

## 受行业需求调整影响业绩短期承压，持续加大战略性新兴产业投入

### 核心观点

**事件：**公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 22.29 亿元（-13.97%），归母净利润 0.03 亿元（-98.72%），其中归母净利润与 7 月的业绩预告区间一致。

- **业绩符合市场预期，传统无线通信业务订单短暂时走弱，但随着新产品落地未来增长趋势明晰。**受到行业客户需求调整影响，2025H1 无线通信业务实现营收 6.90 亿元，同比下滑 5.73%，但上半年多款新产品实现新市场新平台领域突破，短波超短波产品成功进入空中、海上及诸多民用领域，未来相应订单有望逐步下达。我们认为短期内虽然市场承压，但无线通信是未来信息化重要建设方向，将朝着陆海空军通信一体化的目标进行，相关需求有望快速恢复，收入端未来动力仍然充足。
- **积极寻找业务增长点，持续加大战略性新兴产业投入。**AI 技术军事化领域，中标市场某款机器人重要产品研制，加速产品落地与市场转化；卫星互联网领域，多款测试终端、原理样机中标入围，中标窄带数据终端与窄带手持终端，同时推进手机及汽车等智能终端应用；低空领域，发布“天枢”智能无人机运营平台，构筑面向政府管理与场景运营的两类平台技术优势，同时积极对接多个省市的低空项目；无人机领域，控股子公司西安驰达承制的“九天”重型无人机，最大起飞重量达 16 吨，最大载重 6 吨，是下一代新型大型无人机，填补了我国灵活配置重型无人机的市场空白，未来市场需求有望持续带来订单。公司正持续加大研发并拓展新的业务边界，新兴产业有望逐渐贡献收入。
- **军民共进，看好综合性龙头长期成长空间。**公司是特种行业无线通信+北斗导航龙头，同时也在积极拓展技术、产品的民用领域应用。我们认为公司成长空间较大，1）军：无人系统与军用通信等新质生产力是国家未来重点发展方向，支出占比有望持续提升；2）民：北斗、卫星互联网、低空领域应用场景不断丰富，未来将相继迎来采购周期，公司有望实现快速成长。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 25 年半年报调整营收增速和毛利率，调整 25、26 年 EPS 为 0.13、0.26 元（前值为 0.36、0.45 元），新增 27 年 EPS 为 0.30 元，考虑到公司盈利能力快速恢复，参考可比公司 26 年 60 倍 PE，给予目标价 15.60 元，维持买入评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；军品采购价格下降风险；产能投放不及预期等。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,449	4,920	6,280	7,793	8,486
同比增长(%)	14.8%	-23.7%	27.7%	24.1%	8.9%
营业利润(百万元)	710	8	320	688	792
同比增长(%)	-1.3%	-98.9%	3950.4%	114.6%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	703	53	333	648	744
同比增长(%)	5.2%	-92.4%	526.4%	94.7%	14.8%
每股收益(元)	0.28	0.02	0.13	0.26	0.30
毛利率(%)	32.4%	28.8%	28.7%	30.1%	30.7%
净利率(%)	10.9%	1.1%	5.3%	8.3%	8.8%
净资产收益率(%)	6.0%	0.4%	2.7%	5.4%	5.9%
市盈率	49.9	660.0	105.4	54.1	47.1
市净率	2.7	2.8	3.0	2.8	2.8

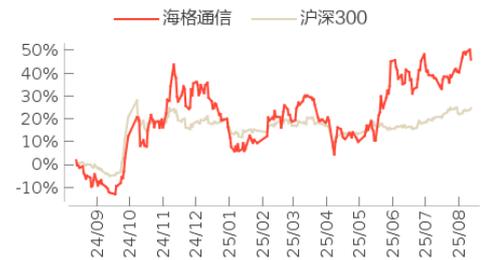
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月12日）	13.72 元
目标价格	15.60 元
52 周最高价/最低价	14.9/8.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	248,183/247,789
A 股市值（百万元）	34,051
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 08 月 12 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.07	6.27	22.53	45.87
相对表现%	-3.05	3.06	16.02	21.28
沪深 300%	0.98	3.21	6.51	24.59



### 证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

### 联系人

鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

### 相关报告

2024H1 业绩短期承压，看好公司长期成长空间	2024-08-28
横向覆盖军用通信+北斗+卫星，国防信息化领军者多点开花	2024-06-28

## 附录

**表 1：海格通信可比上市公司估值表**

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2025/8/12	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E
七一二	603712	23.85	-0.32	0.29	0.40	0.52	-74.00	81.04	60.06	45.63
上海瀚讯	300762	26.31	-0.20	0.24	0.37	0.55	-133.35	111.67	71.34	48.10
中无人机	688297	56.13	-0.08	0.38	0.49	0.58	-702.50	149.60	115.07	96.33
航天彩虹	002389	26.17	0.09	0.31	0.41	0.50	294.04	83.77	63.63	52.43
航天电子	600879	11.27	0.17	0.20	0.25	0.31	67.85	55.85	45.66	36.75
华测导航	300627	36.89	0.75	0.97	1.24	1.56	49.42	38.05	29.82	23.63
	调整后 平均							83	<b>60</b>	46

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,560	4,746	2,060	1,559	1,697	营业收入	6,449	4,920	6,280	7,793	8,486
应收票据、账款及款项融资	5,675	5,683	4,643	4,982	5,425	营业成本	4,358	3,504	4,477	5,447	5,878
预付账款	103	89	113	141	153	销售费用	192	169	177	202	224
存货	1,620	1,339	1,711	2,082	2,246	管理费用	340	332	318	343	364
其他	1,271	1,982	2,371	2,804	3,002	研发费用	934	945	974	1,072	1,151
<b>流动资产合计</b>	<b>13,230</b>	<b>13,839</b>	<b>10,898</b>	<b>11,566</b>	<b>12,523</b>	财务费用	(42)	(5)	65	77	106
长期股权投资	293	303	303	303	303	资产、信用减值损失	115	90	60	60	60
固定资产	1,557	1,493	2,381	3,412	3,987	公允价值变动收益	(5)	(0)	(1)	(1)	(2)
在建工程	296	825	1,498	1,804	1,203	投资净收益	17	18	18	18	18
无形资产	308	288	261	235	209	其他	146	105	92	79	72
其他	3,749	3,783	3,102	3,081	3,072	<b>营业利润</b>	<b>710</b>	<b>8</b>	<b>320</b>	<b>688</b>	<b>792</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,204</b>	<b>6,691</b>	<b>7,546</b>	<b>8,836</b>	<b>8,774</b>	营业外收入	5	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>19,434</b>	<b>20,530</b>	<b>18,443</b>	<b>20,402</b>	<b>21,297</b>	营业外支出	3	4	4	4	4
短期借款	1,250	1,469	15	1,275	1,433	<b>利润总额</b>	<b>712</b>	<b>5</b>	<b>318</b>	<b>685</b>	<b>789</b>
应付票据及应付账款	3,389	2,731	3,082	3,206	3,459	所得税	(21)	(102)	(49)	1	7
其他	690	1,383	1,434	1,491	1,517	<b>净利润</b>	<b>733</b>	<b>107</b>	<b>366</b>	<b>684</b>	<b>782</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,329</b>	<b>5,583</b>	<b>4,532</b>	<b>5,972</b>	<b>6,409</b>	少数股东损益	30	54	33	36	38
长期借款	220	486	486	486	486	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>703</b>	<b>53</b>	<b>333</b>	<b>648</b>	<b>744</b>
应付债券	0	1,007	1,007	1,007	1,007	每股收益(元)	0.28	0.02	0.13	0.26	0.30
其他	395	318	7	7	7						
<b>非流动负债合计</b>	<b>615</b>	<b>1,811</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,944</b>	<b>7,394</b>	<b>6,031</b>	<b>7,472</b>	<b>7,909</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	623	530	563	599	637	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	2,482	2,482	2,482	2,482	2,482	营业收入	14.8%	-23.7%	27.7%	24.1%	8.9%
资本公积	5,592	5,646	5,646	5,646	5,646	营业利润	-1.3%	-98.9%	3950.4%	114.6%	15.1%
留存收益	3,856	3,537	3,721	4,202	4,622	归属于母公司净利润	5.2%	-92.4%	526.4%	94.7%	14.8%
其他	937	941	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>13,490</b>	<b>13,136</b>	<b>12,412</b>	<b>12,930</b>	<b>13,388</b>	毛利率	32.4%	28.8%	28.7%	30.1%	30.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,434</b>	<b>20,530</b>	<b>18,443</b>	<b>20,402</b>	<b>21,297</b>	净利率	10.9%	1.1%	5.3%	8.3%	8.8%
						ROE	6.0%	0.4%	2.7%	5.4%	5.9%
						ROIC	5.2%	0.3%	2.9%	5.1%	5.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	30.6%	36.0%	32.7%	36.6%	37.1%
净利润	733	107	366	684	782	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	9.6%	9.4%
折旧摊销	148	151	158	220	263	流动比率	2.48	2.48	2.40	1.94	1.95
财务费用	(42)	(5)	65	77	106	速动比率	2.15	2.24	2.03	1.59	1.60
投资损失	(17)	(18)	(18)	(18)	(18)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,070)	(73)	657	(989)	(538)	应收账款周转率	1.5	0.9	1.3	1.7	1.7
其它	(21)	(918)	(594)	1	2	存货周转率	2.5	2.3	2.9	2.9	2.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>(269)</b>	<b>(756)</b>	<b>635</b>	<b>(26)</b>	<b>596</b>	总资产周转率	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
资本支出	(406)	(549)	(1,671)	(1,509)	(201)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	12	(4)	0	0	0	每股收益	0.28	0.02	0.13	0.26	0.30
其他	(1)	(329)	17	17	16	每股经营现金流	-0.11	-0.30	0.26	-0.01	0.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(396)</b>	<b>(882)</b>	<b>(1,654)</b>	<b>(1,493)</b>	<b>(185)</b>	每股净资产	5.18	5.08	4.77	4.97	5.14
债权融资	82	1,285	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,845	54	0	0	0	市盈率	49.9	660.0	105.4	54.1	47.1
其他	551	488	(1,667)	1,017	(272)	市净率	2.7	2.8	3.0	2.8	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,478</b>	<b>1,826</b>	<b>(1,667)</b>	<b>1,017</b>	<b>(272)</b>	EV/EBITDA	40.1	212.3	60.2	33.2	28.2
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	48.9	13,109.5	84.9	42.8	36.4
<b>现金净增加额</b>	<b>1,814</b>	<b>189</b>	<b>(2,686)</b>	<b>(501)</b>	<b>139</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。