

海格通信 (002465)

证券研究报告
2024年08月25日

中国移动持续增资合作深化，北三订单充足板块业绩突出

事件：公司发布24年半年报，营收25.91亿元，同比减少9.93%；归母净利润1.96亿元，同比减少37.11%。Q2单季度营收14.47亿元，同减21.48%，环增26.46%；归母净利润1.53亿元，同减43.03%，环增260.69%。

四大业务中北斗导航表现突出，业绩增速大幅提升：H1公司无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态四大业务板块收入分别实现7.31/4.14/1.57/12.46亿元，同比-44.60%/+275.45%/+16.57%/-1.57%。(1)北斗业务上半年业绩高增，主要由于北斗三代产品持续获得新增订单和实现产出交付，拉开了平台系统二代北斗大规模换装三代的序幕，公司以第一名入围河北省北斗导航位置服务有限公司“道路运输车辆主动安全智能监控终端供应商框架协议采购项目”，布局和开展了包括服务于高级别自动驾驶的“北斗+5G+C-V2X”车路一体通信与综合时空基准网络、多源融合感知系统与云控基础计算平台，多型产品成功进入电力、能源等重点用户供应商体系和政府采购推荐名录；(2)无线通信业务上半年收入下滑主要由于下游军工央企人事变动及行业客户调整等带来的不确定性影响，该业务占比较高从而对公司总收入及净利润带来负面影响。

毛利率同比略降，北斗导航业务盈利能力显著：H1公司毛利率实现32.12%，去年同期33.97%，同比减少1.85pct。分业务看，无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态毛利率分别实现40.42%/60.73%/35.58%/15.22%，同比-4.98pct/+15.52pct/-7.65pct/-2.72pct。北斗业务毛利率增长显著，恢复到20-22年水平，我们判断主要由于北斗三代产品更新换代以及业务规模效应形成。

研发投入持续保持高比例，销售和财务费用管控能力良好：H1期间费用率增长4.11pct，销售、管理、研发、财务费率分别为3.23%/6.30%/18.47%/-0.70%，同比-0.17/+0.63/+3.76/-0.12pct。近年来公司研发费用占比营收达15%左右，重点投向北斗三号全产业链、下一代卫星通信、无人系统与平台、卫星互联网终端及核心部件等领域，同时公司大幅加大民品业务拓展投入。

中国移动战略入股并增持，展开北斗+低空等新兴业务合作：中国移动于23年11月定增入股海格(获配4,011,659股)，截至Q2末中国移动大幅增持公司股票至34,737,459股份(占公司总股本1.40%)。公司与移动深入探讨和开展在“北斗+”行业应用拓展、低空基础设施网络布局、空地一体化协同发展等领域的业务协同，逐步完善形成了双方联动的产投协同机制，目前正重点推进在模组、芯片等项目的深入合作。公司与中国移动的合作将有助于公司进一步巩固相关领域的领先优势，加快技术攻关和市场突破，不断提升公司的市场竞争力和行业影响力。

卫星通信有望成为公司中长期增长点：公司深度参与国家卫星互联网重大工程，上半年信关站相关核心产品、终端等多个在轨试验项目竞标入围，自主掌握核心技术体制，构筑在波形体制、相控阵天线方面的核心技术优势；射频、基带芯片成为正式研制单位，研发进展顺利，将为卫星大众化、规模化应用提供核心器件支撑，公司也将率先完成从芯片到系统的全产业链布局。紧抓卫星通导大众化应用的机遇，持续扩大支持“手机直连卫星”功能的手机终端关键零部件在国内众多主流手机厂商的覆盖；利用手机先行的直连卫星应用的影响辐射得到汽车厂商认可，实现卫星通信设备及通导产品在国内多家大型车企乘用车上装测试，“汽车直连卫星”业务持续突破，为下一步产品量产上车奠定基础。

投资建议：我们预测24-26年归母净利润分别为8.32亿元、10.92亿元和12.99亿元，对应PE分别为27/20/17倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求低预期；全球疫情影响超预期；市场竞争风险；产品研发风险；公司技术发展不及预期。

投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	8.98元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,481.83
流通A股股本(百万股)	2,431.73
A股总市值(百万元)	22,286.87
流通A股市值(百万元)	21,836.95
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	31.14
一年内最高/最低(元)	14.01/8.57

作者

唐海清	分析师
SAC执业证书编号：	S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com	
余芳沁	分析师
SAC执业证书编号：	S1110521080006
yufangqin@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：聚源数据

