62	79.12	77.57	82.04
在建工程（亿元）	23.77	26.45	17.44	0.97	13.19	14.92	24.04
营业总收入（亿元）	24.76	26.21	26.94	27.34	27.10	26.34	27.33
营业总成本（亿元）	17.41	17.59	18.66	19.52	20.37	19.26	19.92
主营业务成本（亿元）	14.11	13.96	15.10	16.44	17.34	16.45	17.36
折旧与摊销（亿元）	10.72	11.10	12.44	13.46	13.19	12.39	12.70
折旧摊销占主营业务成本比例（%）	75.97%	79.52%	82.35%	81.90%	76.08%	75.31%	73.18%
折旧摊销占营业成本比例（%）	43.29%	42.36%	46.16%	49.25%	48.67%	47.03%	46.49%
折旧摊销占营业收入比例（%）	61.57%	63.11%	66.64%	68.98%	64.76%	64.32%	63.78%
综合毛利率（%）	43.02%	46.73%	43.95%	39.88%	36.04%	37.54%	36.47%

资料来源：wind，公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图16：2020 年定增项目进展：2022~2023 年，中星 6D/26/6E 陆续成功发射

项目名称	用途	投资金额 (亿元)	拟投入募集 资金额 (亿元)	调整后拟投 入募集资金 额(亿元)	当前进展
中星6D	设计寿命15年，接替中星 6A 卫星，增强 C 频段上行抗干扰能力和下行覆盖性能；补充 Ku 频段资源	14.34	9	9	2022年4月15日成功发射
中星26号	我国首颗超百Gpbs高通量卫星，配置Ka频段荷载	23.11	12	10.40	2023年2月23日成功发射
中星6E	接替中星6B，新增Ku频段多波束资源，开展8K业务	14.51	9	2	2023年11月9日成功发射
补充流动资金	/	3.00	3	0	/
总计	/	54.95	33	21.40	/

资料来源：wind，公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

1.3 高通量卫星开启国际业务新征程，点燃全球连接之梦

我国首颗容量超百 Gbps 高通量卫星发射成功,开启卫星互联网新时代。2023 年 2 月 23 日,中星 26 号卫星在西昌卫星发射中心搭载长征三号乙增强型运载火箭成功发射升空,卫星按计划进入预定轨道,并将在通过在轨测试后交付中国卫通运营管理。中星 26 号将与公司现有的中星 16、中星 19 两颗高通量卫星共同组网,统筹部署地面站网建设。中星 26 号卫星是我国首颗超百 Gbps 容量的高通量卫星,采用国内自主研发的东方红四号增强型卫星平台,星上搭载 Ka 频段高通量通信载荷,可为“一带一路”沿线航空、航海、应急、能源、林草等行业及普遍服务用户提供高速的专网通信和卫星互联网接入等服务,有效满足空中旅行与远航中对于宽带通信的需求。中星 26 号卫星的成功发射,或标志着我国进入了卫星互联网建设的全新阶段。

