

# 盛路通信 (002446)

## 持续深耕军、民两用通信领域，未来持续发展可期

### 军民两用通信技术，底蕴深厚技术领先

公司是一家技术底蕴深厚的军、民两用通信技术企业，具有近 20 余年的发展历史。业务集研发、生产、销售、服务于一体，是国家级高新技术企业。

**1) 军工电子方面**，公司分别在我国的军工重镇南京和成都进行布局，主要从事微波器件、混合集成电路及相关组件、及复杂电磁环境下进行电子战的超宽带信号处理微系统的设计、开发、生产、销售与服务，在研发实力和业务规模方面，处于国内军用微波行业民营企业的前列；**2) 民用通信方面**，公司是国内领先的通信天线、射频设备、整体解决方案的研发、生产和销售企业，掌握通信天线、射频微波尤其是毫米波产品设计和制造的关键技术，相关产品研发能力处于国际先进水平。

### 剥离合正电子、优化业务结构，轻装上阵再度起航

受行业影响，公司原子公司合正汽车电子业务收入明显下降，自 2019 年以来出现了持续大额的亏损。2020 年 9 月，公司出售了合正电子 100% 股权并完成了股权转让工商变更登记，公司不再持有合正电子的股权，合正电子将不再纳入公司合并报表范围。**公司剥离汽车电子业务，同时军工电子订单旺盛，未来有望持续提高盈利水平。**公司 18-20 年归母净利润分别为 1.21 亿、-7.57 亿和 1.81 亿元，20 年实现同比扭亏增长 123.95%。

### 国内军工产业需求加速增长，保持较强竞争力

公司的军工电子业务专注于微波毫米波器件、微波混合集成电路及相关组件、系统的设计、开发、生产、销售与服务。公司产品具有频率高、频带宽、小型化、集成度高、动态范围大、抗干扰能力强、宽温度范围、电磁兼容性能好等特点，可广泛应用于航空、航海、航天、通讯、遥感、遥测、各类雷达、电子对抗等高科技领域。目前，公司产品已在机载、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。同时，我国国防支出持续保持较高增长水平，近几年增速略微放缓，依旧保持稳定增长。2019 年我国国家财政国防支出 12122.1 亿元，同比增长 7.46%。我们认为，国防支出持续增长，同时带动军工信息化建设，有望促使公司军工电子业务在未来更进一步。

### 受益于 5G 建设，民用通信业务总体有望平稳向上

工信部数据表明，我国基站数量发展迅速。2020 年，全国移动通信基站总数达 931 万个，全年净增 90 万个。其中 4G 基站总数达到 575 万个，城镇地区实现深度覆盖。5G 网络建设稳步推进，按照适度超前原则，新建 5G 基站超 60 万个，全部已开通 5G 基站超过 71.8 万个，其中中国电信和中国联通共建共享 5G 基站超 33 万个，5G 网络已覆盖全国地级以上城市及重点县市。我们认为基站数量在未来有望保持稳定增长，由此带动基站天线需求的增长有望为公司业务持续助力。

**盈利预测与投资建议：**得益于公司军工电子订单持续景气、5G 基站建设以及室分领域的稳步发展，同时公司具备优质的客户资源以及完善的质量、交付能力，未来持续增长可期。预计公司 21-23 年净利润为 2.0 亿、2.5 亿和 3.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.22、0.28 和 0.34 元。参考行业内可比公司估值水平，我们认为公司 21 年合理 PE 为 33x，对应目标价 7.26 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**产业政策变化风险、公司技术发展不及预期、经营管理风险、海外业务不及预期、运营商资本开支不及预期等

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.05 元
目标价格	7.26 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	908.78
流通 A 股股本(百万股)	832.65
A 股总市值(百万元)	5,498.09
流通 A 股市值(百万元)	5,037.52
每股净资产(元)	3.39
资产负债率(%)	20.34
一年内最高/最低(元)	8.46/5.15

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**姜佳讯** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050001  
jiangjiaxun@tfzq.com

**林屹皓** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520040001  
linhonghao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,333.58	1,145.36	1,078.38	1,335.79	1,671.30
增长率(%)	(5.91)	(14.11)	(5.85)	23.87	25.12
EBITDA(百万元)	1,126.28	434.08	238.86	288.90	353.49
净利润(百万元)	(756.54)	181.16	199.01	251.06	312.77
增长率(%)	(724.56)	(123.95)	9.85	26.15	24.58
EPS(元/股)	(0.83)	0.20	0.22	0.28	0.34
市盈率(P/E)	(7.27)	30.35	27.63	21.90	17.58
市净率(P/B)	1.96	1.81	1.71	1.59	1.46
市销率(P/S)	4.12	4.80	5.10	4.12	3.29
EV/EBITDA	6.23	12.02	16.41	13.77	10.84

