

## 诉讼扰动影响减小, Q4 收入环比改善, 基本面拐点或将至

买入 (维持)

2021 年 02 月 18 日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

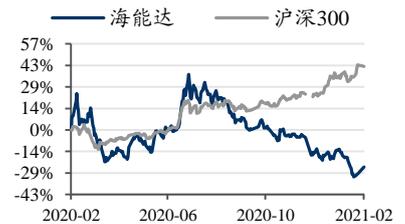
yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,844	6,071	7,264	8,949
同比 (%)	13.1%	-22.6%	19.6%	23.2%
归母净利润 (百万元)	81	102	356	436
同比 (%)	-83.1%	25.9%	250.2%	22.4%
每股收益 (元/股)	0.04	0.06	0.19	0.24
P/E (倍)	127.26	101.10	28.87	23.59

### 投资要点

- 季度业绩环比改善, 基本面拐点或将至:** 据业绩快报最新数据, 20 年实现营业收入约为 57 亿元-65 亿元, 较去年同比下滑 17.1%-27.3%, 实现归属于母公司股东的净利润为 0.85 亿元-1.2 亿元, 较去年同比增加 5.19%-48.5%, 从单季度收入来看, 虽然 Q2、Q3 收入分别环比下滑 1.24% 和 12.75%, 随着疫情影响的逐步减小, Q4 收入已经环比改善, 预计环比增加 0.83%-61.39%。从盈利情况来看, 20 年 EMS 业务等低毛利产品占比减小, 预计 20 年整体毛利率较 19 年 (39.95%) 进一步提升。
- 股权激励进一步彰显管理层经营信心:** 本次股权激励延续以核心骨干人员为核心的原则, 授予的激励对象共计 568 人, 其中中层管理人员及核心技术(业务)骨干占比为 99.12%。从业绩考核目标来看, 以 2020 年业绩预告中值 (1.03 亿元) 为基数, 21 年-22 年的利润增速不低于 240% (3.5 亿元)、20% (4.2 亿元), 我们认为, 经营目标相较 18 年虽然仍有差距, 但是基本面改善趋势已经逐步明确, 随着传统业务修复、新产品持续推出, 长期业绩增长动力仍然充足。
- 近期诉讼连获有利进展:** 20 年 12 月份到 21 年 1 月, 诉讼连获有利进展, 首先驳回摩托罗拉申请颁发全球永久禁令以禁止公司在全球范围内销售涉诉产品的动议, 其次在 21 年 1 月份伊利诺伊州法院法官认可公司在审后程序提出的研发费用赔偿金额属于重复赔偿金额的意见, 对先前判赔金额进行调减, 整体赔偿金额由 7.65 亿美元调减至 5.43 亿美元, 减少了 2.22 亿美元。同时, 还驳回摩托罗拉在审后程序提交的关于增加额外赔偿的动议, 我们认为, 虽然海能达与摩托罗拉的诉讼事件并未完全解决, 但是海能达已经从之前不利以及被动, 转变为积极主动的迎击, 并且从近期的诉讼进展来看, 效果已经逐步显现。
- 5G 打开专网更广空间, 专网龙头加速前进:** 5G 的低时延、泛连接等特性, 将进一步扩宽专网下游应用场景, 海能达作为专网领域的龙头企业, 将在产品、技术等多个方面继续领跑; 其次借力公网专用打开更广阔市场空间, 据调研机构数据, 公网专用市场将是专网市场的 10 倍以上, 目前海能达已经与全球运营商开展公专融合方面的合作, 积极参与到运营商的业务生态圈中, 已经拥有多个系列不同标准的公网专用产品及解决方案, 可使用运营商网络运营, 满足公共安全、公用事业、工商业等多个行业领域独立部署的需求。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计 2020 年-2022 年海能达的营业收入分别为 60.71 亿元、72.64 亿元、89.49 亿元, 实现归母净利润 1.02 亿元、3.56 亿元和 4.36 亿元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 诉讼进展不及预期; 海外疫情加剧; 新产品拓展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.59
一年最低/最高价	5.02/10.58
市净率(倍)	1.63
流通 A 股市值(百万元)	6062.16