图17: 中国卫通在轨卫星示意图: 2023 年 2 月 23 日, 中星 26 号成功发射, 开启了我国卫星互联网新时代

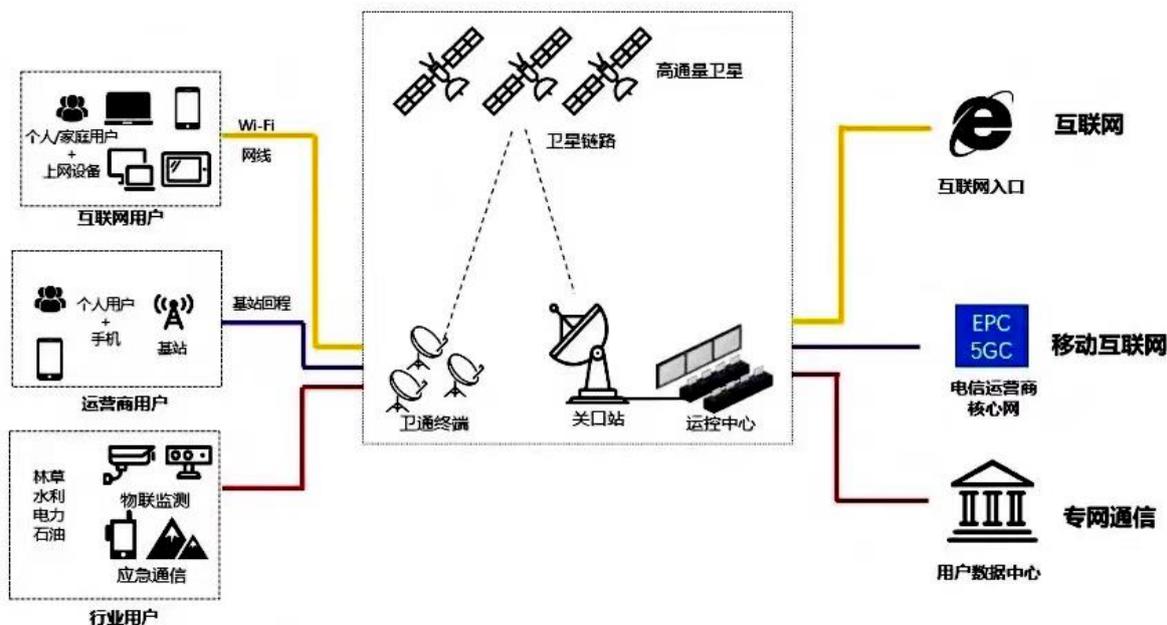


资料来源: 中国卫通公司官网, 民生证券研究院

高轨高通量卫星是卫星互联网的重要组成部分, 容量约占全球卫星的 26%。我国卫星互联网建设迈入新阶段, 高通量、软件定义载荷、相控阵天线技术等新一代卫星通信技术大幅提升了服务效能, 更大系统容量、更高通信速率提升了对广域大连接、多类型业务应用的承载能力、服务能力和终端支持能力。据中国无线电大会报道, 高轨高通量卫星是容量目前约占全球卫星总量的 26%, 且比例还在持续增长, 预计 2023 年将达到 50%。公司目前在轨运行着 18 颗商用通信广播卫星 (中星 16 号/19 号/26 号/6E 号为高通量卫星), 覆盖了澳大利亚、东南亚、南亚、中东、欧洲等 40 多个国家和地区。此外, 公司持续加强地面支撑能力建设, 目前拥有 18 个境内地面站, 11 个境外地面站, 打造了 C 频段广播/通信服务网, 建成了我国首个覆盖全球、自主可控的卫星通信服务网, 可覆盖全球 95% 以上的国家和地区。同时, 公司还与国际运营商合作共建全球 Ka 高通量航空互联网, 到

2023 年底可基本实现全球国际航线覆盖。基于中星 16 号、中星 19 号等高通量卫星资源，公司已经逐步在航空和海洋卫星互联网领域的市场拓展取得了先发优势，叠加中星 26 号、中星 6E 号等高通量卫星资源的有力补充，中长期发展潜力或较大。

