

## 国防军工

2025年09月25日

## 七一二 (603712)

## ——军工 AI 系列报告之三：专网无线通信系统核心供应商，数据链应用有望带动业绩高增

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2025年09月24日

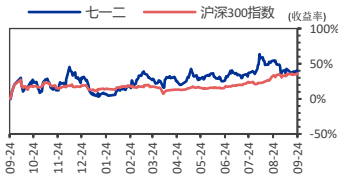
收盘价(元)	21.49
一年内最高/最低(元)	26.25/15.03
市净率	3.9
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	16,590
上证指数/深证成指	3,853.64/13,356.14

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	5.52
资产负债率%	50.49
总股本/流通A股(百万)	772/772
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《军工智能化+无人化加速演进，深度融合引领军事变革奇点——军工 AI+机器人系列报告之一》 2025/03/26

## 证券分析师

韩强 A0230518060003  
hanqiang@swsresearch.com  
武雨桐 A0230520090001  
wuyt@swsresearch.com  
穆少阳 A0230524070009  
musy@swsresearch.com

## 研究支持

达邵炜 A0230124030001  
dasw@swsresearch.com

## 联系人

达邵炜  
(8621)23297818×  
dasw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司为国内专网无线通信核心供应商，看好未来业绩增长弹性。**公司前身为湖南电器制造厂，深耕专网无线通信多年，在超短波通信电台、航空抗干扰电台等产品具备较强先发优势。当前公司主营业务聚焦军用无线通信领域，涵盖终端、系统等多类产品，其中无线通信终端及系统产品为公司主要营收来源。公司产品适配下游多平台，可满足多类型任务需求，空地两端均有配套应用。回顾公司历史财务情况，受行业需求波动影响，近年来公司营收及利润短期承压。受产品结构变化等影响，无线通信终端产品毛利率处于历史相对低位。由于收入体量下滑，人工支出等费用固定，叠加股权激励摊销费用增加导致费用率处于高位。此外，公司股权激励计划有序推进中，深度绑定核心团队利益，并将营业收入作为解锁条件之一，彰显公司管理层业绩恢复增长信心。伴随未来下游需求恢复，公司产品批产叠加盈利能力改善，公司业绩具备较大回升空间。
- **国防信息化持续推进，无线通信为核心建设板块。**信息化建设作为国防建设重要一环，长期具备装备体系升级需求。C4ISR系统作为军工信息化核心，近三年美国持续加大投入，重要地位凸显。目前我国军事通信水平仍有升级空间，军用无线通信的现代化改造迫在眉睫。航空板块，航空装备更新放量有望带动机载设备需求增加。此外，陆军地面无线通信装备使用渗透率有望进一步提升，仍存一定需求缺口。公司是我军专网无线通信设备的主要供应商，聚焦超短波波段应用，与其他厂商存在一定差异化竞争优势，且自主掌握超短波跳频、无线自组网等多项核心技术，处于行业领军地位。
- **数据链实现作战模式跨越式升级，发展潜力巨大。**军事作战模式升级，拉动多武器平台通信交互需求，数据链应运而生。数据链由传输通道、通信协议、标准格式化信息三部分构成，其相较于传统语音通信具备一定优势，且可应用于陆海空天多领域，同时接入多装备平台实现战场态势信息共享。数据链可根据用途划分为指控链、情报链、武协链等多种类别，各类型链路功能有所区分。参考美国，其数据链研发起步较早，LINK系列持续迭代。在信息交互能力、组网覆盖范围、网络环境适应性、接入平台种类等多方面实现了多次升级。因此，数据链具备长期迭代升级需求，发展空间较大，预计下游需求有望持续释放。
- **首次覆盖并给予“增持”评级。**公司作为专网无线通信系统核心供应商，空地两端配套需求饱满，且后续数据链增量弹性较大，伴随下游需求恢复，公司产品有序交付，公司营收规模有望加速回升。我们预计公司2025E-2027E年归母净利润分别为0.96、2.17、3.12亿元，当前股价对应2025E-2027E年PE分别为173/76/53倍。选取相关的代表性公司海兰信、上海瀚讯进行对比，2025E-2027E年可比公司平均PE分别为235/104/83倍，公司2025年PE低于可比公司平均估值。考虑到公司无线通信产品在超短波频段处于领军地位，且业务高度契合我国军工智能化发展所需，数据链等新兴业务有望带动业绩高增，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。
- 风险提示：军品下游订单落地节奏不及预期风险、公司产品研发进度不及预期风险、盈利能力波动风险

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,154	631	2,174	2,932	3,814
同比增长率(%)	-34.1	-47.5	0.9	34.9	30.1
归母净利润(百万元)	-249	-114	96	217	312
同比增长率(%)	-156.6	-270.7	-	126.5	43.6
每股收益(元/股)	-0.32	-0.15	0.12	0.28	0.40
毛利率(%)	.	.	.	.	.
ROE(%)	-5.7	-2.7	2.1	4.6	6.3
市盈率	-67	.	173	76	53

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

**首次覆盖并给予“增持”评级。**公司作为专网无线通信系统核心供应商，空地两端配套需求饱满，且后续数据链增量弹性较大，伴随下游需求恢复，公司产品有序交付，公司营收规模有望加速回升。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 0.96、2.17、3.12 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 173/76/53 倍。选取相关的代表性公司海兰信、上海瀚讯进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 235/104/83 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司无线通信产品在超短波频段处于领军地位，且业务高度契合我国军工智能化发展所需，数据链等新兴业务有望带动业绩高增，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。

### 关键假设点

**(1) 无线通信终端产品业务：**公司无线通信终端产品业务覆盖空地两端，在超短波专网通信领域处于领先地位，伴随我国高端信息化建设持续推进，空地两端无线通信终端数量进一步增加，公司业务收入有望企稳回升。因此预计 2025E-2027E 年公司智能视频指挥系统业务营收为 10.65、13.61、16.78 亿元，对应同比增速分别为-12.9%、27.8%、23.3%。考虑未来下游需求增加，该业务体量增长带动规模效应提升，或进一步提升盈利能力，预计 2025E-2027E 年无线通信终端产品业务的毛利率分别为 37.7%、41.3%、43.5%。

**(2) 系统产品：**公司系统产品指应用于军机无线通信、航电通信的 CNI 系统，且未来产品形态有望进一步丰富，高度契合我国智能化发展所需，伴随多军种协同全域融合作战应用持续深化，数据链有望成为新营收增量，业务体量有望实现高速增长。因此预计 2025E-2027E 年公司系统产品营收为 9.51、13.87、19.21 亿元，对应同比增速分别为 18.8%、45.8%、38.5%。考虑未来新兴领域拓展有业务盈利能力，预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 35.0%、38.2%、40.4%。

**(3) 其它业务：**根据公司公告，公司其他业务主要包括材料费、维修、房租等，整体营收占比较少，提供小幅营收增量。我们预计 2025E-2027E 年公司其它业务营收为 1.58、1.85、2.16 亿元，对应同比增速分别为 20.5%、17.2%、16.8%，结合公司具体产品结构进行分析，我们预测 2025E-2027E 年对应毛利率分别为 40.2%、39.5%、39.0%。

### 有别于大众的认识

市场低估了公司数据链等新兴业务的弹性空间。多军种协同作战拉动数据链建设需求，参考美国，从 Link-4 到 Link-22 历经多次迭代，具备长期升级需求，且渗透海陆空天多装备平台，应用场景多样且配套装备数量较多。因此我们分析认为，数据链等新兴业务下游需求有望持续释放，且业务增量弹性巨大，有望带动公司业绩加速回升。

### 股价表现的催化剂

订单落地进度超预期、订单体量超预期、产品研发进度超预期

### 核心假设风险

军品下游订单落地节奏不及预期风险、公司产品研发进度不及预期风险、盈利能力波动风险

## 目录

<b>1. 专网无线通信核心供应商，看好未来业绩增长弹性.....</b>	<b>6</b>
1.1 深耕专网无线通信多年，先发优势显著 .....	6
1.2 产品覆盖空地两端，军民应用双管齐下 .....	8
1.3 行业需求波动业绩短期承压，盈利能力仍具较大回升空间 .....	10
<b>2. 国防信息化持续推进，无线通信为核心建设板块 .....</b>	<b>12</b>
2.1 信息化为国防重要板块，具备长期建设需求 .....	12
2.2 无线通信设备升级需求迫切，空地两端配套需求有望持续释放 .....	14
2.3 公司差异化竞争优势显著，自主掌握多项核心技术 .....	17
<b>3. 数据链实现作战模式跨越式升级，发展潜力巨大 .....</b>	<b>18</b>
3.1 多军种协同作战拉动数据链建设需求 .....	18
3.2 参考美国，数据链具备长期迭代升级需求，发展空间较大 .....	20
<b>4. 盈利预测及估值.....</b>	<b>24</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：公司历史沿革.....	6
图 2：公司股权结构图 .....	6
图 3：2019 年以来公司营收情况 .....	10
图 4：2019 年以来公司归母净利润情况 .....	10
图 5：公司各业务营收占比情况 .....	10
图 6：公司各业务毛利占比情况 .....	10
图 7：公司毛利率及净利率情况 .....	11
图 8：公司各业务毛利率.....	11
图 9：公司费用率情况 .....	11
图 10：我国国防预算近年来持续增长 .....	12
图 11：美国国防支出近年来持续稳健增长 .....	12
图 12：国防信息化各阶段特征.....	13
图 13：美国历年 C4ISR 系统投入及预算 .....	14
图 14：中国军工信息化市场规模及预测（亿元） .....	14
图 15：美军 AN/PRC-160（V）短波宽带战术电台 .....	15
图 16：COTHEN 网络架构和支持模型 .....	15
图 17：我国军机数量与美国存在一定差距（单位：架） .....	16
图 18：我国先进军机数量落后于美国（单位：架） .....	16
图 19：美军 AN/PRC-163 单兵无线电 .....	16
图 20：车载电台.....	16
图 21：美国建立的多武器平台融合作战体系.....	19
图 22：数据链硬件构成 .....	19
图 23：数据链可应用于陆海空天多领域.....	20
图 24：美国空军数据链体系一览 .....	20
图 25：美军数据链发展历程 .....	21
图 26：Link-4 采用星型拓扑结构，从站间无法建立通信 .....	21
图 27：Link-4A 升级了双向通信功能.....	21
图 28：Link-11 数据链系统构成 .....	22
图：Link- 数据链覆盖空海两端，可实现面与面信息交互 .....	

