



买入（维持）

所属行业：通信/通信设备
当前价格(元)：14.49

证券分析师

李宏涛

资格编号：S0120524070003

邮箱：liht@tebon.com.cn

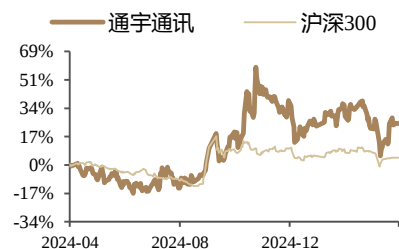
研究助理

通宇通讯（002792.SZ）：净利润率同比增长，低空、卫星东风将启

投资要点

事件：4 月 26 日，通宇通讯发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入约 11.9 亿元，同比下降约 7.71%；实现归属于上市公司股东的净利润约 0.4 亿元，同比下降约 49.00%。2025 年一季度，公司实现营收 2.5 亿元，同比增长 6.08%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.1 亿元，同比增长 128.26%。

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.76	-8.12	1.26
相对涨幅(%)	4.60	-3.42	2.19

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《通宇通讯(002792.SZ)：全栈布局初现雏形，参与通信试验卫星》，2025.4.11
- 《通宇通讯(002792.SZ)：5G-A 带来传统业务新场景，卫星铸就第二增长曲线》，2024.12.3

客户调整及业务剥离致业绩承压，未来盈利能力有望增强。2024 年，公司实现营业收入约 119,400.24 万元，同比下降约 7.71%；实现归属于上市公司股东的净利润约 4,138.51 万元，同比下降约 49.00%。若剔除 2023 年上半年公司转让深圳光为 100%股权产生的投资收益影响 0.6 亿元，公司 2024 年实现的净利润同比增长。1、从盈利能力来看：公司 2024 年归母净利润率为 3.47%。2023 年该数据为 6.28%，但是剔除非持续性事件（投资收益）影响后，实际值仅为 1.46%。2024 年实现归母净利润率同比增长。2、从营收构成角度来看：传统核心业务（基站天线、射频器件、微波天线）实现收入 11.2 亿元，占营收 93.77%；其中，射频器件贡献收入 1.7 亿元，同比下行 36.97%。主要原因为公司主要客户产品销售结构发生变动。光模块贡献收入约 6 百万元同比下行 91.56%。此外，新增卫星通讯产品贡献收入 0.4 亿元，占营收比例为 3.58%。3、从销售地域角度来看：境外收入 4.4 亿元，同比增长 20.27%，占营收比例为 36.51%。同时，境外市场毛利率达 25.52%，显著高于境内市场 20.31%，抗周期能力突出。公司海外业务主要集中在东南亚、“一带一路”沿线国家、中东发达国家及印度等地。据公司官方微信公众号，中美关税事件对公司海外业务几乎没有影响。我们认为，公司传统业务维持稳定，新增卫星通讯业务或为公司未来提供有力增长动能。同时，高毛利的海外业务有望使公司在中美摩擦的环境中拥有良好的风险调节能力。

卫星通信转型初见雏形，项目中标打开空间。1、公司持续布局卫星通信，已初见雏形。2024 年底以来，公司先后完成三项战略部署。以 3,000 万元参股卫星核心零部件企业鸿擎科技；联合武汉洪山国资成立湖北中洪通宇空间技术有限公司，强化政企协同；携手华真资本设立 5,000 万元规模的空天产业基金，首期 2,000 万元已投向卫星通信核心企业上海京济通信。未来，公司将持续深化卫星通信产业布局，重点围绕低轨卫星通信、星地一体化网络等战略方向，通过技术合作、资本运作等多重方式，积极构建卫星通信产业竞争力。2、初步中标核心客户项目，投入开始贡献收入。2025 年 3 月，公司中标国内某星座 25 型宽带终端（第二包）。2025 年 4 月，卫星互联网技术试验卫星发射升空。公司在本次实验中提供星载天线设备。我们认为公司已经初步进入我国卫星互联网核心客户供应链。伴随着卫星互联网建设的逐步推进，公司有望充分受益。

5G-A 商用启动带动公司传统业务，通感一体化加速落地。5G-A 商用启动，政策引导+运营商/地方规划推动新应用场景落地。我国政策支撑 5G 适度超前发展，三大运营商已经开始推动 5G-A 建设。政策端：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。4 月 1 日，公司中标中国联通北京市分公司 2024 - 2026 年移动网绿色基站天线集中采购项目（第二批次），并成为吉林联通赋形天线公开招标集中采购项目中标候选人。我们认为伴随 5G-A 商用开始，公司传统蜂窝网络无线侧业务可能迎来边际改善。通感一体化是 5G-A 的重要特性之一，有望成为低空经济基础设施的重要组成部分。公司在通感一体化方面已经实现布局。2024 年 10 月，公司联