图18：高通量卫星传输基本模式示意图



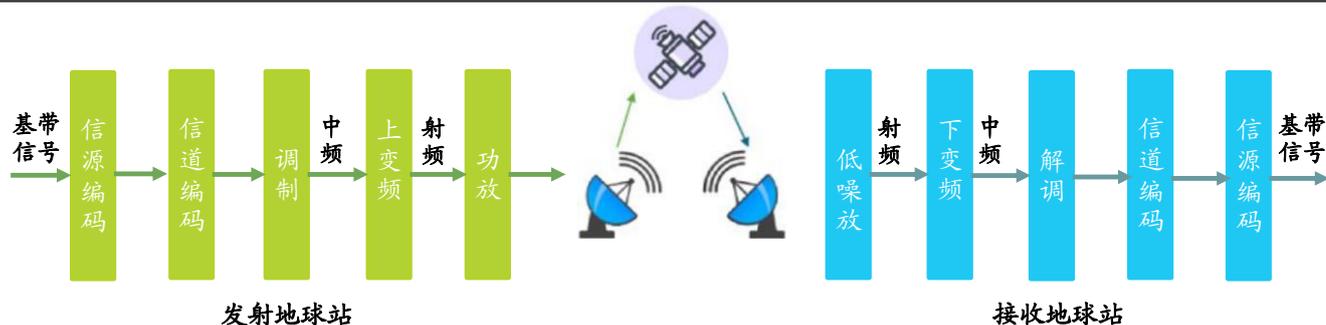
资料来源：《中国商业航天发展白皮书》，民生证券研究院

公司积极探索国内业务新模式，并加速拓展境外市场。国内业务方面，公司跟踪重点用户需求，并创新探索在便携、车载、机载等多个终端的应用模式。公司“全球网”宽带卫星通信网络新增南美区域覆盖，完成南美关口站及资源的开通，补充了东南太平洋区域的覆盖，在网船舶数量持续增长，截至 2023 年上半年，公司总在网船只数量突破 8700 艘。此外，公司不断完善 Ka 高通量卫星机载网络部署，实现了国内绝大部分航线的覆盖。如与四川航空合作完成了 15 架窄体机 ka 网络部署改装，航空互联网服务产品覆盖出行人数约 70 万人次；同时进一步推进与国航的航空互联网项目，支撑国航完成验证飞机的试飞并获批中国民用航空局颁发的 STC 适航认证。**国际业务方面**，2023 年 5 月 23 日，公司在印度尼西亚首都雅加达利用我国首颗超百 Gbps 容量的 Ka 高通量卫星—中星 26 号，首次在境外实现国际互联网业务应用，开启高通量卫星国际化业务的新征程。业务演示过程中，0.6 米口径高通量卫星国产化自动便携终端，120 秒内完成从设备组装到对星入网全过程，实测下行 94.3Mbps，上行 7.03Mbps 的高速传输能力，为后续国际客户的互联网接入、基站回传等规模化推广应用奠定了坚实的技术基础，获得用户好评。未来公司将持续开展基于中星 26 号高通量卫星的国际业务演示验证及国际市场推广工作，助力“一带一路”沿线国家和地区卫星通信产业发展。

2 市场需求：中国卫星互联网建设提速，中长期市场空间较大

我国航天技术起步较晚,但发展迅速。从 1970 年成功发射我国第一颗卫星“东方红一号”，到目前已初步建立起各类应用卫星系统，如导航卫星系统、通讯卫星系统、对地观测卫星系统等。卫星应用主要分为通信、导航、遥感三大方向。**卫星通信是地球站之间或航天器与地球站之间利用卫星转发器进行的无线电通信，是通过人造通信卫星把需要信息交换的站点进行互联互通的一种通信手段。**卫星通信是现代通信技术与航天技术的结合，是航天产业的重要组成部分。**卫星通信系统可以划分为空间段和地面段。**卫星空间段是整个通信系统的核心组成部分，主要包括空间轨道中运行的通信卫星，以及对卫星进行跟踪、遥测及指令的地面测控和监测系统；**卫星地面段**则以用户主站为主体，包括用户终端、用户终端与用户主站连接的“陆地链路”以及用户主站与“陆地链路”相匹配的接口。

