

# 国防信息化领军者，前瞻布局卫通与低空

## 海格通信(002465)

公司作为专网通信和北斗龙头厂商，主营包含“无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态”四大部分。创新领域公司瞄准军事智能化、卫星互联网与低空经济等重要方向。

### 1、“十四五”收官之年，专网通信、北斗订单有望恢复

公司是全频段覆盖的传统优势企业，是无线通信装备种类最全的单位之一。北斗领域实现“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”全产业链布局。

2025 年作为“十四五”收官之年，无线通信特殊订单有望恢复；北斗导航受益于北斗三号规模换装期，定增保持稳定增长。公司两大主营业务 2025 年有望恢复并保持良好增长。

### 2、坚持“产业+资本”双轮驱动，有望受益业务赋能

中国移动作为公司最大客户，中国移动股权投资和资本运作平台中移资本于 2023 年 11 月定增入股公司，此后中移资本持续增持公司股份，根据公司最新公告，持有公司总股本 1.97%，跃居成为公司第二大股东。

运营商的战略合作持续深入，有望助力数智生态、北斗以及卫星互联网领域业务升级，提升公司相关资源禀赋。同时其长期投资属性助力公司股本结构优化。

### 3、持续高研发投入，创新业务布局卫星互联网、AI 无人化及低空经济领域

公司持续保持高比例研发投入，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、国产化芯片、低空经济、人工智能、6G 等领域，不断提升专网、卫星和北斗等多领域产品实力，创新领域瞄准军事智能化、卫星互联网与低空经济等重要方向，我们认为，在 AI&具身智能、卫星通信、通感一体等新技术演进过程中，公司有望持续扩大领先优势。

#### 盈利预测与投资建议

公司作为无线通信与北斗龙头厂商，看好 2025 年订单恢复，在创新领域 AI 无人化、卫星互联网以及低空经济的前瞻布局，有望推动公司业绩企稳回升，考虑下游客户及周期性对 2024 年业绩影响，预计 2025-2027 年营收分别由 69.64/80.35/N/A 亿元调整为 64.36/74.04/85.80 亿元，每股收益分别由 0.28/0.37/N/A 元调整为 0.20/0.25/0.32 元，对应 2025 年 4 月 9 日 10.38 元/股收盘价 PE 分别为 50.11/38.91/30.67。维持“买入”评级。

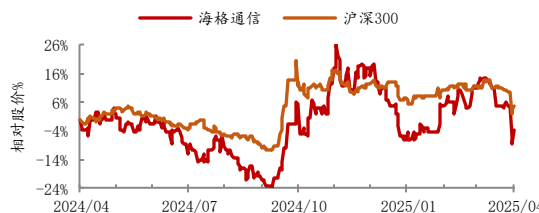
#### 风险提示

北斗、卫星互联网及低空经济应用推广不及预期；下游订单恢复不及预期；竞争加剧导致毛利率波动风险；系统性风险。

#### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：  
最新收盘价：10.38

股票代码：002465  
52 周最高价/最低价：13.88/8.06  
总市值(亿)：257.61  
自由流通市值(亿)：252.41  
自由流通股数(百万)：2,431.73



#### 分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523090003  
联系电话：

#### 分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040002  
联系电话：

#### 分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520110001  
联系电话：

华西通信&军工联合覆盖

#### 相关研究

- 【华西通信】海格通信(002465)事件点评：中国移动战略协同深化，北斗民用市场拓展  
2024.12.10
- 【华西通信】海格通信(002465)半年报点评：业绩短期承压，持续加大北斗、低空布局  
2024.09.08
- 【华西通信】海格通信(002465)年报一季报点评：Q1 扣非归母大幅增长，前瞻布局无人低空领域  
2024.04.24

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,449	4,920	6,436	7,404	8,580
YoY (%)	14.8%	-23.7%	30.8%	15.0%	15.9%
归母净利润(百万元)	703	53	488	629	798
YoY (%)	5.2%	-92.4%	819.0%	28.8%	26.9%
毛利率 (%)	32.4%	28.8%	32.0%	33.4%	34.9%
每股收益 (元)	0.30	0.02	0.20	0.25	0.32
ROE	5.5%	0.4%	3.7%	4.6%	5.5%
市盈率	32.87	493.00	50.11	38.91	30.67

资料来源：wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司简介：四大领域，三个创新，坚持“产业+资本”双轮驱动	5
1.1. 股东架构：中国移动战略投资，长期赋能业务升级	5
1.2. 四大主营领域，三项创新升级	5
1.3. 坚持研发投入，积极布局卫星、无人化与低空领域	6
1.4. 重要子公司	7
2. 无线通信：全频段覆盖的传统优势龙头	7
2.1. 国防预算稳步增长，加快机械化信息化智能化融合发展	7
2.2. 军工无线通信传统龙头，受益于国防信息化建设	8
3. 北斗导航：北斗三号换装期，民用应用加速发展	9
3.1. 北斗全面赋能国家重点领域，行业应用加速发展	9
3.2. 全产业链布局，有望持续受益北斗三号换装周期	11
4. 航空航天：国内机构市场模拟仿真系统领导者，民航业务有望快速发展	12
5. 数智生态：全方位数智网络业务支撑与一体化解决方案	13
6. 创新业务升级，先发优势拉升企业战略规划	14
6.1. 低空经济：空天地一体化低空服务体系生态持续优化	15
6.2. AI 无人军事化：全域多品种平台布局实现无人集群通信	17
6.3. 卫星互联网：放量组网，应用场景有望加速落地	18
7. 盈利预测及投资建议	19
7.1. 营收预测	19
7.2. 盈利预测及投资建议	20
8. 风险提示	21

## 图表目录

图 1 海格通信前十大股东	5
图 2 近五年营收及同比情况（百万元，%）	6
图 3 分业务收入情况（亿元）	6
图 4 毛利率及净利率情况（%）	6
图 5 分业务毛利率情况（%）	6
图 6 费用率情况（%）	7
图 7 2024 年研发项目及进展	7
图 8 海格通信部分子公司及其相关主营	7
图 9 中央本级国防支出及同比增长（亿元、%）	8
图 10 2010-2017 年我国国防费结构	8
图 11 北斗系统“三步走”发展战略	10
图 12 北斗卫星导航系统星历星座（2025 年 4 月 2 日发布）	11
图 13 2006-2023 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值（亿元）	11
图 14 公司北斗主要产品	12
图 15 2007-2024 年北斗导航营收情况（百万元）	12
图 16 公司固定翼飞行模拟器	13
图 17 摩羯创新营收及同比情况（亿元）	13
图 18 海格怡创发展历程	14
图 19 面向 6G 的天地一体融合网络技术愿景	15
图 20 “天腾”低空飞行管理服务平台	17
图 21 2023 年 9 月中国电信发布“手机直连卫星”商用服务	19
图 22 中国电信全球首创汽车直连卫星服务	19

表 1 公司新型城镇化业务进展 .....	9
表 2 公司募集资金金额及投向（万元） .....	14
表 3 公司分业务营收及毛利率预测 .....	19
表 4 盈利预测 .....	20
表 5 可比公司估值 .....	20

## 1. 公司简介：四大领域，三个创新，坚持“产业+资本”双轮驱动

广州海格通信集团股份有限公司（以下简称“海格通信”），成立于 2000 年 8 月 1 日，并于 2010 年 8 月 31 日成功登陆 A 股市场。作为国家创新型企业、全国电子信息百强企业之一，海格通信是广州数字科技集团的核心成员企业，公司业务广泛，覆盖“无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态”四大领域。

公司通过“产业+资本”的双轮驱动战略，实现了跨越式的发展，并在全国范围内形成了包括广州、北京、西安、南京、成都、长沙、武汉、杭州、重庆等多个城市的业务布局，是全频段覆盖的无线通信与全产业链布局的北斗导航装备研制领军企业。