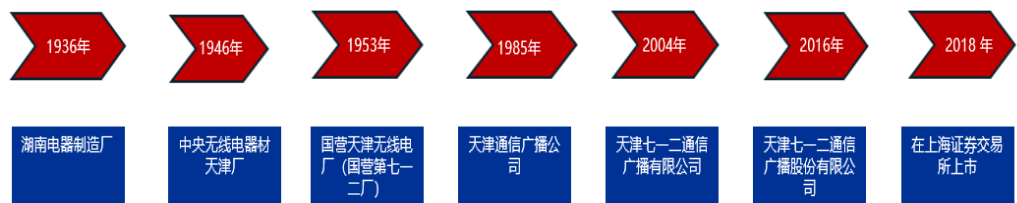
图 30: Link-16 实现多军种覆盖 .....	23
图 31: Link-16 信息传输过程 .....	23
图 32: Link-22 工作原理示意 .....	23
图 33: Link-22 各单元体系结构 .....	23
图 34: 可比公司近三年毛利率均居于高位, 核心竞争力强 .....	25
表 1: 公司管理层情况 .....	7
表 2: 公司业务覆盖军民两端, 产品谱系齐全 .....	8
表 3: 公司军用产品一览 .....	8
表 4: 公司铁路无线通信终端产品 .....	9
表 5: 公司地铁、轻轨民用系统产品 .....	9
表 6: 公司将营收作为股权激励解锁条件, 彰显业绩恢复增长信心 .....	12
表 7: C4ISR 系统各组成部分 .....	13
表 8: 各频段应用场景有所区分 .....	14
表 9: 行业内主要竞争对手 .....	17
表 10: 公司具备多项核心技术, 夯实其行业竞争力 .....	18
表 11: 美国 LINK 系列数据链持续迭代 .....	19
表 12: 数据链根据用途可划分为多种类别 .....	20
表 13: 美国 LINK 系列数据链持续迭代 .....	21
表 14: 公司主营业务拆分 (单位: 亿元、%) .....	24
表 15: 可比公司估值表 .....	26

# 1. 专网无线通信核心供应商，看好未来业绩增长弹性

## 1.1 深耕专网无线通信多年，先发优势显著

天津七一二通信广播股份有限公司是我国专网无线通信领域的核心供应商。根据公司公告，公司始建于1936年，前身为湖南电器制造厂，于1946年搬迁至天津，主要从事无线电设备生产。2004年，通广集团、通广集团工会、天津信托等共同出资6000万元组建了天津七一二通信广播有限公司。公司于2016年完成股改，并于2018年在上交所挂牌上市。公司拥有国家级企业技术中心和工业设计中心，是国家高新技术企业和国家技术创新示范企业。作为一家具有八十多年历史的大型综合性电子骨干企业，公司始终服务于国家及国防战略，专注推进我国专网无线通信行业发展。公司在超短波通信电台、航空抗干扰电台等产品具备较强先发优势，当前主营业务包括专用无线通信、民用无线通信及环保监测等。

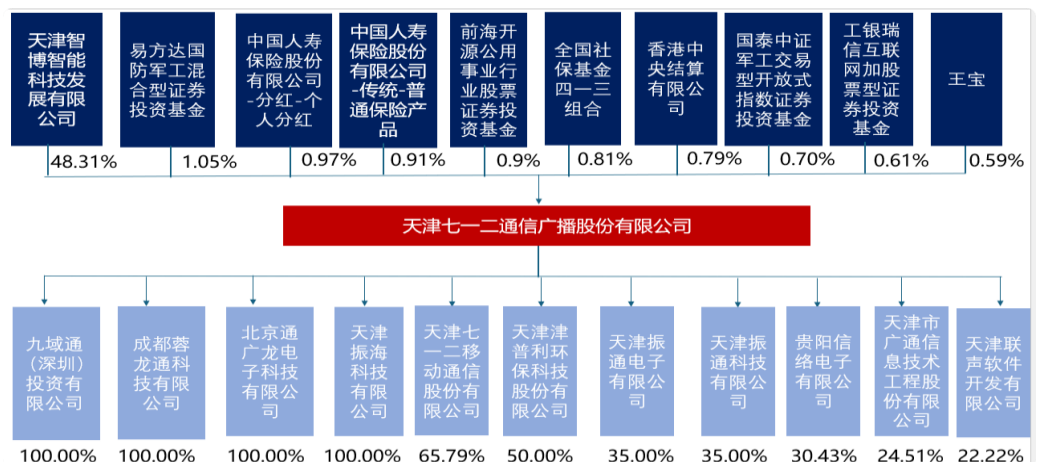
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司国资背景深厚，第一大股东为天津智博智能。根据公司公告，2020年原控股股东将其持有的52.53%股份无偿划转至天津智博智能科技发展有限公司，天津智博智能成为公司控股股东。截至2025年6月30日，公司第一大股东仍为天津智博智能，其直接或间接合计持有公司48.31%股份，公司实控人为天津市国资委。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：数据截至 年 月 日

公司高管行业经验丰富，同时兼任子公司要职，在进行决策的同时可以加强公司内部各部门协同。根据公司公告，公司董事长为庞辉先生，正高级工程师，为公司内生培养。庞总在公司中深耕多年，具备丰富的一线生产及管理经验，可有效协同公司各部门运作。此外，公司其他高管均为产业内出身，除在公司内部任职外还在子公司担任要职，强化各业务主体间的协同效应。

**表 1: 公司管理层情况**

姓名	性别	职务	履职经历
庞辉	男	董事长	中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，工程硕士，正高级工程师，享受国务院政府特殊津贴，入选天津市企业家队伍建设“111”工程杰出企业家。2010年4月至2015年7月，任天津七一二通信广播股份有限公司总经理助理、副总经理；2015年7月至2016年10月，任天津通信广播集团有限公司总经理，公司董事、总经理；2016年10月至2024年4月，任天津七一二通信广播股份有限公司董事、总经理。2024年4月至今，任天津七一二通信广播股份有限公司董事长。
张金波	男	总经理	中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，工商管理硕士，正高级工程师。2010年4月至2024年4月，历任天津七一二通信广播股份有限公司通信部副部长、部长、总经理助理、研发管理部部长、副总经理；北京通广龙电子科技有限公司董事、总经理、董事长；深圳鹏龙通科技有限公司董事长；佛山华芯通科技有限公司董事长。2024年4月至今，任天津七一二通信广播股份有限公司董事、总经理、北京通广龙电子科技有限公司董事长、深圳鹏龙通科技有限公司董事长。
赵明	男	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，硕士研究生学历，高级工程师。2000年至2020年，历任通广集团通信部设计所产品设计、公司通信部科技市场处室主任、处长助理、副处长、科技市场处处长、通信部部长助理；2020年至2021年，任天津七一二通信广播股份有限公司总经理助理。2021年12月至今，任天津七一二通信广播股份有限公司副总经理。
白耀东	男	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，硕士研究生学历，高级工程师。2004年至2021年，历任北京华龙通科技有限公司产品负责人、副总经理、董事、常务副总经理、七一二公司总经理助理；2021年12月至2023年10月任天津七一二通信广播股份有限公司副总经理、北京华龙通科技有限公司董事、总经理。2023年10月至今，任天津七一二通信广播股份有限公司副总经理、北京华龙通科技有限公司董事长、成都蓉龙通科技有限公司董事长、贵阳信络电子有限公司董事。
马海永	男	副总经理、董事会秘书	中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，本科学历，高级工程师。2012年至2019年，历任天津七一二通信广播股份有限公司移动通信事业部专业部副部长、电子信息事业部专业部部长、战略发展委员会办公室主任、科技委办公室主任、董事会办公室主任、董事会秘书；2019年至2021年，任天津七一二通信广播股份有限公司董事会秘书、董事会办公室主任、九域通（深圳）投资有限公司董事长；2021年12月至今，任天津七一二通信广播股份有限公司副总经理、董事会秘书、九域通（深圳）投资有限公司董事长、天津融信通科技有限公司执行事务的董事、天津津普利环保科技股份有限公司副董事长。
孙杨	女	财务负责人、总会计师	中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，本科学历，会计师。2014年9月至2024年12月历任天津七一二通信广播股份有限公司财务管理部部长助理、副部长、部长，2024年12月至今，任天津七一二通信广播股份有限公司董事、财务负责人、总会计师、财务管理部部长、天津市广通信息技术工程股份有限公司董事。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 1.2 产品覆盖空地两端，军民应用双管齐下

公司主营业务聚焦军用无线通信和民用无线通信两大领域，涵盖终端、系统等多类产品。公司经多年技术沉淀，目前已成为国内专网无线通信行业的核心供应商之一。在军用无线通信设备方面，公司产品渗透单兵配套、车载、机载等多类应用场景，实现了短波、超短波等多频段覆盖。在民用无线通信设备方面，公司生产铁路无线通信和城市轨道交通无线通信终端及系统产品，相关设备已经成功应用于“复兴号”、“和谐号”等高铁列车和新型重载机车，参与了多个城市无线通信系统项目的方案设计。

**表 2：公司业务覆盖军民两端，产品谱系齐全**

产品类别	应用平台	收入构成	主要频段
航空无线通信终端	主要应用于战斗机、直升机、预警机、无人机等 军用多种型号 航空平台，包括少量民用航空无线通信终端产品	主要为军品	超短波
地面无线通信终端	应用于地面的单兵、车载平台和指挥所，主要为军品	主要为军品	超短波
铁路无线通信终端	应用于列车、车站、调度台的铁路无线通信平台	全部为民品	超短波
系统产品	应用于军机无线通信、航电通信的 CNI 系统及应用于铁路及轨道交通平台调度系统	主要为军品	不适用
其他	包括电子测试设备、环保监测设备等，非无线通信产品，为公司非核心业务	全部为民品	不适用

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

**公司军品适配下游多平台，可满足多类型任务需求。**基于下游客户特定任务场景、多平台协同作战的需求，公司推出了多类型定制化产品，包括航空/地基无线通信终端，以及系统级产品。各类产品适用于不同应用场景，其差异体现在研发周期、功能属性、使用场景、单价等。

**表 3：公司军用产品一览**

类别	军用航空无线通信终端	军用地面无线通信终端	军用系统产品
研发周期	较长	长	最长
研发投入	较高	高	极高
功能属性	包括话音电台、数据链电台、数据处理终端等，具有抗干扰、组网等功能，可实现空-地、空-空、空-海无线话音和数据通信	主要包括手持、背负和车载终端，具有抗干扰和组网功能，可实现地--地、地--空、岸一舰等无线话音和数据通信	主要为机载 CNI 系统，集成多种功能和设备
应用平台	飞机	地面	飞机
原材料质量要求	较高	高	较高
正常生产周期	中等	相对较短	最长
单价	相对较低	相对较低	最高
售后服务	频繁	一般	较频繁

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

公司民用产品包括铁路无线通信终端和应用于地铁和轻轨的民用系统两类产品。1) 铁路无线通信终端，主要包括无线列调设备、机车综合无线通信设备、列车防护报警和接近预警设备等，用于指挥行车、传输列车数据信息、列车运行安全防护等，主要客户为铁路总公司及其下属铁路局，相应产品需严格遵循铁路总公司的技术标准。2) 应用于地铁、轻轨的民用系统产品，集成了交换中心、基站、调度台、固定台、车载台等，主要客户为各地地铁、轻轨运营公司，不同客户对产品的要求差异较大，该系统产品高度定制化。

**表 4：公司铁路无线通信终端产品**

产品名称	图片	产品功能
模拟无线列调设备		包括调度总机、监测总机、车站无线通信装备、通用机无线通信装备等。实现行车调度员、车站值班员、车长之间的通信联系和其他监测功能
铁路通信机车综合无线通信设备 (CIR)		机车司机使用的车载无线台，主要用于列车的无线调度指挥
铁路通信列车防护报警和接近预警系统		客车尾部风压无线传送、定时发送列车位置保证地面用户获取列车位置信息、事故发生时发送防护报警避免次生事故发生

