

# 海格通信 (002465)

证券研究报告

2021年03月26日

## 军工订单持续落地，精心布局推动北斗规模化应用

### 事件：

公司于2021年1月15日、3月27日陆续公布经营合同订单，与特殊机构客户签订订货合同金额分别为3.12亿元和3.39亿元，供货时间为2021年至2022年相应月份。

### 我们的点评如下：

**军工通信类订单持续落地，公司行业竞争力突出，未来合同落地有望推动收入和盈利能力持续提升**

2020年内，公司在特殊机构市场突破成效显著，已公告军品订单21.68亿元；2021年已公告特殊机构客户合同订单合计6.51亿元，约占公司2020年营业收入的12.7%。面向特殊机构用户市场，公司提供包括卫星通信、中长波通信、短波超短波通信、数字集群通信等多种通信方式及北斗导航功能于一体的设备和服务，“通导一体化”综合能力显著，竞争优势突出。以第一名成绩中标某大额数字集群基站产品采购项目；突破机载领域，某短波天馈设备获得首批订货，跻进机载平台主流供应商行列；融合了卫通、北斗、惯导等多种先进技术手段的多型通导一体化设备性能稳定可靠，将上装多种车型；公司多模智能终端已实现批量交付使用，用户反馈良好，市场空间广阔。

在关乎未来特殊机构订货重要趋势的智能无人化方向，得益于长期高比例的研发投入和较早的布局，2020年公司智能无人系统项目实现了跨越式发展。公司与国内优势单位合作，研制、支撑的多款型号地面无人平台装备在比测中名列前茅并获得了选型。愈发突出的先发优势将有力支撑公司在“十四五”期间的特殊机构市场项目争取，智能无人系统相关项目有望成为公司未来新的利润增长点。

### 凭借特殊机构领域技术积累，持续提升北斗等领域竞争力

公司在无线通信、导航领域具有60余年的专业底蕴，是全频段覆盖的无线通信与全产业链布局的北斗导航装备研制专家、电子信息系统解决方案提供商。公司主要用户包括特殊机构用户及三大电信运营商、中国铁塔、政府部门、公安消防、交通等国民经济重要部门。公司在特殊机构用户信息化建设多个科研项目比试中成绩位于前列，可以预见未来特殊机构的市场潜力广阔。

随着我国北斗三号全球卫星导航系统组网完成，北斗应用将不断拓展，行业市场前景广阔，公司将以“北斗+5G”领域应用先行者为己任加速开展核心技术成果转化，精心布局并推进北斗规模化应用。未来，公司将坚持高端高科技制造业、高端现代服务业的战略定位，借助在特殊机构用户应用领域的深厚技术积累，利用公司一揽子系统解决方案优势，积极抢占新一轮市场先机，巩固和提升市场份额。同时，公司将加大布局北斗导航、卫星互联网、智能化无人系统、5G等业务领域，进一步提升行业应用和大众应用的市场竞争力，为未来的可持续发展奠定坚实基础。

**盈利预测与投资建议：**十四五期间，卫通通信、卫星导航已列入国家重点支持行业，北斗三号、卫星互联网等一批国家重大专项将加大投入，卫星通信、导航、遥感将进入一个新的发展阶段；无线通信设备作为构成国家军队信息化体系的具体应用装备，在部队中应用较为广泛，受军队“数字化”建设牵引，市场空间可期。公司在北斗产业链布局完善，且在特殊机构市场竞争力突出，未来有望充分受益于北斗三号及军队数字化建设的长期可持续发展机遇。预计公司21-23年的净利润分别为6.8、7.8和9.2亿元，对应2021年35倍市盈率，维持“增持”评级。

**风险提示：**合同执行进度慢于预期，北斗应用发展慢于预期，技术研发风险、市场竞争超预期风险

### 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 国防军工/地面兵装 |
| 6个月评级 | 增持（维持评级）  |
| 当前价格  | 10.14元    |
| 目标价格  | 元         |