### 1.1. 股东架构：中国移动战略投资，长期赋能业务升级

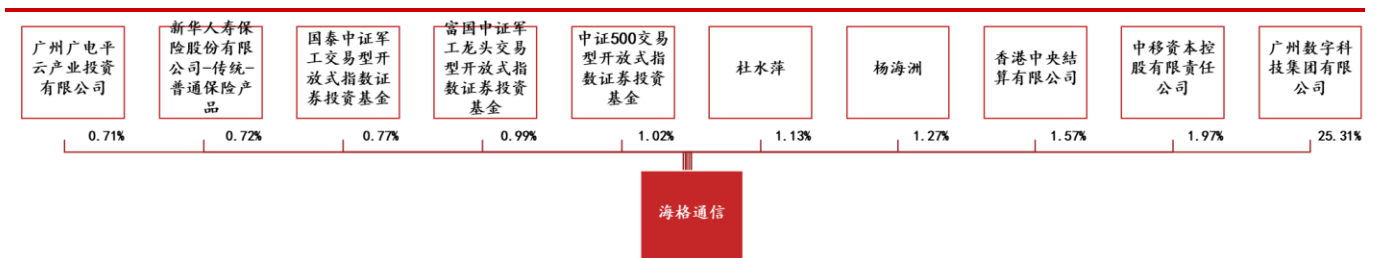
截止 2025 年 3 月 28 日，公司前十股东总计持有公司约 35.46% 股份，其中广州数字科技集团有限公司为大股东，持有 25.31% 股份。

**中国移动战略投资持续加大，成为公司第二大股东。**中国移动作为公司最大客户，中国移动股权投资和资本运作平台中移资本于 2023 年 11 月定增入股公司，此后中移资本持续增持公司股份，根据公司最新公告，持有公司总股本 1.97%，跃居成为公司第二大股东。

根据公司 2024 年年报，公司与中国移动已在北斗高精度服务、芯片及终端等应用领域展开了紧密合作，正在深化北斗+行业应用拓展、空天地一体化协同发展、低空基础设施建设、车路云一体化建设、综合运维业务拓展等领域的业务合作和战略协同，同时中国移动上海产业研究院总经理黄刚先生担任公司董事，将进一步完善双方联动的产投协同机制，推进双方战略协同的高效落地。

我们认为，运营商的战略合作持续深入，有望助力北斗及卫星互联网领域业务升级，提升公司相关资源禀赋。同时其长期投资属性助力公司股本结构优化。

图 1 海格通信前十大股东



资料来源：公司公告，华西证券研究所

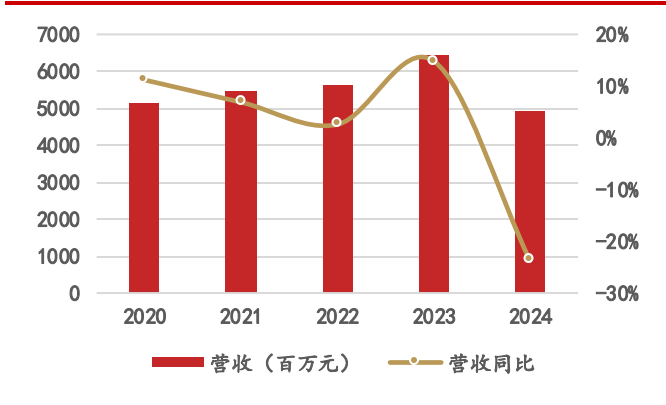
### 1.2. 四大主营领域，三项创新升级

公司主营包含“无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态”四大部分。创新领域公司瞄准军事智能化、卫星互联网与低空经济等重要方向。

2024 年，公司实现总营业收入 49.20 亿元，同比减少 23.71%，主要受行业客户调整及周期性波动影响。

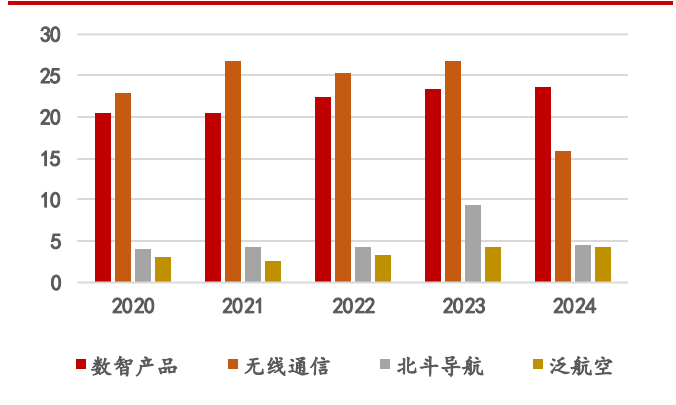
2024 年，无线通信、北斗导航分别实现营收 15.8/4.5 亿元，同比分别下降 40.8%/52.1%，毛利率分别为 38.7%/54.9%，同比分别变化-2.1/+8.9pct；数智产品（数智生态）、泛航空（航空航天）分别实现营收 23.7/4.3 亿元，同比微增 1.3%/2.4%，毛利率分别为 13.0%/40.7%，同比分别变化-2.5/+9.4pct。

图 2 近五年营收及同比情况（百万元，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

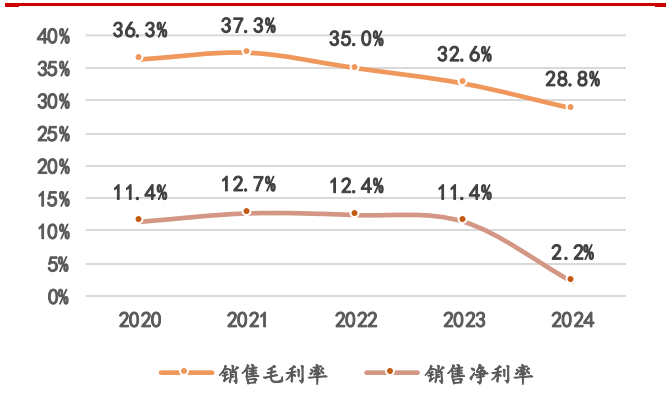
图 3 分业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

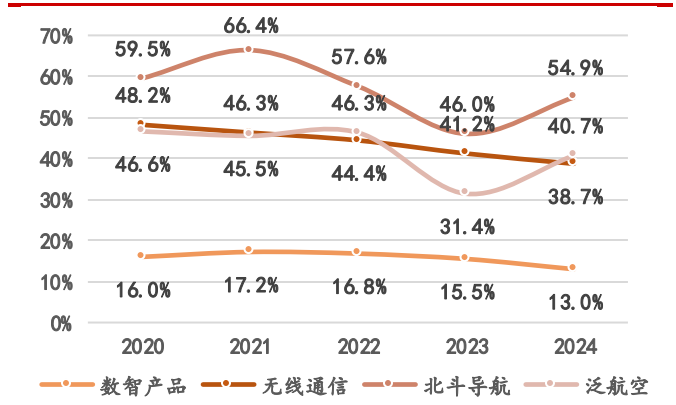
2024 年公司整体毛利率 28.8%，受业务影响，整体同比下降 3.8pct，整体净利率 2.2%，大幅下降 9.2pct。主要受行业客户调整及周期性波动影响，我们预计 2025 年作为十四五收官之年，相关营收规模有望恢复增长。

图 4 毛利率及净利率情况 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 分业务毛利率情况 (%)

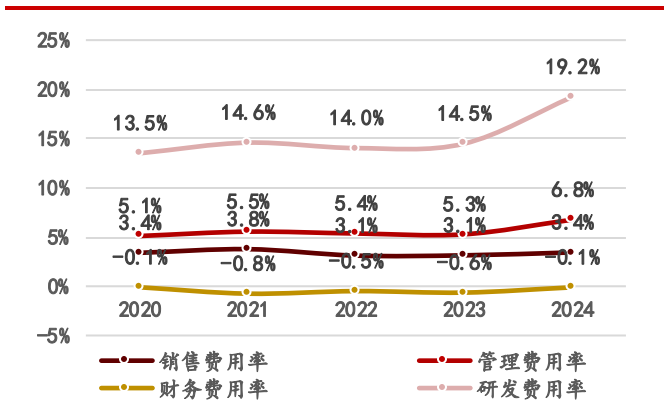


资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.3. 坚持研发投入，积极布局卫星、无人化与低空领域

公司持续保持高比例研发投入，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、国产化芯片、低空经济、人工智能、6G 等领域。全年研发投入 9.47 亿元，占营收比 19.25%，在营收收缩减情况下，仍然坚持高额研发投入，同比提升 1.40%。