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

**表 5：公司地铁、轻轨民用系统产品**

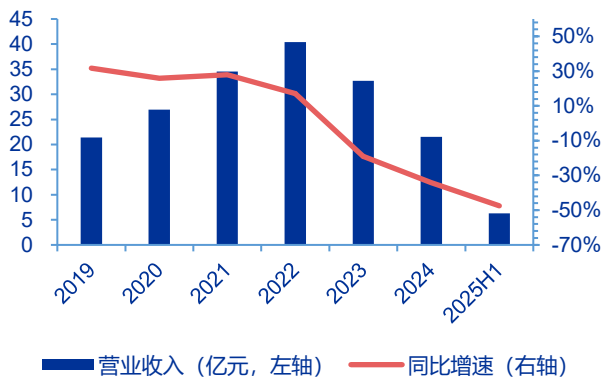
子系统名称	产品功能
通信信息系统	以完成信息传输过程的技术系统，主要借助电磁波在自由空间的传播的无线通信系统、在导引媒体中的传输机理来实现通信的有线通信系统。其中包含 SDH 接入传输系统、无线有线调度系统、IP 网络电话系统等
信息发布系统	由服务器、网络、播放器、显示设备组成，将服务器的信息通过网络发送给播放器，再由播放器组合播放音视频、图片、文字等信息输送给前端的 PIS（旅客信息系统）显示交互终端、LED 大屏幕等显示设备展现给用户，形成一套可通过网络将所有服务器信息发送到终端显示的系统等
网络信息系统	通过结构化的综合布线系统、无线网络系统、视频会议系统等子系统，将各个分离的设备终端、功能和信息等集成到相互关联的、统一和协调的系统之中，使资源达到充分共享，实现集中、高效、便利的管理和沟通。系统采用功能集成、网络集成、软件界面集成等多种集成技术解决系统之间的互连和互操作性问题，是一个多厂商、多协议和面向各种应用的体系结构系统
安全防范系统网络系统	以维护社会公共安全为目的，由安全防范产品和其它相关产品所构成。包含视频监控系统、站场停车场管理系统、周界报警系统、室内红外报警系统、门禁巡更及考勤系统。由这些系统为子系统组合或集成的电子系统
背景音乐系统	背景音乐系统中的车站广播系统，可以播放背景音乐和发布日常信息、紧急广播、火灾报警警报等功能。会议室音响系统由放声系统、扩声系统、控制系统等组成；具体需要根据用户需求选择相关设备进行设计，从而满足其使用要求

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

### 1.3 行业需求波动业绩短期承压，盈利能力仍具较大回升空间

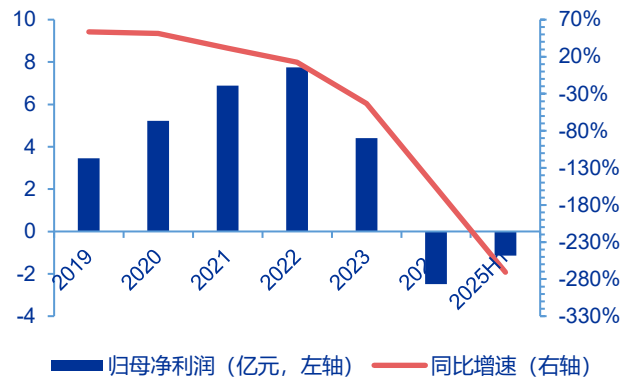
受行业需求波动影响，公司营收及利润短期承压。从营收看，根据公司公告，公司2019-2022年营业收入稳定增长，2019-2022年三年营收CAGR为23.57%。近两年公司营收下滑，系十四五中期订单落地节奏不及预期。公司2025年H1实现营业收入6.31亿元，同比降低47.49%，主要原因系上半年行业客户需求波动影响，报告期内订单交付未达预期。从归母看，其历史走势与营收情况相近，波动系营收体量下滑。根据公司公告，公司2025年H1实现归母净利润-1.14亿元，公司近两年亏损系营收同比下降的同时，高毛利产品收入占比下降导致盈利能力下滑，叠加期间费用率以及坏账计提金额维持高位。十五五期间预期智能化信息化建设为重点方向，伴随公司下游需求恢复，订单交付体量增加，未来业绩有望快速回升。

图 3：2019 年以来公司营收情况



资料来源：公司财报、申万宏源研究

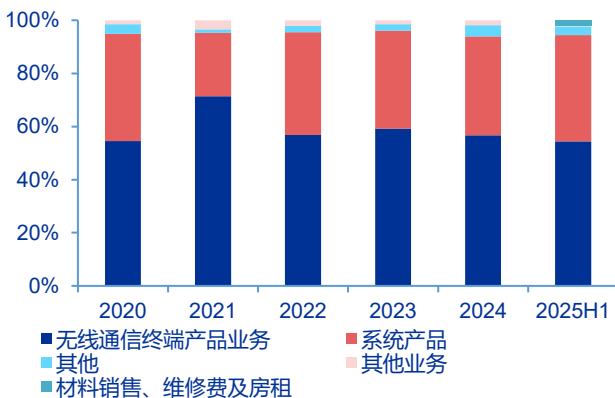
图 4：2019 年以来公司归母净利润情况



资料来源：公司财报、申万宏源研究

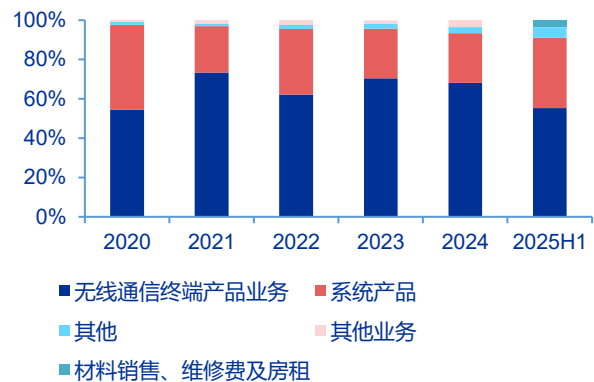
无线通信终端产品及系统产品为公司营收及毛利主要来源。公司营收结构相对稳定，根据公司公告，2020-2024年，公司无线终端产品及系统产品营收及毛利合计占比均维持在90%以上，两大主业为公司营收及毛利的主要来源。

图 5：公司各业务营收占比情况



资料来源：公司财报、申万宏源研究

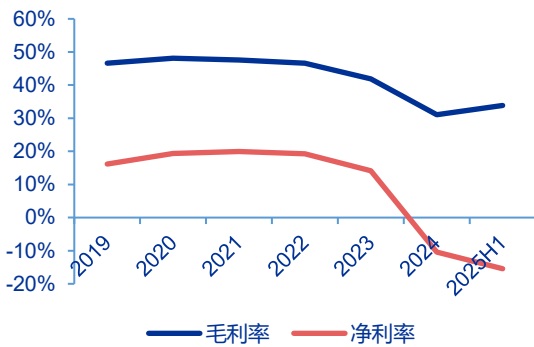
图 6：公司各业务毛利占比情况



资料来源：公司财报、申万宏源研究

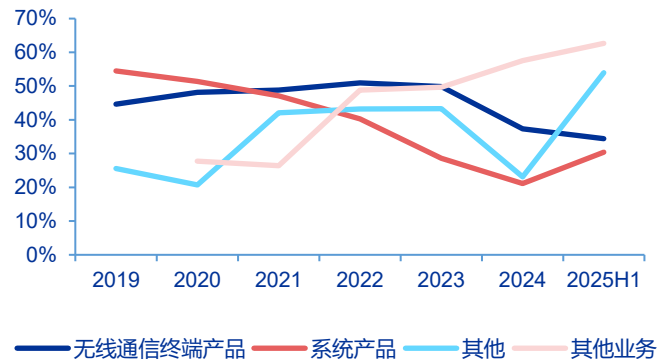
**产品结构变化影响业务毛利率，盈利能力仍具较大回升空间。**2019-2022年，公司毛利率较为稳定，2023及2024年，受交付产品结构变化和部分产品价格调整影响，公司毛利率由2022年的46.59%下滑12.71pcts至2025H1的33.88%。分产品来看，无线通信终端产品2022年至2025年H1毛利率大幅下滑，由2022年的50.95%下滑至2025H1的34.42%，系交付量下滑产品规模效应减弱。系统产品受价格波动影响，近五年毛利率持续下滑，由2020年的51.34%下降至2024年的21.12%，2025年上半年产品价格企稳，系统产品毛利率回升至30.43%。伴随后续无线通信终端及系统产品下游需求恢复，产品规模效应提升，公司业务毛利率有望回升。

图 7：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司财报、申万宏源研究

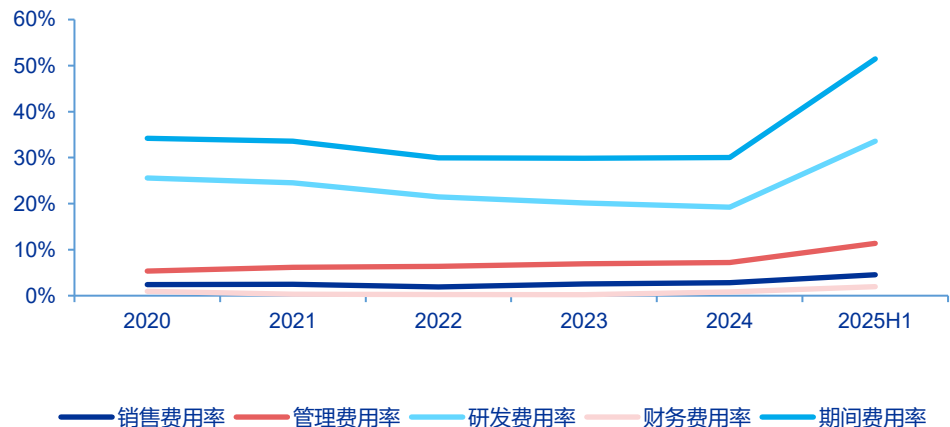
图 8：公司各业务毛利率



资料来源：公司财报、申万宏源研究

**公司期间费用率处于高位，费用端优化空间较大。**根据公司公告，2025H1公司期间费用率为51.46%，较去年同期增加21.44pcts，其中管理费用率/销售费用率/研发费用率分别较2024H1增加4.19/1.74/14.35pcts至11.37%/4.55%/33.58%。2025H1管理费用率较2024H1增加系当期收入体量下滑，人工支出等费用固定，叠加股权激励摊销费用增加导致费用率上升；2025H1研发费用率增加系公司推进无线通信相关新兴技术研发，研发费用持续投入。未来伴随下游需求恢复带动公司收入体量回升，叠加降本控费持续深化，公司费用端具备较大优化空间。

图 9：公司费用率情况



资料来源：公司财报、申万宏源研究

**公司设立股票期权激励计划，深度绑定核心团队利益。**根据公司公告，2024年1月公司实施股票期权激励计划，拟授予不超过2161.6万份股票期权，合计覆盖公司董事、高管、技术骨干人员431人，且将主营业务收入作为业绩考核指标之一。我们认为，公司二期、三期股权激励今明两年将陆续步入考核期，公司管理层及核心技术人员仍具较大业绩恢复增长信心，伴随未来下游需求回升，公司管理层推进产品加快研制生产交付，业绩仍有较大恢复动能。

**表 6：公司将营收作为股权激励解锁条件，彰显业绩恢复增长信心**

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	(1) 2024年总资产报酬率不低于7%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值；(2) 以2022年为基准，2024年主营业务收入增长率不低于20%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值；(3) 以2022年为基准，2024年研发投入增长率不低于20%。
第二个行权期	(1) 2025年总资产报酬率不低于7.2%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值；(2) 以2022年为基准，2025年主营业务收入增长率不低于35%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值；(3) 以2022年为基准，2025年研发投入增长率不低于25%。
第三个行权期	(1) 2026年总资产报酬率不低于7.5%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值；(2) 以2022年为基准，2026年主营业务收入增长率不低于50%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值；(3) 以2022年为基准，2026年研发投入增长率不低于30%。