### 基本数据

|             |            |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股)  | 2,304.45   |
| 流通A股股本(百万股) | 2,253.25   |
| A股总市值(百万元)  | 23,367.11  |
| 流通A股市值(百万元) | 22,847.92  |
| 每股净资产(元)    | 4.31       |
| 资产负债率(%)    | 25.30      |
| 一年内最高/最低(元) | 15.96/8.69 |

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《海格通信-年报点评报告:业务持续突破，推动“5G+北斗”应用蓬勃发展》 2021-03-23
- 2 《海格通信-公司点评:业绩稳步增长，展望军工通信+北斗三代应用落地》 2021-03-03
- 3 《海格通信-公司点评:军工订单持续落地，期待军工通信和北斗三代应用》 2020-12-21

| 财务数据和估值     | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 4,607.11 | 5,122.06 | 5,869.77 | 6,724.66 | 7,684.21 |
| 增长率(%)      | 13.20    | 11.18    | 14.60    | 14.56    | 14.27    |
| EBITDA(百万元) | 1,510.51 | 1,696.10 | 834.78   | 965.69   | 1,084.74 |
| 净利润(百万元)    | 519.47   | 585.62   | 677.02   | 781.05   | 923.15   |
| 增长率(%)      | 20.75    | 12.73    | 15.61    | 15.36    | 18.19    |
| EPS(元/股)    | 0.23     | 0.25     | 0.29     | 0.34     | 0.40     |
| 市盈率(P/E)    | 44.98    | 39.90    | 34.51    | 29.92    | 25.31    |
| 市净率(P/B)    | 2.44     | 2.35     | 2.48     | 2.35     | 2.19     |
| 市销率(P/S)    | 5.07     | 4.56     | 3.98     | 3.47     | 3.04     |
| EV/EBITDA   | 13.92    | 11.65    | 24.44    | 18.81    | 16.90    |

