

# 海格通信 (002465)

证券研究报告

2025 年 04 月 02 日

## 行业波动下维持高研发投入，前瞻布局 AI+无人系统

**事件：**公司发布 24 年年报，全年营收 49.20 亿元 (YoY -23.71%)，归母净利润 5313.58 万元 (YoY -92.44%)。

**行业周期性影响下，公司经营业绩阶段性下滑：**受行业客户调整及周期性波动影响，公司实现营业收入 49.20 亿元 (YoY -23.71%)。

1) 无线通信收入 15.82 亿元，同减 40.68%，但公司仍在传统优势领域保持着下一代型号研制资格，5G、有无人协同通信等多个新拓领域实现首次突破，有望形成新增量。

2) 北斗导航收入 4.53 亿元，同减 51.67%，目前仍处于北斗三号的规模换装期，我们预计短期调整后武器平台、终端和无人平台三大应用领域有望带动军用北三放量；在民用市场，北斗深度融入交通运输、电力电网、石油石化等行业领域，助力传统行业转型升级；中国移动北斗短信业务正式发布，相较于传统高轨通信不能传递位置信息，以及 GPS 在民用领域定位精度较弱的痛点，具备高精度+短报文功能的北斗正在成为智能手机、可穿戴设备等大众消费产品的标准配置。

3) 泛航空业务 4.28 亿元，同增 2.16%，经营业绩同比增幅稳健；AI 的快速发展有望加速智能无人装备落地。控股子公司驰达飞机承制的“九天”无人机是国内最大重型无人机，展现出了海格高端研发制造能力。

4) 数智生态收入 23.69 亿元，同增 1.23%。公司业务覆盖全国 20 多个省，是中国移动优秀供应商 (A 级)，未来公司将重点瞄准特殊机构市场、重点行业、政企等用户，逐步由装备供应商向数智网络一体化解决方案商转型。

**毛利率略有下降，行业波动下仍维持高研发投入：**24 年公司综合毛利率减少 3.80 pct 达到 28.79%，其中无线通信/北斗导航/航空航天/数智生态毛利率分别同比 -2.10/+8.91/+9.35/-2.51pct。24 年期间费用率增加 7.05pct，销售/管理/研发/财务费用率分别增长 0.30/1.48/4.74/0.54pct。公司保持较大研发投入，全年研发投入 9.47 亿元，占营业收入比例达 19.25%，主要投入在芯片、低空、卫星互联网、无人系统、6G、人工智能、机器人、脑机接口、智能穿戴等新兴领域；并大幅加大民品业务拓展投入。

**构建人工智能技术底座，前瞻性战略布局无人系统与无人机器人等领域：**智能无人系统作为人工智能与无人装备紧密结合所形成的新型装备，正成为国防装备体系重要组成部分，通过精准的数据分析和实时决策，提升作战效率，扩大战场优势。公司无人通信系统从地面平台成功拓展至全域多种平台，实现在无人集群通信领域突破；无人系统与平台在用户组织的比武中屡获新绩，不断扩宽市场型谱，成功取得无人机系统型号研制资格，成为公司首个无人机系统型号研制项目；完成机构用户市场首个型号首批无人车研制生产和交付，持续提升整车型号研制和核心产品研制能力。

**投资建议：**我们认为，25 年行业有望边际改善，北斗业务放量，无线通信储备项目充足，为公司中长期提供支撑。但受行业客户调整及周期性波动影响，公司短期业绩不及预期。我们预测 25-27 年归母净利润分别为 5.28/8.57/13.30 亿元 (此前预测 25-26 年分别为 10.92/12.99 亿元)，对应 PE 分别为 53/33/21 倍，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，合作内容及实施推进存在不确定性

### 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	11.26 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)	27,945.45
流通 A 股市值(百万元)	27,381.30
每股净资产(元)	5.08
资产负债率(%)	36.02
一年内最高/最低(元)	13.88/8.06

### 作者

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

**余芳沁** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080006  
yufangqin@tfzq.com

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

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《海格通信-半年报点评:中国移动持续增资合作深化，北三订单充足板块业绩突出》2024-08-25
- 《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