相关报告

- 《海格通信-季报点评：一季度业绩平稳，全面受益于北斗+低空+卫星》 2024-05-10
- 《海格通信-年报点评报告：北三军民市场需求释放，卫星通信布局全面前景广阔》 2024-04-10
- 《海格通信-季报点评：业绩阶段性承压，移动战略入股，北斗领域强强联合》 2023-11-02

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,615.61	6,449.04	7,180.56	8,606.68	9,958.18
增长率(%)	2.58	14.84	11.34	19.86	15.70
EBITDA(百万元)	1,691.06	1,757.95	1,202.98	1,500.10	1,735.65
归属母公司净利润(百万元)	668.20	703.01	832.29	1,092.30	1,298.73
增长率(%)	2.23	5.21	18.39	31.24	18.90
EPS(元/股)	0.27	0.28	0.34	0.44	0.52
市盈率(P/E)	33.35	31.70	26.78	20.40	17.16
市净率(P/B)	2.09	1.73	1.63	1.53	1.42
市销率(P/S)	3.97	3.46	3.10	2.59	2.24
EV/EBITDA	8.40	15.07	12.91	10.37	8.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 上半年业绩下滑，但北斗板块亮眼

1.1. 四大业务中北斗导航表现突出，业绩增速大幅提升

H1 公司无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态四大业务板块收入分别实现 7.31/4.14/1.57/12.46 亿元，同比-44.60%/+275.45%/+16.57%/-1.57%。

(1) 北斗业务上半年业绩高增，主要由于北斗三代产品持续获得新增订单和实现产出交付，拉开了平台系统二代北斗大规模换装三代的序幕。公司以第一名入围河北省北斗导航位置服务有限公司“道路运输车辆主动安全智能监控终端供应商框架协议采购项目”，布局 and 开展了包括服务于高级别自动驾驶的“北斗+5G+C-V2X”车路一体通信与综合时空基准网络、多源融合感知系统与云控基础计算平台，多型产品成功进入电力、能源等重点用户供应商体系和政府采购推荐名录。

(2) 无线通信业务上半年收入下滑主要由于下游军工央企人事变动&行业客户调整等带来的不确定性影响，该业务占比较高从而对公司总收入及净利润带来负面影响。公司无线通信下一代主型短波、超短波持续突破新市场新平台领域；天通一号产品实现在机构用户细分市场的首次订货；下一代集群产品首次突破机构用户细分市场并获批量定货；竞标入围机构用户细分市场 5G 研制项目，实现在“5G+无人”“5G+集群”领域新突破；两款 5G-R 铁路专用基站产品通过型号核准，为新一代铁路专用移动通信系统建设、商用部署及技术创新注入新动力。

(3) 航空航天业务上半年稳健增长，摩诃创新飞行模拟器实现在直升机新机型突破，车辆模拟器首次取得新高端平台研制任务，首次突破无人机模拟系统，夯实模拟训练相关业务供货能力；驰达飞机无人机制造新业务进展顺利，将服务低空经济坚实发展，在军、民用以及外贸领域也有广阔的市场空间。

(4) 数智生态业务上半年基本平稳，海格怡创稳固存量业务，接连中标湖南移动 2024-2025 年室分集成施工、广东铁塔 2024-2025 年一体化施工服务采购等项目；积极拓展传统业务之外的增量业务，成功进军智慧城管、集成服务等新领域。

1.2. 毛利率同比略降，费用率增长主要由于研发投入加大

24H1 公司毛利率实现 32.12%，去年同期 33.97%，同比减少 1.85pct。分业务看，无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态毛利率分别实现 40.42%/60.73%/35.58%/15.22%，同比-4.98pct/+15.52pct/-7.65pct/-2.72pct。北斗业务毛利率增长显著，恢复到 20-22 年水平，我们判断主要由于北斗三代产品更新换代以及业务规模效应形成。

24H1 期间费用率增长 4.11pct，销售、管理、研发、财务费率分别为 3.23%/6.30%/18.47%/-0.70%，同比-0.17/+0.63/+3.76/-0.12pct，研发费用率增长是导致整体费用水平偏高的原因。近年来公司研发费用占比营收达 15%左右，重点投向北斗三号全产业链、下一代卫星通信、无人系统与平台、卫星互联网终端及核心部件等领域，同时公司大幅加大民品业务拓展投入。我们认为，研发投入虽然短期影响业绩，但长期将有望转换为公司核心竞争力，有助公司新业务开拓。