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019             | 2020             | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 1,945.51         | 2,116.74         | 1,937.03         | 2,465.71         | 2,297.09         |
| 应收票据及应收账款        | 2,826.61         | 2,903.28         | 3,553.47         | 3,544.79         | 4,352.87         |
| 预付账款             | 175.51           | 106.28           | 247.12           | 152.10           | 282.80           |
| 存货               | 1,690.63         | 1,865.00         | 2,500.10         | 2,182.89         | 3,329.19         |
| 其他               | 1,227.65         | 1,778.49         | 2,485.46         | 2,063.75         | 2,203.69         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>7,865.90</b>  | <b>8,769.80</b>  | <b>10,723.17</b> | <b>10,409.24</b> | <b>12,465.64</b> |
| 长期股权投资           | 98.55            | 94.04            | 94.04            | 94.04            | 94.04            |
| 固定资产             | 1,310.78         | 1,279.17         | 1,034.17         | 655.29           | 201.74           |
| 在建工程             | 6.22             | 27.73            | (283.36)         | (470.02)         | (582.01)         |
| 无形资产             | 241.77           | 217.09           | 188.67           | 160.26           | 131.85           |
| 其他               | 3,553.47         | 3,643.51         | 3,486.33         | 3,517.48         | 3,538.17         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>5,210.79</b>  | <b>5,261.54</b>  | <b>4,519.84</b>  | <b>3,957.04</b>  | <b>3,383.79</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>13,076.70</b> | <b>14,031.34</b> | <b>15,243.01</b> | <b>14,366.28</b> | <b>15,849.42</b> |
| 短期借款             | 512.30           | 258.14           | 2,003.56         | 400.00           | 400.00           |
| 应付票据及应付账款        | 1,071.45         | 1,797.14         | 1,026.65         | 2,160.43         | 1,606.46         |
| 其他               | 681.84           | 802.70           | 1,454.66         | 538.41           | 1,866.08         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,265.60</b>  | <b>2,857.98</b>  | <b>4,484.87</b>  | <b>3,098.84</b>  | <b>3,872.54</b>  |
| 长期借款             | 199.00           | 176.00           | 306.11           | 200.00           | 200.00           |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 569.69           | 515.49           | 469.35           | 518.18           | 501.01           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>768.69</b>    | <b>691.49</b>    | <b>775.46</b>    | <b>718.18</b>    | <b>701.01</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,034.29</b>  | <b>3,549.47</b>  | <b>5,260.33</b>  | <b>3,817.02</b>  | <b>4,573.55</b>  |
| 少数股东权益           | 447.82           | 554.30           | 576.91           | 603.15           | 622.08           |
| 股本               | 2,305.32         | 2,304.45         | 2,304.45         | 2,304.45         | 2,304.45         |
| 资本公积             | 3,838.14         | 3,863.01         | 3,863.01         | 3,863.01         | 3,863.01         |
| 留存收益             | 6,355.84         | 6,689.70         | 7,101.32         | 7,641.66         | 8,349.34         |
| 其他               | (2,904.72)       | (2,929.59)       | (3,863.01)       | (3,863.01)       | (3,863.01)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>10,042.40</b> | <b>10,481.86</b> | <b>9,982.68</b>  | <b>10,549.26</b> | <b>11,275.87</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>13,076.70</b> | <b>14,031.34</b> | <b>15,243.01</b> | <b>14,366.28</b> | <b>15,849.42</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019           | 2020            | 2021E             | 2022E             | 2023E           |
|----------------|----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 净利润            | 558.89         | 582.49          | 677.02            | 781.05            | 923.15          |
| 折旧摊销           | 146.41         | 138.10          | 84.51             | 93.95             | 93.95           |
| 财务费用           | 21.54          | 17.61           | 17.31             | 17.72             | (10.77)         |
| 投资损失           | (33.79)        | (48.61)         | (69.48)           | (50.63)           | (56.24)         |
| 营运资金变动         | 1,109.73       | 935.85          | (2,132.90)        | 1,072.71          | (1,488.34)      |
| 其它             | (1,566.32)     | (180.98)        | 23.80             | 26.68             | 19.36           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>236.45</b>  | <b>1,444.46</b> | <b>(1,399.74)</b> | <b>1,941.48</b>   | <b>(518.89)</b> |
| 资本支出           | (907.71)       | 50.00           | (453.86)          | (548.83)          | (482.83)        |
| 长期投资           | (16.15)        | (4.51)          | 0.00              | 0.00              | 0.00            |
| 其他             | 1,341.31       | (988.75)        | 1,023.34          | 1,099.46          | 1,039.07        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>417.45</b>  | <b>(943.26)</b> | <b>569.48</b>     | <b>550.63</b>     | <b>556.24</b>   |
| 债权融资           | 734.30         | 457.14          | 2,325.00          | 620.44            | 619.59          |
| 股权融资           | 928.66         | 29.42           | (950.50)          | (17.49)           | 10.99           |
| 其他             | (1,713.99)     | (807.70)        | (723.96)          | (2,566.38)        | (836.56)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(51.03)</b> | <b>(321.13)</b> | <b>650.54</b>     | <b>(1,963.43)</b> | <b>(205.97)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00            | 0.00              | 0.00              | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>602.88</b>  | <b>180.07</b>   | <b>(179.71)</b>   | <b>528.69</b>     | <b>(168.62)</b> |

