



买入（维持）

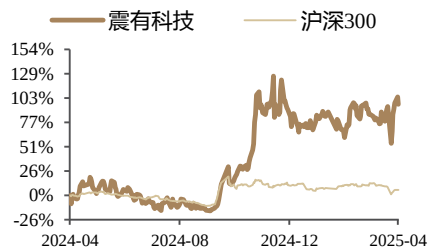
所属行业：通信/通信设备
当前价格(元)：33.18

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(%)	5.60	21.90	6.35
相对涨幅(%)	11.72	26.41	7.90

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《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》，2025.3.13

震有科技（688418.SH）：刚果总包项目落成，海外业绩增长启动

投资要点

事件：4月15日，震有科技发布《关于签署总包工程框架协议的公告》。公司与刚果民主共和国光纤公司签订了关于“刚果民主共和国国家骨干光纤宽带网络项目”总包工程的框架协议。项目采用总价合同模式，总包预算金额为15亿美元（不含税）。

刚果项目初步落成，“框架协议+订单”营收增长可期。本项目重要内容如下：1、合同金额（1）本项目采用总价合同模式，总包预算金额为15亿美元（不含税），包含项目实施所需的全部设备、硬件、软件和相关服务的总工作量定价，超出商定范围的任何工作的价格调整方法由双方达成一致确定。（2）本项目由“框架协议+订单”构成，订单为本协议的组成部分。（3）如关税税率发生超过±5%的变化，且对乙方成本产生明显且实质性的影响，双方将按照相关国际贸易原则经协商后调整订单价格。（4）甲方以美元支付本协议项下款项。2、合同履行期限：经双方签字盖章后生效，至双方履约完毕。3、项目执行周期：启动日期为本协议生效后另行签署的关于矿产资源换基础设施项目的合作协议后的第一个工作日，共计48个月完成整个工程。4、项目建设内容：骨干网建设及配套设施；接入网建设及配套设施；国际端口局；数据中心/站点/电信中心（TCE）、网络运营中心（NOC）、运营等。5、订单执行及款项支付：甲方根据本协议分批次向乙方发出订单，每个订单独立验收，独立结算。每个订单将按照预付款、进度款、初步验收款、最终验收款的支付进度安排。如果甲方未能在有效订单发出后的规定期限内支付预付款，乙方有权立即暂停与未支付预付款的特定订单相关的任何及所有准备工作，并有权要求甲方支付违约金。6、资金来源：公司将与刚果（金）相关部门及矿产项目投资方签署矿产资源换基础设施项目合作协议，刚果（金）相关部门将与矿产项目投资方共同成立合资公司，负责矿产资源的勘探、开采与销售，作为本项目建设的财务保障。我们认为，此项目为“框架协议+订单”的形式，通过小订单逐项交付的方式能有有效的保障资金到账且规避大额的确收风险。

光基建海外建设需求高，公司布局或将迎来收益期。公司持续优化海外市场布局，网络基础设施薄弱是很多国家和地区面临的现实问题，现阶段向光纤过渡已成为全球现象，海外对新光纤宽带网络和设备投资持续增长。2023年，公司海外业务已经逐步恢复。本项目签署或为公司海外业务上升的开端。此外，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）。

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。

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 4 月 14 日 PE 倍数为 259.51/59.14/37.97 倍。我们认为公司海外业务有望进一步增长，或将在在卫星互联网建设过程中将充分受益，预计未来公司将具有高成长性。维持“买入”评级。

风险提示：卫星互联网建设不及预期；海外客户需求不及预期；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):	6,423.98	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					

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	—	259.51	59.14	37.97
P/B	4.42	7.83	6.92	5.85
P/S	4.13	7.03	5.33	4.20
EV/EBITDA	-250.80	59.88	31.55	26.44
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 4 月 14 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：	类 别	评 级	说 明
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；	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。
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。	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。