2. 中国移动战略入股并增持，展开北斗+低空等新兴业务合作

中国移动于 23 年 11 月定增入股海格（获配 4,011,659 股），截至 Q2 末中国移动大幅增持公司股票至 34,737,459 股份（占公司总股本 1.40%）。上半年中国移动持续增资，我们认为二者战略合作有望持续深化，彰显对公司长期发展的信息。公司与移动深入探讨和开展在“北斗+”行业应用拓展、低空基础设施网络布局、空天地一体化协同发展等领域的业务协同，逐步完善形成了双方联动的产投协同机制，目前正重点推进在模组、芯片等项目的深入合作。公司与中国移动的合作将有助于公司进一步巩固相关领域的领先优势，加快技术攻关和市场突破，不断提升公司的市场竞争力和行业影响力。

3. 开展低空无人系统&飞行服务业务，参与低空基础设施建设

低空经济作为国家未来战略性新兴产业，各地政府陆续出台大量的低空经济支持政策。广东省制定出台了《广东省推动低空经济高质量发展行动方案（2024—2026年）》，举行低空经济高质量发展大会；广州市制定《广州市低空经济发展实施方案》和《广州市推动低空经济高质量发展若干措施》，加快推动低空经济发展。

公司在广州数科集团的统筹下，紧抓机遇，积极布局，基于在无线通信、北斗导航、航空航天、无人系统、频谱管理与模拟训练等方面的深厚技术底蕴，以及作为国内业界领先的国产化民航通导设备供应商，在为全球 100 多个机场提供民航地空通信、导航和 ADS-B 监视产品及解决方案等民航通导能力的基础上，已布局和开展包括构建空天地一体化通信网络和时空基准、打造服务低空经济的智能无人系统、打造低空无人飞行器的区域空域管理平台 and 提供低空无人平台飞行培训及相关资质获取服务等业务。上半年，公司重点支撑政府论证规划低空项目方案，推进广州市低空飞行服务站建设，开展应用试点，建立示范应用场景；依靠重点应用场景，推进低空基础设施建设，重点参与通信、监视、定位网络的建设，同时积极配合运营商开展 5G-A 试点与商用，进一步完善通信网、监视网，打造公司低空经济竞争优势，加快推进产业落地。

