

2020 年年报点评：精细化运营提升效率，公专融合打开空间

买入（维持）

2021 年 05 月 04 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

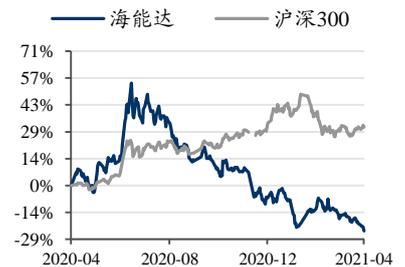
yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,109	7,464	8,949	10,470
同比（%）	-22.1%	22.2%	19.9%	17.0%
归母净利润（百万元）	95	345	425	485
同比（%）	17.9%	261.8%	23.3%	14.1%
每股收益（元/股）	0.05	0.19	0.23	0.26
P/E（倍）	96.13	26.57	21.55	18.89

投资要点

- **事件：**海能达 2021 年 Q1 实现营业收入 8.74 亿元，同比-42.92%，净亏损 1.49 亿元，同比-158.10%，扣非净亏损 1.73 亿元，同比-178.53%，基本每股收益为-0.08 元/股，同比-157.14%。
- **Q1 业绩短暂下滑，外部影响因素逐步释放，业绩拐点或将至：**2020 年 Q1 由于部分项目收入递延期确认，因此 2021 年交 2020 年下滑 42.92%，其中主营专用通信收入同比变化较小，对比 2019 年 Q1,2021 年 Q1 下滑约 20%，相对 2020 年 Q3（-40.33%）和 Q4（-40.43%）同比增速降幅逐步收窄。我们认为，随着诉讼以及疫情等外部影响因素的逐步释放，产业以及收入端拐点或将逐步显现。
- **毛利率稳中向好，精细化运营效果逐步显现：**2021 年 Q1 销售毛利率达到 46.48%，较 2020 全年（47.61%，2020 年因产品结构变化，毛利率较 2019 年增加 8.66pp）下滑 1.13pp，毛利率虽略下滑，但是稳中向好趋势逐步显现；销售净利率为-17.13%，较去年同期下降 33.91pp。费控能力方面，公司持续推进精细化运营，2021 年 Q1 三费合计 4.17 亿元，同比下降 2.03%；经营性现金流净额为 0.65 亿元。
- **持续加大研发力度，夯实核心技术能力：**2021 年 Q1，研发费用达到 2.43 亿元，同比增长 20.68%，研发费用率达到了 27.83%，目前公司同时掌握 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，同时前瞻领先布局宽带专网技术，积极参与宽带专网集群相关标准的制定和完善，我们认为，海能达作为国内领先的专网龙头，持续加大研发投入，坚持基础创新，领先优势将继续保持。
- **借力 5G 应用，打开更大市场空间：**海能达持续聚焦公共安全、政务应急、轨道交通、能源、工商业等重点行业，打造专网合作生态以及差异化的行业解决方案，不断夯实在全球专网市场的领先地位。其次 5G 公网专用带来更大市场需求，2020 年新成立的宽带系统业务 BU 和卫星通信业务 BU，进一步完善业务布局。
- **盈利预测与评级：**我们维持 2021-2022 年净利润预测 3.45/4.25/4.85 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 0.19/0.23/0.26 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 26.57/21.55/18.89X，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)	4.98
一年最低/最高价	4.95/10.58
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	5400.64

基础数据

每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	55.48
总股本(百万股)	1839.57
流通 A 股(百万股)	1084.47

相关研究

- 1、《海能达 (002583)：2020 年年报点评：精细化运营提升效率，公专融合打开空间》2021-04-21
- 2、《海能达 (002583)：诉讼扰动影响减小，Q4 收入环比改善，基本面拐点或将至》2021-02-19
- 3、《海能达 (002583)：H1 业绩增长稳健，5G 专网打开新成长空间》2020-09-02