图 6 费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 2024 年研发项目及进展

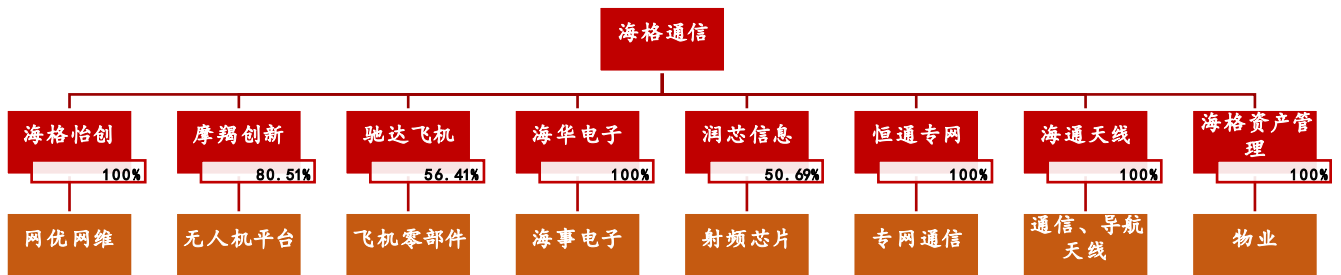
项目进展	项目名称	业务类型	项目目标
研制阶段	通信及导航定位芯片	无线通信 卫星通信与 芯片	实现高-中-低轨卫星通信与导航芯片国产化
研制阶段	卫星互联网终端及系统	无线通信 卫星互联网	研制卫星互联网地面通信终端和系统
研制阶段	新一代专用卫星通信终端及系统	无线通信 卫星通信	研制新一代专用卫星通信终端及系统
研制阶段	无人系统	无线通信 AI 无人化	研制具备体系交互、环境感知、自主规划和控制协同应用等功能的无人系统
研制阶段	低空飞行服务平台及通导监系统	航空航天 低空经济	研制面向低空活动的飞行服务运营管控平台及通导监系统
推广应用阶段	北斗导航设备及系统	北斗导航	实现北斗三号终端和系统批量供应提前布局下一代PNT领域
推广应用阶段	新型超短波通信设备	无线通信	提升超短波产品性能抢占无人协同、新一代超短波通信产品市场
推广应用阶段	新型超短波通信设备及系统	无线通信	提升超短波产品综合效能
推广应用阶段	数字集群通信基站与系列终端设备	无线通信 AI 无人化	提高集群产品多模通信能力
技术攻关阶段	6G 无线通信技术	无线通信	积累 6G 核心技术

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 1.4. 重要子公司

根据 2024 年报告公告, 公司全资子公司海格怡创是业界具有领先优势的通信信息技术服务商, 对应公司数智生态业务, 控股子公司摩羯创新 (NQ. 836008) 是模拟器领域领军企业; 2017 年, 海格通信收购高新技术飞机制造企业驰达飞机, 进一步拓展航空航天板块业务, 两者对应公司航空航天业务。此外, 海华电子主要从事海事电子、电源、无人机反制、无线电型号核准等。润芯信息主要从事射频芯片研制。恒通专网主要从事专网通信设备研制。海通天线主要从事通信和导航天线研制。

图 8 海格通信部分子公司及其相关主营



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 2. 无线通信: 全频段覆盖的传统优势龙头

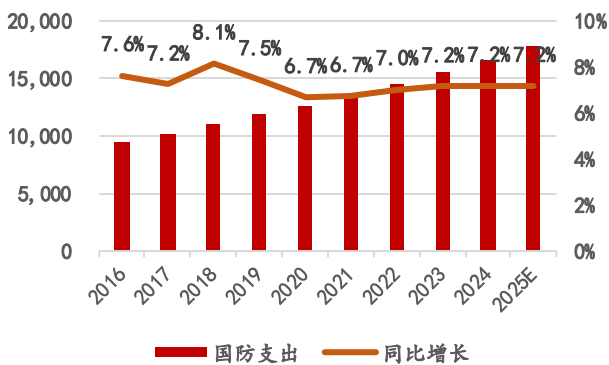
### 2.1. 国防预算稳步增长, 加快机械化信息化智能化融合发展

“十三五”末, 我国军队基本建成“三代装备为主、四代装备陆续列装、信息化取得跨越式发展”的国防装备体系。“十四五”以来, 持续推进国防和军队现代化建设。十九大报告提出新时代国防和军队建设的新“三步走”发展战略。根据新华社, 到 2027 年实现建军一百年奋斗目标、到 2035 年基本实现国防和军队现代化、到本世纪中叶全面建成世界一流军队。

“十四五”规划中明确加快机械化信息化智能化融合发展。坚持以机械化为基础、信息化为主导、智能化为方向，推动机械化信息化智能化融合发展，积极培育孵化战斗力新的增长极，在推进智能化进程中发展高度发达的机械化和更高水平的信息化，引领国防和军队现代化转型升级。

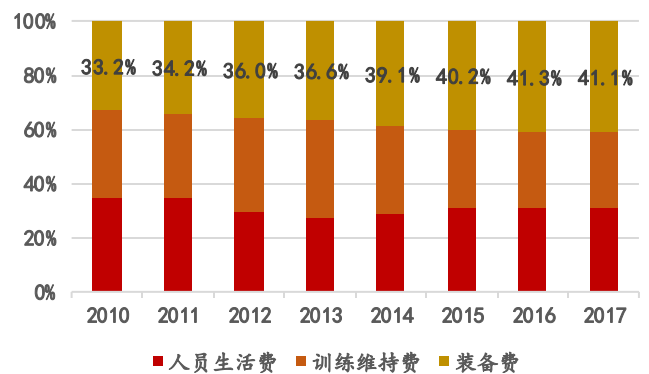
当今世界百年变局加速演进，国际政治纷争和军事冲突多点爆发，国内反分裂斗争形势复杂严峻，我国安全形势不稳定性不确定性增大，军事斗争任务艰巨繁重。作为“十四五”规划收官之年，根据3月5日公布的2025年中央和地方财政预算草案报告，2025年全国一般公共预算安排国防支出1.81万亿元，比上年执行数增长7.2%，其中：中央本级支出1.78万亿元，比上年执行数增长7.2%。

图9 中央本级国防支出及同比增长（亿元、%）



资料来源：财政部，华西证券研究所

图10 2010-2017年我国国防费结构



资料来源：《新时代的中国国防》白皮书，华西证券研究所

**信息化装备支出预计将是投入重点。**根据海格通信定增说明书，我国国防支出经费分配明显向装备倾斜。预计未来军费结构中信息化武器装备的占比将会持续提升，军用信息装备在未来相当长时间内都将是我国国防投入的重点。

根据海格通信定增说明书，十九大报告中提出的新时代国防和军队建设的新“三步走”发展战略，目前我国军队建设基本实现机械化，但信息化目标尚未实现。因此，“十四五”规划将军工信息化建设列为重点发展对象，所以在此期间将是我国军工信息化的投入高峰。根据前瞻研究院预测，到2025年我国国防信息化开支将达到2,513亿元，2015-2025年复合增长率为11.6%，占2025年国防装备费用（6,284亿元）比例达到40%。

## 2.2. 军工无线通信传统龙头，受益于国防信息化建设

国防信息化是为了适应现代战争特别是信息化战争发展的需要而建设的国防信息体系，产业链主要包括雷达、卫星导航、信息安全、军工通信与军工电子五大领域。

军工通信分为战略通信、战役通信和战术通信。目前我军战略通信网以地下有线通信（电缆或光缆）为主，并辅以微波、卫星、对流层散射等无线通信手段。战役、战术通信网中则以短波、微波等无线通信手段为主，结合使用了野战被覆线、对称（同轴）电缆、野战光缆等多种有线通信手段，卫星通信系统使用较少。

无线通信是国防信息化的重要领域之一，在国防信息化全局中具有重要地位。军用无线通信领域，由于其应用环境复杂恶劣、技术含量高，且其保密及安全要求高、资质管理严格，对承研企业的产品设计和研发能力要求高等原因，门槛相对较高。此外，国防科技工业领域存在较高进入壁垒，行业内企业主要根据特定用户订单生产，生产和销售都具有较强的计划性，产品销售数量和价格受市场供求关系波动影响较小。

