

盟升电子 (688311) 2020 年年报点评: 军品贡献主要利润, 布局数据链、卫星互联网等 领域, 持续提升竞争力

行业分类: 国防军工

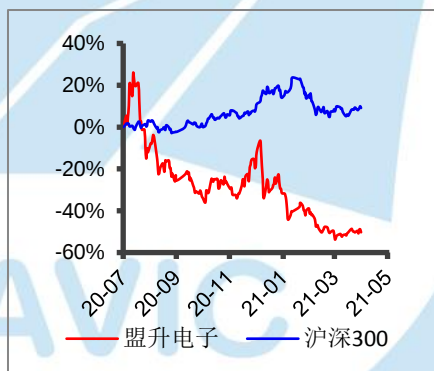
2021 年 5 月 2 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.4.30)	67.76 元
目标价格	85.00 元

基础数据 (2021.4.30)

上证指数	3446.86
总股本 (亿股)	1.15
流通 A 股 (亿股)	0.28
资产负债率 (2020 年末)	23.04%
ROE (摊薄) (2020 年)	6.51%
PE (TTM)	68.20
PB (LF)	4.72

公司上市至今与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 30 日公告, 公司 2020 年实现营业收入 4.23 亿元 (+49.52%), 归母净利润 1.07 亿元 (+46.53%), 毛利率 64.07% (-1.84pcts), 净利率 25.29% (-0.52pcts)。2021 年一季度业绩预告, 公司一季度营业收入 0.20 亿元 (+33.20%), 归母净利润 0.01 亿元 (+115.25%)。

➤ 投资要点:

● 主营业务持续高增长, 军品贡献主要利润

报告期内公司实现营业收入 4.23 亿元 (+49.52%), 近五年复合增长率为 23.75%, 归母净利润 1.07 亿元 (+46.53%), 近五年复合增长率为 46.41%, 公司主营业务持续高增长。毛利率 64.07% (-1.84pcts), 净利率 25.29% (-0.52pcts), 维持在较高水平。

从产品应用领域来看, 子公司盟升科技在公司业务体系内定位为国防军工产品的研发、制造和销售平台, 承接国防领域的武器装备生产任务, 为公司军品生产销售的主体。2020 年, 盟升科技净利润为 1.08 亿元 (+61.75%), 为公司主要利润来源, 表明公司军品业绩快速释放, 处于高速发展时期。

公司主营业务可分为卫星导航产品和卫星通信产品。卫星导航产品主要为基于北斗卫星导航系统的导航终端设备以及核心部件产品, 如卫星导航接收机、组件、专用测试设备等, 目前主要应用于国防军事领域, 2020 年营业收入为 3.01 亿元 (+96.69%), 表明公司卫星导航领域进入放量增长; 同时, 公司卫星导航产品库存量同比增长 38.17%, 由于公司销售采取以销定产, 表明公司在卫星导航领域在手订单充足, 2021 年有望持续放量。

卫星通信产品主要为卫星通信天线及组件, 包括动中通天线、信标机和跟踪接收机等产品, 目前主要应用于海事、航空市场。2020 年营业收入为 1.22 亿元 (-5.99%), 营收首次出现下滑, 其主要原因为受疫情影响, 境外民航机载天线订单大幅减少, 境外新客户卫星通信天线产品订单增加, 整体收入有所下降。

在费用方面, 2020 年, 公司三项费用率为 18.61% (-8.27pcts), 其中销售费用率为 7.69% (-8.65pcts), 降幅明显, 其主要原因为上年度为公司向客户 A1 销售产品产生的售后服务费, 本年度未向其销售产品, 售后服务费减少较多。客户 A1 为 2019 年第一大客户, 招股书披露为 USAT, 为沙特阿拉伯客户 Taqnia Space 采购服务提供商。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