| 利润表(百万元)         | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>4,607.11</b> | <b>5,122.06</b> | <b>5,869.77</b> | <b>6,724.66</b> | <b>7,684.21</b> |
| 营业成本             | 2,871.96        | 3,262.80        | 3,647.96        | 4,095.93        | 4,647.87        |
| 营业税金及附加          | 28.52           | 35.15           | 38.15           | 43.71           | 49.95           |
| 营业费用             | 204.30          | 173.93          | 246.53          | 289.16          | 353.47          |
| 管理费用             | 278.80          | 261.55          | 322.84          | 369.86          | 445.68          |
| 研发费用             | 677.78          | 691.88          | 833.51          | 954.90          | 1,102.68        |
| 财务费用             | (10.43)         | (5.20)          | 17.31           | 17.72           | (10.77)         |
| 资产减值损失           | (108.76)        | (125.60)        | 100.00          | 150.00          | 150.00          |
| 公允价值变动收益         | 6.29            | 2.78            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 33.79           | 48.61           | 69.48           | 50.63           | 56.24           |
| 其他               | 55.25           | 164.34          | (138.96)        | (101.26)        | (112.48)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>569.59</b>   | <b>611.83</b>   | <b>732.96</b>   | <b>854.02</b>   | <b>1,001.56</b> |
| 营业外收入            | 32.92           | 30.54           | 37.49           | 33.65           | 33.89           |
| 营业外支出            | 3.21            | 3.67            | 2.00            | 2.00            | 2.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>599.30</b>   | <b>638.70</b>   | <b>768.45</b>   | <b>885.67</b>   | <b>1,033.45</b> |
| 所得税              | 40.41           | 56.21           | 67.62           | 77.94           | 90.94           |
| <b>净利润</b>       | <b>558.89</b>   | <b>582.49</b>   | <b>700.83</b>   | <b>807.73</b>   | <b>942.51</b>   |
| 少数股东损益           | 39.42           | (3.14)          | 23.80           | 26.68           | 19.36           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>519.47</b>   | <b>585.62</b>   | <b>677.02</b>   | <b>781.05</b>   | <b>923.15</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.23            | 0.25            | 0.29            | 0.34            | 0.40            |

| 主要财务比率      | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入        | 13.20% | 11.18% | 14.60% | 14.56% | 14.27% |
| 营业利润        | 31.79% | 7.42%  | 19.80% | 16.52% | 17.28% |
| 归属于母公司净利润   | 20.75% | 12.73% | 15.61% | 15.36% | 18.19% |
| <b>获利能力</b> |        |        |        |        |        |
| 毛利率         | 37.66% | 36.30% | 37.85% | 39.09% | 39.51% |
| 净利率         | 11.28% | 11.43% | 11.53% | 11.61% | 12.01% |
| ROE         | 5.41%  | 5.90%  | 7.20%  | 7.85%  | 8.66%  |
| ROIC        | 6.49%  | 9.78%  | 14.45% | 12.34% | 19.05% |

| 偿债能力  | 2019    | 2020    | 2021E  | 2022E   | 2023E   |
|-------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 资产负债率 | 23.20%  | 25.30%  | 34.51% | 26.57%  | 28.86%  |
| 净负债率  | -12.06% | -15.83% | 3.89%  | -17.49% | -14.88% |
| 流动比率  | 3.47    | 3.07    | 2.39   | 3.36    | 3.22    |
| 速动比率  | 2.73    | 2.42    | 1.83   | 2.65    | 2.36    |

| 营运能力    | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 1.67 | 1.79 | 1.82  | 1.89  | 1.95  |
| 存货周转率   | 2.81 | 2.88 | 2.69  | 2.87  | 2.79  |
| 总资产周转率  | 0.37 | 0.38 | 0.40  | 0.45  | 0.51  |

| 每股指标(元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益    | 0.23 | 0.25 | 0.29  | 0.34  | 0.40  |
| 每股经营现金流 | 0.10 | 0.63 | -0.61 | 0.84  | -0.23 |
| 每股净资产   | 4.16 | 4.31 | 4.08  | 4.32  | 4.62  |

| 估值比率      | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率       | 44.98 | 39.90 | 34.51 | 29.92 | 25.31 |
| 市净率       | 2.44  | 2.35  | 2.48  | 2.35  | 2.19  |
| EV/EBITDA | 13.92 | 11.65 | 24.44 | 18.81 | 16.90 |
| EV/EBIT   | 15.32 | 12.62 | 27.19 | 20.84 | 18.50 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |