



买入（首次）

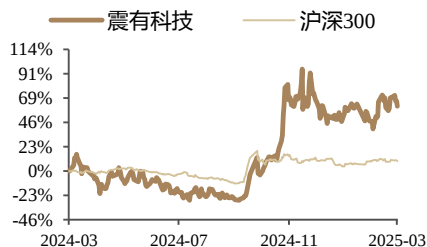
所属行业：通信/通信设备
当前价格(元)：31.41

证券分析师

李宏涛
资格编号：S0120524070003
邮箱：liht@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.63	9.86	-3.44
相对涨幅(%)	9.84	5.07	-0.54

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

震有科技(688418.SH)：卫星核心网领先企业，有望受益出海业务增长

投资要点

政策支撑通信基建超前迭代，公司产品技术布局领先。1、政策端：①2024 年两会期间，工信部提出要强化 5G 演进，支持 5G-A 发展，加大 6G 技术研发力度。②2024 年底，全国工业和信息化工作会议召开。会议指出 2025 年要推进信息化和工业化深度融合。探索建立工业数据流通和交易机制。用三年时间建设 200 个高标准数字园区。推进工业 5G 独立专网建设，壮大多层次系统化工业互联网平台体系。实施“人工智能+制造”行动，加强通用大模型和行业大模型研发布局和重点场景应用。2、需求端：三大运营商中，中国移动和中国联通均已经正式发布 5G-A 行动计划。3、技术端：公司是为数不多能提供 IMS 核心网、全系列 10G-PON 产品的厂家之一。

卫星互联网领先布局，规模化建设时刻已临。1、卫星互联网需求已经初步显现：①截至 2024 年 11 月，天通用户规模达 200 万，终端规模达 1000 万。②截至 2024 年 12 月，中国电信已与华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、中兴等国内主流厂商推出 24 款支持天通卫星电话功能的消费类手机。2、卫星互联网规模化建设时刻已临：千帆星座已经实现四次“一箭 18 星”发射。星网也已经实现第二次低轨组网发射。3、公司领先布局卫星互联网业务：①公司与中国电信集团卫星通信有限公司通过竞争性谈判获得“天通一号”项目核心网建设的合同，成为天通卫星网络核心网部分的唯一供应商。②2024 年 H1，公司获取了中国电信天通一号核心网扩容订单。

项目中标情况良好，海外增长预期高。公司凭借 5G 专网技术以及子公司深圳震有智联的 AIOT 技术优势，助力安哥拉库内内省恩度大坝的 5G 专网建设；在毛里塔尼亚获得 ATSS 项目四期建设订单。同时，公司在南亚和东南亚市场上持续发力，相继获得了孟加拉 Banglalink ISBC 项目三期建设订单、孟加拉 Ringtech ICX 项目二期建设订单、孟加拉 AGNI ICX 项目二期建设订单；获取了东南亚一运营商客户 Cloud PBX 项目订单；获得印度 TATA IMS 扩容订单，并向印度 BSNL 提供光传输产品运维服务。截至 2024 年上半年，公司已经获得某国卫星通信项目的设备及服务项目合同，合同总金额为 1.12 亿美元（不含税）。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年总收入为 949/1,251/1,588 百万元，归母净利润 26/113/176 百万元。对应 3 月 10 日 PE 倍数为 251.46/57.31/36.79 倍。根据主营业务对比，选取臻镭科技、上海瀚讯、铖昌科技作为可比公司，可比公司 2025-2026 年平均 PE 倍数为 61.81/43.61。2025、2026 年公司市盈率略低于可比公司平均水平。同时，我们认为公司将在卫星互联网建设过程中充分受益，预计未来公司将具有高成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1、卫星互联网建设不及预期； 2、海外客户需求不及预期； 3、通信基础设施建设需求不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	193.61		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	193.61	营业收入(百万元)	532	884	949	1,251	1,588
52 周内股价区间(元):	14.15-38.19	(+/-)YOY(%)	14.7%	66.1%	7.3%	31.8%	26.9%
总市值(百万元):	6,081.29	净利润(百万元)	-215	-87	26	113	176
总资产(百万元):	1,739.84	(+/-)YOY(%)	-111.6%	59.7%	129.7%	338.8%	55.8%
每股净资产(元):	4.37	全面摊薄 EPS(元)	-1.11	-0.45	0.13	0.58	0.91
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	38.6%	40.5%	51.5%	52.1%	52.5%
		净资产收益率(%)	-23.4%	-10.5%	3.0%	11.7%	15.4%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 专注通信系统 20 年，公网、专网两头并行	5
1.1. 专注通信系统，处于业务扩张阶段	5
1.2. 股权结构稳定，管理层从业资历深厚	6
1.3. 营业收入总体稳步增长，归母净利润扭亏	7
2. 5G-A 推动公网增量，专网具有市场机会	8
2.1. 5G-A、毫米波带来核心网数值增长，通感场景扩展核心网新功能	8
2.2. 核心网准入壁垒高，公司为少数参与者	11
2.3. 政策支撑力度强，光网络、专网建设仍有可为	12
2.4. 低空经济长线布局，海外业务格局初步打开	13
3. 规模化建设开始，卫星出海带来增量	14
3.1. 政策支撑+基建补齐，我国卫星互联网大基建时刻已至	14
3.2. 卫星细分赛道领先布局，出海市场空间具有想象力	16
3.3. 星座海外商业闭环初步确立，出海市场空间具有想象力	17
4. 收入预测及估值分析	18
4.1. 收入预测	18
4.2. 估值分析	18
5. 风险提示	19

图表目录

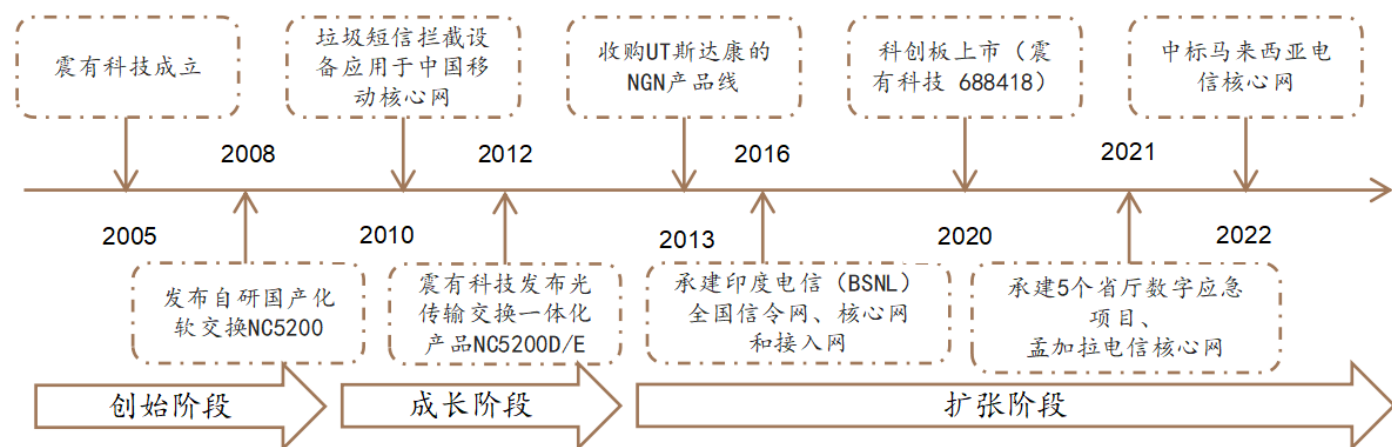
图 1: 震有科技历史沿革	5
图 2: 震有科技股权结构	6
图 3: 2019-2024Q1-3 公司营收及净利润情况	7
图 4: 2019-2024Q1-3 公司利润率情况	7
图 5: 2019-2024H1 公司营收构成 (亿元)	8
图 6: 2019-2024Q1-3 公司费用率情况	8
图 7: 2019 -2024 年 5G 基站发展情况 (万个)	9
图 8: 2019-2024 年我国 5G 用户发展情况 (亿户)	9
图 9: 核心网分层 QoS 调度	10
图 10: 感知节点切换场景示意	10
图 11: 支持网联无人机的 5G 系统逻辑架构	10
图 12: 2019 年三季度核心网市场格局	11
图 13: 核心网竞争力评估指标	11
图 14: 2014-2029 年中国专网通信行业市场规模 (亿元)	12
图 15: 2022-2030 年小基站部署量 (按部署类型分类)	13
图 16: 2022-2030 年小基站部署量 (按部署区位分类)	13
图 17: 2016-2023 年全球卫星产业规模及增长率	15
图 18: 天通一号卫星系统覆盖参照	16
图 19: 2019-2024 H1 公司中国境内及境外营收及增速	17
表 1: 公司产品所属行业	6
表 2: 震有科技高管履历	6
表 3: 公司核心网关键技术 (未全部列示)	11
表 4: 各省市相关政策 (不完整列示所有地方政策)	13
表 5: 公司营业收入预测及拆分 (亿元)	18
表 6: 可比公司估值 (截止日期: 2025-3-10)	19

