

其他军工 III

上海瀚讯 (300762.SZ)

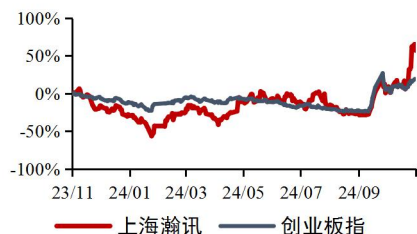
买入-B(维持)

三季度收入环比已显著改善，卫星互联网视发射节奏放量可期

2024年11月13日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年11月12日

收盘价 (元):	28.22
总股本 (亿股):	6.28
流通股本 (亿股):	6.28
流通市值 (亿元):	177.21

基础数据：2024年9月30日

每股净资产 (元):	3.86
每股资本公积 (元):	2.04
每股未分配利润 (元):	0.64

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

事件描述：

上海瀚讯发布 2024 年三季度报告。2024Q1-Q3，公司实现营收 1.76 亿元，同比-18.4%；实现归母净利润-0.91 亿元，同比-45.37%；扣非后归母净利润为-1.01 亿元，同比-18.4%。

事件点评：

### ➤ 1) 军工业务仍处底部但回暖可期

今年以来，受行业下游采购节奏调整等原因，军工通信行业整体承压。随着军工企业、国央企人事调整逐步落地，叠加十四五末期预算实际使用节奏或将加速，行业有望迎来交付高峰期。当前，军品、卫星行业基本面不断出现边际改善，军工通信业务下滑节奏已逐步收敛，但我们认为仍需等待行业需求迎来明确拐点。

公司在军用 5G、宽带数据链等新领域方面新品众多，已初步奠定领先地位，期待未来订单高增。截至 2024H1，公司新一代战术通信干线通信设备完成全军技术比测成绩优异，共有 3 个型号装备完成鉴定，2 型设备正在进行鉴定，其中，有 1 型开始小批量生产，完成了数个场站的配套建设，还有 2 型预计年末可小批量列装；5G 通信方面，公司已完成轻量化核心网和终端模组（2 型）的入选，正在做鉴定试验，相关 5G 基站设备技术评比成绩领先；另外还有 1 型 5G 装备入选装备研制工作正在部队试用；数据链方面，在某型无人机机载数据链设备技术评测中成绩优异，已签署首期供货合同。

### ➤ 2) 卫星星座建设节奏有望加速，公司有望受益于卫星快速放量

截至目前，垣信千帆星座今年已发射两批共 36 颗低轨卫星，发星节奏仍在加速。2024 年 8 月 6 日和 10 月 15 日，千帆极轨 01、02 组共 36 颗卫星由长征六号改运载火箭在太原卫星发射中心发射升空，顺利进入预定轨道。根据规划，2024 年内垣信卫星将至少完成 108 颗卫星发射并组网运营，形成初步商业服务能力，并在 3 年内完成一期 1296 颗卫星部署。公司深度参与千帆星座建设，截至 2024H1，公司是 G60 星座通信分系统承研单位，负责该星座通信分系统的保障与支撑，研制并供给相关卫星通信载荷、卫星通信终端等关键通信设备。截至 2024H1，公司已完成地基基站、测试终端产品交付，并配合客户完成部署与系统联调，宽带载荷产品正式进入批产阶段，在轨验证平台、地基基站模拟器、多终端模拟器等在轨验证与测试保障设备研制投产。

公司已实现部分测试项目收入，实现良好开端。根据公开招标结果显示，2024 年，公司已中标上海垣信卫星演示卫星终端、测试终端基带、信关站与终端通信业务射频回环系统、低轨卫星星座通信仿真与验证平台、多终端模



拟器、地基基站模拟器等众多项目，累计中标金额超 3700 万元。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 -0.87/1.81/2.76 亿元（前次为 0.99/1.97/2.51 亿元），同比分别增长 54.3%/309.3%/52.3%，我们认为公司军工业务已经筑底，Q4 有望迎来拐点，卫星相关业务 2025 年或将快速放量，维持“买入-B”评级。

