

# 卫星制导核心标的

## 盟升电子(688311)

### 事件概述

公司2021年1月19日发布2020年业绩预告,预计2020年年度实现归属于母公司所有者的净利润为10,228.43万元到11,689.63万元,与上年同期相比,将增加2,922.41万元到4,383.61万元,同比增加40%到60%。

### 分析判断:

#### ► 公司是卫星导航制导领域的稀缺标的

公司主营业务为卫星导航产品和卫星通信产品,其中卫星导航产品主要为弹载卫星导航制导系统,目前国内从事相关产品研发的主流单位不超过五家,公司是A股唯一的弹载卫导产品供应商,竞争对手主要为国内军工口科研院所,早期公司为这些科研院所提供卫导核心零部件,后拓展至导航接收机整机。公司主要技术人员出身电子科技大学,在通信、电子信息工程等领域技术实力雄厚,董事长向荣从事军工卫导相关工作已有超过15年的经验,公司成立后凭借民营企业机制灵活、市场响应快等优势迅速发展,目前公司卫导相关产品在抗干扰、超高动态下连续信号接收等方面技术指标领先,行业口碑好,已与下游客户形成稳定配套关系。

#### ► 公司未来两年业绩确定性强

公司近两年的军品业绩确定性强,主要原因为十四五期间武器装备建设加快,导弹产品放量。公司产品在弹道弹、巡航弹等主流重要型号覆盖面广,且近年来随着军方对武器效能要求提升,公司的弹载卫导产品也实现了陆军火箭弹等产品的配套。目前除了业绩预告外还可从两个维度观察到公司,从财务报表的角度看公司2020年半年报应收账款同比增长39.15%,预付款项同比增长518.99%,多项反映生产经营的前瞻性指标出现了大幅增长,其次公司往年一般在一二季度进行军品的生产合同签订,而2020年出现了四季度提前签订2021年合同的情况,都反映出了当前导弹及卫导产品的高景气度情况。

近两年为公司贡献收入的产品为已经定型的型号,公司在跟研的型号要比当前贡献收入数量更多。目前公司主要投入为人才团队建设,产能方面不存在瓶颈。

#### ► 数据链&电磁对抗业务蓄势待发

公司围绕M&S(microwave&signal processing)发展,已拓展至弹载数据链产品和电磁对抗产品,数据链产品包含弹-星、弹-地、弹间多种体制,是各军事强国提升武器效能的发展方

### 评级及分析师信息

|             |            |
|-------------|------------|
| 评级:         | 买入         |
| 上次评级:       | 首次覆盖       |
| 目标价格:       |            |
| 最新收盘价:      | 105.55     |
| 股票代码:       | 688311     |
| 52周最高价/最低价: | 185.2/85.7 |
| 总市值(亿)      | 121.03     |
| 自由流通市值(亿)   | 29.05      |
| 自由流通股数(百万)  | 27.52      |



#### 分析师: 陆洲

邮箱: luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话: 010-59775364

#### 研究助理: 朱雨时

邮箱: zhuys@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话: 010-59775364

#### 相关研究

1. 《军工强周期系列报告之一: 制导系统是导弹产业链最佳细分赛道》

2.

3.

向之一。其中弹间数据链价值量远高于卫导产品，公司目前已有相关产品；电磁对抗是公司的强势领域之一，原本的卫星制导产品就高度强调并使用电磁抗干扰技术，公司该项业务属于卫导技术领域的外延，具备较强的应用价值。目前看，数据链和电磁对抗对公司业绩的贡献呈现出逐步提升的态势，公司后续将在军品上呈现出弹载卫导、弹载数据链和电磁对抗三大产品体系。

### ► 数据链&电磁对抗业务蓄势待发

卫星通信民品厚积薄发。公司卫星通信产品主要以民用机载动中通天线为主，实现客机的 Wifi 覆盖，目前是我国唯一一家获得适航认证的企业。公司机载天线目前在中东地区市场进展良好，公司 19 年向沙特航空交付 50 台机载动中通天线，产品单价接近 200 万元，后续仅沙特航空就有超过 100 架飞机需要加装，但因疫情因素该业务进度受到影响。公司 2020 年新拓展了沙特电信客户，后续还将陆续和土耳其、卡塔尔等中东客户提供服务，综合看公司 2020 年卫通民品收入基本持平或略有下降，随着新冠疫苗削弱疫情影响，以及低轨通信卫星网络逐步普及，民航客机的卫星通信天线后装市场有望迎来爆发。

