

信义山证汇通天下

证券研究报告

其他军工Ⅲ

上海瀚讯（300762.SZ）

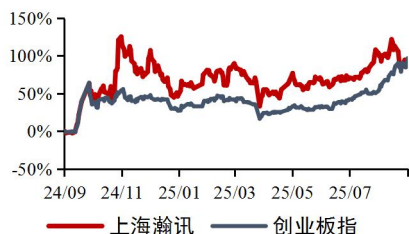
增持-A(下调)

卫星收入受发射节奏客观影响，特种通信业务有望迎来实质性拐点

2025 年 9 月 12 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 11 日

收盘价（元）：	25.67
总股本（亿股）：	6.28
流通股本（亿股）：	6.28
流通市值（亿元）：	161.20

基础数据：2025 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	3.83
每股资本公积（元）：	2.06
每股未分配利润（元）：	0.54

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码：S0760524060001

邮箱：zhaotianyu@sxzq.com

事件描述：

上海瀚讯发布 2025 半年度报告。2025H1，公司实现营收 1.73 亿元，同比+63.34%；实现归母净利润-0.29 亿元，同比+44.97%；扣非后归母净利润为-0.40 亿元，同比+32.35%。

事件点评：

1) 垣信星座发射受火箭产能影响慢于预期，公司载荷项目正常推进，核心地位不变。

根据规划，千帆星座 2025 年陆续开展业务性能测试试验与服务功能应用商业示范，原计划 2025 年底完成 648 颗发射，提供区域网络覆盖，受到火箭产能紧张影响，截至 2025 年 8 月底在轨数量 90 颗。7 月 21 日，上海垣信卫星发布了 2025 年运载火箭发射服务采购项目招标公告，总预算达 13.36 亿元，包含 4 次一箭 10 星和 3 次一箭 18 星发射任务。8 月 14 日，一箭 18 星标包公布了蓝箭、天兵、中科宇航三位候选人，而一箭 10 星标包由于投标数量不足正在重新招标。我们认为，今年特种、遥感、低轨多种星座组网发射密集，国家队火箭产能紧张处于市场预期之中，民营火箭以低成本、高周转的经营策略有望大幅增加航天产能，静待技术问题突破，2026 年千帆星座组网进程仍保持乐观。

公司是相关低轨卫星星座通信分系统承研单位，研发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。公司在低轨卫星领域先发布局，拥有相控阵天线研制、卫星载荷研制核心能力。在星上宽带通信交换组网、星上宽带通信协议及基带信号处理、地面信关站宽带通信管理软件等技术基础上定制开发自研模块，利用自动化产线实现成本优势。今年以来，商业航天领域催化政策频出，8 月底工信部印发《关于优化业务准入促进卫星通信产业发展的指导意见》提出促进手机直连卫星规模应用，到 2030 年发展卫星通信用户超 1000 万，有望实质性加速行业发展。

2) 国防信息化建设将迈入“十五五”新阶段，公司 5G、电台、数据链多款型号推进，行业有望迎来实质性拐点。

信息支援部队的成立（2024 年 4 月）标志着我国国防信息化进入统筹建设新阶段，其职能涵盖全军信息链路融合、SJL 标准化及实战化信息支援，直接推动军工通信系统向宽带化、智能化升级。在今年 9 月 3 日纪念抗日战争 80 周年盛大阅兵上，信息支援方队由战场网云车、数智赋能车、天地组网车、信息融合车组成的新式装备惊艳亮相，这些装备主要功能包括打通全军协同作战体系、提供空天地一体化通信链路以及战场态势实时感知传递等。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

公司主研的军用 5G、多功能电台、卫星通信设备、数据链等是各型信支装备、移动指挥所、无人装备乃至单兵背负的主要新型通信装备，公司多个在研项目进展顺利，有望于“十五五”放量。2025H1，公司中标某无人分队 5G 自组网项目、为某控制平台研制的自组网设备顺利转入定型试验阶段、承研的某地面保障系统通信设备已随系统进入调试阶段、中标多个新型车辆通信配套任务、完成某重要试点项目的无线宽带基站固定建设。无人平台通信系统产品，已经完成小批量交付，正在进行型号统型阶段；网络化测控产品，已经完成样机研制，正在小批量试用和产品推广阶段。

我们认为，2025 年军工企业、国央企人事调整逐步落地，随着新式装备阅兵亮相，十四五末期国防预算实际使用节奏或将加速，行业迎来回暖。公司在军用 5G、宽带数据链等新领域方面新品众多，领先地位明显。上半年，公司专用市场部分项目受客户审价因素影响暂定价签署较低导致毛利率下降，下半年随着军工行业交付旺季以及相关费用合理控制，全年有望扭亏。

