

2025 年 05 月 31 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

上海瀚讯（300762）

2024 年报及 2025Q1 点评：低轨卫星进入批产阶段，基本面有望先修复、后重塑

报告摘要

◆ 事件：4 月 29 日，公司公告，2024 年营收（3.53 亿元，+12.97%），归母净利润（-1.24 亿元，+34.71%），扣非归母净利润（-1.50 亿元，+33.32%）；2025 年 Q1 营收（1.26 亿元，+84.41%），归母净利润（0.13 亿元，同比增加 0.23 亿元）。

◆ 低轨卫星业务进入交付阶段，2025 年归母净利润有望扭亏

2024 年，公司营业收入（3.53 亿元，+12.97%）保持稳健增长，毛利率（43.28%，-0.07pcts）持平，归母净利润（-1.24 亿元，+34.71%）和扣非归母净利润（-1.50 亿元，+33.32%）延续了 2023 年以来的亏损，但幅度有所收窄，净利率（-34.08%，+26.59pcts）也有所改善。我们认为，公司收入增长但利润亏损的主要原因是公司研发投入力度维持在高位所致。

单季度看，2024Q4 公司营业收入（1.77 亿元，+83.05%）同比显著增长，归母净利润（-0.33 亿元，+74.33%）亏损幅度显著收窄。2025 年 Q1，公司营收（1.26 亿元，+84.41%）显著增长，主要系低轨卫星通信业务收入增加所致，同时归母净利润（0.13 亿元，同比增加 0.23 亿元）实现扭亏。

拆分产品类型来看，公司主要产品为宽带移动通信设备，2024 年营收（3.27 亿元，+11.48%），收入占比（92.55%，-1.24pcts）依旧较高，是公司主要的业务产品。但受产品结构调整等因素影响，毛利率（40.75%，-4.73pcts）下滑近 5 个百分点。

此外，公司年报披露 2024 年末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入为 3.12 亿元，预计将于 2025 年确认收入。根据公司投关公告披露，公司新拓展的低轨卫星通信业务陆续开始交付，2024 年低轨卫星相关业务的收入金额约为 1.5 亿元，公司的前两大客户分别是上海垣信卫星和上海格思航天，均为低轨卫星星座“千帆星座”的主要建设或运营单位。公司近期正在推进上海垣信卫星“一体化信关站系统采购项目”。“千帆星座”（又称“G60”星座）是面向普通大众通信需求建设的低

投资评级

买入
维持评级

2025 年 05 月 30 日

收盘价(元): 21.68

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	627.97
总市值(百万)	13,614.30
流通股本(百万股)	627.97
流通市值(百万)	13,614.30
12 月最高/最低价(元)	31.30/12.42
资产负债率(%)	35.00
每股净资产(元)	3.77
市盈率(TTM)	-135.31
市净率(PB)	5.75
净资产收益率(%)	0.56

股价走势图



作者

李博伦 分析师
SAC 执业证书：S0640525040001
联系电话：
邮箱：libl@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC 执业证书：S0640520110001
联系电话：010-59562525
邮箱：wanght@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

1

轨宽带卫星互联网星座，2024 年是千帆星座大规模组网的第一年。根据千帆星座官方发布的部署计划，主要分为三期：一期部署 648 颗卫星，提供区域网络覆盖；二期部署 1296 颗卫星，实现全球网络覆盖；三期规划由超过 1.5 万颗卫星提供多元业务融合服务。截至 2025 年 4 月 30 日，千帆星座在轨卫星数量已达 90 颗。

我们认为，公司正处于传统军工信息化向军工通信链路、低轨卫星通信等新域新质通信领域拓展的发力阶段，保持较高的研发投入是公司出现“增收不增净利”的核心原因之一。尽管 2021 年以来，受传统行业宽带移动通信系统业务外部行业政策变化等因素的影响，公司收入持续下滑，但 2024 年公司低轨卫星业务收入已经形成一定规模，收入端增速已经迎来拐点。

我们判断，中短期内，随着军工信息化下游市场需求侧波动的逐步消退，以及军工体系化、智能化发展背景下公司新拓展的通信链路需求提升，叠加低轨卫星星座的建设提速，公司收入端增长将进一步提速，归母净利润有望扭亏为盈。

◆ 费用率整体有所降低，研发投入维持在较高水平

费用方面，2024 年，公司各主要费用的费用率稳中有降。其中，销售费用率（8.41%，-2.65pcts）有所下降，主要系工资薪金减少所致；管理费用率（17.01%，+3.15pcts）有所增长，主要系房屋折旧费以及无形资产摊销费增加所致；财务费用率（-7.14%，-5.07pcts）明显下降，主要系存款利息收入增加所致。

