

其他军工 III

上海瀚讯 (300762.SZ)

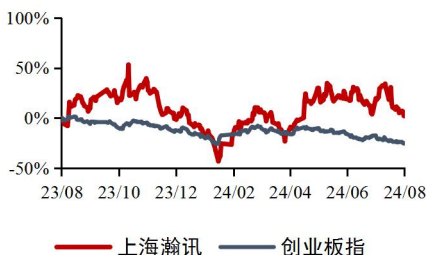
买入-B(首次)

军用区域宽带龙头，期待卫星领域新增量

2024年8月22日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月22日

收盘价(元):	13.99
总股本(亿股):	6.28
流通股本(亿股):	6.28
流通市值(亿元):	87.85

基础数据：2024年3月31日

每股净资产(元):	3.96
每股资本公积(元):	2.04
每股未分配利润(元):	0.77

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码：S0760524060001

邮箱：zhaotianyu@sxzq.com

投资要点：

➤ 公司是国内少数拥有宽带移动通信系统自主研发能力的高新技术企业和创新型企业，已形成在 5G 时代的“芯片—模块—终端—基站—系统”的全产业链布局。2018-2021 年，公司营业收入由 4.3 亿增至 7.3 亿元，3 年 CAGR 为 19.6%；同期，归母净利润由 1.0 亿元增至 2.4 亿元，3 年 CAGR 达 31.8%。2023 年受行业外部变化影响，公司业绩收入有所承压，全年实现收入 3.1 亿元，同比-21.9%；实现归母净利润-1.9 亿元，同比-321.7%。2024Q1，公司实现营收及归母净利润 0.7、-0.1 亿元，同比降幅收窄，分别-11.8%、-21.2%。公司毛利率短期有所波动。截至 2022 年，公司的毛利率都保持在 60%左右的较高水平，净利率稳定在 20%以上。2023 年，由于上述影响，公司毛利率降至 43.3%，净利率降至-60.7%。

➤ 卫星互联网行业规模持续扩张，我国卫星互联网产业市场规模 2025 年有望达到 447 亿元。全球各国积极参与星座建设，抢占卫星互联网产业先发优势。截至 2022 年，全球在轨运行卫星总数达 6718 颗，其中美国占全球的 67.4%，中国仅为 596 颗，占比 8.9%，倒逼我国卫星产业加速升级。G60 星链今年 7 月 25 日首次发布预期规模，卫星工厂的设计产能将达到 300 颗/年，单星成本将下降 35%；8 月 6 日，千帆极轨 01 组卫星首批“一箭 18 星”由格思航天在太原成功发射，标志着我国卫星互联网由试验验证迈入批量组网阶段，商业航天和卫星互联网建设有望加速推进。

➤ 军费开支加速增长，国防信息化重要性凸显，军用宽带通信领域前景广阔。根据 SIPRI 数据，2022 年我国国防军费支出占世界军费总开支 13.2%，位列世界第二，相比全球军费开支，我国军费支出占 GDP 比重较低，未来增长空间较大。2021 年我国专网通信设备市场规模为 207 亿元，专网通信服务市场规模 120 亿元。在专网通信行业下游供应链分类当中，军用通信所属的政府与公共安全的占比最高达 56.30%。

➤ 公司掌握宽带移动通信关键技术，占据行业领先地位，业务布局向 5G、数据链、卫星宽带通信等技术领域拓展。公司具有完整军工资质，对不具有资质的企业形成明显竞争优势。公司已定型和在研多型装备 5G 小基站设备研发及产业化项目总投资 3.64 亿元，新型号产品继续在多领域多行业扩展，在行业内具有先发优势。公司发展目标清晰，截至 2023 年，新一代数据链产品已进入样机择优选型阶段，有望成为未来主用装备；卫星业务已包括卫星通信载荷、地面通信系统、在轨验证平台等产品，2023 年中标众多关键项目，2024 年公司与垣信科技拟交易金额约 2 亿元，未来发展趋势良好。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2024-2026 年归母净利润 0.99/1.97/2.51 亿元，同比增长 151.9%/100.2%/27.1%；对应 EPS 为 0.16/0.31/0.40 元，2024 年 08 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 89.2/44.5/35.0 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险；客户采购波动的风险；技术人员流失风险。



财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	401	313	401	1,022	1,303
YoY(%)	-45.1	-21.9	28.3	154.6	27.5
净利润(百万元)	86	-190	99	197	251
YoY(%)	-63.6	-321.7	151.9	100.2	27.1
毛利率(%)	59.4	43.3	57.2	53.8	50.9
EPS(摊薄/元)	0.14	-0.30	0.16	0.31	0.40
ROE(%)	3.2	-7.6	3.8	7.1	8.2
P/E(倍)	102.7	-46.3	89.2	44.5	35.0
P/B(倍)	3.3	3.5	3.4	3.1	2.9
净利率(%)	21.4	-60.7	24.6	19.3	19.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 军用宽带移动通信行业领军企业.....	6
1.1 4G 宽带技术领先者，5G 通信建设前景广阔.....	6
1.2 股权结构清晰，管理层以研发为导向.....	8
1.3 公司财务状况分析.....	9
2. 国防信息化全面发展，军用通信前景广阔.....	12
2.1 我国国防支出仍具备合理增长空间，装备费得到结构性优化.....	12
2.2 国防信息化建设进程加速.....	13
2.3 军工通信支撑信息化发展.....	16
3. 卫星互联网加速发展，G60 星链规划落地.....	17
3.1 我国卫星互联网产业仍需快速追赶.....	17
3.2 G60 基地落地建设，有望受益于产业链协同.....	19
4. 公司竞争优势明显，增长潜力较大.....	20
4.1 军工资质齐全，先发优势明显.....	20
4.2 研发持续投入，新领域有望打开第二增长点.....	23
5. 盈利预测、估值与投资评级.....	27
5.1 盈利预测假设与业务拆分.....	27
5.2 估值分析与投资建议.....	28
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	6
图 2： 公司所处细分行业情况.....	7
图 3： 公司主要产品.....	8

图 4: 公司股权结构.....	9
图 5: 2018-2024Q1 营收与归母净利润.....	10
图 6: 2018-2024Q1 毛利率与净利率.....	10
图 7: 2018-2024Q1 期间费用与费用率.....	11
图 8: 2018-2024Q1 与可比公司费用率对比.....	11
图 9: 2018-2023 年主营业务收入产品构成.....	11
图 10: 2018-2024Q1 研发费用与费用率.....	11
图 11: 2012-2023 年中国军费开支及 YOY.....	12
图 12: 2022 年各国军费支出占 GDP 比例.....	12
图 13: 2010-2017 中国军费构成 (亿元)	13
图 14: 国防信息化五大领域.....	14
图 15: 国防信息化所实现的一体化作战.....	14
图 16: 我国国防装备费用及信息化开支.....	14
图 17: C4ISR 体系结构.....	15
图 18: 国防信息化四阶段发展.....	16
图 19: 2015-2022 中国专网通信行业市场规模.....	16
图 20: 中国专网通信行业下游应用结构占比.....	16
图 21: 全球 C4ISR 市场规模及预测 (十亿美金)	17
图 22: 全球各地区 C4ISR 市场比例现状及预测.....	17
图 23: 卫星互联网及应用场景.....	18
图 24: 全球卫星产业链各环节产值 (亿美元)	18
图 25: 中国卫星互联网产业市场规模.....	18
图 26: 各国在轨卫星数量及占全球比重 (截至 2022 年)	19



图 27: 全球卫星互联网相关布局预测.....	19
图 28: G60 星链“125”规划.....	20
图 29: 公司主要资质.....	20
图 30: 公司研发人员数量及占比.....	23
图 31: 美军数据链系统分类发展历程.....	24
图 32: 美国空军数据链运用体系概念图.....	24
图 33: 公司 5G 小基站投资金额与进度.....	25
图 34: 公司军用宽带移动通信系统典型产品应用.....	26
图 35: 基于 5G 的天空地一体化战术通信网络.....	26
表 1: 专网与公网宽带移动无线通信的区别.....	7
表 2: 公司主要管理层与技术人员.....	9
表 3: 公司部分已获得军方设计定型批准的产品型号及公司负责产业化的军方定型产品.....	21
表 4: 公司在军用宽带移动通信领域的代表性工作.....	22
表 5: 通信技术研发中心建设项目目标.....	23
表 6: 公司卫星领域相关进展.....	26
表 7: 主营业务拆分.....	27
表 8: 可比公司 PE 数据对比.....	28

1. 军用宽带移动通信行业领军企业

1.1 4G 宽带技术领先者，5G 通信建设前景广阔

上海瀚讯信息技术股份有限公司成立于 2006 年 3 月，主要从事宽带移动通信系统及通信设备的研发、制造、销售及工程实施，结合业务应用软件、指挥调度软件等配套产品，向客户提供行业宽带移动通信系统的整体解决方案。

上海瀚讯是国内少数拥有宽带移动通信系统自主研发能力的高新技术企业和创新型企业。公司始终重视自主研发能力建设，截至 2023 年，公司专业技术人员占公司员工总数超 50%，拥有 42 项核心专利及 115 项软件著作权。公司的算法、协议、核心通信芯片及软硬件设计开发均为自主可控，满足了信息化安全的刚需，多次参与了国内重点项目宽带无线电专网的建设，是通讯技术升级的成功实践。