### 基础数据

每股净资产(元)	3.43
资产负债率(%)	61.82
总股本(百万股)	1839.57
流通 A 股(百万股)	1084.47

### 相关研究

- 《海能达 (002583): H1 业绩增长稳健, 5G 专网打开新成长空间》2020-09-02
- 《海能达 (002583): 全年业绩符合预期, 国内外全面开花, 持续看好业绩稳定增长》2020-02-04

## 内容目录

1. 季度收入改善+股权激励出台，基本面拐点或将至.....	3
1.1. 最新业绩快报披露，季度收入实现环比加速向上.....	3
1.2. 股权激励彰显公司经营信心.....	4
2. 近期诉讼连获有利进展.....	5
3. 紧抓 5G 专网机遇，切入发展快车道.....	6
3.1. 专网搭载 5G 快车，未来成长空间更广.....	6
3.2. 现产品持续推出，持续打造专网合作生态.....	7
3.3. 借力“公网专用”打开行业空间.....	8
4. 盈利预测与评级.....	9
5. 风险提示.....	9

## 图表目录

图 1: 海能达营业收入及同比增速.....	3
图 2: 海能达归母净利润及同比增速.....	3
图 3: 海能达诉讼时间进展.....	5
图 4: 海能达法务费用及同比增速.....	6
图 5: 法务费用占营业收入的比例 (%).....	6
图 6: 5G 专网相比于现有通用技术平台的优势.....	7
图 7: 北美 5G 专网应用和服务市场空间预测 (单位: 百万美元).....	7
图 8: 截止 2020 年 3 月 5G 专网按下游需求分类 (单位: %).....	7
图 9: 海能达窄带产品族.....	8
图 10: 海能达宽带产品族.....	8
图 11: 行业解决方案.....	8
图 12: 公网专用产品族.....	9
表 1: 海能达季度收入变化情况.....	3
表 2: 海能达股权激励对象一览.....	4
表 3: 海能达股权激励计划行权期与行权条件.....	4

## 1. 季度收入改善+股权激励出台，基本面拐点或将至

### 1.1. 最新业绩快报披露，季度收入实现环比加速向上

2021年1月30日，海能达公布2020年业绩快报，2020年实现营业收入约为57亿元-65亿元，较去年同比下滑17.1%-27.3%，实现归属于母公司股东的净利润为0.85亿元-1.2亿元，较去年同比增加5.19%-48.5%。

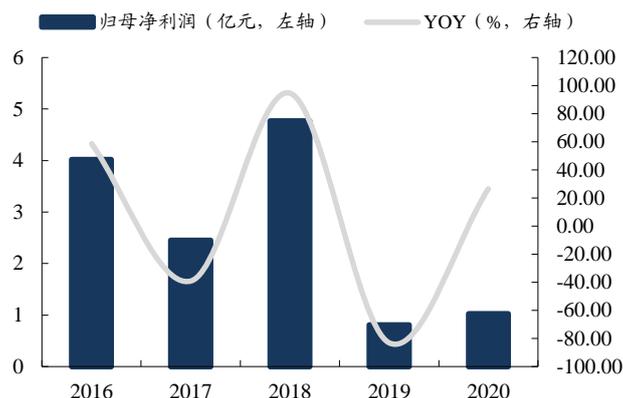
图 1: 海能达营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 20年营业收入根据业绩预告取区间中值

图 2: 海能达归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 20年归母净利润根据业绩预告取区间中值

从收入角度来看，2020年受全球新冠疫情及宏观形势影响，部分项目招标延迟，全年销售收入有所下滑。其中专用通信业务相对稳定，EMS、改装车等业务下降较多。从单季度收入来看，20年Q1因为19年部分订单收入递延至Q1确认，较19年Q1同比提升40.38%。同时Q2/Q3由于海外疫情的进一步蔓延，叠加非主营业务收入下滑，Q2、Q3收入分别环比下滑1.24%和12.75%。从最新Q4数据来看，随着疫情影响的逐步减少，Q4收入已经环比改善，预计环比增加0.83%-61.39%。