1. 专注通信系统 20 年，公网、专网两头并行

1.1. 专注通信系统，处于业务扩张阶段

公司成立于 2005 年。发展历程可以分为三个阶段。1、创始阶段（2005～2008）成立初期主要从事企业网软交换系统的研发、设计和销售。适时切入煤矿市场，在业界率先发布了移动软交换系统，将小灵通从公网移植到煤矿井下专网，实现有线无线一体化调度。同期公司开发的“集成多种无线接入和 VoIP 功能的调度指挥系统”也获得深圳市南山区科技研发资金资助。2、成长阶段（2009～2012）逐步拓展政府、电力等专网通信市场，同时也向中兴网信、大唐移动、大唐电信、烽火通信、UTStarcom 等企业提供软交换产品。公司的软交换产品具有很好的适用性、可靠性，丰富的行业解决方案和产品交付能力取得了更多客户的认可，震有科技发展成为专网通信细分领域知名企业。3、扩张阶段（2013 至今）震有科技迅速成为海外电信营运商及通信系统集成商的正式供应商，公司 IMS 核心网、信令网和集中式综合业务接入网产品均实现了在海外的突破，并带动其他产品在海外的销售，境外收入持续攀升。专网通信领域，指挥调度系统迭代更新，已经从传统的多媒体指挥调度升级到地理信息系统融合、音视频融合、多制式通信系统融合和智能预案的可视化指挥调度，公司正进一步抓住新型智慧城市建设和新一代应急管理体系建设的浪潮，向客户提供完整和可交付解决方案。

图 1：震有科技历史沿革



资料来源：公司官网，德邦研究所

公网、专网两头并进，国内、海外业务并驾齐驱。公司的主营产品公网和专网并重，国内与海外并重，已经发展成为国内领先的通信系统设备及技术解决方案的供应商。公网主要服务于社会公众用户的通信网络，专网主要服务于特定部门或群体的通信网络。1、公网客户：①境内市场，公司和国内电信运营商紧密合作，客户包括中国联通、中国电信等；②海外市场，印度国有电信 (BSNL)、印度 TATA、日本软银 (Softbank)、菲律宾长途电话公司 (PLDT)、意大利 Tiscali、英国泽西电信 (JT) 均为公司客户。2、专网客户：①境内市场，数据中心，深度参与兰州新区各类数字项目的建设，并成功合作二期项目-兰州新区大数据产业数据机房项目；物联网及智慧城区，公司重点聚焦深圳以及珠三角地区，继续加强与运营商及相关央企的合作，开拓智慧工地、智慧交通、智慧养老、工业互联等特

殊应用场景，智能巡检机器人、光储能智联移动哨兵、边缘融合一体机以及新一代生物雷达智能看护仪等产品相继交付使用；②海外市场，公司获得了印度电信 IP-MPLS 路由器订单、中电建建筑集团有限公司的安哥拉库内内抗旱项目 5 标段-71 号 Ndú e 大坝项目等。

表 1：公司产品所属行业

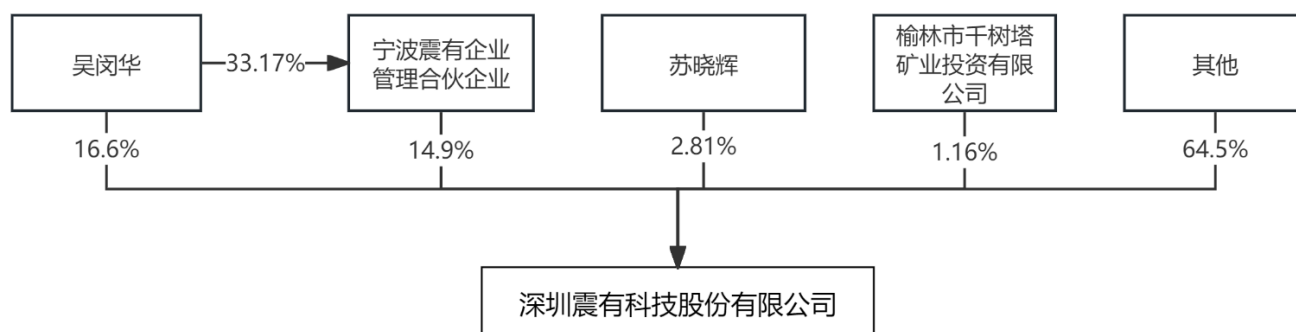
区别	公网	专网
服务用户	主要为社会公众用户提供个人通信服务，网络运营通常以经济效益为主要目的	主要为政府与公共安全、公用事业、工商业领域行业用户提供应急通信、指挥调度、日常工作通信等通信服务，主要强调社会效益
系统要求	更加关注个人用户的通信体验	更加关注通信管理、可靠性、高效、安全等特性
运营管理	由运营商统一进行网络建设、运营维护和用户管理	一般由用户自行出资建设，并进行网络维护和用户管理

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

1.2. 股权结构稳定，管理层从业资历深厚

股权结构稳定,员工持股激励。截至 2024 年 12 月，公司控股股东为吴闽华先生，直接持股 16.6%，另通过宁波震有企业管理合伙企业间接持股 4.94%。合计持股 21.54%。其中，宁波震有企业管理合伙企业曾用名为“宁波震有投资合伙企业(有限合伙)”即公司员工持股平台。

图 2：震有科技股权结构



资料来源：Wind，公司 2024 年三季报，德邦研究所

公司管理层从业资历深厚。公司管理层多长期深耕通信网络领域，具有相对深厚技术经验。同时部分高管有华为任职经历，对于行业第一梯队的技术及管理均有认知。有助于公司的研发决策以及长期管理。

表 2：震有科技高管履历

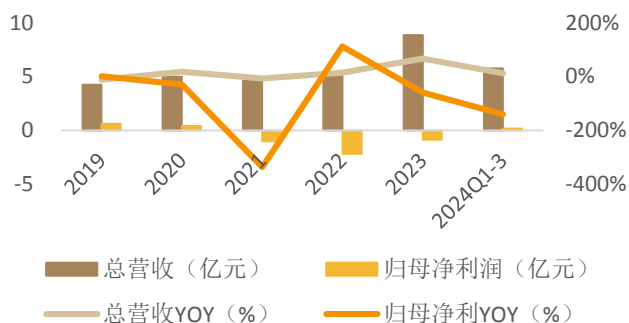
姓名	职务	职业履历
吴闽华	董事长,董事	曾任华为技术有限公司部门经理；尚阳科技（中国）有限公司总工程师；深圳市沃其丰科技股份有限公司董事兼总经理；2006 年至今，任震有科技董事长兼总经理。
孟庆晓	董事	曾任华为技术有限公司软件工程师；尚阳科技（中国）有限公司产品经理；康璇科技（深圳）有限公司产品经理；2009 年至今，任震有科技董事、副总经理、研发总监、融合通信产品部总监。
张中华	董事	曾任山东世界贸易中心担任信息中心网络工程师；山东华为通信技术有限公司工程部项目经理、业软产品经理；尚阳科技（中国）有限公司项目经理；中通思普科技（深圳）有限公司售前产品经理；2006 年至今，任震有科技董事、副总经理、全球销售运营部总监。
姜坤	董事	曾任华为技术有限公司担任工程师；尚阳科技（中国）有限公司高级工程师；宽兆科技（深圳）有限公司产品经理；2007 年至今任震有科技董事、副总经理，智慧应用产品部总监。