2020 年，公司研发投入占营业收入比为 13.19%(+3.23pcts)，获得 4 项发明专利、7 项实用新型专利、7 项软件著作权，持续高研发投入为公司保持技术领先，市场开拓等打下较好的基础。截至 2020 年底，公司存货为 1.23 亿元(+12.55%)，合同负债及预收款 0.16 亿元(+871.65%)，表明公司在手订单充足。随着公司营收规模的增加，公司应收账款增加至 4.10 亿元的(+69.16%)；经营活动现金流为 0.69 亿元。

● **军用卫星导航的核心供应商，配套层级逐步提升，数据链等产品研发取得进展，公司竞争力进一步提升**

公司的各类卫星导航主要应用于国防军事领域。公司是国内少数几家自主掌握导航天线、微波变频、信号与信息处理等环节的核心技术的厂商之一，具备全国产化设计能力，不仅能研发卫星导航终端产品，还具备模拟卫星信号的设计能力，研制、开发各种卫星导航模拟测试设备。公司近年来参与了多个装备型号的研制，多款产品已经定型，进入批量生产阶段，成为了国家国防力量的组成部分。随着公司卫星导航产品技术特性不断提升，公司产品由模块向整机配套再到系统配套的方向发展，公司的配套层级不断提升，竞争地位不断提高、竞争能力不断提升。

公司持续加大研发投入，研发出了弹载导航数据链一体化终端产品并应用于国防武器平台，实现了民营企业在该领域内的首次突破。在研项目中，公司在基于弹载天链通信技术、北斗三代卫星导航接收机、北斗三代卫星导航模拟器等方面持续加大投入，将有助于持续保持公司军用卫星导航领域的技术领先性。

我们认为，伴随当前军队加大实战化演习力度，实战化训练导致耗损增加、备战需求带来武器装备快速提质补量的双重牵引下，导弹等武器装备需求也将快速增长。公司为军用卫星导航的核心供应商，首家研发成功弹载导航数据链的一体化终端产品的民营企业，公司在军用卫星导航领域业绩有望开启高速增长。

● **掌握卫星通信天线核心技术；拟收购南京荧火，打造系统化解决方案提供能力，布局卫星互联网和无线自组网**

在卫星通信领域，我国卫星通信尚处于行业起步阶段，由于受到资金、技术、人力资源、研发力量、品牌等方面的限制，我国卫星通信天线市场主要被日韩、欧美等国外产品所占据。由于 VSAT 卫星通信天线生产技术水平要求较高，目前国内具有自主天线研发和生产能力的生产厂家尚为数不多。近年来，国内有实力的卫星通信天线制造企业加大研发投入，已研发出具有自主知识产权的卫星通信技术及产品，且不断得到推广应用。

公司从信标机、单脉冲跟踪接收机等组件研发起步，通过多年的技术投入，逐步向整机研发开拓。目前已成功研发出了涵盖机载、船载和车载多个平台，覆盖 L 频段、S 频段、Ku 频段和 Ka 频段等主流通信频段的动中通产品，是行业内产品系列化最完整的厂家之一。

公司卫星通信产品的核心零部件均为自主设计生产，产品具备天线系统的兼容性和集成度高、可靠性高等特点，产品能保持对卫星信号的精确追踪，在极端条件下能够建立并保持连续可靠的卫星通信，在各种工作条件下具有稳定的信号连接和较好的性能表现，公司已掌握了卫星通信天线的核心技术。

4 月 16 日，公司公告拟使用超募资金 1.22 亿元收购南京荧火 51%股权。南京荧火聚焦卫星通信和无线自组网通信系统研发和技术服务，其核心团队长期从事系统设计、信号处理和设备研发工作，产品已在客户单位得到了产业化的运用，积累了系统设计、信号处理和设备研发相关的核心技术。公司目前卫星通信产品主要集中在信号接收环节的卫星通信天线产品之上，公司拟通过本次收购，实现产品由天线向终端和系统的快速演进。同时，利用系统化的卫星通信技术，公司可以加快无线自组网通信系统的开发进度，有助于公司布局、开拓卫星互联网和无线自组网市场，拓宽公司的业务领域，进一步增强市场竞争力和盈利能力。