表 1: 海能达季度收入变化情况

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4 下限	20Q4 上限
营业收入 (亿元)	15.33	15.14	13.21	13.32	21.32
同比增速 (%)	40.38	-6.2	-40.33	-54.43	-27.06
环比增速 (%)	-47.55	-1.24	-12.75	0.83	61.39

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从盈利情况来看，20年由于低毛利的EMS业务占比下滑，预计20年整体毛利率较19年（39.95%）进一步提升，截止Q3最新数据，前三季度毛利率为47.30%，较19年前三季度毛利率（41.65%）提升5.65pp。净利润角度来看，20年归母净利润较19年全年同比增长5.19%-48.5%，其中如果扣除资产处置以及政府补助等产生的非经常性损益2.63亿元，扣非后归母净利润同比下滑187.24%-257.54%。

我们认为，从经营角度来看，季度收入已经环比加速向上，同时随着公司法务费用的大幅下降，管理费用也进一步改善，随着外部扰动以及诉讼事件的影响逐渐减弱，公司基本面将进一步改善，在 5G 时期实现更高业绩增速。

## 1.2. 股权激励彰显公司经营信心

1 月 11 日，海能达公布 2021 年股权激励计划（草案）具体内容及激励对象名单，本次授予的激励对象共计 568 人，其中公司部分董事、高级管理人员共 5 人，占激励对象总人数的 0.88%；中层管理人员及核心技术(业务)骨干共 563 人，占激励对象总人数的 99.12%。

本次共授予 2400 万份股票期权，占股本总额的 1.3%，其中首次授予 2300 万份，预留 100 万份股票期权，首次授予的股票期权的行权价格为每股 6.18 元。

表 2：海能达股权激励对象一览

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占本计划授予总数的比例	占目前总股本的比例
蒋叶林	董事、常务副总经理	60	2.5%	0.03%
魏东	董事、财务总监	30	1.25%	0.02%
于平	董事	25	1.04%	0.01%
孙鹏飞	董事	25	1.04%	0.01%
周炎	董事会秘书、副总经理	25	1.04%	0.01%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干（563 人）		2,135	88.96%	1.16%
预留		100	4.17%	0.05%
合计		2400	100.00%	1.30%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

由于公司与摩托罗拉相关的重大诉讼计提预计负债存在不确定性，其对净利润的影响不能真实反映考核年度内的实际经营状况，本计划业绩考核将其予以剔除。

表 3：海能达股权激励计划行权期与行权条件

行权期	业绩考核目标
首次/预留授予股票期权的第一个行权期	2021 年度净利润不低于 3.5 亿元；
首次/预留授予股票期权的第二个行权期	2022 年度净利润不低于 4.2 亿元。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

回顾海能达近期业绩概况，2018 年海能达的净利润为 4.77 亿元，2019 年受法

务费用影响，净利润仅为 8080.65 万，如果以 2020 年业绩预告中值（1.03 亿元）为基数，且能够完成 2021-2022 年股权激励计划的业绩考核目标，我们估计 21 年-22 年的利润增速将不低于 250%、20%。