研发投入方面，2024 年公司研发投入总额（2.39 亿元，-10.71%）有所减少，主要系研发投入中职工薪酬及项目合作费有所减少所致，但从公司研发人员数量（377 人，+26.09%）进一步提升，研发人员数量占比（60.61%，+2.89pcts）超过六成来看，公司整体研发强度和研发投入力度仍维持在历史高位。根据公司披露，公司目前与低轨卫星行业相关的研发项目较多，包括一体化信关站系统、TP 载荷分系统、VDES 载荷分系统研制、千帆一代地面系统、千帆一代在轨验证平台、手机直连卫星 5G 产品等。结合当前卫星互联网产业正处于基础设施建设提速阶段，我们判断，公司在卫星互联网行业研发投入维持在较高水平，将有助于公司在各类空间与地面基础设施建设提速的背景下维持公司的市场竞争力与行业市占率。

◆ 经营性现金流亏损幅度收窄，存货持续增长

2024 年，公司经营性现金流量净额（-1.07 亿元，+64.65%）显著增长，主要系报告期内应收账款回笼资金增加，大额存单到期收到的存款利息收

邮箱：zhangchao@avicsec.com

滕明滔

研究助理

SAC 执业证书：S0640123070037

联系电话：010-59562521

邮箱：tengmt@avicsec.com

相关研究报告

营收、净利润创历史二季度最高，有望持续受益
军队窄带向宽带发展布局 —2022-09-03

营收、净利润创历史二季度最高，有望持续受益
军队窄带向宽带发展布局 —2022-09-02

入增加所致。同时，公司存货（3.69 亿元，+29.39%）有所增长，主要系公司为保障在手订单的顺利交付积极投产，报告期末尚未完工的在产品和委托加工物资增加所致。

2025 年 Q1，公司经营性现金流量净额（-0.51 亿元，+36.30%）为负的情况有所改善，主要系报告期内应收账款回笼资金增加所致。存货（4.08 亿元）较 2024 年底继续保持增长，表明公司现阶段在手订单相对充足，正处于积极投产阶段，有望逐步体现在未来的利润表中。

◆ 深耕专网宽带移动通信领域，低轨卫星业务已进入批产交付阶段

公司主要以专网 4G/5G 通信装备的研制、生产和售后服务为主，专注于陆、海、空、天领域行业用户的行业应用，提供专网宽带移动通信系统的设备及整体解决方案。公司产品覆盖专网宽带通信芯片、通信模块、终端、基站、应用系统等，已形成“芯片—模块—终端—基站—系统”的全产业链布局。除传统的宽带通信领域外，公司还参与低轨卫星星座（千帆星座）项目的建设，作为该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、信关站、卫星通信终端等关键通信设备。报告期内，公司各业务的进展情况如下：

1、传统业务

2024 年，公司在有无人通信领域做了重点布局，在行业 5G 及末端通信等方向都取得了阶段性进展。公司在某项目上成为通信主要承研单位，负责利用行业 5G 产品的研制生产提升行业信息化应用效能，完成了多个基地的宽带通信系统建设；参与某项目多个新任务研制，后续计划跟随大系统进行规模量产，为某重要场区进行无线宽带基站固定建设，提供多型终端，完成机固结合无线宽带专网构建；成功中标某通信系统 5G 和某型微波电台两个研制项目，完成某 5G 专网轻量化核心网和 5G 无人平台型模组等样机研制，进入阶段性验证；参与某项目两型重要研制论证以及一个演示验证项目；中标某新型系统的 5G 研制任务，中标某无人系统研制。除已有型号项目列装稳步推进外，新增多个某系统配套列装，基于行业已定型装备的批产列装，项目目前在持续稳步推进中。

2、低轨卫星业务

2024 年，公司加大了低轨卫星载荷系统及终端的研发投入和建设相关的生产制造环境，已经成功中标相关低轨卫星载荷系统、星座地基基站与测试终端研制项目，并于年底前完成部分产品交付。

我们认为，一方面，公司在传统军工通信业务上，向 5G、SJL 方向延伸，符合未来体系化、信息化作战发展趋势，需求有望在中长期维度上持续保持增长；另一方面，公司积极参与低轨卫星互联网星座“千帆星座”的建设，有一定的先发优势，有望持续受益于卫星星座的密集组网。总体来看，公司收入与净利润有望逐步恢复，沿着“先修复、后重塑”的路径快速发展。

