

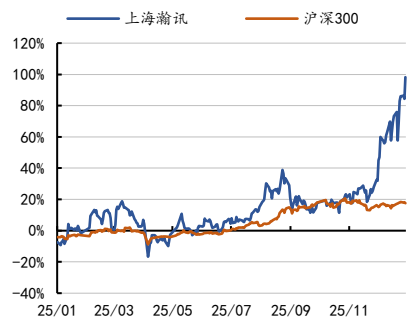
布局天地一体化通信领军者，拥抱星网大时代确定性成长

相关研究：

- 《20240130湘财证券-国防军工行业：VTVL-1试验箭回收成功，关注相关产业进展》2024.01.30
- 《20241202湘财证券-国防军工行业-海南商业航天发射场首次发射成功，关注相关产业链发展》2024.12.02

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	96.1	140.7	179.9
绝对收益	98.8	149.8	205.1

注：相对收益与沪深300相比

分析师：汪炜

证书编号：S0500525070001

Tel: (8621)50299604

Email: ww07001@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 营收高增亏损收窄，技术领先构筑壁垒

根据公司2025年第三季度公告，公司2025年前三季度实现营业收入3.05亿元，同比增长72.72%，主要得益于宽带移动通讯设备销售收入显著提升，显示核心业务市场拓展成效显著。尽管营收增长强劲，但归母净利润仍为-4816万元，亏损同比收窄47.25%，主因成本端同步上升及联营企业投资亏损扩大。

公司是国内首个完成低轨卫星组网地面验证的企业，新建2100平米信关站生产基地并部署自动化测试系统，显著提升测试效率，展现出在卫星通信领域的领先技术实力和快速交付能力。

□ 军用通信系统技术积累深厚，产业链布局完善且持续获得市场认可

据公司2025年半年报消息，公司在军用通信系统领域已建立起深厚的技术护城河，拥有60项核心专利及115项软件著作权。基于此，公司构建了覆盖“芯片-模块-终端-基站-系统”的全产业链闭环能力，实现了从底层硬件到顶层系统的自主可控与高效协同。

公司的市场竞争优势正加速转化为具体订单：成功中标某无人分队通信系统项目，轻量化背负式通信设备持续获得采购订单，同时，新型车载通信系统的配套任务也即将落地，预计带来数百套订单。这些进展不仅验证了其产品在专网通信细分市场的强大竞争力，更凸显了公司凭借全链技术优势，在军用信息化升级浪潮中把握市场机遇的领先地位。

□ 全链能力稀缺标的，乘中国星网建设东风确定性成长

在全球低轨卫星互联网的竞速赛中，中国正以前所未有的速度推进以“星网集团”及“千帆星座”为代表的超大规模组网计划，这标志着产业已进入规模化建设的“价值投资”新阶段，催生出确定性的万亿级市场。根据2024年年报，本公司作为国内稀缺的天地一体化解决方案供应商，不仅构建了“芯片-模块-终端-基站-系统”的全产业链核心技术能力，还通过与上海垣信卫星、格思航天等产业链关键伙伴的紧密协同，战略性整合资源，共同布局卫星制造、发射与应用全链条。凭借已验证的技术领先性与快速交付能力，公司将直接受益于国家战略推进带来的确定性订单，其业务增长与市场规模深度绑定，稀缺卡位与高成长弹性明确。

□ 投资建议

公司是国内稀缺的天地一体化通信解决方案领军者，正迎来明确的成长双击。短期来看，其扎实的财务表现与持续获得的军用订单已验证其技术转化能力与业绩弹性。中长期而言，公司构建的“芯片-模块-终端-基站-系统”全产业链闭环能力与深厚专利壁垒，使其成为国家卫星互联网核心建设阶段中不可或缺的供应商。随着中国“星网”、“千帆”等超大规模星座进入密集组网期，万亿级市场正式启动，公司凭借在低轨卫星通信载荷、信关站及终端等核心环节已验证的领先实力，以及与上海垣信卫星等产业链伙伴的深度协同，其业务增长将直接绑定国家战略需求，稀缺卡位明确，具备极高的长期成长确定性与市值空间。

预计 2025-2027 年，公司营业收入为 5.48、9.04、14.46 亿元，同比增长 55.0%、65.0%、60.0%；归母净利润 0.17、1.85、3.05 亿元，同比增长 113.35%、1016.84%、64.89%。对应 2025 年 12 月 31 日收盘价，市盈率为 1582.14、141.66、85.91 倍。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