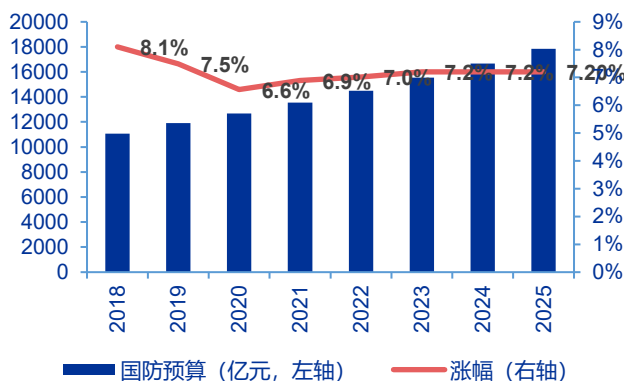
资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2. 国防信息化持续推进，无线通信为核心建设板块

### 2.1 信息化为国防重要板块，具备长期建设需求

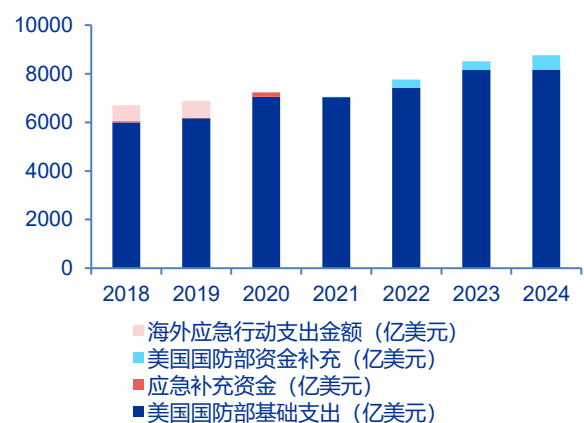
**我国国防预算近年来均保持稳健增长态势，军工景气度持续上行。**根据我国财政部数据，自2018年以来，我国国防预算支出持续上升，其中2023-2025年同比增速均稳定在7.2%的高位。对比美国，根据美国国防部颁布的预算方案，基础预算2018年以来整体实现稳增，其中近三年新增资金补充项目，相关国防建设与装备资金投入进一步增加。基于以上，中美两国国防预算支出始终获得重点支持以及优先保障，将国防事业置于优先发展地位，军工整体景气度稳增不减，客观支撑国防信息化建设需要。

**图 10：我国国防预算近年来持续增长**



资料来源：财务部、申万宏源研究 注：图中数据为我国财政部

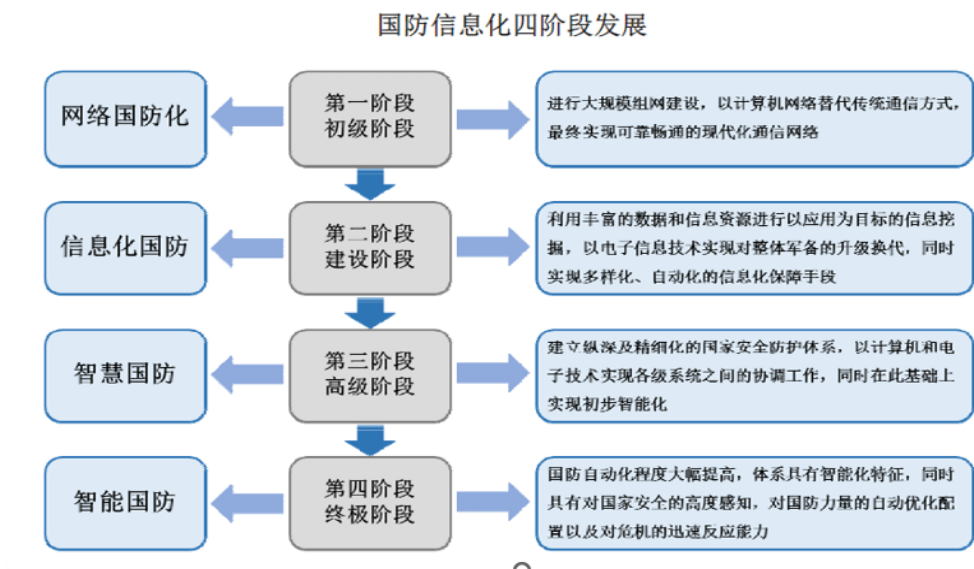
**图 11：美国国防支出近年来持续稳健增长**



资料来源：美国国防部、申万宏源研究 注：2024年为美国国

**信息化建设作为国防建设重要一环，长期具备装备体系升级需求。**军队信息化始终为我国国防建设的重要方向之一，各阶段均有装备建设迭代需求。2016年5月，中央军委颁发公开资料《军队建设发展“十三五”规划纲要》，提出未来五年国防信息化中军事通信、电子对抗等成为重点建设领域。2019年发布的公开资料《新时代的中国国防》白皮书提到推动机械化信息化融合发展，加快军事智能化发展。2021年发布的公开资料《十四五规划和2035远景目标纲要》中明确指出我国在十四五期间要基本实现国防和军队现代化。根据上海瀚讯招股书，目前我国国防信息化水平持续升级，正处于十四五信息化建设冲刺阶段，且预计“十五五”期间，高端信息化仍有提质增量建设需求。

**图 12：国防信息化各阶段特征**



资料来源：上海瀚讯招股书、申万宏源研究

**C4ISR 系统作为军工信息化核心，近三年美国持续加大投入，重要地位凸显。**C4ISR 是集指挥控制、预警探测、情报侦察、通信、武器控制和其他作战信息保障等功能于一体，用于军事信息获取、处理、传递、决策支持和对部队实施指挥控制以及战场管理的军事信息系统。美军拥有全球先进的 C4ISR 系统，2021 年美国国防部将 C4ISR 系统定性为“未来美军联合全域指挥和控制作战战略”中“最核心的战略”，俄乌战争中 C4ISR 系统也发挥了关键作用。近年来美国持续加大 C4ISR 系统建设投入，根据美国国防部数据显示，预计 2025E 年 C4ISR 领域预算达到 211 亿美元，重要地位凸显。根据智研咨询，预计我国军工信息化市场规模有望持续上行，2027 年有望突破 1600 亿元。

**表 7：C4ISR 系统各组成部分**

主要角色	系统	主要技术
大脑	计算机系统	大容量、高速数据处理、强运算能力的计算机，为硬件量身定做的专用软件及设备的计算机网络
神经中枢	指挥系统	处理平台、数据终端通信设备、网络安全应用软件及数据库
肢体	控制系统	提供作战指挥用的直观图形、图像的显示设备、控制系统、通信及其他附属设备

神经网络	通信系统	有线通信、无线通信、卫星通信、光纤通信、数据链、自组网通信等
耳目	情报系统	光电系统、传感器、红外侦察设备、夜视设备、侦察飞机、无人机、侦察卫星、定位卫星、大数据应用及海陆雷达
	监视系统	
	侦察系统	

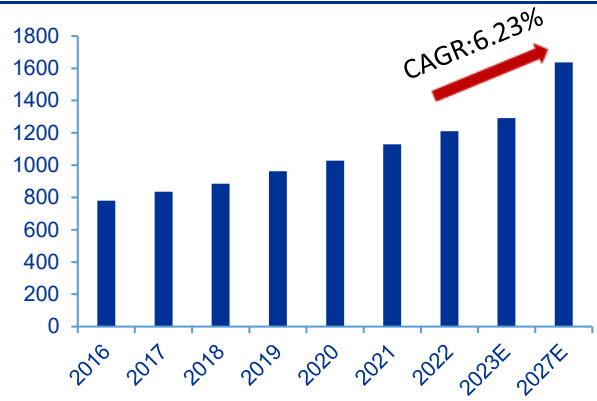
资料来源：兴图新科招股说明书、申万宏源研究

图 13：美国历年 C4ISR 系统投入及预算



资料来源：智博睿投资咨询、申万宏源研究

图 14：中国军工信息化市场规模及预测（亿元）



资料来源：智研咨询、申万宏源研究

## 2.2 无线通信设备升级需求迫切，空地两端配套需求有望持续释放

**无线通信基于电磁波信号进行信息交换传输，军用无线通信抗干扰、稳定性等要求较高。**根据招股书，无线通信行业覆盖国防装备、航空导航、广播电视、移动通信、等领域，军民两端均有应用。与有线通信相比，无线通信不需要架设传输线路，覆盖地域范围广，机动性好，建立迅速。传统的无线通信传输质量不稳定，信号易受干扰或易被截获，保密性差，军用场景下，需进行信号加密以保证信息链路传输安全，且对信号传输稳定性要求较高。

**无线通信根据频率和波长的差异，大致可分为甚长波通信、长波通信、中波通信、短波通信、超短波通信、微波通信等。**根据招股书，甚长波通信沿地面传播，具有传送距离远、信号稳定、穿透力强等优点，主要用于对潜艇通信。长波通信多用于无线电导航，标准频率和时间的广播以及电报通信。中波通信主要用于近距离本地无线电广播、海上通信，无线电导航及飞机上的通信等。短波通信适用于远距离国际无线电广播、远距离无线电话及电报通信、无线电传真、海上、航空、应急、抗灾通信等。

表 8：各频段应用场景有所区分

波段	频段	频率 (含上限, 不含下限)	波长范围 (含上限, 不含下限)	优点	适用场景
甚长波	甚低频 (VLF)	3-30KHz	100km-10km	传送距离远、信号稳定、穿透力强	潜艇通信
长波	低频 (LF)	30-300KHz	10km-1km		无线电导航，标准频率和时间的广播以及电报通信

中波	中频 (MF)	300-3,000KHz	1,000m-100m		近距离本地无线电广播、海上通信, 无线电导航及飞机上的通信
短波	高频 (HF)	3-30MHz	100m-10m		远距离国际无线电广播、远距离无线电话及电报通信、无线电传真、海上、航空、应急、抗灾通信等
超短波	甚高频 (VHF)	30-300MHz	10m-1m	对电离层的穿透力强, 稳定性高、频带较宽	传送电视、调频广播、雷达、导航、移动通信等
微波	特高频 (UHF) 及以上	300MHz-3,000 GHz	1m-10-4m	性能稳定、传输带宽更宽, 对空传播可达数万公里	定点及移动通信、导航、雷达定位测速、卫星通信、中继通信、气象以及射电天文学等