资料来源: Wind, 德邦研究所

1.3. 营业收入总体稳步增长, 归母净利润扭亏

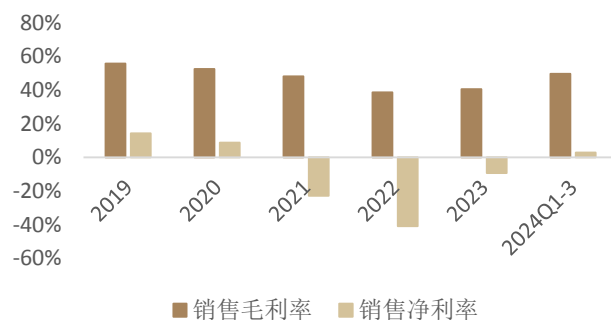
营业收入总体维持增长, 净利润率边际改善。公司营收总体保持稳步增长, 2019 年公司营收仅为 4.24 亿元, 2023 年公司营收已增至 8.84 亿元, 2019-2023 年 CAGR=20.16%。2024 年 Q1-3 公司营收为 5.77 亿元, 同比增长率为 11.43%。值得注意的是, 2023 年公司营收大幅增长主要原因为市场持续开拓、公司项目交付顺利, 确收项目数量及金额有所增长。2024 年公司交付验收项目持续增加, 前三季度营收同比增长 11.43%。**净利润开始实现扭亏:** 2021 年, 由于公司加大研发和市场开拓力度, 相关费用增长, 同时业务拓展/交付不及预期导致公司净利润转亏为 1.02 亿元。2022 年, 在 2021 年基础上叠加客户回款周期延长, 公司净利润亏损进一步增加至 2.15 亿元。2023 年, 公司海外业务改善, 回款管理增强净利润亏损有效收窄至 0.87 亿元。2024 年 Q1-3 归母净利润为 0.17 亿元, 实现扭亏。从公司应收账款周转天数来看, 2021 年为 432.6 天, 到 2024 年三季度, 已经逐步下降到 235.3 天。我们认为, 伴随公司回款的改善, 公司将有望实现年度净利润扭亏。同时海外业务的复苏也将为公司营收带来新的增长。2022 年-2024 年前三季度, 公司毛利率逐步改善, 2024 年前三季度, 公司毛利率为 49.60%。

图 3: 2019-2024Q1-3 公司营收及净利润情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

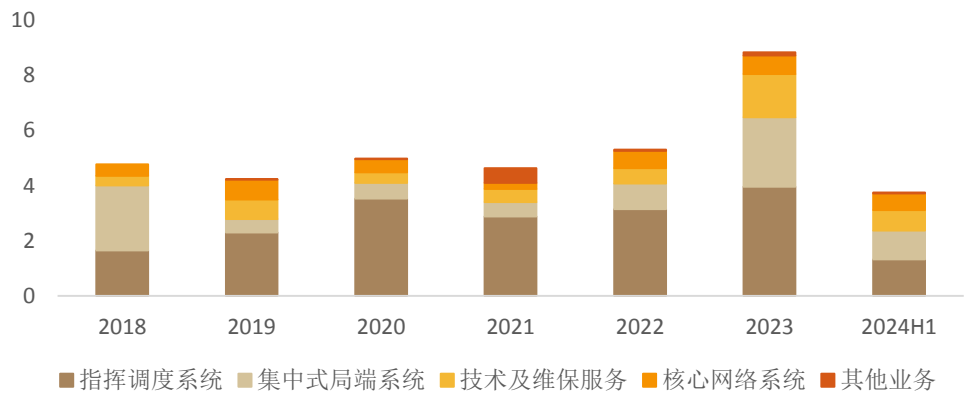
图 4: 2019-2024Q1-3 公司利润率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

业务结构变化, 盈利能力持续改善。2019 年-2023 年, 公司营收主体业务为指挥调度系统。2019 年, 公司承接中国电信集团卫星通信有限公司的自主卫星移动通信系统后续星建设项目 (核心网部分)。自 2020 年后指挥调度系统占比逐年下行。2020 年指挥调度系统、集中式局端系统、技术及维保服务、核心网络系统占营收比例分别为 70.80%、11.40%、7.60%、9.40%。2024H1 指挥调度系统、集中式局端系统、技术及维保服务、核心网络系统占营收比例分别为 35.37%、27.66%、19.95%、15.96%。截至 2024H1, 公司指挥调度系统、集中式局端系统、技术及维保服务、核心网络系统毛利率分别为 47.94%、47.55%、57.51%、71.16%。卫星核心网的技术含量和定制化程度是移动核心网中较高的类型。公司目前在中东及非洲已有卫星互联网方面的业务接洽中。未来如落地, 或将进一步改变公司营收格局。我们认为高毛利的业务占比持续提升将为公司盈利能力的持续改善提供有效支撑。

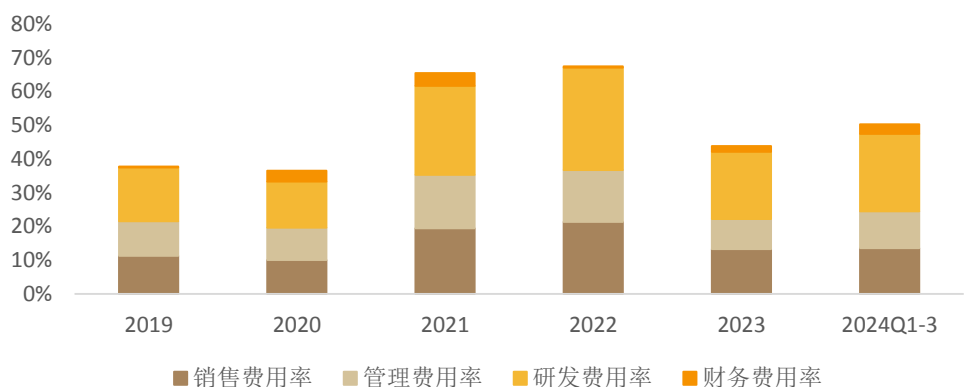
图 5：2019-2024H1 公司营收构成（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

费用率有效控制，持续研发投入构造技术壁垒，打开市场空间。2021、2022年公司除财务费用外的费用率均大幅提升，与公司归母净利润情况对应。主要系公司为拓展市场增加销售人员，导致销售费用增长。同时由于人员增加，相应的办公及差旅支出导致管理费用增长。2023年，公司完成验收确认收入的项目数量及金额较上年同期有所增长。费用的数额小幅增长，但是费用率得到有效控制。2023年，公司研发费用为1.76亿元，研发费用率为19.92%。2024年前三季度，公司研发费用为1.33亿元，研发费用率为23.00%。长期的研发投入为公司构筑了深厚的技术壁垒。核心网方面，公司是国内少数具备卫星互联网核心网技术能力的企业，多项核心网技术具备壁垒，是中国电信天通一号核心网独家供应商。光网络及接入方面，公司是为数不多的能够提供全系列10G-PON产品的厂家之一。数智网络及智慧应急方面，公司业务已广泛布局于政企、能源等多个重要领域，并在相关重大活动中获得应用，深受市场认可。新市场新行业的发展有望给公司业务带来更加广阔的空间。

图 6：2019-2024Q1-3 公司费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

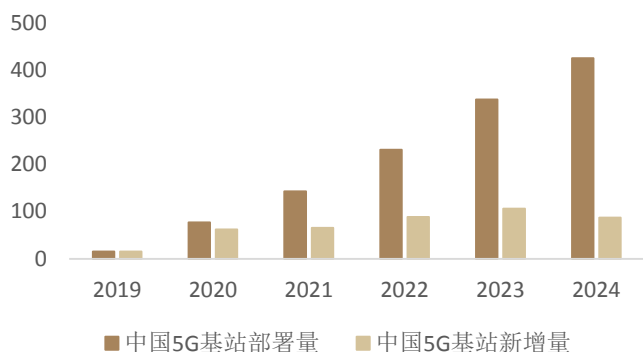
2. 5G-A 推动公网增量，专网具有市场机会

2.1. 5G-A、毫米波带来核心网数值增长，通感场景扩展核心网新功能

我国5G接入网基础建设已经超额完成。根据工信部《2024年通信业统计公报》，截至2024年底，我国已建成425.1万个5G基站，具备千兆网络服务能力

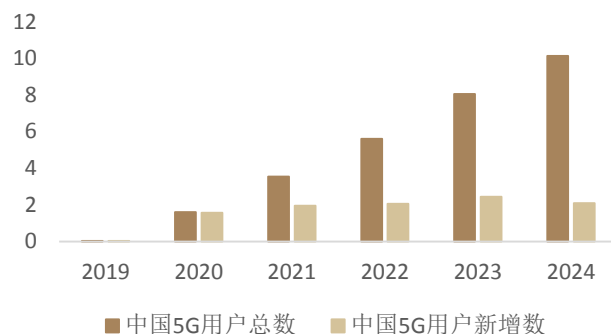
的 10G PON 端口数达 2820 万个，比上年末净增 518.3 万个。《2024 中国互联网发展报告》显示，5G 用户普及率超过 60%。工信部披露，5G 行业应用已融入 76 个国民经济大类，推动了约 14 万亿元的总产出。过去五年，我国在 5G 基础设施建设、用户规模和创新应用方面取得显著成就，5G 基站建设数量超额完成十四五规划目标。

图 7：2019 -2024 年 5G 基站发展情况（万个）



资料来源：工信部，德邦研究所

图 8：2019-2024 年我国 5G 用户发展情况（亿户）



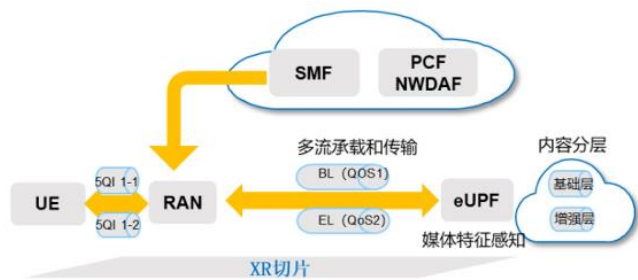
资料来源：工信部，中国信通院，中国互联网协会《中国互联网发展报告（2021）》，德邦研究所

政策端支撑+运营商启动，5G-A 商用建设正式开始。1、政策支撑：政府提及加码通讯行业，推动 5G-A 布局：两会期间，工业和信息化部表示：适度超前建设 5G、算力等信息基础设施。要继续推动工业互联网规模化应用，促进 5G 赋能“千行百业”。同时要强化 5G 演进，支持 5G-A 发展，加大 6G 技术研发力度。2、三大运营商推动 5G-A 商用：中国移动 2024 年规划将在超过三百个城市启动 5G-A 商用部署，并推动规模商用三载波聚合和 RedCap 技术，以及通感一体、无源物联网、网络智能化、XR 增强、工业互联网五大技术试商用部署。2025 年 2 月，中国联通宣布 2025 年中国联通计划在 39 个重点城市主城区全面启动 5G-A 业务，其他 300 余城市重点场景启动 5G-A 业务，并同步开启 5G-A 星火计划、5G-A 百川计划、融合创新终端生态联盟。中国电信则专注于打造包括上下行超宽带、通感一体、确定性网络等在内的八大核心能力，推出低空经济、智能制造、智慧仓储、智慧能源等九大 5G-A 应用，并在终端、卫星、时空、物联网等领域强化六大生态合作。

新媒体、新连接、新能力三方面，多维能力超越带宽效率。针对通信行业的持续发展，从新媒体、新连接、新能力三方面提出了新需求。5G-A 核心网方面通过多种新技术进行实现：

1、新媒体：①**新兴媒体方面**，随着 8K 视频、裸眼 3D、XR 和新通话等应用的不断发展，需要媒体协议层优化和按需调度以及 5G 网络边缘上部署媒体渲染等处理设备。对此，5G-A 核心网引入**基于媒体帧粒度 PDU Set 的 QoS 调度机制**。通过不同的 QoS Flow 传输不同重要程度的帧内容，进而基站能够进行帧粒度的完整性传输和分层 QoS 调度。②**新通话方面**，运营商实时通信业务将通过音频、视频、数据三通道，并结合 AI、AR/VR 等技术，以新通话为基础，朝着智能化、交互化、沉浸化的方向持续演进。为支持数据通道功能，IMS 网络新增了**数据通道信令功能、数据通道应用存储功能和增强的媒体资源功能**。通过这些功能的协同，在 IMS 呼叫流程中引入 Data Channel 处理环节，能够实现内容共享、智能客服、数字人通信等业务。

图 9：核心网分层 QoS 调度



资料来源:IMT-2020(5G)推进组《5G-Advanced 核心网演进白皮书(2023 年)》,德邦研究所

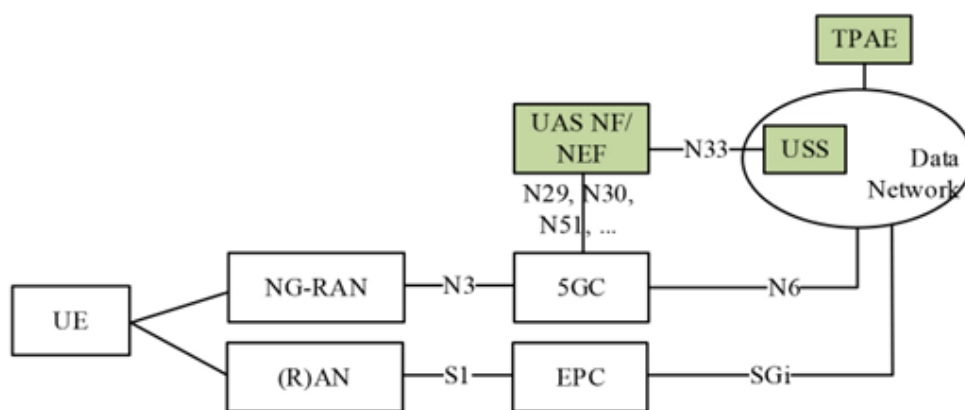
图 10: 感知节点切换场景示意



资料来源:IMT-2020(5G)推进组《5G-Advanced 核心网演进白皮书(2023 年)》,德邦研究所

2、新连接:①**无源物联方面**,传统无源物联技术受制于无源标签极低功耗和极低复杂度的特性,传输距离短,难以规模组网,应用场景受限。为支持无源物联业务的多项要求,核心网 5GC 架构需要增强。包括考虑是否引入新的网络功能以及对现有网络功能的增强要求。②**工业物联方面**,工厂机器视觉、矿业远程控制、智慧港口自动化巡检、电力行业配电自动化等制造业持续创新,以数字化、智能化、柔性化生产为核心的创新工业制造对 5G 专用网络、5G 确定性网络、高精授时、工业以太网提出了更高的要求。针对确定性网络,5GS 将和 DetNet 系统深度融合。因此 5GC 将支持对于 DetNet 的多项能力。③**卫星通信方面**,针对部分无地面覆盖或地面覆盖较弱的地区,有效的信号覆盖是重要需求。5G-Advanced 卫星通信还将支持星上搭载基站与核心网(如 UPF)的更为复杂的处理,实现星上数据缓存与转发、UE 与 UE 之间直接通过卫星路径进行数据传输(即数据不经由地面设备传输)等功能,以充分发挥卫星通信覆盖范围广、适合超长距离通信等优势。④**网联无人机方面**,无人机产业已进入快速增长期,无人机充满整个低空立体空间已成为一个明显趋势。为更好支持无人机的业务场景。核心网中将新增无人机系统的 NF(网络功能)和 NEF(网络开放功能)。

图 11: 支持网联无人机的 5G 系统逻辑架构



资料来源：IMT-2020(5G)推进组《5G-Advanced 核心网演进白皮书（2023 年）》，德邦研究所

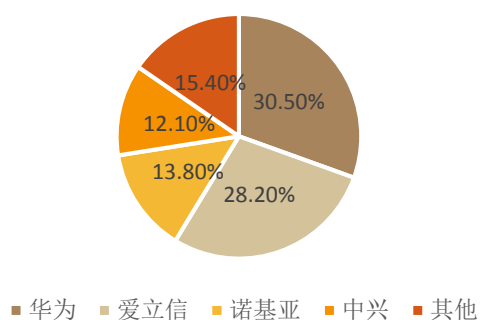
3、新能力:①**智能化方面**,移动网络中流量持续增长,业务多样性迅速增加,用户业务对网络的期望从尽力而为逐渐转变为满足不同类型业务的差异化需求。核心网将引入分布式可信的人工智能技术,3GPP 标准中制定的多 NWDAF 实例支持横向**联邦学习**的框架和能力,未来还将引入纵向联邦学习,跨域协同和跨层协同,跨域协同涉及网络与应用间数据、模型等共享和协同,跨层协同则包括网

元层与运维层协同，实现在保护数据隐私的前提下进行分布式训练，解决数据泄露、带宽短板等问题。②通感一体方面，随着移动网络对物体检测、定位、跟踪、监控、自动控制等业务的强烈需求，同时为使能一网多能，实现网络的节能高效演进，通信感知一体化技术应运而生。