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 布局军、民两用通信，底蕴深厚的高新技术企业.....	4
1.1. 股权结构清晰，发布股权激励助力长远发展.....	4
1.2. 优化业务结构，盈利能力持续改善.....	4
2. 军工电子：国内军工产业需求加速增长，保持较强竞争力.....	7
2.1. 产品类别多样，应用领域广泛.....	7
2.2. 国防军工投入持续不断，业务布局应对需求拉动.....	7
2.3. 技术经验积累造就强劲质量、交付能力，建立优质客户资源.....	8
3. 民用通信：受益于 5G 建设，总体有望平稳向上.....	8
3.1. 产品涵盖通信天线产业链，技术能力领先.....	8
3.2. 各类产品齐头并进，满足 5G 建设及市场需求.....	9
3.3. 广泛布局全球，与多家重量级客户建立战略合作关系.....	10
4. 盈利预测与估值分析.....	11
5. 风险提示.....	12

## 图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2021 年一季报）.....	4
图 2：公司营收、归母净利润及其增速（百万元）.....	5
图 3：公司毛利率与净利率.....	5
图 4：公司主营构成（百万元）.....	6
图 5：公司主营构成（按占比情况）.....	6
图 6：公司三项费用率.....	6
图 7：公司研发投入情况（百万元）.....	6
图 8：公司军工电子产品应用于多个领域.....	7
图 9：我国国防支出持续增长.....	8
图 10：2015-2020 年中国移动电话基站数量（单位：万个）.....	10
图 11：2019-2024 年中国 5G 基站天线市场规模（单位：亿元）.....	10
图 10：盛路通信国际营销网络.....	11
图 11：公司合作客户.....	11
表 1：公司股权激励业绩考核目标.....	4
表 2：公司主营业务预测.....	12
表 3：可比公司估值对比.....	12

## 1. 布局军、民两用通信，底蕴深厚的高新技术企业

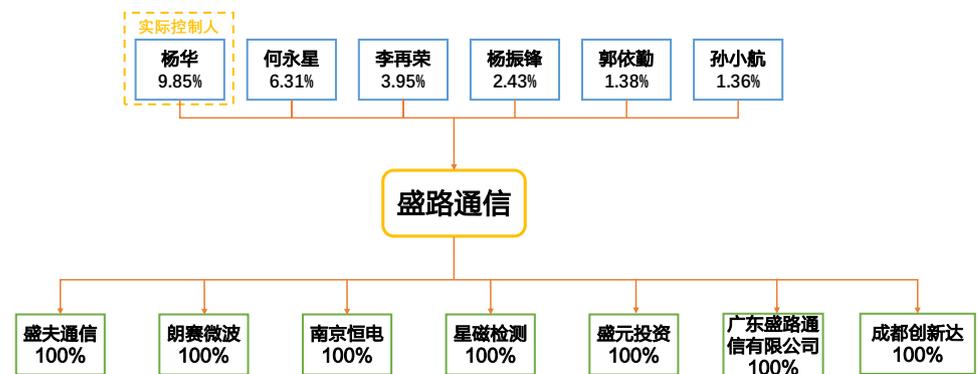
公司是一家技术底蕴深厚的军、民两用通信技术企业，具有近 20 余年的发展历史。业务集研发、生产、销售、服务于一体，是国家级高新技术企业。

军工电子方面，公司分别在我国的军工重镇南京和成都进行布局，主要从事微波器件、混合集成电路及相关组件、及复杂电磁环境下进行电子战的超宽带信号处理微系统的设计、开发、生产、销售与服务，在研发实力和业务规模方面，处于国内军用微波行业民营企业的前列；民用通信方面，公司是国内领先的通信天线、射频设备、整体解决方案的研发、生产和销售企业，掌握通信天线、射频微波尤其是毫米波产品设计和制造的关键技术，相关产品研发能力处于国际先进水平。

### 1.1. 股权结构清晰，发布股权激励助力长远发展

公司股权结构清晰，董事长杨华为公司实际控制人，持股比例为 9.85%。同时公司布局多家子公司，分工明确、助力公司各项业务发展。

图 1：公司股权结构（截至 2021 年一季度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年 9 月 25 日，公司发布股权激励计划，向符合授予条件的 165 名激励对象分别授予 893 万份股票期权及 940 万股限制性股票；2020 年 11 月 19 日完成登记，实际向 154 人分别授予 864.1 万份股票期权及 900 万股限制性股票。首次授予的股票期权从首次授予登记完成之日起满 12 个月后，激励对象可在未来 36 个月内按照 50%、30%、20%的行权比例分三期行权。