合中国电信研究院、中兴通讯在安徽完成了 2.1G 低空网络覆盖的部署测试，项目采用了通宇通讯最新研发的 2.1G NR 空地一体化赋形绿色天线。2025 年 1 月，公司凭借其卓越的技术创新和前瞻性布局，获得“低空经济领航奖”。4 月 15 日，中国移动研究院联合华为、中国移动成研院发布业界首个基于多源融合的通感一体核心网原型。4 月 23 日，美团自研的第四代无人机成功通过民航局审查，获得全国首张低空物流全境覆盖运营合格证（简称“OC”）。我们认为低空经济脱离试点开始规模化落地应用的时点渐行渐近，公司作为低空经济的长线参与者有望充分受益。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年总收入为 15.99/19.68/23.26 亿元，归母净利润 0.93/1.35/1.89 亿元。对应 4 月 25 日 PE 倍数为 81.92/55.96/40.08 倍。我们认为公司卫星领域及低空经济领域相关产品均有望为公司带来持续的增长，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):	522.43		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	313.81	营业收入(百万元)	1,294	1,194	1,599	1,968	2,326
52 周内股价区间(元):	9.60-18.43	(+/-)YOY(%)	-8.0%	-7.7%	33.9%	23.1%	18.2%
总市值(百万元):	7,570.06	净利润(百万元)	81	41	93	135	189
总资产(百万元):	3,486.05	(+/-)YOY(%)	-0.4%	-49.0%	123.6%	46.4%	39.6%
每股净资产(元):	5.34	全面摊薄 EPS(元)	0.16	0.08	0.18	0.26	0.36
资料来源：公司公告		毛利率(%)	20.2%	22.2%	23.9%	25.4%	27.0%
		净资产收益率(%)	2.9%	1.5%	3.3%	4.6%	6.2%
		资料来源：公司年报（2023-2024），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	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.18	0.26	0.36
每股净资产	5.32	5.44	5.62	5.87
每股经营现金流	-0.00	0.00	0.11	0.20
每股股利	0.03	0.06	0.08	0.11
价值评估(倍)				
P/E	186.00	81.92	55.96	40.08
P/B	2.80	2.67	2.58	2.47
P/S	6.51	4.74	3.85	3.26
EV/EBITDA	106.87	51.55	37.28	27.82
股息率%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	22.2%	23.9%	25.4%	27.0%
净利润率	3.5%	5.8%	6.9%	8.1%
净资产收益率	1.5%	3.3%	4.6%	6.2%
资产回报率	1.2%	2.6%	3.6%	4.6%
投资回报率	0.9%	2.9%	4.4%	6.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.7%	33.9%	23.1%	18.2%
EBIT 增长率	194.3%	302.8%	54.8%	43.1%
净利润增长率	-49.0%	123.6%	46.4%	39.6%
偿债能力指标				
资产负债率	19.8%	22.8%	25.6%	27.2%
流动比率	3.9	3.3	2.8	2.6
速动比率	3.3	2.8	2.3	2.1
现金比率	0.7	0.4	0.2	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	174.3	147.9	154.1	156.9
存货周转天数	118.5	75.7	73.2	74.6
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
固定资产周转率	4.1	5.5	6.4	7.2

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	41	93	135	189
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	58	49	56	62
非经营收益	-25	-21	-25	-30
营运资金变动	-76	-120	-108	-117
经营活动现金流	-2	1	58	105
资产	-66	-98	-101	-104
投资	124	-111	-77	10
其他	28	60	28	33
投资活动现金流	86	-148	-151	-61
债权募资	21	5	2	-9
股权募资	0	0	0	0
其他	-85	-31	-43	-60
融资活动现金流	-64	-26	-41	-69
现金净流量	22	-174	-134	-25

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,194	1,599	1,968	2,326
营业成本	929	1,217	1,468	1,699
毛利率%	22.2%	23.9%	25.4%	27.0%
营业税金及附加	12	16	20	23
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	67	90	110	130
营业费用率%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
管理费用	78	104	128	151
管理费用率%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	96	128	157	186
研发费用率%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
EBIT	23	93	145	207
财务费用	-9	-9	-6	-3
财务费用率%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	-0.1%
资产减值损失	-27	-1	-1	-1
投资收益	16	22	28	33
营业利润	42	105	153	213
营业外收支	-4	-2	-2	-3
利润总额	38	103	151	210
EBITDA	68	142	199	268
所得税	-3	10	15	21
有效所得税率%	-9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	41	93	135	189

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	484	310	176	151
应收账款及应收票据	683	924	1,137	1,344
存货	241	270	326	377
其它流动资产	1,151	1,164	1,111	1,054
流动资产合计	2,559	2,668	2,750	2,927
长期股权投资	76	102	136	152
固定资产	280	298	316	332
在建工程	50	80	104	123
无形资产	38	38	41	45
非流动资产合计	906	1,015	1,192	1,285
资产总计	3,464	3,682	3,942	4,212
短期借款	19	25	27	18
应付票据及应付账款	562	676	815	944
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	82	120	146	166
流动负债合计	663	821	988	1,128
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	21	20	20	20
非流动负债合计	21	20	20	20
负债总计	684	840	1,007	1,148
实收资本	522	522	522	522
普通股股东权益	2,780	2,842	2,935	3,064
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,464	3,682	3,942	4,212

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。