



军民双轮驱动，业绩拐点加速到来

—— 邦彦技术点评报告

2025年04月10日

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 实现营收 3.47 亿元（YoY+92.0%），归母净利润-0.37 亿元，同比减亏 29.9%。
- **收入大幅增长，减亏成效显著：**24 年营收 3.47 亿，同比激增 92.0%，主要系军工订单交付恢复及民品业务突破。归母净利润-0.37 亿，同比减亏 29.9%，反映费用管控与业务结构优化见效。期间费用率 47.8%，同比减少 58.9pct，研发、管理和销售费用率分别减少 26.5pct、26.5pct 和 15.1pct，行业波动引发的收入骤降状况渐趋缓和，此前因收入锐减而畸高的费用率逐步正常。
 - **2024 总体增收不增利，主要系：**1) 毛利率 56.8%，同比减少 1.6pct。除舰船通信增长 5.5pct（毛利率 62.2%）外，融合通信（43.9%）和信息安全（46.6%）分别下降 9.8pct/21.0pct。2) 因军队职能重塑、财政预算趋紧，部分项目应收账款账龄拉长，信用减值损失计提同比大幅增加 266.6%。3) 政府补助同比锐减 84.4%，主要系上年一次性产业园建设补贴，以及军品增值税免税收益，而 24 年此项暂未全部下发。
 - **分业务来看，**舰船通信收入 2.81 亿（YoY+355.5%），重新回到 2 亿以上，补偿性增长趋势明显；融合通信 0.31 亿（YoY+187.7%）；信息安全 0.16 亿（YoY+82.5%），仍受客户任务下发进度影响。
 - **单季来看，**公司 24Q4 营收 0.93 亿（YoY+433.6%，QoQ+150.3%），归母净利润-0.36 亿，同比和环比分别减亏 47.8%/9.3%，减亏趋势逐季强化。收入端放量叠加费用管控优化，季度经营质量改善显著。
- **在手订单逐步转化为收入，现金流因补助减少：**截止 24 年末公司尚有在手订单及备产通知书 1.57 亿，较 24H1 的 3.39 亿有所下滑，显示订单逐步交付。经营现金流量净额 0.43 亿，同比减少 55.1%，主要系政府补助减少所致。
- **军品业务持续深耕，核心支柱强势复苏：**军队“十四五”中期调整后采购节奏恢复，推动舰船通信收入爆发式增长，后续我们预计舰船采购常态化，舰船板块逐步稳定。此外，国防信息化投入加码，政策要求关键信息系统实现全国产化率。公司在信息安全领域技术领先，随着大项目招标启动，该业务有望于 26 年迎来爆发式增长。
- **民品业务崭露头角，战略新品导入加速。**公司 24 非军品业务占主营收入 12.2%，已逐步形成第二增长曲线：1) 公司以“双脑架构 AI Agent”为核心，驱动传统通信业务智能化升级，并形成多领域 AI 技术沉淀。2) 电力安全加密卡入围国网年度框架采购，卡位信创替代窗口期。3) 云 PC 业务完成伟仕佳杰渠道铺货，政企试点项目落地。根据工信部 2022 年桌面云市场报告，2022 年中国云电脑市场规模为 1175.9 亿元，同比增长 15.65%；2023 年至 2025 年，该市场或将保持 20% 以上高速增长。公司云 PC 技术储备丰富，市场布局积极，2025 年有望迎来商业化放量拐点。
- **并购星网信通，协同红利加速释放：**公司拟以 13.94 元/股的价格发行股份购买星网信通 100% 股权，并配套融资。标的公司 2023 年营收 6.32 亿元（yoy+20.9%），归母净利润 0.47 亿元（yoy+31.9%），营收规模是同期上市公司的 3.49 倍。双方初步约定星网信通未来三年（2025-27）净利润合计不

邦彦技术（688132.SH）

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

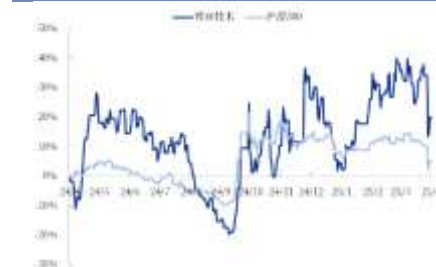
市场数据

2025-04-10

股票代码	688132.SH
A 股收盘价(元)	18.15
总股本(亿股)	1.52
总市值(亿元)	27.63
实际流通 A 股(亿股)	1.08
流通 A 股市值(亿元)	19.69

相对沪深 300 表现图

2025-04-10



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

低于 1.8 亿元，年均 0.6 亿元。该并购方案若成功实施有望大幅增厚上市公司利润。未来，公司将以星网信通市场布局为渠道，快速切入民品市场，丰富产品矩阵并拓宽下游应用领域，助力公司第二增长曲线的形成。

