

国防军工

2026年04月08日

中国卫通 (601698)

——国内业务稳定增长，业务结构调整及费用波动影响短期业绩

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026年04月08日

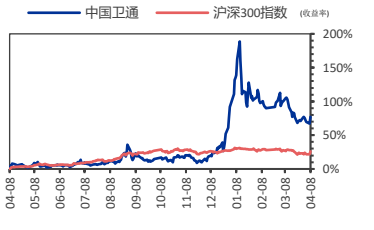
收盘价(元) 32.99
 一年内最高/最低(元) 53.88/18.22
 市净率 8.7
 股息率(分红/股价) 0.10
 流通A股市值(百万元) 139,362
 上证指数/深证成指 3,995.00/14,042.50

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年12月31日

每股净资产(元) 3.78
 资产负债率% 9.63
 总股本/流通A股(百万) 4,224/4,224
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



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

穆少阳 A0230524070009
 musy@swsresearch.com

联系人

穆少阳 A0230524070009
 musy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- **公司公布 2025 年年报。**根据公司公告，2025 年实现营收 26.45 亿元 (yoy+4.1%)，实现归母净利润 4.41 亿元 (yoy-2.9%)。公司 2025Q4 实现营收 7.93 亿元 (yoy+1.2%)，实现归母净利润 1.55 亿元 (+689.7%)。2025 年业绩表现略不及市场预期。

点评：

- **客户结构调整影响短期营收，航空航海卫星互联网业务快速推进。**根据公司公告，公司 2025 年实现营收 26.45 亿元 (yoy+4.1%)。我们分析认为 1) 境内需求加速释放，但海外市场竞争加剧，公司营收实现稳健增长。2025 年境内收入 20.89 亿元 (yoy+8.85%)，境外收入 5.56 亿元 (yoy-10.64%)。2) 广电市场基本盘趋于稳定，快速推进超高清行动计划，行业市场创收能力持续增强，全年新签约近 5000 个高通量接入点及近 1000 个物联网接入点，创收能力不断增强。3) 国际市场业务版图深入拓展，中星 26 成功落地老挝并开通网络服务，高通量业务首次实现境外商业化运营。我们认为，公司依托高通量卫星星座，积极拓展下游应用领域，公司卫星互联网业务有望迎来“0-1”，带动营收快速增长。
- **业务结构调整及费用波动影响短期盈利能力，公司业绩承压。**根据公司公告，2025 年公司毛利率为 29.45%，较 2024 年增加 1.75pcts，净利率为 20.02%，较 2024 年下降 2.33pcts。我们分析认为 1) 毛利率提升主要系境外市场竞争加剧，毛利率较高的境内业务占比提升，2025 年境内毛利率为 37.25%，较 2024 年增加 4.62pcts，境外毛利率为 0.16%，较 2024 年降低 12.32pcts；2) 净利率下降主要系银行利息费用减少影响财务费用率，2025 年期间费用率为 7.04%，较 2024 年增加 1.57pcts，其中 2025 年财务费用率为-6.15%，较 2024 年增加 2.14pcts。我们分析认为随着公司不断提高管理效能，提升产品竞争力及市场开拓力，未来业绩有望恢复增长。
- **国内卫星通信运营核心企业，充分受益卫星互联网应用加速。**1) 拥有工信部颁发的通信运营牌照以及 19 颗在轨卫星，行业地位稳固；2) 航空及航海业务快速拓展，根据公司公告，截至 2025 年末，海空市场业务模式不断创新，持续深化与中远海运等企业合作，实现宽窄带融合 VSAT 解决方案在 50 个海上平台商用。中标民航大学创新平台国家级项目，首次实现前舱核心技术成果转化；与国航签订系统开发服务协议，首次将自有平台开发能力赋能航司运营。目前国内卫星互联网为“0-1”过程，随着航空及航海用户规模扩大，卫星互联网业务将成为公司业绩增长核心驱动力。
- **下调 2026E 并新增 2027-2028E 年盈利预测并维持“增持”评级。**考虑到海外市场竞争加剧叠加业务结构变化，卫星互联网宽带业务拓展较慢，且公司正在推进中星 27 卫星项目研制和中星 26 卫星地面站二期建设，折旧摊销成本或进一步增加，影响公司收入及盈利能力，我们下调公司 2026E 年收入为 30.9 亿元 (前值为 39.1 亿元)，同时下调 2026E 年归母净利润预测为 5.57 亿元 (前值为 7.83 亿元)，新增 2027-2028E 年归母净利润预测为 7.39/9.88 亿元，当前股价对应 PE 分别为 250/189/141 倍。参考 2019 年 7 月上市至今公司 PE/PB-Band, PE (TTM) 历史均值为 126X，公司历史估值较高，且公司所处商业航天产业为国家未来新兴产业之一，市场规模正在快速增加中，因此产业链核心标的估值平均水平较高，公司作为国内为数不多的卫星运营公司，享有估值溢价，同时选取商业航天卫星及火箭产业链可比公司飞沃科技 (火箭结构件)、超捷股份 (火箭结构件)、通宇通讯 (卫星通信终端)，可比公司 2026 年 PE 均值为 270，公司 PE 估值低于行业均值。考虑到中国卫通是我国拥有自主可控商用通信广播卫星资源的基础电信运营企业，为国内卫星通信运营核心企业，且卫星互联网应用加速，公司有望充分受益，因此维持“增持”评级。
- **风险提示：**航空航海应用不及预期；订单需求不及预期；海外竞争加剧风险。公司港股上市控股子公司亚太卫星控股有限公司于 2026 年 2 月 12 日收盘后公布其关于 2025 年度的盈利预警，子公司盈利下滑对公司业绩产生不利影响，请关注相应业绩波动风险，特此提示。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	2,541	2,645	3,092	3,783	4,862
同比增长率 (%)	-2.9	4.1	16.9	22.3	28.5
归母净利润 (百万元)	454	441	557	739	988
同比增长率 (%)	30.3	-2.9	26.2	32.8	33.7
每股收益 (元/股)	0.11	0.10	0.13	0.17	0.23
毛利率 (%)	27.7	29.5	32.8	35.1	36.6
ROE (%)	2.9	2.8	3.4	4.4	5.6
市盈率	307	316	250	189	141

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,541	2,645	3,092	3,783	4,862
其中：营业收入	2,541	2,645	3,092	3,783	4,862
减：营业成本	1,837	1,866	2,079	2,455	3,081
减：税金及附加	15	14	19	26	39
主营业务利润	689	765	994	1,302	1,742
减：销售费用	64	61	68	79	97
减：管理费用	205	212	241	284	355
减：研发费用	80	76	87	102	122
减：财务费用	-211	-163	-119	-143	-171
经营性利润	551	579	717	980	1,339
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	-8	-23	-4	-5	-10
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-145	-2	-2	-2	-2
加：投资收益及其他	29	51	50	45	40
营业利润	427	605	762	1,017	1,368
加：营业外净收入	234	7	9	8	7
利润总额	661	612	771	1,025	1,375
减：所得税	93	83	103	138	188
净利润	568	530	668	887	1,186
少数股东损益	113	88	112	148	198
归属于母公司所有者的净利润	454	441	557	739	988

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

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 索取有关披露资料或登录 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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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。