目前，我国主要从事军用无线通信企业主要有海格通信、电科十所、七一二、烽火电子、中原电子和上海瀚讯等企业。

表 1 军事无线通信相关企业及应用领域

	军用领域	民用应用领域
海格通信	全频段覆盖，宽窄带融合，产品覆盖短波通信、超短波通信、卫星通信、数字集群、无人通信、5G、数据链、多模智能终端和系统集成等领域，实现天、空、地、海全域布局。	铁路、城市轨道交通、电力、应急管理、广电网络
七一二	是我军超短波无线通信设备的主要供应商，尤其在机载超短波通信领域，公司具有核心研制生产能力。产品覆盖歼击机、轰炸机、运输机、直升机、无人机、教练机等各种平台。实现全军种覆盖，广泛应用于陆、海、空、火箭军、战略支援部队和武警部队。	铁路、城市轨道交通
上海瀚讯	军用宽带移动通信领军企业，产品覆盖军用宽带通信芯片、通信模块、终端、基站、应用系统等，形成了“芯片—模块—终端—基站—系统”的全产业链布局。专注于以陆、海、空、火箭军、战略支援部队为主要用户的军用行业。	铁路、城市轨道交通
烽火电子	主要产品包括短波通信、超短波通信设备、航空搜救定位、车机内音频控制和电声器材等。	
中原电子	合并至中国长城，是军用通信、导航及信息化领域整机和系统供应商，具备全频段产品线的战术通信系统，超短波战术通信整体技术在国内处于领先水平。	

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

公司是全频段覆盖的传统优势企业，是无线通信装备种类最全的单位之一。充分发挥通信产品手段齐全、宽窄带融合、公网专网融合的优势，积极开展融合通信系统产品布局与开发。

公司主导产品覆盖短波通信、超短波通信、卫星通信、数字集群、无人通信、5G、数据链、多模智能终端和系统集成等领域，实现天、空、地、海全域布局，行业覆盖交通、公安、电力、广电和国防装备等领域。

根据公司 2024 年年报，公司是从单机设备到网络系统集成的先行者，是参加国庆 70 周年大阅兵的通信装备系列最多的单位之一；是多个重大系统项目的技术总体单位；是国内拥有全系列天通卫星终端及芯片的主流厂家；是军、警、民用数字集群装备序列和技术体制齐全的主要单位、警用数字集群（PDT）行业标准制定单位之一、电力无线专网（EPDT）技术体制和标准以及核心技术的主要单位、铁路 5G-R 行业标准制定单位之一，是广电网络地面数字电视发射机主要供应商；正深度参与当前国家快速推进的卫星互联网重大工程项目，全方位布局卫星通信领域。

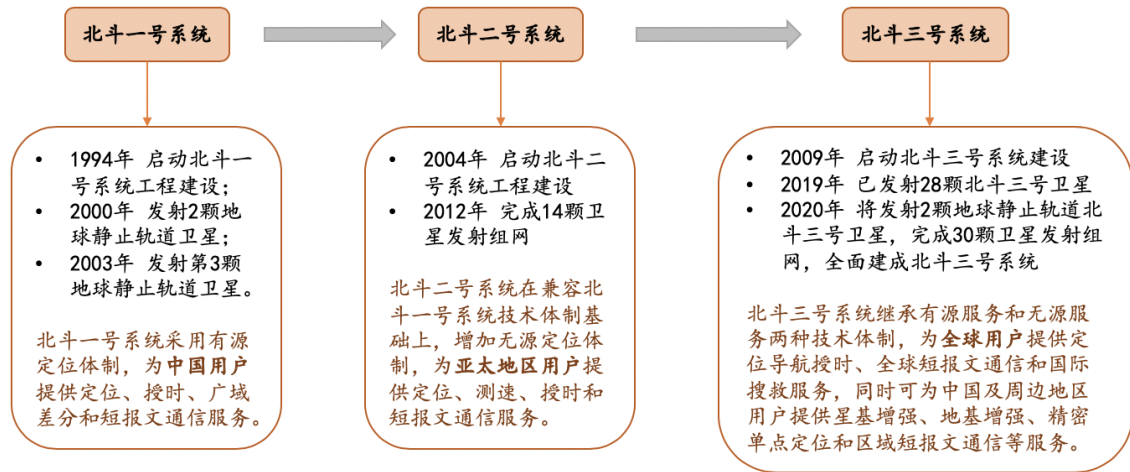
### 3. 北斗导航：北斗三号换装期，民用应用加速发展

#### 3.1. 北斗全面赋能国家重点领域，行业应用加速发展

北斗卫星导航系统（简称北斗系统）是我国自行研制的全球卫星导航系统，同时也是世界上继美国 GPS 和俄罗斯 GLONASS 后第三个成熟应用的卫星导航系统，是空间信息网络的重要组成，主要用于定位、导航与授时。

北斗系统按照“三步走”战略建设发展。北斗一号系统 1994 年启动建设，2000 年投入使用；北斗二号系统 2004 年启动建设，2012 年投入使用；北斗三号系统 2009 年启动建设，2020 年投入使用，共计发射 55 颗卫星。

图 11 北斗系统“三步走”发展战略

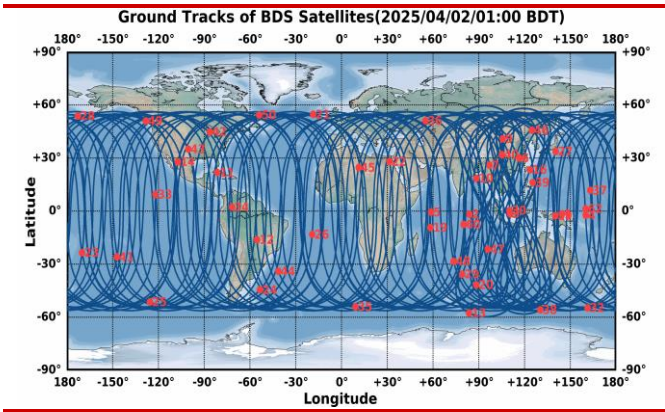


资料来源：北斗卫星导航系统发展报告（4.0版），华西证券研究所

北斗三号系统具备导航定位和通信数据两大功能，向位于地表及其以上1,000 千米空间的全球用户提供服务，包括面向全球范围，提供定位导航授时（RNSS）、全球短报文通信（GSMC）和国际搜救（SAR）服务；在中国及周边地区，提供星基增强（SBAS）、地基增强（GAS）、精密单点定位（PPP）和区域短报文通信（RSMC）服务等。

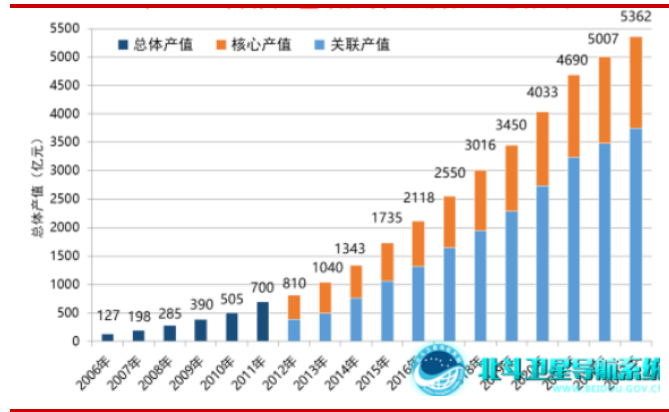
2023—2024 年期间，陆续发射首颗备份卫星以及两组 MEO 卫星。根据北斗网，最新一组 MEO 卫星升级了星载原子钟配置，搭载了新型星间链路终端，入网工作后，将进一步提升北斗三号全球卫星导航系统可靠性及定位导航授时、全球短报文通信等服务性能，在支撑北斗系统稳定运行和北斗规模应用的同时，将为下一代北斗导航卫星技术升级进行相关试验。

图 12 北斗卫星导航系统星历星座 (2025 年 4 月 2 日发布)



资料来源：北斗卫星导航系统，华西证券研究所

图 13 2006-2023 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值 (亿元)



资料来源：《2024 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》，华西证券研究所

根据中国卫星导航定位协会发布《2024 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》，2023 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达到 5362 亿元，同比增长 7.09%。其中，包括与卫星导航技术研发和应用直接相关的芯片、器件、算法、软件、导航数据、终端设备、基础设施等在内的产业核心产值同比增长 5.5%，达到 1611 亿元，在总体产值中占比为 30.04%。由卫星导航应用和服务所衍生带动形成的关联产值同比增长 7.79%，达到 3751 亿元，在总体产值中占比达到 69.96%。