- **投资建议：**公司 2024 年实现战略转型关键突破，军工基本盘持续复苏，并与民品新赛道布局形成共振，“2+1+1”的业务布局正在成型。
 - 假设增发和配套融资方案于 Q3 末完成，考虑其对股本的稀释，公司备考总股本约为 2 亿股。假设星网信通 Q4 并表，受益于云 PC 业务和信息安全业务放量，我们预计公司 2025-2027 年备考归母净利润分别为 0.82/2.72/3.42 亿元，备考 EPS 分别为 0.41/1.36/1.71 元，当前股价对应 PE 分别为 47/14/11 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**军品客户延迟验收的风险；民品市场拓展不及预期的风险；市场竞争和军品审价导致毛利率下降的风险。

表1：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	3.47	7.96	19.88	23.83
收入增长率（%）	91.98	129.36	149.83	19.87
归母净利润（亿元）	-0.37	0.82	2.72	3.42
净利润增速（%）	29.94	322.84	233.92	25.40
毛利率（%）	56.80	36.40	33.90	33.00
摊薄 EPS（元）	-0.18	0.41	1.36	1.71
PE	—	47.39	14.19	11.32
PB	2.65	2.51	2.13	1.79
PS	11.15	4.86	1.95	1.62

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表2: 公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9.91	11.61	15.68	19.83
现金	2.29	3.19	2.95	3.18
应收账款	2.96	3.29	6.58	9.73
其它应收款	0.01	0.02	0.06	0.07
预付账款	0.02	0.10	0.26	0.32
存货	0.83	1.39	1.79	2.16
其他	3.80	3.61	4.04	4.38
非流动资产	7.24	7.08	6.79	6.40
长期投资	0.00	0.01	0.02	0.03
固定资产	5.18	5.06	4.81	4.46
无形资产	0.82	0.76	0.70	0.64
其他	1.24	1.25	1.26	1.26
资产总计	17.16	18.69	22.47	26.23
流动负债	1.94	2.65	3.71	4.06
短期借款	0.12	0.62	1.12	1.62
应付账款	0.59	0.70	0.80	0.67
其他	1.22	1.33	1.79	1.77
非流动负债	0.62	0.62	0.62	0.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.62	0.62	0.62	0.62
负债合计	2.55	3.27	4.33	4.68
少数股东权益	0.01	0.01	0.01	0.01
归属母公司股东权益	14.59	15.41	18.13	21.55
负债和股东权益	17.16	18.69	22.47	26.23

现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0.43	0.71	-0.57	-0.19
净利润	-0.38	0.82	2.72	3.42
折旧摊销	0.44	0.49	0.50	0.51
财务费用	0.01	0.01	0.03	0.04
投资损失	-0.02	-0.03	-0.08	-0.10
营运资金变动	-0.42	-0.61	-3.80	-4.12
其它	0.78	0.05	0.05	0.05
投资活动现金流	0.43	-0.30	-0.15	-0.03
资本支出	-0.11	-0.30	-0.20	-0.10
长期投资	0.45	-0.03	-0.03	-0.03
其他	0.09	0.03	0.08	0.10
筹资活动现金流	-0.95	0.49	0.47	0.46
短期借款	-0.57	0.50	0.50	0.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.38	-0.01	-0.03	-0.04
现金净增加额	-0.10	0.90	-0.25	0.23

资料来源: 中国银河证券研究院预测

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3.47	7.96	19.88	23.83
营业成本	1.50	5.06	13.14	15.96
营业税金及附加	-0.01	0.02	0.06	0.07
营业费用	0.23	0.38	0.66	0.74
管理费用	0.72	0.88	1.58	1.67
财务费用	-0.01	-0.05	-0.05	-0.03
资产减值损失	-0.27	-0.02	-0.03	-0.03
公允价值变动收益	0.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.02	0.03	0.08	0.10
营业利润	-0.37	0.91	3.03	3.84
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-0.38	0.91	3.03	3.84
所得税	0.00	0.09	0.30	0.42
净利润	-0.38	0.82	2.72	3.42
少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-0.37	0.82	2.72	3.42
EBITDA	-0.02	1.35	3.48	4.32
EPS (元)	-0.18	0.41	1.36	1.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91.98%	129.36%	149.83%	19.87%
营业利润	53.79%	342.02%	233.92%	26.81%
归属母公司净利润	29.94%	322.84%	233.92%	25.40%
毛利率	56.80%	36.40%	33.90%	33.00%
净利率	-10.55%	10.25%	13.70%	14.34%
ROE	-2.51%	5.29%	15.02%	15.85%
ROIC	-3.13%	4.82%	13.88%	14.60%
资产负债率	14.88%	17.49%	19.26%	17.82%
净负债比率	-14.77%	-16.62%	-10.01%	-7.18%
流动比率	5.12	4.38	4.22	4.89
速动比率	4.47	3.77	3.61	4.20
总资产周转率	0.19	0.44	0.97	0.98
应收账款周转率	1.17	2.54	4.03	2.92
应付账款周转率	2.01	7.81	17.45	21.75
每股收益	-0.18	0.41	1.36	1.71
每股经营现金	0.21	0.36	-0.29	-0.10
每股净资产	7.30	7.70	9.07	10.77
P/E	—	47.39	14.19	11.32
P/B	2.65	2.51	2.13	1.79
EV/EBITDA	-1320.01	26.82	10.60	8.59
PS	11.15	4.86	1.95	1.62

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良：制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 10 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森：军工行业分析师。证券从业 5 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn