

4Q 业绩高增，ICNT 龙头多点开花

2024 年 3 月 29 日 | 中国内地

年报点评
通信设备制造

投资评级(维持): 买入
目标价(人民币): 13.46

4Q 业绩高速增长，看好北斗+卫通双翼齐飞

公司 23 年营收/归母净利/扣非净利分别为 64.49/7.03/5.41 亿元 (yoy+14.84%/+5.21%/+2.77%)，其中 Q4 营收 24.14 亿元 (yoy+26.62%，qoq+108.41%)，归母净利 3.44 亿元 (yoy+26.24%，qoq+629.35%)。我们认为，24-25 年军事通信+北斗导航或将是公司业绩主要驱动，长期看卫星互联网与无人业务有望成为第二成长曲线，预计 24-26 年归母净利润为 8.79/11.04/14.16 亿元，可比公司 24 年 Wind 一致预期均值 PE26x，考虑到公司通导领域龙头地位以及多领域布局的协同效应，给予 24 年 PE38x，目标价 13.46 元/股，维持“买入”评级。

军民两栖的 ICNT 龙头，四大业务多点开花

分板块看，23 年公司无线通信营收 26.7 亿元 (yoy+3.4%)，短波、超短波、卫通产品优势持续巩固，卫通射频芯片供货多家主流手机厂商，助力大众手机、汽车直连卫星，卫星互联网终端成为机构用户首批试用主要设备；北斗导航营收 9.4 亿元 (yoy+113.3%)，业务迎来收获期，军用北斗三号产品快速放量，民品开拓车载、能源、电力行业应用，北斗三号有望驱动公司业绩弹性显著提升；航空航天营收 4.2 亿元 (yoy+26.0%)，模拟仿真、飞机零部件与民航通导业务发展持续向好；数智生态营收 23.4 亿元 (yoy+6.2%)，保持稳健增长，不断拓展特殊机构、政企、行业等非运营商客户。

毛利率小幅下滑，加强卫星互联网/无人/芯片研发

公司 23 年毛利率/归母净利率为 32.6%/10.9% (同比-2.4/-1.0pct)，其中 4Q23 毛利率/归母净利率 30.7%/14.3% (同比-3.5/-0.04pct)，毛利率同比下滑主因产品结构变化、增值税政策变化影响。公司有效控制费用，23 年销售/管理/财务/研发费率同比+0.03/-0.09/-0.15/+0.45pct，公司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、芯片、AI、6G 等领域研发，面向行业集结芯片设计等中高级人才，前瞻性的研发布局和高强度的研发投入将为公司长期发展注入动力。

维持“买入”评级

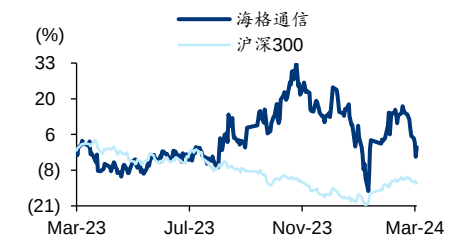
我们看好公司作为军民两栖 ICNT 龙头的发展前景，预计 24-26 年归母净利润为 8.79/11.04/14.16 亿元，可比公司 24 年 Wind 一致预期均值 PE26x，考虑到公司通导领域龙头地位以及多领域布局的协同效应，给予 24 年 PE38x，目标价 13.46 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期，业务开拓不及预期；商誉减值风险。

基本数据

目标价 (人民币)	13.46
收盘价 (人民币 截至 3 月 28 日)	10.50
市值 (人民币百万)	26,059
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	545.52
52 周价格范围 (人民币)	8.78-13.78
BVPS (人民币)	5.18

股价走势图



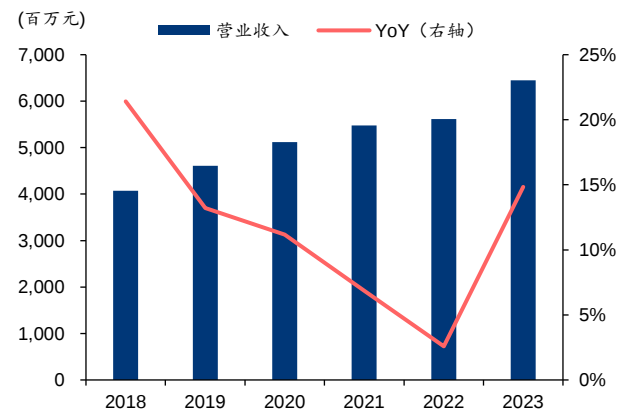
资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	5,616	6,449	7,931	9,756	11,795
+/-%	2.58	14.84	22.98	23.01	20.90
归属母公司净利润 (人民币百万)	668.20	703.01	879.40	1,104	1,416
+/-%	2.23	5.21	25.09	25.56	28.22
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.27	0.28	0.35	0.44	0.57
ROE (%)	6.18	5.44	6.49	7.79	9.26
PE (倍)	39.00	37.07	29.63	23.60	18.41
PB (倍)	2.44	2.03	1.95	1.85	1.72
EV EBITDA (倍)	28.56	27.37	22.15	17.75	14.42

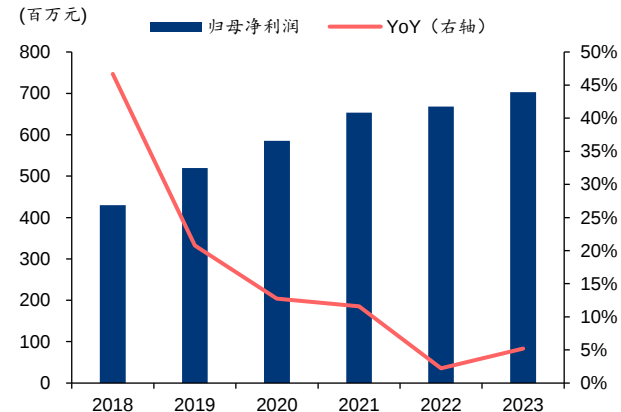
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：公司营业收入及同比增速



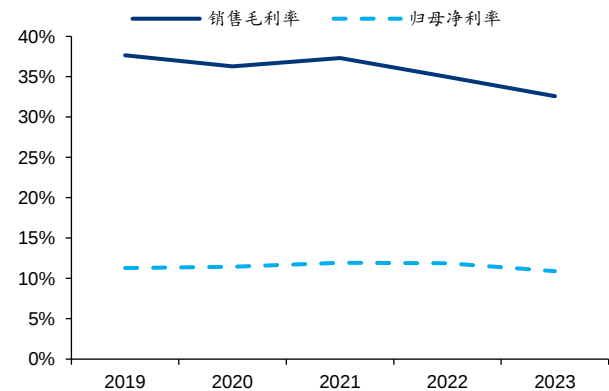
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2：公司归母净利润及同比增速