图19：卫星通信系统示意图：主要分为空间段和地面段两大部分



资料来源：中国卫通招股说明书，民生证券研究院

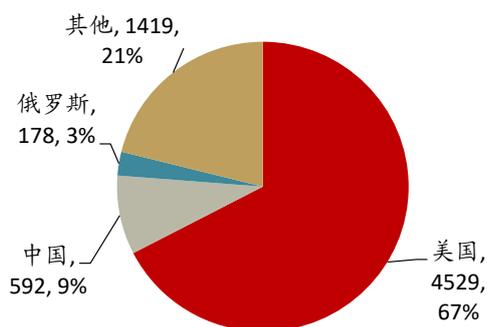
卫星通信地面系统是卫星通信系统的重要组成部分，一般采用包括信关站、用户站等构成的星形结构以及网络运营中心。**信关站**用于连接卫星和地面网络，主要由射频分系统、基带分系统组成；**典型用户站**主要包括天线、室外单元(ODU)、室内单元(IDU)三部分。国内卫星通信地面系统以特种应用为主，随着天通一号、中星 16 号陆续投入运营，以及卫星互联网技术试验星的发射，我国民用卫星通信产业也开始起步，主要厂商包括中国卫星子公司航天恒星、中电科 54 所、华力创通等。

卫星通信行业的一大重要发展方向是高通量卫星的应用。相比传统通信卫星，高通量卫星具有更高的通信容量、更低的单位带宽成本，适配更灵活的终端，不仅可以在传统通信卫星的应用领域发挥作用，其自身特点使市场应用将更为侧重宽带数据通信，有助于宽带接入、中继通信、移动通信应用领域的发展。高通量卫星在使用相同频率资源的条件下，通信容量比常规通信卫星高数倍甚至数十倍。传统通信卫星容量不到 10 Gbit/s，而高通量通信卫星的通信容量可达几十到上百 Gbit/s，应用领域覆盖个人上网、企业数据传输、基站回传、飞机通信、航海通信、特种通信等。2020 年，卫星互联网被纳入国家“新基建”范畴，上升至国家战略

发展高度；2021年，国家组建中国星网公司，统筹我国卫星互联网产业发展。2023年也有较多政策的支持，有望推动卫星在各行业的规模化应用、商业化服务及国际化拓展，卫星互联网产业面临重大的发展机遇。

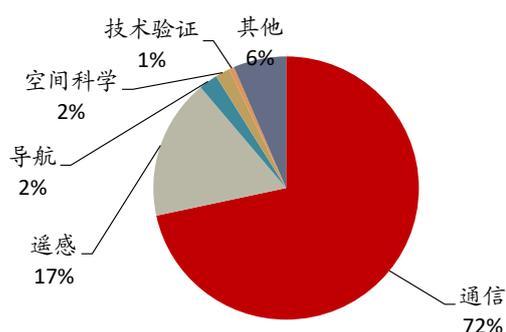
根据 UCS 数据，截至 2022 年 12 月 31 日，全球在轨卫星数量为 6718 颗，其中通信卫星数量占比高达 72%，海外星座加速布局。海外方面：1) 2023 年 10 月 7 日，亚马逊 Kuiper 计划系统的首批 2 颗互联网卫星发射升空，整个星座规划 3236 颗卫星，计划投资超过 100 亿美元；**2)** “Starlink” 计划加速推进，截至 2023 年 6 月，累计发射超过 4500 颗卫星。2023 年 9 月初，美国太空军授予 SpaceX 一份价值 7000 万美元合同，其中包括提供“星盾”互联网服务；10 月 11 日，SpaceX 全新推出星链直连手机业务，适用于所有现有的 LTE 手机，且无需更改硬件、固件或特殊应用程序，预计 2024 年实现短信发送，2025 年实现语音通话、上网，并分阶段实现 IOT（物联网）；10 月 28 日，在以色列的猛烈空袭切断了加沙几乎所有的互联网和蜂窝通信后，SpaceX 将把“星链”系统提供给在加沙的国际认证援助组织使用；11 月 8 日，马斯克表示，SpaceX 现在平均每三天发射一次火箭，明年将会每两天发射一次，那么 24 年发射次数将至少为 180 次，“星链”发射或将显著提速；**3)** 2023 年 11 月 18 日，SpaceX 公司进行了星舰的第二次试飞，33 台全部点火成功，起飞 3 分钟左右一二级实现成功分离。目前虽暂未实现全部规划流程，但实现了飞行中一级 33 台发动机全程持续工作，未出现故障关机情况，超重助推级和星舰飞船级的热分离方案取得成功等，积累了一定的飞行数据和经验，为后续成功飞行奠定了坚实基础。今年 9 月以来，SpaceX 在卫星及火箭领域均有明显多项突破，对国内或将形成反推，可能会进一步加速我国对于卫星互联网产业建设的鼓励、引导与支持。