➤ **投资建议**

1. 我们认为，在卫星导航领域，伴随当前军队加大实战化演习力度，实战化训练导致耗损增加、备战需求带来武器装备快速提质补量的双重牵引下，导弹等武器装备需求也将快速增长。公司为军用卫星导航的核心供应商，首家研发成功弹载导航数据链的一体化终端产品的民营企业，公司在军用卫星导航领域业绩有望开启高速增长。

2. 在卫星通信领域，公司核心零部件均为自主设计生产，掌握卫星通信天线核心技术。公司的动中通产品覆盖多个主流通信频段，是行业内产品系列化最完整的厂家之一。公司拟收购南京萤火，有助于打造系统化解决方案提供能力，加快卫星互联网和无线自组网市场的布局。随着低轨卫星等行业的发展，公司卫星通信产品迎来快速发展期。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 5.26 亿元、6.65 亿元和 8.54 亿元，归母净利润分别为 1.47 亿元、1.83 亿元及 2.30 亿元，EPS 分别为 1.28 元、1.60 元、2.00 元，我们给予买入评级，目标价为 85.00 元，分别对应 2021-2023 年的 PE 为 66 倍、53 倍和 43 倍。

➤ **风险提示：**客户集中度较高的风险；公司卫星通信产品拓展不及预期的风险；境外销售的风险。

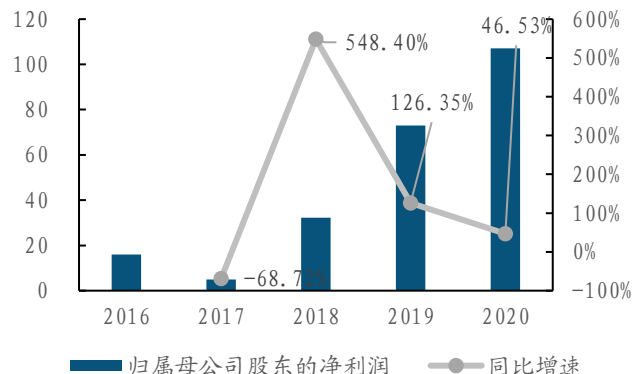
➤ **盈利预测：**

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	423.23	525.79	664.95	854.42
增长率 (%)	49.52%	24.23%	26.47%	28.49%
归属母公司股东净利润	107.05	146.83	183.24	229.50
增长率 (%)	46.53%	37.15%	24.80%	25.25%
每股收益 (EPS) (元)	0.93	1.28	1.60	2.00

数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 2016-2020 年公司年报主要财务数据
图 1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

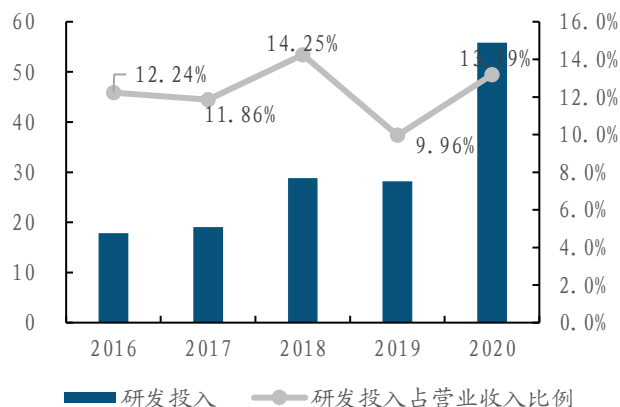
图 2: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

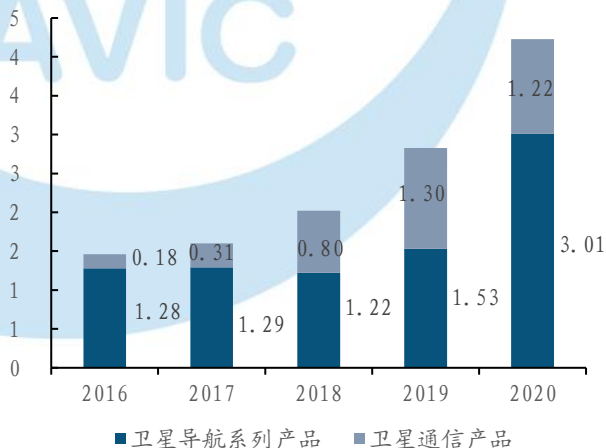
图 3: 公司近五年三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