综上，我们认为本次股权激励是展现公司管理层对未来发展信心，以及公司基本面改善的重要信号：

1、本次股权激励延续以核心骨干人员为核心的原则，重视中层管理人员以及技术骨干人员激励，调动员工积极性及创新性，更好的消除员工对于公司业务发展前景顾虑。

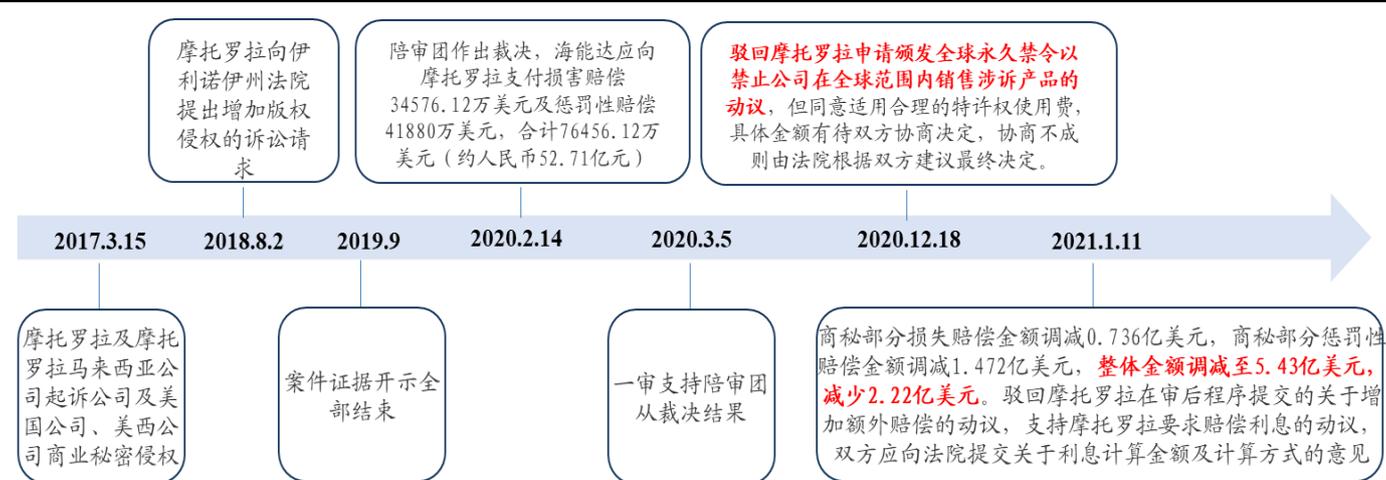
2、股权激励目标展现管理对于行业以及公司自身业务发展信心，21 年股权激励目标相较于 18 年仍有差距，但是基本面改善趋势明显，随着传统主营业务稳步恢复和增长，叠加宽带产品、公网专用、小基站等新业务拓展，业绩将持续实现加速提升。

## 2. 近期诉讼连获的有利进展

2017 年 3 月 15 日，摩托罗拉及摩托罗拉马来西亚公司向美国伊利诺伊州法院起诉公司及美国公司、美西公司商业秘密侵权，认为海能达部分产品侵犯摩托罗拉商业秘密。2018 年 8 月 2 日，摩托罗拉向伊利诺伊州法院提出增加版权侵权的诉讼请求，认为海能达部分产品侵犯了摩托罗拉美国版权。其后案件进入证据开示阶段，至 2019 年 9 月，案件证据开示全部结束。

2020 年 2 月和 3 月陪审团及一审作出裁决，海能达应向摩托罗拉支付 52.71 亿元人民币的赔偿款，海能达对一审结果向上诉法院提起上诉。

图 3：海能达诉讼时间进展



数据来源：海能达公告，东吴证券研究所

2020 年 12 月份到 2021 年 1 月，诉讼连获有利进展，首先**驳回摩托罗拉申请颁发**

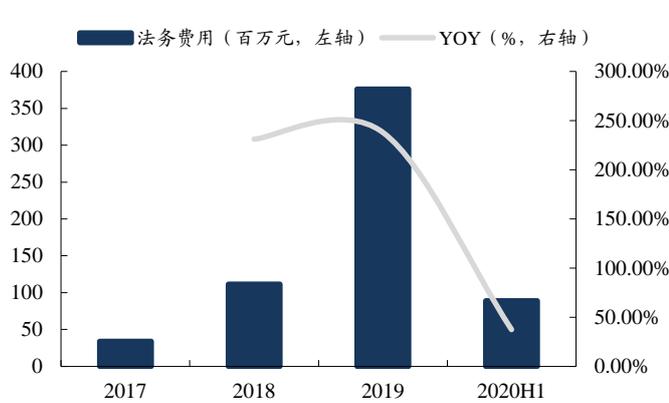
**全球永久禁令以禁止公司在全球范围内销售涉诉产品的动议。**

其次在 2021 年 1 月份伊利诺伊州法院法官认可公司在审后程序提出的研发费用赔偿金额属于重复赔偿金额的意见，**对先前判赔金额进行调减**，其中商秘部分损失赔偿金额调减 0.736 亿美元，商秘部分惩罚性赔偿金额调减 1.472 亿美元，整体赔偿金额由 7.65 亿美元调减至 5.43 亿美元，减少了 2.22 亿美元。同时，**还驳回摩托罗拉在审后程序提交的关于增加额外赔偿的动议**，但支持了摩托罗拉要求赔偿利息的动议，双方之后应向法院提交关于利息计算金额及计算方式的意见。

