

震有科技(688418)

报告日期: 2026年01月03日

卫星互联网的“中枢大脑”，核心网龙头迎戴维斯双击

——震有科技深度报告

投资要点

□ 公司概况: 专注通信领域 20 年, 业绩有望拐点

公司是优秀的通信系统设备及技术解决方案供应商, 业务涵盖运营商公网通信和行业专网应用两大板块, 客户涵盖电信运营商、政企专网、能源等多个领域。

从收入结构上看, 数智网络及智慧应急系统(专网)是公司主要收入来源, 24 年营收占比约 41%, 光网络及接入系统 24 年营收占比 30%, 核心网板块收入占比 10%。

公司收入端稳步增长, 2020-2024 年公司营业收入从 5 亿元增至 9.52 亿元, GAGR+17.46%, 随着海外业务积极获得订单, 以及卫星互联网进程启动并加速, 公司在国内外中标项目和订单实现显著增加, 未来随着费用管控与回款管理加强, 盈利能力重拾提升, 并于 2024 年成功实现扭亏为盈。

□ 卫星业务: 星地融合中枢大脑, 核心网需求爆发

全球低轨星座加速布局, 星链累计发射超万颗推动国内加速发展, 国内火箭运力瓶颈逐步解决, 国内两大低轨星座有望加速发射, 预计 2030 年我国低轨卫星市场空间有望达到千亿规模。

核心网是整个卫星系统的控制核心, 我国早期以透明转发模式作为卫星通信主流技术, 业务处理依赖地面核心网, 存在时延较大等限制。星载核心网与星间激光链路协同, 成为破解这一难题的关键, 同时有望带来核心网增量市场空间。

公司深耕卫星核心网多年, 是中国电信天通卫星地面核心网独家供应商, 后续将受益于天通卫星用户数量提升推动核心网持续扩容; 公司推出星载核心网方案, 有望受益于国内低轨卫星互联网加速组网。

同时公司定增 10.69 亿, 大力发展卫星业务, 包括开展地面核心网系统、星载核心网、卫星智能终端设备的技术和产品研发及产业化, 公司还将受益于低轨卫星实现组网后的应用终端放量。

□ 出海业务: 十亿美金级机遇, 拓展全球化市场

公司公网板块以亚洲和非洲为核心战略区域积极推进市场拓展, 凭借公司厚实的技术积累以及完善的产线优势加速海外市场渗透。2025 年上半年, 公司实现境外主营业务收入 1.39 亿元, 占当期营收 40%。

公司目前已经获取数额较大的海外项目订单或框架协议, 如果落地有望为公司带来明显业绩弹性。2024 年 3 月, 公司与某客户在北京市签订的某国卫星通信项目的购销合同, 合同总价款 1.12 亿美金。2025 年 4 月, 公司与刚果民主共和国光纤公司签订了《刚果民主共和国国家骨干光纤宽带网络项目总包工程框架协议》, 总包预算金额为 15 亿美元(不含税)。

□ 盈利预测与估值

我们预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 0.19 亿元、1.82 亿元、3.46 亿元, 对应 26 年/27 年 PE 为 46x、24x, 考虑到公司卫星核心网卡位稀缺, 国内低轨卫星互联网加速组网以及出海业务有望驱动业绩超预期, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

海外市场开拓的风险、行业发展不及预期的风险、国内政企数字经济基建更新不及预期、海外需求不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 张建民

执业证书号: S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

分析师: 张菁

执业证书号: S1230524070001
zhangjing02@stocke.com.cn

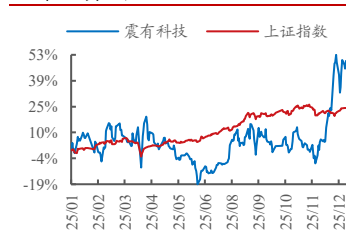
分析师: 王逢节

执业证书号: S1230523080002
wangfengjie@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥43.48
总市值(百万元)	8,372.28
总股本(百万股)	192.55

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	952	1010	1479	1975
(+/-) (%)	7.60%	6.17%	46.35%	33.53%
归母净利润	27	19	182	346
(+/-) (%)	-	-30.82%	857.42%	90.52%
每股收益(元)	0.14	0.10	0.94	1.80
P/E	305.15	441.34	46.08	24.18

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司概况：通信老兵二十载，业绩反转迎新篇	6
1.1 深耕通信行业 20 年，业务多点开花	6
1.2 核心网系统增速快，收入结构优化	8
1.3 盈利能力重拾增长，业绩有望拐点	9
2 卫星业务：星地融合中枢大脑，核心网需求爆发	11
2.1 低轨星座组网提速，开启千亿市场空间	11
2.2 核心网是“中枢大脑”，上星带来新增量	13
2.3 公司独家供应天通，同步推出星载方案	16
2.4 定增 10.69 亿元，切入卫星终端大市场	19
3 出海业务：十亿美金级项目，拓展全球化市场	21
3.1 中标海外卫星通信 1.12 亿美金订单	21
3.2 已签订 15 亿美金光纤项目框架协议	21
4 国内业务：专网市场快速成长，布局多个领域	23
5 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测	26
5.2 投资建议	27
6 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司成立于 2005 年, 业务涵盖运营商公网通信和行业专网应用两大板块。	6
图 2: 实际控制人合计直接及间接持股比例约为 21.67%	7
图 3: 数智网络及智慧应急系统是公司主要收入来源	8
图 4: 2024 年数智网络及智慧应急系统营收占比达 40.72%	8
图 5: 2020-2024 年核心网络系统毛利率最高	8
图 6: 2020-2024 年数智网络及智慧应急系统毛利占比不断下降	8
图 7: 2020-2024 年公司实现营业收入 CAGR 约 17.46%	9
图 8: 2020-2024 年公司实现归母净利润 CAGR 约-10.68%	9
图 9: 2017 年以来毛利率保持平稳, 2024 年净利率扭负为正	9
图 10: 公司综合费用率整体波动趋稳, 2022-2023 阶段性高增	9
图 11: 2017-2024 年公司研发支出 CAGR 约 28.88%, 保持稳定增长	10
图 12: 各大国发布星座组网计划、抢频占轨	11
图 13: 2029 年全球近地轨道卫星布局及占比	11
图 14: 星链累计发射超万颗	11
图 15: GW 星座目前发射情况	12
图 16: 千帆星座目前发射情况	12
图 17: 国内民营大运力商业火箭有望迎来首飞	12
图 18: 2020 年-2025 年中国卫星互联网市场规模及预测	13
图 19: 2025 年-2030 年中国低轨卫星市场规模预测	13
图 20: 星地融合的立体网络	14
图 21: 星地融合通信网络架构	15
图 22: 星载核心网是星间互联的重点	16
图 23: 公司产品	16
图 24: 天通卫星核心网扩容	17
图 25: 公司星载在研项目	17
图 26: 公司星载核心网遵循“柔性功能分割”原则	18
图 27: 星载 S-UPF	18
图 28: 公司定增项目投向卫星终端研发	19
图 29: 地面终端市场规模稳步提升	19
图 30: 星链用户数量快速增长	20
图 31: 星链开通服务的国家及地区	20
图 32: 天通星座覆盖范围	21
图 33: 通信网络系统	22
图 34: 全球公网通信设备市场规模 (亿美元)	22
图 35: 5G 核心网市场规模 (亿美元)	22
图 36: 公司境外业务营收及占比 (亿元, %)	23
图 37: 公司境外业务主要覆盖日本、印度等国家	23
图 38: 专网通信与公网通信的区别	23
图 39: 2020-2023 年中国 5G 专网数量 (单位: 个)	24
图 40: 2024-2029 年中国专网通信行业市场 (单位: 亿元)	24
图 41: 公司在行业专网应急解决方案	24
图 42: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	26

图 43: 估值分析	27
表 1: 运营商与专网领域产品分类布局表.....	7
表附录: 三大报表预测值.....	28

1 公司概况：通信老兵二十载，业绩反转迎新篇

1.1 深耕通信行业 20 年，业务多点开花

公司是优秀的通信系统设备及技术解决方案供应商，业务涵盖运营商公网通信和行业专网应用两大板块，其应用领域广泛。公司成立于 2005 年，初期业务聚焦于企业网软交换系统的研发、设计和销售。2008 年公司适时切入煤矿市场，在业界率先发布了移动软交换系统，将小灵通从公网移植到煤矿井下专网，实现有线无线一体化调度。2013 年通过收购 UT 斯达康的 NGN 产品线，公司直接进入海外公网市场。2019 年公司承建天通一号卫星核心网并顺利开通，2019 年，公司承建并顺利开通天通一号卫星核心网，成为国内首个卫星核心网建设及成功商用的供应商，截至目前仍是中国电信天通一号核心网独家供应商。2020 年 7 月公司于科创板上市，同年 12 月，公司首次与航天科工、中国联通进行海上低轨卫星互联网+5G+物联网的联合试验。2023 年公司中标中国联通下一代互联网宽带业务应用国家工程研究中心的 2023 年国家工程研究中心 5G 核心网智能架构原型平台研发项目，此项目实现 5G NWDFAF 的平台开发，将 AI 引入 5G 网络。经过多年的发展，公司的主营产品公网和专网并重，国内与海外并重，已经发展成为国内领先的通信系统设备及技术解决方案的供应商。

图1：公司成立于 2005 年，业务涵盖运营商公网通信和行业专网应用两大板块。



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司主营业务为通信系统设备的研发、设计、生产和销售，并提供定制化通信技术解决方案。公司成立以来专注于通信领域，致力于为电信运营商、政企专网、能源等多个行业的客户提供通信系统设备的设计、研发和销售，并为客户提供专业完善的定制化通信技术解决方案。公司推出了 5G 端到端的完整解决方案，产品包括 5G 核心网、5G 网络及信息安全、PON 系列、OTN 系列、卫星核心网等；在专网领域推出了新一代智慧应急、智慧城市、智慧矿山、智慧园区、低空通信、工业互联网等一系列产品及解决方案。

公司经过多年的技术研发及经验积累，形成了包括核心层、汇聚层和接入层的覆盖公网通信和专网通信的全网络端到端解决方案，其主营业务按产品线可分为核心网系统、光网络及接入系统、数智网络及智慧应急系统、技术与维保服务等。