### 投资建议

公司是国内稀缺的弹载卫导供应商，多年深耕该领域，并通过相近技术外延实现了产品多样化。近两年公司主要增长来源于卫导产品，我们预计公司 2020 年至 2022 年分别实现营业收入 3.76 亿元、5.40 亿元和 7.76 亿元；实现归母净利润 1.14 亿元、1.79 亿元和 2.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.99 元、1.56 元和 2.20 元，对应 PE 分别为 100X、64X 和 45X。首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

公司军品订单不及预期，民航市场复苏进度不及预期。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 202    | 283    | 376    | 540   | 776   |
| YoY (%)    | 26.1%  | 39.8%  | 32.8%  | 43.6% | 43.7% |
| 归母净利润(百万元) | 32     | 73     | 114    | 179   | 253   |
| YoY (%)    | 548.4% | 126.4% | 55.5%  | 57.4% | 41.4% |
| 毛利率 (%)    | 64.9%  | 65.9%  | 68.8%  | 69.8% | 70.1% |
| 每股收益 (元)   | 0.28   | 0.64   | 0.99   | 1.56  | 2.20  |
| ROE        | 8.9%   | 14.0%  | 16.9%  | 20.0% | 21.1% |
| 市盈率        | 353.53 | 156.18 | 100.44 | 63.80 | 45.14 |

资料来源：wind，华西证券研究所

## 正文目录

|                  |   |
|------------------|---|
| 1. 公司业绩拆分预测..... | 4 |
| 2. 可比公司估值情况..... | 4 |
| 3. 风险提示.....     | 5 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1 公司业绩拆分情况.....                       | 4 |
| 表 1 可比公司估值表（对比公司预测数据采用 wind 一致性预期）..... | 5 |

## 1. 公司业绩拆分预测

公司近两年的军品业绩确定性强，主要原因为十四五期间武器装备建设加快，导弹产品放量。公司产品在弹道弹、巡航弹等主流重要型号覆盖面广，且近年来随着军方对武器效能要求提升，公司的弹载卫导产品也实现了陆军火箭弹等产品的配套。目前除了业绩预告外还可从两个维度观察到公司，从财务报表的角度看公司 2020 年半年报应收账款同比增长 39.15%，预付款项同比增长 518.99%，多项反映生产经营的前瞻性指标出现了大幅增长，其次公司往年一般在一二季度进行军品的生产合同签订，而 2020 年出现了四季度提前签订 2021 年合同的情况，都反映出了当前导弹及卫导产品的高景气度情况。

民品方面，公司近两年增速受疫情影响增长有所放缓。公司卫星通信产品主要以民用机载动中通天线为主，实现客机的 Wifi 覆盖，目前是我国唯一一家获得适航认证的企业。公司机载天线目前在中东地区市场进展良好，公司 19 年向沙特航空交付 50 台机载动中通天线，产品单价接近 200 万元，后续仅沙特航空就有超过 100 架飞机需要加装，但因疫情因素该业务进度受到影响。公司 2020 年新拓展了沙特电信客户，后续还将陆续和土耳其、卡塔尔等中东客户提供服务，综合看公司 2020 年卫通民品收入基本持平或略有下降，随着新冠疫苗削弱疫情影响，以及低轨通信卫星网络逐步普及，民航客机的卫星通信天线后装市场有望迎来爆发。