**风险提示：**

- **市场竞争加剧的风险。**越来越多的科研院所及民营企业开始加大研发力度，逐步参与专网宽带移动通信行业的市场竞争之中，如果潜在竞争者不断进入导致市场竞争逐步加剧，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，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。
- **卫星星座建设不及预期的风险。**由于我国的低轨卫星星座仍处于产业链形成初期，行业整体布局尚不成熟，建设进度可能受到供需波动、宏观政策、国际形势等因素影响，造成公司相关业务收入不及预期。

**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	422	1,228	1,539
YoY(%)	-45.1	-21.9	34.8	191.3	25.3
净利润(百万元)	86	-190	-87	181	276
YoY(%)	-63.6	-321.7	54.3	309.3	52.3
毛利率(%)	59.4	43.3	61.1	54.0	54.0
EPS(摊薄/元)	0.14	-0.30	-0.14	0.29	0.44
ROE(%)	3.2	-7.6	-3.6	7.0	9.6
P/E(倍)	207.1	-93.4	-204.5	97.7	64.2
P/B(倍)	6.6	7.1	7.4	6.8	6.2
净利率(%)	21.4	-60.7	-20.6	14.8	17.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	2826	2763	2688	3508	4116
现金	1435	1407	881	1228	1539
应收票据及应收账款	1015	1001	1408	1321	1610
预付账款	15	16	27	102	61
存货	278	285	262	680	735
其他流动资产	82	53	110	177	170
<b>非流动资产</b>	541	718	650	706	691
长期投资	19	18	19	20	21
固定资产	94	367	347	381	353
无形资产	199	174	191	212	224
其他非流动资产	229	158	93	93	93
<b>资产总计</b>	3367	3480	3338	4214	4807
<b>流动负债</b>	615	938	883	1578	1896
短期借款	178	591	500	652	840
应付票据及应付账款	359	309	348	782	986
其他流动负债	78	38	35	144	69
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	676	984	929	1623	1939
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	504	685	920
归属母公司股东权益	2690	2496	2410	2591	2867
<b>负债和股东权益</b>	3367	3480	3338	4214	4807

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-10	-304	-390	307	174
净利润	86	-190	-87	181	276
折旧摊销	26	59	57	66	74
财务费用	-33	-6	-11	-9	-8
投资损失	-1	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-142	-224	-411	70	-168
其他经营现金流	55	58	64	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-217	-106	-52	-120	-58
<b>筹资活动现金流</b>	159	350	-84	-292	-193
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.14	-0.30	-0.14	0.29	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.48	-0.62	0.49	0.28
每股净资产(最新摊薄)	4.28	3.98	3.84	4.13	4.57

## 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	401	313	422	1228	1539
营业成本	163	177	164	565	707
营业税金及附加	0	1	1	1	2
营业费用	31	36	37	49	62
管理费用	35	43	59	74	92
研发费用	137	255	245	319	369
财务费用	-33	-6	-11	-9	-8
资产减值损失	-30	-103	-63	-79	-63
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	1	1	1
<b>营业利润</b>	68	-257	-95	191	292
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	68	-254	-92	193	294
所得税	-17	-65	-6	12	18
<b>税后利润</b>	86	-190	-87	181	276
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	86	-190	-87	181	276
EBITDA	63	-214	-49	256	368

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-45.1	-21.9	34.8	191.3	25.3
营业利润(%)	-72.6	-477.9	63.2	302.1	52.9
归属于母公司净利润(%)	-63.6	-321.7	54.3	309.3	52.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.4	43.3	61.1	54.0	54.0
净利率(%)	21.4	-60.7	-20.6	14.8	17.9
ROE(%)	3.2	-7.6	-3.6	7.0	9.6
ROIC(%)	1.6	-6.5	-3.4	5.5	7.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.1	28.3	27.8	38.5	40.3
流动比率	4.6	2.9	3.0	2.2	2.2
速动比率	4.1	2.6	2.7	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3
应收账款周转率	0.4	0.3	0.4	0.9	1.1
应付账款周转率	0.4	0.5	0.5	1.0	0.8
<b>估值比率</b>					
P/E	207.1	-93.4	-204.5	97.7	64.2
P/B	6.6	7.1	7.4	6.8	6.2
EV/EBITDA	260.0	-79.0	-356.9	67.1	46.3

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，本报告的任一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