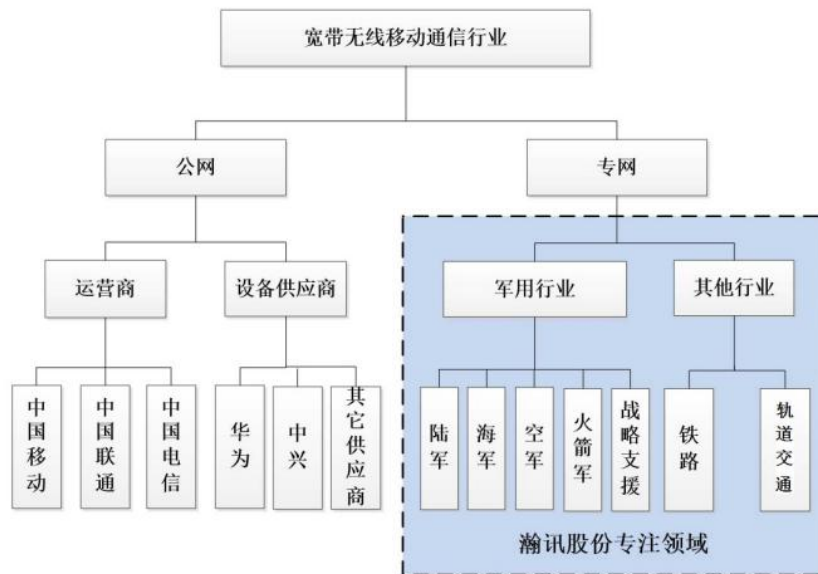
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网介绍，山西证券研究所

上海瀚讯是宽带移动通信行业的领军企业，4G/5G 产业链布局完整。宽带移动通信行业主要可划分为公网和专网两大领域，公网领域是指主要为个人、企业等社会公众用户提供个人通信服务，主要代表有中国移动、中国电信等运营商以及华为、中兴等设备供应商；专网则是主要为政府、军队、公共安全、公共事业等服务，各个行业的用户通常直接向设备供应商采购。公司专注专网领域，服务以陆、海、空、火箭军、战略支援部队为主要用户的军用行业，兼顾铁路和轨道交通等行业。

图 2：公司所处细分行业情况



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

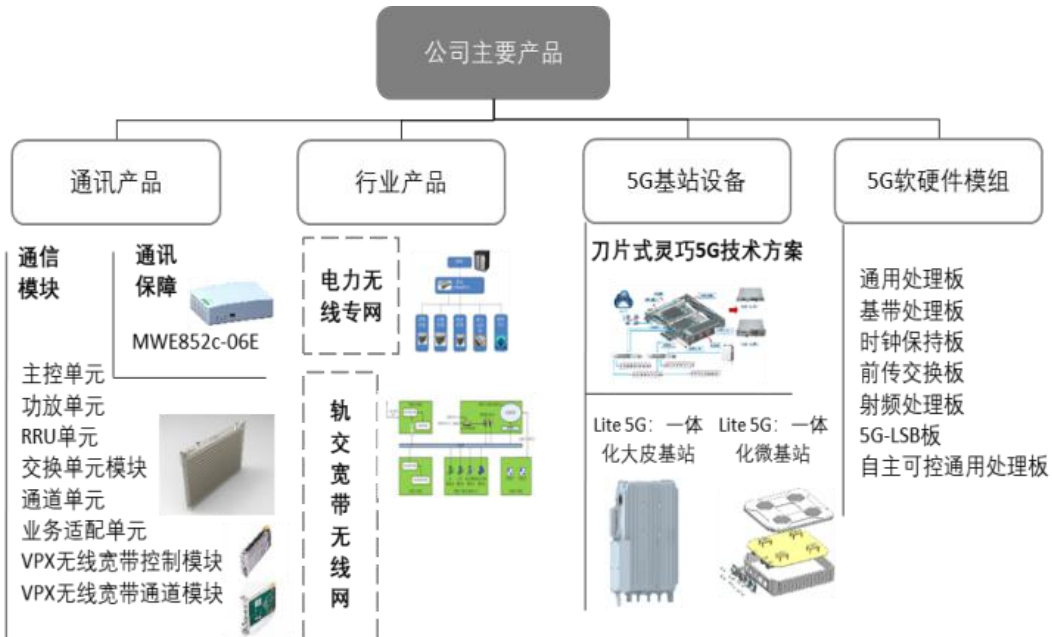
表 1：专网与公网宽带移动无线通信的区别

区别	专网宽带移动无线通信	公网宽带移动无线通信
服务用户	主要为政府、军队、公共安全、公共事业(市政、环保、供水等)、特殊行业(铁路、城市轨道交通、石油开采、航空航天)服务、及部分商业部门，强调社会效益	主要为个人、企业等社会公众用户提供个人通信服务，以经济效益为主要目的
用途	应急通信、指挥调度、日常通信等	日常通信、手机应用
运营管理	一般由用户自行出资建设，并进行网络维护与用户管理	由运营商统一进行网络建设、运营维护和用户管理
技术特点	强调技术可靠性、抗干扰性、实时性和安全性，保证对特殊环境的适应能力，单体基站容量小覆盖广	注重个人体验，使用各种移动互联应用，容量要求高，需要大规模建立基站以覆盖更多区域
终端要求	作为工作工具，为适应特定环境，用户更强调终端的可靠性，例如具备防水、防震、防爆等特性	作为个人消费品，用户更注重终端的娱乐功能和时尚外观

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

在产品方面，公司基于民用第四代移动通信技术，研发了一系列自主可控的宽带移动通信产品，主要包括基站类、中继类、终端类、模块类、系统软件类，公司的主要产品分类如图 3 所示。此外，公司在 5G、多功能芯片等方向开展原创技术研究和创新工作，投入了大量的研发资源，开展技术创新工作，已形成在 5G 时代的“芯片—模块—终端—基站—系统”的全产业链布局。

图 3：公司主要产品

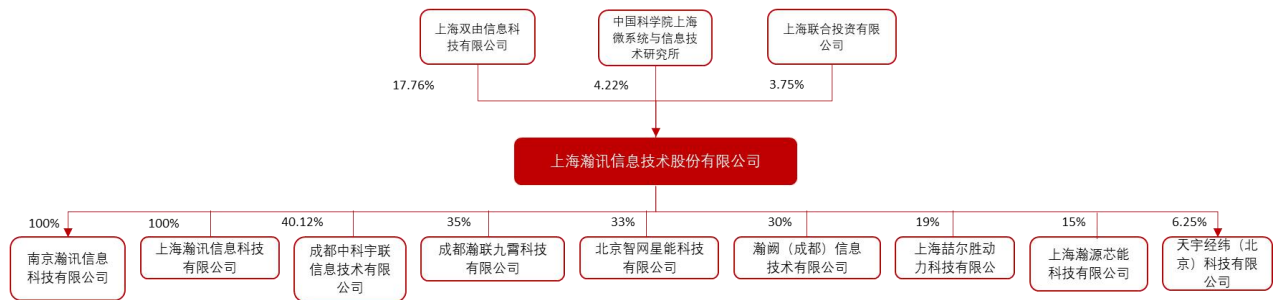


资料来源：公司官网，山西证券研究所

1.2 股权结构清晰，管理层以研发为导向

公司技术背景深厚，股权结构稳定。公司第一大股东为民营企业上海双由，持股 17.76%，实控人卜智勇持有上海双由 21.47%股权，间接持有上海瀚讯 3.81%的股权。此外，上海瀚讯有两家国有控股股东，分别是联和投资持股 3.75%和上海微系统所持股 4.22%。其中，上海联和投资有限公司是由上海市人民政府批准成立的国有独资有限公司，微系统全称“中国科学院上海微系统与信息技术研究所”，为中国科学院全额出资的事业单位，实际控制人为中国科学院，有望在未来和公司在相关业务领域充分发挥协同效应。

图 4：公司股权结构



资料来源：wind，山西证券研究所

公司研发人才储备充足，主要技术人员深耕行业多年，核心骨干出自微系统所。公司高级管理人员和核心技术人员在行业内深耕多年，具备丰富的管理及研发经验。董秘顾小华以及不分核心技术人员均出自微系统所，中国科学院上海微系统与信息技术研究所是我国著名的技术学科综合性研究所之一，在无线传感器网络和新一代移动通信技术上比较成熟，管理层的技术背景有助于公司的业务发展与创新。截至 2023 年，公司员工合计 518 人，其中，硕士学历及以上 177 人，本科学历 228 人；技术人员 299 人，占比达 57.7%。

表 2：公司主要管理层与技术人员

姓名	职务	简介
胡世平	董事长	2006 年 3 月至 2016 年 1 月，先后担任瀚讯有限副总经理、总经理；2009 年 4 月至 2011 年 3 月，兼任中国科学院微电子研究所宽带移动通讯联合实验室主任；2016 年 1 月至 2016 年 11 月，担任瀚讯有限董事、总经理；2016 年 11 月至今，担任上海瀚讯信息技术股份有限公司董事、总经理。
顾小华	副总经理,财务负责人,董事会秘书	2010 年 11 月至 2019 年 8 月，任上海双由执行董事；2012 年 4 月至 2016 年 11 月，就职于瀚讯有限，任总经理助理、董事会秘书；2016 年 1 月至 2016 年 11 月，任瀚讯有限董事。2016 年 11 月至今，担任公司副总经理、财务负责人、董事会秘书。

资料来源：公司 2023 年报，《关于董事长辞职及选举公司第三届董事会董事长暨变更法定代表人的公告》，山西证券研究所

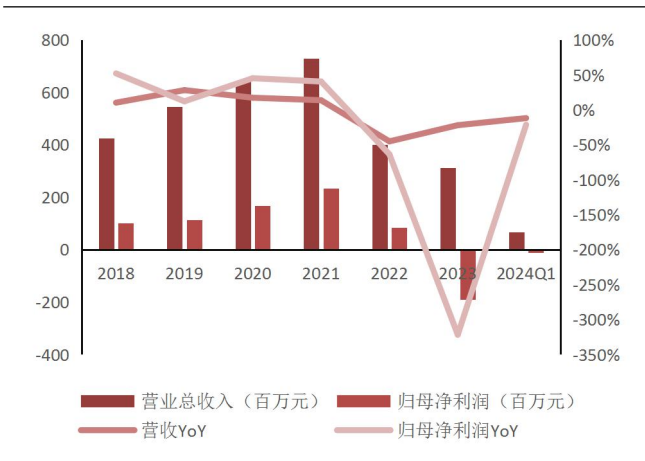
1.3 公司财务状况分析

受外部环境影响，公司业绩有所承压。2018-2021 年，公司营业收入由 4.3 亿增至 7.3 亿元，3 年 CAGR 为 19.6%；同期，归母净利润由 1.0 亿元增至 2.4 亿元，3 年 CAGR 达 31.8%。公司受部分产品延期交付等因素的影响，2022 年营业收入为 4.0 亿元，同比-45.1%，归母净利