表 1：公司股权激励业绩考核目标

行权安排	业绩考核目标
第一个行权期	2020 年营业收入不低于 8.7 亿元或 2020 年净利润不低于 1.1 亿元
第二个行权期	2021 年营业收入不低于 9.5 亿元或 2021 年净利润不低于 1.2 亿元
第三个行权期	2022 年营业收入不低于 10.3 亿元或 2022 年净利润不低于 1.3 亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司实施本次股权激励计划有利于进一步完善公司治理结构，健全公司激励机制，增强公司管理团队和核心骨干对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，有利于公司的持续发展。

### 1.2. 优化业务结构，盈利能力持续改善

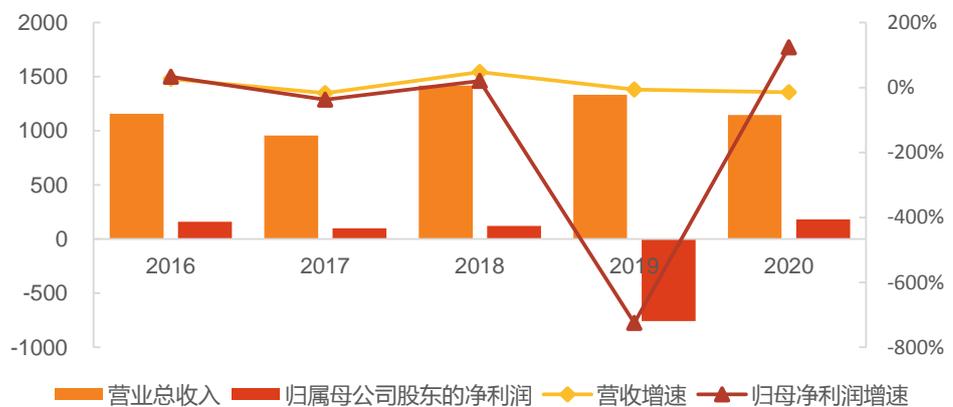
公司原全资子公司深圳市合正汽车电子有限公司，产品包括智能进入系统、远程控制系统、电吸门、电动尾门、氛围灯、智能仪表盘、智能后视镜、行车记录仪、导航系统、智能车

载手机互联系统等。2018-2019年，受中美经贸摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素的影响，我国汽车产销量出现了连续3年的下滑。受行业影响，合正汽车电子业务收入明显下降，自2019年以来出现了持续大额的亏损。

公司为了集聚资源，抓住国家全面加强练兵备战和加快建设5G等新型基础设施带来的发展机会，战略聚焦军民两用通信业务，持续加深在军工电子和5G通信技术的布局，2020年9月，公司出售了合正电子100%股权并完成了股权转让工商变更登记，公司不再持有合正电子的股权，合正电子将不再纳入公司合并报表范围。

从整体营收和归母净利润看，公司18-20年营收分别为14.17亿、13.34亿和11.45亿元，20年营收同比下降14.11%，主要系公司出售合正电子100%股权导致营收规模有所下降；公司18-20年归母净利润分别为1.21亿、-7.57亿和1.81亿元，20年同比扭亏增长123.95%。21Q1公司实现营收2.4亿元，同比下降2.65%；21Q1实现归母净利润4174万元，同比增加680%，主要系军工板块收入与净利润同比增加所致。

图2：公司营收、归母净利润及其增速（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从毛利率与净利率来看，公司近年来毛利率保持稳定，20年毛利率为36.07%，同比增长3.33个百分点；20年净利率为14.85%，同比增长71.63个百分点。公司剥离汽车电子业务，同时军工电子订单旺盛，未来有望持续提高盈利水平。

图3：公司毛利率与净利率

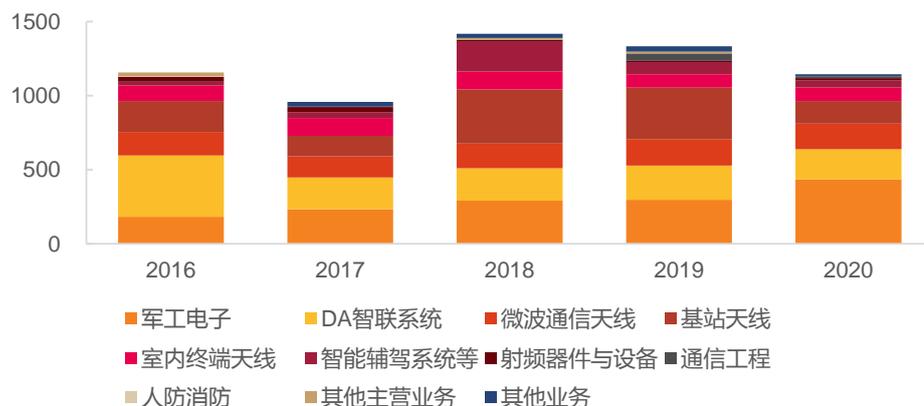


资料来源：Wind，天风证券研究所

2020年，公司军工电子业务获得高速增长，全年实现营业收入4.43亿元，同比增长43.50%。不过，新冠肺炎疫情的爆发，令全球移动通信网络建设和设备投资需求有所延缓，国内主要电信运营商相关5G天线产品也延迟集采招标，公司民用通信业务全年实现营收4.49亿元，同比下滑34.94%。与此同时，由于国内汽车产销量持续下滑，合正汽车电子业绩继续下滑，2020年9月，公司出售了合正电子100%股权，导致公司的总资产规模和营收规模