内容目录

1. 经营发展态势收紧，Q1 业绩短暂下滑	3
1.1. 毛利率稳中向好，精细化运营效果逐步显现	4
1.2. 持续加大研发力度，夯实核心技术能力	6
1.3. 股票激励彰显经营信心	6
2. 5G 推动专网加快建设脚步，公专融合打开行业空间	7
2.1. 5G 促进行业数字化转型，新基建推动专网发展	7
2.2. 宽窄融合和公专融合是行业演进方向	8
3. 盈利预测与评级	10
4. 风险提示	10

图表目录

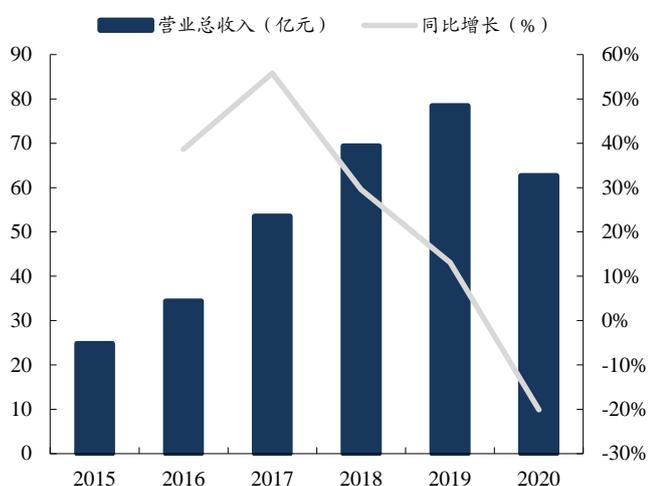
图 1: 海能达营业总收入及同比增速	3
图 2: 海能达归母净利润及同比增速	3
图 3: 海能达季度营业收入及同比、环比增速	3
图 4: 海能达季度净利润及同比增速	4
图 5: 海能达经营活动现金流净额及同比增速	5
图 6: 海能达三费占收比 (%)	5
图 7: 海能达法务费用及同比增速	5
图 8: 海能达法务费用占收比	5
图 9: 海能达研发费用及同比增速	6
图 10: 海能达研发费用占收比	6
图 11: 5G 垂直行业专网架构	7
图 12: 2016-2022 年我国专网市场规模及增速	8
图 13: 海能达窄带产品族	9
图 14: 海能达宽带产品族	9
图 15: 海能达公专融合产品族	9
表 1: 2021 年股票期权激励计划对象名单	7

1. 经营发展态势收紧，Q1 业绩短暂下滑

受到海外疫情影响，2021 年 Q1 实现营业收入 8.74 亿元，同比-42.92%，净亏损 1.49 亿元，同比-158.10%。综上，业绩符合我们预期。

2020 年 Q1 由于部分项目收入递延期确认，因此 2021 年较 2020 年下滑 42.92%，其中主营专用通信收入同比变化较小，对比 2019 年 Q1，2021 年 Q1 下滑约 20%，相对 2020 年 Q3 (-40.33%) 和 Q4 (-40.43%) 同比增速降幅逐步收窄。我们认为，随着诉讼以及疫情等外部影响因素的逐步释放，产业以及收入端拐点或将逐步显现。

图 1：海能达营业总收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：海能达归母净利润及同比增速



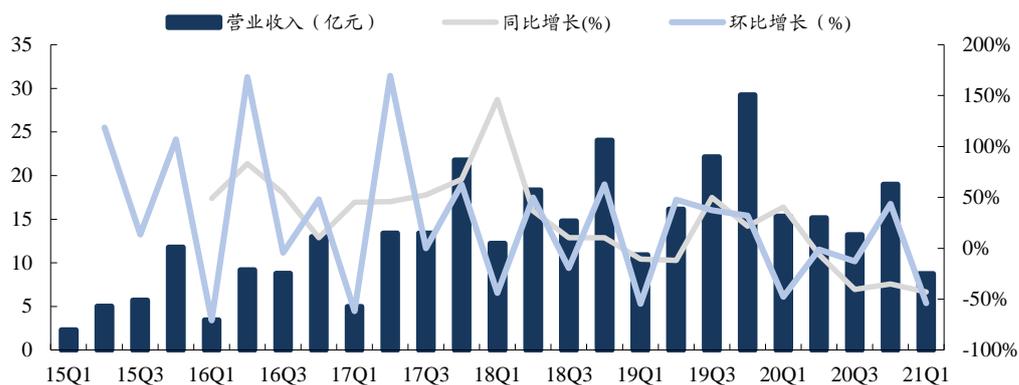
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