润 0.86 亿元，同比-63.6%。2023 年，公司全年实现收入 3.1 亿元，同比-21.9%；实现归母净利润-1.9 亿元，同比-321.7%，主要原因是军工行业人事调整和审价机制变化带来的订单下降和延迟，导致公司主营业务受到较大冲击，收入及利润出现下滑。但从 2024 年上半年开始，行业的积极信号正在累积，二十届三中全会指出，要围绕深化联合作战体系改革，加强网络信息体系建设运用统筹改革，公司专网通信装备和数据链业务有望受益；此外，临近“十四五”尾声，行业预算有望加速落地，公司在手预研项目充分，在军用 5G 等项目前期研发准备充分，公司业绩通常集中在 Q4 确认，若行业整体得到改善，公司业绩有望加速回暖。2024Q1，公司实现营收及归母净利润 0.7、-0.1 亿元，同比降幅收窄，分别-11.8%、-21.2%。

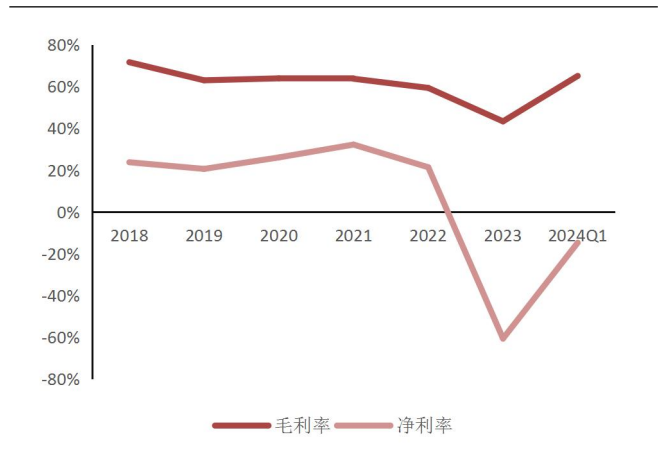
公司毛利率短期有所波动。截至 2022 年，公司的毛利率都保持在 60%左右的较高水平，净利率稳定在 20%以上。2023 年，由于上述影响，公司毛利率降至 43.3%，净利率降至-60.7%。

图 5：2018-2024Q1 营收与归母净利润



资料来源：iFinD，山西证券研究所

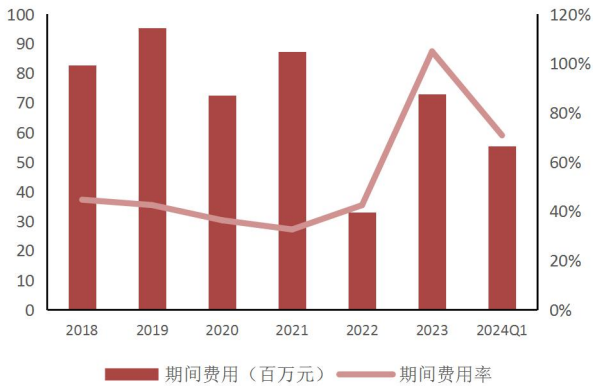
图 6：2018-2024Q1 毛利率与净利率



资料来源：iFinD，山西证券研究所

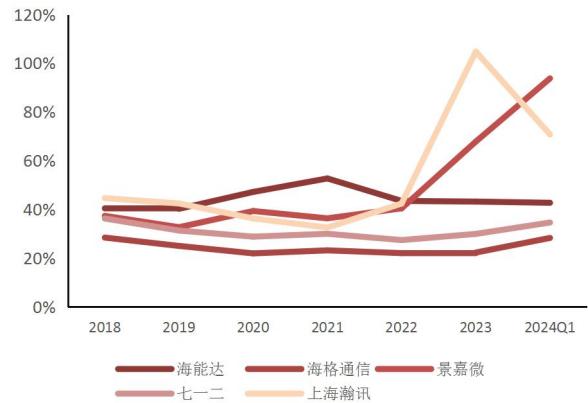
加大新技术研发力度以及受营收基数下降的影响，公司期间费用率有所上升。2023 年，公司期间费用 0.73 亿元，费用率为 104.8%；2024Q1，公司期间费用 0.55 亿元，期间费用率降至 70.8%。与可比公司对比，2023 年后公司费用率水平处于行业高位。

图 7：2018-2024Q1 期间费用与费用率



资料来源：iFinD，山西证券研究所

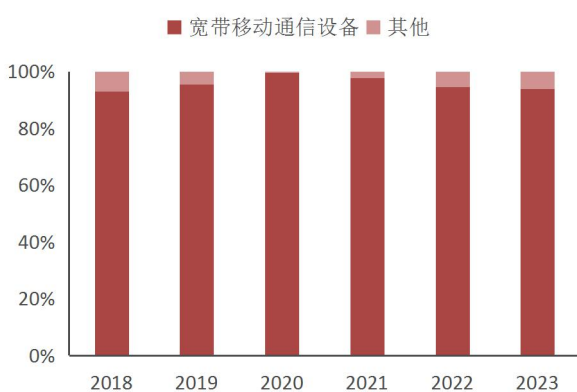
图 8：2018-2024Q1 与可比公司费用率对比



资料来源：iFinD，山西证券研究所

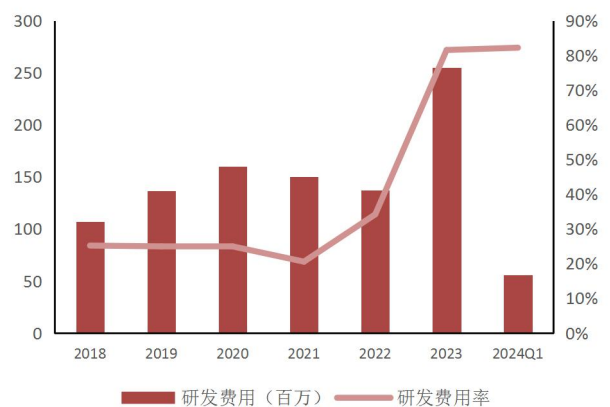
宽带移动通信设备主导业务发展，公司研发投入不断提升。宽带移动通信设备是公司的核心业务，占总营收的比重均维持在 90%以上。研发方面，公司持续培养创新能力，2023 年公司在 5G、新一代战术通信系统等新技术和产品方向加大投入，研发人员和研发支出增长较快，研发费用由 2018 年的 1.1 亿提高至 2023 年的 2.6 亿，5 年 CAGR 达 19%；研发费用率由 2018 年的 25.2%持续增长至 2023 年的 81.5%。

图 9：2018-2023 年主营业务收入产品构成



资料来源：iFinD，山西证券研究所

图 10：2018-2024Q1 研发费用与费用率



资料来源：iFinD，山西证券研究所

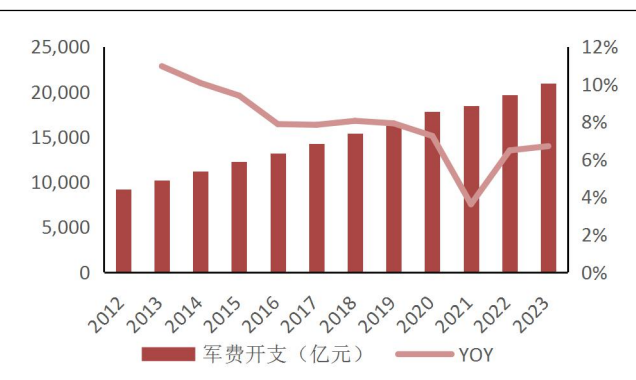
2. 国防信息化全面发展，军用通信前景广阔

2.1 我国国防支出仍具备合理增长空间，装备费得到结构性优化

我国国防开支持续增长，军费支出绝对值位列全球第二。根据 SIPRI 数据，我国近年的国防开支迅速增长，从 2013 年的 9161 亿元增长到 2023 年的 20960 亿元，复合年均增长率达 7.51%；2023 年，我国国防军费支出占世界军费总开支 12.4%，位列世界第二。

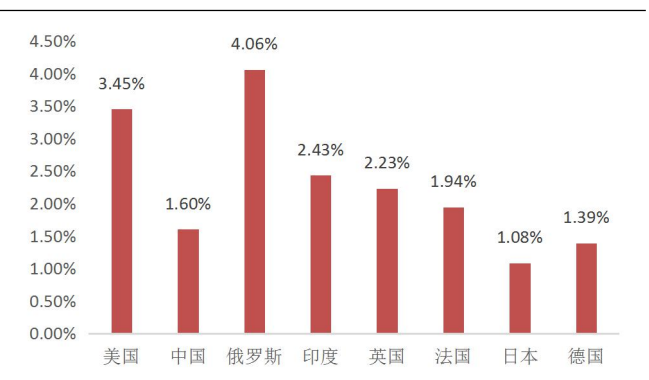
但从相对值来看，我国国防支出占比明显偏低，与我国国防支出绝对值位居世界第二的军事大国地位不符，军费支出仍有合理的增长空间。在国防费位居前列的国家中，中国军费支出占 GDP 比重较低，未来有望加大国防投入。根据世界银行 2022 年数据，美国军费支出占 GDP 的 3.45%，俄罗斯占 4.06%，印度占 2.43%，而中国仅占比 1.60%，在全球来看比例相对较低，仍有较大提升空间。