◆ 投资建议：

- 1、公司是 A 股少数在低轨卫星互联网配套领域具有较高收入规模的上市公司，具有一定的投资稀缺性；
- 2、公司积极参与千帆星座建设，在星载与地面终端配套领域具有一定的市场先发优势，相关收入有望伴随卫星互联网建设提速迎来高速增长；
- 3、公司作为专网宽带移动通信系统领域的核心上市公司，布局的 SJL、5G 等方向符合武器装备体系化、信息化发展趋势，在传统需求修复和市场天花板抬升的逻辑下，中长期基本面改善的确定性较强。

基于以上观点，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 6.27 亿元、8.23 亿元和 10.46 亿元，归母净利润分别为 0.33 亿元、0.72 亿元及 1.39 亿元，EPS 分别为 0.05 元、0.11 元、0.22 元。维持“买入”评级，当前股价分别对应 2025-2027 年 405 倍、184 倍及 95 倍 PE。

◆ 风险提示

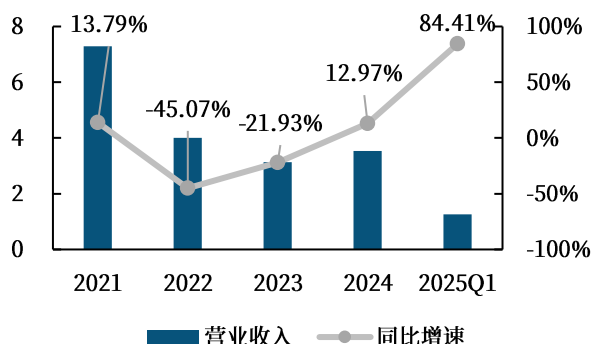
专网通信市场需求改善不及预期；低轨卫星互联网建设不及预期；公司产品受行业竞争加剧等因素影响，盈利能力或出现进一步下滑；信用减值损失的改善不及预期。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	312.75	353.33	626.98	822.64	1045.87
增长率（%）	-21.93	12.97	77.45	31.21	27.14
归母净利润（百万元）	-189.76	-123.89	32.68	72.02	139.18
增长率（%）	-321.74	34.71	126.38	120.36	93.25
毛利率（%）	43.34	43.28	42.91	40.89	39.49
每股收益（元）	-0.30	-0.20	0.05	0.11	0.22
市盈率 PE	-69.76	-106.85	405.01	183.80	95.11
市净率 PB	5.30	5.58	5.50	5.35	5.07
净资产收益率 ROE（%）	-7.60	-5.22	1.36	2.91	5.33

资料来源：iFinD，中航证券研究所

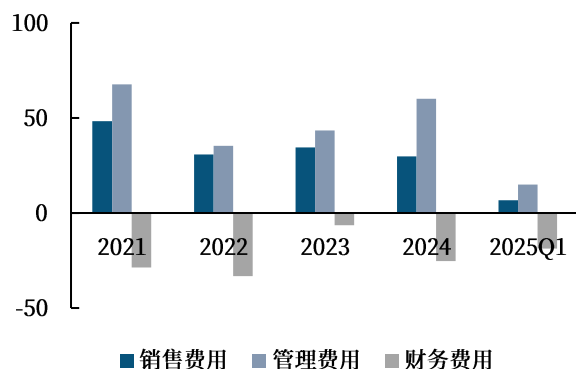
● 2021-2025Q1 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）



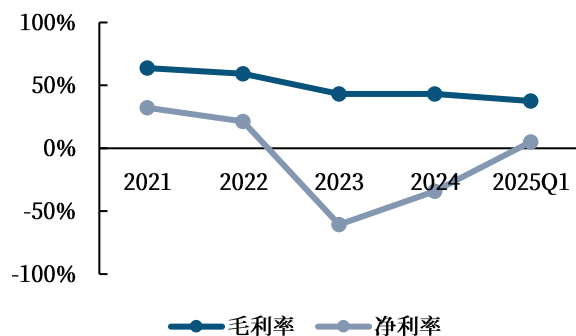
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司三费情况（单位：百万元）



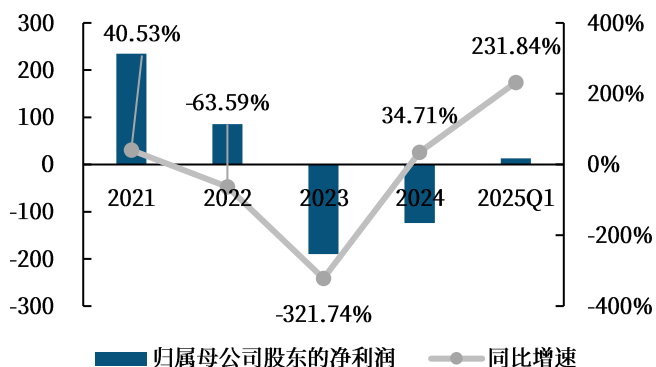
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司毛利率和净利率情况（单位：%）