白皮书指出，2023 年我国卫星导航与位置服务产业发展增速总体提升，各行业数字化转型和智能化升级对卫星导航设备及时空数据的需求释放。截至 2023 年，国内主要行业和领域的北斗终端设备应用总量约 2500 万台/套。在交通、农业、公安、广电、移动通信、能源等 6 个行业或领域的北斗终端设备应用数量均已超过 100 万台/套，其中交通运输行业的应用数量最大，约 1300 万台/套。

北斗成为智能手机、可穿戴设备等大众消费产品的标准配置。2023 年国内智能手机出货量为 2.76 亿部，其中 2.69 亿部智能手机支持北斗定位功能，占比约 98%。部分国产新能源汽车具备了北斗定位或短报文通信功能。基于北斗高精度的车道级导航功能已覆盖全国超 100 座城市的普通道路，可在车道指引、隧道导航、事故预警等方面实现车道级导航功能，提升用户驾驶安全和通行效率。截至 2023 年底，国产北斗兼容型芯片及模块累计出货量已超过 4 亿片，具有北斗定位功能的终端产品社会总保有量超过 14 亿台/套（含智能手机）。

### 3.2. 全产业链布局，有望持续受益北斗三号换装周期

公司是国内最早从事无线电导航研发与制造的单位，始终与国家卫星导航产业同频共振，率先实现“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”全产业链布局。公司突破了北斗三号核心技术，掌握核心技术体制，构建起芯片竞争优势，是特殊机构市场北斗三号芯片型号最多、品类最齐全的单位之一，公司实现了北斗三号终端在特殊机构市场全方面布局。

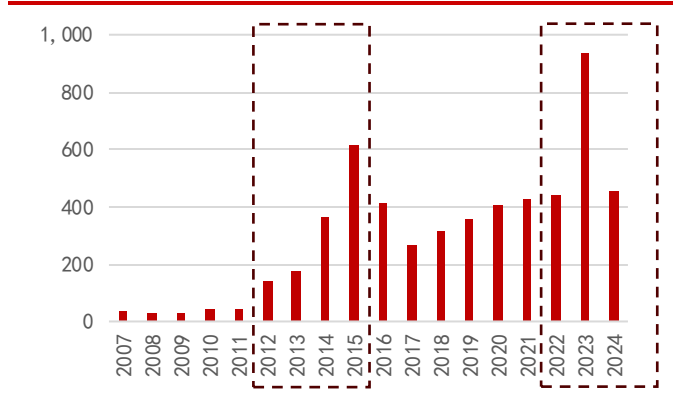
在北斗二号 2012 年投入使用后，公司北斗导航相关业务进入换装周期，根据 2024 年报，目前仍处于北斗三号的规模换装期，换装将贯穿整个“十四五”时期，相关需求预计持续增加。其中，各类武器平台、终端和无人平台将是最大的三个应用领域，相关市场空间广阔。

图 14 公司北斗主要产品



资料来源：公司 2024 年年报，华西证券研究所

图 15 2007-2024 年北斗导航营收情况 (百万元)



资料来源：wind，华西证券研究所

我们认为，公司在北斗导航方面依托全产业链优势，着力推动“北斗+5G”应用推广，同时抓住北斗二号整体向北斗三号换装的发展契机，目前仍处于北斗三号的规模换装期，换装将贯穿整个“十四五”时期，相关需求预计持续增加。其中，各类武器平台、终端和无人平台将是最大的三个应用领域，相关市场空间广阔。

#### 4. 航空航天：国内机构市场模拟仿真系统领导者，民航业务有望快速发展

公司航空航天主要包括模拟仿真业务、飞机零部件业务和民航通导业务，经营主体主要为旗下子公司摩诃创新、驰达飞机和海格云熙。

其中，模拟仿真业务覆盖飞行模拟器、机务模拟器、车辆模拟器、电动运动平台、视景系统等产品以及模拟飞行培训，是国内机构市场模拟仿真系统领导者之一；

飞机零部件业务主要覆盖大型飞机零部件研发制造、部件装配、航材维修以及航空发动机部件制造，是国际航空巨头、国产飞机制造商、发动机制造厂家的主流供应商之一，也是国内为数不多同时获得波音、空客、意航授权的二级供应商之一；

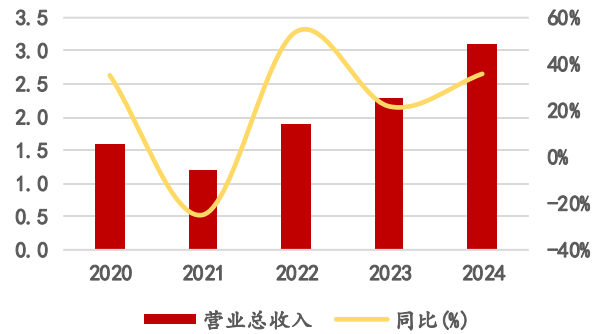
民航通导业务主要是为民航提供国产化的通信、导航和监视产品及系统解决方案，是国内获得民航通信导航监视设备使用许可证最多的厂家之一，国内市场占有率位居前列，国际市场已拓展至多个国家。

图 16 公司固定翼飞行模拟器



资料来源：摩洁创新官网，华西证券研究所

图 17 摩洁创新营收及同比情况（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

根据公司年报，中国商飞公司发布《中国商飞公司市场预测年报（2024-2043）》预测，未来二十年，预计将有 9,323 架飞机交付中国市场，到 2043 年，中国航空市场将拥有 10,061 架客机，占全球客机机队 20.6%，有望成为全球最大的单一航空运输市场，引领未来全球航空市场增长，国产飞机也将分享发展机遇。

根据公司 2023 年定增说明书，2023 年摩洁创新自主研发的操纵负荷系统、运动平台系统、振动平台系统三项均以第 1 名成绩中标某型模拟器配套分系统项目，同时又与多家主机厂签订大额模拟器整机采购合同，进一步稳固在飞行模拟器市场的行业地位；

2023 年 2 月，摩洁创新 14 吨全电运动平台随摩洁 AS350 飞行模拟机顺利通过民航 D 级鉴定，成为国内首套达到民航 CCAR-60 部最高 D 级标准的飞行模拟机运动系统，成功填补了国内空白。2024 年，受益于 AS350 飞行模拟器销售，摩洁创新 2024 年模拟器类产品营收 3.0 亿元，同比增长 42.7%。