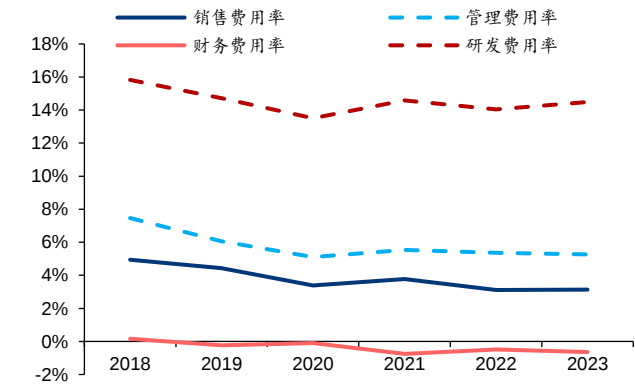
资料来源：公司财报，华泰研究

图表3：公司毛利率及净利率



资料来源：公司财报，华泰研究

图表4：公司期间费用率



资料来源：公司财报，华泰研究

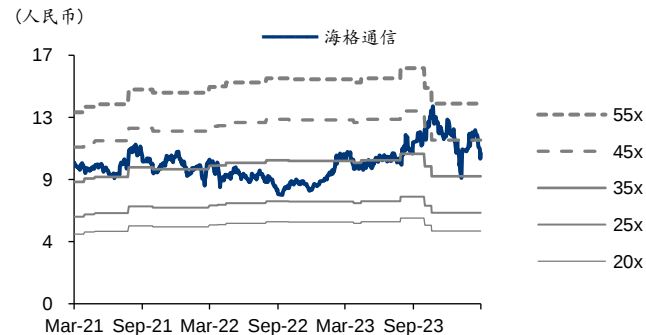
图表5：可比公司估值表（截至 20240328）

公司名称	公司代码	总市值(百万元)	归母净利润 (百万元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
七一二	603712 CH	18,466.24	439.79	1,074.97	1,403.60	55.31	17.18	13.16
国博电子	688375 CH	26,908.67	606.23	768.02	991.97	52.48	35.04	27.13
华测导航	300627 CH	13,863.23	450.11	598.03	776.31	37.46	23.18	17.86
振芯科技	300101 CH	9,224.68	72.60	331.75	438.75	177.52	27.81	21.02
平均值						80.69	25.80	19.79

备注：可比公司预测数据来自于 Wind 一致预期。

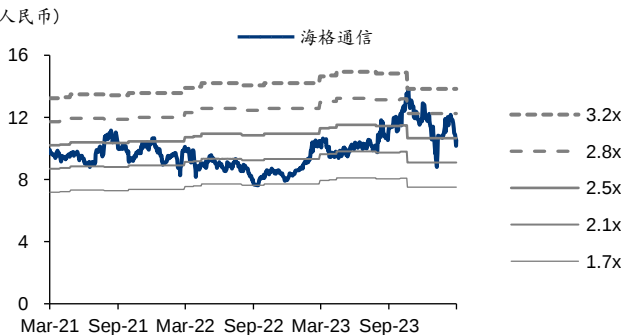
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：海格通信 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7：海格通信 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,414	13,230	12,145	14,207	14,522
现金	2,742	4,560	4,185	3,807	3,397
应收账款	3,431	5,334	3,478	5,391	4,865
其他应收账款	101.23	79.31	142.71	130.41	199.78
预付账款	136.84	103.40	192.03	171.40	267.98
存货	1,635	1,620	2,194	2,464	3,119
其他流动资产	1,367	1,533	1,954	2,243	2,673
非流动资产	5,794	6,204	6,480	6,768	7,126
长期投资	299.89	293.47	277.24	261.01	254.58
固定资产投资	1,423	1,557	1,872	2,223	2,586
无形资产	327.11	308.31	334.76	321.37	323.92
其他非流动资产	3,743	4,045	3,997	3,963	3,962
资产总计	15,208	19,434	18,626	20,975	21,648
流动负债	3,385	5,329	4,014	5,603	5,207
短期借款	319.00	1,250	1,250	1,250	1,250
应付账款	2,001	3,195	1,234	3,055	2,086
其他流动负债	1,065	884.42	1,529	1,298	1,870
非流动负债	559.15	614.96	584.83	551.34	516.81
长期借款	130.00	219.63	189.49	156.01	121.47
其他非流动负债	429.15	395.33	395.33	395.33	395.33
负债合计	3,945	5,944	4,598	6,155	5,723
少数股东权益	601.91	622.85	653.34	703.22	761.68
股本	2,304	2,482	2,482	2,482	2,482
资本公积	3,925	5,592	5,592	5,592	5,592
留存公积	3,499	3,856	4,289	4,838	5,540
归属母公司股东权益	10,661	12,867	13,374	14,117	15,163
负债和股东权益	15,208	19,434	18,626	20,975	21,648

