

2023年03月27日

# 业务稳定，长期战略动力蓄能

## 海格通信(002465)

|        |       |             |            |
|--------|-------|-------------|------------|
| 评级:    | 买入    | 股票代码:       | 002465     |
| 上次评级:  | 买入    | 52周最高价/最低价: | 10.95/7.57 |
| 目标价格:  |       | 总市值(亿)      | 243.35     |
| 最新收盘价: | 10.60 | 自由流通市值(亿)   | 237.94     |
|        |       | 自由流通股数(百万)  | 2,253.24   |

### 1、事件:

公司发布 2022 年报，实现营业收入 56.2 亿元，同比增长 2.6%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比增长 2.2%；实现扣非归母净利润 5.3 亿元，同比下降 6.7%。

**2、业务稳定，受原材料价格影响毛利率有所下降：**分业务看，按照公司报告期末口径调整后数据，**无线通信领域实现营收 25.8 亿元，同比减少 4.7%，毛利率 44.3%，同比下降 1.8pct。**公司短波业务全面突破机载主流平台，下一代主型超短波、集群产品即将进入批量订货阶段；卫星业务全面竞标入围基带模组、设备、站型和系统装车，天通一号全面进入陆水空平台上装市场；终端业务持续发力，首次突破某细分领域，带来新增量；此外在广电、公安等领域均有所市场突破。

**北斗导航领域实现营收 4.4 亿元，同比增长 3.4%，毛利率 57.6%，同比下降 8.9pct。**公司产品毛利率下降较多主要系原材料价格上涨。北斗三号终端成功进入多型高端平台，实现全平台布局，并成功获得首批量应用；北斗设备首次进入高精度守时领域，此外公司积极推进北斗三号行业应用，在电力行业中标南方电网应对极端情况高等级指挥所建设项目，与运营商共同推进“北斗+5G”深度规模化应用；此外公司投资成立专业芯片公司广州晶维天腾微电子，完善芯片领域布局。

**航空航天领域实现营收 3.3 亿元，同比增长 24.5%，毛利率 46.3%，同比增加 0.8pct。**报告期内摩诃创新与多家主机厂签订大额模拟器整机采购合同；海格云熙成功中标兰州中川国际机场通信设备采购项目，该项目是目前国产甚高频产品迄今招标金额最大项目；驰达飞机西安产业园竣工启用，产能进一步提升，业绩稳定增长。

**软件与信息服务领域实现营收 22.0 亿元，同比增长 10.2%，毛利率 16.4%，同比下降 0.4pct。**

**3、持续控费，盈利空间保持稳定：**2022 年公司整体毛利率 35.0%，同比下降 2.3pct，主要系无线通信业务营收下降，同时北斗原材料价格上涨导致毛利率下降。得益于公司持续的费用管控，整体净利率 12.4%，较去年同期基本持平。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.1%/5.4%/14.0%/-0.5%，YoY -0.7/-0.2/-0.6/+0.3pct，整体费用率较去年同期下降 1.1pct。

**4、射频芯片市场前景广阔，新设芯片公司以完善产业布局：**公司子公司海格晶维于 7 月投资成立晶维天腾，该公司专业从事无线通信射频收发和射频前端、高性能数模混合、通用器件等芯片研发。该全新芯片产品线既可以与原北斗芯片板块形成芯片小产业集群，两者优势互补从而完善公司在芯片领域的布局，更有利于公司不断拓宽芯片研发领域的业务范围，建立市场竞争力并形成新的业务增长点。我们认为随着无线通信技术的高速发展以及国产替代进程的加快，公司射频芯片业务将伴随新增产能的落地而健康成长，同时晶维天腾实施员工持股，有助于建立利益共享机制从而充分调动员工的积极性和创造性，助力公司快速且持续发展。

**5、前瞻布局无人化军工市场，有望打开第二增长曲线：**为抓住无人系统产业发展机遇并获取更大的市场份额和更好的品牌度和市场地位，公司于 7 月投资设立天乘技术，打造无人业务发展平台及无人领域资本运作平台。此外，公司的全资子公司天腾产业于 9 月成功以 1.42 亿元竞拍取得国有建设用地土地使用权。我们认为这将有利于加快天腾信息产业基地的项目落地，推进公司无人系统、模拟仿真、飞行培训等业务战略布局，助力公司打开无人系统市场规模，享受先发优势并创造新的业务增长点。

**6、发布定增预案，完善产业布局。**根据公司最新定增预案公告，公司计划募集资金总额不超过 20 亿元，将用于“北斗+5G”通导融合研发产业化项目、无人信息产业基地项目和天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目。公司在无人系统、北斗导航和卫星互联网领域持续加大战略投入，完善产业布局，助推未来业绩发展。

### 7、投资建议:

十四五期间，卫星导航和卫星互联网是国家重点支持行业，公司作为北斗龙头厂商之一，业绩增长动能有望释放，考虑疫情期间项目延期交付，后续项目有望逐渐恢复。下调盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别由 62.98/70.55/N/A 亿元调整为 60.37/67.06/75.12 亿元，每股收益分别由 0.37/0.43/N/A 元调整为 0.31/0.34/0.37 元，对应 2023 年 3 月 27 日 10.60 元/股收盘价 PE 分别为 33.9/31.0/28.7 倍。维持“买入”评级。