表1: 运营商与专网领域产品分类布局表

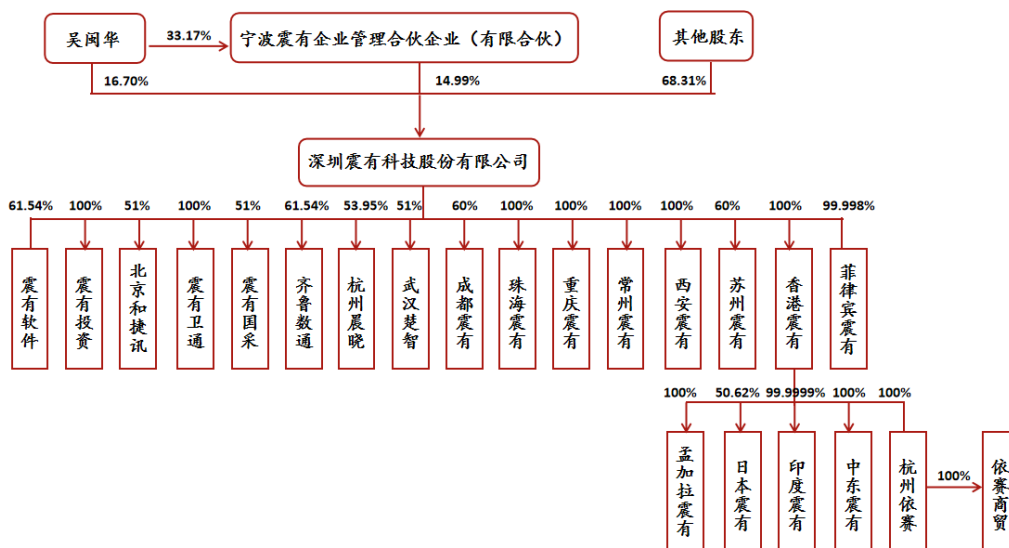
运营商（公网）				专网		
核心网	接入网	传送网	5G 产品	智慧应用	国产化设备	能源
IMS	综合接入管理平台 MSAN	城域 WDM 波分	5G 核心网	融合通信平台	国产化语音交换机	矿用调度通信系统
ISG6400 SSTP	10G PON/GPON OLT	PTN 分组传送网络	5G 基站	智慧交通雷射视融合设备	国产化 VPX 语音交换机	矿用 5G 无线通信系统
RCS	GPON/XG-PON/XGS-PON ONT	光电一体化	高精度时间设备	安全生产平台	国产化接入网关	矿用 4G 无线通信系统
	接入型 OTN	MSTP 多业务传输		智慧医疗	国产化单板 and 模块	矿用 WiFi6 无线通信系统
	光电复合产品			低空指挥调度系统		矿用井下人员精确定位系统
				GMeet 网络视频会议系统		矿用广播通信系统
						矿用视频监控系統
						矿用辅助运输管理系统
						矿用井下环网系统
						矿用电源及管理系统
						非煤矿山安全监测系统

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

实控人持股比例约 22%，员工持股激励有望赋能公司发展。截止 2025-6-30，董事长吴闽华直接持有公司 16.70% 的股权。同时，作为员工持股平台的宁波震有企业管理合伙企业（有限合伙）持有公司 14.99% 的股权，吴闽华持有该平台 33.17% 的份额并实际控制该平台，双方构成一致行动关系。基于此，吴闽华直接和间接持有公司合计 21.67% 的股权和 31.68% 的表决权。

公司根据不同产品、不同地域、不同客户的行业性质建立了完善的销售体系。核心网设备和光网络及接入设备的主要客户为电信运营商，公司设立运营商销售团队负责国内电信运营商的市场拓展，同时设立了香港震有、日本震有、印度震有、菲律宾震有、中东震有和孟加拉震有六家境外子公司，负责境外的市场拓展和本地技术服务工作。在研发方面，公司及旗下震有软件、西安震有、北京和捷讯、杭州晨晓、齐鲁数通均为高新技术企业，并与杭州依赛、珠海震有、震有卫通、重庆震有共同承担产品研发任务，形成协同互补的研发布局。

图2: 实际控制人合计直接及间接持股比例约为 21.67%

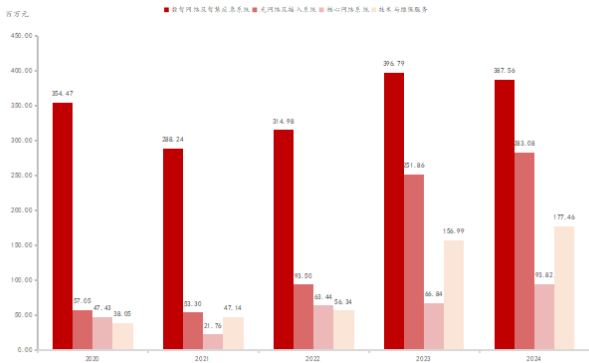


资料来源：公司公告，截至 2025-6-30，浙商证券研究所

1.2 核心网系统增速快，收入结构优化

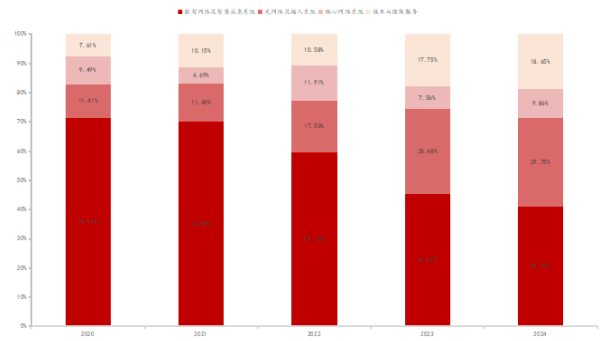
数智网络及智慧应急系统是公司主要收入来源，2024 年营收占比约 40.72%。2020-2024 年公司数智网络及智慧应急系统营业收入从 3.54 亿元升至 3.88 亿元，营收占比持续下降，从 2020 年的 70.91%减少到 2024 年的 40.72%，目前仍是公司的主要收入来源；其次是光网络及接入系统营收从 2020 年的 5705 万元增长至 2024 年的 2.83 亿元，营收占比从 11.41%提升至 29.75%；技术与维保服务营收从 2020 年的 3805 万元增长至 2024 年的 1.77 亿元，营收占比从 7.61%提升至 18.65%；最后是核心网系统营收从 2020 年的 4743 万元增长至 2024 年的 9382 万元，2024 年营收占比 9.86%。

图3：数智网络及智慧应急系统是公司主要收入来源



资料来源：Wind，浙商证券研究所

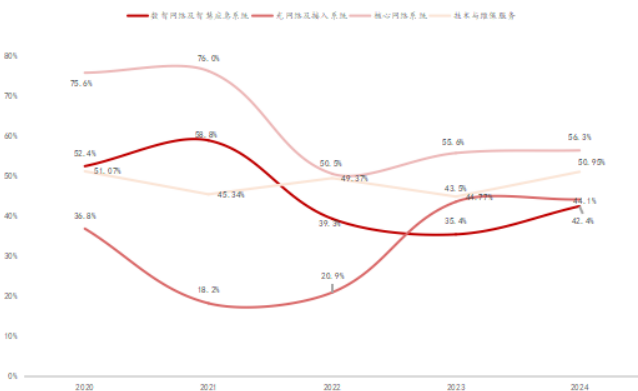
图4：2024年数智网络及智慧应急系统营收占比达40.72%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

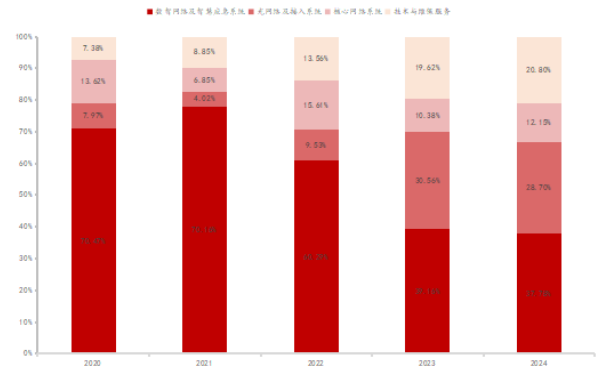
公司核心网络系统毛利率较高，数智网络及智慧应急系统毛利占比最大。2020-2024 年公司核心网络系统毛利率最高，维持在 50%以上，2024 年毛利率为 56.28%；其次是技术与维保服务毛利率保持在 44%以上，2024 年毛利率为 50.95%；2024 年光网络及接入系统和数智网络及智慧应急系统毛利率分别为 44.06%和 42.37%。从毛利构成来看，数智网络及智慧应急系统毛利占比不断下降，但 2024 年仍占比 37.78%，毛利占比最高；光网络及接入系统、技术与维保服务毛利占比不断提升，2024 年分别为 28.70%、20.80%；核心网系统毛利贡献较低。

图5：2020-2024 年核心网络系统毛利率最高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：2020-2024 年数智网络及智慧应急系统毛利占比不断下降

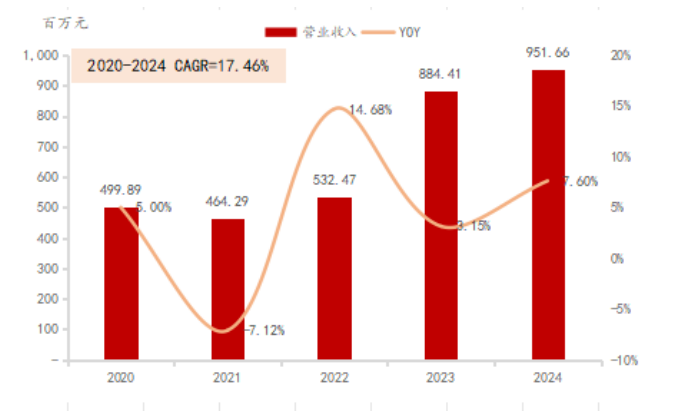


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 盈利能力重拾增长，业绩有望拐点

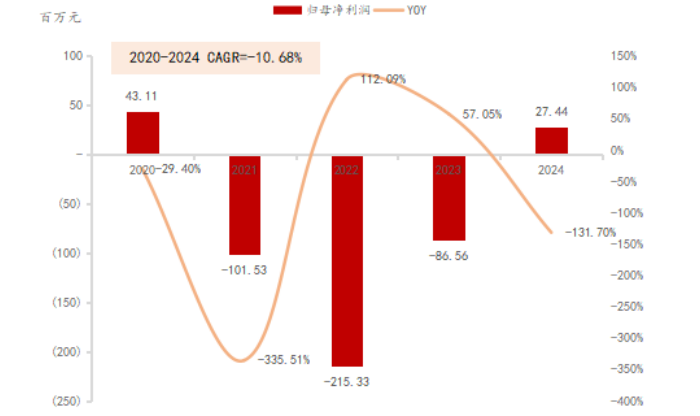
收入端稳步增长，2024 年扭亏为盈。2020-2024 年公司营业收入从 5 亿元增至 9.52 亿元，GAGR=17.46%；归母净利润由 4311.06 万元降至 2743.70 万元。受宏观环境影响，2020-2022 年公司归母净利润持续下滑。2022 年后，随着海外业务逐步恢复，以及卫星互联网进程启动并加速，公司在国内外中标项目和订单实现显著增加，市场竞争力持续提升。与此同时，公司进一步加强费用管控与回款管理，推动 2023-2024 年营业收入与归母净利润稳步回升，并于 2024 年成功实现扭亏为盈。

图7：2020-2024 年公司实现营业收入 CAGR 约 17.46%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2020-2024 年公司实现归母净利润 CAGR 约-10.68%