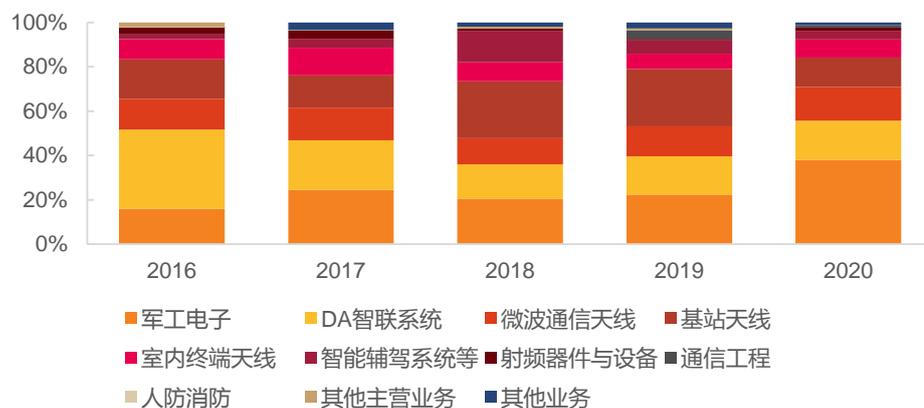
同比有所下降。公司汽车电子板块包括 DA 智联系统、智能辅驾系统等，通信设备板块包括基站天线、微波通信天线、射频器件、室内终端天线与设备和通信工程。

图 4：公司主营构成（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司主营构成（按占比情况）



资料来源：Wind，天风证券研究所

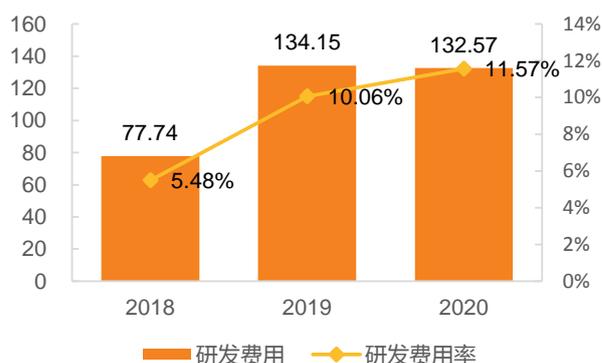
从三项费用率看，20 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.79% (yoy+0.23pp)、12.47% (yoy+1.76pp) 和 0.55% (yoy-0.30pp)，财务费用减少系公司转让合正电子股权，合正电子银行利息减少所致。从研发投入来看，公司 20 年研发费用率为 11.57% (yoy+1.52pp)，维持在较高水平，公司始终把研发放在战略高度，不断加大研发投入，坚持以市场为导向，完善核心技术，开发新产品，升级产品结构，全面提升公司的综合竞争力和可持续发展能力。

图 6：公司三项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司研发投入情况（百万元）



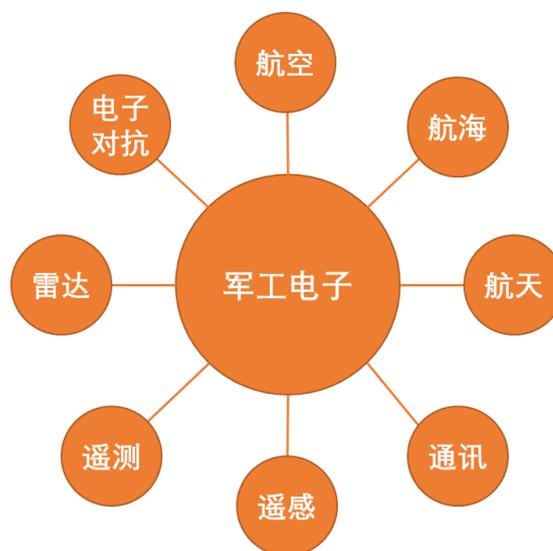
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 军工电子：国内军工产业需求加速增长，保持较强竞争力