过去一年，公司加速推进宽窄融合、公网专用等新一代产品的布局，积极投入 5G 行业专网相关产品及应用的研发，深入布局卫星通信产品，并持续夯实传统窄带集群业务，DMR 业务受疫情及诉讼冲击有一定下滑，TETRA 业务逆势增长，同时全面打造现场应急解决方案和智能指挥中心集成方案，形成“2+3+1”的业务布局。

2020 年营业收入下滑、净利润增长的主要原因有：

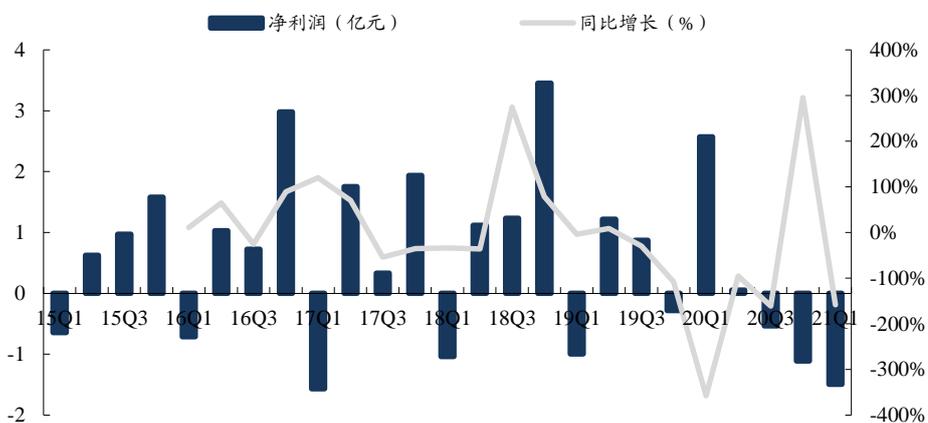
1) 2020 年受全球新冠疫情及宏观形势影响，主营专网通信业务部分项目招标延迟出，销售收入同比出现较大下滑，EMS、改装车等业务受影响较大。从季度收入看，2019 年部分订单递延至 2020 年 Q1 交付，因此同比增长较多，达 40.38%。而 20Q2、Q3 受海外疫情进一步蔓延影响，营收环比分别下降 1.22%、12.72%。随着海外疫情改善，Q4 营收大幅改善，环比增长 43.62%。

图 3：海能达季度营业收入及同比、环比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：海能达季度净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 2) 综合毛利率同比上升，主要受益于产品收入结构变化，高毛利产品占比提升；
- 3) 公司持续推进精细化管理及诉讼费用下降，导致期间费用同比下降；
- 4) 资产处置收益大幅增加；
- 5) 受人民币汇率大幅升值影响，汇兑损失同比增加。

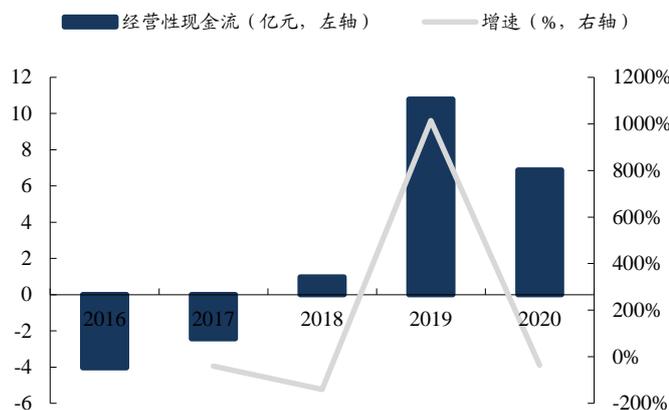
1.1. 毛利率稳中向好，精细化运营效果逐步显现

公司持续推进精细化运营，经营性现金流持续三年为正，2019、2020年分别为10.79、6.88亿元；费控能力强，销售费用和管理费用呈下降趋势，三费占收比之和从2017年的43%下降到2020年的30%左右。