**8、风险提示：**

下游订单不及预期风险；竞争加剧风险；疫情加剧风险；北斗应用发展不及预期风险；系统性风险。

**盈利预测与估值**

| 财务摘要       | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 5,474 | 5,616 | 6,037 | 6,706 | 7,512 |
| YoY (%)    | 6.9%  | 2.6%  | 7.5%  | 11.1% | 12.0% |
| 归母净利润(百万元) | 654   | 668   | 721   | 789   | 851   |
| YoY (%)    | 11.6% | 2.2%  | 7.9%  | 9.4%  | 7.9%  |
| 毛利率 (%)    | 37.3% | 35.0% | 33.3% | 33.0% | 32.5% |
| 每股收益 (元)   | 0.28  | 0.29  | 0.31  | 0.34  | 0.37  |
| ROE        | 6.4%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.5%  | 6.5%  |
| 市盈率        | 37.86 | 36.55 | 33.88 | 30.96 | 28.70 |

资料来源：wind，华西证券研究所

**分析师：宋辉**

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SACNO: S1120519080003

联系电话：

华西通信&军工联合覆盖

**分析师：柳珏廷**

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SACNO: S1120520040002

联系电话：

**分析师：陆洲**

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          |              |              |              |              | 现金流量表 (百万元)     |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 营业总收入              | 5,616        | 6,037        | 6,706        | 7,512        | 净利润             | 697          | 750          | 824          | 888          |
| YoY (%)            | 2.6%         | 7.5%         | 11.1%        | 12.0%        | 折旧和摊销           | 152          | 113          | 118          | 125          |
| 营业成本               | 3,652        | 4,024        | 4,492        | 5,067        | 营运资金变动          | -1,000       | -110         | -272         | -697         |
| 营业税金及附加            | 46           | 45           | 50           | 57           | 经营活动现金流         | -42          | 689          | 601          | 241          |
| 销售费用               | 175          | 190          | 201          | 231          | 资本开支            | -390         | -189         | -223         | -234         |
| 管理费用               | 301          | 325          | 362          | 405          | 投资              | 592          | -77          | -82          | -75          |
| 财务费用               | -28          | 0            | 0            | 0            | 投资活动现金流         | 243          | -207         | -240         | -239         |
| 研发费用               | 788          | 853          | 950          | 1,062        | 股权募资            | 4            | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -77          | 4            | 4            | 3            | 债务募资            | 281          | 71           | 96           | 122          |
| 投资收益               | 42           | 59           | 64           | 70           | 筹资活动现金流         | -100         | 71           | 96           | 122          |
| 营业利润               | 720          | 791          | 865          | 931          | 现金净流量           | 104          | 552          | 457          | 125          |
| 营业外收支              | 3            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 利润总额               | 723          | 791          | 865          | 931          | <b>主要财务指标</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 所得税                | 26           | 40           | 41           | 43           | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 净利润                | 697          | 750          | 824          | 888          | 营业收入增长率         | 2.6%         | 7.5%         | 11.1%        | 12.0%        |
| 归属于母公司净利润          | 668          | 721          | 789          | 851          | 净利润增长率          | 2.2%         | 7.9%         | 9.4%         | 7.9%         |
| YoY (%)            | 2.2%         | 7.9%         | 9.4%         | 7.9%         | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| 每股收益               | 0.29         | 0.31         | 0.34         | 0.37         | 毛利率             | 35.0%        | 33.3%        | 33.0%        | 32.5%        |
|                    |              |              |              |              | 净利率             | 11.9%        | 11.9%        | 11.8%        | 11.3%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 总资产收益率 ROA      | 4.4%         | 4.5%         | 4.4%         | 4.5%         |
| 货币资金               | 2,742        | 3,295        | 3,752        | 3,876        | 净资产收益率 ROE      | 6.3%         | 6.3%         | 6.5%         | 6.5%         |
| 预付款项               | 137          | 139          | 157          | 179          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 存货                 | 1,635        | 2,526        | 2,074        | 3,087        | 流动比率            | 2.78         | 2.84         | 2.61         | 2.70         |
| 其他流动资产             | 4,900        | 4,268        | 5,765        | 5,485        | 速动比率            | <b>2.10</b>  | <b>1.98</b>  | <b>2.00</b>  | <b>1.88</b>  |
| 流动资产合计             | 9,414        | 10,227       | 11,748       | 12,627       | 现金比率            | 0.81         | 0.91         | 0.83         | 0.83         |
| 长期股权投资             | 300          | 376          | 457          | 532          | 资产负债率           | 25.9%        | 25.7%        | 28.2%        | 27.6%        |
| 固定资产               | 1,423        | 1,475        | 1,539        | 1,607        | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 无形资产               | 327          | 382          | 450          | 524          | 总资产周转率          | 0.37         | 0.38         | 0.39         | 0.41         |
| 非流动资产合计            | 5,794        | 5,952        | 6,143        | 6,332        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计               | 15,208       | 16,179       | 17,891       | 18,959       | 每股收益            | 0.29         | 0.31         | 0.34         | 0.37         |
| 短期借款               | 319          | 390          | 486          | 609          | 每股净资产           | 4.63         | 4.94         | 5.28         | 5.65         |
| 应付账款及票据            | 2,235        | 2,165        | 2,851        | 2,802        | 每股经营现金流         | -0.02        | 0.30         | 0.26         | 0.10         |
| 其他流动负债             | 831          | 1,052        | 1,158        | 1,264        | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计             | 3,385        | 3,607        | 4,495        | 4,675        | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款               | 130          | 130          | 130          | 130          | PE              | 36.55        | 33.88        | 30.96        | 28.70        |
| 其他长期负债             | 429          | 429          | 429          | 429          | PB              | 1.76         | 2.14         | 2.00         | 1.87         |
| 非流动负债合计            | 559          | 559          | 559          | 559          |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 3,945        | 4,166        | 5,054        | 5,234        |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 2,304        | 2,304        | 2,304        | 2,304        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 602          | 631          | 666          | 702          |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 11,263       | 12,013       | 12,837       | 13,725       |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 15,208       | 16,179       | 17,891       | 18,959       |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。