图20：全球各国在轨卫星数量（颗）



资料来源：UCS，民生证券研究院（注：数据截至 2022 年 12 月底）

图21：全球在轨卫星类别（截至 2022 年 12 月底）



资料来源：UCS，民生证券研究院

国内方面：2023 年 7 月 9 日，卫星互联网技术试验卫星成功发射，我国卫星互联网建设迈出实质性一步；7 月 25 日，“高质量发展在申城·松江区”新闻发布会提出，将打造低轨宽频多媒体卫星“G60 星链”，实验卫星完成发射并成功组网，一期将实施 1296 颗，未来将实现一万两千多颗卫星的组网；10 月 7 日，工信部表示，分步骤、分阶段推进卫星互联网业务准入制度改革；10 月 25~27 日，中国卫星应用大会在北京召开，相关专家、卫星相关企业齐聚一堂探讨我国卫星

互联网产业发展趋势，大会多次强调“手机直连卫星”的使用场景，这是大众用户真正用的起且符合个人使用习惯的消费级产品，卫星落地 C 端或才是真正的星辰大海；11 月 20 日，上海市发布了《上海市促进商业航天发展打造空间信息产业高地行动计划（2023-2025 年）》，这是上海市自 2023.10.19 号提出布局“天地一体化”卫星互联网，2023.7.25 号提出打造“G60 星链”后的又一重要卫星产业政策，政策提出到 2025 年形成年产 50 发商业火箭、600 颗商业卫星的批量化制造能力，也提出要攻关如海上平台发射、可重复火箭垂直起降等关键技术，彰显了大力发展商业航天产业的决心。

卫星运营服务是卫星产业链的价值重心；22 年卫星制造与发射服务增速显著。

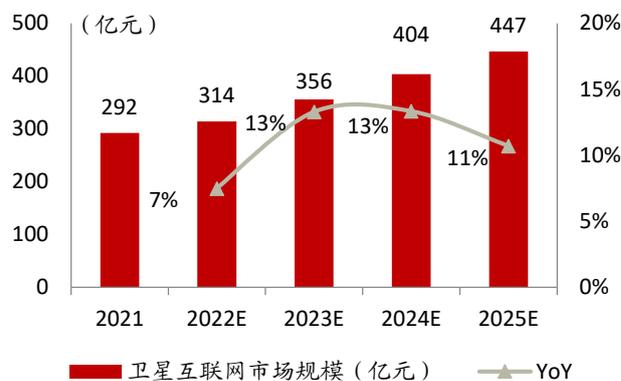
全球太空经济继续蓬勃发展，根据 SIA 数据，2022 年，全球航天产业的总收入为 3840 亿美元，同比 2021 年减少了 0.5%；其中卫星产业的收入为 2810 亿美元，占全球航天产业收入的 73%，同比 2021 年增长了 0.5%。在整个卫星产业收入中，地面设备实现收入 1450 亿美元，YoY+2.1%，占比 51.6%，是卫星产业收入的主要来源；卫星服务收入 1133 亿美元，YoY-4.2%，占比 40.3%；卫星制造收入 158 亿美元，YoY+15.3%；发射服务收入 70 亿美元，YoY+22.8%，增长速度最快。我们认为，卫星互联网在国家政策支持、技术发展、产业资本助力等多重力量驱动下，已有实质性进展，整体发射组网或有望提速。卫星服务是卫星产业链的价值重心，中国卫通作为我国卫星通信运营龙头，或有望深度受益。

