

➤ **事件：**4 月 24 日，公司发布 2024 年年报，全年实现营收 1.4 亿元，YOY -57.9%；归母净利润-2.7 亿元，2023 年为-0.6 亿元。同时发布 2025 年一季报，1Q25 实现营收 0.21 亿元，YOY +48.0%；归母净利润-0.15 亿元，1Q24 为-0.22 亿元，同比续亏但幅度收窄。**业绩表现符合市场预期。**2024 年，公司计提商誉减值准备、应收坏账准备等影响利润，我们点评如下：

➤ **1Q25 收入增长；亏损幅度收窄，拐点有望来临。**1) **单季度：**4Q24，公司实现营收 0.5 亿元，同比减少 8.3%，环比增加 644.7%；归母净利润-1.4 亿元。3Q23~1Q25，公司连续 7 个季度亏损，受行业环境影响，公司部分项目验收延迟、项目采购计划延期、新订单下发放缓，业绩持续承压。但 1Q25 营收同比增长 48%，同时亏损幅度环比有所收窄，需求或边际改善。2) **利润率：**2024 年，公司毛利率同比下滑 24.3ppt 至 26.0%，主要系产品产量大幅减少，导致单位产品制造费用、人工费用等固定成本分摊显著增加所致。

➤ **卫星导航配套层级不断提升；电子对抗产品将逐渐量产。**分产品看，2024 年，公司：1) **卫星导航：**主要为基于北斗卫星导航系统的导航终端设备及核心部件，如卫星导航接收机等，主要应用于特种领域。实现营收 0.8 亿元，YOY -69.5%；毛利率同比下滑 29.93ppt 至 26.5%。公司产品由模块向整机配套再到系统配套发展，配套层级不断提升，竞争地位不断提高。2) **卫星通信：**主要为天线及组件，目前应用于海事、航空等市场。实现营收 0.6 亿元，YOY -22.5%；毛利率同比下滑 11.22ppt 至 20.5%。3) **电子对抗：**主要为雷达对抗，包括末端防御类产、电子进攻类、训练及试验类产品。公司已通过公开竞标比选的方式赢得了多个电子对抗装备型号的研制订单，且将逐渐实现产品定型及量产。

➤ **减值等影响利润；回款影响经营现金流。**2024 年，1) 公司期间费用同比增加 13.0%至 2.3 亿元；期间费用率同比增加 75.7ppt 至 144.3%。2) 公司对前期收购的萤火泰讯形成的商誉计提减值准备 7911.5 万元。3) 公司资产减值损失及信用减值损失合计 1.5 亿元，2023 年为 0.2 亿元。上述科目均在一定程度上影响了公司净利润。2024 年，公司经营活动净现金流为-3.0 亿元，2023 年为-0.9 亿元，主要系回款影响所致。

➤ **投资建议：**公司是国内自主掌握导航天线等环节核心技术的厂商之一，坚持通导一体化的设计思路，研发出弹载导航数据链一体化终端产品并已成功应用，实现民企在该领域的突破。在电子对抗领域，公司技术科研起步较早且成果明显。我们预计，公司 2025~2027 年归母净利润分别是 1.01 亿元、1.74 亿元、2.99 亿元，当前股价对应 2025~2027 年 PE 分别是 60x/35x/20x。我们考虑到公司在卫星导航领域的技术优势及在电子对抗领域的突破性进展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、产品价格波动、商誉减值、回款风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	139	519	799	1,202
增长率 (%)	-57.9	272.7	53.8	50.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	-272	101	174	299
增长率 (%)	-382.4	137.3	71.8	72.1
每股收益 (元)	-1.62	0.60	1.04	1.78
PE	/	60	35	20
PB	3.7	3.5	3.2	2.8

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

36.32 元


分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书：S0100524090003

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1.盟升电子 (688311.SH) 2023 年三季报点评：3Q23 末存货增长 46%；电子对抗或放量在即-2023/10/25

2.盟升电子 (688311.SH) 2023 年中报点评：1H23 业绩同比大增 209%；业绩开始进入释放期-2023/08/15

3.盟升电子 (688311.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩有望走出底部；制导装备核心配套成长可期-2023/05/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	139	519	799	1,202
营业成本	103	210	302	435
营业税金及附加	10	11	18	22
销售费用	21	21	31	42
管理费用	92	92	137	192
研发费用	74	73	103	150
EBIT	-210	118	212	361
财务费用	15	-1	2	2
资产减值损失	-111	-2	-4	-5
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-326	117	205	354
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	-325	119	207	355
所得税	-49	16	31	53
净利润	-275	103	176	302
归属于母公司净利润	-272	101	174	299
EBITDA	-136	196	298	457

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	333	60	67	234
应收账款及票据	527	759	940	1,298
预付款项	5	6	9	13
存货	329	582	751	902
其他流动资产	54	61	68	76
流动资产合计	1,249	1,468	1,835	2,523
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	599	616	630	640
无形资产	39	40	40	40
非流动资产合计	1,042	1,060	1,072	1,082
资产合计	2,291	2,528	2,907	3,605
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	271	379	562	895
其他流动负债	96	124	143	207
流动负债合计	387	523	726	1,122
长期借款	45	45	45	45
其他长期负债	182	180	181	181
非流动负债合计	227	225	226	226
负债合计	614	749	952	1,348
股本	169	168	168	168
少数股东权益	48	49	51	54
股东权益合计	1,677	1,780	1,955	2,257
负债和股东权益合计	2,291	2,528	2,907	3,605

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-57.94	272.67	53.76	50.56
EBIT 增长率	-230.63	156.25	79.35	70.60
净利润增长率	-382.41	137.27	71.83	72.06
盈利能力 (%)				
毛利率	25.98	59.54	62.16	63.80
净利率	-194.92	19.49	21.78	24.89
总资产收益率 ROA	-11.86	4.00	5.98	8.30
净资产收益率 ROE	-16.67	5.85	9.13	13.58
偿债能力				
流动比率	3.23	2.81	2.53	2.25
速动比率	2.24	1.58	1.40	1.38
现金比率	0.86	0.11	0.09	0.21
资产负债率 (%)	26.80	29.61	32.74	37.39
经营效率				
应收账款周转天数	1307.91	500.00	400.00	370.00
存货周转天数	1164.62	1000.00	900.00	750.00
总资产周转率	0.06	0.22	0.29	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	-1.62	0.60	1.04	1.78
每股净资产	9.71	10.31	11.34	13.12
每股经营现金流	-1.80	-1.05	0.79	1.63
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	60	35	20
PB	3.7	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	/	30.33	19.98	13.03
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-275	103	176	302
折旧和摊销	73	78	86	96
营运资金变动	-229	-365	-143	-142
经营活动现金流	-302	-176	132	274
资本开支	-49	-92	-96	-105
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-46	-92	-96	-105
股权募资	0	-1	0	0
债务募资	-60	0	-26	0
筹资活动现金流	-69	-5	-29	-3
现金净流量	-417	-274	8	166

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048