图 11：2012-2023 年中国军费开支及 YOY



资料来源：SIPRI，山西证券研究所

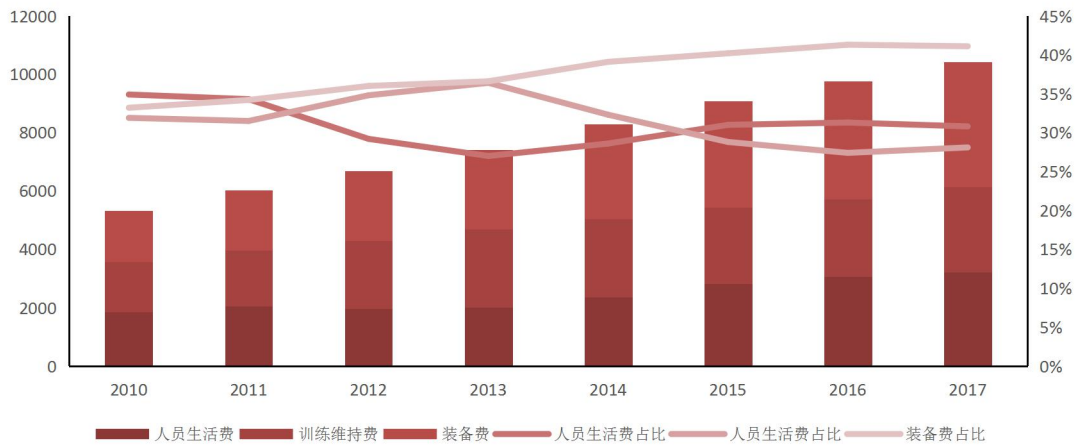
图 12：2022 年各国军费支出占 GDP 比例



资料来源：wind，世界银行，山西证券研究所

从军费支出结构角度来看，装备费呈现结构化提升趋势。根据《2010 年中国的国防》，我国的军费构成包括人员生活费、训练维持费、装备费三类。其中，人员生活费用于军官、文职干部、士兵和聘用人员的工资津贴、住房保险、伙食被装等；训练维持费用于部队训练、院校教育、工程设施建设维护以及其他日常消耗性支出；装备费用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输和储存等。欧美及亚洲的主要军事国家用于装备方面的支出占国防支出的比例大致为 40%-45%，而我国 2010 年三类军费的占比分别约为 1/3，装备费占比仍有提升空间。根据《新时代的中国国防》白皮书，2010 至 2017 年，装备费支出在总军费支出占比由 33.2%增长至 41.1%，7 年增长约 8pct。

图 13：2010-2017 中国军费构成（亿元）

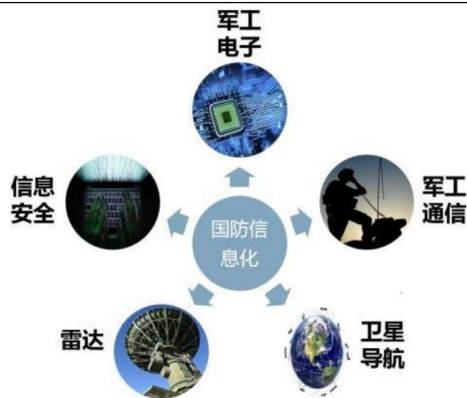


资料来源：《新时代的中国国防》白皮书，山西证券研究所

2.2 国防信息化建设进程加速

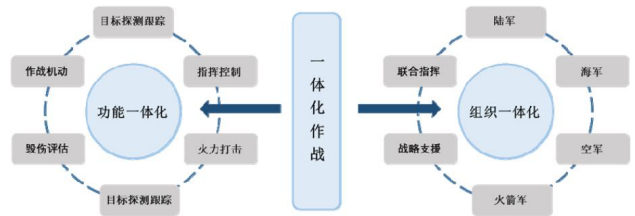
国防信息化是为了适应信息化战争所建设的国防信息体系，最终目标为实现军队的全面信息化，提高军队的核心战斗力。国防信息化主要包括卫星导航、雷达、信息安全、军工电子、军工通信五个领域，其中军用宽带移动通信行业属于军工通信行业，是国防信息化的重要组成部分。20 世纪初，军队装备野战无线电台；60 年代后期，数据网和计算机网被用于军事通信；80 年代中期宽带综合业务数字网在军事通信中获得应用；进入 21 世纪后，以卫星通信和激光通信为主要手段的空间通信网络发展迅速。在通信组织上形成了从太空到水下的多维、多网系、多手段、宽频带、多模式的整体通信保障能力。

图 14：国防信息化五大领域



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

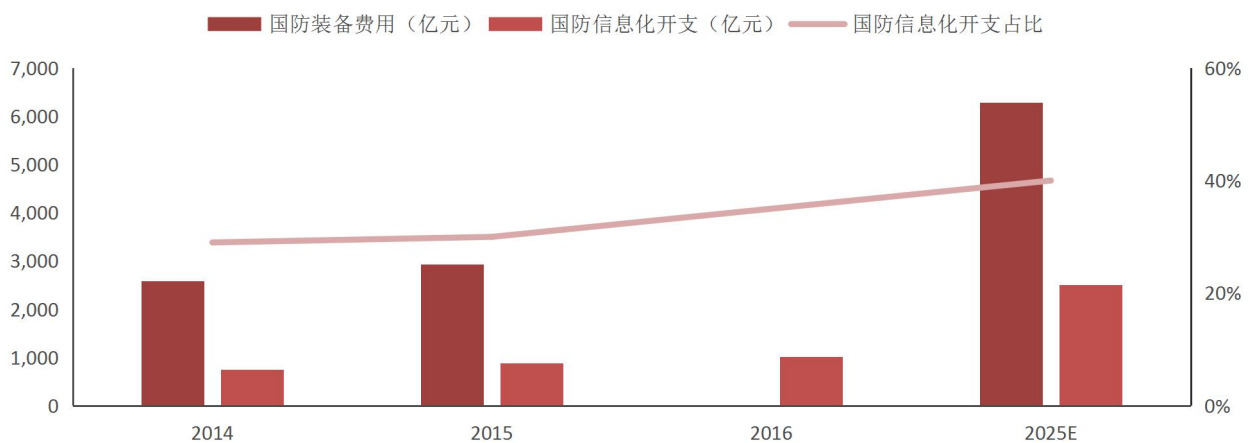
图 15：国防信息化所实现的一体化作战



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

国防军工信息化重要性凸显，随着国防信息化建设的推进，信息化开支绝对值及占比有望持续提升。2014 年中国国防装备领域投入约 2,586 亿元，其中国防信息化开支约 750 亿元；2015 年国防装备总支出约 2,927 亿元，其中国防信息化开支约 878 亿元，同比增长 17%，占比为 30%。根据观研报告网，2025 年我国国防信息化开支将达到 2513 亿元，2015-2025 年 CAGR 达 11.6%，占 2025 年国防装备费用的 40%。

图 16：我国国防装备费用及信息化开支

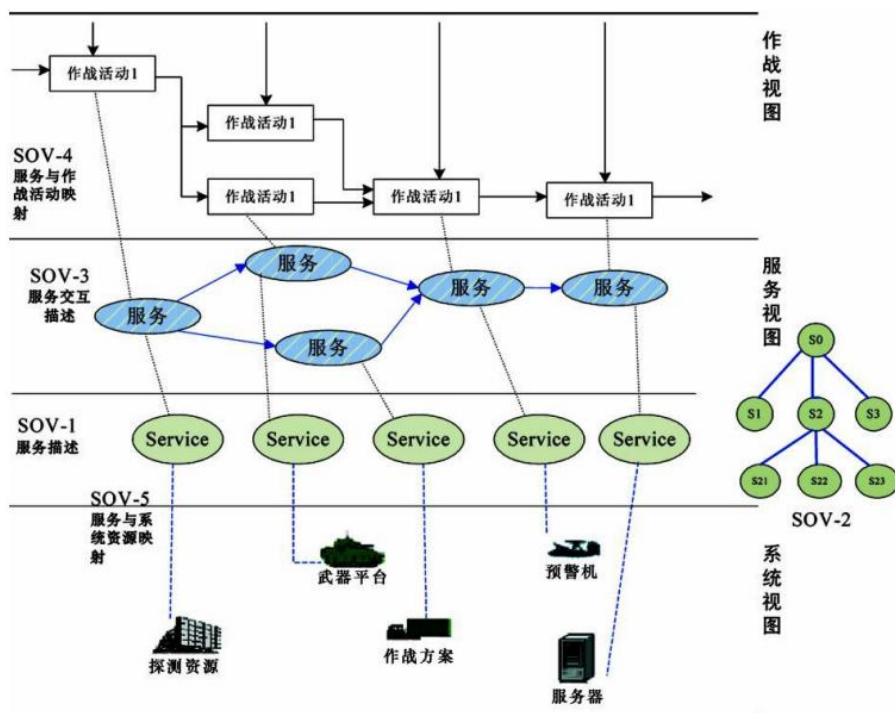


资料来源：观想科技招股说明书，上海瀚讯招股说明书，山西证券研究所

C4ISR 系统为军工电子信息化的核心。C4ISR（军事指挥控制通信专网）系统是指从基础的指挥与控制（Command&Control）出发，囊括通信（Communicaitons）、计算机（Computers）、

情报（Intelligence）、监视（Surveillance）、侦查（Reconnaissance）等要素的全维度军事信息系统框架。C4ISR 系统不仅是对军事信息管理的理论概括，也对应现实的软硬件解决方案。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。

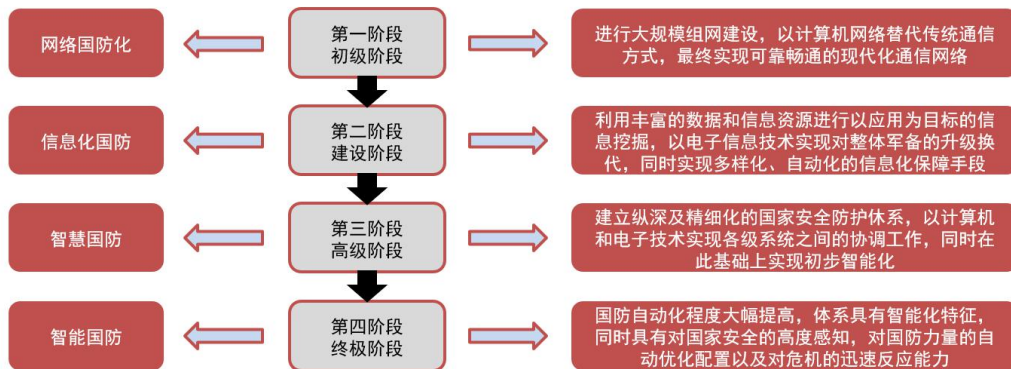
图 17：C4ISR 体系结构



资料来源：《C4ISR 体系结构服务视图产品描述方法研究》，山西证券研究所

全球主要国家在网络中心战思想的指导下，充分利用先进信息技术推动军事电子信息装备的发展，我国仍需加速追赶。遵循信息化在国防领域的应用规律，可以将国防信息化的发展分为网络化国防、信息化国防、智慧国防和智能国防四个阶段。以美国为例，美国自上世纪 90 年代开始实施 C4ISR 建设，其中，陆军信息化装备已占 50%，海军、空军信息化装备占 70%；2020 年前后美国主战武器装备将实现完全信息化，目前美军 C4ISR 系统已达全球最先进的水平，即已渡过第一、第二阶段，正处于第三阶段后期，并即将过渡到第四阶段。而我国仍处于初级阶段后期，刚刚迈入到全面建设的第二阶段，仍有较大的进步空间。

图 18：国防信息化四阶段发展



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

2.3 军工通信支撑信息化发展

专网通信领域前景广阔，军用通信占比较高。2021 年中国专网通信行业市场规模达到 327 亿元，同比增长 13.5%，其中专网通信设备市场规模为 207 亿元，专网通信服务市场规模 120 亿元。根据华经产业研究院预计，2022 年我国专网通信行业规模将达 366 亿元。在专网通信行业下游供应链分类当中，军用通信所属的政府与公共安全的占比最高，达 56.30%。

图 19：2015-2022 中国专网通信行业市场规模

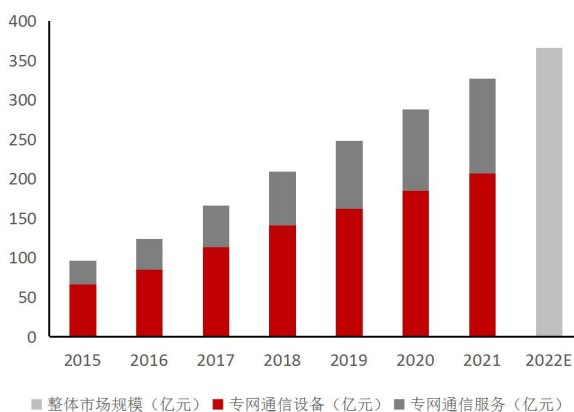
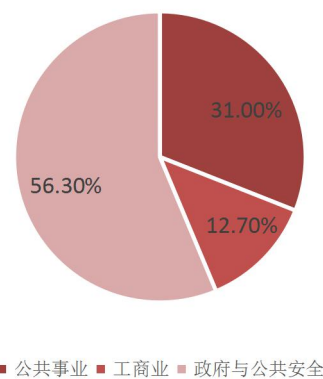


图 20：中国专网通信行业下游应用结构占比

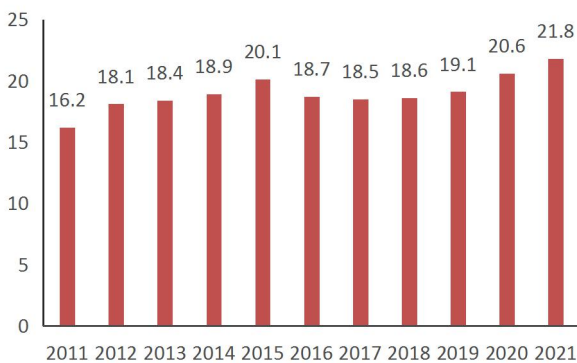


资料来源：华经产业研究院，《2023 年中国专网通信行业发展现状及投资战略研究报告》，山西证券研究所

资料来源：华经产业研究院，《2023 年中国专网通信行业发展现状及投资战略研究报告》，山西证券研究所

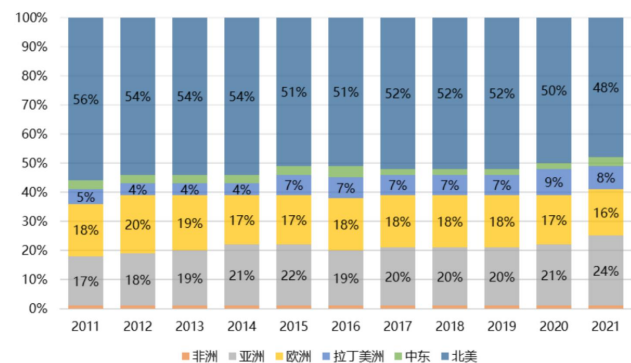
C4ISR 系统是国防信息化的载体，军工通信系统是 C4ISR 系统的中枢神经，全球市场规模逐步增长。根据 ICD Research 数据，2015 年全球 C4ISR 市场规模已经达到约 201 亿美元，到 2021 年，全球市场规模有望达到 218 亿美元，年复合增长率 1.4%。C4ISR 作为军事系统有效运作的基础支撑，美国占全球市场份额近半数，而我国仍处于发展初期。信息化建设投入有望持续增大，缩小与美国的差距。

图 21：全球 C4ISR 市场规模及预测（十亿美金）



资料来源：ICD Research，上海瀚讯招股说明书，山西证券研究所

图 22：全球各地区 C4ISR 市场比例现状及预测



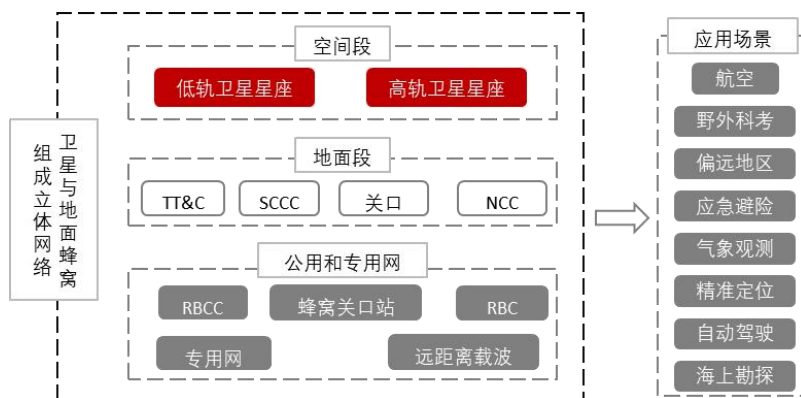
资料来源：ICD Research，上海瀚讯招股说明书，山西证券研究所

3. 卫星互联网加速发展，G60 星链规划落地

3.1 我国卫星互联网产业仍需快速追赶

卫星互联网主要指利用地球低轨道卫星实现的低轨宽带卫星互联网，相比中高轨卫星，它具有全域无缝覆盖、传输时延小、链路损耗低、发射灵活的特点，具有广阔的发展前景。具体来说，卫星互联网包括空间段、地面段以及公用和专用网组成的立体网络，广泛应用于航空航天、野外科考、偏远地区、应急避险、气象观测、精准定位、自动驾驶、海上勘探等多个领域。

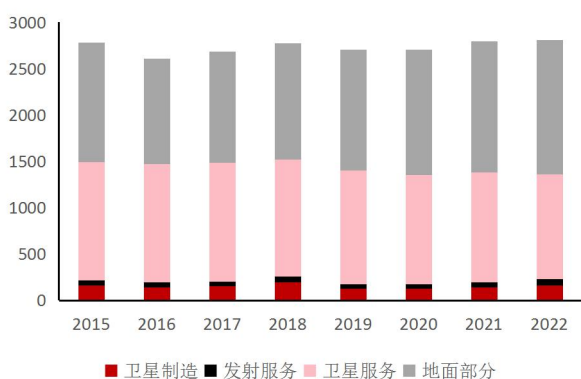
图 23：卫星互联网及应用场景



资料来源：中关村天使投资协会，山西证券研究所

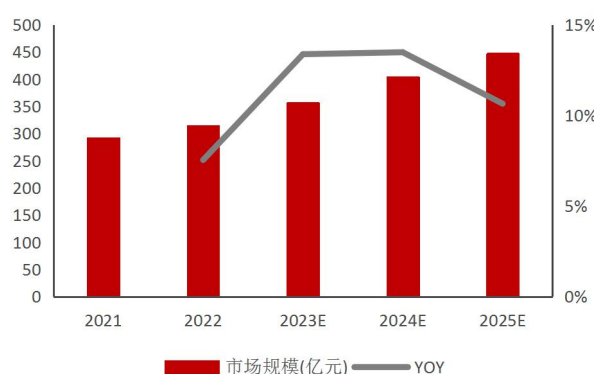
我国卫星互联网行业规模有望在 2025 年达 447 亿元。卫星产业链主要包括四大环节，分别为卫星制造、卫星发射、地面设备与终端产品、卫星服务。根据美国卫星产业协会，从卫星产业链结构来看，中游的地面装置以及下游的卫星服务部分基本占据 90% 以上的市场份额，上游卫星制造以及卫星发射环节占比较低，在 10% 左右。从市场规模来看，根据华经产业研究院，2022 年我国卫星互联网产业市场规模为 314 亿元，2025 年有望达达到 447 亿元，3 年 CAGR 为 12.4%。

图 24：全球卫星产业链各环节产值（亿美元）



资料来源：美国卫星产业协会，山西证券研究所

图 25：中国卫星互联网产业市场规模

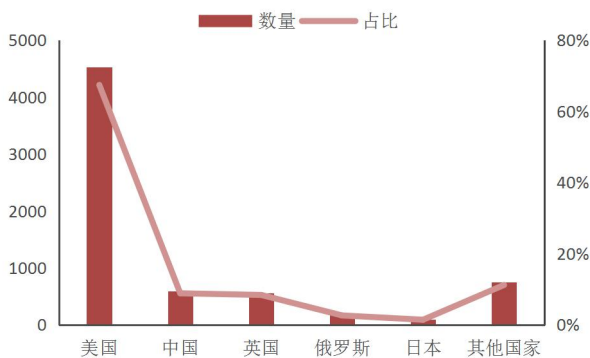


资料来源：SIA，中商产业研究院，山西证券研究所

全球各国积极参与星座建设，抢占卫星互联网产业先发优势。英国通信公司 OneWeb、亚马逊 Kuiper、加拿大 Telesat、俄罗斯 Sphere、德国 Rivada、韩国三星等选手相继规划了宏大的卫星发射计划。截至 2022 年全球在轨运行卫星总数达 6718 颗，排名前五的国家分别为美国