盈利预测、估值分析和投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.23/1.20/1.83 亿元（前次预测为 1.36/2.82/4.44 亿元），2025 年 09 月 05 日收盘价对应 PE 分别为 673/128/84 倍，短期公司卫星业务节奏受到火箭产能客观影响、特种通信业务正处于投入期但未来市场广阔，下调评级至“增持-A”。

风险提示：

- 卫星星座发射不及预期风险，卫星通信分系统单位竞争格局发射变化风险，军用 5G、多功能电台等新型装备采购节奏低于预期风险，研发投入较大推迟业绩释放风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	313	353	547	1,010	1,583
YoY(%)	-21.9	13.0	54.7	84.8	56.7
净利润(百万元)	-190	-124	23	120	183
YoY(%)	-321.7	34.7	118.5	426.5	51.7
毛利率(%)	43.3	43.3	49.1	49.1	45.0
EPS(摊薄/元)	-0.30	-0.20	0.04	0.19	0.29
ROE(%)	-7.6	-5.0	0.9	4.6	6.6
P/E(倍)	-81.1	-124.3	673.0	127.8	84.3
P/B(倍)	6.2	6.5	6.4	6.1	5.7
净利率(%)	-60.7	-35.1	4.2	11.9	11.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2763	2815	3499	3849	4045
现金	1407	1349	1093	808	791
应收票据及应收账款	1001	948	1238	1649	1517
预付账款	16	29	27	79	89
存货	285	369	559	910	1138
其他流动资产	53	119	582	402	510
非流动资产	718	843	787	840	879
长期投资	18	32	52	72	87
固定资产	367	377	380	432	496
无形资产	174	204	163	131	91
其他非流动资产	158	231	192	205	206
资产总计	3480	3658	4286	4688	4925
流动负债	938	1118	1738	2043	2120
短期借款	591	731	5	1109	815
应付票据及应付账款	309	261	357	786	1149
其他流动负债	38	126	65	148	156
非流动负债	46	131	117	97	76
长期借款	0	98	78	59	39
其他非流动负债	46	33	39	38	37
负债合计	984	1249	1855	2139	2196
少数股东权益	0	35	34	32	29
股本	628	628	628	628	628
资本公积	1282	1282	1282	1282	1282
留存收益	590	466	489	589	733
归属母公司股东权益	2496	2374	2396	2517	2700
负债和股东权益	3480	3658	4286	4688	4925

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-304	-107	-480	-88	275
净利润	-190	-120	23	118	180
折旧摊销	59	72	80	89	101
财务费用	-6	-25	-46	-52	-57
投资损失	0	16	-30	-10	-5
营运资金变动	-224	-118	-543	-223	58
其他经营现金流	58	69	36	-10	-1
投资活动现金流	-106	-259	-363	-22	-34
筹资活动现金流	350	329	-228	-269	-164
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.30	-0.20	0.04	0.19	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.48	-0.17	-0.77	-0.14	0.44
每股净资产(最新摊薄)	3.98	3.78	3.82	4.01	4.30

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	313	353	547	1010	1583
营业成本	177	200	278	514	871
营业税金及附加	1	3	3	7	10
营业费用	36	30	27	40	57
管理费用	43	60	62	71	95
研发费用	255	202	224	273	348
财务费用	-6	-25	-46	-52	-57
资产减值损失	-103	-68	-44	-51	-63
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-16	30	10	5
营业利润	-257	-172	29	162	246
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-254	-170	31	164	248
所得税	-65	-49	8	46	69
税后利润	-190	-120	23	118	180
少数股东损益	0	3	-0	-3	-3
归属母公司净利润	-190	-124	23	120	183
EBITDA	-194	-86	131	282	371

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-21.9	13.0	54.7	84.8	56.7
营业利润(%)	-477.9	33.0	116.7	462.7	52.0
归属于母公司净利润(%)	-321.7	34.7	118.5	426.5	51.7
获利能力					
毛利率(%)	43.3	43.3	49.1	49.1	45.0
净利率(%)	-60.7	-35.1	4.2	11.9	11.5
ROE(%)	-7.6	-5.0	0.9	4.6	6.6
ROIC(%)	-6.0	-3.4	1.0	3.7	5.4
偿债能力					
资产负债率(%)	28.3	34.2	43.3	45.6	44.6
流动比率	2.9	2.5	2.0	1.9	1.9
速动比率	2.6	2.1	1.7	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
应收账款周转率	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0
应付账款周转率	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9
估值比率					
P/E	-81.1	-124.3	673.0	127.8	84.3
P/B	6.2	6.5	6.4	6.1	5.7
EV/EBITDA	-75.5	-172.9	117.6	55.1	41.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定,公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