图 1 公司业绩拆分情况

| 单位：百万元          | 2017A         | 2018A         | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>卫星导航系列产品</b> |               |               |               |               |               |               |
| 收入              | 129.29        | 122.11        | 153.01        | 252.47        | 403.95        | 605.92        |
| (+/-)           |               | -5.55%        | 25.31%        | 65.00%        | 60.00%        | 50.00%        |
| 成本              | 51.64         | 29.90         | 40.33         | 63.12         | 103.01        | 157.54        |
| 毛利              | 77.65         | 92.21         | 112.68        | 189.35        | 300.94        | 448.38        |
| 毛利率             | 60.06%        | 75.51%        | 73.64%        | 75.00%        | 74.50%        | 74.00%        |
| <b>卫星通信产品</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 收入              | 31.27         | 80.38         | 130.05        | 123.55        | 135.90        | 169.88        |
| (+/-)           |               | 157.05%       | 61.79%        | -5.00%        | 10.00%        | 25.00%        |
| 成本              | 16.05         | 41.19         | 56.16         | 54.36         | 59.80         | 74.75         |
| 毛利              | 15.22         | 39.19         | 73.89         | 69.19         | 76.11         | 95.13         |
| 毛利率             | 48.67%        | 48.76%        | 56.82%        | 56.00%        | 56.00%        | 56.00%        |
| <b>收入合计</b>     | <b>160.56</b> | <b>202.49</b> | <b>283.06</b> | <b>376.01</b> | <b>539.85</b> | <b>775.80</b> |
| <b>成本合计</b>     | <b>67.69</b>  | <b>71.09</b>  | <b>96.49</b>  | <b>117.48</b> | <b>162.80</b> | <b>232.29</b> |
| <b>综合毛利率</b>    | <b>57.84%</b> | <b>64.89%</b> | <b>65.91%</b> | <b>68.76%</b> | <b>69.84%</b> | <b>70.06%</b> |

资料来源：wind，华西证券研究所

公司是国内稀缺的弹载卫导供应商，多年深耕该领域，并通过相近技术外延实现了产品多样化。近两年公司主要增长来源于卫导产品，我们预计公司 2020 年至 2022 年分别实现营业收入 3.76 亿元、5.40 亿元和 7.76 亿元；实现归母净利润 1.14 亿元、1.79 亿元和 2.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.99 元、1.56 元和 2.20 元，对应 PE 分别为 100X、64X 和 45X。首次覆盖给予“买入”评级。

## 2. 可比公司估值情况

公司具备导弹导引头和卫星导航及通信双重属性，因此选择了大立科技、睿创微纳、高德红外、北斗星通、雷科防务五家公司作为可比公司。可以看出公司 2018 年起业绩高速增长，大幅消化了原有的高估值情况，因属于科创板企业，因为享有一定的估值溢价，对应 2021 年估值水平略高于五家可比公司的平均水平。

表 1 可比公司估值表（对比公司预测数据采用 wind 一致性预期）

| 股票代码      | 股票简称 | EPS  |       |       |       | PE     |        |        |        |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
|           |      | 2018 | 2019  | 2020E | 2021E | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  |
| 002414.SZ | 高德红外 | 0.21 | 0.24  | 0.62  | 0.75  | 230.18 | 148.89 | 57.52  | 47.31  |
| 688002.SH | 睿创微纳 | 0.33 | 0.45  | 1.26  | 1.73  | -      | 135.42 | 69.16  | 50.21  |
| 002214.SZ | 大立科技 | 0.12 | 0.30  | 0.89  | 1.00  | 83.49  | 88.51  | 32.33  | 28.74  |
| 002151.SZ | 北斗星通 | 0.21 | -1.33 | 0.26  | 0.38  | 103.17 | 115.94 | 200.00 | 135.98 |
| 002413.SZ | 雷科防务 | 0.12 | 0.13  | 0.17  | 0.21  | 49.75  | 43.16  | 44.43  | 35.10  |
| 平均值       |      |      |       |       |       | 116.65 | 106.38 | 80.69  | 59.47  |
| 688311.SH | 盟升电子 | 0.28 | 0.64  | 0.99  | 1.56  | 353.53 | 156.18 | 100.44 | 63.80  |