4. 卫星通信有望成为公司中长期增长点

公司深度参与国家卫星互联网重大工程，上半年信关站相关核心产品、终端等多个在轨试验项目竞标入围，自主掌握核心技术体制，构筑在波形体制、相控阵天线方面的核心技术优势；射频、基带芯片成为正式研制单位，研发进展顺利，将为卫星大众化、规模化应用提供核心器件支撑，公司也将率先完成从芯片到系统的全产业链布局。紧抓卫星通导大众化应用的机遇，持续扩大支持“手机直连卫星”功能的手机终端关键零部件在国内众多主流手机厂商的覆盖；利用手机先行的直连卫星应用的影响辐射得到汽车厂商认可，实现卫星通信设备及通导产品在国内多家大型车企乘用车上装测试，“汽车直连卫星”业务持续突破，为下一步产品量产上车奠定基础。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,742.38	4,560.20	5,571.14	5,375.54	5,775.05	营业收入	5,615.61	6,449.04	7,180.56	8,606.68	9,958.18
应收票据及应收账款	3,919.37	5,675.15	3,101.09	6,940.04	4,677.84	营业成本	3,651.78	4,347.35	4,700.51	5,555.93	6,418.92
预付账款	136.84	103.40	209.96	160.43	267.97	营业税金及附加	45.97	53.19	53.14	62.83	70.70
存货	1,635.26	1,620.32	3,248.67	2,506.41	4,211.79	销售费用	174.77	202.43	222.60	265.09	303.72
其他	484.84	396.60	611.74	624.29	735.69	管理费用	301.04	340.17	371.95	444.10	511.85
流动资产合计	8,918.69	12,355.69	12,742.60	15,606.71	15,668.34	研发费用	788.08	933.81	947.83	1,105.96	1,254.73
长期股权投资	299.89	293.47	293.47	293.47	293.47	财务费用	(27.68)	(41.57)	(30.56)	(38.22)	(40.28)
固定资产	1,423.27	1,557.03	1,849.04	2,191.97	2,521.48	资产/信用减值损失	(147.27)	(115.28)	(100.00)	(100.00)	(95.00)
在建工程	114.21	295.78	150.39	77.70	41.35	公允价值变动收益	0.24	(5.18)	19.50	20.00	20.00
无形资产	327.11	308.31	282.74	257.17	231.61	投资净收益	41.55	17.21	45.00	32.00	20.00
其他	3,629.14	3,749.02	3,532.54	3,507.28	3,505.35	其他	67.40	6.87	0.00	(0.00)	0.00
非流动资产合计	5,793.62	6,203.61	6,108.18	6,327.59	6,593.25	营业利润	719.74	710.05	879.59	1,162.99	1,383.53
资产总计	15,207.97	19,433.86	18,850.78	21,934.29	22,261.59	营业外收入	5.67	4.92	8.00	7.00	7.00
短期借款	319.00	1,250.40	800.00	600.00	900.00	营业外支出	2.68	2.90	3.00	3.00	3.00
应付票据及应付账款	2,235.18	3,388.68	1,532.59	4,595.01	2,481.22	利润总额	722.73	712.07	884.59	1,166.99	1,387.53
其他	423.93	468.17	1,645.53	981.15	1,927.69	所得税	26.16	(21.10)	30.96	46.68	55.50
流动负债合计	2,978.11	5,107.25	3,978.12	6,176.17	5,308.91	净利润	696.58	733.17	853.63	1,120.31	1,332.03
长期借款	130.00	219.63	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	28.38	30.17	21.34	28.01	33.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	668.20	703.01	832.29	1,092.30	1,298.73
其他	429.15	395.33	434.20	434.20	434.20	每股收益(元)	0.27	0.28	0.34	0.44	0.52
非流动负债合计	559.15	614.96	534.20	534.20	534.20						
负债合计	3,944.61	5,944.35	4,512.32	6,710.36	5,843.10	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	601.91	622.85	642.06	664.20	694.06	成长能力					
股本	2,304.45	2,481.83	2,481.83	2,481.83	2,481.83	营业收入	2.58%	14.84%	11.34%	19.86%	15.70%
资本公积	3,924.94	5,592.28	5,676.11	5,676.11	5,676.11	营业利润	-4.05%	-1.35%	23.88%	32.22%	18.96%
留存收益	3,498.64	3,855.98	4,605.04	5,468.38	6,633.07	归属于母公司净利润	2.23%	5.21%	18.39%	31.24%	18.90%
其他	933.42	936.56	933.42	933.42	933.42	获利能力					
股东权益合计	11,263.36	13,489.51	14,338.46	15,223.93	16,418.49	毛利率	34.97%	32.59%	34.54%	35.45%	35.54%
负债和股东权益总计	15,207.97	19,433.86	18,850.78	21,934.29	22,261.59	净利率	11.90%	10.90%	11.59%	12.69%	13.04%
						ROE	6.27%	5.46%	6.08%	7.50%	8.26%
						ROIC	13.43%	11.19%	10.97%	15.57%	16.48%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	25.94%	30.59%	23.94%	30.59%	26.25%
净利润	696.58	733.17	832.29	1,092.30	1,298.73	净负债率	-20.07%	-22.72%	-32.38%	-30.51%	-28.90%
折旧摊销	143.50	177.41	183.95	210.34	237.40	流动比率	2.78	2.48	3.20	2.53	2.95
财务费用	10.47	19.92	(30.56)	(38.22)	(40.28)	速动比率	2.30	2.18	2.39	2.12	2.16
投资损失	(41.55)	(17.21)	(45.00)	(32.00)	(20.00)	营运能力					
营运资金变动	(1,157.31)	(1,428.72)	868.61	(618.41)	(807.19)	应收账款周转率	1.57	1.34	1.64	1.71	1.71
其它	306.58	246.56	40.84	48.01	53.30	存货周转率	3.17	3.96	2.95	2.99	2.96
经营活动现金流	(41.75)	(268.86)	1,850.13	662.01	721.96	总资产周转率	0.37	0.37	0.38	0.42	0.45
资本支出	531.80	430.31	266.14	455.00	505.00	每股指标(元)					
长期投资	50.95	(6.43)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.28	0.34	0.44	0.52
其他	(340.05)	(819.39)	(565.14)	(918.00)	(1,030.00)	每股经营现金流	-0.02	-0.11	0.75	0.27	0.29
投资活动现金流	242.70	(395.51)	(299.00)	(463.00)	(525.00)	每股净资产	4.30	5.18	5.52	5.87	6.34
债权融资	309.15	1,055.41	(535.52)	(159.77)	340.03	估值比率					
股权融资	(294.30)	1,475.59	(4.68)	(234.84)	(137.47)	市盈率	33.35	31.70	26.78	20.40	17.16
其他	(114.51)	(52.96)	0.00	(0.00)	0.00	市净率	2.09	1.73	1.63	1.53	1.42
筹资活动现金流	(99.66)	2,478.04	(540.20)	(394.61)	202.55	EV/EBITDA	8.40	15.07	12.91	10.37	8.91
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.10	16.54	15.24	12.06	10.32
现金净增加额	101.30	1,813.67	1,010.93	(195.60)	399.51						

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com