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,449.04	4,919.68	6,542.56	7,848.14	9,373.69
增长率(%)	14.84	(23.71)	32.99	19.96	19.44
EBITDA(百万元)	1,757.95	1,117.89	877.97	1,261.73	1,781.90
归属母公司净利润(百万元)	703.01	53.14	528.46	856.94	1,329.72
增长率(%)	5.21	(92.44)	894.55	62.16	55.17
EPS(元/股)	0.28	0.02	0.21	0.35	0.54
市盈率(P/E)	39.75	525.92	52.88	32.61	21.02
市净率(P/B)	2.17	2.22	2.12	2.02	1.86
市销率(P/S)	4.33	5.68	4.27	3.56	2.98
EV/EBITDA	15.07	20.42	24.05	17.91	11.98

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,560.20	4,746.15	6,403.28	4,775.46	6,351.37
应收票据及应收账款	5,675.15	5,654.54	2,341.93	6,814.24	4,121.73
预付账款	103.40	88.73	199.75	139.14	258.78
存货	1,620.32	1,338.84	3,143.40	2,122.21	4,118.05
其他	396.60	670.09	743.38	715.02	836.26
<b>流动资产合计</b>	<b>12,355.69</b>	<b>12,498.34</b>	<b>12,831.74</b>	<b>14,566.07</b>	<b>15,686.20</b>
长期股权投资	293.47	302.75	302.75	302.75	302.75
固定资产	1,557.03	1,493.12	2,037.78	2,494.37	2,868.06
在建工程	295.78	825.25	415.13	210.06	107.53
无形资产	308.31	287.53	265.73	243.93	222.14
其他	3,749.02	3,782.48	3,492.32	3,469.00	3,466.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,203.61</b>	<b>6,691.13</b>	<b>6,513.71</b>	<b>6,720.12</b>	<b>6,966.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,433.86</b>	<b>20,529.82</b>	<b>19,345.46</b>	<b>21,286.19</b>	<b>22,652.92</b>
短期借款	1,250.40	1,468.86	800.00	600.00	900.00
应付票据及应付账款	3,388.68	2,730.72	1,799.64	3,806.81	2,766.01
其他	468.17	1,211.24	1,505.08	943.98	1,828.45
<b>流动负债合计</b>	<b>5,107.25</b>	<b>5,410.82</b>	<b>4,104.73</b>	<b>5,350.78</b>	<b>5,494.45</b>
长期借款	219.63	486.08	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	1,006.87	1,006.87	1,006.87	1,006.87
其他	395.33	318.20	434.20	434.20	434.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>614.96</b>	<b>1,811.14</b>	<b>1,541.06</b>	<b>1,541.06</b>	<b>1,541.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,944.35</b>	<b>7,393.85</b>	<b>5,645.79</b>	<b>6,891.85</b>	<b>7,035.51</b>
少数股东权益	622.85	529.80	541.99	559.36	589.93
股本	2,481.83	2,481.83	2,481.83	2,481.83	2,481.83
资本公积	5,592.28	5,646.14	5,729.97	5,729.97	5,729.97
留存收益	3,855.98	3,536.84	4,012.46	4,689.77	5,882.25
其他	936.56	941.36	933.42	933.42	933.42
<b>股东权益合计</b>	<b>13,489.51</b>	<b>13,135.97</b>	<b>13,699.67</b>	<b>14,394.35</b>	<b>15,617.41</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,433.86</b>	<b>20,529.82</b>	<b>19,345.46</b>	<b>21,286.19</b>	<b>22,652.92</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	733.17	106.88	528.46	856.94	1,329.72
折旧摊销	177.41	181.78	192.26	225.26	255.64
财务费用	19.92	55.28	(15.20)	(30.64)	(30.73)
投资损失	(17.21)	(22.28)	(30.00)	(32.00)	(20.00)
营运资金变动	(1,428.72)	(621.99)	2,254.37	(1,904.77)	310.47
其它	246.56	(455.52)	(0.62)	11.97	42.10
<b>经营活动现金流</b>	<b>(268.86)</b>	<b>(755.85)</b>	<b>2,929.27</b>	<b>(873.23)</b>	<b>1,887.19</b>
资本支出	430.31	657.85	189.00	455.00	505.00
长期投资	(6.43)	9.29	0.00	0.00	0.00
其他	(819.39)	(1,548.96)	(435.66)	(858.00)	(1,006.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(395.51)</b>	<b>(881.82)</b>	<b>(246.66)</b>	<b>(403.00)</b>	<b>(501.00)</b>
债权融资	1,055.41	1,508.57	(1,047.17)	(167.36)	330.48
股权融资	1,475.59	58.66	21.69	(184.24)	(140.75)
其他	(52.96)	259.13	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,478.04</b>	<b>1,826.36</b>	<b>(1,025.48)</b>	<b>(351.60)</b>	<b>189.72</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>1,813.67</b>	<b>188.69</b>	<b>1,657.13</b>	<b>(1,627.82)</b>	<b>1,575.92</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>6,449.04</b>	<b>4,919.68</b>	<b>6,542.56</b>	<b>7,848.14</b>	<b>9,373.69</b>
营业成本	4,347.35	3,503.52	4,327.14	5,083.40	5,962.27
营业税金及附加	53.19	44.44	48.41	57.29	66.55
销售费用	202.43	169.14	202.82	227.60	262.46
管理费用	340.17	332.43	340.21	376.71	425.57
研发费用	933.81	945.32	1,014.10	1,153.68	1,218.58
财务费用	(41.57)	(5.41)	(15.20)	(30.64)	(30.73)
资产/信用减值损失	(115.28)	(89.81)	(90.00)	(100.00)	(95.00)
公允价值变动收益	(5.18)	(0.02)	(14.17)	(10.00)	8.00
投资净收益	17.21	18.38	30.00	32.00	20.00
其他	6.87	(6.21)	0.00	(0.00)	0.00
<b>营业利润</b>	<b>710.05</b>	<b>7.91</b>	<b>550.91</b>	<b>902.10</b>	<b>1,401.99</b>
营业外收入	4.92	1.16	8.00	7.00	7.00
营业外支出	2.90	3.87	3.00	3.00	3.00
<b>利润总额</b>	<b>712.07</b>	<b>5.20</b>	<b>555.91</b>	<b>906.10</b>	<b>1,405.99</b>
所得税	(21.10)	(101.69)	13.90	27.18	42.18
<b>净利润</b>	<b>733.17</b>	<b>106.88</b>	<b>542.01</b>	<b>878.92</b>	<b>1,363.81</b>
少数股东损益	30.17	53.75	13.55	21.97	34.10
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>703.01</b>	<b>53.14</b>	<b>528.46</b>	<b>856.94</b>	<b>1,329.72</b>
每股收益(元)	0.28	0.02	0.21	0.35	0.54