2.2. 核心网准入壁垒高，公司为少数参与者

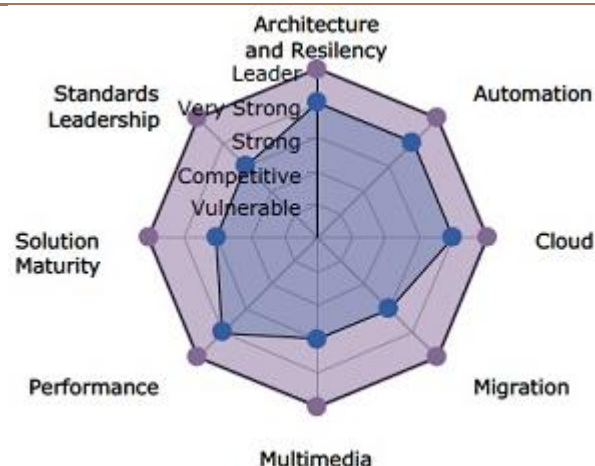
核心网市场市场份额高度集中，准入壁垒高。根据 Dell’Oro Group 数据，2019 年时核心网市场已经表现出市场高度集中的特征。qyresearch 研究团队调研统计数据显示，5G 核心网市场的主要参与者包括华为、中兴、爱立信、诺基亚等，前四大厂商占全球市场份额的 88%。核心网是整个通信系统的管理中枢，负责网络内所有语音及数据的控制、管理、分拣及分发，技术门槛较高。运营商客户对于通信设备供应商的技术要求也相对较高，因为核心网系统一旦出现故障将可能导致整个地区的通信设备瘫痪。从性能指标上来看需要从八个维度进行考量（架构和可靠性、标准遵从、自动化、商用经验、性能、多媒体（视频和语音）、演进、云支持）。同时，核心网络系统由于技术含量较高，行业内仅有少数供应商可以提供相应产品。通信设备供应商需要持续进行研发投入以保证技术的先进性，具有一定的资金门槛。

图 12：2019 年三季度核心网市场格局



资料来源：Dell’Oro Group，公司招股说明书，德邦研究所

图 13：核心网竞争力评估指标



资料来源：华为，GlobalData《5G 移动核心网：竞争力评估》，德邦研究所

公司为少数核心网供应商，具有国产化能力。公司是为数不多的能提供 IMS 核心网的公司之一。公司凭借多年技术积累，开发了全云化 IMS 核心网系统，系统支持 4G 高清语音 (VoLTE) 和 5G 高清语音 (VoNR)。公司具备 5G 全系统端到端解决方案能力。5G 核心网实现了软硬件的完全解耦合，既可以部署在通用 X86 服务器上，也可以部署在国产化 ARM 服务器上，避免了硬件厂商的锁定并保障了硬件供应的安全。国产化方面，公司 IMS 核心网、4G 核心网 (EPC)、5G 核心网 (5GC) 极其相关业务系统已实现基于国产化服务器、操作系统以及数据库软件的云化部署。公司的核心网系统（包括电信级与企业级）均已实现软硬件完全 100% 全国产化，自主可控，不用担心被“卡脖子”。

表 3：公司核心网关键技术（未全部列示）

技术名称	核心技术先进性
虚拟操作系统平台技术	采用虚拟化和重构等多种技术，对不同操作系统的差异化进行平滑和封装处理，为上层业务开发提供丰富的接口以及管理手段，广泛广泛应用于核心网系统、光网络及接入系统、数智网络及智慧应急系统等产品之中。处于国内先进水平。

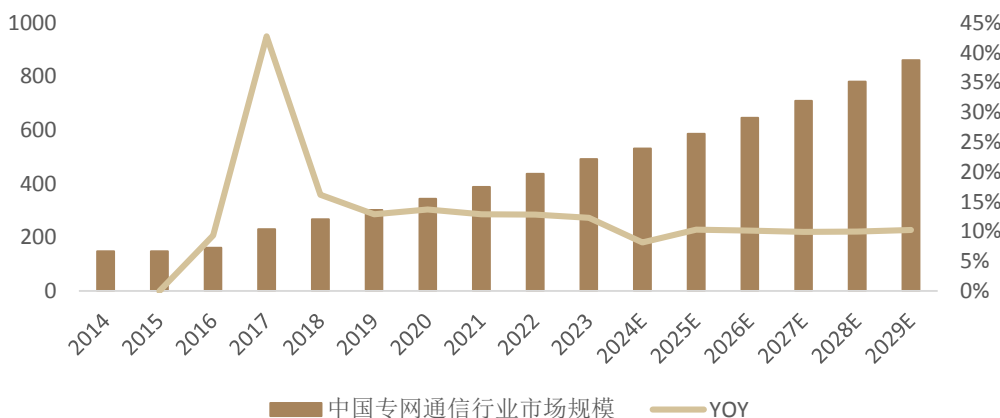
云化 DSP 技术	基于网络虚拟化 (NFV) 和云化架构实现语音的云虚拟化处理方案, 支持各种编解码和 DSP 处理技术, 达到硬件 DSP 的语音质量, 网络规划部署和后期扩容方便快捷, 为 3G/4G/5G 核心网、IMS 核心网以及卫星核心网等设备提供重要的编解码技术支撑。
轻量化 5G 核心网	轻量化 5G 核心网通过支持 NFV/Cloud 云化部署, 实现了纯软件化的 5GC+UPF 和软硬件的完全解耦合, 既可以部署在通用 X86 服务器上, 也可以部署在国产 ARM 服务器上, 避免了硬件厂商的锁定并保障了硬件供应的安全, 满足特殊行业应用的国产化要求。
宽窄带融合卫星通信技术	是将宽带和窄带等多种卫星体制接入网共同接入 5G 核心网, 实现多卫星业务融合的卫星通信能力。该技术涉及到 5G 核心网和多种不同体制的卫星接入网之间的对接, 信令消息的转换以及位置管理服务, 是 5G 核心网卫星通信定制化业务的重要组成部分之一。
卫星物联网技术	是在卫星组网模式下, 5G 核心网与物联网服务平台共同完成物联网终端短报文传输业务、5G 核心网与卫星终端实现终端节能、可靠数据传输业务等。
卫星端到端通信技术	卫星网络下, 使用卫星处理模式, 保证两个终端数据传递不落地的业务。卫星处理模式下, 基站以及 5G 核心网用户面部分转发功能需要进一步下沉到卫星上, 核心网控制面网元部署在地面核心网上, 用户面数据根据端到端通信的要求, 走星间链路路由到其他星下的终端。

资料来源: 公司 2024 年中报, 德邦研究所

2.3. 政策支撑力度强, 光网络、专网建设仍有可为

5G 工厂已见成效, 工信部推动 5G 独立专网建设。2024 年底, 全国工业和信息化工作会议召开。根据会议披露数据, 2024 年, 我国累计培育 421 家国家级智能制造示范工厂、700 家高水平 5G 工厂, 新培育国家级绿色工厂 1383 家, 累计培育国家先进制造业集群 80 家。2025 年要推进信息化和工业化深度融合。探索建立工业数据流通和交易机制。加快规上工业企业、专精特新中小企业数字化转型全覆盖, 面向重点行业“一业一策”制定数字化转型指南, 用三年时间建设 200 个高标准数字园区。分行业分区域布局一批制造业数字化转型促进中心。**推进工业 5G 独立专网建设, 壮大多层次系统化工业互联网平台体系。**实施“人工智能+制造”行动, 加强通用大模型和行业大模型研发布局和重点场景应用。全链条推进基础软件、工业软件技术攻关和成果应用, 加快建设先进计算产业体系。根据前瞻产业研究院数据, 2023 年我国专网通信行业市场规模在 490 亿元左右。估计 2024-2029 年, 我国专网通信行业的市场规模将保持在 10%左右的速度增长, 到 2029 年市场规模有望超过 860 亿元。

图 14: 2014-2029 年中国专网通信行业市场规模 (亿元)

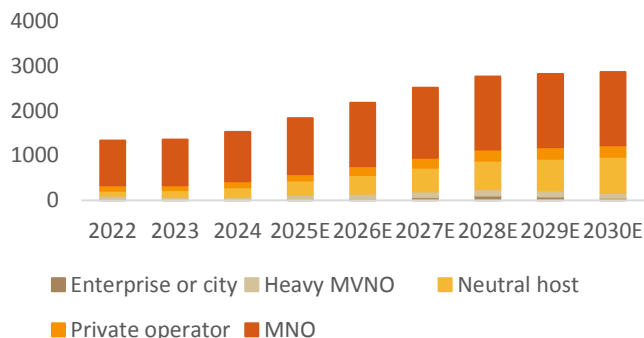


资料来源: 前瞻产业研究院, 德邦研究所

小基站反应专网需求旺盛, 中立主机、私网运营将快速增长。小基站具备体积小、安装简单、功耗低、部署灵活、形态多变等特点。这些特点使得小基站能够适应集中部署、站点下沉等多种部署方式, 有效解决各种室内建筑布局的覆盖难

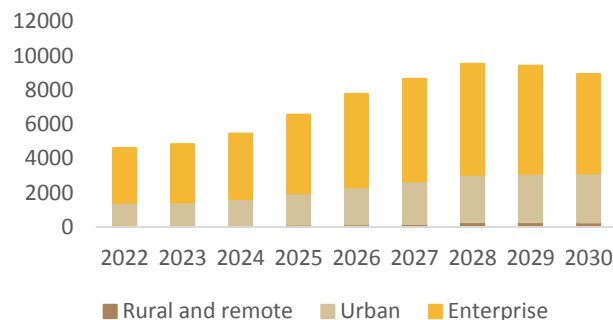
题。在大多数行业专网的部署场景，行业用户不但需要 5G 网络提供有保证的服务质量，还需要整个解决方案具有较“小”的成本压力。我们认为小基站的特征很和专网需求契合。根据小基站的部署可以一定程度推断行业专网的发展。从小基站部署类型来看，MNO 仍将长期占据较大比例。但是 Private operator（私网运营商）和 Neutral host（中立主机）占比将逐渐提升。从部署区位来看企业需求始终占据主导地位。