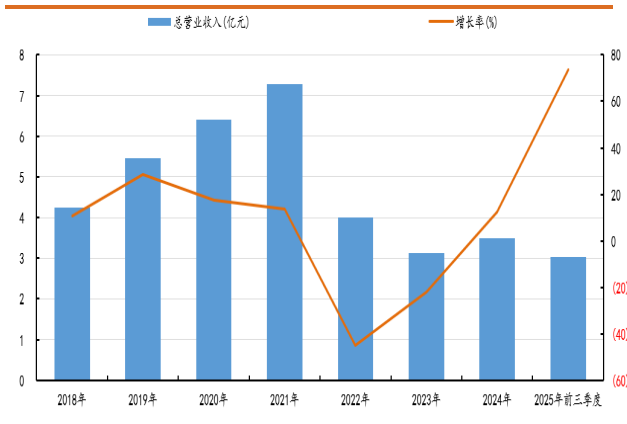
市场竞争加剧的风险。毛利率下降的风险。产品研发风险。订单执行与交付存在不确定性的风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	353.33	547.66	903.63	1,445.81
同比	12.97%	55.00%	65.00%	60.00%
归母净利润（百万元）	-123.89	16.54	184.76	304.65
同比	34.71%	113.35%	1016.84%	64.89%
ROE	-5.22%	0.40%	4.30%	6.63%
每股收益（元）	-0.20	0.03	0.29	0.49
P/E	-208.40	1,582.14	141.66	85.91
P/B	11.03	6.37	6.10	5.69

资料来源：Wind、湘财证券研究所

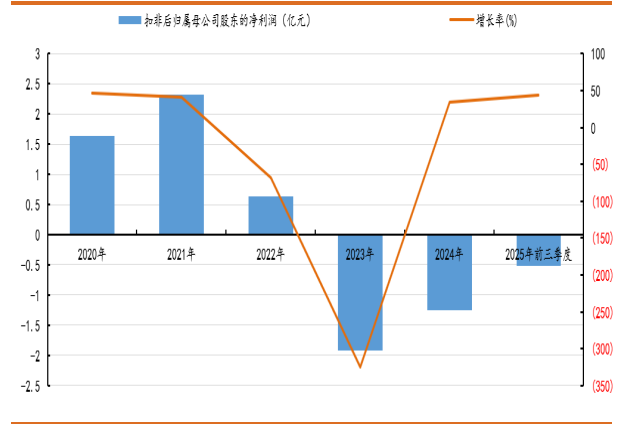
1 公司主要财务数据

图 1 2020-2025 年前三季度营业收入及增速



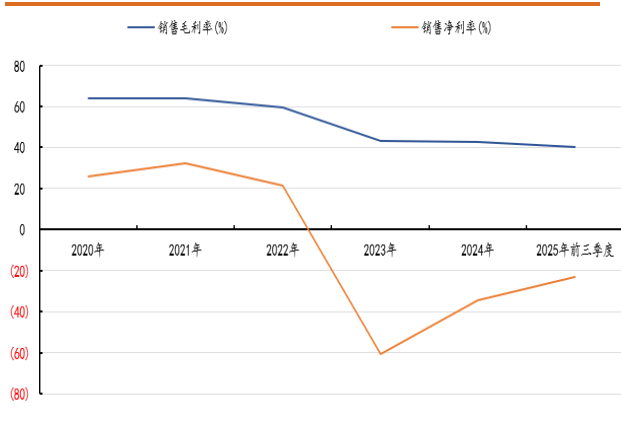
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2020-2025 年前三季度扣非归母净利润及增速



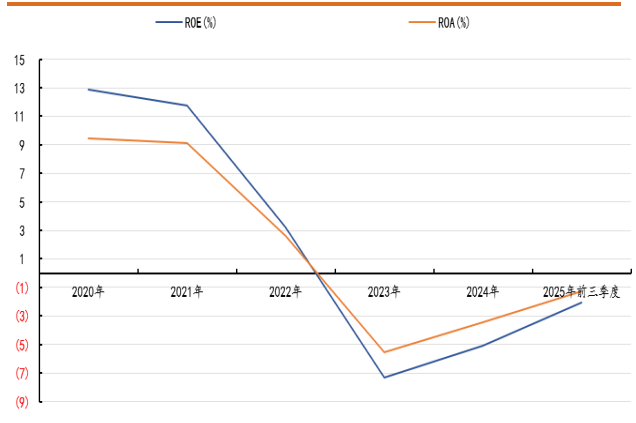
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2020-2025 年前三季度销售毛利率和净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2020-2025 年前三季度 ROE 和 ROA



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 投资建议

公司是国内稀缺的天地一体化通信解决方案领军者，正迎来明确的成长双击。短期来看，其扎实的财务表现与持续获得的军用订单已验证其技术转化能力与业绩弹性。中长期而言，公司构建的“芯片-模块-终端-基站-系统”全产业链闭环能力与深厚专利壁垒，使其成为国家卫星互联网核心建设阶段中不可或缺的供应商。随着中国“星网”、“千帆”等超大规模星座进入密集组网期，万亿级市场正式启动，公司凭借在低轨卫星通信载荷、信关站及终端等核心环节已验证的领先实力，以及与上海垣信卫星等产业链伙伴的深度协同，其业务增长将直接绑定国家战略需求，稀缺卡位明确，具备极高的长期成长确定性与市值空间。