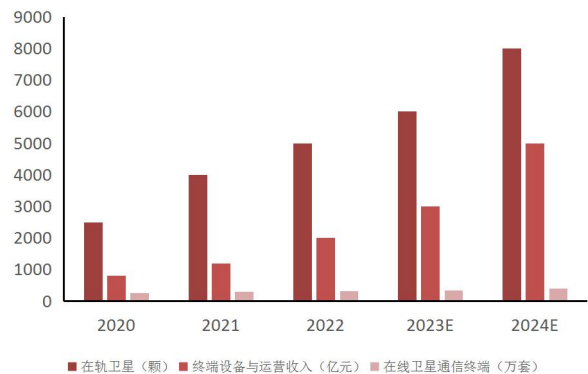
4529 颗（67.4%）、中国 596 颗（8.9%）、英国 565 颗（8.4%）、俄罗斯 178 颗（2.6%）、日本 97 颗（1.4%），美国在星座建设中已实现全球领先，尤其是 Starlink 建设逐渐提速，倒逼我国卫星产业加速升级。根据中商产业研究院数据，2024 年全球在轨卫星将达 8000 颗，终端设备与运营收入将达到 5000 亿元，在线卫星通信终端将增至 400 万套，卫星互联网发展空间广阔。

图 26：各国在轨卫星数量及占全球比重（截至 2022 年）



资料来源：USC，山西证券研究所

图 27：全球卫星互联网相关布局预测



资料来源：NSR 报告，2023 中国卫星应用大会，中商产业研究院整理，山西证券研究所

3.2 G60 基地落地建设，有望受益于产业链协同

公司第二大股东上海联和积极投身卫星互联网领域，旗下拥有众多卫星行业相关公司，其中上海垣信卫星是 G60 星链实施的核心企业，有望形成协同优势。2023 年 7 月，上海市松江区委书记在新闻发布会上表示，松江打造低轨宽频全球多媒体卫星“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，建设周期为 2024 至 2027 年，有望在 2025 年底前完成 648 颗 GEN1 卫星发射任务，在 2026~2027 年完成后续 648 颗 GEN2 卫星发射任务。

千帆星座首批卫星已于 8 月发射，低轨卫星星座建设进度大幅加速。2023 年 11 月，“G60 星链”产业基地启航仪式在松江举行，一期项目占地面积 120 亩，建筑面积 20 万平方米，将建设数字化卫星制造工厂、卫星在轨测运控中心、卫星互联网运营中心，其中，卫星工厂的设计产能将达到 300 颗/年，单星成本将下降 35%。2024 年 8 月 6 日，太原卫星发射中心使用长征六号甲运载火箭成功将千帆极轨 01 组卫星首批 18 星送入预定轨道，千帆星座的首发成功标志着我国卫星互联网由试验验证迈入批量组网阶段，未来市场规模或主要取决于发射能力。

图 28: G60 星链 “125” 规划



资料来源：中国发展网，中诚天下，山西证券研究所

4. 公司竞争优势明显，增长潜力较大

4.1 军工资质齐全，先发优势明显

公司所在行业准入壁垒较高，公司具备完整的军工资质。武器装备的科研生产需要国防科技工业主管部门的许可，参与军品生产的企业必须获得“四证”，即“国家二级保密资格单位证书”、“武器装备质量体系认证证书”、“装备承制单位注册证书”、“武器装备科研生产许可证”。相关资质的取得时间一般为3年，且客户资质审查要求严苛，通过率较低。公司2013年底已取得相关资质，具备独立、直接承接军方武器装备科研生产任务的资质、条件和能力。

图 29: 公司主要资质



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

军品的研制周期长，定制化需求高，研发经费投入大。军用设备行业对产品稳定性有极高要求，一个型号产品生命周期较长，通常为 5-10 年，但从开始立项到最终完成定型一般需 3-5 年，期间需投入大量的人员、材料、测试成本。根据军方的列装采购习惯，每一个型号装备的研制单位一般为 2-3 家，因此，率先获得承研资格并顺利完成装备定型的单位具有天然的先发优势。此外，为了符合军品研制要求，军工产品定型前和定型后均为定制化生产，需进行多次小批量验证，并根据军方组织的评审会的评审意见优化改进产品设计和制造工艺，且正式采购呈现小批量、多批次特点，需根据不同列装部队进行定制。

公司先发优势明显，截至 2022 年底已定型和在研多型装备，持续向不同军种拓展，提前进行 5G 技术布局，实现全军兵种的列装采购。根据公司招股说明书，公司完成和在研的基站、终端等型号装备共计 26 型，涵盖陆军、海军、空军、火箭军等各个军兵种，是拥有最多军用宽带移动通信型号装备的单位。此外，公司成立军民融合 5G 技术实验室，研发出军用 5G 原理样机，继续进行军用 5G 技术领域的超前布局。截至 2022 年，公司已经取得直升机载、雷达组网、特殊应用场景等多型派生型号任务，市场布局更加全面。

表 3：公司部分已获得军方设计定型批准的产品型号及公司负责产业化的军方定型产品

序号	项目简称	型号名称	研制日期	取得定型时间
1	军用宽带移动通信系统某通用装备型号研制项目	XXX 型宽带移动车载中心站	2013 年 5 月	2016 年 6 月
2		XXX 型宽带移动固定基站	2013 年 5 月	2016 年 6 月
3		XXX 型宽带移动用户手持台	2013 年 5 月	2016 年 6 月
4		XXX 型宽带移动用户车载台	2013 年 5 月	2016 年 6 月
5		XXX 型宽带移动用户背负台	2013 年 5 月	2016 年 6 月
6		XXX 型宽带移动多用户便携接入设备	2013 年 5 月	2016 年 6 月
7		可搬移中继设备	2013 年 5 月	2016 年 6 月
8		XXX 型装甲型宽带移动车载中心站	2013 年 5 月	2016 年 6 月
9		XXX 型装甲型移动用户车载台	2013 年 5 月	2016 年 6 月
10	军用宽带移动通信系统 A 军种派生型装备型号研制项目	XXX 宽带移动便携车载台	2015 年 11 月	2016 年 8 月
11		XXX 宽带移动车载基站	2015 年 11 月	2016 年 8 月
12	G 项目	XXX 车载终端	2014 年 2 月	2014 年 8 月

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司拥有宽带移动通信关键技术，准确把握市场需求，具备较强的行业影响力。公司是首个宽带通信系统即“专网宽带移动通信系统某通用装备型号研制项目”（即军用 4G 通信系统，该通信系统是目前全军定型的军用宽带移动通信系统）的技术总体单位，研发了自主可控的国产化军用 4G 芯片（基于国产 4G 芯片实现军民两用改造）、自主可控的算法及协议软件，作为主要研制单位承担了全部 9 型宽带接入装备的研制任务，同时也是陆军、火箭军、海军、空军等军兵种相关派生型装备研制项目的技术总体单位。公司持续参与相关军用标准的制定，推动我军通信装备从窄带向宽带演进，奠定了较强的竞争优势和行业影响力。

公司产品覆盖军用宽带通信芯片、通信模块、终端、基站、应用系统，已形成了“芯片—模块—终端—基站—系统”的全产业链布局。公司实现了研发生产自主可控，并多次在军方宽带移动通信项目的评比中位列性能第一。在军用宽带移动通信领域，公司在技术储备、产品化能力、型号装备数量和市场占有率方面都处于领先地位。公司涉及下游客户众多，除军工通信行业外，公司还为北京奥运会、广州亚运会、上海世博会、博鳌论坛、南京青奥会、驻港澳部队历年换防、香港回归二十周年阅兵、建军九十周年阅兵等一系列的重大活动提供通信保障。

表 4：公司在军用宽带移动通信领域的代表性工作

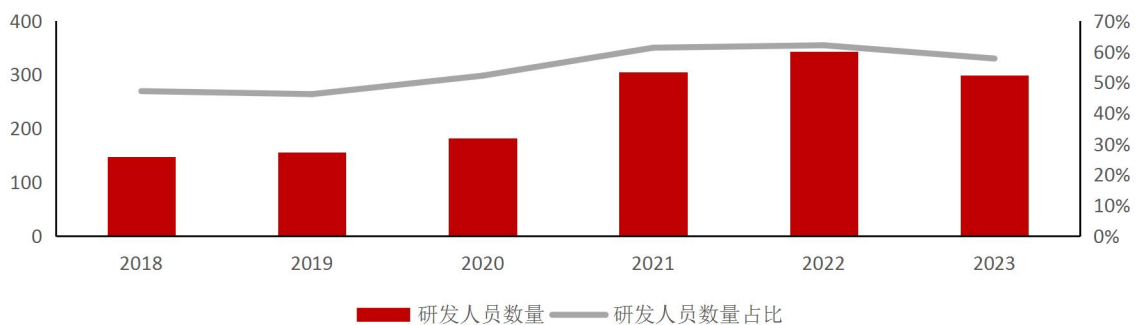
单位	代表性工作/行业地位
总部	军用宽带移动通信系统某通用装备型号研制项目，技术总体单位。
	正在支撑军用 5G 等多项预研和型研项目论证
A 军种	A 军种宽带移动通信装备派生型号研制单位。
	型号装备已按编配计划，逐步列装各个旅。
B 军种	正在支撑从发射到防护作战的多个系统型号的论证、研制。
	B 军种宽带移动通信派生型号装备研制单位，技术总体单位。
	首个 B 军种集团军宽带移动通信装备建设单位，正按编配计划，陆续列装各集团军。
C 军种	B 军种特战宽带移动通信装备型号研制单位，正按计划编配列装。
	正在支撑新一代 XXX 作战信息系统相关装备的论证、研制。
D 军种	C 军种试验基地-主要军用宽带移动通信装备供应商。
	正在进行 C 军种宽带移动通信派生型号装备的研制，定型过程中。
海警	D 军种首个 XX 旅宽带通信系统建设单位。
	正在进行 D 军种宽带移动通信派生型号装备的研制，定型过程中。
各训练基地	海警宽带传输系统及装备研制组长单位，首批舰船装备交付中。
	各大训练基地宽带移动通信系统主力建设单位。
	基于军用 4G 技术的 XXX 系统训练基地建设单位。
E 军种	2014 年起我军历年年度最大演习宽带通信保障单位。
	神舟、嫦娥等重大航天任务的宽带通信保障单位。