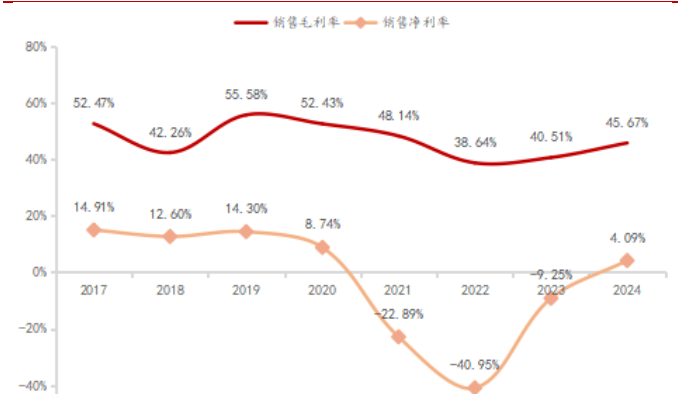


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司盈利能力重拾增长。从毛利率来看，2023-2024 年以来公司毛利率开始重新实现增长。从净利率来看，2020 年起盈利水平持续下降，2021-2023 年连续陷入亏损状态，2024 年回升至 4%，未来盈利质量与稳定性有望持续提升。

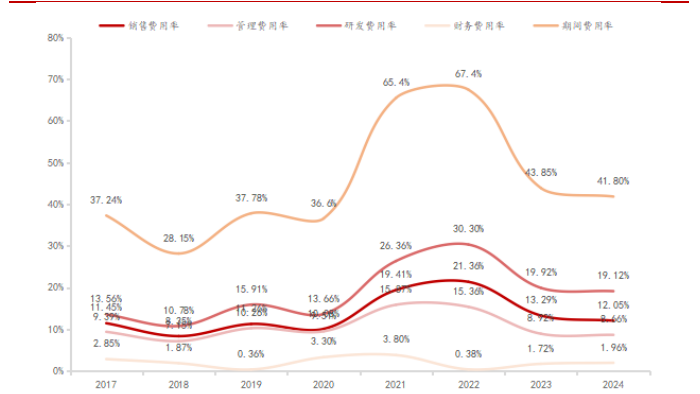
公司综合费用率整体波动趋稳，2022-2023 年阶段性高增。从费用率走势看，2017-2024 年（除 2021、2022 年）公司综合费用率整体呈波动趋稳态势。公司形成了典型的高新技术企业“哑铃式”经营模式，专注于价值链上的“战略环节”，即研发、销售服务两端投入较多，因此，综合费用率中研发与销售费用率居前。2017-2024 年研发费用率作为核心费用项，从 2017 年的 13.56% 提高至 2024 年的 19.12%，整体维持在较高区间；其次是销售费用率，从 2017 年的 11.45% 提高至 2024 年的 12.05%；管理、财务费用率同期则保持在较低水平，2024 年分别为 8.66% 和 1.96%。

图9：2017 年以来毛利率保持平稳，2024 年净利率扭负为正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

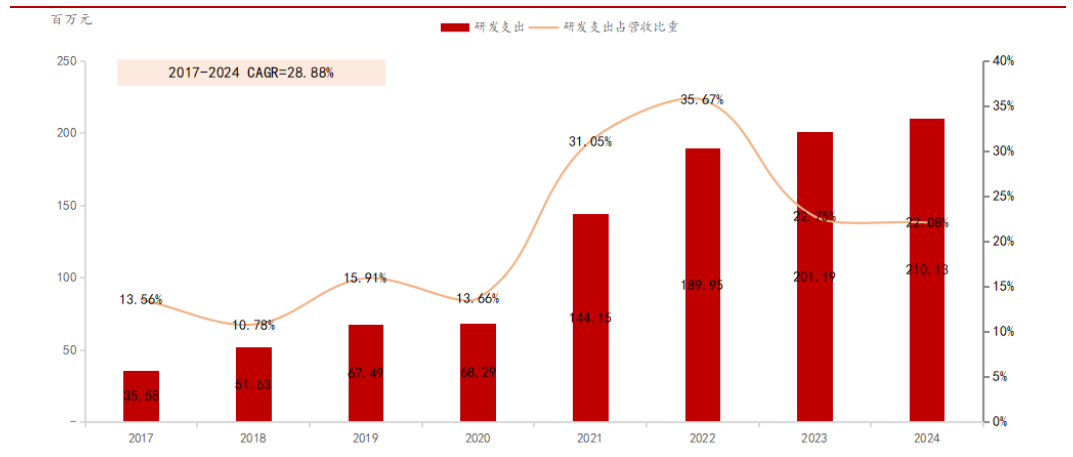
图10：公司综合费用率整体波动趋稳，2022-2023 阶段性高增



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司研发投入持续加大，紧密围绕战略规划深耕核心主业。2017-2024 年研发支出呈现增长趋势，从 2017 年 3558 万元提高至 2024 年的 2.10 亿元，CAGR=28.88%。公司通过自主研发提升技术实力：1) 核心网：公司是国内少数具备卫星互联网核心网技术能力的企业，多项核心网技术具备壁垒，公司是中国电信天通一号核心网独家供应商，天通一号总用户数超 290 万。2) 光网络及接入：公司是为数不多的能够提供全系列 10G-PON 产品的厂家之一。3) 数智网络及智慧应急：公司业务已广泛布局于政企、能源等多个重要领域，并在相关重大活动中获得应用，深受市场认可。新市场新行业的发展有望给公司业务带来更加广阔的空间。

图11： 2017-2024 年公司研发支出 CAGR 约 28.88%，保持稳定增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 卫星业务：星地融合中枢大脑，核心网需求爆发

2.1 低轨星座组网提速，开启千亿市场空间

近地轨道和通信频段资源稀缺。根据赛迪数据，地球近地轨道预计可容纳约 6 万颗卫星，目前，全球各国加速低轨卫星网络建设，预计到 2029 年，地球近地轨道将部署总计约 57000 颗低轨卫星，轨位可用空间将所剩无几。低轨卫星所主要采用的 Ku 及 Ka 通信频段资源也逐渐趋于饱和状态。

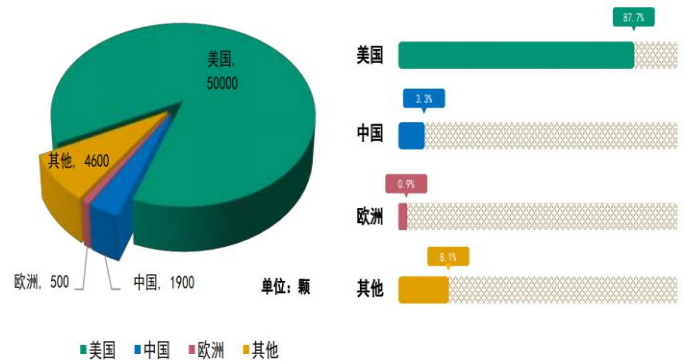
主要大国加速星座化组网抢轨占频。空间轨道和频段作为能够满足通信卫星正常运行的先决条件，已经成为各国争相抢占的重点资源。全球主要大国均推出星座组网计划，例如美国 starlink、OneWeb 等、加拿大的 Telesat、德国 KLEO 等。

图12： 各大国发布星座组网计划、抢频占轨

国家	公司	星座名称	数量 (颗)	建成年份	轨道高度	频段	用途
美国	Space X	StarLink	11,927	2027	1,130km	Ku,Ka,V	宽带
	OneWeb	OneWeb	2,468	2027	1,200km	Ku,Ka,V,E	宽带
	铱星公司	第二代铱星	75	2018	780km	-	宽带、STL
	波音	波音	2,956	2022	1,200km	V	宽带
	亚马逊	Kuiper	3,236	-	590km/610km/630km	Ka	宽带
	Facebook	Facebook Athena Project	77	-	1,200km	-	-
加拿大	Telesat	Telesat	298	2023	1,248km/1,000km	Ka	宽带
	AAC Clyde	Kepler	140	2022	-	Ku/Ka	物联网
印度	Astrome	Space Net	150	2020	1,400km	毫米波	宽带
俄罗斯	Yaliny	Yaliny	135	-	600km	-	宽带
德国	KLEO Connect	KLEO	624	-	1,050km/1,425km	Ka	工业物联网
韩国	三星	三星	4,600	-	1,400km	-	宽带

资料来源：铖昌科技招股书，浙商证券研究所

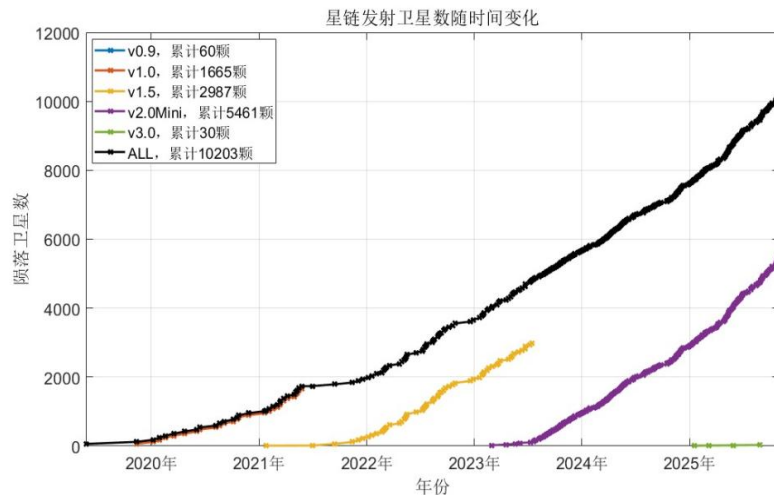
图13： 2029年全球近地轨道卫星布局及占比



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

星链累计发射超万颗推动国内加速发展。截至 2025 年 11 月 1 日，SpaceX 公司已累计发射星链卫星 10203 颗，占自 1957 年全球所有发射卫星数量（约 2.2 万颗）的 45%，是人类历史上首次发射卫星数破万的“巨星座”系统。而近地轨道资源稀缺且具有排他性，有望加速推动国内低轨星座组网。

图14： 星链累计发射超万颗



资料来源：《太空与网络》，浙商证券研究所

国内两大卫星互联网星座已进入批量发射阶段，发射节奏有望持续提速：

GW 星座：GW 星座是中国星网公司推出的低轨星座，计划发射 1.3 万颗星，根据规划，未来 5 年内将发射约 10% 的卫星，到 2035 年前完成全部发射任务。GW 星座自 24 年首发后，组网进程有望持续加快，目前已累计发射 14 组卫星。

千帆星座：千帆星座是上海垣信主导的低轨星座，计划发射 1.5 万颗星，目前采用一箭 18 星的方式累计发射 108 颗卫星。预计明年年中将累计达 324 颗，年底 648 颗，2027 年要完成 1296 颗，2030 年之后达到 15000 颗。

图15：GW 星座目前发射情况

序号	任务批次	部署卫星	发射时间	火箭型号
1	卫星互联网低轨01组卫星	10	2024/12/16	长五B
2	卫星互联网低轨02组卫星	9	2025/2/11	长八甲
3	卫星互联网低轨03组卫星	10	2025/4/29	长五B
4	卫星互联网低轨04组A~E星	5	2025/6/6	长六甲
5	卫星互联网低轨05组A~E星	5	2025/7/27	长六甲
6	卫星互联网低轨06组卫星	9	2025/7/30	长八甲
7	卫星互联网低轨07组卫星	9	2025/8/4	长十二
8	卫星互联网低轨08组卫星	10	2025/8/13	长五B
9	卫星互联网低轨09组A~E星	5	2025/8/17	长六甲
10	卫星互联网低轨10组卫星	9	2025/8/26	长八甲
11	卫星互联网低轨11组卫星	5	2025/9/27	长六甲
12	卫星互联网低轨12组卫星	9	2025/10/16	长八甲
13	卫星互联网低轨13组卫星	9	2025/11/10	长十二
14	卫星互联网低轨14组卫星	9	2025/12/06	长八甲