我们认为，虽然海能达与摩托罗拉的诉讼事件并未完全解决，但是海能达已经从之前不利以及被动，转变为积极主动的迎击，并且从近期的诉讼进展来看，效果已经逐步显现。

其次赔偿金额调减以及法务费用减少，利好公司基本面：自 2017 年开始，公司法务费用开始大幅提升，2018 年、2019 年分别为 1.11 亿元 (YOY+231%)、3.76 亿元 (YOY+238%)，占营业收入的比例分别为 1.61% 和 4.80%。2019 年随着证据开示的结束，2020 年进入到一审裁决阶段，法务费用相较于 19 年大幅减少，截止 2020 年年中，海能达法务费用为 0.89 亿元，较去年同比增加 37%，增速大幅放缓，法务费用占收比也下降到 2.92%。同时随着赔偿款金额的调减，我们认为，诉讼事件对于后续业务的影响将逐步减少，进一步利好公司业绩提升。

图 4：海能达法务费用及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：法务费用占营业收入的比例 (%)



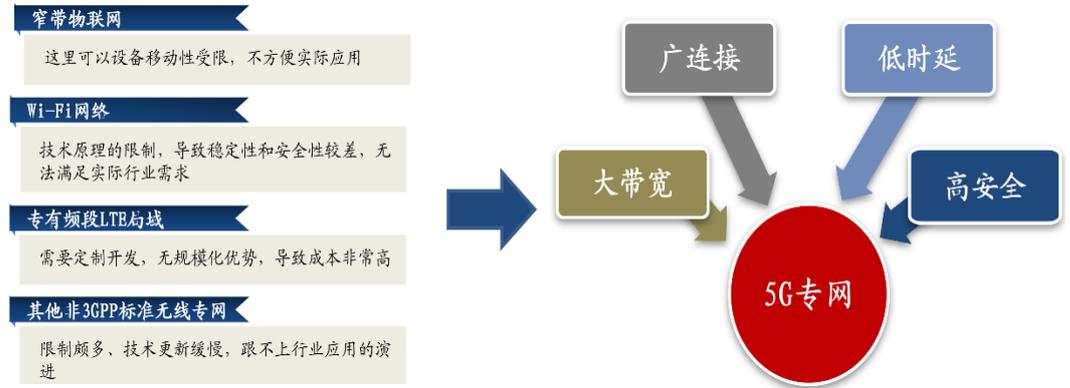
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 紧抓 5G 专网机遇，切入发展快车道

#### 3.1. 专网搭载 5G 快车，未来成长空间更广

5G 专网具有大带宽、广连接、低时延、安全性高等诸多优势，优化了传统基于窄带物联网、Wi-Fi 网络、专有频段 LTE 局域网等网络灵活性、安全性、稳定性较差等缺陷，将在 5G 时代得到广泛应用。

图 6: 5G 专网相比于现有通用技术平台的优势

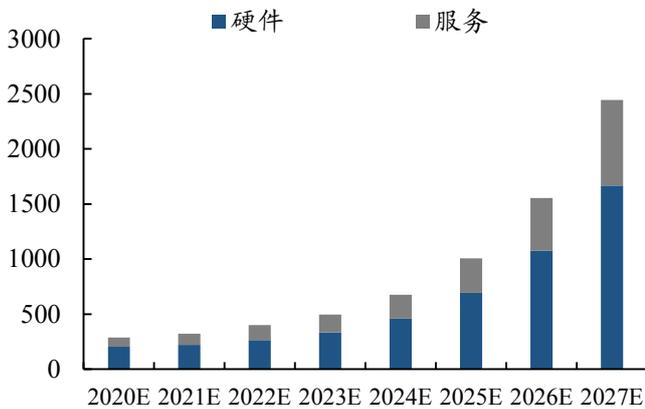


数据来源:《5G 行业专网白皮书》, 东吴证券研究所

5G 专网在性能和成本两方面均有较大提升, 下游应用场景也将随之大幅拓宽。制造业、交通物流、能源矿山将替代传统专网需求结构中的公共安全、运输、军队等需求最大的场景, 成为 5G 专网需求的主要来源。