图22：2016-2022 年全球卫星发射数量（颗）



资料来源：航天环宇招股说明书，智研咨询，民生证券研究院

图23：2021~2025 年中国卫星互联网市场规模(亿元)



资料来源：航天环宇招股说明书，中商产业研究院，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司是亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商，主营卫星空间段运营及相关服务。截至 2023 年 9 月 8 日，公司在国内卫星通信运营市场占有率达到 80%。**1) 收入方面**，2018~2022 年，公司整体营收保持在 27 亿左右，较为稳定；归母净利润对应由 4.2 亿元增长至 9.2 亿元，CAGR=17%。其中 2021 年、2022 年公司业绩增速均实现了双位数增长，分别实现归母净利润 5.7 亿元 (YoY+16.3%)、9.2 亿元 (YoY+17.1%)。公司基于中星 16 号、中星 19 号等高通量卫星资源，已经逐步在航空、海洋等卫星互联网领域的市场拓展取得了先发优势，叠加中星 26 号、中星 6E 号等高通量卫星资源的有力补充，在海内外卫星互联网市场加速发展的背景下，公司中长期发展空间较大。**2) 利润率方面**，2018~2021 年，公司毛利率有所下降，从 2018 年的 44% 降至 2022 年的 36%，主要是公司近年来连续发射多枚卫星，带来累计折旧、测控费、运营费等增加，以及境外部分国家和地区出现了传统的 C 频段资源供给大于需求的情况；但 2022~2023Q1~3 年毛利率水平已经趋于稳定，未来毛利率有望继续保持，我们预计 2023~2025 年公司毛利率分别为 37.53%、37.52%、37.52%。我们预计，公司 2023~2025 年营业收入为 29.36 亿元，32.73 亿元，36.69 亿元，复合增速为 10.18%。根据公司整体业务结构，我们具体分析得出如下预测数据：

表1：分产品收入预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
广播电视和卫星传输服务	2734.53	2710.00	2634.84	2735.25	2935.68	3272.96	3668.59
(+/-%)		-0.90%	-2.77%	3.81%	7.33%	11.49%	12.09%
合计	2734.53	2710.00	2634.84	2735.25	2935.68	3272.96	3668.59
(+/-%)		-0.90%	-2.77%	3.81%	7.33%	11.49%	12.09%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

表2：分产品毛利（百万元）及毛利率预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
广播电视和卫星传输服务	1090.40	976.79	988.89	1006.28	1101.61	1228.18	1376.64
毛利率 (%)	39.88%	36.04%	37.54%	36.79%	37.52%	37.52%	37.52%
合计	1090.40	976.79	988.89	1006.28	1101.61	1228.18	1376.64
毛利率 (%)	39.88%	36.04%	37.54%	36.79%	37.52%	37.52%	37.52%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

3.2 估值分析与投资建议

根据公司所属行业特性、业务情况等因素，我们选取卫星行业中与公司业务相近、具有可比性的 3 家上市公司作为可比公司。航天宏图、中科星图为我国卫星遥感应用领域龙头企业，中国卫星为我国微小卫星总装龙头企业，均主营卫星相关业务，与公司业务类型较为相近。**公司 2023~2025 年 PE 为 97x/82x/72x，高于可比公司均值水平 71x/56x/45x，但考虑到公司：1) 稀缺性：公司是航天科技集团旗下从事卫星运营服务业的公司，是我国目前唯一拥有自主可控通信广播卫星资源的基础电信运营企业，拥有自主可控、体系完备的通信广播卫星资源、频率轨道资源和地面站网资源。严格的资质认定提高了行业新进者的门槛，公司资质优势明显；2) 高市占率：公司在国内卫星通信领域市占率超过 80%，中国移动、中国电信、中国联通是公司合作伙伴和商业用户，客户优质且需求确定性强；3) 高通量卫星打开发展新空间：公司目前在轨运行着 4 颗（中星 16 号/19 号/26 号/6E 号）高通量卫星，可为“一带一路”沿线航空、航海、应急、能源、林草等行业及普遍服务用户提供高速的专网通信和卫星互联网接入等服务，有效满足空中旅行与远航中对于宽带通信的需求。随着国内卫星互联网产业的加速建设，公司或有望深度受益。**