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.84%	-23.71%	32.99%	19.96%	19.44%
营业利润	-1.35%	-98.89%	6866.75%	63.75%	55.41%
归属于母公司净利润	5.21%	-92.44%	894.55%	62.16%	55.17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.59%	28.79%	33.86%	35.23%	36.39%
净利率	10.90%	1.08%	8.08%	10.92%	14.19%
ROE	5.46%	0.42%	4.02%	6.19%	8.85%
ROIC	11.19%	0.69%	6.39%	13.36%	15.68%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.59%	36.02%	29.18%	32.38%	31.06%
净负债率	-22.72%	-13.31%	-32.61%	-21.10%	-27.62%
流动比率	2.48	2.48	3.13	2.72	2.85
速动比率	2.18	2.24	2.36	2.33	2.11
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.34	0.87	1.64	1.71	1.71
存货周转率	3.96	3.33	2.92	2.98	3.00
总资产周转率	0.37	0.25	0.33	0.39	0.43
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.28	0.02	0.21	0.35	0.54
每股经营现金流	-0.11	-0.30	1.18	-0.35	0.76
每股净资产	5.18	5.08	5.30	5.57	6.05
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.75	525.92	52.88	32.61	21.02
市净率	2.17	2.22	2.12	2.02	1.86
EV/EBITDA	15.07	20.42	24.05	17.91	11.98
EV/EBIT	16.54	23.83	30.79	21.80	13.98

### 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