资料来源: 公司招股书、申万宏源研究

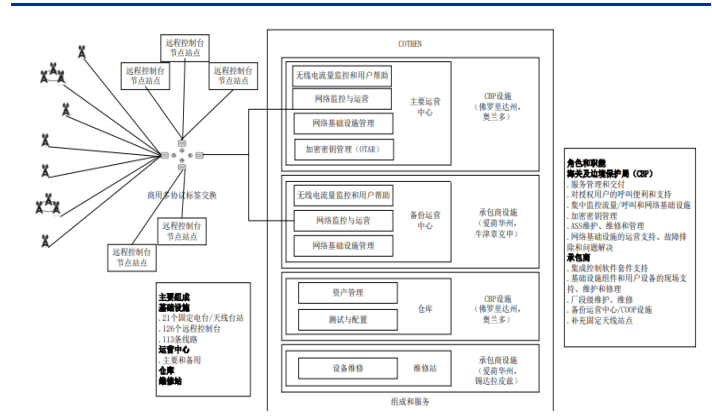
**我国军事通信水平仍有升级空间, 军用无线通信的现代化改造迫在眉睫。**当前, 民用宽带通信技术已经发展到 4G、5G 阶段, 而我国军队目前主战装备仍以窄带通讯技术为主。目前美军已经从标准技术更新迭代、装备建设改造和广域异构融合组网三个方面搭建现代化短波通信体系。标准技术方面, 美军花费近三十年时间从 MIL-STD-188-141A 和 110A 的军用标准推进到 MIL-STD-188-141D 和 110D, 由窄带短波通信实现了宽带短波通信; 通信装备方面, 美军致力于推进装备的高性能、轻量化、集成化、数字化。目前美军无论是机动部署还是固定部署的短波通信装备, 均实现了软件无线电和传输速率的宽带短波通信, 能够有效承载语音和数据业务; 组网运用方面, 美国已经完成了地平线上海关执法网络 (COTHEN) 和美国空军短波全球通信系统 (USAF-HFGCS) 等现代化短波通信系统的构建, 实现广域组网和其他网系的互联互通, 组成跨手段、跨频段、跨场景的一体多元通信保障体系, 为海陆空各类型的用户提供全球范围内的随遇接入。我国信息系统迭代更新, 向先进水平发展需求迫切。

图 15: 美军 AN/PRC-160 (V) 短波宽带战术电台



资料来源: 论文《浅析美军短波通信发展现状及特点》、申万宏源研究

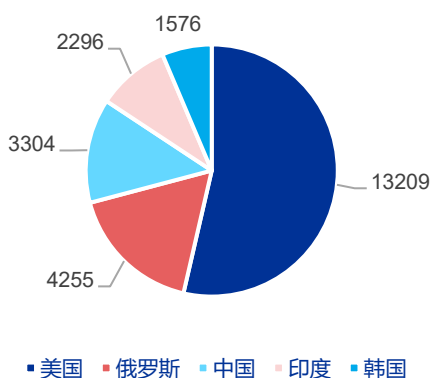
图 16: COTHEN 网络架构和支持模型



资料来源: 论文《浅析美军短波通信发展现状及特点》、申万宏源研究

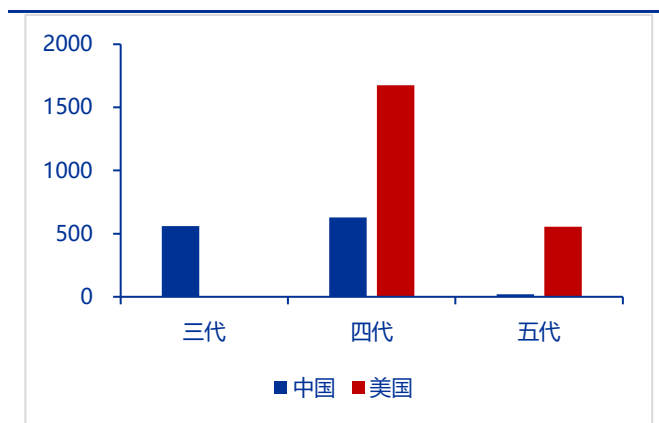
航空装备更新放量有望带动机载设备需求增加。根据公开资料 World Air Forces 2024 (全球空军 2024) 统计,我国共拥有军用飞机 3304 架,位居全球第三,同期美国军用飞机数为 13209 架,数量上有较大差距。除数量劣势外,我国军机与美国军机相比还存在代际劣势。根据公开资料 World Air Forces 2024 (全球空军 2024) 统计,我国以 J-20 为代表的五代战机占国内战机总数约 2%;美国以 F-22、F-35 为代表的五代战机占美国战机总数约 25%。总体看来,我国军机与美国相比存在数量及代次差距,先进飞机的数量及占比仍有较大提升空间。先进战机更新放量有望带动机载设备需求相应增加。

图 17: 我国军机数量与美国存在一定差距 (单位: 架)



资料来源: 公开资料 World Air Forces 2024 (全球空军 2024)、申万宏源研究

图 18: 我国先进军机数量落后于美国 (单位: 架)



资料来源: 公开资料 World Air Forces 2024 (全球空军 2024)、申万宏源研究 注: 该数量为《全球空军 2024》统计数量

陆军地面无线通信装备使用渗透率有望进一步提升, 仍存一定需求缺口。单兵通信系统赋予部队更大的战术灵活性, 在复杂的战场环境中作战时单兵之间、单兵与上级指挥中心之间的信息互联互通都需要依靠单兵通信系统。根据中国军网, 过去步兵的无线电通信最多只延伸到班级, 电台一般只有班长装备; 未来陆军地面无线通信装备有望逐渐下沉渗透。据国防科技大学 2023 年发布的公开资料《单兵智能装备技术发展蓝皮书》, 陆军特战部队单兵智能装备配备率达 63%, 普通部队的单兵无线通信设备普及率应该更低, 车载电台的渗透率高于单兵电台。当前欧美多国已开启士兵现代化计划, 地面无线通信设备日益重要, 在战争现代化的推动下, 伴随着我国加紧国防信息化的建设步伐, 我国的地面无线通信设备将不断普及并更新迭代, 为军用地面通信设备需求带来增量, 因此, 我军地面无线通信电台存在着很大的需求缺口。

图 19: 美军 AN/PRC-163 单兵无线电

图 20: 车载电台



AN/PRC-163单兵无线电



资料来源：威诺智造官网、申万宏源研究

资料来源：中国军网、申万宏源研究

## 2.3 公司差异化竞争优势显著，自主掌握多项核心技术

公司是我军超短波无线通信设备的主要供应商，公司的军用超短波无线通信终端产品应用平台为机载和地面。根据公司招股书，公司无线通信终端可应用于机载和地基两大场景。在机载超短波通信领域，公司具有核心研制生产力，产品覆盖歼击机、轰炸机、运输机、直升机、无人机、教练机等各种平台，产品形态包括话音电台、数据链电台、数据处理终端等，具有抗干扰、组网等功能，可实现空地、空空，空海无线话音和数据通信。公司地面无线通信终端产品主要包括手持、背负和车载终端，具有抗干扰和组网功能，可实现地地、地空、岸舰等无线话音和数据通信，广泛应用于陆军、装甲、火箭军等多军种。

行业参与者垂直化工特征明显，公司差异化竞争优势显著。根据公司招股书，目前军工无线通信市场的主要参与厂商有七一二、中电科 10 所、海格通信、烽火电子和上海瀚讯等，不同的厂商具有各具优势领域。从应用场景看，在航空通信领域，公司与中电科 10 所为领军厂商；在地面通信领域，主要厂商包括公司、海格通信、烽火电子等。从产品波段看，公司通信频段通常为超短波，海格通信、烽火电子产品通信频段主要为短波，而上海瀚讯主营军用宽带业务，各公司间产品频段存在一定差异。

表 9：行业内主要竞争对手

公司名称	公司简介	主营业务	优势领域
七一二	公司前身始建于 1936 年，是一家具有八十多年历史的大型综合性电子骨干企业。公司始终服务于国家及国防战略，专注推进我国专网无线通信行业发展。	主营业务包括专用无线通信、民用无线通信领域。	超短波通信、机载超短波
中电科 10 所	公司成立于 1955 年，是新中国成立后创建的第一个综合性电子技术研究所，属于国家一类科研事业单位。	公司明确以军品、民品和对外贸易为主要发展方向，形成以情报信息系统和航空电子信息系统为核心主业，在通信和数据链、航天电子、敌我识别、雷达制导等领域多专业协同发展的新局面。	航空通信领域与数据链
海格通信	公司前身始建于 1956 年，目前是一家专业从事通信和导航设备研发、生产、销售的现代高科技企业集团，主要为国内各军兵种提供通信设备和导航设备。	公司主要业务覆盖“无线通信、北斗导航、航空航天、软件与信息服务”四大领域。	短波通信

烽火电子	公司始建于 1956 年，是我国军事通信装备和电声产品研制生产的核心骨干企业	公司形成了“以高新通信为核心的通信业务为主体、以光伏和半导体照明业务为辅助、以机电等其他业务为补充”的业务发展格局。主要产品包括无线通信设备、航空搜救定位设备、机(车)内通信系统、网络通信系统及通信导航天线等。	短波通信与航空搜救定位设备
上海瀚讯	公司前身成立于 2006 年，是国内少数拥有宽带移动通信系统自主研发能力的高新技术企业和创新型军工企业。	公司主要从事行业宽带移动通信设备的研发、制造、销售及工程实施，结合业务应用软件、指挥调度软件等配套产品，向军方客户和铁路等行业客户提供行业宽带移动通信系统的整体解决方案。	宽带专网

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

**公司在专业无线通信产品的核心技术绝大部分是自主研发，拥有自主知识产权，在部分存在准入壁垒的市场具有独占性技术，技术水平处于国内领先地位。**截至 2024 年底，公司获得了多项专利技术，形成了大量的自主研发成果。公司及控股子公司共拥 223 项发明专利，184 项实用新型专利，86 项外观设计专利。主要项目涵盖综合通信系统、嵌入式训练系统、武器协同数据链端机、联战改进完善项目、LTE 专网、地铁轻轨无人驾驶通信电台、乘客应急调度系统、粉尘噪声在线监测系统、烟气排放连续监测系统等多个领域。

**表 10：公司具备多项核心技术，夯实其行业竞争力**

序号	技术名称	取得方式	所处阶段及说明
1	超短波通信跳频技术	自主研发	量产阶段
2	软件无线电技术	自主研发	中试阶段
3	数据链技术	自主研发	量产阶段
4	无线自组网技术	自主研发	量产阶段
5	S 频段卫星通信技术	自主研发	中试阶段
6	Ku 频段卫星通信技术	自主研发	中试阶段
7	UHF 频段卫星通信技术	自主研发	量产阶段
8	CNI 系统集成	自主研发	量产阶段
9	射频集成技术	自主研发	量产阶段

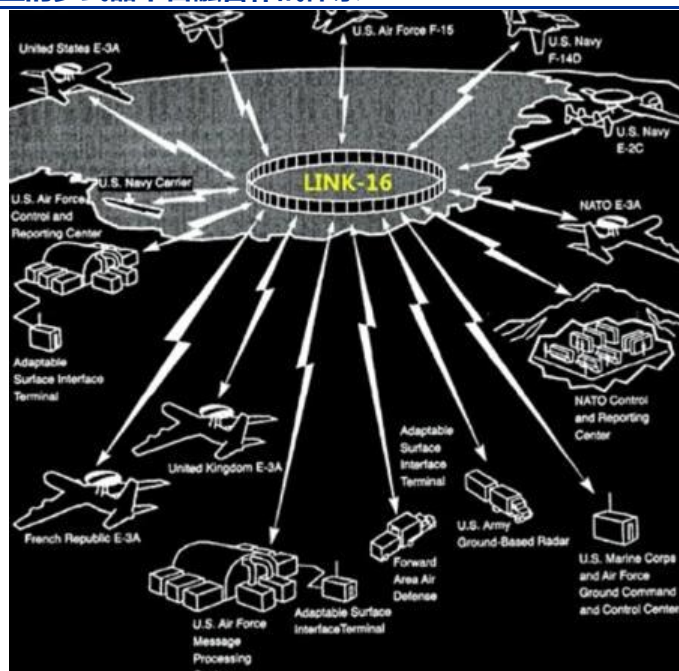
资料来源：公司招股书、申万宏源研究

## 3. 数据链实现作战模式跨越式升级，发展潜力巨大

### 3.1 多军种协同作战拉动数据链建设需求

**军事作战模式升级，拉动多武器平台通信交互需求，数据链应运而生。**根据论文《战术数据链技术研究》，伴随军事装备迭代更新，作战模式升级，情报种类和信息量迅速增长，现代化战争中，需充分发挥各参战单元的协同作战能力和最大限度地发挥武器平台的作战效能，需建立多平台间的实时交互网络，传统的语音通信难以满足大量信息实时交互需求，战场指挥效率较低，影响装备体系作战能力，因此数据链应运而生。