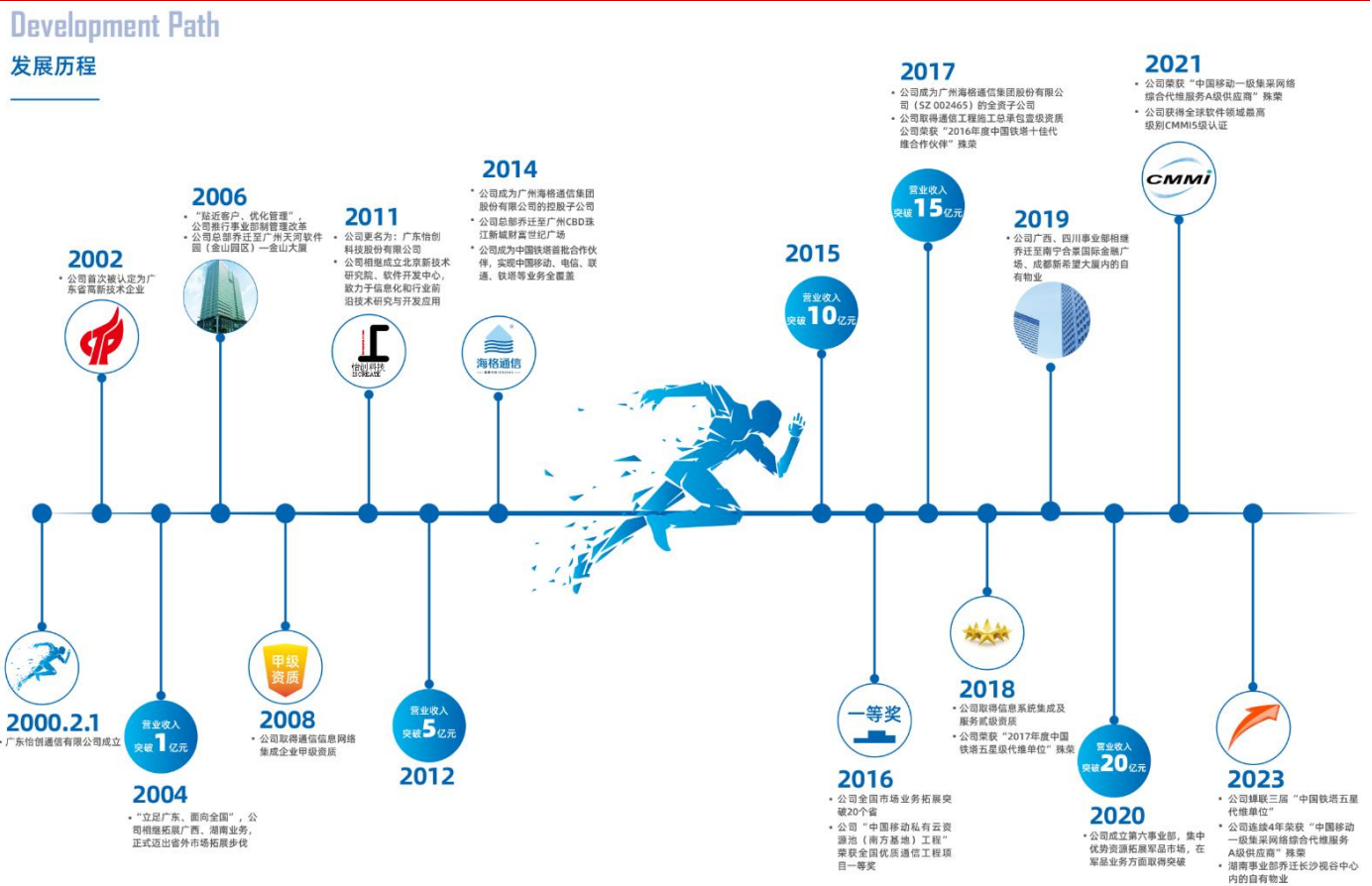
海格云熙成功中标国产甚高频产品迄今招标金额最大的项目——兰州中川国际机场通信系统设备采购项目，同时抓住“一带一路”发展机遇，获得国际市场订单，新签合同保持增长趋势。

驰达飞机依靠自身数控高速加工工艺技术创新优势，取得大额订单，海格通信·西安驰达产业园竣工启用，进一步提升生产能力，经营业绩实现较快增长，进一步稳固在飞机大型结构件零件加工中的行业地位与市场份额。

## 5. 数智生态：全方位数智网络业务支撑与一体化解决方案

公司从事的数智生态业务的经营主体为海格怡创，围绕移动运营商发展核心业务提供所需要的技术服务，包括技术咨询、网络设计、集成、建设、维护、优化、支撑等各个环节的专业化服务。业务覆盖全国 22 个省（自治区、直辖市），在中国移动 2021-2023 年网络综合代维集采项目中中标份额名列前茅，是中国移动网络综合代维服务优秀供应商（A 级），拥有 CMMI5 级评估认证等优质资质。

图 18 海格怡创发展历程



资料来源：海格怡创官网，华西证券研究所

根据公司定增说明书，公司与移动集团等客户具备持续稳定的合作关系，在传统优势市场份额稳中有升，保持行业前列。同时，公司首次突破中国联通综合代维业务，特殊机构市场业务呈上升趋势，增量业务发展前景看好。

公司瞄准全国布局的同时大力拓展政企、行业、特殊机构市场业务；公司突破政企行业数字网络及平台建设、广电数智化应用、海洋宽带网络平台建设、智慧海防等领域，构建了政企行业数字化、智能化建设与运维能力，逐步向数智生态转型升级。

## 6. 创新业务升级，先发优势拉升企业战略规划

2023 年，公司定增募集资金 18.55 亿元，主要用于“北斗+5G”通导融合研发产业化项目、无人信息产业基地项目和天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目。其中，“北斗+5G”通导融合研发产业化项目和无人信息产业基地项目涉及新增产能。

表 2 公司募集资金金额及投向（万元）

序号	项目名称	实施主体	投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
1	“北斗+5G”通导融合研发产业化项目	海格晶维	80,000	80,000

2	无人信息产业基地项目	海格天腾	208,000	50,000
3	天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目	海格通信	165,000	55,545
合计			453,000	185,545

资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据公司 2024 年报，公司全年在低空、电力、芯片、卫星互联网等民用领域争取的科研合同金额同比增长三倍多，成效显著。

## 6.1. 低空经济：空天地一体化低空服务体系生态持续优化

### 6.1.1. 卫星导航系统向通感一体化组网的空间信息网络演进，“北斗+”成为未来产业融合创新热点

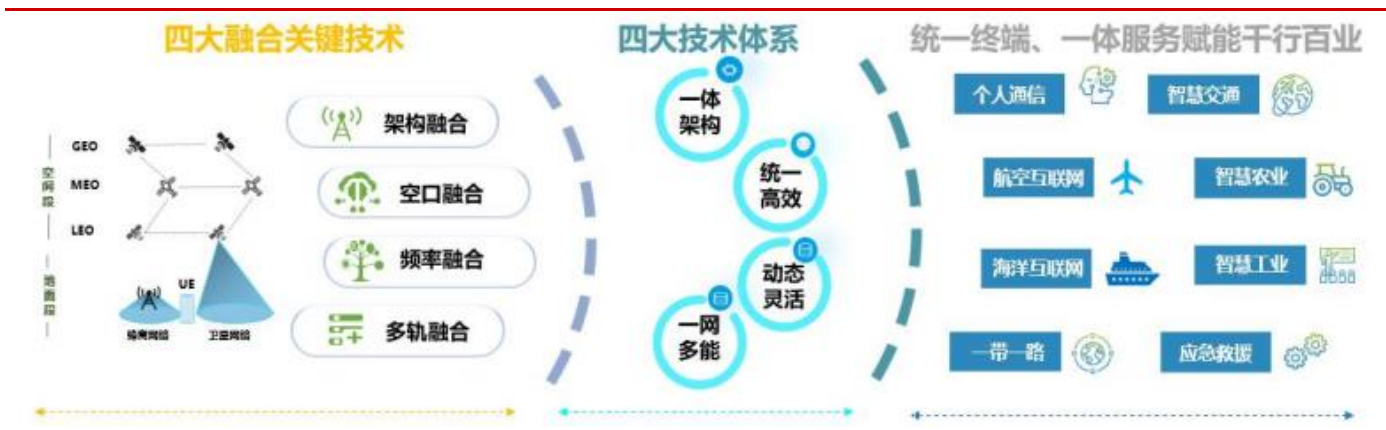
面向未来应用发展需求，国家提出 2035 年前构建更加泛在、融合、智能的国家综合定位导航与授时 PNT 体系的发展目标。

空间 PNT，即空间定位、导航授时综合管理系统的推出将弥补卫星导航的缺陷。随着北斗三号系统建成向全球提供服务，定位导航授时综合 PNT 系统是后卫星导航系统发展的必然趋势，以北斗/GNSS 为核心的综合 PNT 系统已经上升为国家战略，为全球用户提供服务。伴随北斗三号系统建成并投入使用，我国初步建成完全自主可控的全球时空服务基础设施。

目前，全球卫星导航系统构成 PNT 体系，即定位（Positioning）、导航（Navigation）、授时（Timing）体系组成的时空体系。除卫星导航外，卫星应用还包括卫星通信和卫星遥感，远期来看，从 PNT 体系将向 PNTRC（定位、导航、授时、遥感、通信）一体化组网的空间信息网络演进。

在中国移动提出的天地一体融合网络愿景中，天地一体支持以架构、空口、频率、多轨四大融合关键技术为基础的“一体架构”、“统一高效”、“动态灵活”、“一网多能”四大技术体系，构建泛在通信、立体感知、导航定位、算力协同四大核心业务能力，最终实现卫星和地面网络在技术、标准、产业和应用的全方位融合，为大众客户和千行百业提供统一终端、一体服务。

图 19 面向 6G 的天地一体融合网络技术愿景



资料来源：北斗卫星导航系统，华西证券研究所

随着“北斗+”融合创新和“+北斗”时空应用的不断发展，北斗三号与 5G、物联网、车联网等通导一体技术作为综合 PNT 体系重要组成部分，将成为行业发展主流

方向。随着北斗三号开通运行和 5G 网络逐步普及，以及运营商加快 CORS 网建设，“北斗+5G”的技术融合有望加速北斗高精度导航在车联网、智能驾驶、智慧城市、物联网等多种应用场景下的推广。