资料来源：宇迹航天，浙商证券研究所

图16：千帆星座目前发射情况

任务名称	发射时间	任务火箭	发射基地	研发机构	卫星数量
千帆极轨01组卫星	2024年08月06日	长六甲	太原 LC-9A	上海微小	18
千帆极轨02组卫星	2024年10月15日	长六甲	太原 LC-9A	格思航天	18
千帆极轨03组卫星	2024年12月05日	长六甲	太原 LC-9A	上海微小	18
千帆极轨06组卫星	2025年01月23日	长六甲	太原 LC-9A	上海微小	18
千帆极轨04组卫星	2025年03月12日	长八	海南商发 LCC-1	格思航天	18
千帆极轨18组卫星	2025年10月17日	长六甲	太原 LC-9A	上海微小	18

资料来源：你好太空，浙商证券研究所

国内商用火箭赋能，组网有望加速。2025 年下半年，中国多款大型商业火箭已经完成一级火箭“静点”，大运力一方面可以支持一箭多星的模式，另一方面也有望降低发射成本。随着朱雀三号等大型商业火箭的推出和使用，国内低轨卫星的运力短板缓解有望缓解，后续，天龙三号、引力二号等大型商业火箭也将进入首飞阶段，长十二甲也将启动可回收试验，目前全球仅美国的 SpaceX 和蓝色起源两家公司经过多次测试实现了火箭回收技术。

图17：国内民营大运力商业火箭有望迎来首飞

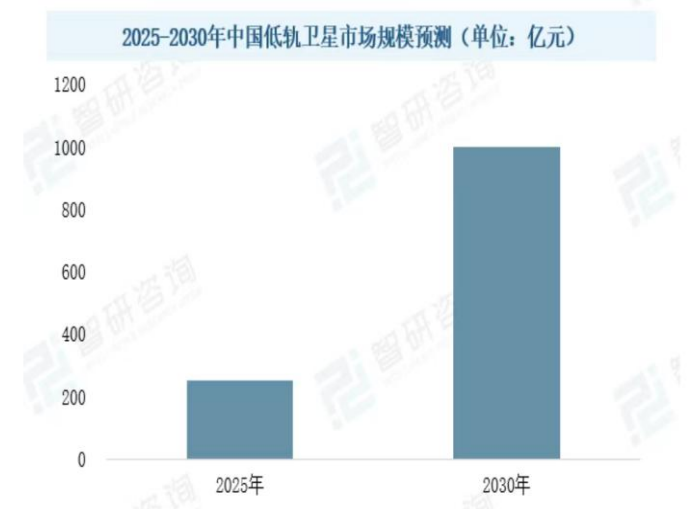
火箭	LEO运力 (t)	发射次数	首飞时间	搭载商业卫星
长五B	25	7	2020年5月5日	GW星座
长六甲	8	15	2022年3月29日	GW星座、千帆星座
长八	8.1	4	2020年12月22日	千帆星座、天气星座等
长八甲	9.8	2	2025年2月11日	GW星座
长十二	10	2	2024年11月30日	GW星座
朱雀三号	21.3	—	2025年内	—
天龙三号	22	—	2025年底	—
力箭二号	12	—	2025年四季度	—

资料来源：你好太空，亦庄星箭，浙商证券研究所

我国低轨卫星市场空间有望达到千亿规模。自 2020 年我国“国网”计划提出以来，国家层面在低轨通信卫星领域的布局明显加快。2022 年，中国星网集团启动卫星地面网络建设并筹备商业火箭发射基地，卫星互联网被正式纳入国家“新型基础设施”，与导航、遥感系统共同构建起天地一体化的信息网络。2020 年至 2024 年间，中国卫星互联网产业规模持续增长，从 265.59 亿元上升至 353.3 亿元，年均复合增长率达 7.4%，预计 2025 年市场规模将进一步增至 376 亿元，行业前景广阔。伴随技术不断成熟与市场持续扩展，2026 年国内低轨通信卫星发射量有望实现爆发式增长，推动整个行业迈入新阶段。随着我国加速抢占太空轨道，推动“国网星座”“千帆星座”等低轨星座项目部署，预计到 2030 年低轨卫星市场规模有望突破千亿甚至 1500-2000 亿元。从细分市场来看，工信部明确提出于 2030 年前实现手机直连卫星等新型业务规模应用，发展卫星通信用户超过千万。

图 18：2020 年-2025 年中国卫星互联网市场规模及预测

图 19：2025 年-2030 年中国低轨卫星市场规模预测



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

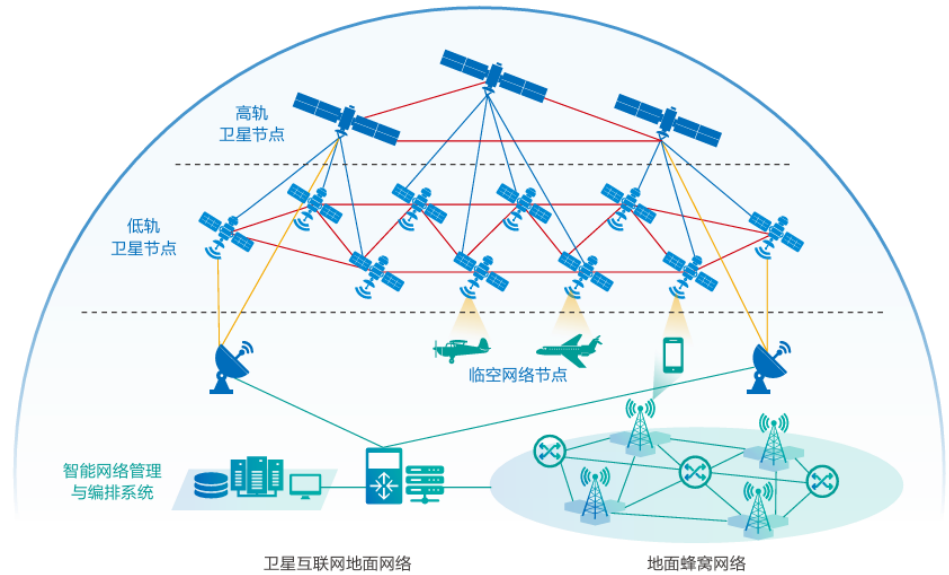
资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

2.2 核心网是“中枢大脑”，上星带来新增量

星地融合发展是长期趋势。过去数十年内，地面网络和卫星网络针对不同应用场景，发展相对独立。卫星网络的特点是覆盖范围广，能到达海洋、荒漠、高山等地面基站难以覆盖的地方，但它的链路存在高时延、高动态变化等问题；而地面通信（尤其是 5G）技术成熟、生态完善，但在偏远区域覆盖有限。随着无线通信技术的发展，特别是 6G 技术需求的逐渐清晰，无论是从用户需求，还是从运营商期望或者从产业发展的角度，对星地融合通信的需求越来越强烈，未来 6G 将采用地面与卫星两种不同类型的接入方式，地面移动通信将与 GEO、MEO、LEO 卫星通信充分融合，实现全球无缝覆盖，使得任何人或物在任何地点和任何时间都可以接入到网络。

目前 3GPP 在 5G 非地面网络（NTN）及未来 6G 协议中，从无线传输技术、网络架构与安全、终端接入与认证等方面融合卫星通信和地面移动通信，为构建天地一体、全球立体无缝覆盖的星地融合通信系统创造条件，以满足万物互联、无限沟通的需要。星地融合通信也是国家战略需要，在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中，明确指出“要建设高速泛在、天地一体、集成互联、安全高效的信息基础设施”。

图20: 星地融合的立体网络



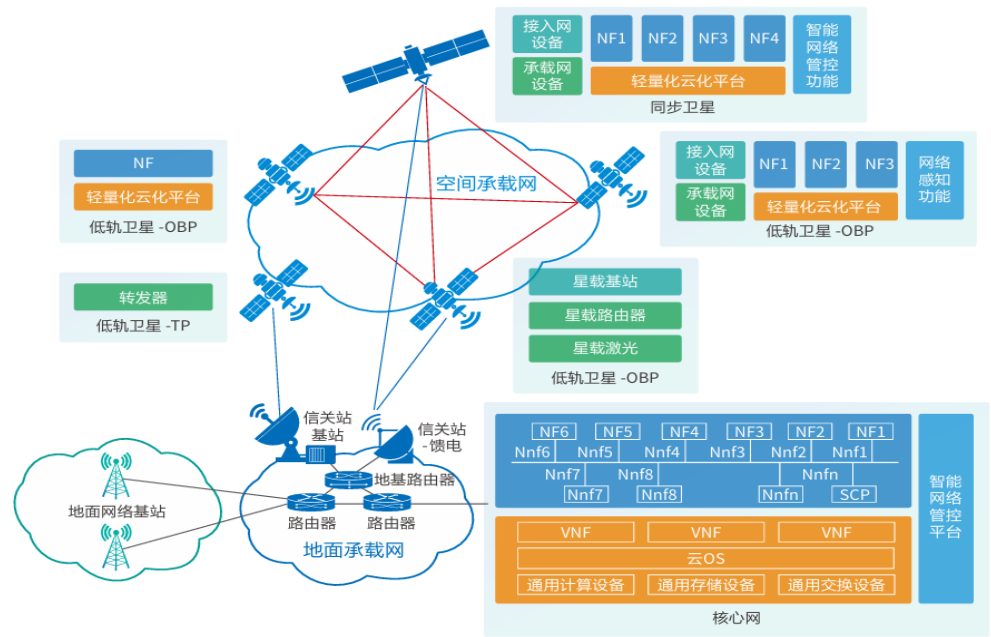
资料来源:《星地融合通信白皮书》, 浙商证券研究所

核心网是整个卫星通信系统的控制核心。卫星系统的业务处理要在核心网的控制下完成, 相当于“中枢控制系统”, 主要承担四大职能: 用户与鉴权管理、业务处理与控制、数据转发与锚定和网络连接。核心网主要包括交换机/路由器, 及其他具有某些功能实体的网元, 通常安装在运营商的机房中, 主要负责对业务的处理和分发, 为运营商数据的管理中枢, 未来在卫星组网环节可充当地地融合的“翻译官”和“总调度”, 解决地面和卫星两大网络的根本性差异。在卫星通信网络中, 由于卫星动态变化快、传输距离长、太空环境极端等问题, 核心网还需要解决更多的技术难题。

星上 OBP 和 TP 模式共存, 信关站和核心网独立性要求高。星地融合通信系统网络架构, 支持基于 TN 和 NTN 的多种通信接入方式, 可支持手机直连或者 VSAT 终端接入。对于 NTN 来说, 星上处理 (OBP) 模式和星间链路的使用可以大幅度降低信关站布站的数量和难度、提高覆盖度, 是星地融合通信系统发展的趋势。受技术条件、发射能力和成本的约束, 以及实际需要, 透明转发 (TP) 模式也是星地融合通信系统可能采用的一种模式。

