



盛路通信(002446)

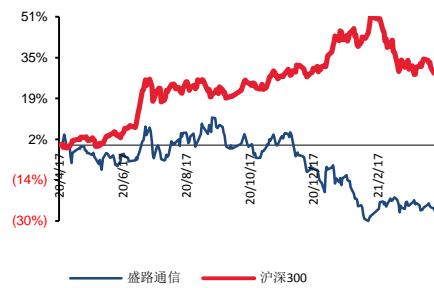
目标价: 7.35

昨收盘: 6.15

信息技术 技术硬件与设备

剥离汽车电子轻装上阵，军工业务快速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	909/833
总市值/流通(百万元)	5,589/5,121
12个月最高/最低(元)	8.35/5.25

相关研究报告:

盛路通信(002446)《业绩拐点显现，
轻装前行聚焦军工+通信业务》
--2020/10/29

盛路通信(002446)《盛路通信深度
报告：毫米波天线领导者，智慧室
分高增长可期》--2020/08/31

证券分析师: 李宏涛

电话: 18910525201

E-MAIL: liht@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010002

证券分析师: 李仁波

电话: 18822886673

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040002

证券分析师: 赵晖

电话: 15201962711

事件: 公司发布 2020 年报和 2021Q1 业绩预告。全年实现营收 11.45 亿元 (YOY-14.11%)，归母净利润 1.81 亿元 (YOY+123.95%)，扣非后归母净利润-0.18 亿元。公告预计 2021Q1 归母净利润 4000 万元~4300 万元，同比大幅增长 647%~703%。

点评:

1、Q1 业绩快速增长，超市场预期

全年实现营收 11.45 亿元 (YOY-14.11%)，归母净利润 1.81 亿元 (YOY+123.95%)，扣非后归母净利润-0.18 亿元。公司军工电子快速增长，全年营收 4.43 亿元，同比增长 43.50%，军工电子业务占营收比重增加到 38.69%。受通信网络建设延缓，国内 5G 天线产品也延迟集采招标，民用通信业营收 4.49 亿元，同比下滑 34.94%。剥离合正电子，导致公司的营收规模下滑。公告预计 2021Q1 归母净利润 4000 万元~4300 万元，同比大幅增长 647%~703%。公司业绩增长主要原因: ①军工电子订单大幅增长，同时进一步扩充南京恒电和成都创新达产能；②剥离合正电子轻装上阵，2020 年 Q1 合正电子亏损 1341 万元，公司净利润同比大幅增加。

公司总体毛利率上升 4.55 个百分点。主要是剥离了相对低毛利率的汽车电子业务。受审价的影响，2020 全年军工电子业务毛利率 50.22%，同比下滑 4.94 个百分点。民用通信业务毛利 29.27%，同比增加 1.05 个百分点。

2、军工电子在手订单充足，持续扩充产能夯实业绩

军工电子业务主要为微波毫米波器件、微波混合集成电路等，经过 20 余年的研发技术和工艺积累，在行业内具有较强的竞争优势。为实现国产替代，公司在芯片等领域已经取得突破性进展。产品已在机载、舰载、弹载、车载等武器平台得到广泛应用，客户为国内大型的军工集团、科研院所、整机厂商等。由于国际形势日趋复杂，为维护国家安全和利益，给国内军工产业带来全面发展机会。由于武器装备列装步入放量建设时期，军工电子行业供需形势出现显著变化，公司新接订单出现大幅增长。

为满足订单的快速增长，对南京恒电和成都创新达进行扩产，推进南京盛恒达科创产业园的落地建设工作，在成都推进购买资产提升产能的工作；同时集合公司的综合研发实力，加速技术研发和生产工艺的迭代提升。

3、天线业务稳步发展，智慧室分值得期待

E-MAIL: zhaohui@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010003

受疫情影响国内外通信建设放缓，公司天线业务受到一定影响，随着疫情逐渐恢复，未来民用通信业务有望稳步发展。基站天线方面，5G 网络部署面临多系统共用、天面资源受限、网络建设和运营成本高等诸多挑战，对天线也提出了更高要求。公司开发出适用于客户需求的 4+4+4+8 多频多模电调基站天线，参与运营商组织的产品认证测试。公司窄带物联网天线市场占有率排在前列；

在室内网络覆盖方面，发布新一代有源室内分布系统设备，并中标中国移动研究院 4G/5G 融合组网智慧室分（SmartDAS）系统的项目开发。已经完成系统验证及试商用，该系统由有源一体化天线、智慧网关、智能监控平台组成。在 Sub-6G 频段，公司还针对不同的运营商，配合相关设备商，完成了小基站和微基站配套用一体化天线的设计及产品试验和验证，并获得客户认可，批量交付给客户应用。室内是 5G 应用的主要场景，市场空间广阔，运营商年均 2000 万面的需求量，按照移动对 5G 智慧室分指导价 400 元/面，未来 5 年，年均 80 亿的市场空间，有望给公司带来新的增长点。