图 15：2022-2030 年小基站部署量（按部署类型分类,千 RU）



资料来源：smallcellforum，德邦研究所

图 16：2022-2030 年小基站部署量（按部署区位分类,千 RU）



资料来源：smallcellforum，德邦研究所

政策指引万兆光网带来 50GPON 需求，持续研发公司光接入产品拥有技术优势。运营商已将“双千兆城市建设”作为重要的经营和考核指标。截至 2024 年底具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 2820 万个，比 2023 年末净增 518.3 万个。公司是为数不多的能够提供全系列 10G-PON 产品的厂家之一。XG-PON 在 GPON 下行 2.5Gbps 的基础上，提升至 10Gbps 带宽；XGS-PON 更是可以提供上下行对称的 10Gbps 带宽。产品单槽位可以最大支持 16 端口，单槽位背板带宽可达 200Gbps。2025 年 1 月，工信部印发《关于开展万兆光网试点工作的通知》。明确提出到 2025 年底，在有条件、有基础的城市和地区，聚焦小区、工厂、园区等重点场景，开展万兆光网试点。实现 50G-PON（无源光网络）超宽光接入、FTTH（光纤到户）/FTTR（光纤到房间）与第 7 代无线局域网协同、高速大容量光传输、光网络与人工智能融合等技术的部署应用。公司已经启动相关技术及产品研发。

2.4. 低空经济长线布局，海外业务格局初步打开

各省市积极推动低空经济发展。山东省力争到 2027 年实现载人无人机商业化，广东省目标到 2026 年打造世界领先的低空经济产业高地，北京市聚焦技术创新与全产业链发展，深圳市则通过资助政策支持企业落户与低空物流市场扩展。这些举措体现了各地在低空经济领域的战略布局。

表 4：各省市相关政策（未完整列示所有地方政策）

省市	内容
山东	《山东省低空经济高质量发展三年行动方案（2025—2027 年）》提出到 2027 年形成 10 个以上标杆应用场景，开通 50 条以上市内无人机航线和 20 条以上城际无人机物流航线，载货无人机实现常态化飞行，载人无人机实现商业化飞行。
江苏	《关于加快推动低空经济高质量发展的实施意见》提出全力推进低空经济发展，使之成为发展新质生产力的新引擎，到 2027 年，低空空域协同管理机制运转高效，低空经济发展规模全国领先。到 2030 年，低空

设施网基本建成，覆盖上中下游的特色产业链基本形成，低空飞行应用融入生产生活。

《广东省推动低空经济高质量发展行动方案（2024—2026 年）》提出广东 到 2026 年，推动形成低空制造和服务融合、应用和产业互促的发展格局，打造世界领先的低空经济产业高地。

《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024—2027 年）》显示，其重点任务涵盖技术创新、安全管控、低空制造全产业链、监管及运行服务技术支撑体系、基础设施及低空飞行服务保障体系、应用创新示范六大方面。北京

《深圳市支持低空经济高质量发展的若干措施》引培低空经济链上企业，鼓励企业技术创新，扩大低空飞行应用场景，完善产业配套环境深圳

资料来源：山东省人民政府，江苏省人民政府，广东省人民政府，北京市人民政府，深圳市交通运输局，德邦研究所

低空“大脑”开始布局，全国建设多处基地。东源县于 1 月 19 日-20 日成功举办了“2025 年低空经济战略合作协议签约仪式暨产业对接交流会”。鹏有科技董事长兼震有低空总裁与会，并表示震有和鹏有将与东源县国投集团在东源县共同建设万绿湖低空星舰基地，也是在全国的 6 号基地。震有科技通过通讯、信息集成和指挥调度，打造低空运营的“大脑”，在低空经济领域布局。会上，东源县政府与震有科技子公司鹏有（深圳）飞行科技签署了战略合作协议。同时，出席本次活动的 13 家低空领域企业（零重力、丰翼科技、杉杉创投等），共同与东源国投集团、鹏有科技签订了合作协议，2024 年 11 月，鹏有科技已经在第二十六届中国国际高新技术成果交易会携其低空指挥调度系统、LBS-U2000P 便携应急指挥箱、远端通讯模块及背负式自组网等创新产品亮相。

境内存量业务持续，境外增量业务扩展。境内市场：公司凭借多年沉淀打磨的自研核心网、无线基站、网管产品及服务能力成功中标中国广电 5G to B 专网项目；在智慧应急领域指挥调度方面，公司助力亚洲最大天然碱矿加工基地-内蒙古自治区阿拉善塔木素天然碱矿的指挥调度系统建设。公司与合作伙伴共同推进了广西壮族自治区应急能力提升工程预警指挥项目（国债项目），建设应急管理综合应用平台工具和灾害风险视频监控汇聚平台，为广西应急管理部门提供强大的指挥调度能力。公司及子公司深圳震有智联持续聚焦深圳以及珠三角地区，继续加强与运营商及相关央企的合作，开拓智慧工地、智慧交通、智慧养老、工业互联等特殊应用场景，并将该等应用场景逐步向境外市场拓展。境外市场：在非洲市场，公司凭借 5G 专网技术以及子公司深圳震有智联的 AIOT 技术优势，助力安哥拉库内内省恩度大坝的 5G 专网建设；在毛里塔尼亚获得 ATSS 项目四期建设订单。同时，公司在南亚和东南亚市场上持续发力，相继获得了孟加拉 Banglalink ISBC 项目三期建设订单、孟加拉 Ringtech ICX 项目二期建设订单、孟加拉 AGNI ICX 项目二期建设订单；获取了 东南亚一运营商客户 Cloud PBX 项目订单；获得印度 TATA IMS 扩容订单，并向印度 BSNL 提供光传输产品运维服务。

3. 规模化建设开始，卫星出海带来增量

3.1. 政策支撑+基建补齐，我国卫星互联网大基建时刻已至

作为新质生产力代表领域，卫星互联网发展已成为趋势。2023 年 12 月中央经济工作会议提出，“打造商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业”，上海、北京、成都、重庆等发布空天产业行动计划。目标包括到 2025 年实现大规模火箭和卫星生产、建设卫星数据服务中心、以及推动空天信息产业的快速发展。各地

计划通过加大投资、优化产业布局，力争在未来几年形成规模化的空天信息产业集群，并在技术创新上取得重要突破，推动行业整体向千亿级规模迈进。

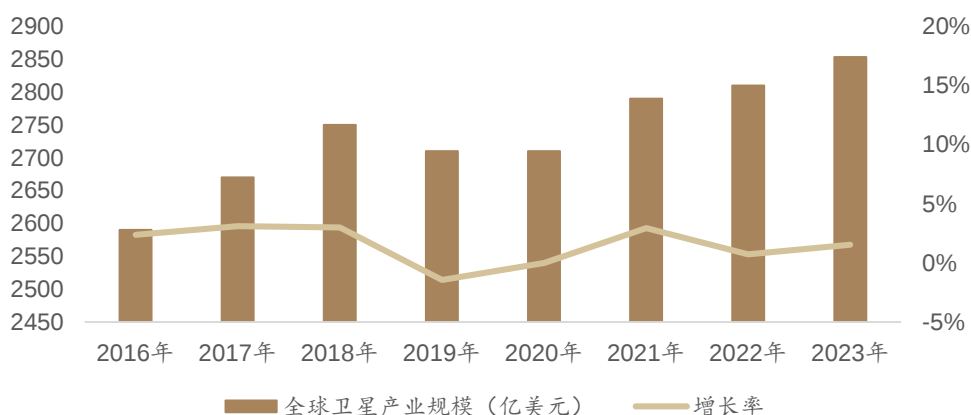
表 6：卫星互联网部分地区发展政策

时间	地区	政策名称	内容
2023.10.23	成都	《成都市卫星互联网与卫星应用产业发展规划(2023-2030年)》	到 2025 年卫星互联网与卫星应用核心产业规模力争达 300 亿元，产业投资规模力争突破 200 亿元，建成卫星大数据中心和卫星数据服务中心。
2023.10.24	上海	《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)》	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，形成“核心主体+东、西两翼”商业航天空间布局，实现空间信息产业规模突破 2000 亿元。
2024.1.17	北京	《北京市加快商业航天创新发展行动方案(2024-2028 年)》	到 2028 年形成“南箭北星、两核多国、津冀联动”的发展格局，打造空天信息和星箭终端千亿级产业聚集区，此后，通过 5 年时间形成可重复使用火箭常态发射能力。
2024.3.15	重庆	《重庆市以卫星互联网为引领的空天信息产业高质量发展行动计划》	到 2027 年在全国率先构建空天地一体化、通导遥深度融合的空天信息服务体系，形成核心产值 500 亿规模空天信息产业集群。

