

上海瀚讯 (300762.SZ)

军用通信赛道上 4G 装备核心供应商，或迎来 10 年持续增长期

军用通信装备是一条由 2.5G 向 4G、5G 不断升级、拓展、渗透的长期成长赛道，当前我国军用 4G 通信装备渗透率较低，有很大提升空间。

1) 市场空间：军用通信由 2G 向 4G 升级是大势所趋。当前我国军用通信仍以 2G 通信为主，在带宽、传输速率、集成度等方面无法满足战场态势灵敏感知、作战指令快速传达等信息化战争的需要；而军用 4G 通信具有高带宽、传输速率快等特点，可以满足各类文字图像视频等大数据量业务传输、随时获取战场态势信息等作战需求。因此军用通信向 4G 升级是大势所趋。军用 4G 目前处于导入期，在各个军兵种的渗透率很低，未来还有很大提升空间。

2) 竞争格局：军用通信行业门槛较高，产业链内从事相关通信装备的企业不多，且各家产品呈差异化。军用通信装备领域企业包括上海瀚讯、中电科十所、大唐联诚、七一二、海格通信等，各家产品的通信体制、产品类型及应用场景略有不同，目前上海瀚讯是唯一一家以军用 4G 通信装备为主的上市公司。产品差异化导致军用通信装备企业的产品一旦定型列装，即可获得长期稳定成长，以国内军用 2G 通信装备供应商七一二为例，其型号定型十余年，经历小批量列装、向各军兵种逐渐渗透，目前仍在不断迭代并大规模列装，公司业绩相应进入高增长期，2016-2020 年七一二营收复合增速为 18.02%，归母净利润复合增速为 34.71%。随着 4G 通信装备的不断渗透，上海瀚讯作为我国军用 4G 通信装备的主供应商，将获得快速成长。

上海瀚讯是国内军用 4G 通信装备领域的核心卡位企业，未来将受益于军用通信由 2G 向 4G、5G 升级的大趋势，未来 5 年业绩复合增速有望达到 40% 以上。

上海瀚讯主要从事军用宽带移动通信系统及军用战术通信设备的研发、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，向军方等行业用户提供宽带移动通信系统的整体解决方案。公司是军用 4G 移动通信系统的技术总体单位和标准制定者，是国内少有的具有军用 4G 通信系统自主研发能力的创新型军工企业。公司首批型号装备于 2016 年定型，2016~2020 年营收复合增速为 14.85%，归母净利润复合增速为 45.82%。

1) 成长逻辑一：公司产品具备纵向（向下延伸）横向（扩大军兵种应用）渗透率提升的双重逻辑。一是纵向延伸，已列装军种会继续按编配计划，当前列装产品仅应用在较高等级单位，后续将下沉应用至更低层级的单位；二是横向拓展，公司产品线丰富，同时在不同的军兵种应用上会不断渗透，进而带来批量采购订单。总体上看，军用 4G 通信装备目前仍处于导入期，渗透率还有很大提升空间，未来 5 年或将迎来 5 倍以上增长空间，再加上军用 5G 通信装备未来成长空间持续、巨大。

2) 成长逻辑二：前瞻布局 5G 小基站，军、民共用前景广阔。小基站是一种从产品形态、发射功率、覆盖范围等方面都比传统宏基站小得多的通信装备，可以作为宏基站的补充，降低宏基站部署成本。军用领域可以提高军用通信的覆盖范围，提高宽带通信的整体应用效能；民用领域面向包括公共安全、应急管理、铁路轨交、电力水利等特种行业的市场，实现室内覆盖、室外热点补盲等功能；此外公司计划定增募资 2.43 亿元用于 5G 小基站项目，预计建设周期 4 年。

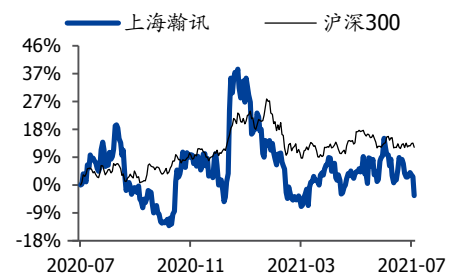
3) 公司核心竞争力：从研发实力来看，公司核心团队源起中科院微系统所，在国内率先研究 4G 关键技术，每年均投入大量研发资金，2016~2020 年研

买入（维持）

股票信息

行业	地面兵装
前次评级	买入
7月23日收盘价(元)	25.13
总市值(百万元)	9,849.70
总股本(百万股)	391.95
其中自由流通股(%)	44.10
30日日均成交量(百万股)	5.15

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

相关研究

- 1、《上海瀚讯 (300762.SZ)：2020 年业绩符合预期，2021 年 Q1 首次盈利或预示全年高景气》2021-04-27
- 2、《上海瀚讯 (300762.SZ)：军用通信由 2G 向 4G 升级的核心设备供应商》2020-11-10



发支出占营收分别为 30.98%、31.30%、25.19%、24.96%、29.77%；从公司机制来看，公司已形成“管理团队控股、国有股东参股”股权架构，目前公司是中科院体系内唯一国防通信领域上市公司，是典型混合所有制民参军企业，既有中科院的背书支持，又保证了公司的高效和持续创新能力；从产品角度来看，公司已形成“芯片-模块-终端-基站-系统”的全产业链布局；从下游客户来看，公司产品广泛用于火箭军、陆军、海军等各军兵种。