此外, 由于星地融合通信系统需要在全球运营, 出于通信监管的需要, **各个国家监管机构可能要求在其国家内建立独立的信关站和核心网, 甚至要求使用透明转发模式。**因此, 星地融合通信系统应支持基于多运营商核心网 (MOCN) 的接入网共享方式, 多个核心网共享接入网, 支持 TN、NTN-OBP 和 NTNTP 混合组网的方式。核心网独立化有望提升整体的市场规模。

图21: 星地融合通信网络架构

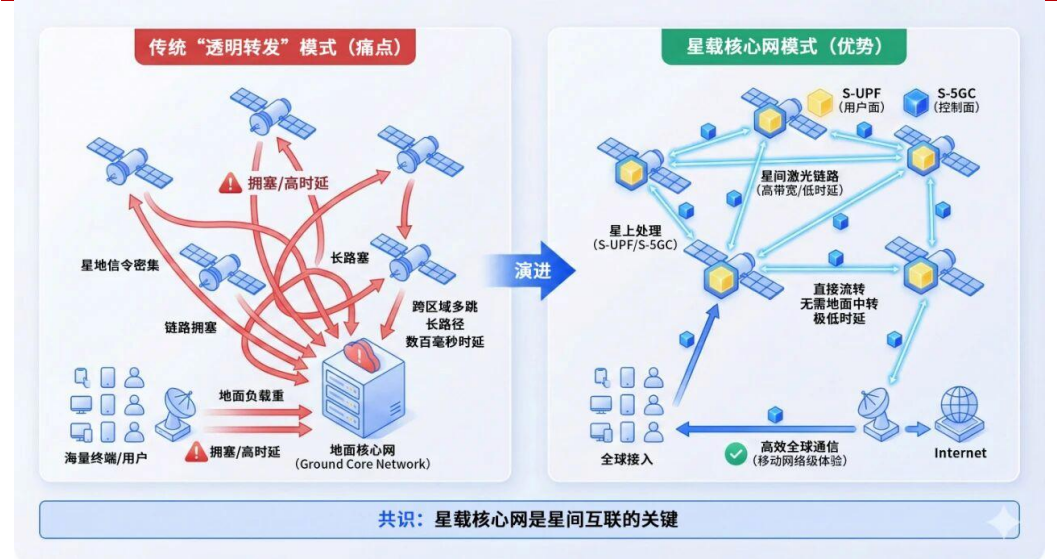


资料来源:《星地融合通信白皮书》, 浙商证券研究所

星载核心网是星上 OBP 的重点环节, 未来能解决时延等痛点。 卫星互联网如果需要真正具备移动网络级别的体验, 那么核心网上星是其重要环节, 可以解决时延与并发等痛点问题。随着星座规模扩大、终端数爆发, 地面核心网模式的短板越来越明显。尤其在跨区域通信场景中, 传统模式需经过多颗卫星转发至地面核心网再路由分配, 链路跳转多、传输路径长, 不仅时延大幅增加, 还易受地面网络瓶颈影响。而星载核心网与卫星间激光链路的协同, 成为破解这一难题的关键: 激光链路具备高带宽、低时延、抗干扰的特性, 配合星载核心网的星上处理能力, 可实现业务数据在卫星星座内部直接流转, 无需依赖地面核心网中转, 从根本上提升全球通信的效率与覆盖能力。

星载核心网设计上需要适配太空环境, 核心网上星有望带来新市场空间。 在核心网设计上, 卫星不同于地面机房, 资源极为有限, 存在着诸多的限制因素, 对产品的技术要求极高, 主要有算力紧张, 存储受限、部署环境苛刻以及链路复杂等难点。因此星载核心网在设计上需要具备: 1) 轻量化、高可靠、可裁剪的核心网架构; 2) 极致优化的 UPF 数据转发效率和智能资源管理能力; 3) 需具备高可靠、容错自愈的运营级能力; 4) 对星间链路拓扑变化极高的动态适配能力。核心网上星有望提升公司在单星上的业务水平, 提升未来市场空间。

图22: 星载核心网是星间互联的重点



资料来源: 震有科技公众号, 浙商证券研究所

2.3 公司独家供应天通, 同步推出星载方案

构建完整的卫星地面核心网体系。公司坚持基础通信全球化和卫星互联网战略, 发挥核心网优势, 坚持自主研发和核心产品国产化, 深耕卫星互联网业务, 开拓全球通信及数智化市场。在卫星互联网领域, 公司构建了完整的卫星地面核心网体系, 整体由5G核心网、IMS核心网、运营支撑系统以及云平台四大部分组成, 是能同时高效支持多种卫星系统和业务场景, 构建起“全域覆盖、全业务支撑”的天地一体化通信枢纽: 其中包括高通量场景(如航空、海洋宽带通信)、窄带业务(如偏远地区低速率数据交互)、高轨IoT/NR NTN、低轨卫星以及北斗系统。

图23: 公司产品



资料来源: 震有科技公众号, 浙商证券研究所

公司是中国电信天通卫星核心网独家供应商。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, 并作为天通一号核心网独家供应商, 负责“天通一号”核心网系统研制, 承接了中国电信卫星移动国际虚拟关口站建设

项目，扩容天通卫星通信网络容量，助力天通卫星出海，服务多个国家和地区用户，以支持手机直连卫星用户的快速增长；并承接了天通核心网应急能力升级项目、天通核心网专用安全能力改造项目、天通数据库优化改造项目，以进一步增强网络和终端安全性，提升天通作为应急保障通信网络的能力，确保天通网络安全、稳定运行。

公司受益于用户数量提升推动核心网持续扩容。以天通卫星为例，中国电信（天通卫星运营商）于2023年9月8日首创手机直连卫星业务，23年10月天通一号用户规模超18万户，24年底用户数突破240万户。随着用户数量日益增加，公司多次进行核心网扩容招标和升级，从而满足更多用户需求。未来星地融合一体化发展有望带来更多场景需求，用户数量有望持续增长，核心网扩容需求有望保持。

图24：天通卫星核心网扩容

时间	招标方	招标内容	中标方
2023.12	中国电信集团卫星通信有限公司	2023年天通核心网扩容项目	震有科技
2024.5	中国电信集团卫星通信有限公司	天通卫星核心网license扩容项目	震有科技
2025.12	中国电信集团卫星通信有限公司	2025年天通核心网license扩容项目	震有科技

资料来源：采招网，浙商证券研究所

保持前瞻研发，前瞻研究布局星载核心网等项目。公司在研项目包括星载核心网研发、低轨卫星互联网核心网系统研发项目、卫星窄带物联网核心网系统研发项目等，为未来星地融合发展积极准备。星载核心网方案依托多年卫星通信经验，实现了多项关键突破，包括：1) 星地功能柔性编排支持根据任务场景动态决定哪些功能在星上、哪些在地上执行，提高网络灵活性与资源效率。2) 轻量化S-UPF高性能转发通过深度优化的数据面算法，使UPF在算力有限的卫星平台上仍能实现高吞吐和低时延转发。3) 动态拓扑与星间链路适配针对低轨卫星高速运动特点，支持快速切换、拓扑重构、星间路由寻优，让数据在星座内部高效流动。

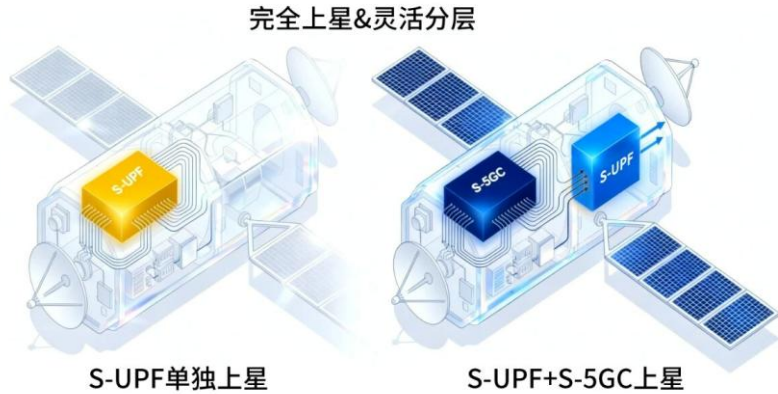
图25：公司星载在研项目

项目名称	拟达到目标	技术水平	应用场景
星载核心网研发项目	参照3GPP R18标准规范和星载核心网用户面技术需求，开发一款面向卫星5G网络，支持天地融合一体化部署的5G核心网用户面网元软件，满足高效数据处理、灵活策略执行、高可靠性的所有功能和性能需求	具备在卫星网络中高效处理数据的独特能力	支持低轨卫星通信网络，提供稳定、高效的用户面数据传输服务，满足太空探索、远程通信、应急响应等领域的应用场景
低轨卫星互联网核心网系统研发项目	参照3GPP R18标准规范和低轨卫星互联网技术需求，完成低轨卫星互联网核心网系统的研发，构建一个高度可靠的低轨卫星互联网4/5G融合核心网，以满足未来通信的多元化需求	通过使用低轨卫星终端的地理位置信息，结合星历信息，实现更加精准的寻呼、接入控制和语音连续性。同时利用低轨卫星互联网核心网系统与导航增强平台交互，实现卫星导航增强功能	通过结合低轨卫星通信的广域覆盖和地面4G/5G网络的高速传输能力，为全球用户提供一致的高质量通信服务。不仅推动农村地区和偏远地带的数字化转型，也将在移动性要求极高的场景中发挥重要作用，如海上、航空等领域
卫星窄带物联网核心网系统研发项目	参照3GPP R18标准规范和卫星窄带物联网技术需求，完成卫星窄带物联网核心网系统的研发，构建一个高度可靠的卫星窄带物联网核心网	使用一种低功耗广域物联网技术，专为连接距离遥远、功耗低、成本低的物联网设备而设计	具备窄带宽、高覆盖、低成本和长电池寿命的特别，适用于需要长时间运行且数据传输量不大的物联网应用场景，它是地面物联网的关键延伸与补充，可以解决超过70%的陆地无人区、海洋以及天空物联网通信问题

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司星载核心网方案遵循“柔性功能分割”原则。其本质为地基网络与天基网络按需分工，既可完全上星，也可灵活分层，同时充分考虑卫星间激光链路的高带宽特性，实现功能部署与链路资源的最优匹配。总体上，卫星互联网核心网由地面核心网+星载核心网两部分构成，震有科技星载核心网主要包括控制面 S-5GC 和用户面星载 S-UPF，既可以单独 S-UPF 上星，也可以同时上星。