### 2.1. 产品类别多样，应用领域广泛

公司的军工电子业务专注于微波毫米波器件、微波混合集成电路及相关组件、系统的设计、开发、生产、销售与服务，经过 20 余年的研发技术和工艺积累，掌握和拥有微波集成电路领域的核心技术和先进工艺，在行业内具有较强的竞争优势。为了突破国际封锁及制裁，实现国产替代，公司联合相关单位，进行了相关专用芯片的设计、制造和应用，已取得突破性成果，并逐步开始批量应用。公司在微波电路专业化设计、微波电路微组装、微波组件互连、微波电路密封和测试等技术方面具有国内领先的优势，产品具有频率高、频带宽、小型化、集成度高、动态范围大、抗干扰能力强、宽温度范围、电磁兼容性能好等特点，可广泛应用于航空、航海、航天、通讯、遥感、遥测、各类雷达、电子对抗等高科技领域。目前，公司产品已在机载、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。

图 8：公司军工电子产品应用于多个领域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来，公司持续加大研发投入，聚焦产品小型化、轻量化、可靠性等方面的提升迭代，取得重要成果。其中微波宽带收发模块及组件在结构小型化、模块化、通用化、高可靠性方面达到国内同行领先水平。2020 年，公司的多通道小型化变频组件项目取得阶段性成果，在小尺寸内实现通道间高隔离、低杂散等指标，满足现代电子对抗装备需求，达到国内领先水平；小型化滤波器、部分频率源等实现自研配套。同时，公司持续探索研发基于陶瓷基板的数模混合多芯片三维堆叠微波系统，为将来将微波电子系统的小型化推向片上微系统的新高度奠定基础。随着相控阵体制在雷达和通讯等电子整机的广泛应用，对小型化、多功能的微波组件的需求将进一步提升，未来公司的微组装技术将更具发展潜力。

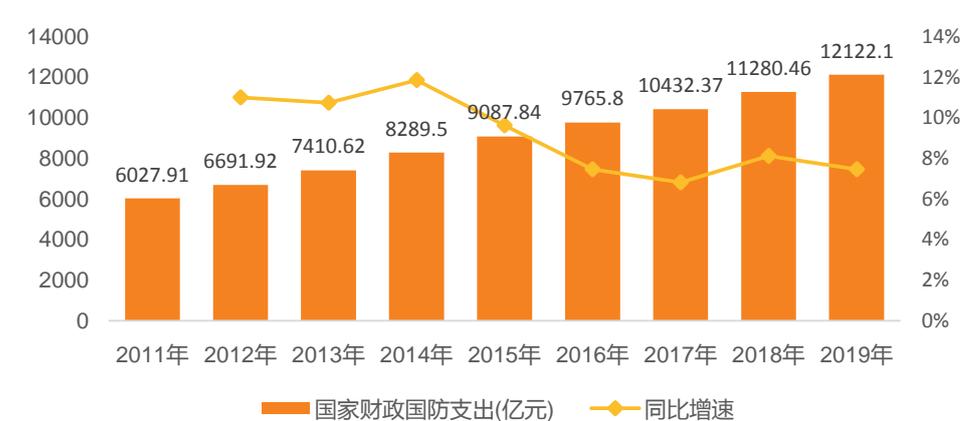
### 2.2. 国防军工投入持续不断，业务布局应对需求拉动

2020 年是我国国防和军队建设发展“十三五”规划收官之年，由于国际形势日趋复杂，我国安全形势不确定性不稳定性增大。为维护国家安全和利益，中央提出要“加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，确保实现国防和军队现代化目标任务”，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，公司所处的军工电子行业供需形势出现显著变化，2020 年公司新接订单出现大幅增长。

我国国防支出持续保持较高增长水平，近几年增速略微放缓，依旧保持稳定增长。2019

年我国国家财政国防支出 12122.1 亿元，同比增长 7.46%。我们认为，国防支出持续增长，同时带动军工信息化建设，有望促使公司军工电子业务在未来更进一步。

图 9：我国国防支出持续增长



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

为了满足行业需求的加速增长，公司一方面积极对全资子公司南京恒电电子有限公司和成都创新达微波电子有限公司进行扩产，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；另一方面充分发挥南京恒电与成都创新达在技术研发方面的协同效应，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。

武器装备建设是先进战斗力的保障。十四五期间在“全面加强练兵备战”、“确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”思想指导下，我国国防军队建设将“加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。”武器装备建设将驶入快车道，公司的军工电子业务将迎来发展壮大的黄金期。

### 2.3. 技术经验积累造就强劲质量、交付能力，建立优质客户资源

#### 质量、交付能力：

经过 20 余年的技术和工艺积累，公司形成了强大的生产制造和综合交付能力。公司为大型军工集团、科研院所、整机厂商的数十种型号产品提供配套服务，目前拥有 3000 余平方米的微电子行业超 10 万级标准的净化生产车间，拥有多条微组装生产线，用于微波混合集成电路及相关组件的生产制造，拥有强大的综合交付能力。