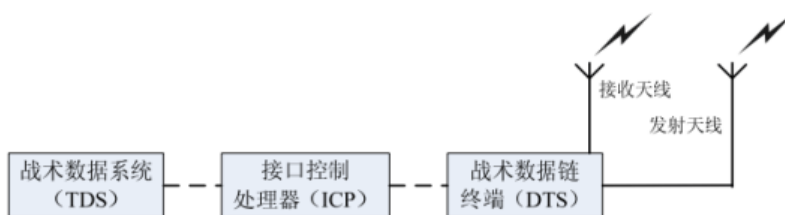
图 21：美国建立的多武器平台融合作战体系



资料来源：论文《马赛克战对指挥与通信领域的启示分析》、申万宏源研究

**数据链由传输通道、通信协议、标准格式化信息三部分构成。**根据论文《战术数据链组网技术研究》，数据链通常包括传输通道、通信协议以及标准的格式化消息三个基本要素。设备通常包括数据系统、接口处理器以及无线收发设备等。其中，数据系统与作战单元的主任务计算机相连，用于完成格式化消息处理。接口控制处理器用于完成不同数据链的接口及协议转换，以实现多武器平台间的战场态势共享及指挥控制。传输通道用于在既定通信协议的控制下，进行数据收发和处理。

图 22：数据链硬件构成



资料来源：论文《战术数据链组网技术研究》、申万宏源研究

表 11：美国 LINK 系列数据链持续迭代

名称	功能
战术数据系统 (TDS)	完成格式化消息处理
接口控制处理器 (ICP)	完成不同数据链的接口和协议转换
传输通道	用于进行数据收发及处理；无限通道

资料来源：论文《战术数据链组网技术研究》、申万宏源研究

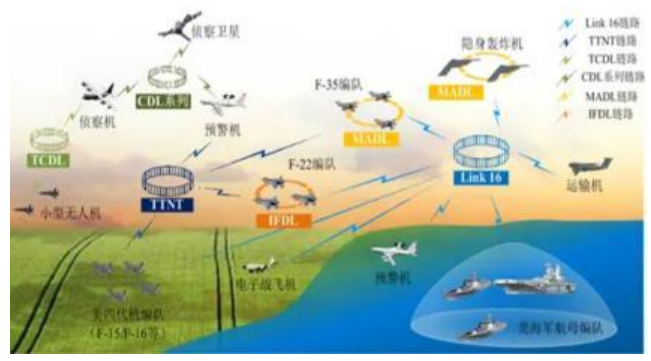
数据链相较于传统语音通信具备一定优势，且可应用于陆海空天多领域。数据链是指通过单网或多网结构和通信介质，链接多个武器系统形成信息加密传输网络。相较于传统语音通信手段，数据链具备占用带宽小、传输速率高、抗干扰能力强等优势，已成为战时通信的核心手段。根据论文《战术数据链组网技术研究》，数据链可用于海陆空天多板块作战指挥通信，接入陆基、空基、舰载等多类型武器平台。

图 23：数据链可应用于陆海空天多领域



资料来源：论文《战术数据链组网技术研究》、申万宏源研究

图 24：美国空军数据链体系一览



资料来源：论文《美国空军数据链体系发展现状及建设方向》、申万宏源研究

数据链可根据用途划分为多种类别，各类型链路功能有所区分。根据论文《战术数据链组网技术研究》，基于下游应用细分场景，目前数据链已演化出指控链、情报链、武协链等多种形式，各类数据链功能侧重点有所区分。其中，指控链为指挥控制链路，用于多装备平台战场态势信息共享；情报链用于提供各类侦测平台获取的数据，对带宽及传输速率能力有一定要求；武协链指武器平台协作链路，用于协同各战斗单元作战能力分配，同时加强火控精确定位以及低时延协同打击能力。

表 12：数据链根据用途可划分为多种类别

种类	功能说明	举例
指控链	通用综合信息分发数据链，也称态势共享数据链，可支持空降作战、飞机防空和空战、低空导弹防空作战、空中侦察与监视、空域管制、空中对敌封锁与打击、反潜作战、近空支援、火力支持和地面作战等	Link4A/4C/11/16 系列
情报链	配合各种雷达和传感器传输侦察平台获取的数据，需具备高带宽与传输速率能力	CDL/MP-CDL/TTNT 系列
武协链	武器协同数据链，武协链的核心目标是实现武器平台的横向组网，以及传感器与武器的直接较链，从而支持火控级别的精确定位跟踪与低时延协同打击。	IFDL、MADL、TTNT 系列

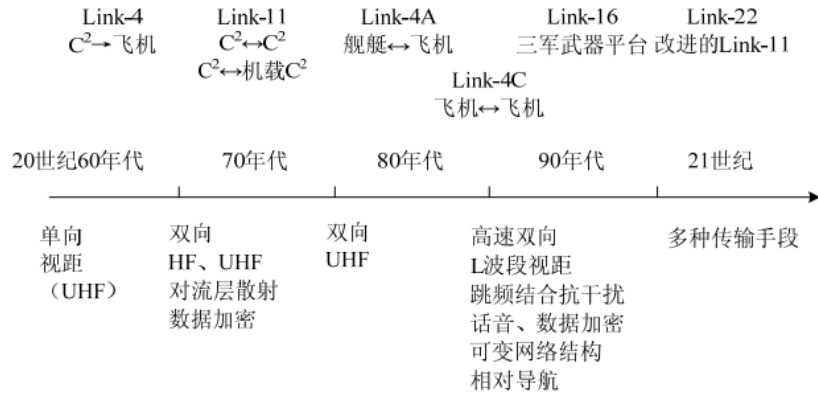
资料来源：论文《战术数据链组网技术研究》、申万宏源研究

### 3.2 根据美国映射，数据链具备长期迭代升级需求，发展空间较大

美国数据链研发起步较早，LINK 系列持续迭代更新。根据论文《战术数据链组网技术研究》，美国军用数据链起步较早，目前已建有多个先进数据链系统，如 LINK、TTNT、

TCDL、CDL 等多系列。根据论文《战术数据链技术研究》，LINK 系列数据链整体研发建设始于 20 世纪 50 年代，近七十年来持续迭代升级，通过优化组网协议等方式，升级包括传输链路数量、通信速率、可接入终端种类等性能。

**图 25：美军数据链发展历程**



资料来源：论文《战术数据链组网技术研究》、申万宏源研究

**表 13：美国 LINK 系列数据链持续迭代**

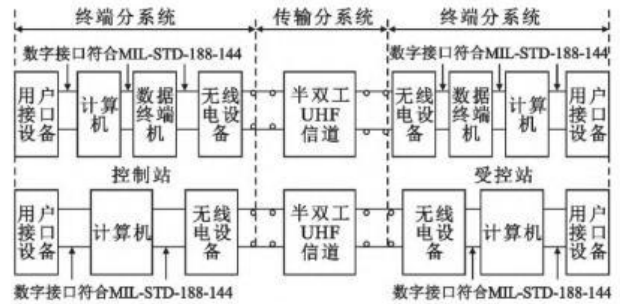
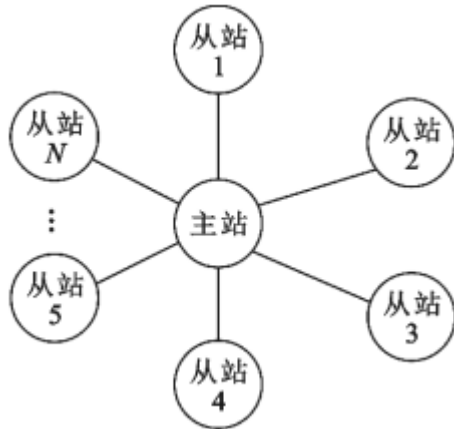
系统名称	用途	工作频段	数据传输速率	组网方式	装备年代
Link-1	雷达站和管制中心间的空中监视信息传输	HF/UHF	600/1200bit/s	点对点	60 年代
Link-4	战斗机间导航、协同指令传输	UHF	5kbits/s	单向，点对多点	60 年代
Link-11	交换预警信息、空中/水面/水下/电子战的目标信息，传递指挥指令、武器状况等信息	HF/UHF	1364//250bit/s, M 系列格式	轮询，网状网	70 年代
Link-4A	舰载自动降落、空中交通管理、空中拦截、攻击管理、地面轰炸管理	UHF	5kbits/s, V&R 格式	双向，点对多点，空空、空地	80 年代
Link-4C	具有一定抗干扰的空空链	UHF	5kbits/s, V&R 格式	双向，点对多点，空空	80 年代
Link-11 B	地面雷达站、防空部队等单位间分发空中目标航迹信息	HF/UHF	600/1200/2400bit/s, M 系列格式	点对点	80 年代
Link-16	通用综合战术数据链，具有 4A/4C/11 号链的功能	Lx	238bit/s, J 系列格式	TDMA	90 年代
Link-22	北约的 11 号链改进型，用 HF/UHF 频段传输 J 系列标准	HF/UHF	最高 126kbit/s, J 系列格式	TDMA、DTDMA，可同时 在 4 个网上使用	

资料来源：论文《战术数据链组网技术研究》、申万宏源研究

**信息交互能力方面，需具备双向通信以及信息加密抗干扰能力，Link-4A 较 Link-4 新增了点对点应答功能。**根据论文《战术数据链技术研究》，美国 Link-4 数据链首先装备于地面防空系统、海军舰艇，最早仅能用于单向传输信息，舰载飞机仅能接收信息，且信息链路抗干扰能力较差。Link-4A 较 Link-4 升级了双向通信以及链路抗干扰能力，在上世纪 60 年代广泛应用于雷达站于指挥控制中心，大幅缩短雷达站防空预警反应时间。

**图 26：Link-4 采用星型拓扑结构，从站间无法建立通信**

**图 27：Link-4A 升级了双向通信功能**



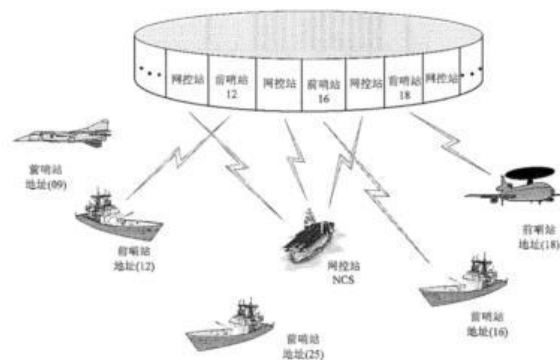
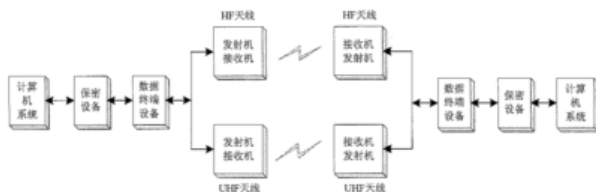
资料来源：论文《美航母编队数据链能力体系及发展趋势》、申万宏源研究