目前，中国移动北斗短信业务正式发布，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；北斗系统正在与低空经济等新产业领域深度融合，开创新应用场景，相互推动、共同发展。

### 6.1.2. “北斗+5G” 通导融合，“天腾” 低空飞行管理服务平台，助力低空经济

公司深耕北斗领域 20 多年，是特殊机构领域北斗芯片、组件和终端型号最多、品类最齐全的单位之一，拥有自主的从芯片、天线、模块、终端、系统到运营的全产业链布局优势，在核心芯片技术、终端制造能力、典型示范项目方面，拥有强大的技术实力和品牌效应。

5G 领域，公司通过自主研发及外延并购，已掌握多项 5G 核心技术，全资子公司海格怡创可提供 5G 领域在内的全方位一体化的业务支撑与 IT 应用系统解决方案，在 5G 专网应用领域，公司已有交通、安全、工业、室内定位等领域的应用方案推出，具有较为深厚的技术积累。

针对“北斗+5G”通导融合技术，公司已进行了较多的前期探索与积累，在射频技术、定位技术、通导融合技术等领域，均取得了一定的技术成果，公司未来的研发计划包括低轨射频芯片、PNT SoC 芯片、高精度多源融合定位系统、北斗时空大数据平台及 5G+北斗终端等。

根据公司年报，公司积极布局“北斗+5G”技术，着力推动技术融合和关键成果转换，有效布局交通、电力、石油石化、林业、应急、渔业等行业市场和大众消费及物联网应用领域，突破多个行业首批应用及国家重大工程项目，开辟北斗时空大数据在智慧城市领域的应用。

公司 2024 年 12 月 10 日公告，中选中国移动“2024-2025 年通导融合终端芯片研发服务采购项目”，预计中选合同金额 3106 万元。此次北斗通导融合芯片研制采购中选，再次印证公司与中国移动在包括“北斗+”行业应用拓展、空天地一体化协同发展、低空基础设施建设、车路云一体化建设、综合运维业务拓展等多领域开展业务合作与战略协同。

同时，2024 年第十五届中国国际航空航天博览会上，海格通信推出了面向低空活动的飞行管理服务平台——“天腾”，可提供“终端+连接+应用+监管”的全维服务，保障各类低空飞行器“看得见、飞得稳、管得住”，助力低空经济高质量发展。

海格通信构建的“天腾”低空飞行管理服务平台，是低空领域的智慧中枢，运用时空网格化技术将空域、航路、设施等全维度低空数据编织成一幅精密的立体画卷，于“一图之中”展现低空飞行的全景视野。重点提供飞前、飞中、飞后的低空飞行全流程服务，实现了飞行活动的多端协同、一窗速办、一网通达，极大简化了飞行申请与审批流程，效率倍增。基于人工智能算法和大数据治理能力，平台打造智能化管理服务体系，提供飞行仿真推演、实时冲突告警、航径智能优化、应急协调等全方位服务，确保低空飞行“洞察秋毫、管控有力、畅行无阻”。

图 20 “天腾”低空飞行管理服务平台



资料来源：南方+，华西证券研究所

我们认为，公司稳步开展“1类平台、3张网络、N型飞行器、培训服务”的低空产业布局，**驰达飞机发布新一代重型无人机——“九天”灵活配置重型无人机；**摩洁创新推出可适配旋翼/固定翼两种通用机型、多种场景的轻量化通用飞行模拟器，从通感一体的空天地一体化低空服务体系到飞行制造及低空飞行器适航取证等服务产业布局、飞行服务中心建设、应用场景开发等方面，推动低空领域生态持续优化。

## 6.2. AI 无人军事化：全域多品种平台布局实现无人集群通信

未来战争的趋势将是人工智能辅助决策，人工智能指控各种无人装备实现集群作战。伴随人工智能等新一轮科技与产业技术变革，国防装备正向无人化、智能化、集群化、低成本化融合发展，AI 技术军事化是大势所趋。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。

2019 年 7 月，国务院新闻办发布白皮书《新时代的中国国防》并指出，以信息技术为核心的军事高新技术日新月异，武器装备远程精确化、智能化、隐身化、无人化趋势明显，战争形态加速向信息化战争演变，智能化战争初现端倪。二十大报告也提出，要增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展，统筹网络信息体系建设运用。

根据公司 2023 年定增说明书，无人系统广泛应用于战场侦察、通信中继、电子对抗、局部精确打击等现代核心军事行动，具有隐蔽性好、费效比高、降低人员危险、高效快反的优点，因此在军、警应用领域越来越受到重视，其作用和地位日渐凸显。

我国在军用无人系统方面的研发尚处起步阶段，受到美、俄等在无人领域发展的刺激与启发，国内特殊机构的投入也逐步增大，在无人车、无人机、反无人、集群应用、编组协同等方面将朝着平台通用化、小型化、任务综合化等方面发展，预计“十四五”将安排大量无人领域的型号任务，并逐步开启每年百亿以上的无人装备市场份额。

本次定增无人信息产业基地项目主要属于对公司的无线通信等产品线的升级。本次募投项目实施后，公司无线通信产品线将进一步充实在无人领域的产品矩阵，提升无人场景下产品的通信、导航、系统集成等能力，研发无人运载操控平台、无人通信设备、反无人系统等产品。本项目的目标客户主要面向特殊机构市场。

根据定增说明书，目前，公司参与研制的多款型号地面无人平台装备在特殊机构比测中名列前茅并获得了选型，并在无人系统信息化装备研发和配套、反无人方面取得客户合同，具有先发优势。

根据广州数科集团，2024年11月海格天腾信息产业基地三区主体结构完工，产业基地全面建成后，将成为国内首个覆盖陆域、空域、水域等多领域的无人信息与低空经济产业综合园区及智能化制造示范基地。

目前厂房区、生活区主体结构已完工，5万平方米的无人车跑道和无人机测试区已建成并投入使用；飞行模拟器楼建设也已完工，已部署自主研制的AS350直升机D级（最高级）飞行模拟器，今年底前还将部署Mi171直升机D级飞行模拟器，规划2025年1月正式投入运营。

根据2024年报，报告期内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。

我们认为，公司在无人集群通信、无人机平台与系统与无人车等多方向持续发力，有望在未来智能化无人化集群装备趋势中获得先发优势。

### 6.3. 卫星互联网：放量组网，应用场景有望加速落地

卫星互联网星座迈入放量组网建设阶段，应用场景与商业需求逐渐出现。

在全球空天地一体化趋势背景下，卫星互联网成为继卫星导航之后，世界强国在天基信息系统领域的下一个争夺焦点。近年来，随着卫星发射技术及通信、导航技术的进步，卫星互联网产业已进入发展快车道。

根据央视新闻，继8月成功发射千帆极轨01组卫星后，10月15日下午19时06分，长征六号改运载火箭成功将千帆极轨02组卫星发射升空，“千帆星座”在轨卫星数量增至36颗。

伴随此次千帆极轨02组卫星成功发射，“千帆星座”将进入常态化、密集型的组网阶段，按照计划，“千帆星座”将于2030年建成。

根据“千帆星座”官方发布的部署计划，主要分为三期部署：

- 一期部署 648 颗卫星，提供区域网络覆盖；
- 二期部署 1296 颗卫星，实现全球网络覆盖；
- 三期规划由超过 1.5 万颗卫星提供多元业务融合服务。

目前，“千帆星座”组网卫星已实现整星标准化、模块化的批量生产，在应用落地方面，垣信卫星与多个国家相关机构签署了合作协议，积极推动硬件白盒化，通过开放接口，实现软件可定义，并与产业伙伴联合研制新型载荷，共同开发基于卫星互联网的新场景、新应用和新服务。“千帆星座”两批组网卫星的发射，证明我国平板式卫星堆叠“一箭多星”发射技术已经成熟。

卫星在民用领域应用包括手机与汽车终端直连开始推广。公司成为国内主流手机厂商实现手机直连卫星芯片规模化应用的供应厂家，“汽车直连卫星”业务已在国内多家大型车企乘用车上装测试，为下一步产品量产上车奠定基础，并在卫星互联网领域中标了多个研发项目。