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	(41.75)	(268.86)	374.65	446.50	522.15
净利润	696.58	733.17	909.88	1,154	1,474
折旧摊销	152.21	187.19	180.43	220.08	238.16
财务费用	(27.68)	(41.57)	(48.20)	(37.44)	(25.06)
投资损失	(41.55)	(17.21)	(38.62)	(37.77)	(39.82)
营运资金变动	(1,000)	(1,269)	(489.79)	(688.96)	(927.95)
其他经营现金	178.71	138.88	(139.05)	(163.46)	(197.38)
投资活动现金	242.70	(395.51)	(418.05)	(470.35)	(557.35)
资本支出	(390.65)	(462.14)	(469.96)	(519.35)	(600.69)
长期投资	591.85	40.60	16.23	16.23	6.43
其他投资现金	41.50	26.04	35.68	32.77	36.91
筹资活动现金	(99.66)	2,478	(331.90)	(353.68)	(374.88)
短期借款	304.00	931.40	0.00	0.00	0.00
长期借款	(23.00)	89.63	(30.14)	(33.49)	(34.53)
普通股增加	0.00	177.39	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	51.37	1,667	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(432.03)	(387.72)	(301.76)	(320.19)	(340.35)
现金净增加额	103.94	1,814	(375.30)	(377.52)	(410.08)

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,616	6,449	7,931	9,756	11,795
营业成本	3,652	4,347	5,093	6,220	7,455
营业税金及附加	45.97	53.19	59.03	74.03	92.78
营业费用	174.77	202.43	237.92	292.68	353.84
管理费用	301.04	340.17	404.47	497.55	601.53
财务费用	(27.68)	(41.57)	(48.20)	(37.44)	(25.06)
资产减值损失	(77.03)	(83.65)	(150.68)	(171.70)	(207.59)
公允价值变动收益	0.24	(5.18)	(0.28)	(1.04)	(1.56)
投资净收益	41.55	17.21	38.62	37.77	39.82
营业利润	719.74	710.05	941.34	1,185	1,498
营业外收入	5.67	4.92	13.71	9.50	8.45
营业外支出	2.68	2.90	9.73	11.24	6.64
利润总额	722.73	712.07	945.32	1,183	1,500
所得税	26.16	(21.10)	35.44	29.41	25.83
净利润	696.58	733.17	909.88	1,154	1,474
少数股东损益	28.38	30.17	30.48	49.89	58.46
归属母公司净利润	668.20	703.01	879.40	1,104	1,416
EBITDA	848.31	857.09	1,077	1,366	1,712
EPS (人民币，基本)	0.29	0.30	0.35	0.44	0.57

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.58	14.84	22.98	23.01	20.90
营业利润	(4.05)	(1.35)	32.57	25.91	26.41
归属母公司净利润	2.23	5.21	25.09	25.56	28.22
获利能力 (%)					
毛利率	34.97	32.59	35.78	36.25	36.79
净利率	12.40	11.37	11.47	11.83	12.50
ROE	6.18	5.44	6.49	7.79	9.26
ROIC	11.66	9.73	10.81	12.30	13.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.94	30.59	24.69	29.34	26.44
净负债比率 (%)	(18.64)	(21.90)	(18.44)	(15.11)	(11.68)
流动比率	2.78	2.48	3.03	2.54	2.79
速动比率	2.24	2.15	2.42	2.06	2.13
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.42	0.49	0.55
应收账款周转率	1.83	1.47	1.80	2.20	2.30
应付账款周转率	2.00	1.67	2.30	2.90	2.90
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.28	0.35	0.44	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.02)	(0.11)	0.15	0.18	0.21
每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.18	5.39	5.69	6.11
估值比率					
PE (倍)	39.00	37.07	29.63	23.60	18.41
PB (倍)	2.44	2.03	1.95	1.85	1.72
EV EBITDA (倍)	28.56	27.37	22.15	17.75	14.42

资料来源：公司公告、华泰研究预测