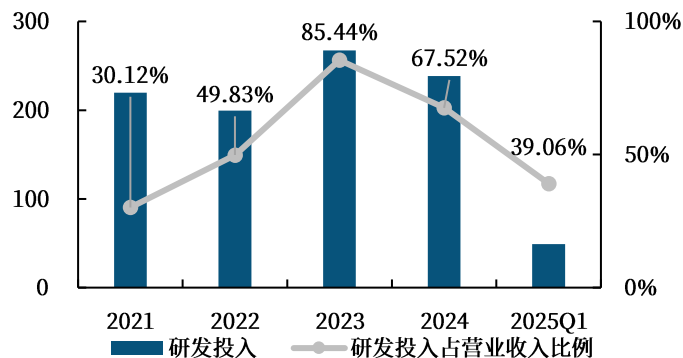
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：百万元；%）



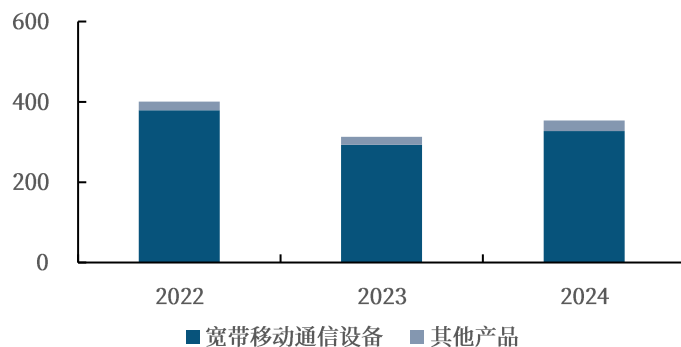
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司研发投入和占营收比例（单位：百万元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司近三年营业收入构成情况（单位：百万元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

财务报表与财务指标
报表预测

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	353.33	626.98	822.64	1045.87
减:营业成本	200.42	357.96	486.24	632.85
营业税金及附加	3.16	2.67	3.50	4.45
销售费用	29.70	26.33	24.68	23.01
管理费用	60.10	50.16	46.89	43.93
财务费用	-25.22	-29.97	-35.84	-43.71
资产减值损失	-1.47	-1.25	-1.65	-1.05
加:投资收益	-15.50	-4.89	-4.89	-4.89
公允价值变动损益	0.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-171.76	33.03	75.89	149.46
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-169.52	36.03	78.89	152.46
减:所得税	-49.09	3.65	7.55	14.59
净利润	-120.43	32.37	71.34	137.86
减:少数股东损益	3.46	-0.31	-0.68	-1.32
归属母公司股东净利润	-123.89	32.68	72.02	139.18
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1349.14	1253.96	1645.27	2091.74
应收账款和预付款项	946.14	1324.30	1579.80	1865.22
存货	368.89	362.87	426.30	502.81
其他流动资产	23.38	23.26	30.52	38.80
长期股权投资	31.62	26.55	21.47	16.40
投资性房地产	14.15	12.10	10.05	7.99
固定资产和在建工程	387.79	313.04	238.29	163.54
无形资产和开发支出	203.87	151.72	99.54	47.33
其他非流动资产	155.37	155.22	155.07	155.07
资产总计	3657.80	3855.00	4474.32	5198.02
短期借款	730.92	538.29	841.52	1145.32
应付账款和预收款项	259.45	588.40	799.27	1040.25
长期借款	102.79	76.06	50.57	26.31
其他负债	78.27	52.87	58.43	64.18
负债合计	1249.49	1415.43	1965.89	2556.49
股本	627.97	627.97	627.97	627.97
资本公积	1282.13	1282.13	1282.13	1282.13
留存收益	463.41	494.98	564.53	698.94
归属母公司股东权益	2373.51	2405.08	2474.63	2609.04
少数股东权益	34.80	34.49	33.80	32.48
股东权益合计	2408.31	2439.56	2508.43	2641.53
负债和股东权益合计	3657.80	3855.00	4474.32	5198.02
现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-107.46	98.74	82.67	129.47
投资活动现金流净额	-258.78	-3.41	-2.46	-1.50
筹资活动现金流净额	329.29	-190.50	311.10	318.49
现金流量净额	-36.95	-95.18	391.32	446.46

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637