2021年Q1销售毛利率达到46.48%，较2020全年（47.61%，2020年因产品结构变

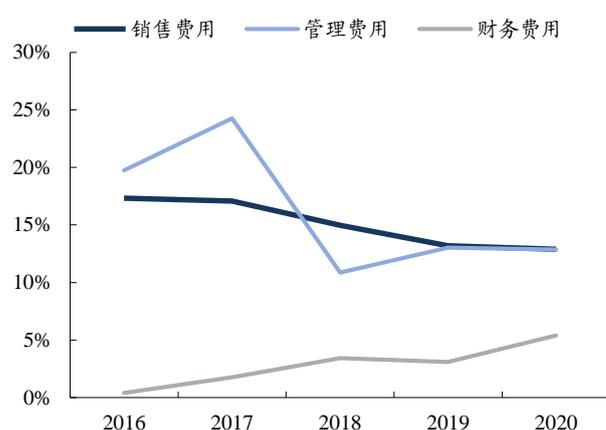
化，毛利率较 2019 年增加 8.66pp) 下滑 1.13pp，毛利率虽略下滑，但是稳中向好趋势逐步显现；销售净利率为-17.13%，较去年同期下降 33.91pp。费控能力方面，2021 年 Q1 三费合计 4.17 亿元，同比下降 2.03%；经营性现金流净额为 0.65 亿元。

图 5: 海能达经营活动现金流净额及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6: 海能达三费占收比 (%)

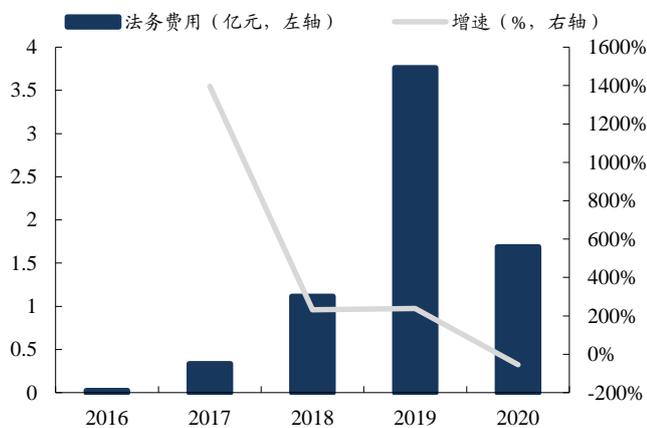


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司法务费用大幅回落。2017 年起，因与摩托罗拉的商业秘密侵权诉讼案，公司法务费用大幅提升，连续两年同比增速分别高达 231%和 238%，占营业收入的 1.61%和 4.8%。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，2020 年，海能达法务费用为 1.68 亿元，同比减少 55%。

2020 年底诉讼持续获有利进展。1 月 11 日，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。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 7: 海能达法务费用及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8: 海能达法务费用占收比