公司是我国卫星通信运营龙头，国内市占率超 80%，是亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商，且客户服务范围较为广泛。受益于国家航天事业的持续发展，尤其是卫星互联网的加速建设和部署，未来几年公司业绩有望不断增厚。我们预计，公司 2023~2025 年归母净利润为 8.13 亿元、9.57 亿元、10.94 亿元，对应 2023~2025 年 PE 为 97x/82x/72x。**我们考虑到公司在卫星通信运营领域近乎垄断的竞争力及未来在卫星互联网方向的发展潜力，首次覆盖，给予“推荐”评级。**

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688568.SH	中科星图*	51.52	0.66	0.93	1.29	1.78	78	56	40	29
688066.SH	航天宏图*	51.76	1.01	1.14	1.44	1.81	51	45	36	29
600118.SH	中国卫星*	27.58	0.24	0.24	0.30	0.36	114	113	93	77
PE 平均值							81	71	56	45
601698.SH	中国卫通	18.68	0.22	0.19	0.23	0.26	86	97	82	72

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：标*为民生覆盖，采用民生预测数据，股价为 2023 年 11 月 21 日收盘价）

4 风险提示

1) 下游需求不及预期: 公司高通量卫星陆续投入使用, 受市场培育期、全球经济形势下行等不利因素影响, 市场开拓存在一定难度, 可能存在需求不及预期的风险。

2) 价格和利润率变化: 随着公司卫星运营服务规模的提升, 下游客户是否会对产品价格进行调整具有一定不确定性, 有可能对公司利润率产生影响。

3) 行业政策变化: 卫星业务受行业政策影响较大, 境外业务推广时也受到双边贸易关系、业务所在地相关法规政策差异、经营环境差异、市场竞争、境外落地权以及汇率变化等因素的影响, 一旦国内外相关行业政策变化, 可能会对公司展业产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,733	2,936	3,273	3,669
营业成本	1,736	1,729	1,834	2,045
营业税金及附加	22	24	25	28
销售费用	58	53	59	62
管理费用	193	195	213	232
研发费用	69	65	71	78
EBIT	775	995	1,201	1,363
财务费用	-86	-69	-67	-80
资产减值损失	-95	0	0	0
投资收益	11	2	2	2
营业利润	776	1,066	1,271	1,445
营业外收支	140	21	21	21
利润总额	916	1,087	1,292	1,467
所得税	-169	130	165	179
净利润	1,084	957	1,127	1,288
归属于母公司净利润	921	813	957	1,094
EBITDA	2,045	2,359	2,755	3,115

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,335	6,155	7,223	8,615
应收账款及票据	476	513	572	641
预付款项	32	69	73	82
存货	16	9	10	11
其他流动资产	1,223	1,907	1,908	1,909
流动资产合计	8,083	8,654	9,787	11,259
长期股权投资	527	527	527	527
固定资产	8,204	8,807	9,221	9,626
无形资产	1,541	1,540	1,540	1,540
非流动资产合计	14,345	14,305	14,116	13,917
资产合计	22,428	22,959	23,902	25,176
短期借款	15	15	15	15
应付账款及票据	360	284	301	336
其他流动负债	1,467	1,327	1,291	1,436
流动负债合计	1,842	1,626	1,607	1,787
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,386	1,309	1,307	1,305
非流动负债合计	1,386	1,309	1,307	1,305
负债合计	3,227	2,935	2,914	3,092
股本	4,224	4,224	4,224	4,224
少数股东权益	4,094	4,238	4,408	4,602
股东权益合计	19,201	20,024	20,988	22,084
负债和股东权益合计	22,428	22,959	23,902	25,176