图 21 2023 年 9 月中国电信发布“手机直连卫星”商用服务



资料来源：中国电信，华西证券研究所

图 22 中国电信全球首创汽车直连卫星服务



资料来源：中国电信，华西证券研究所

根据 2024 年报，报告期内，公司完成多款产品的在轨实验，积累丰富终端研制经验；持续引领波形体制迭代，进一步将业务范围从芯片、应用终端、信关站扩大至网络运营及运维服务领域；紧跟产业落地步伐，中标用户首款产品化窄带数据终端，市场份额可期；紧抓“汽车直连卫星”大众化应用机遇，开展多家大型车企乘用车上装测试，为下一步卫星通信设备及通导产品量产上车奠定基础。

## 7. 盈利预测及投资建议

### 7.1. 营收预测

**无线通信业务：**公司作为专用无线通信龙头，在“十四五”收官之年，2025 年客户订单有望恢复，叠加无人化订单增加，预计 2025 年恢复至 2023 年同期水平，2026-2027 年保持 18% 稳定增速增长。整体毛利率水平预计将稳步提升，2025-2027 年分别预计为 40.0%/40.5%/41.0%。

**北斗导航业务：**公司在北斗实现“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”全产业链布局，有望受益于北斗三号规模换装期，预计 2025-2027 年营收分别同比增长 80%/35%/35%，预计毛利率分别为 54.0%/53.8%/53.9%，基本保持稳定。

**航空航天业务：**在无人化及商飞加速发展进程中，相关业务有望恢复 CAGR 20% 的稳定增长，在 AS350 飞行器等高毛利订单拉动下，整体毛利率水平有望稳步提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 41%/42%/43%。

**数智生态业务：**预计 2025-2027 年营收稳定保持 CAGR 5% 增速增长，预计毛利率水平保持稳定 13%。

表 3 公司分业务营收及毛利率预测

收入(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
泛航空	427.68	513.22	615.86	739.04
无线通信	1,582.44	2,531.91	2,987.65	3,525.43
北斗导航	452.98	815.36	1,100.74	1,486.00
数智产品	2,368.79	2,487.23	2,611.59	2,742.17
其他业务	87.78	87.78	87.78	87.78

毛利率	2024A	2025E	2026E	2027E
泛航空	40.7%	41.0%	42.0%	43.0%
无线通信	38.7%	40.0%	40.5%	41.0%
北斗导航	54.9%	54.0%	53.8%	53.9%
数智产品	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
其他业务	84.1%	84.1%	84.1%	84.1%

营业收入-同比	2024A	2025E	2026E	2027E
泛航空	2.2%	20.0%	20.0%	20.0%
无线通信	-40.7%	60.0%	18.0%	18.0%
北斗导航	-51.7%	80.0%	35.0%	35.0%
数智产品	1.2%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 7.2. 盈利预测及投资建议

公司作为无线通信与北斗龙头厂商, 看好 2025 年订单恢复, 在创新领域 AI 无人化、卫星互联网以及低空经济的前瞻布局, 有望推动公司业绩企稳回升, 考虑下游客户及周期性对 2024 年业绩影响, 预计 2025-2027 年营收分别由 69.64/80.35/N/A 亿元调整为 64.36/74.04/85.80 亿元, 每股收益分别由 0.28/0.37/N/A 元调整为 0.20/0.25/0.32 元, 对应 2025 年 4 月 9 日 10.38 元/股收盘价 PE 分别为 50.11/38.91/30.67。维持“买入”评级。

表 4 盈利预测

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,449	4,920	6,436	7,404	8,580
YoY (%)	14.8%	-23.7%	30.8%	15.0%	15.9%
归母净利润(百万元)	703	53	488	629	798
YoY (%)	5.2%	-92.4%	819.0%	28.8%	26.9%
毛利率 (%)	32.4%	28.8%	32.0%	33.4%	34.9%
每股收益 (元)	0.30	0.02	0.20	0.25	0.32
ROE	5.5%	0.4%	3.7%	4.6%	5.5%
市盈率	32.87	493.00	50.11	38.91	30.67

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 5 可比公司估值

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				2025E	2026E	2025E	2026E
七一二	603712.SH	19.54	150.85	0.53	0.73	37.11	26.86
上海瀚讯	300762.SZ	19.36	121.57	0.43	0.58	44.85	33.52
烽火电子	000561.SZ	7.35	55.21	0.11	0.14	68.31	54.16
华测导航	300627.SZ	39.41	216.54	1.37	1.75	28.85	22.46

海能达	002583.SZ	10.08	183.30	0.31	0.41	32.39	24.39
<b>均值</b>			<b>145.49</b>	<b>0.55</b>	<b>0.72</b>	<b>42.30</b>	<b>32.28</b>
海格通信	002465.SZ	10.38	257.61	0.20	0.25	51.90	41.52

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

## 8. 风险提示

北斗、卫星互联网及低空经济应用推广不及预期；下游订单恢复不及预期；竞争加剧导致毛利率波动风险；系统性风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,920	6,436	7,404	8,580	净利润	107	575	740	939
YoY (%)	-23.7%	30.8%	15.0%	15.9%	折旧和摊销	194	159	170	178
营业成本	3,504	4,375	4,930	5,586	营运资金变动	-1,047	-468	-1,459	-1,316
营业税金及附加	44	56	64	75	经营活动现金流	-756	418	-386	-30
销售费用	169	180	215	246	资本开支	-686	-460	-480	-487
管理费用	332	373	453	516	投资	-215	-7	-3	-4
财务费用	-5	13	22	40	投资活动现金流	-882	-441	-455	-458
研发费用	945	965	1,111	1,347	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-69	-77	-76	-74	债务募资	2,270	420	438	395
投资收益	18	26	27	33	筹资活动现金流	1,826	348	353	298
营业利润	8	586	755	958	现金净流量	189	324	-488	-191
营业外收支	-3	0	0	0					
利润总额	5	586	755	958	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	-102	12	15	19	<b>成长能力</b>				
净利润	107	575	740	939	营业收入增长率	-23.7%	30.8%	15.0%	15.9%
归属于母公司净利润	53	488	629	798	净利润增长率	-92.4%	819.0%	28.8%	26.9%
YoY (%)	-92.4%	819.0%	28.8%	26.9%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.02	0.20	0.25	0.32	毛利率	28.8%	32.0%	33.4%	34.9%
					净利率	1.1%	7.6%	8.5%	9.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	0.3%	2.1%	2.6%	3.0%
货币资金	4,746	5,071	4,583	4,392	净资产收益率 ROE	0.4%	3.7%	4.6%	5.5%
预付款项	89	117	127	146	<b>偿债能力</b>				
存货	1,339	2,230	1,673	2,812	流动比率	2.48	2.18	2.16	2.03
其他流动资产	7,665	8,345	10,284	11,561	速动比率	<b>1.96</b>	<b>1.66</b>	<b>1.71</b>	<b>1.50</b>
流动资产合计	13,839	15,763	16,667	18,910	现金比率	0.85	0.70	0.59	0.47
长期股权投资	303	314	321	330	资产负债率	36.0%	39.8%	39.7%	42.0%
固定资产	1,493	1,567	1,629	1,690	<b>经营效率</b>				
无形资产	288	293	286	280	总资产周转率	0.25	0.30	0.32	0.34
非流动资产合计	6,691	6,999	7,313	7,626	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	20,530	22,762	23,979	26,536	每股收益	0.02	0.20	0.25	0.32
短期借款	1,469	1,889	2,326	2,722	每股净资产	5.08	5.28	5.53	5.85
应付账款及票据	2,731	3,816	3,803	4,926	每股经营现金流	-0.30	0.17	-0.16	-0.01
其他流动负债	1,383	1,536	1,589	1,688	每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,583	7,241	7,718	9,336	<b>估值分析</b>				
长期借款	486	486	486	486	PE	493.00	50.11	38.91	30.67
其他长期负债	1,325	1,325	1,325	1,325	PB	2.16	1.87	1.78	1.69
非流动负债合计	1,811	1,811	1,811	1,811					
负债合计	7,394	9,052	9,529	11,147					
股本	2,482	2,482	2,482	2,482					
少数股东权益	530	616	727	868					
股东权益合计	13,136	13,710	14,450	15,389					
负债和股东权益合计	20,530	22,762	23,979	26,536					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。