资料来源：论文《美航母编队数据链能力体系及发展趋势》、申万宏源研究

组网覆盖范围方面，广域覆盖以及多平台交互为核心发展方向，Link-11 进一步扩大了组网空间大小，完成了由点对点到面对面的有效升级。为实现多平台情报信息广域交互，上世纪 60-70 年代美国开发了多舰、多机之间面对面数据交换的 Link-11 数据链，支持大范围任务包括广域监听、战术指示和警告、地平线上瞄准以及情报，广泛应用于舰船之间、舰船与飞机之间、舰队与岸上指挥机构之间的情报交换。

图 28: Link-11 数据链系统构成

图 29: Link-11 数据链覆盖空海两端，可实现面与面信息交互



资料来源：公开书籍《数据链系统与技术》、申万宏源研究

资料来源：公开书籍《数据链系统与技术》、申万宏源研究

数据传输方面，为适应恶劣网络环境，Link-14 可自主选择链路传输速率，以保证信息传输的完整可靠。根据论文《战术数据链组网技术研究》，由于美军部分舰艇所处战场环境恶劣，组网通讯难以有效覆盖，为解决装备 Link-11 数据链与这类舰艇间的战术数据传递问题，美军研制了 Link-14 数据链，数据速率为 500-5000bps，每个链路可从几种数据速率自选，其中低速率专用于干扰严重的恶劣环境。

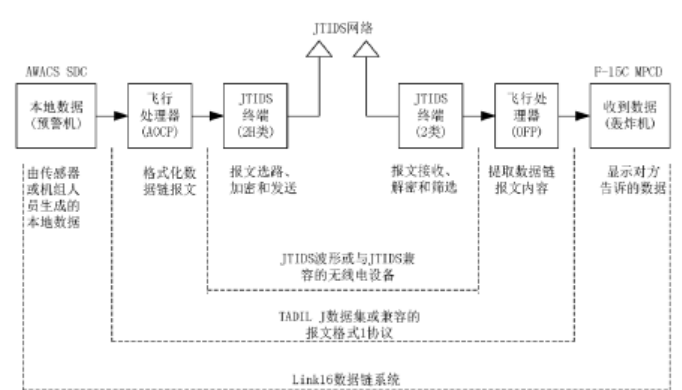
Link-16 完成了多军种覆盖，实现了 Link 系列数据链的跨越式升级。根据论文《战术数据链组网技术研究》，上世纪 70 年代，为解决战时各军种数据链互通性低，协同作战能力差的问题，美国于 1974 年启动 Link-16 数据链的第一代终端 JTIDS 的研发，实现了数据链由单一军种到三军通用的跨越。

图 30: Link-16 实现多军种覆盖



资料来源: 论文《Link16 数据链及抗干扰技术研究》、申万宏源研究

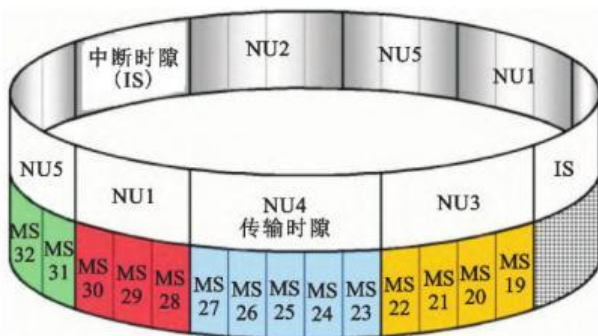
图 31: Link-16 信息传输过程



资料来源: 论文《Link16 数据链及抗干扰技术研究》、申万宏源研究

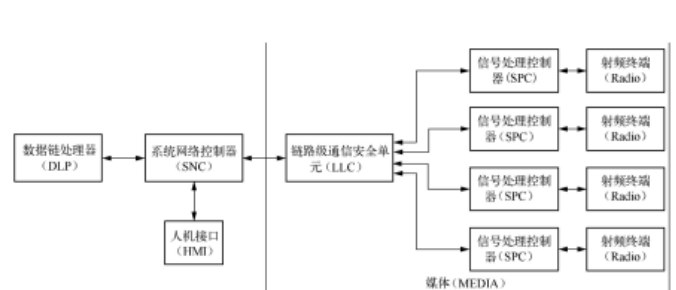
Link-22 完成了多军种覆盖, 实现了 Link 系列数据链的跨越式升级。根据论文《美航母编队数据链能力体系及发展趋势》以及论文《战术数据链组网技术研究》, Link-22 是一种可通过中继系统进行超视距通信的保密抗干扰数据链, 其混合了 Link-11 和 Link-16 的功能与特点, 支持陆海空天多平台交换目标航迹信息, 可同时在四张网上同时工作, 组成超级网络, 属于 Link-16 系列的又一延伸。

图 32: Link-22 工作原理示意



资料来源: 论文《美航母编队数据链能力体系及发展趋势》、申万宏源研究

图 33: Link-22 各单元体系结构



资料来源: 论文《Link22 抗干扰性能分析》、申万宏源研究

### 3.3 公司率先中标相关项目, 先发优势显著

公司已中标航空通信领域数据链相关项目, 在行业内具备较大先发优势。根据公司 2025 年半年报, 公司报告期内中标直升机/蜂群项目, 实现了蜂群数据链领域、无人测控数据链领域的重大突破; 报告期内协同数据链产品全面打开市场, 客户订货持续放量。我们分析认为, 数据链应用为军工智能化建设核心板块, 目前仍处于发展初期。公司先行切入这一新兴应用板块, 有望深度参与通信体制等环节的制定, 先发优势显著, 伴随后续行业应用由点向面全面拓展, 且数据链具备长期迭代需求, 公司数据链业务潜在发展空间巨大。

## 4. 盈利预测及估值

公司的盈利预测主要是由对公司分业务盈利预测汇总而得到的。根据公司各业务所在行业增速、主要同业公司的收入平均增速和平均毛利率情况，我们对公司各业务的业绩进行预测并汇总，预计公司 2025E-2027E 年的营业收入分别为 21.74、29.32、38.14 亿元，同比增速依次为 0.9%、34.9%、30.1%；预计公司 2025E-2027E 年的归母净利润分别为 0.96、2.17、3.12 亿元，其中 2025E 年预计实现扭亏，2026E-2027E 年归母净利润同比增速依次为 126.5%、43.6%。考虑到公司作为专网无线通信系统核心供应商，深度契合我国国防智能化建设需要，伴随下游需求恢复，军品业务体量增加规模效应相应提升，毛利率有望企稳回升，且后续数据链等高附加值业务有望进一步提升业务盈利水平，基于以上，预计公司 2025E-2027E 年的毛利率分别为 36.7%、39.7%、41.7%；预计公司 2025E-2027E 年的 ROE 分别为 2.1%、4.6%、6.3%。关键假设点如下：

**(1) 无线通信终端产品业务：**公司无线通信终端产品业务覆盖空地两端，在超短波专网通信领域处于领先地位，伴随我国高端信息化建设持续推进，空地两端无线通信终端数量进一步增加，公司业务收入有望企稳回升。因此预计 2025E-2027E 年公司智能视频指挥系统业务营收为 10.65、13.61、16.78 亿元，对应同比增速分别为-12.9%、27.8%、23.3%。考虑未来下游需求增加，该业务体量增长带动规模效应提升，或进一步提升盈利能力，预计 2025E-2027E 年无线通信终端产品业务的毛利率分别为 37.7%、41.3%、43.5%。

**(2) 系统产品：**公司系统产品指应用于军机无线通信、航电通信的 CNI 系统，且未来产品形态有望进一步丰富，高度契合我国智能化发展所需，伴随多军种协同全域融合作战应用持续深化，数据链有望成为新营收增量，业务体量有望实现高速增长。因此预计 2025E-2027E 年公司系统产品营收为 9.51、13.87、19.21 亿元，对应同比增速分别为 18.8%、45.8%、38.5%。考虑未来新兴领域拓展有业务盈利能力，预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 35.0%、38.2%、40.4%。

**(3) 其它业务：**根据公司公告，公司其他业务主要包括材料费、维修、房租等，整体营收占比较少，提供小幅营收增量。我们预计 2025E-2027E 年公司其它业务营收为 1.58、1.85、2.16 亿元，对应同比增速分别为 20.5%、17.2%、16.8%，结合公司具体产品结构进行分析，我们预测 2025E-2027E 年对应毛利率分别为 40.2%、39.5%、39.0%。

表 14：公司主营业务拆分（单位：亿元、%）

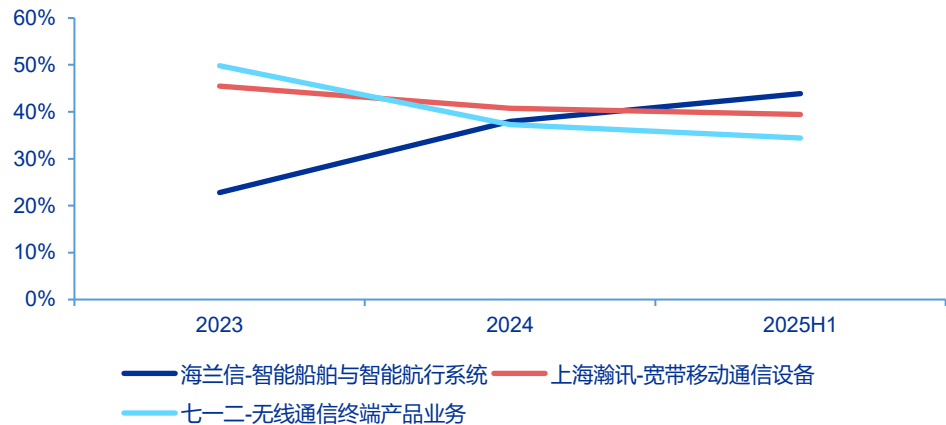
		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	26.96	34.51	40.40	32.68	21.54	21.74	29.32	38.14
	(+/-%)	0.0%	28.0%	17.1%	-19.1%	-34.1%	0.9%	34.9%	30.1%
	营业成本	13.99	18.09	21.57	19.11	14.85	13.76	17.68	22.24
	毛利率	48.1%	47.6%	46.6%	41.5%	31.1%	36.7%	39.7%	41.7%
无线通信终端产品业务	营业收入	14.70	24.65	22.94	19.36	12.22	10.65	13.61	16.78
	(+/-%)	-	67.7%	-6.9%	-15.6%	-36.9%	-12.9%	27.8%	23.3%
	营收占比	54.5%	71.4%	56.8%	59.2%	56.7%	49.0%	46.4%	44.0%
	营业成本	.	.	.	.	.	.	.	.