资料来源：成都市经济和信息化局，上海市人民政府，北京市人民政府，重庆市人民政府，德邦研究所

1000 亿基金助力卫星互联网发展。2023 年 11 月，首届明月湖空天信息活动上宣布，国内首个空天信息产业共同体及基金群成立。空天信息产业共同体基金群由国家产业投资基金、重庆渝富控股集团、航天投资控股等 10 家机构联合发起，基金规模达到 1000 亿元，旨在推动卫星互联网等领域的创新发展，培育一批具有全球影响力的企业和独角兽公司。

图 17：2016-2023 年全球卫星产业规模及增长率



资料来源：SIA 2024 年《卫星产业状况报告》，德邦研究所

长三角区域聚焦卫星互联网产业升级。2023 年 10 月 24 日，上海市发布的《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)》提出，到 2025 年，上海将形成年产 50 发商业火箭和 600 颗商业卫星的生产能力，推动卫星互联网产业的规模化发展。2024 年 2 月，上海垣信卫星成功完成 67 亿元 A 轮融资，创下中国卫星行业单轮融资新纪录，进一步加速产业进程。

我国综合发射能力改善，航班化发射加速追赶。火箭方面：航天科技集团八院以及蓝箭航天先后完成 10 公里级别垂直起降飞行试验。目前，星际荣耀和蓝箭航天均公开表示将在 2025 年发射可回收液体火箭。此外，天兵科技计划在 2024 年发射对标 SpaceX 猎鹰九号的天龙三号液氧煤油火箭。星河动力、中科宇航也已有明确的液体型号火箭规划。从成本角度，蓝箭航天方面称其朱雀二号火箭在

不断优化提升，最终价格会在 4 万-5 万元人民币/公斤，朱雀三号将为 2 万元人民币/公斤。星河动力正在研发的中大型可重复使用的液体运载火箭“智神星一号”，运载能力可以达到 15 吨，每公斤发射成本不到 2 万元人民币，未来还有望降到 1 万元以下。整体来看我国发射成本或将和 SpaceX 的 3000 美元/千克处于同一数量级。从发射场地来看，我国已经实现海上发射。东方航天港 2024 年正式进入常态化发射阶段。海南发射场也在 2024 年 11 月 30 日完成首飞任务。卫星制造角度：航天五院天津卫星生产线量产阶段产能可达 200 颗/年以上，航天二院武汉小卫星智能生产线产能 240 颗/年，银河航天南通卫星智能工厂具备 100 颗/年的产能并向 300-500 颗/年迈进，上海垣信 G60 星链卫星工厂设计产能 300 颗/年，重庆数创园卫星超级工厂未来预计年产卫星千颗以上。综上，我们认为我国综合发射能力已经长足改善，且未来成本将进一步下降。截至 2025 年 3 月，千帆星座已经实现四次“一箭 18 星”发射。星网也已经实现第二次低轨组网发射。我们判断，我国卫星互联网建设已经进入航班化发射阶段，开始加速追赶 SpaceX 发射进度。

3.2. 卫星细分赛道领先布局，出海市场空间具有想象力

卫星通信事涉国安，公司领先布局。2008 年盛夏，汶川地震突如其来，震区地面通信网络全面瘫痪，由于当时中国没有自己的移动通信卫星系统，只能租用国外的卫星电话抗震救灾。汶川地震后，中国启动了自主移动通信卫星系统的立项论证，决心填补国家在卫星移动通信领域的空白。“天通一号”是我国首个自主研发的卫星移动通信系统，根据工信部 2013 年批复，天通民用系统的建设、运营和推广工作由中国电信负责。2019 年 12 月 18 日，工信部批复中国电信天通业务正式商用。01 星覆盖祖国国土，包括海洋国土、和边境线以外 200 公里。02 星增容覆盖东部海域大概 1800 万平方公里面积。03 星增容覆盖东南亚邻国以及海域，大概 1800 万平方公里面积。公司与中国电信集团卫星通信有限公司通过竞争性谈判获得“天通一号”项目核心网建设的合同，成为天通卫星网络核心网部分的唯一供应商。公司负责“天通一号”核心网系统研制，除提供核心网常规的语音、数据、短信、传真功能外，还承担了包括卫星物联网业务等在内的定制开发工作。公司提供的设备包括归属位置寄存器、数据域、电路域、短信中心、计费网关、网管等全套核心网络系统。

图 18：天通一号卫星系统覆盖参照



资料来源：天地星通官网，德邦研究所（此图发布时间为 2022 年 3 月）

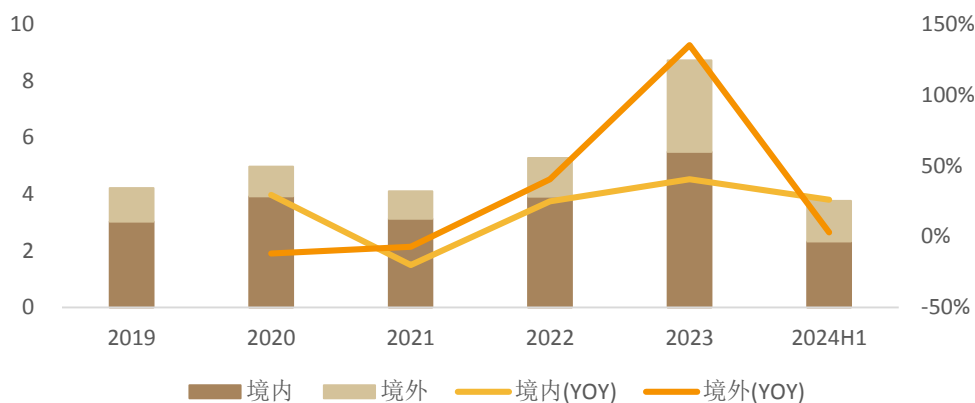
多品牌手机支持卫星直连，用户/终端数量彰显市场前景广阔。自 2023 年第一款直连天通卫星手机华为 Mate 60 Pro 发布以来，“捅破天”基本成为高端手机

的标配。中国电信卫星公司表示，截至 2024 年 12 月，中国电信已与华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、中兴等国内主流厂商推出 25 款支持直连天通卫星的消费类手机，累计销量超过 1600 万台。截至 2024 年 11 月，天通用户规模达 200 万，终端规模达 1000 万。2024 年 H1，公司获取了中国电信天通一号核心网扩容订单。

3.3. 星座海外商业闭环初步确立，出海市场空间具有想象力

市场持续扩张，出海业务恢复增长。2019-2023 年，公司营收整体维持增长趋势，2020 年，受到新冠疫情影响，海外业务拓展受阻，但国内市场实现业务的较快增长。因此当年营收整体维持稳定。2021 年海外业务拓展持续不及预期。2022 年海内外市场均实现增长。2023 年，中国境内及境外占营收比例分别为 62.14% 和 36.51%。2023 年公司市场持续拓展，海外业务逐步复苏，同时由于卫星互联网进程的启动和加速，公司整体营收实现激增。2024H1，公司中国境内及境外业务占营收比例分别为 61.99% 和 38.01%。

图 19：2019-2024 H1 公司中国境内及境外营收及增速（亿元）



资料来源：公司年报等公告，德邦研究所

千帆出海，我国卫星互联网海外业务闭环。1、国内千帆星座计划已经和巴西 TELEBRAS 正式签署合作备忘录。预计垣信卫星将在 2026 年为巴西地区提供正式的商用服务。垣信卫星已经与 30 多个国家启动业务洽谈。2、1 月 1 日，在中国香港，基于千帆星座的低轨卫星宽带网络数据在星旅远洋国际邮轮有限公司旗下的鼓浪屿号邮轮上实现成功接入。合作中，中国移动香港有限公司 (CMHK) 的数字化终端设备与千帆星座的地面商用终端成功对接。3、2 月，垣信卫星科技有限公司与马来西亚卫星运营及解决方案提供商 MEASAT Global Berhad 正式签署谅解备忘录，双方将在低轨卫星星座管理运营、技术研发和应用解决方案等多个维度展开合作。此外，双方还将在终端直通 D2D 通信、基于卫星的物联网 IoT 功能和地球观测 EO 服务以及 Q/V 波段极高频的联合雨衰落研究等新兴技术领域展开合作。