#### 品牌、客户资源：

公司的军工电子，产品多为定制型产品，客户均为大型的科研院所、整机厂商和军工集团，对产品的质量要求高，供应商准入门槛高。在过去 20 多年的发展历史中，公司随时跟踪和聚焦客户需求，通过稳定可靠的产品质量、较强的技术攻关实力，提出具创新性的解决方法满足客户需求，为客户解决产品和技术难题，提供优于竞争对手的产品和服务，在客户中树立了良好的口碑和较高的认可度，与客户建立了密切稳定的合作关系，获得了明显的先进入优势。

## 3. 民用通信：受益于 5G 建设，总体有望平稳向上

### 3.1. 产品涵盖通信天线产业链，技术能力领先

民用通信业务方面，公司主要从事移动通信天线、射频器件和有源设备、整体解决方案等产品的研发、生产和销售，掌握通信天线、射频微波尤其是毫米波产品设计和制造

的关键技术，研发能力处于国际先进水平。公司产品涵盖主干网传输天线、基站天线、室内网络覆盖产品、终端天线、无源器件、有源设备、汽车天线等，客户包括国内外电信运营商和通信设备集成商、大型车厂等。

2020年，国内通信行业面临新冠肺炎疫情和贸易战的双重挑战。新冠肺炎疫情的爆发，令全球经济陷入衰退，大部分国家和地区经济出现负增长，移动通信网络建设和设备投资需求也有所延缓，国内主要电信运营商相关5G天线产品延迟集采招标；而贸易战背景下美国及其盟国对中国通信设备龙头企业的制裁，也令中国通信行业在海外市场遭遇挑战。我们认为，随着疫情影响的逐渐减小，行业未来有望回到平稳发展状态。

为了稳定经济社会运行，中央提出要“加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度”，大力支持“新基建”。公司紧紧抓住国家加快以5G为首的“新基建”的政策红利和5G规模化商用的市场机会，积极响应国内外电信运营商、主设备商以及垂直行业应用客户的需求，结合自身产业及技术优势，加大5G通信技术的研发投入，深化与合作，并取得了突破。基于5G网络所需要的强覆盖、高密度组网、大规模天线Massive MIMO技术，目前公司产品线涵盖5G承载传输天线(E-band、V-band)、宏基站覆盖天线、室内网络覆盖产品、微波天线、智能终端天线(Massive、Lampsite)、汽车天线等领域，形成了较为完善的通信天线产业链。

### 3.2. 各类产品齐头并进，满足5G建设及市场需求

**微波天线方面**，2020年公司提供给国内外通信主设备商的微波天线在国产微波天线中综合排名靠前；在高频率毫米波技术方面，公司借助军民两翼的业务布局和技术协同的优势，获得了国内领先的优势；在毫米波频段方面，公司主要产品有E-Band/V-Band毫米波天线、E-Band双频毫米波天线、智能微波毫米波天线等，并且研发了在国内技术领先的28G毫米波有源相控阵天线，同时，完善了相关的毫米波无线点对点及点对多点传送网产品，为设备商的产品升级换代提前做好相关准备。

厘米波(Sub-6GHz)和毫米波各有优劣，自2020年开始，全球运营商开始考虑融合毫米波和厘米波发展5G，室外基站采用成本较低的厘米波频段，承担起全社会5G网络信号的广覆盖，而室内热点、密集城区、宏覆盖、高速铁路接入与回传等，则采用毫米波。**公司在毫米波技术方面获得的技术优势，将令公司在5G未来的频段融合发展中获得一定的先发优势。**

**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。公司凭借多年来在移动通信网络建设方面的丰富经验，沿着小型轻量化、多频多制式、集成化的技术发展方向，开发多种适应不同场景的基站天线解决方案，匹配客户不同应用场景需求。2020年公司提供给中国移动、中国联通等国内运营商的窄带物联网天线，市场占有率排在前列；在中国移动和广电联合建设的5G网络方面，公司积极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。

**工信部数据表明，我国基站数量发展迅速。**2020年，全国移动通信基站总数达931万个，全年净增90万个。其中4G基站总数达到575万个，城镇地区实现深度覆盖。5G网络建设稳步推进，按照适度超前原则，新建5G基站超60万个，全部已开通5G基站超过71.8万个，其中中国电信和中国联通共建共享5G基站超33万个，5G网络已覆盖全国地级以上城市及重点县市。