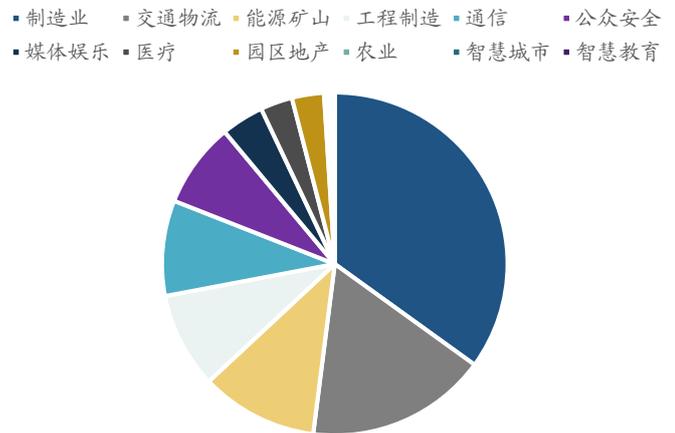
据 OMDIA 统计, 截止 2020 年 3 月全球 5G 专网下游应用场景中, 其中制造业需求占比 35%, 交通物流占比 17%, 能源矿山占比 11%, 为别位居 5G 专网下游应用需求最大的三大应用场景。

图 7: 北美 5G 专网应用和服务市场空间预测 (单位: 百万美元)



数据来源: GrandView Research, 东吴证券研究所

图 8: 截止 2020 年 3 月 5G 专网按下游需求分类(单位: %)



数据来源: OMDIA, 东吴证券研究所

### 3.2. 现产品持续推出, 持续打造专网合作生态

海能达掌握 PDT、TETRA、DMR 三大主流专业无线通信数字技术标准, 可提供全系列端到端的窄带专网通信产品, 也是全球极少数具备宽带专网技术研发能力的专用通信厂商之一。同时以业务为驱动、以用户场景为基础, 为客户提供涵盖终端及配件设备、中转设备、系统集群、后台管理、上层指挥调度业务等深度定制化的一站式解决方案,

持续引领 PDT、TETRA、DMR 专业数字通信市场。

图 9: 海能达窄带产品族



数据来源: 海能达公告, 东吴证券研究所

图 10: 海能达宽带产品族



数据来源: 海能达公告, 东吴证券研究所

基于对市场和客户需求的深入理解, 推出针对不同的行业特性和应用场景解决方案, 目前已经覆盖全球公共安全、政务应急、大交通、能源、工商业等行业的核心客户。

图 11: 行业解决方案



数据来源: 海能达年报, 东吴证券研究所

### 3.3. 借力“公网专用”打开行业空间

4G 时代, 公网与专网的融合趋势已经开始显现, 5G 时代的到来将促成公网与专网的深度融合。借助公网覆盖能力, 为行业客户提供优质可靠的产品、技术、解决方案和服务, 搭建起多方共赢的公网专用通信生态系统。据前瞻产业研究院统计, 全球专网市场规模约为 100 亿—200 亿美元, 公网专用市场有望扩大 10 倍以上, 开启一个千亿级市场。

5G 时期运营商将成为 5G 行业专网应用的重要一环, 经历 1G 到 4G 运营商拥有丰富的建网经验和突出的成本优势, 可以为企业提供兼顾公网和专网的网络解决方案, 因

此将在 5G 行业专网中发挥更明显的优势。因此实现公专融合的关键之一在于与运营商的携手共建，海能达于 2019 年便与全球运营商开展公专融合方面的合作，积极参与到运营商的业务生态圈中，积极探索双方合作的最佳模式。