积极拓展，公司已获海外卫星项目订单。公司积极拓展非洲市场，2023 年 11 月公司参加 AfricaCom 2023，VodaCom、MTN、TELKOM 等南非当地运营商和跨国运营商和公司均有交流。2024 年 9 月，中非合作论坛开幕前夕总书记率先会见了刚果民主共和国总统齐塞克迪，并指出中刚的全面战略合作伙伴关系使得两国各领域务实合作突飞猛进，具有战略意义，成为发展中国家携手推进现代化的样板。刚果共和国对外合作署 (APSCS) 总干事率队考察震有科技，并就卫星通

信与骨干光传输展开了深入交流，并探讨了在刚果民主共和国境内的潜在合作机会。截至 2024 年上半年，公司已经获得某国卫星通信项目的设备及服务项目合同，合同总金额为 1.12 亿美元（不含税）。

4. 收入预测及估值分析

4.1. 收入预测

指挥调度系统：根据国家政策指引，我国工业 5G 独立专网、多层次系统化工业互联网平台体系建设仍然具有较强的建设需求。同时从全球视角下来看，专网需求仍处在增长趋势中。公司在海外专网领域也取得了多项订单。我们预计公司**指挥调度系统** 2024-2026 年营收增速分别为 4.00%/25.00%/25.00%。

集中式局端系统：根据国家政策指引，我国千兆光网络建设进程良好，万兆网络试点已在路上。公司作为为数不多能够提供全系列 10G-PON 产品的厂家之一且在 50GPON 技术上有长远布局。我们预计公司**集中式局端系统** 2024-2026 年营收增速分别为 4.00%/40.00%/22.22%。

核心网络系统：5G-A 商用元年已至，公司是核心网领域的少数玩家。此外，对于卫星互联网，公司也已经收获相关订单。我国主要卫星互联网星座 GW、垣信均已开始批量化发射卫星。我们预计公司**核心网络系统** 2024-2026 年营收增速分别为 49.25%/50.00%/48.00%。

技术及维保服务：公司的技术与维保服务主要基于自身在核心网领域、光网络及接入领域和数智网络及智慧应急领域的技术积累，面向主营产品所销售的客户提供相应的配套服务。我们预计公司**技术及维保服务** 2024-2026 年营收增速分别为 8.00%/25.00%/25.00%。

表 5：公司营业收入预测及拆分（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	4.64	5.32	8.84	9.49	12.51	15.88
YOY	-7.20%	14.66%	66.17%	7.36%	31.83%	26.91%
毛利率（%）	48.14%	38.64%	40.51%	51.47%	52.06%	52.48%
指挥调度系统	2.88	3.15	3.97	4.13	5.16	6.45
YOY	-18.64%	9.38%	26.03%	4.00%	25.00%	25.00%
毛利率（%）	58.76%	39.26%	35.36%	48%	48%	48%
集中式局端系统	0.53	0.93	2.52	2.62	3.67	4.48
YOY	-7.02%	75.47%	170.97%	4.00%	40.00%	22.22%
毛利率（%）	18.19%	20.90%	43.48%	48%	48%	48%
技术及维保服务	0.47	0.56	1.57	1.70	2.12	2.65
YOY	23.68%	19.15%	180.36%	8.00%	25.00%	25.00%
毛利率（%）	45.34%	49.37%	44.77%	55%	57%	57%
核心网络系统	0.22	0.63	0.67	1.00	1.50	2.22
YOY	-53.19%	186.36%	6.35%	49.25%	50.00%	48.00%
毛利率（%）	76.04%	50.46%	55.62%	70%	70%	70%

资料来源：公司年报，德邦研究所预测
其他业务占比过低，在此未予列示

4.2. 估值分析

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年总收入为 949/1,251/1,588 百万元，

归母净利润 26/113/176 百万元。对应 3 月 10 日 PE 倍数为 251.46/57.31/36.79 倍。根据主营业务对比，选取臻镭科技、上海瀚讯、铖昌科技作为可比公司，可比公司 2025-2026 年平均 PE 倍数为 61.81/43.61。2025、2026 年公司市盈率略低于可比公司平均水平。同时，我们认为公司将在卫星互联网建设过程中充分受益，预计未来公司将具有高成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（截止日期：2025-3-10）

公司名称	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
臻镭科技	41.30	88.40	0.08	0.57	0.89	487.58	71.99	46.49
上海瀚讯	24.78	155.61	-0.09	0.43	0.58	--	57.40	42.90
铖昌科技	33.48	69.39	0.33	0.60	0.81	101.30	56.03	41.43
						--	61.81	43.61
震有科技	33.40	64.67	0.13	0.58	0.91	251.46	57.31	36.79

资料来源：Wind，德邦研究所（注：震有科技盈利预测来自德邦研究所，其余来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1、卫星互联网建设不及预期：卫星互联网是公司核心网未来重点应用方向。若卫星互联网建设不及预期，将导致公司相关业务增量预期无法落地；
- 2、海外客户需求不及预期：公司海外营收占比较高，客户需求易受地缘局势影响，存在不及预期风险；
- 3、通信基础设施建设需求不及预期：光网络、5G-A 建设，主要客户为三大运营商，其资本开支存在不确定性。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-0.45	0.13	0.58	0.91
每股净资产	4.27	4.40	4.98	5.89
每股经营现金流	-0.05	0.40	0.28	0.16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	251.46	57.31	36.79
P/B	4.42	7.59	6.70	5.67
P/S	4.13	6.81	5.17	4.07
EV/EBITDA	-250.80	58.08	30.60	25.65
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.5%	51.5%	52.1%	52.5%
净利润率	-9.3%	2.7%	8.9%	10.8%
净资产收益率	-10.5%	3.0%	11.7%	15.4%
资产回报率	-4.7%	1.4%	5.4%	7.0%
投资回报率	-5.4%	2.3%	7.8%	10.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	66.1%	7.3%	31.8%	26.9%
EBIT 增长率	66.0%	145.7%	277.1%	52.2%
净利润增长率	59.7%	129.7%	338.8%	55.8%
偿债能力指标				
资产负债率	52.2%	51.3%	54.0%	54.7%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.8
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	209.1	186.3	162.1	158.4
存货周转天数	358.0	461.1	374.1	386.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	23.7	22.9	30.5	35.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-87	26	113	176
少数股东损益	5	-0	-2	-4
非现金支出	132	80	88	64
非经营收益	5	6	9	10
营运资金变动	-65	-34	-154	-214
经营活动现金流	-10	78	54	31
资产	-54	-117	-75	-80
投资	-1	0	0	0
其他	1	1	1	3
投资活动现金流	-54	-115	-74	-78
债权募资	84	65	53	54
股权募资	0	0	0	0
其他	-24	-10	-12	-13
融资活动现金流	60	55	41	41
现金净流量	-5	17	21	-5

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 10 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	884	949	1,251	1,588
营业成本	526	461	600	755
毛利率%	40.5%	51.5%	52.1%	52.5%
营业税金及附加	2	4	4	5
营业税金率%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	118	142	163	191
营业费用率%	13.3%	15.0%	13.0%	12.0%
管理费用	79	95	113	127
管理费用率%	8.9%	10.0%	9.0%	8.0%
研发费用	176	237	275	349
研发费用率%	19.9%	25.0%	22.0%	22.0%
EBIT	-76	35	131	199
财务费用	15	6	7	8
财务费用率%	1.7%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-22	0	0	0
投资收益	0	5	3	4
营业利润	-91	29	124	191
营业外收支	-1	-0	-0	-0
利润总额	-92	29	124	191
EBITDA	-15	115	219	264
所得税	-10	3	12	19
有效所得税率%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	5	-0	-2	-4
归属母公司所有者净利润	-87	26	113	176

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	212	229	250	245
应收账款及应收票据	488	508	634	783
存货	652	528	719	901
其它流动资产	182	245	271	339
流动资产合计	1,534	1,510	1,874	2,268
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	41	42	40	49
在建工程	1	16	8	6
无形资产	96	103	109	131
非流动资产合计	331	370	359	376
资产总计	1,865	1,880	2,233	2,644
短期借款	310	360	410	460
应付票据及应付账款	358	295	380	491
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	252	240	343	416
流动负债合计	919	894	1,132	1,367
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	55	70	73	77
非流动负债合计	55	70	73	77
负债总计	974	964	1,205	1,445
实收资本	194	194	194	194
普通股股东权益	826	852	965	1,141
少数股东权益	64	64	63	58
负债和所有者权益合计	1,865	1,880	2,233	2,644

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。