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.76	7.40	11.49	12.09
EBIT 增长率	-1.03	28.38	20.77	13.45
净利润增长率	60.88	-11.71	17.75	14.25
盈利能力 (%)				
毛利率	36.47	41.10	43.96	44.26
净利率	33.69	27.69	29.25	29.81
总资产收益率 ROA	4.11	3.54	4.00	4.34
净资产收益率 ROE	6.09	5.15	5.77	6.26
偿债能力				
流动比率	4.39	5.32	6.09	6.30
速动比率	3.70	4.11	4.85	5.19
现金比率	3.44	3.78	4.49	4.82
资产负债率 (%)	14.39	12.79	12.19	12.28
经营效率				
应收账款周转天数	62.81	62.81	62.81	62.81
存货周转天数	3.46	2.00	2.00	2.00
总资产周转率	0.13	0.13	0.14	0.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.19	0.23	0.26
每股净资产	3.58	3.74	3.92	4.14
每股经营现金流	0.35	0.49	0.61	0.74
每股股利	0.04	0.04	0.05	0.05
估值分析				
PE	86	97	82	72
PB	5.2	5.0	4.8	4.5
EV/EBITDA	35.78	31.02	26.56	23.49
股息收益率 (%)	0.23	0.21	0.24	0.28

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,084	957	1,127	1,288
折旧和摊销	1,270	1,364	1,553	1,752
营运资金变动	-743	-277	-83	100
经营活动现金流	1,471	2,054	2,580	3,122
资本开支	-2,395	-1,344	-1,343	-1,532
投资	-651	0	0	0
投资活动现金流	-2,862	-2,034	-1,341	-1,530
股权募资	2,141	0	0	0
债务募资	15	-5	-2	-2
筹资活动现金流	1,853	-200	-172	-201
现金净流量	664	-180	1,068	1,392

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 发展历程: 公司历经多次资本运作, 2019 年在上交所挂牌上市	3
图 2: 股权结构: 公司控股股东、实控人为中国航天科技集团	3
图 3: 2018~2023Q1~3 年营业收入及增速	4
图 4: 2018~2023Q1~3 年归母净利润及增速	4
图 5: 2018~2023Q1~3 年毛利率及净利率	4
图 6: 2018~2022 年境内、境外收入占比	4
图 7: 2018~2023Q1~3 年期间费用率	5
图 8: 2018~2023Q1~3 年研发费用情况	5
图 9: 2018 年以来, 应收规模呈现上升趋势	5
图 10: 2018~2023Q1~3 年经营活动净现金流情况	5
图 11: 2018~2022 年境内、境外收入情况	6
图 12: 2018~2022 年境内、境外毛利率情况	6
图 13: 2018~2022 年前五大供应商采购额及占比	6
图 14: 2018~2022 年前五大客户收入及占比	6
图 15: 卫星资产折旧费用占主营业务成本的 70%以上	7
图 16: 2020 年定增项目进展: 2022~2023 年, 中星 6D/26/6E 陆续成功发射	7
图 17: 中国卫通在轨卫星示意图: 2023 年 2 月 23 日, 中星 26 号成功发射, 开启了我国卫星互联网新时代	8
图 18: 高通量卫星传输基本模式示意图	9
图 19: 卫星通信系统示意图: 主要分为空间段和地面段两大部分	10
图 20: 全球各国在轨卫星数量 (颗)	11
图 21: 全球在轨卫星类别 (截至 2022 年 12 月底)	11
图 22: 2016-2022 年全球卫星发射数量 (颗)	12
图 23: 2021~2025 年中国卫星互联网市场规模 (亿元)	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 分产品收入预测 (百万元)	13
表 2: 分产品毛利 (百万元) 及毛利率预测	13
表 3: 可比公司 PE 数据对比	14
公司财务报表数据预测汇总	16

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026