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

4.2 研发持续投入，新领域有望打开第二增长点

公司研发人员过半，研发成果丰硕。截至 2023 年，公司已拥有 42 项核心专利、115 项软件著作权，核心知识产权自主可控，具备快速定制的研发能力；研发人员共 299 人，占公司总人数的 58%，较 2018 年增长 10.6pct。

图 30：公司研发人员数量及占比



资料来源：wind，公司 2019 年年度报告，山西证券研究所

公司发展目标清晰，业务布局向 5G、数据链、卫星宽带通信等技术领域拓展。公司通信技术研发中心建设募投项目的主要研发方向除军用 5G 宽带通信、数据链、多媒体集群外，还包括宽带卫星系统，主要研制方向为卫星上的宽带通信交换组网子系统、卫星上的宽带通信协议及基带信号处理子系统、地面信关站的宽带通信节点设备及管理软件和用户终端通信设备。

表 5：通信技术研发中心建设项目目标

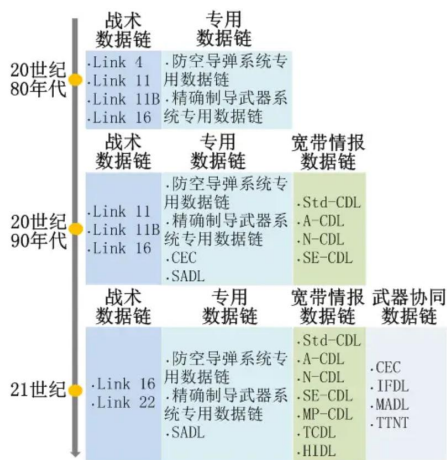
序号	项目	研发内容	研发目标
1	军用 5G 宽带通信系统	民用 5G 技术的军用化研究；高机动条件下的网络应用研究；对复杂电磁对抗环境的适应性研究。	通过对 5G 技术的研究，对目前基于 4G 技术的军用宽带移动通信主要设备进行更新、升级
2	新一代数据链系统	提升波形融合能力研究；对复杂对抗条件的适应性研究；侦控打评的闭环延迟研究。	研制兼容多波形的宽带通用数据链及信息服务与应用系统
3	宽带多媒体集群系统	民用集群的行业应用模式、关键技术研究；民用集群技术的军用化研究；军用集群工作频段研究；军用集群系统兼容性研究。	通过将公网的移动通信技术进行军用化研究，研制军用宽带多媒体集群系统
4	宽带卫星系统	卫星上的宽带通信交换组网子系统；卫星上的宽带通信协议及基带信号处理子系统；地面信关站的宽带通信节点设备；用户终端通信设备。	研制军用卫星通信系统，形成并提供公司卫星通信解决方案

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

宽带情报链在战场扮演重要作用，旨在让更多兵器接入战场神经网络。现代战场上，武器装备是肌肉、作战指挥系统是大脑，数据链则是遍布全身的“战场神经”，对 C4ISR 系统起着重要的架构支撑作用，可将遍布陆、海、空、天的战场态势感知系统、指挥自动化系统、火力打击系统和网络战武器等作战要素有机相连，实现战场全维感知、实时传输和智能处理。随着现代化战争对情报、侦察与监视（ISR）信息需求的提升，窄带战术数据链在带宽和传输速率方面已无法满足需求，以美国为例，美国国防部于 20 世纪 80 年代开始开发专用于传输 ISR 信息的宽带情报数据链，并于 90 年代装备通用数据链(CDL)系列，成为大容量信号和图像情报分发的数据链标准，其中不同的标准波形则用来适配海、陆、空和天异构平台。

公司提前布局数据链技术，已进入选型阶段。2024 年 4 月，公司设立瀚联九霄子公司专门从事新一代数据链装备相关业务。公司新一代数据链产品主要包括大规模无人机集群组网与宽带指挥产品，拟支持多个无人机集群宽带通信，实现空-空、空-地多目标的大流量、远距离组网需求，有望成为未来主用装备，截至 2023 年项目已进入样机择优选型阶段。

图 31：美军数据链系统分类发展历程



资料来源：《美国空军数据链体系发展现状及建设方向》，中国指挥与控制学会，山西证券研究所

图 32：美国空军数据链运用体系概念图

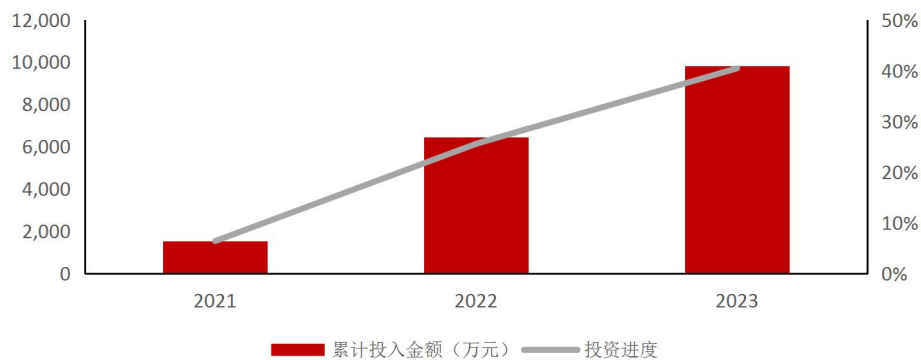


资料来源：《美国空军数据链体系发展现状及建设方向》，中国指挥与控制学会，山西证券研究所

5G 小基站建设加速推进，有望打开第二增长曲线。由于 5G 所使用的频率较高，传统宏基站很难进行大范围覆盖，在高频段使用体积小、功耗较低的小基站实现深度、密集的覆盖是目前主流的方案。公司于 2020 年定增建设 5G 小基站设备研发及产业化项目，建设期 4 年，总投资 3.64 亿元，使用募集资金 2.43 亿元。截至 2023 年，公司募集资金已投入 0.98 亿元。根据

公司 2023 年半年报披露，特种任务陆续完成接入回传一体化、抗干扰等定制化开发任务，相关成果通过前期演示验证验收，即将转入型号研制阶段。5G 业务方面，公司承研的特种 5G 系列产品研制任务陆续完成接入回传一体化、抗干扰等定制化开发任务，即将转入型号研制阶段；公司在某军种新一代末端通信系统研制任务竞争中，在所有两大技术系列比测中分别取得一项第 1、第 2 名，正支撑军方完成型号研制立项论证工作。

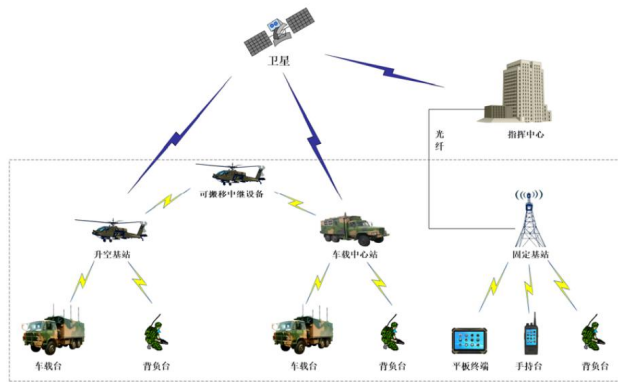
图 33：公司 5G 小基站投资金额与进度



资料来源：公司 2021-2023 年年报，山西证券研究所

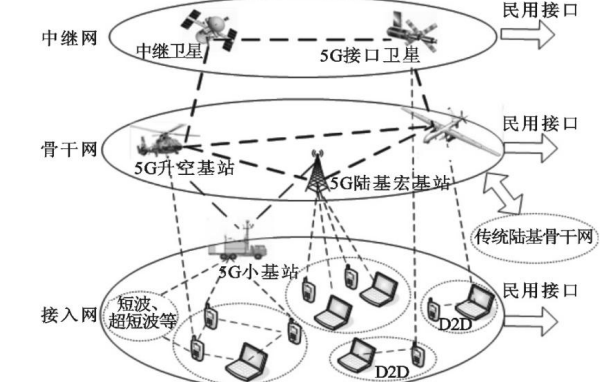
根据公司招股说明书对未来的发展规划，公司提前布局中低轨道卫星组网工程建设，有望打开新的业务增长点。我国将天空地一体化多维立体覆盖作为重点发展方向，规划了众多中低轨道卫星星座。公司计划基于宽带通信领域多年的技术沉淀，联合有关科研单位，开展中低轨道卫星组网技术攻关，相关产品未来有望应用于陆、海、空、天、地、电（磁）多维空间战场，增强部队的战场机动性，实现我国在太空中对其它卫星、飞船的通信保障，为驻外机构、维和部队、远洋海军提供全球传输能力。

图 34：公司军用宽带移动通信系统典型产品应用



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 35：基于 5G 的天空地一体化战术通信网络



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司在卫星领域的相关产品已有实质性推进，2024 年预计订单充沛，长期发展趋势向好。目前，公司的卫星业务已包括卫星通信载荷、地面通信系统、在轨验证平台等产品，2024 年 4 月，公司设立瀚阙信息子公司专门从事低轨卫星载荷系统的研发和制造。