	毛利率	48.1%	48.9%	51.0%	49.8%	37.3%	37.7%	41.3%	43.5%
系统产品	营业收入	10.89	8.23	15.62	12.04	8.01	9.51	13.87	19.21
	(+/-%)	-	-24.4%	89.7%	-23.0%	-33.5%	18.8%	45.8%	38.5%
	收入占比	40.4%	23.9%	38.7%	36.8%	37.2%	43.8%	47.3%	50.4%
	营业成本	5.30	4.36	9.33	8.59	6.32	6.18	8.57	11.45
	毛利率	51.3%	47.1%	40.3%	28.6%	21.1%	35.0%	38.2%	40.4%
其他	营业收入	1.38	1.63	1.83	1.28	1.31	1.58	1.85	2.16
	(+/-%)	-	18.0%	12.6%	-29.8%	1.9%	20.5%	17.2%	16.8%
	营收占比	5.1%	4.7%	4.5%	3.9%	6.1%	7.3%	6.3%	5.7%
	营业成本	1.06	1.12	0.99	0.80	0.87	0.94	1.12	1.32
	毛利率	22.7%	30.9%	45.8%	37.6%	33.6%	40.2%	39.5%	39.0%

资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：由于其他业务收入较少，为体现数据变化，故其收入及成本保留到小数点后四位

**选取海兰信、上海瀚讯作为可比公司。**两家公司均为通信/导航系统配套供应商，与公司业务、产品形态相近，可比业务均为各公司的主要营收来源，且两公司相关业务近年来毛利率均居于高位，为行业细分领域领军企业，市值体量大小因而具备一定可比性。具体来看，其中，海兰信为舰载船舶导航定位系统供应商，二者产品形态类似，基于具体用途，其芯片板卡功能存在差异；上海瀚讯为宽带专网通信系统供应商，公司为超短波专网通信系统供应商，两家公司业务及产品形态有一定可比性，通信带宽有所区别。

**图 34：可比公司近三年毛利率均居于高位，核心竞争力强**



资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：海兰信业务近年来因产品结构变化毛利率有所波动

**首次覆盖并给予“增持”评级。**公司作为专网无线通信系统核心供应商，空地两端配套需求饱满，且后续数据链增量弹性较大，伴随下游需求恢复，公司产品有序交付，公司营收规模有望加速回升。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 0.96、2.17、3.12 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 173/76/53 倍。选取相关的代表性公司海兰信（舰载导航定位供应商）、上海瀚讯（宽带通信系统设备商）进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 235/104/83 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司无线通信产品在超短波频段处于领军地位，且业务高度契合我国军工智能化发展所需，数据链等新兴业务有望带动业绩高增，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。

表 15: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	2025/9/24	归母净利润 (亿元)					市盈率			
		总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
300065.SZ	海兰信	143.74	0.08	0.82	1.04	1.19	1752	176	139	121	
300762.SZ	上海瀚讯	149.77	(1.24)	0.51	2.13	3.29	/	294	70	46	
	行业平均							235	104	83	
603712.SH	七一二	165.90	(2.49)	0.96	2.17	3.12	/	173	76	53	

资料来源: iFinD、申万宏源研究 注: 可比公司归母净利润均为 iFinD 一致预期

## 5. 风险提示

**军品下游订单落地节奏不及预期风险。** 特种领域为公司下游重要市场之一, 下游客户生产计划性较强, 需考量多方面因素, 军品下游订单实际落地节奏可能不及预期。

**公司产品研发进度不及预期风险。** 公司作为专网通信系统核心供应商, 产品附加值高, 在研产品未来有望定型批产贡献新营收来源, 在研产品研发进度不及预期, 或影响未来产品营收体量。

**盈利能力波动风险。** 公司近年来产品毛利率波动较大, 系产品结构调整等因素影响所致。未来公司新品应用增长潜力较大, 盈利能力或存在一定波动。

## 财务摘要

### 合并利润表

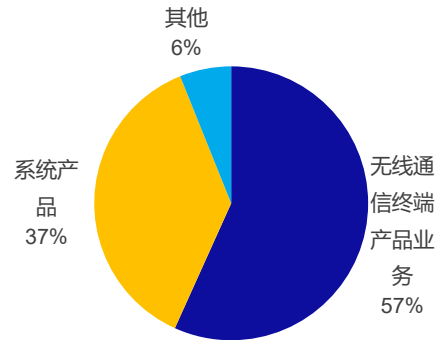
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,268	2,154	2,174	2,932	3,814
营业收入	3,268	2,154	2,174	2,932	3,814
无线通信终端	1,936	1,222	1,065	1,361	1,678
产品业务					
系统产品	1,204	801	951	1,387	1,921
其他	128	131	158	185	216
营业总成本	2,888	2,432	2,217	2,762	3,528
营业成本	1,900	1,485	1,376	1,768	2,224
无线通信终端	971	766	663	799	948
产品业务					
系统产品	859	632	618	857	1,145
其他	80	87	94	112	132
税金及附加	11	9	8	9	11
销售费用	87	76	66	74	86
管理费用	206	210	188	235	315
研发费用	673	631	561	660	870
财务费用	11	22	18	17	22
其他收益	80	47	50	50	50
投资收益	27	10	10	10	10
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	10	0	0	0
信用减值损失	-45	-90	88	7	-13
资产减值损失	-25	-75	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	420	-376	105	238	333
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	420	-376	105	238	333
所得税	-43	-152	11	26	36
净利润	462	-224	94	212	297
少数股东损益	23	24	-2	-6	-15
归母净利润	440	-249	96	217	312

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

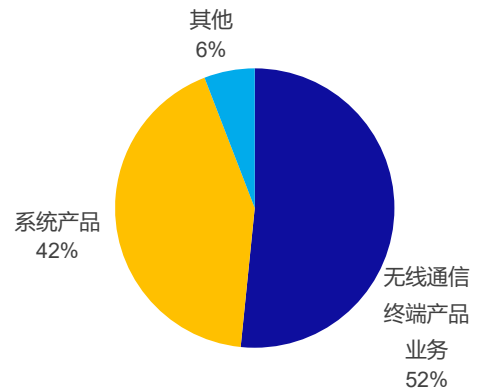
### 合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	462	-224	94	212	297
加：折旧摊销减值	145	248	8	96	125
财务费用	23	27	18	17	22
非经营损失	-87	-180	-125	-64	-67
营运资本变动	-593	38	233	38	-908
其它	58	102	-18	0	0
经营活动现金流	-37	-79	210	299	-530
资本开支	99	36	110	145	165
其它投资现金流	94	-397	10	10	10
投资活动现金流	-5	-433	-100	-135	-155
吸收投资	5	0	0	0	0
负债净变化			-	-	
支付股利、利息	109	76	-31	36	65

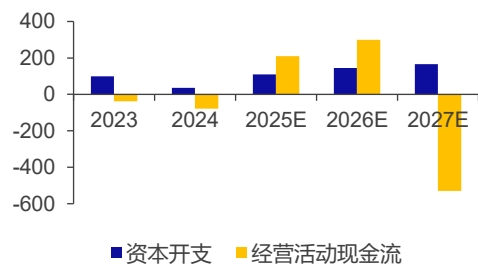
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



其它融资现金	-13	-13	-9	0	0
流					
融资活动现金流	167	-62	-169	-201	561
净现金流	125	-574	-59	-37	-125

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

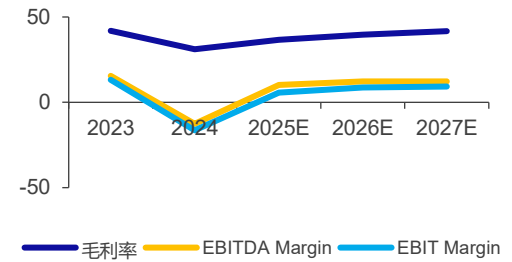
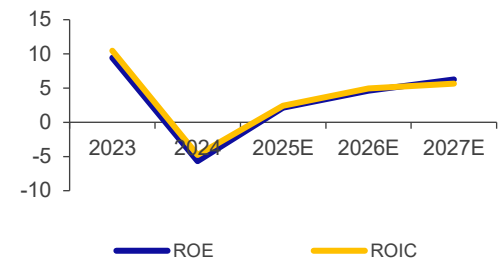
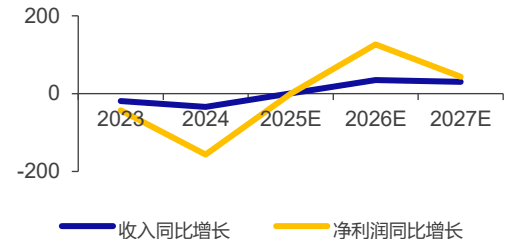
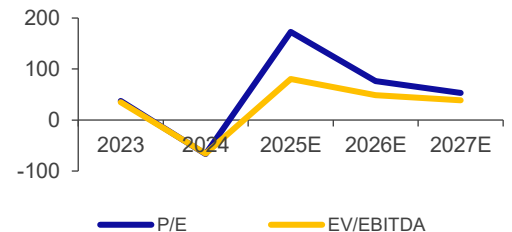
**合并资产负债表**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,603	7,671	6,868	7,552	8,654
现金及等价物	1,300	1,063	1,004	967	842
应收款项	3,906	3,770	2,854	2,748	3,015
存货净额	3,077	2,569	2,752	3,535	4,449
合同资产	201	177	165	209	254
其他流动资产	119	93	93	93	93
长期投资	202	266	266	266	266
固定资产	684	663	661	687	724
无形资产及其他	279	400	531	601	674
资产					
资产总计	9,768	9,000	8,326	9,106	10,318
流动负债	4,215	3,721	3,108	3,891	5,044
短期借款	315	346	350	380	1,202
应付款项	3,303	2,790	2,293	2,946	3,178
其它流动负债	597	585	465	565	665
非流动负债	792	788	593	397	202
负债合计	5,008	4,509	3,701	4,288	5,246
股本	772	772	772	772	772
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	918	918	918	918	918
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	305	305	309	320	336
未分配利润	2,668	2,373	2,514	2,702	2,955
少数股东权益	92	113	112	106	91
股东权益	4,760	4,491	4,625	4,818	5,072
负债和股东权益	9,768	9,000	8,326	9,106	10,318
合计					

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**重要财务指标**

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.57	-0.32	0.12	0.28	0.40
每股经营现金流	-0.05	-0.10	0.27	0.39	-0.69
每股红利	0.00	0.00	-0.06	0.02	0.06
每股净资产	6.05	5.67	5.85	6.10	6.45
关键运营指标(%)					
ROIC	10.5	-4.8	2.4	4.9	5.7
ROE	9.4	-5.7	2.1	4.6	6.3
毛利率	41.9	31.1	36.7	39.7	41.7
EBITDA Margin	15.5	-12.6	10.1	12.2	12.2
EBIT Margin	13.2	-16.4	5.7	8.7	9.3
营业总收入同比增长	-19.1	-34.1	0.9	34.9	30.1
归母净利润同比增长	-43.2	-156.6	-	126.5	43.6
资产负债率	51.3	50.1	44.4	47.1	50.8
净资产周转率	0.70	0.49	0.48	0.62	0.77
总资产周转率	0.33	0.24	0.26	0.32	0.37
有效税率	-10.9	39.3	11.5	11.3	11.2
股息率	.	.	.	.	.
估值指标(倍)					

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


P/E	37.7	-66.7	172.9	76.3	53.1
P/B	3.6	3.8	3.7	3.5	3.3
EV/Sale	5.4	8.3	8.1	6.0	4.7
EV/EBITDA	35.2	-65.8	80.5	48.9	38.7
股本	772	772	772	772	772

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。