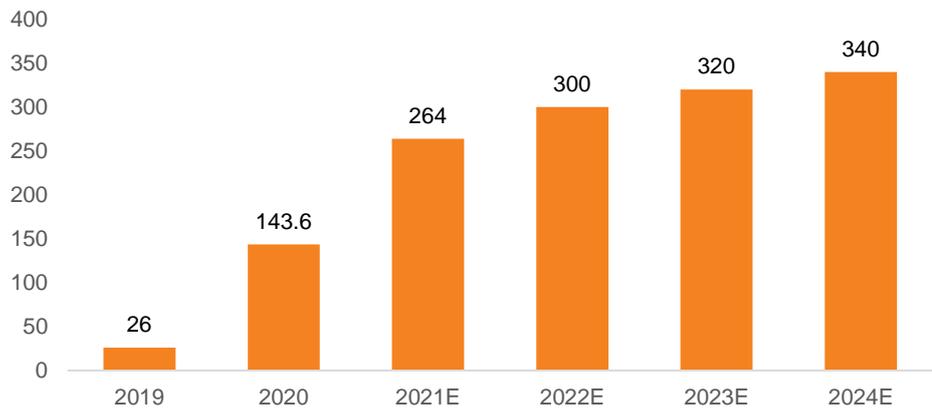
图 10：2015-2020 年中国移动电话基站数量（单位：万个）



资料来源：工信部，天风证券研究所

我们认为基站数量在未来有望保持稳定增长，由此带动基站天线需求的增长有望为公司业务持续助力。5G 基站数量与 5G 基站天线单体价值的同步提升，将助推 5G 基站天线投资规模大幅增长，前瞻产业研究院预计到 2024 年我国 5G 基站天线市场规模将达到 340 亿元。

图 11：2019-2024 年中国 5G 基站天线市场规模（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

在室内网络覆盖方面，公司面向未来室内高容量连续覆盖多场景的应用需求，构建了更为高速、灵活和智能的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。

5G 移动通信的到来，将加速物联网、车联网、AR/VR 应用、4K/8K 视频、智慧城市、智能家居、互联网医疗、工业互联网等相关产业链的发展。公司根据 5G 发展趋势和市场需求特点，积极开拓垂直行业用户的合作并取得了突破。

### 3.3. 广泛布局全球，与多家重量级客户建立战略合作关系

#### 质量、交付能力：

民用通信业务方面，公司的质量管理体系经过日本 NEC 长达十年的孵化培育以及华为二十余年的严格要求和提升，不仅建立了完善的质量控制体系和严格的质量控制标准，还培养和树立了坚持以技术支撑质量、用工匠精神打造产品、确保公司的产品和服务质量满足客户需求的指导思想。公司采用 ERP、SAP、MES、PLM、HRM 等先进的信息化管理系统，

在物料采购、生产经营、销售网络、售后服务、财务风险管控等方面全流程实现标准化、信息化管理，数据直接对接中国移动、华为等客户系统，支持远程监控，产品免检直发港口，出口至海外 100 多个国家和地区。2020 年公司升级为华为的 P 级供应商。

图 12：盛路通信国际营销网络



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司拥有 30 多条柔性生产线，并配套自有的机加、旋压、数控、喷涂、SMT、组装等车间，基础零部件加工、产品组装、性能检测、仓储物流等环节自主可控，拥有年产各类通信天线超 1000 万副的交付能力，同时支持客户海外直提或直发一站式交付。

**品牌、客户资源：**

公司客户多为全球领先的通信运营商和通信设备集成商。公司坚持“成就客户，兴旺企业”的经营宗旨，凭借先进的创新技术、自动化高效率的生产能力、良好的产品质量、完善的售后服务体系和网络，培养了一批优质的客户资源，在成就客户的同时成就了自己，发展成为通信行业领先的品牌企业。公司与中国移动、中国联通、中国电信、华为、中兴、爱立信、中国电科、中国空间技术研究院、中国信息通信研究院、中国民航等客户建立了稳固战略合作关系。

图 13：公司合作客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值分析

预测假设：

- 1) 军工电子：公司军工电子订单旺盛，且国防支出持续增长，同时带动军工信息化建设，有望促使公司军工电子业务在未来更进一步我们认为该业务有望持续增长；
- 2) 民用通信：得益于 5G 基站建设持续性，公司根据 5G 发展趋势和市场需求特点，积极开拓垂直行业用户的合作并取得了突破，同时公司海外业务有望进一步拓展，预计该业务稳步增长可期；
- 3) 汽车电子业务随着合正电子的剥离将不再计入主营业务。

表 2：公司主营业务预测

单位：百万元		2020	2021E	2022E	2023E
通信设备	营收	448.98	480.06	528.06	580.87
	增速		6.92%	10.00%	10.00%
	毛利率	29.27%	28.67%	28.69%	28.71%
军工电子	营收	443.20	598.32	807.73	1090.43
	增速		35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	50.22%	50.00%	50.00%	50.00%
汽车电子	营收	253.18	0.00	0.00	0.00
	增速		-100.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	23.37%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务合计	营收	1145.36	1078.38	1335.79	1671.30
	增速		-5.85%	23.87%	25.12%
	毛利率	36.07%	40.51%	41.58%	42.60%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 估值分析：