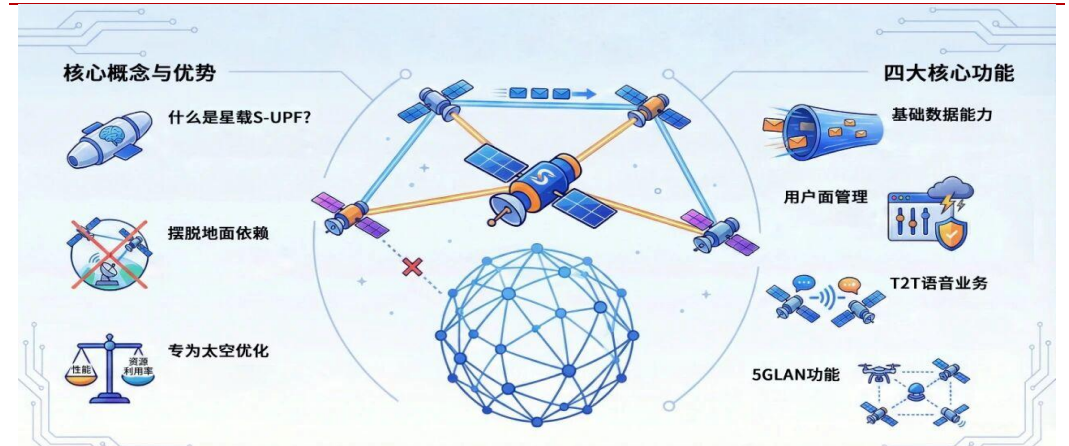
图26：公司星载核心网遵循“柔性功能分割”原则



资料来源：震有科技公众号，浙商证券研究所

其中，星载 S-UPF 是装在卫星上的用户数据处理网元，专门负责转发用户数据、接通电话、建立通信连接、保障通信安全这些关键功能，同时深度融合卫星间激光链路优势，支持专线业务、语音业务、局域网业务等通过激光链路实现星间直达，彻底摆脱对地面核心网的依赖，为星地融合通信场景提供高效的 用户面功能支撑。公司针对太空场景，提升软件效率，尽可能少占用卫星的 CPU、内存和存储空间；精简非星载场景核心的增强型功能；简化流量控制策略；同时优化数据转发协议与激光链路传输协议的适配性，降低链路适配时延，强化与地面 5GC 在 5GLAN 和 T2T 业务场景的协同能力，在星载环境下实现性能、资源效率与激光链路利用率的三重平衡。

图27：星载 S-UPF



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

公司星载 S-5GC 是一款专为低轨卫星互联网打造的轻量化核心网产品。深度适配卫星间激光链路的动态特性。基于 3GPP NTN 标准开发，并结合低轨卫星的高速运动、频繁切换、星上算力受限以及激光链路对准敏感等特性，对地面 5G 核心网进行了深度裁剪与优

化。其采用“轻量化架构”减少卫星和地面的信号沟通，节省资源；加了“增强移动性管理”，能稳稳处理卫星波束切换、卫星间跳转这些动态场景，业务不中断。还简化了通信规则和步骤，更适应卫星链路信号延迟高、条件受限的环境。随着国内两大低轨星座加速建设，公司正在持续参与相关信关站和核心网项目，为未来的星载部署奠定坚实基础。

2.4 定增 10.69 亿元，切入卫星终端大市场

定增投向卫星终端大市场。2025 年 6 月，公司拟定增 10.69 亿元投向卫星互联网和全光网络系统两大项目研发。其中卫星互联网通信产品研发及产业化项目主要是针对不同卫星或者星座对于通信技术的特定要求，开展**地面核心网系统、星载核心网、卫星智能终端设备**的技术和产品研发及产业化，深化与卫星互联网产业链上下游及运营商的战略合作。

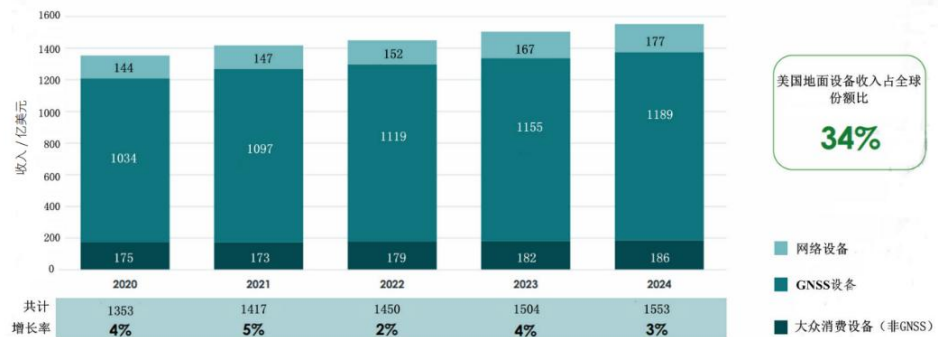
图28：公司定增项目投向卫星终端研发

序号	项目名称	拟投资总额 (万元)	拟用募集资金投 资金额 (万元)
1	卫星互联网通信产品研发及产业化项目	70,900.00	70,900.00
2	全光网络系统研发及产业化项目	36,000.00	36,000.00
	合计	106,900.00	106,900.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

卫星智能终端应用空间广阔。卫星智能终端应用是指具备智能化处理能力、可直接或间接接入卫星通信网络，并支持多种应用场景（如语音、数据、定位、物联网等）的用户侧通信设备。根据 SIA，2024 年地面设备制造业收入为 1553 亿美元，同比增长 3%，在卫星产业总收入中所占份额为 53%。其中网络设备收入和大众消费设备收入分别是 177 亿美元和 186 亿美元，同比分别增长 6%和 2%。我们预计随着低轨卫星组网应用，卫星智能终端市场规模有望快速提升。

图29：地面终端市场规模稳步提升

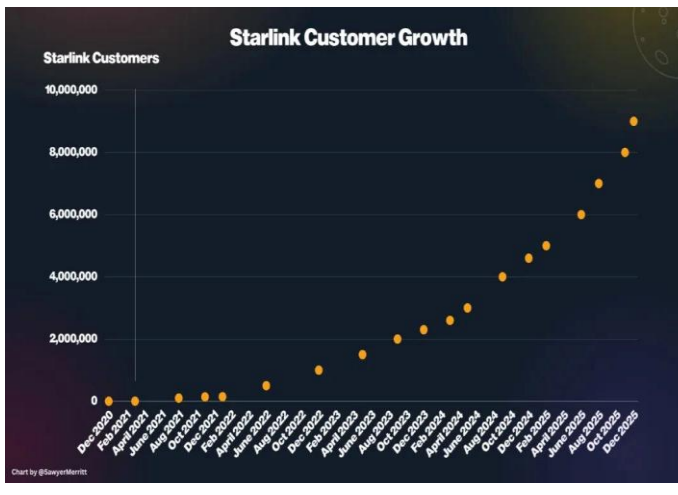


注：网络设备主要包括信关站、网络运行中心（NOC）、卫星新闻直播（SNG）设备、便携式天线和 VSAT 设备；大众消费设备（非 GNSS 设备）包括卫星电视、音频广播、卫星宽带设备和移动卫星终端；GNSS 设备包括独立运行的卫星导航设备、嵌入到移动设备中支持位置服务（LBS）的卫星导航芯片、交通信息系统、机载电子设备、海事、勘测和铁路等应用的 GNSS 电子设备。评估数据来自《GSA GNSS 市场报告》等。

资料来源：SIA，浙商证券研究所

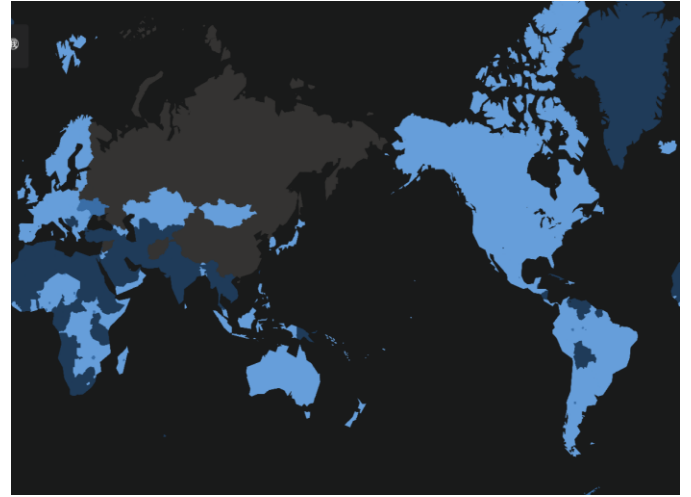
星链用户数已突破 900 万。星链用户近年来呈现快速增长，近期用户数量已突破 900 万，较 2024 年 5 月的 300 万实现三倍增长，仅在 2025 年内就连续跨越 600 万、700 万、800 万三个里程碑，服务遍及 155 个国家和地区。未来随着星链业务持续推广，市场规模有望进一步提升。我们假设单个终端价值量为 300 美金，年新增 1000 万个终端，对应年新增市场空间约 30 亿美金。

图30：星链用户数量快速增长



资料来源：starlink，浙商证券研究所

图31：星链开通服务的国家及地区



资料来源：starlink，浙商证券研究所

3 出海业务：十亿美金级项目，拓展全球化市场

3.1 中标海外卫星通信 1.12 亿美金订单

公司助力天通卫星出海。天通一号是我国自主研发的首套卫星移动通信系统，为中国及周边、中东、非洲等相关地区，以及太平洋、印度洋大部分海域的用户提供全天候、全天时、稳定可靠移动通信服务。天通一号 01 星已于 2016 年 8 月 6 日成功发射，中国电信负责天通一号的业务运营工作，总用户数超 290 万。

图32：天通星座覆盖范围



资料来源：华宏天成，浙商证券研究所

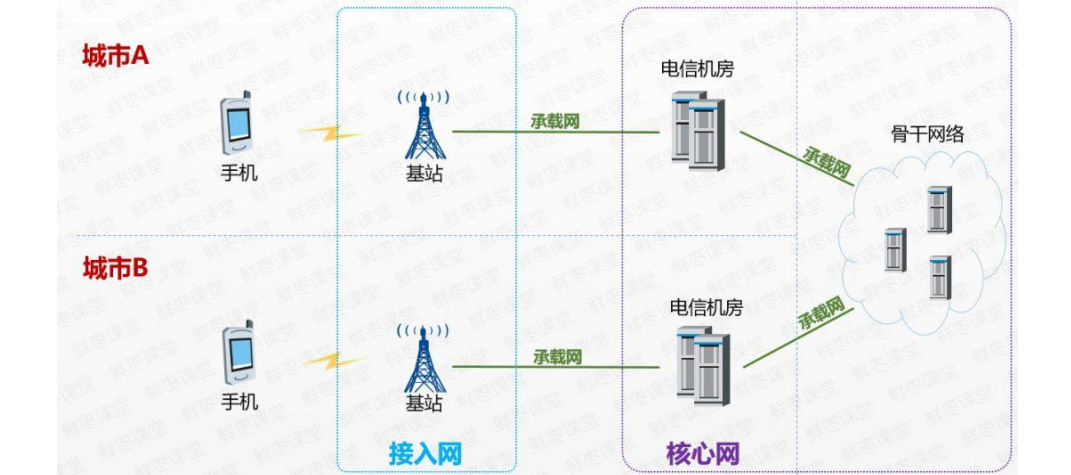
卫星业务实现出海，中标海外卫星通信 1.12 亿美金订单。公司卫星业务已实现出海，2024 年 3 月，公司与某客户在北京市签订的某国卫星通信项目的购销合同，合同总价款 1.12 亿美金，主要为某国卫星通信项目的设备及服务。