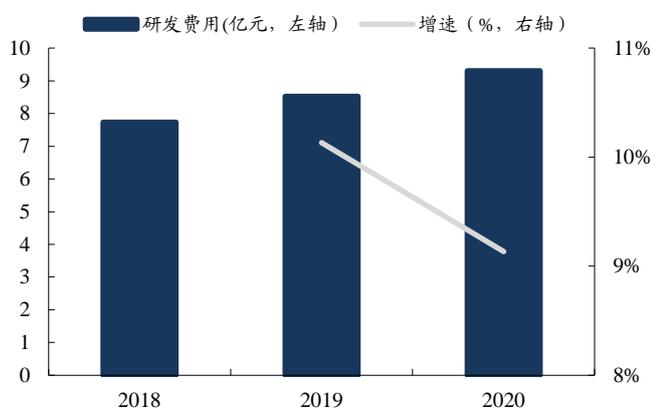


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 持续加大研发力度，夯实核心技术能力

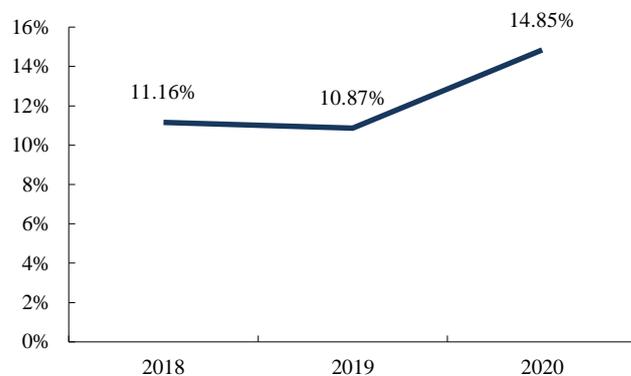
公司以行业客户需求为导向，布局未来 3-5 年的核心技术，持续加大对关键窄带技术、4G/5G 宽带技术、低轨卫星通信、AI 技术的投入，形成了“2+3+1”的业务战略：“2”指 PDT/DMR、TETRA 窄带业务；“3”指公专融合、4G/5G 宽带、指调智能集成 3 个新业务；“1”指全融合现场综合应用方案。2020 年公司研发费用高达 9.3 亿元，同比增长 9.13%，占营业总收入的 14.85%。

图 9：海能达研发费用及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：海能达研发费用占收比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020 年全年公司共完成专利申请 342 项，专利授权 218 项，累计申请专利 2663 项，累计授权 1185 项，不断丰富和优化产品功能，完善产品线系列，特别是新产品的研发进展顺利，并逐步实现规模销售。

2021 年 Q1 研发费用达到 2.43 亿元，同比增长 20.68%，研发费用率达到 27.83%。目前公司同时掌握 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，同时前瞻领先布局宽带专网技术，积极参与宽带专网集群相关标准的制定和完善，我们认为，海能达作为国内领先的专网龙头，持续加大研发投入，坚持基础创新，领先优势将继续保持。

1.3. 股票激励彰显经营信心

2021 年 1 月 8 日，公司召开董事会议，审议通过了《关于〈海能达通信股份有限公司 2021 年股票期权激励计划（草案）〉及其摘要的议案》等议案，同意以 2021 年 1 月 29 日为授予日，向 568 名激励对象授予 2,300 万份股票期权，占总股本的 1.3%，首次授予的股票期权的行权价格为每股 6.18 元。

表 1: 2021 年股票期权激励计划对象名单

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	2.50%	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		2,400	100.00%	1.30%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

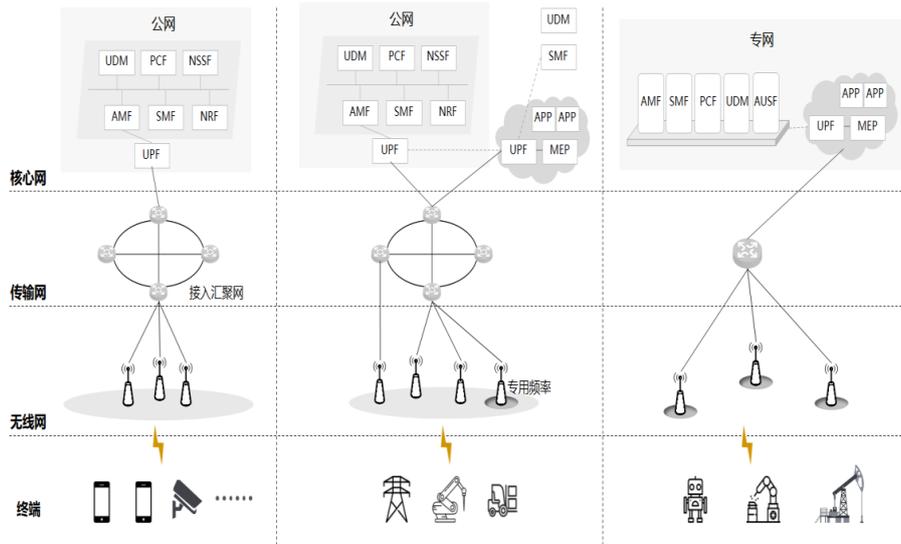
我们认为, 此举是展现公司管理层对公司未来发展信心的重要体现, 是公司未来基本面改善的信号。本次股权激励以中层管理人员、核心骨干为核心, 充分调动员工积极性。随着公司传统业务企稳, 叠加宽带产品、公网专用等新业务有拓展, 公司有望业绩将持续增长。