投资建议：根据业绩预告，2021H1 公司实现归母净利润（0.20~0.22 亿元，去年同期为-0.13 亿元），扣非归母净利润（0.11~0.13 亿元，去年同期为-0.17 亿元）；其中 2021Q2 实现归母净利润（0.12~0.15 亿元，去年同期为-0.06 亿元，环比+59.00%~90.94%）。我们认为公司作为国内领先的军用 4G 通信装备核心供应商，未来有望充分受益于军用通信由 2G 向 4G 升级的大潮。我们上调公司盈利预测，预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 2.44/3.47/4.85 亿元，对应当前估值为 40X/28X/20X，维持“买入”评级。

风险提示：国防信息化建设及军用 4G 通信建设进度不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	546	641	883	1,200	1,630
增长率 yoy（%）	28.2	17.4	37.8	35.9	35.9
归母净利润（百万元）	115	167	244	347	485
增长率 yoy（%）	12.2	45.3	45.7	42.2	39.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.29	0.43	0.62	0.88	1.24
净资产收益率（%）	9.2	12.1	14.9	17.5	19.9
P/E（倍）	85.6	58.9	40.4	28.4	20.3
P/B（倍）	8.1	7.2	6.1	5.0	4.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 7 月 23 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1627	1747	2140	2823	3790
现金	401	464	861	1019	1642
应收票据及应收账款	314	949	657	1263	1245
其他应收款	59	126	0	0	0
预付账款	69	47	0	4	1
存货	172	162	288	313	490
其他流动资产	612	0	334	222	412
非流动资产	37	140	150	160	173
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	11	29	30	32	36
无形资产	11	79	87	95	104
其他非流动资产	15	33	33	33	33
资产总计	1664	1888	2290	2982	3963
流动负债	426	480	812	947	1565
短期借款	60	0	272	287	673
应付票据及应付账款	280	345	387	537	699
其他流动负债	87	136	153	123	193
非流动负债	20	30	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	30	20	20	20
负债合计	446	511	832	967	1585
少数股东权益	-0	0	-3	-8	-12
股本	133	214	392	392	392
资本公积	733	673	673	673	673
留存收益	351	509	728	1041	1482
归属母公司股东权益	1218	1377	1461	2023	2390
负债和股东权益	1664	1888	2290	2982	3963

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-6	76	134	185	290
净利润	112	167	240	342	480
折旧摊销	6	6	13	15	19
财务费用	4	-11	2	4	9
投资损失	-4	-10	-2	-2	-2
营运资金变动	-149	-126	-119	-175	-216
其他经营现金流	26	50	-0	-0	-0
投资活动现金流	-133	42	-174	-28	-32
资本支出	7	94	14	9	13
长期投资	-130	135	0	0	0
其他投资现金流	-256	272	-160	-19	-19
筹资活动现金流	404	-54	256	46	48
短期借款	-92	-60	90	60	70
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	33	81	178	0	0
资本公积增加	457	-60	0	0	0
其他筹资现金流	6	-15	-12	-14	-22
现金净增加额	266	64	216	203	306

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	546	641	883	1200	1630
营业成本	202	231	311	416	556
营业税金及附加	0	0	1	1	1
营业费用	42	44	64	78	101
管理费用	49	39	53	70	90
研发费用	136	160	194	252	326
财务费用	4	-11	2	4	9
资产减值损失	-1	2	31	48	73
其他收益	22	20	19	21	20
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	4	10	2	2	2
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	115	169	248	354	496
营业外收入	3	3	2	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	118	172	250	356	498
所得税	6	5	10	14	18
净利润	112	167	240	342	480
少数股东损益	-3	-0	-3	-4	-4
归属母公司净利润	115	167	244	347	485
EBITDA	116	164	252	360	506
EPS (元)	0.29	0.43	0.62	0.88	1.24

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	28.2	17.4	37.8	35.9	35.9
营业利润(%)	10.0	46.1	47.1	42.4	40.2
归属于母公司净利润(%)	12.2	45.3	45.7	42.2	39.9
获利能力					
毛利率(%)	63.0	63.9	64.8	65.3	65.9
净利率(%)	21.1	26.1	27.6	28.9	29.7
ROE(%)	9.2	12.1	14.9	17.5	19.9
ROIC(%)	8.1	11.0	12.0	14.7	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	26.8	27.1	36.3	32.4	40.0
净负债比率(%)	-27.0	-32.4	-35.7	-36.9	-39.6
流动比率	3.8	3.6	2.6	3.0	2.4
速动比率	2.2	3.2	2.3	2.6	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.2	1.0	1.1	1.3	1.3
应付账款周转率	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.43	0.62	0.88	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.19	0.34	0.47	0.74
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.51	4.13	4.99	6.20
估值比率					
P/E	85.6	58.9	40.4	28.4	20.3
P/B	8.1	7.2	6.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	81.1	57.2	36.2	24.9	17.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com