预计 2025-2027 年，公司营业收入为 5.48、9.04、14.46 亿元，同比增长 55.0%、65.0%、60.0%；归母净利润 0.17、1.85、3.05 亿元，同比增长 113.35%、1016.84%、64.89%。对应 2025 年 12 月 31 日收盘价，市盈率为 1582.14、141.66、85.91 倍。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

3 风险提示

市场竞争加剧的风险。毛利率下降的风险。产品研发风险。订单执行与交付存在不确定性的风险。

附表 1 上海瀚讯财务报表以及相应指标

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	313	353	548	904	1446	流动资产合计	2763	2815	3850	5472	7801
营业成本	177	200	279	407	593	货币资金	1407	1349	2157	2711	3615
营业税金及附加	1	3	3	5	8	应收账款	987	917	975	1683	2575
营业费用	36	30	27	45	72	其他应收款	41	30	46	76	122
管理费用	43	60	55	72	130	预付款项	16	29	46	72	109
研发费用	255	202	153	145	231	存货	285	369	459	668	974
财务费用	-6	-25	-3	-1	40	其他流动资产	12	23	62	133	242
资产减值损失	-23	-1	-1	-1	-1	非流动资产合计	718	843	903	957	1008
信用减值损失	-80	-67	-10	-10	-10	长期股权投资	18	32	32	32	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	367	377	367	371	386
投资净收益	0	-16	-5	-5	-5	无形资产	174	203	213	224	235
营业利润	-257	-172	16	214	355	商誉	0	0	0	0	0
营业外收入	2	2	3	3	3	其他非流动资产	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	资产总计	3480	3658	4753	6429	8809
利润总额	-254	-170	19	217	358	流动负债合计	938	1118	485	1975	4051
所得税	-65	-49	3	33	54	短期借款	591	731	0	1327	3163
净利润	-190	-120	17	185	305	应付账款	304	259	357	519	757
少数股东损益	0	3	0	0	0	预收账款	0	0	0.05	0.15	0.29
归属母公司净利润	-190	-124	17	185	305	一年内到期的非流动负债	4	49	49	49	49
EBITDA	-68	36	77	284	470	非流动负债合计	46	131	129	129	129
EPS (元)	-0.30	-0.20	0.03	0.29	0.49	长期借款	0	98	98	98	98
主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	应付债券	0	0	0	0	0
						负债合计	984	1249	614	2104	4180
成长能力						少数股东权益	0	35	35	35	35
营业收入增长	-21.93%	12.97%	55.00%	65.00%	60.00%	实收资本(或股本)	628	628	628	628	628
营业利润增长	-477.89%	33.05%	109.58%	1202.14%	65.80%	资本公积	1282	1282	3206	3206	3206
归属于母公司净利润增长	113.35%	1016.84%	113.35%	1016.84%	64.89%	未分配利润	495	371	398	713	1233
获利能力						归属母公司股东权益合计	2496	2374	4108	4293	4597
毛利率(%)	43.28%	49.00%	49.00%	55.00%	59.00%	负债和所有者权益	3480	3658	4753	6429	8809
净利率(%)	-60.67%	-34.08%	3.02%	20.45%	21.07%						
总资产净利润(%)	-5.45%	-3.39%	0.35%	2.87%	3.46%						
ROE(%)	-7.60%	-5.22%	0.40%	4.30%	6.63%	现金流量表	单位:百万元				
偿债能力						经营活动现金流	-304	-107	-48	-646	-763
资产负债率(%)	28%	34%	13%	33%	47%	净利润	-190	-120	17	185	305
流动比率	2.94	2.52	7.94	2.77	1.93	折旧摊销	194.68	232.51	0.00	48.95	52.50
速动比率	2.64	2.19	6.99	2.43	1.68	财务费用	-6	-25	-3	-1	40
营运能力						应收账款减少	0	0	-58	-708	-891
总资产周转率	0.09	0.10	0.13	0.16	0.19	预收账款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	0.32	0.37	0.58	0.68	0.68	投资活动现金流	-106	-259	-128	-128	-130
应付账款周转率	1.01	1.25	1.78	2.06	2.27	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	-0.30	-0.20	0.03	0.29	0.49	投资收益	0	-16	-5	-5	-5
每股净现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.06	1.29	0.88	1.44	筹资活动现金流	350	329	984	1327	1797
每股净资产(最新摊薄)	3.98	3.78	6.54	6.84	7.32	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	-138.93	-208.40	1582.14	141.66	85.91	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	10.48	11.03	6.37	6.10	5.69	资本公积增加	-1	0	1923	0	0
EV/EBITDA	-371.19	723.17	312.18	87.77	55.05	现金净增加额	-60	-37	808	554	904

资料来源: Wind、湘财证券研究所

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并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。