2. 5G 推动专网加快建设脚步, 公专融合打开行业空间

2.1. 5G 促进行业数字化转型, 新基建推动专网发展

部署 5G 专网是垂直行业推动创新应用、提升运营效能、加快数字化转型不可或缺的必要手段。我国“十四五”规划中, 强调要在新时期持续不断地加强新型基础设施建设。新基建的持续推进将加速 5G 网络的建设 and 大规模商业化应用。5G 专网具有大带宽、广连接、低时延、安全性高等优势, 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。

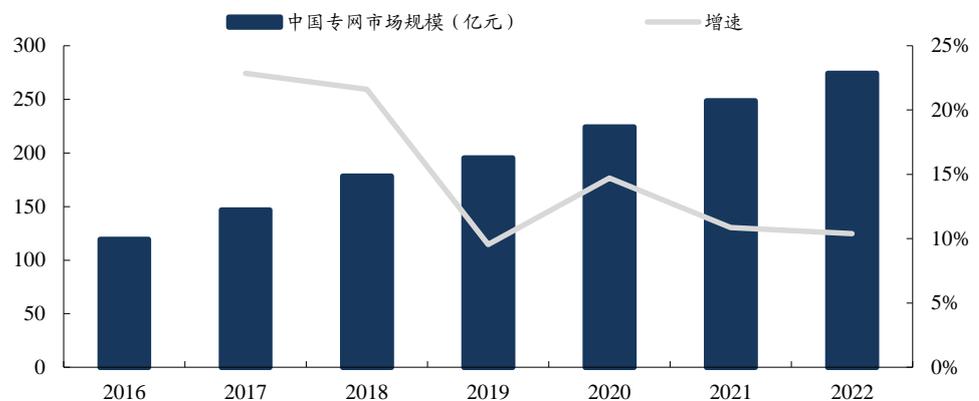
图 11: 5G 垂直行业专网架构



数据来源：《5G 垂直行业专网设计及部署白皮书》，东吴证券研究所

根据前瞻产业研究院预测，2022 年中国专网市场规模为 224 亿元，到 2022 年将达到 274 亿元，年增速维持在 10% 以上。

图 12：2016-2022 年我国专网市场规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

借力 5G 应用，打开更大市场空间。海能达持续聚焦公共安全、政务应急、轨道交通、能源、工商业等重点行业，打造专网合作生态以及差异化的行业解决方案，不断夯实在全球专网市场的领先地位。其次，5G 公网专用带来更大市场需求，2020 年新成立的宽带系统业务 BU 和卫星通信业务 BU，进一步完善业务布局。

2.2. 宽窄融合和公专融合是行业演进方向

行业发展的内在推力和外在环境共同决定了专网通信行业沿着“宽窄融合”、“公专

融合”的方向演进。由于专网用户的需求呈多样化、精细化趋势，许多新兴需求包括：多媒体集群业务、关键业务数据传输、泛物联感知、移动应用被广泛提出。因此，以窄带专网作为基础的关键语音通信网络，融合宽带网络解决多样化需求是普遍认可的演进方向。同时，公网技术的快速发展及健全网络覆盖能够补充完善传统专网，利用公网的管道实现专网的业务是专用通信另一个维度的演进方向。