3.2 已签订 15 亿美金光纤项目框架协议

全球运营商资本开支稳步向上。全球运营商资本开支有望保持稳步增长，根据 Omdia 最新发布的《全球通信服务提供商（CP）收入与资本支出预测》报告显示，到 2030 年，全球电信资本支出（capex）将达到 3950 亿美元，年均复合增长率为 3.6%；预计从 2028 年起，投资重心将重新回归移动网络建设，以迎接 6G 部署。由于固定宽带市场趋于饱和，固定电信资本支出将逐步下降。

通信网络由接入网、承载网和核心网构成。其中核心网是通信网络的“管理中枢”，负责将接入网与其他网络连接在一起，并管理、分发网络中的数据。承载网主要是传输数据，随着信息量增加，光纤光缆正在逐步替代电缆。接入网是指骨干网络到用户终端之间的所有设备。

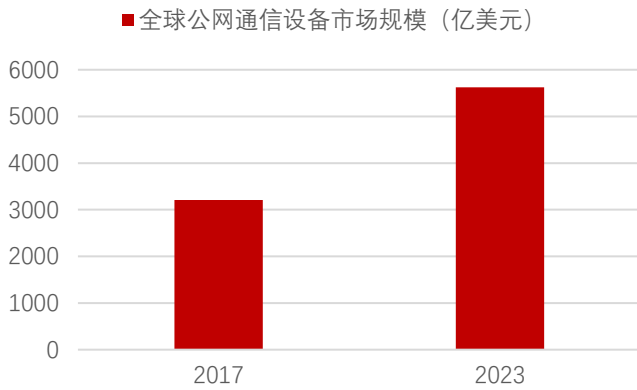
图33: 通信网络系统



资料来源: 鲜枣课堂, 浙商证券研究所

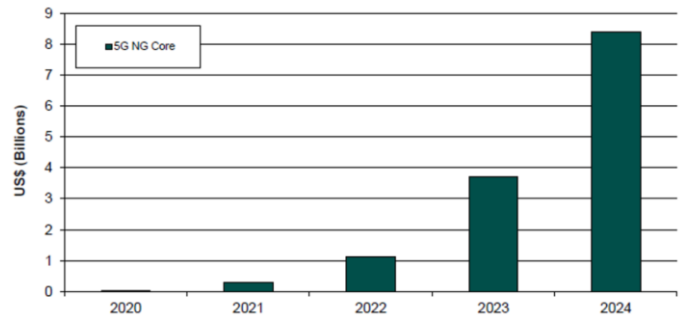
海外公网发展空间广阔。目前国内 5G 建设初具规模, 海外市场发展空间仍然较大。根据 Gartner 统计数据, 2017 年全球公网通信设备市场规模达到 3205 亿美元, 预计到 2023 年底, 市场规模将达到约 5620 亿美元, 2017-2023 年的复合年均增长率约为 10%。尤其在核心网领域, 5G 带来增量需求, 根据市场研究机构 ABI Research 最新发布报告预计, 5G 核心网在 2020 年的市场规模为 2,900 万美元, 到 2024 年将增至 84 亿美元, 复合年均增长率约为 313%。

图34: 全球公网通信设备市场规模 (亿美元)



资料来源: Gartner, 浙商证券研究所

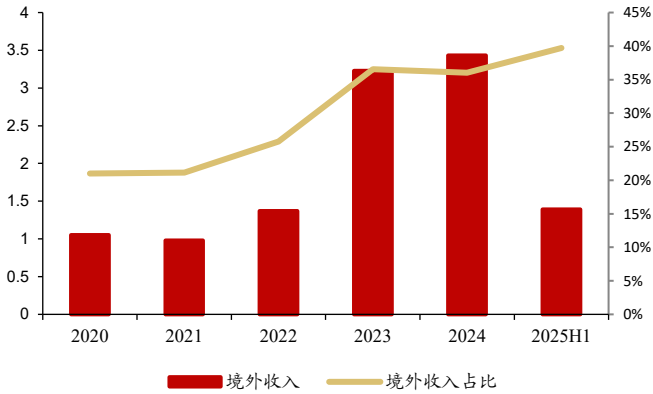
图35: 5G 核心网市场规模 (亿美元)



资料来源: ABI Research, C114 通信网, 浙商证券研究所

持续深化全球化布局。公司以亚洲和非洲为核心战略区域积极推进市场拓展, 凭借公司厚实的技术积累以及完善的产线优势加速海外市场渗透。2025 年上半年, 公司实现境外主营业务收入 1.39 亿元, 占当期营收 40%。在东亚市场, 公司与日本公司 MGC Technology 展开战略合作, 重点参与了新型卫星天线招标项目及 5G RU 基站项目, 为公司拓展新领域业务积累了重要的技术储备。在南亚市场, 公司获得印度某运营商 IMS 扩容订单, 并向印度某国有运营商提供光传输产品运维服务; 相继获得了孟加拉 Ringtech ICX 和 AGNI ICX (汇接局) 项目二期建设订单。在东南亚和中东市场, 公司与多个本地代理合作, 实现渠道规模销售 OLT 和 ONU 产品。在非洲市场, 公司已顺利完成毛里塔尼亚 ATSS 骨干光网络项目四期建设订单的交付工作。

图36: 公司境外业务营收及占比 (亿元, %)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图37: 公司境外业务主要覆盖日本、印度等国家

地区	产品种类	2017年		2018年		2019年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
日本	集中式局端系统、技术与维保服务	5,786.45	22.09	6,913.55	14.44	6,004.99	14.23
印度	核心网系统、集中式局端系统、技术与维保服务	9,973.05	38.07	22,962.56	47.96	3,351.65	7.94
意大利	集中式局端系统、技术与维保服务	1,317.55	5.03	103.03	0.22	1,069.97	2.54
菲律宾	集中式局端系统、技术与维保服务	437.13	1.67	338.87	0.71	843.28	2
其他	核心网系统、集中式局端系统、技术与维保服务	785.32	3	1,512.99	3.16	656.53	1.56
合计		18,299.50	69.85	31,830.99	66.48	11,926.42	28.27

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

已签订 15 亿美金光纤项目框架协议。2025 年 4 月 14 日, 公司与刚果民主共和国光纤公司签订了《刚果民主共和国国家骨干光纤宽带网络项目总包工程框架协议》, 总包预算金额为 15 亿美元 (不含税)。本次合作旨在推动刚果 (金) 信息通信技术升级, 建设国家级的“信息高速公路”, 助力当地经济和社会发展。项目建设内容包括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。

4 国内业务: 专网市场快速成长, 布局多个领域

专网通信指在行业客户内部, 为满足内部组织管理、调度指挥等需求所建设的通信网络, 主要包括为政府与公共安全、公用事业和工商业等提供的应急通信、指挥调度、日常工作通信等服务。区别于电信运营商参与运营的公众通信网络, 专网通信主要覆盖政府、警察、铁路、地铁、电力、石化、机场、港口、矿山、水利等行业用户。

图38: 专网通信与公网通信的区别

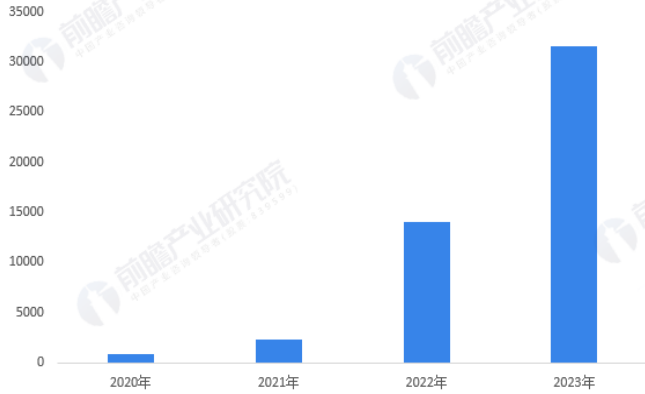
维度	专网通信	公网通信
主要服务客户	传统渠道: 政府、军队、公共事业、特殊行业等 新客户渠道: 以金融、互联网公司为代表	传统渠道: 主要以个人、企业等社会公众用户为主, 以经济效益为目的 新客户渠道: 渠道下沉为主
主要技术特点	技术剪性强, 保证特殊环境内的性能	注重用户体验, 容量要求较高, 需要大规模基站铺设以覆盖更多区域
主要用途	应急/日常通信、指挥、信息安全保障	日常通信、手机应用、信号普及
主要管理方式	用户自行出资建设或网络切片	运营商建设网络、运维以及用户管理
终端设备要求	强调终端在极端情况下及电磁干扰小可靠性、耐久性及信息安全	注重终端附加功能, 以休闲及娱乐为主

资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

5G 专网规模快速增长。近年来, 我国专网通信设备的市场发展非常迅速。根据前瞻产业研究院, 截至 2023 年底, 全国共发展 5G 虚拟专网数量 3.16 万个, 达 2022 年末数量的 2.2 倍。5G 行业应用从点状示范向部分领域规模化复制演进, 5G 应用案例数超 9.4 万个, 已融入 97 个国民经济大类中的 71 个, 覆盖 7 成大类行业, 并在采矿、电力、港口等行业规模复制; 实现我国 31 个省(区、市)、所有地市覆盖。“5G+工业互联网”加快推广, 5G 全

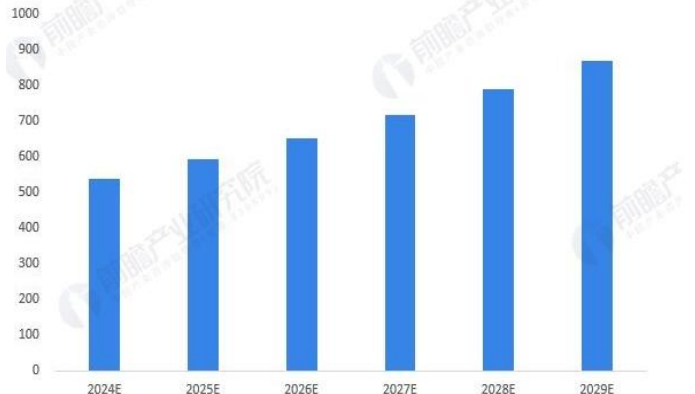
连接工厂陆续落地，推动 5G 应用从外围辅助向核心生产控制环节拓展，5G 网络的时延、可靠性等指标为生产业务稳定性提供保障。未来五年我国专网通信行业的市场规模将保持在 10%左右的速度增长，到 2029 年市场规模有望超过 860 亿元。

图39：2020-2023 年中国 5G 专网数量（单位：个）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图40：2024-2029 年中国专网通信行业市场（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

公司业务从专网通信领域起家。公司自成立之初，通过自主研发移动软交换设备，将其用于煤矿井下专网通信。此后，其专网业务逐渐拓展到政府、公安、司法、电力、煤矿等多个重要领域。解决方案将语音、视频、数据融合于统一的指挥调度平台，实现多系统高效联动，通过系统内部丰富的接口单元，将应急调度平台与现有各类办公子系统、资源管理系统、运维系统对接，实现数据的互通与共享。