3、投资建议

公司军工电子业务在手订单充沛，同时积极扩张产能，军工电子业务有望快速增长。5G 的流量主要发生在室内，公司是 4G 室分天线领导者，发布了 5G 新型智慧室分，同时完成了小微基站一体化天线验证，市场空间广阔，有望成为公司新的增长极。不考虑出售合正电子带来的一次性投资收益 3.6 亿元对 2021 年净利润的影响，预计 2021~2023 年公司营收 11.78 亿、14.51 亿、18.05 亿，归母净利润 1.95 亿元、2.61 亿元、3.47 亿元，对应的 PE 为 29/21/16，继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：智慧室分发展不及预期；运营商采购进度不及预期；军工电子产能扩张不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1145.36	1177.66	1450.54	1805.01
(+/-%)	-14.11%	2.82%	23.17%	24.44%
净利润(百万元)	181.16	195.27	261.15	347.07
(+/-%)	123.95%	7.79%	33.74%	32.90%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.21	0.29	0.38
市盈率(PE)	31	29	21	16

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1145.36	1177.66	1450.54	1805.01
营业成本	732.21	700.68	846.76	1034.04
营业税金及附加	8.06	8.33	10.31	12.79
销售费用	77.75	79.79	97.82	122.05
管理费用	142.81	211.98	261.10	324.90
财务费用	6.28	2.68	3.63	4.52
资产减值损失	-5.80	0.00	0.00	0.00
投资收益	171.31	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	134.68	174.20	230.92	306.71
其他非经营损益	19.95	9.75	11.39	12.27
利润总额	154.64	183.94	242.31	318.97
所得税	-15.45	0.61	-2.88	-6.89
净利润	170.09	183.33	245.19	325.86
少数股东损益	-11.07	-11.93	-15.96	-21.21
归属母公司股东净利润	181.16	195.27	261.15	347.07
资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	925.48	1225.42	1205.02	1264.38
应收和预付款项	1067.90	986.21	1237.61	1554.17
存货	392.55	326.04	451.95	536.83
其他流动资产	25.20	25.91	31.91	39.71
长期股权投资	48.85	48.85	48.85	48.85
投资性房地产	102.03	102.03	102.03	102.03
固定资产和在建工程	246.03	236.41	226.79	217.17
无形资产和开发支出	1033.45	1017.26	1001.06	984.87
其他非流动资产	49.54	49.04	48.55	48.05
资产总计	3891.02	4017.17	4353.78	4796.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	478.95	509.04	608.07	735.77
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00
其他负债	320.82	280.45	311.89	352.21
负债合计	839.77	829.49	959.96	1127.98
股本	908.78	908.78	908.78	908.78
资本公积	2097.91	2097.91	2097.91	2097.91
留存收益	26.27	186.61	408.70	704.17
归属母公司股东权益	3044.94	3193.30	3415.39	3710.86
少数股东权益	6.32	-5.62	-21.57	-42.78
股东权益合计	3051.26	3187.68	3393.82	3668.08
负债和股东权益合计	3891.02	4017.17	4353.78	4796.05
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	223.33	203.19	260.87	337.54
PE	30.85	28.62	21.40	16.10
PB	1.84	1.75	1.64	1.51
PS	4.88	4.75	3.85	3.10
EV/EBITDA	19.83	20.18	15.79	12.03

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	170.09	183.33	245.19	325.86
折旧与摊销	82.37	26.31	26.31	26.31
财务费用	6.28	2.68	3.63	4.52
资产减值损失	-5.80	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-317.20	117.61	-205.25	-256.74
其他	121.08	49.60	-47.60	15.53
经营活动现金流净额	56.82	379.53	22.29	115.48
资本支出	121.39	0.00	0.00	0.00
其他	-246.05	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-124.66	0.00	0.00	0.00
短期借款	-156.17	0.00	0.00	0.00
长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	64.93	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-34.93	-39.06	-51.60
其他	48.13	-44.67	-3.63	-4.52
筹资活动现金流净额	-73.10	-79.59	-42.69	-56.12
现金流量净额	-142.10	299.94	-20.40	59.36
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	-14.11%	2.82%	23.17%	24.44%
营业利润增长率	117.42%	29.34%	32.56%	32.82%
净利润增长率	122.46%	7.79%	33.74%	32.90%
EBITDA 增长率	133.36%	-9.02%	28.39%	29.39%
获利能力				
毛利率	36.07%	40.50%	41.62%	42.71%
期间费率	19.80%	25.00%	24.99%	25.01%
净利润率	14.85%	15.57%	16.90%	18.05%
ROE	5.57%	5.75%	7.22%	8.88%
ROA	4.37%	4.56%	5.63%	6.79%
ROIC	7.83%	8.53%	11.31%	13.52%
EBITDA/销售收入	19.50%	17.25%	17.98%	18.70%
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.30	0.35	0.39
固定资产周转率	4.01	5.64	7.28	9.51
应收账款周转率	1.99	2.51	2.48	2.56
存货周转率	1.40	1.82	2.04	2.05
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.05	—	—	—
资本结构				
资产负债率	21.58%	20.65%	22.05%	23.52%
带息债务/总负债	10.31%	10.43%	9.02%	7.67%
流动比率	359.79%	388.49%	370.28%	354.26%
速动比率	301.21%	339.08%	313.10%	298.24%
每股指标	0.00%	17.89%	14.96%	14.87%
每股收益				
每股净资产	0.20	0.21	0.29	0.38
每股经营现金	3.35	3.51	3.76	4.08

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。