目前海能达已经拥有多个系列不同标准的公网专用产品及解决方案，包括行业级公专融合产品及解决方案和运营级公专融合产品及解决方案，可使用运营商网络运营，满足公共安全、公用事业、工商业等多个行业领域独立部署的需求。

图 12: 公网专用产品族



数据来源：海能达年报，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与评级

我们预计 2020 年-2022 年海能达的营业收入分别为 **60.71 亿元、72.64 亿元、89.49 亿元**，实现归母净利润 **1.02 亿元、3.56 亿元和 4.36 亿元**，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

诉讼进展不及预期；海外疫情加剧；新产品拓展不及预期

海能达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>8,648</b>	<b>5,912</b>	<b>8,866</b>	<b>5,785</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,844</b>	<b>6,071</b>	<b>7,264</b>	<b>8,949</b>
现金	1,260	2,509	1,942	1,067	减:营业成本	4,788	3,383	4,112	5,077
应收账款	4,819	2,024	2,750	2,447	营业税金及附加	52	53	59	70
存货	1,970	777	2,562	1,560	营业费用	1,035	815	922	1,181
其他流动资产	600	602	658	711	管理费用	1,875	1,457	1,511	1,794
<b>非流动资产</b>	<b>7,834</b>	<b>7,399</b>	<b>8,282</b>	<b>9,318</b>	研发费用	852	546	530	613
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	244	509	455	483
固定资产	1,345	895	1,222	1,614	资产减值损失	-25	71	75	85
在建工程	836	592	594	627	加:投资净收益	0	3	3	2
无形资产	4,271	4,713	5,237	5,840	其他收益	230	263	200	150
其他非流动资产	1,382	1,199	1,229	1,236	资产处置收益	1	22	28	35
<b>资产总计</b>	<b>16,482</b>	<b>13,311</b>	<b>17,148</b>	<b>15,102</b>	<b>营业利润</b>	<b>14</b>	<b>71</b>	<b>364</b>	<b>461</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,872</b>	<b>5,057</b>	<b>8,775</b>	<b>6,534</b>	加:营业外净收支	-2	36	11	13
短期借款	3,499	3,362	3,408	3,393	<b>利润总额</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
应付账款	2,631	583	3,324	1,500	减:所得税费用	-69	5	19	38
其他流动负债	1,741	1,112	2,043	1,642	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>2,472</b>	<b>2,014</b>	<b>1,820</b>	<b>1,618</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>356</b>	<b>436</b>
长期借款	1,899	1,441	1,248	1,045	EBIT	311	314	558	673
其他非流动负债	573	573	573	573	EBITDA	826	807	1,138	1,373
<b>负债合计</b>	<b>10,344</b>	<b>7,071</b>	<b>10,595</b>	<b>8,152</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.04	0.06	0.19	0.24
归属母公司股东权益	6,138	6,240	6,533	6,950	每股净资产(元)	3.34	3.39	3.56	3.78
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,482</b>	<b>13,311</b>	<b>17,148</b>	<b>15,102</b>	发行在外股份(百万股)	1840	1840	1840	1840
					ROIC(%)	20.1%	3.3%	5.3%	5.6%
					ROE(%)	1.3%	1.6%	5.4%	6.3%
<b>现金流量表 (百万</b>									
<b>元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	39.0%	44.3%	43.4%	43.3%
经营活动现金流	1,079	2395	1461	1492	销售净利率(%)	1.0%	1.7%	4.9%	4.9%
投资活动现金流	-762	-32	-1,433	-1,700	资产负债率(%)	62.8%	53.1%	61.8%	54.0%
筹资活动现金流	-55	-1,114	-596	-667	收入增长率(%)	13.1%	-22.6%	19.6%	23.2%
现金净增加额	272	1,249	-567	-875	净利润增长率(%)	-83.1%	25.9%	250.2%	22.4%
折旧和摊销	515	493	580	701	P/E	127.26	101.10	28.87	23.59
资本开支	784	-297	826	996	P/B	1.68	1.65	1.57	1.48
营运资本变动	328	1316	104	-75	EV/EBITDA	18.25	16.39	12.02	10.49

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>