图41：公司在行业专网应急解决方案

方案名称	功能和特性	服务案例
电力通信调度系统解决方案	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 监测告警信息联动 ▶ 资源整合、统一指挥 ▶ 融合互通、统一调度 ▶ 远程协同交互 ▶ 应急预案快速调度 ▶ 应急语音通知 ▶ 紧急会议功能 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 国网山东省电力公司物资公司应急调度平台（2016年） ▶ 国网浙江义乌市供电公司应急调度平台（2017年） ▶ 新疆仕光电力科技有限公司应急调度平台（2018年）
矿用有线调度通信系统解决方案	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 矿用有线调度 ▶ 无线宽带通信 ▶ 视频监控 ▶ 井下广播 ▶ 矿工人员定位 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 神木县汇兴矿业有限公司无线调度通信系统（2017年） ▶ 榆林汇森煤矿建设运营有限责任公司冯家塔分公司无线调度通信系统（2018年） ▶ 山东省济宁运河煤矿4G无线通信工程（2019年） ▶ 六盘水市地下综合管廊试点城市PPP监测监控系统（2019年）
政府应急指挥平台	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 网络摄像监控预警 ▶ 智能预案管理 ▶ 应急值守业务 ▶ 应急资源管理 ▶ 突发事件信息管理 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 广元市人民政府应急管理办公室应急指挥平台（2017年） ▶ 中华人民共和国上海出入境边防检查总站上海机场边检站智能通讯融合系统（2018年） ▶ 安徽省生态保护红线监管平台（2019年） ▶ 国庆70周年庆典综合应急指挥调度系统（2019年）
公安可视化指挥调度解决方案	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 多资源整合 ▶ 指挥中心及现场综合展示 ▶ 资源联合调度 ▶ 自动预案、态势分析 ▶ 智能便携式移动应用 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 绵阳市公安局指挥调度解决方案（2016年） ▶ 廊坊市公安局安次分局指挥调度解决方案（2017年） ▶ 宜宾市公安局金江分局指挥调度解决方案（2018年） ▶ 宜昌市三峡枢纽反恐安保智

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

专网项目多点开花，低空产品可期。公司凭借多年沉淀打磨的自研光传输产品，光接入产品、融合通信产品等实现多个领域的产品销售。在智慧应急指挥调度领域，公司助力苏州市吴江区水务局“2025 年智慧水务维保”项目建设；中标并助力推进黄石市应急局视频指挥调度升级项目等。在电力市场，公司与浙江电力、新疆电力、内蒙电力等合作伙伴

共同推广光电一体化解决方案。在智慧矿山领域，公司持续深耕矿山行业的智能化发展需求，25年上半年成功中标并实施多个智慧矿山建设项目。此外，在低空领域，公司依托基础通信及指挥调度多年研发积累，积极投入推出低空指挥调度与低空通信融合终端等产品，并着力于打造低空多场景示范，覆盖低空文旅、物流、展演、应急、政务等多个领域，未来公司将进一步开拓产业生态链，整合技术研发、场景运营与地方资源优势，积极开展低空领域的场景探索及项目建设。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

公司是国内领先的通信系统设备及技术解决方案的供应商。深耕专网和公网领域，同步开拓国内和海外市场，随着卫星互联网组网加速，卫星核心网业务有望成为新增长点。我们按照数智网络及智慧应急系统、技术及维保服务、光网络及接入系统、核心网络系统及其他业务进行拆分，业务拆分和关键假设如下：

- **数智网络及智慧应急系统：**该业务主要客户为行业专网用户，随着国内 5G 以及卫星互联网发展，专网业务有望保持稳步增长，毛利率随着低轨卫星等高价值业务占比提升，有望保持稳步增长，我们假设该业务 2025-2027 年营收同比增速分别为 9%/15%/15%，毛利率为 40%/42%/43%。
- **技术及维保服务：**该业务随着业务规模增加逐步积累，毛利率有望保持稳定。我们假设该业务 2025-2027 年营收同比增速分别为 20%/25%/25%，毛利率分别为 50%/50%/50%。
- **光网络及接入系统：**公司加快接入网出海，业务有望持续增长，部分项目确收节奏可能对营收增速造成影响，毛利率有望稳步提升。我们假设该业务 2025-2027 年营收同比增速分别为-25%/30%/20%，毛利率分别为 44%/45%/45%。
- **核心网络系统：**核心网业务稳步出海，国内卫星组网加速，低轨应用有望带动核心网需求提升，低轨业务毛利率更高，我们假设该业务 2025-2027 年营收同比增速分别为 50%/200%/70%，毛利率分别为 73%/70%/70%。
- **其他业务：**我们假设该业务 2025-2027 年营收同比增速分别为 125%/30%/20%，毛利率分别为 10%/10%/10%

综上，测算得 2025-2027 年公司实现营收 10.1 亿元/14.79 亿元/19.75 亿元，同比增速分别+6%/+46%/+34%，毛利率分别为 47%/51%/54%。

图42：公司业务拆分（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入（百万元）	951.66	1,010.35	1,478.68	1,974.53
增速	7.60%	6.17%	46.35%	33.53%
毛利率	45.67%	46.89%	51.38%	53.76%
数智网络及智慧应急系统	387.56	422.44	485.81	558.68
增速	-2%	9%	15%	15%
毛利率	42%	40%	42%	43%
技术及维保服务	177.46	212.95	266.19	332.74
增速	13%	20%	25%	25%
毛利率	51%	50%	50%	50%
光网络及接入系统	283.08	212.31	276.00	331.20
增速	12%	-25%	30%	20%
毛利率	44%	44%	45%	45%
核心网络系统	93.82	140.73	422.19	717.72
增速	40%	50%	200%	70%
毛利率	56%	73%	70%	70%
其他业务	9.74	21.92	28.49	34.19
增速	-18%	125%	30%	20%
毛利率	25%	10%	10%	10%

资料来源：wind，浙商证券研究所

5.2 投资建议

我们预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 0.19 亿元、1.82 亿元、3.46 亿元，对应 26 年/27 年 PE 为 46x、24x（2026 年 1 月 3 日收盘价），我们选取佳讯飞鸿、海能达作为同业可比公司，考虑到公司业务包括专网和公网，优势集中在核心网和接入网环节，公司卫星核心网卡位稀缺，短期由于规模以及客户确收节奏等因素导致估值高于平均估值，但未来卫星带来的弹性有望超预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图43：估值分析

代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
300213.SZ	佳讯飞鸿	57.65	0.74	0.47	1.28	1.87	77.75	122.11	44.94	30.78
002583.SZ	海能达	209.87	-34.85	3.18	4.47	5.68	-6.02	66.00	46.95	36.98
	平均值	133.76	-17.05	1.83	2.88	3.77	-7.84	73.25	46.50	35.44
688418.SH	震有科技	82.41	0.27	0.19	1.82	3.46	305.15	441.34	46.08	24.18

资料来源：wind，浙商证券研究所（选取 wind 一致预期，以 2026 年 1 月 3 日收盘价计算）

6 风险提示

- 1) **海外市场开拓的风险。**公司海外营收占比高，且海外是业务拓展重要方向，若由于地缘摩擦或者格局恶化，可能导致海外市场开拓受阻的风险。
- 2) **行业发展不及预期的风险。**若卫星互联网发展不及预期，则将影响公司核心网及相关业务。
- 3) **国内政企数字经济基建更新不及预期。**国内政企数字经济基建更新不及预期，导致公司专网业务收入恢复较为缓慢。
- 4) **海外需求不及预期。**若海外运营商关于移动/固定网络建设规划出现不及预期的情况，则可能导致公司通信设备海外出口恢复不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1625	1649	2020	2552
现金	319	356	558	714
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	605	483	412	547
其它应收款	17	27	33	44
预付账款	27	77	88	97
存货	614	650	872	1099
其他	44	55	57	52
非流动资产	324	317	313	308
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4	2	2	3
固定资产	20	25	30	35
无形资产	109	101	90	78
在建工程	1	5	8	10
其他	190	184	182	181
资产总计	1949	1966	2332	2860
流动负债	884	860	1025	1142
短期借款	291	265	289	282
应付款项	259	315	423	510
预收账款	0	0	0	0
其他	335	279	313	351
非流动负债	38	51	48	46
长期借款	0	0	0	0
其他	38	51	48	46
负债合计	923	910	1073	1188
少数股东权益	120	121	143	210
归属母公司股东权	906	934	1116	1462
负债和股东权益	1949	1966	2332	2860

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	952	1010	1479	1975
营业成本	517	537	719	913
营业税金及附加	5	4	5	8
营业费用	115	126	163	197
管理费用	82	96	111	118
研发费用	182	207	266	316
财务费用	19	9	9	6
资产减值损失	24	30	15	20
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	7	3	3	4
其他经营收益	22	18	17	19
营业利润	38	22	212	419
营业外收支	0	(0)	(0)	(0)
利润总额	38	21	212	419
所得税	(1)	1	8	6
净利润	39	21	203	413
少数股东损益	11	2	22	67
归属母公司净利润	27	19	182	346
EBITDA	101	62	254	461
EPS (最新摊薄)	0.14	0.10	0.94	1.80

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7.60%	6.17%	46.35%	33.53%
营业利润	141.18%	-42.49%	878.10%	97.96%
归属母公司净利润	-	-30.86%	857.83%	90.53%
获利能力				
毛利率	45.67%	46.89%	51.38%	53.76%
净利率	4.09%	2.05%	13.76%	20.91%
ROE	2.86%	1.82%	15.70%	23.63%
ROIC	3.92%	2.36%	14.40%	23.19%

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	112	80	222	196
净利润	39	21	203	413
折旧摊销	53	31	35	36
财务费用	19	9	9	6
投资损失	(7)	(3)	(3)	(4)
营运资金变动	(47)	15	187	(48)
其它	55	7	(209)	(206)
投资活动现金流	(54)	(26)	(29)	(29)
资本支出	21	(10)	(10)	(10)
长期投资	(3)	2	(0)	(0)
其他	(72)	(18)	(18)	(18)
筹资活动现金流	45	(16)	8	(12)
短期借款	(19)	(26)	23	(7)
长期借款	0	0	0	0
其他	64	9	(15)	(5)
现金净增加额	103	38	202	156

偿债能力

资产负债率	47.36%	46.31%	46.02%	41.54%
净负债比率	32.96%	31.62%	28.39%	25.16%
流动比率	1.84	1.92	1.97	2.23
速动比率	1.14	1.16	1.12	1.27

营运能力

总资产周转率	0.50	0.52	0.69	0.76
应收账款周转率	1.77	1.84	3.12	3.81
应付账款周转率	1.71	1.90	1.99	1.99

每股指标(元)

每股收益	0.14	0.10	0.94	1.80
每股经营现金	0.58	0.42	1.15	1.02
每股净资产	4.68	4.85	5.79	7.59

估值比率

P/E	305.15	441.34	46.08	24.18
P/B	9.29	8.96	7.50	5.73
EV/EBITDA	57.59	135.60	32.64	17.81

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>