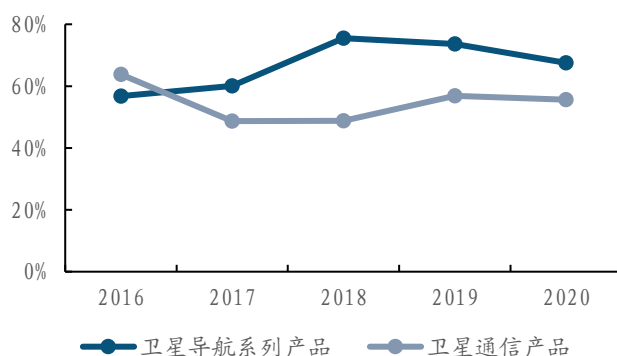
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司近五年研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 5: 公司近五年收入构成 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司近五年毛利率情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	423.23	525.79	664.95	854.42
减: 营业成本	152.06	205.28	262.41	343.82
营业税金及附加	5.51	2.68	3.59	4.44
销售费用	32.55	61.12	73.81	91.48
管理费用	96.70	97.27	126.34	162.34
财务费用	5.33	-2.11	-4.79	-6.17
资产减值损失	1.14	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	2.35	1.17	1.37	1.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	124.49	167.71	208.95	262.97
加: 其他非经营损益	0.90	0.19	0.28	0.33
利润总额	125.38	167.91	209.23	263.29
减: 所得税	18.33	21.08	25.99	33.79
净利润	107.05	146.83	183.24	229.50
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	107.05	146.83	183.24	229.50
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	579.20	810.36	945.72	1040.92
应收和预付款项	489.73	270.82	357.97	459.29
存货	122.97	208.67	259.11	345.29
其他流动资产	485.21	486.35	492.17	500.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	340.40	323.02	291.93	257.73
无形资产和开发支出	43.58	42.23	40.87	39.52
其他非流动资产	75.63	87.09	97.84	107.88
资产总计	2136.72	2228.52	2485.63	2750.84
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	266.14	249.10	368.63	456.17
长期借款	99.00	99.00	99.00	99.00
其他负债	107.14	147.96	182.96	231.79
负债合计	492.28	496.06	650.59	786.95
股本	114.67	114.67	114.67	114.67
资本公积	1348.21	1348.21	1348.21	1348.21
留存收益	181.56	269.58	372.16	501.00
归属母公司股东权益	1644.44	1732.46	1835.04	1963.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1644.44	1732.46	1835.04	1963.89
负债和股东权益合计	2136.72	2228.52	2485.63	2750.84
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	69.09	296.88	200.87	180.22
投资活动现金流净额	-725.38	-8.83	-9.63	-10.53
筹资活动现金流净额	1019.36	-56.90	-55.87	-74.49
现金流量净额	358.20	231.15	135.37	95.20

数据来源: WIND, 中航证券研究所 注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超（证券执业证书号：S0640519070001），中航证券军工行业首席分析师，毕业于清华大学精仪系，空军装备部门服役八年，有一线飞行部队航空保障经验，后在空装某部从事总体论证工作，熟悉飞机、雷达、导弹、卫星等空、天、海相关领域，熟悉武器装备科研生产体系及国内外军工产业和政策变化；2016-2018年新财富第一团队核心成员，2016-2018年水晶球第一团队核心成员。

王宏涛（证券执业证书号：S0640520110001），中航证券军工分析师，毕业于中国航天科工集团第二研究院第二总体设计部，飞行器设计专业博士。曾从事航天装备总体设计方向研究，熟悉国内外各类航天整机及主要分系统设计原理，对我国航空航天各军用武器装备行业有较深入了解。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。