资料来源：wind，华西证券研究所（截至 2021/1/25）

### 3.风险提示

公司军品订单不及预期，民航市场复苏进度不及预期。

## 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)     |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |                 | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| 营业总收入              | 283          | 376          | 540          | 776          | 净利润             | 73           | 114          | 179          | 253          |
| YoY (%)            | 39.8%        | 32.8%        | 43.6%        | 43.7%        | 折旧和摊销           | 22           | 13           | 16           | 20           |
| 营业成本               | 96           | 117          | 163          | 232          | 营运资金变动          | -73          | -75          | -98          | -145         |
| 营业税金及附加            | 3            | 5            | 7            | 10           | 经营活动现金流         | 27           | 52           | 97           | 141          |
| 销售费用               | 46           | 38           | 51           | 70           | 资本开支            | -94          | -45          | -40          | -60          |
| 管理费用               | 28           | 45           | 54           | 74           | 投资              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用               | 2            | -5           | -2           | 2            | 投资活动现金流         | -93          | -45          | -40          | -60          |
| 资产减值损失             | -6           | 0            | 0            | -10          | 股权募资            | 84           | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益               | 0            | 0            | 0            | 0            | 债务募资            | 88           | -52          | 0            | 41           |
| 营业利润               | 79           | 123          | 197          | 278          | 筹资活动现金流         | 161          | -52          | 0            | 38           |
| 营业外收支              | 0            | 0            | 0            | 0            | 现金净流量           | 94           | -45          | 57           | 119          |
| 利润总额               | 79           | 123          | 197          | 278          |                 |              |              |              |              |
| 所得税                | 6            | 10           | 18           | 25           | <b>主要财务指标</b>   | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 净利润                | 73           | 114          | 179          | 253          | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 归属于母公司净利润          | 73           | 114          | 179          | 253          | 营业收入增长率         | 39.8%        | 32.8%        | 43.6%        | 43.7%        |
| YoY (%)            | 126.4%       | 55.5%        | 57.4%        | 41.4%        | 净利润增长率          | 126.4%       | 55.5%        | 57.4%        | 41.4%        |
| 每股收益               | 0.64         | 0.99         | 1.56         | 2.20         | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
|                    |              |              |              |              | 毛利率             | 65.9%        | 68.8%        | 69.8%        | 70.1%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 净利率率            | 25.8%        | 30.2%        | 33.1%        | 32.6%        |
| 货币资金               | 150          | 105          | 162          | 281          | 总资产收益率 ROA      | 8.4%         | 11.8%        | 14.2%        | 14.8%        |
| 预付款项               | 5            | 12           | 24           | 46           | 净资产收益率 ROE      | 14.0%        | 16.9%        | 20.0%        | 21.1%        |
| 存货                 | 109          | 97           | 134          | 191          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 其他流动资产             | 313          | 380          | 502          | 670          | 流动比率            | <b>2.27</b>  | <b>3.12</b>  | <b>3.12</b>  | <b>2.85</b>  |
| 流动资产合计             | 576          | 594          | 822          | 1,188        | 速动比率            | 1.82         | 2.55         | 2.52         | 2.28         |
| 长期股权投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 现金比率            | 0.59         | 0.55         | 0.61         | 0.67         |
| 固定资产               | 64           | 105          | 152          | 212          | 资产负债率           | 40.3%        | 29.9%        | 28.7%        | 30.1%        |
| 无形资产               | 45           | 45           | 45           | 45           | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 非流动资产合计            | 296          | 367          | 434          | 523          | 总资产周转率          | 0.32         | 0.39         | 0.43         | 0.45         |
| 资产合计               | 872          | 960          | 1,256        | 1,711        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 短期借款               | 52           | 0            | 0            | 41           | 每股收益            | 0.64         | 0.99         | 1.56         | 2.20         |
| 应付账款及票据            | 142          | 129          | 178          | 255          | 每股净资产           | 4.54         | 5.87         | 7.80         | 10.43        |
| 其他流动负债             | 60           | 61           | 85           | 121          | 每股经营现金流         | 0.23         | 0.45         | 0.85         | 1.23         |
| 流动负债合计             | 254          | 190          | 264          | 417          | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期借款               | 50           | 50           | 50           | 50           | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 其他长期负债             | 47           | 47           | 47           | 47           | PE              | 156.18       | 100.44       | 63.80        | 45.14        |
| 非流动负债合计            | 97           | 97           | 97           | 97           | PB              | 0.00         | 20.43        | 15.37        | 11.49        |
| 负债合计               | 351          | 287          | 361          | 514          |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 86           | 86           | 86           | 86           |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 521          | 673          | 895          | 1,196        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 872          | 960          | 1,256        | 1,711        |                 |              |              |              |              |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

朱雨时：华西证券研究所军工行业研究助理，电子科技大学学士、中央财经大学硕士，2020年加入华西证券。

### 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。