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。

图 13: 海能达窄带产品族



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14: 海能达宽带产品族



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司的公专融合解决方案在全球公共安全及其他专用通信相关行业已形成百余个应用案例，形成专网通信和公网业务的深度融合，构建公网专用生态系统，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，针对不同的行业场景，实现不同领域的业务支撑和价值实现。

图 15: 海能达公专融合产品族



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为，收益于行业宽窄融合和公专融合演进趋势，随着海能达宽带产品、公网专用等新业务的加速布局，公司作为国内专网龙头，业绩将持续加速提升。

3. 盈利预测与评级

我们维持 2021-2022 年净利润预测 3.45/4.25/4.85 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 0.19/0.23/0.26 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 26.57/21.55/18.89X，维持“买入”评级。

4. 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,122	10,792	9,336	12,154	营业收入	6,109	7,464	8,949	10,470
现金	1,397	2,796	3,062	2,939	减:营业成本	3,200	4,247	5,093	5,967
应收账款	3,973	4,310	2,608	4,415	营业税金及附加	45	58	66	76
存货	1,666	3,159	2,628	4,151	营业费用	807	1,082	1,289	1,413
其他流动资产	1,085	528	1,038	649	管理费用	805	1,144	1,172	1,430
非流动资产	6,148	6,500	7,092	7,039	研发费用	930	695	1,042	1,232
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	338	135	144	156
固定资产	1,224	1,561	1,864	2,120	资产减值损失	96	5	28	51
在建工程	561	570	587	599	加:投资净收益	42	13	14	17
无形资产	2,590	2,818	3,064	2,754	其他收益	207	191	199	207
其他非流动资产	1,773	1,550	1,577	1,565	资产处置收益	118	52	65	59
资产总计	14,270	17,292	16,428	19,193	营业利润	23	362	447	528
流动负债	6,645	9,421	8,276	10,834	加:营业外净收支	-3	1	0	-1
短期借款	3,202	3,301	3,268	3,279	利润总额	20	363	447	527
应付账款	1,895	4,111	3,092	5,347	减:所得税费用	-75	18	22	42
其他流动负债	1,548	2,009	1,915	2,208	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,366	1,287	1,176	927	归属母公司净利润	95	345	425	485
长期借款	912	833	722	473	EBIT	232	526	584	655
其他非流动负债	454	454	454	454	EBITDA	796	902	1,040	1,154
负债合计	8,011	10,708	9,452	11,761	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.05	0.19	0.23	0.26
归属母公司股东权益	6,259	6,584	6,976	7,432	每股净资产(元)	3.40	3.58	3.79	4.04
负债和股东权益	14,270	17,292	16,428	19,193	发行在外股份(百万股)	1840	1840	1840	1840
					ROIC(%)	12.1%	6.2%	6.9%	7.2%
					ROE(%)	1.5%	5.2%	6.1%	6.5%
现金流量表 (百万元)									
					毛利率(%)	47.6%	43.1%	43.1%	43.0%
经营活动现金流	688	2,294	1,534	672	销售净利率(%)	1.6%	4.6%	4.7%	4.6%
投资活动现金流	1,439	-665	-971	-372	资产负债率(%)	56.1%	61.9%	57.5%	61.3%
筹资活动现金流	-2,303	-231	-297	-423	收入增长率(%)	-22.1%	22.2%	19.9%	17.0%
现金净增加额	-182	1,399	266	-123	净利润增长率(%)	17.9%	261.8%	23.3%	14.1%
折旧和摊销	564	376	456	499	P/E	96.13	26.57	21.55	18.89
资本开支	665	552	539	-75	P/B	1.46	1.39	1.31	1.23
营运资本变动	-398	1,501	585	-393	EV/EBITDA	15.51	12.05	10.08	8.98

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>