根据公司 2023 年年度报告披露，公司成功中标相关低轨卫星星座地基基站与测试终端研制项目，首批次产品已于 2023 年底顺利交付；中标入围低轨卫星星座一期卫星通信载荷产品研发，载荷预计于 2024 投产，配合相关星座 2024 年发射规划，实现交付上星。根据中国招标投标网公示信息，2024 年 5 月，公司全额中标垣信科技的 2 个低轨卫星星座通信仿真与验证平台项目，分别为“低轨卫星星座通信系统在轨验证平台”和“低轨卫星星座系统接入网系统仿真参数配置模块及协议模块开发”，中标金额分别为 1776 万元与 246 万元，合计 2022 万元。根据《上海瀚讯信息技术股份有限公司关于确认 2023 年度日常关联交易及 2024 年度日常关联交易预计的公告》，2024 年公司与垣信科技拟交易金额约 2 亿元，其中，基站、终端、载荷相关产品约 1.4 亿元，技术开发服务约 0.6 亿元。

表 6：公司卫星领域相关进展

时间	项目	金额	进度
2023 年	低轨卫星星座地基基站与测试终端研制项目	-	首批已于 2023 年底交付
2023 年	低轨卫星星座一期卫星通信载荷产品研发	-	预计 2024 年实现交付上星
2024 年	低轨卫星星座通信仿真与验证平台项目	0.2 亿元	已中标
2024 年	基站、终端、载荷	1.4 亿元	公司 2024 年预计发生金额
2024 年	技术开发服务	0.6 亿元	公司 2024 年预计发生金额

资料来源：公司 2023 年年报，《上海瀚讯信息技术股份有限公司关于确认 2023 年度日常关联交易及 2024

年度日常关联交易预计的公告》，中国招标投标公共服务平台，山西证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测假设与业务拆分

受益于国防信息化建设进程加速以及卫星互联网行业的快速发展，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营收 4.01、10.22、13.03 亿元，同比增速分别为 28.3%、154.6%、27.5%；实现归母净利润 0.99、1.97、2.51 亿元，同比增速分别为 151.9%、100.2%、27.1%；EPS 分别为 0.16、0.31、0.40 元，2024 年 08 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 89.2/44.5/35.0 倍。

宽带移动通信设备：公司产品覆盖军用宽带通信芯片、通信模块、终端、基站、应用系统，已形成了“芯片—模块—终端—基站—系统”的全产业链布局，是公司的核心业务。我国军工通信有望迎来产业升级，公司资质齐全、先发优势明显，具备长期的技术积累。此外，考虑到公司与大股东有望发挥业务协同效应，且公司业务范围可覆盖卫星载荷、地面站和终端等多个关键环节，有机会深度参与 G60 星座的建设。2023 年，公司成功中标了地基基站与测试终端的研制项目，首批次产品已在年底顺利交付；公司还中标入围了低轨卫星星座一期卫星通信载荷产品的研制工作。未来，低轨卫星相关产品需求有望迎来量价齐升，我们预计公司 2024-2026 年该业务营收分别为 3.78、9.94、12.69 亿元；毛利率保持在 50-60%。

其他产品：主要包括技术开发服务（主要是接受客户的委托提供技术开发或者设备检测、调试等服务业务）、工程业务（主要是公司为部分客户提供的宽带通信相关系统的工程安装等服务业务），占公司收入比重较小，我们预计假设 2024-2026 年营收增速及毛利率均保持稳定。

表 7：主营业务拆分

产品	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	收入(百万元)	729.2	400.6	312.7	401.3	1021.6	1302.6
	YoY	13.8%	-45.1%	-21.9%	28.3%	154.6%	27.5%
	成本(百万元)	264.3	162.8	177.2	171.9	472.0	639.0
	YoY	14.4%	-38.4%	8.9%	-3.0%	174.5%	35.4%
	毛利(百万元)	464.9	237.8	135.6	229.4	549.6	663.6
	毛利率	63.8%	59.4%	43.3%	57.2%	53.8%	50.9%
宽带移动通信设备							
	收入(百万元)	712.3	379.0	293.3	378.0	993.6	1269.0
	YoY	11.9%	-46.8%	-22.6%	28.9%	162.9%	27.7%

产品	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	成本(百万元)	257.4	151.3	159.9	151.2	447.1	609.1
	YoY	11.9%	-41.2%	5.7%	-5.5%	195.7%	36.2%
	毛利(百万元)	454.9	227.7	133.4	226.8	546.5	659.9
	毛利率	63.9%	60.1%	45.5%	60.0%	55.0%	52.0%
其他产品							
	收入(百万元)	17.0	21.6	19.4	23.3	28.0	33.6
	YoY	314.4%	27.4%	-10.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本(百万元)	6.9	11.5	17.3	20.7	24.9	29.8
	YoY	501.7%	66.0%	50.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利(百万元)	10.0	10.1	2.2	2.6	3.1	3.7
	毛利率	59.2%	46.8%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%

资料来源: wind, 山西证券研究所

5.2 估值分析与投资建议

公司的主要产品为宽带移动通信设备,我们选取具有相似业务的**景嘉微**(主营高可靠军用电子产品)、**铖昌科技**(主营控阵 T/R 芯片,应用于星载、机载、舰载、车载及地面相控阵雷达等装备)、**臻镭科技**(主营集成电路芯片和微系统产品,应用于无线通信终端、通信雷达系统、电子系统供配电、移动通信系统、卫星互联网等领域)、**盟升电子**(产品主要包括卫星导航、数据链、卫星通信、电子对抗等)作为可比公司。

考虑到可比公司 2024 年 Wind 市盈率一致盈利预期均值为 101 倍,公司 2024 年市盈率为 89 倍,以及公司资质齐全,全产业链布局及先发优势明显,技术底蕴深厚,有望发挥卫星产业链协同优势,具备较强的稀缺性,首次覆盖,给予“买入-B”评级。

表 8: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
300474.SZ	景嘉微	55.62	0.13	0.50	0.75	428	112	74
001270.SZ	铖昌科技	30.26	0.51	0.65	0.92	59	46	33
688311.SH	盟升电子	17.80	-0.43	0.09	0.40	-41	205	44
688270.SH	臻镭科技	20.90	0.47	0.52	0.76	44	40	27
可比公司 PE 均值						123	101	45
300762.SZ	上海瀚讯	13.99	-0.30	0.16	0.31	-	89	45

资料来源: wind, 山西证券研究所(注:可比公司采用 Wind 一致预期,股价时间为 2024 年 8 月 22 日)

6. 风险提示

市场竞争加剧的风险。公司所在行业壁垒较高，整个行业内有竞争力的企业数量不多，整个行业处于平稳竞争格局。但是随着国防信息化建设的大力开展，专网宽带移动通信行业的市场需求也迎来了较快的发展速度，越来越多的科研院所及民营企业开始加大研发力度，逐步参与到该领域的市场竞争之中。如果潜在竞争者不断进入，将导致专网通信行业市场竞争逐步加剧，公司可能面临市占率下降的风险。

客户采购波动的风险。公司下游主要为军工企业，采购具有计划性较强、项目周期较长的特点，一般先通过小批量采购经试用认可后，后续会进行持续的较大批量的采购。如客户采购计划发生变化，可能导致公司的营业收入具有不确定性。

技术人员流失风险。宽带移动通信业务属于技术密集型产业，对技术人员的依赖程度较高。如因竞争对手通过提供优厚待遇等手段吸引公司技术研发人员，或公司受到其他因素影响导致技术人才流失，而公司未能及时聘用具备同等资历的人员，公司的业务可能受到不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2826	2763	2910	4256	4047
现金	1435	1407	1202	1161	1567
应收票据及应收账款	1015	1001	1292	2114	1608
预付账款	15	16	25	83	56
存货	278	285	288	761	659
其他流动资产	82	53	104	137	157
非流动资产	541	718	646	685	670
长期投资	19	18	19	20	21
固定资产	94	367	343	360	332
无形资产	199	174	191	212	224
其他非流动资产	229	158	93	93	93
资产总计	3367	3480	3557	4941	4717
流动负债	615	938	916	2104	1631
短期借款	178	591	500	400	300
应付票据及应付账款	359	309	379	1588	1252
其他流动负债	78	38	37	117	78
非流动负债	61	46	46	45	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	46	46	45	44
负债合计	676	984	962	2149	1674
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	628	628	628	628	628
资本公积	1283	1282	1282	1282	1282
留存收益	789	590	689	886	1137
归属母公司股东权益	2690	2496	2595	2792	3043
负债和股东权益	3367	3480	3557	4941	4717

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-10	-304	-77	150	544
净利润	86	-190	99	197	251
折旧摊销	26	59	57	64	71
财务费用	-33	-6	-15	-12	-18
投资损失	-1	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-142	-224	-279	-99	241
其他经营现金流	55	58	64	-0	-0
投资活动现金流	-217	-106	-48	-102	-55
筹资活动现金流	159	350	-80	-89	-83
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	-0.30	0.16	0.31	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.48	-0.12	0.24	0.87
每股净资产(最新摊薄)	4.28	3.98	4.13	4.45	4.85

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	401	313	401	1022	1303
营业成本	163	177	172	472	639
营业税金及附加	0	1	1	1	1
营业费用	31	36	36	72	78
管理费用	35	43	38	87	104
研发费用	137	255	104	225	261
财务费用	-33	-6	-15	-12	-18
资产减值损失	-30	-103	-4	-10	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	1	1	1
营业利润	68	-257	103	208	265
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	68	-254	105	210	267
所得税	-17	-65	6	13	16
税后利润	86	-190	99	197	251
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	-190	99	197	251
EBITDA	63	-214	144	257	314

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-45.1	-21.9	28.3	154.6	27.5
营业利润(%)	-72.6	-477.9	140.1	102.3	27.4
归属于母公司净利润(%)	-63.6	-321.7	151.9	100.2	27.1
获利能力					
毛利率(%)	59.4	43.3	57.2	53.8	50.9
净利率(%)	21.4	-60.7	24.6	19.3	19.2
ROE(%)	3.2	-7.6	3.8	7.1	8.2
ROIC(%)	1.6	-6.5	2.6	5.6	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	20.1	28.3	27.0	43.5	35.5
流动比率	4.6	2.9	3.2	2.0	2.5
速动比率	4.1	2.6	2.8	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
应收账款周转率	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7
应付账款周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
估值比率					
P/E	102.7	-46.3	89.2	44.5	35.0
P/B	3.3	3.5	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	119.3	-37.3	56.2	31.3	24.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