我们选取行业内通信设备、军工相关公司进行比较，根据 2021-2023 年 wind 一直盈利预测，可比公司 21-23 年平均 PE 分别为 33、29 和 24 倍。得益于公司军工电子订单持续景气、5G 基站建设以及室分领域的稳步发展，同时公司具备优质的客户资源以及完善的质量、交付能力，未来持续增长可期。预计公司 21-23 年净利润为 2.0 亿、2.5 亿和 3.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.22、0.28 和 0.34 元。参考行业内可比公司估值水平，我们认为公司 21 年合理 PE 为 33x，对应目标价 7.26 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	wind 一致预期净利润 (亿元)			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
通宇通讯	59.05	1.02	1.20	1.50	58	49	39
红相股份	45.42	3.77	4.65	3.97	12	10	11
七一二	273.37	7.39	9.89	13.42	37	28	20
海格通信	228.60	7.25	9.04	11.48	32	25	20
新易盛	171.68	6.45	8.01	9.80	27	21	18
<b>平均值</b>					<b>33</b>	<b>29</b>	<b>24</b>
<b>盛路通信</b>	<b>54.98</b>				<b>28</b>	<b>22</b>	<b>18</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

参考 Wind 一直盈利预测，截至 20210603

## 5. 风险提示

### 1、产业政策变化风险

公司产品主要应用于国防军工电子、移动通信领域。近年来，国家与地方政府先后出台了各种政策鼓励和支持 5G 通信产业、车联网、自动驾驶及国防军工的发展，公司面临着良好的发展机遇，同时也存在风险。若未来相关产业政策发生较大调整，整体经济或受大环境变化导致需求下降，可能会对公司业务发展带来一定影响。

### 2、公司技术发展不及预期

公司主营业务行业技术发展迅速，产品更新换代快、技术变革升级速度快，虽然公司紧跟行业发展，不断加大研发投入，仍可能存在技术更新不及时，无法满足市场需求，导致公司市场份额和盈利水平下降的风险。公司将不断提升自身研发能力、技术创新能力与新品开发速度，提升核心技术人员和研发团队的忠诚度和凝聚力，为公司在 5G 核心技术、车联网、物联网、国防军工等领域的关键技术储备人才。

### 3、经营管理风险

公司随着投资规模的扩大，经营规模不断扩张，将对公司未来的经营管理、项目组织、人力资源建设等环节的运作能力提出更高的要求，若公司管理体制和配套措施无法进行相应的调整和支持，业务规模的扩张将会为公司的经营管理带来一定的风险。

### 4、海外业务不及预期

受汇率波动、海外疫情影响，公司海外业务存在不及预期风险。

### 5、运营商资本开支不及预期

5G 建设等进度与运营商资本开支密切相关，若运营商资本开支不及预期，5G 网络建设等可能不及预期，从而影响公司相关业务。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,097.10	925.48	1,740.98	1,511.05	1,678.34
应收票据及应收账款	862.32	584.86	781.61	894.64	1,202.63
预付账款	13.76	6.76	15.03	10.62	19.72
存货	516.34	392.55	343.49	593.56	517.26
其他	156.82	501.48	227.10	294.80	348.76
<b>流动资产合计</b>	<b>2,646.34</b>	<b>2,411.13</b>	<b>3,108.21</b>	<b>3,304.67</b>	<b>3,766.72</b>
长期股权投资	52.47	48.85	48.85	48.85	48.85
固定资产	357.51	213.79	230.97	262.68	290.11
在建工程	4.11	32.24	55.34	81.21	78.72
无形资产	245.73	175.03	152.00	128.98	105.96
其他	1,198.60	1,009.99	1,017.48	1,020.74	1,014.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,858.41</b>	<b>1,479.90</b>	<b>1,504.65</b>	<b>1,542.46</b>	<b>1,537.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,504.75</b>	<b>3,891.02</b>	<b>4,612.87</b>	<b>4,847.13</b>	<b>5,304.36</b>
短期借款	156.17	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	628.61	413.26	424.30	651.08	662.03
其他	565.73	256.89	471.21	438.68	585.72
<b>流动负债合计</b>	<b>1,350.51</b>	<b>670.16</b>	<b>895.51</b>	<b>1,089.76</b>	<b>1,247.75</b>
长期借款	70.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	60.15	46.55	304.72	137.14	162.80
其他	214.84	83.07	193.98	163.96	147.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>344.99</b>	<b>169.61</b>	<b>498.71</b>	<b>301.10</b>	<b>309.81</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,695.50</b>	<b>839.77</b>	<b>1,394.21</b>	<b>1,390.86</b>	<b>1,557.55</b>
少数股东权益	8.60	6.32	1.39	(5.87)	(17.84)
股本	897.10	908.78	908.78	908.78	908.78
资本公积	2,044.67	2,097.91	2,097.91	2,097.91	2,097.91
留存收益	1,889.78	2,124.18	2,308.49	2,553.36	2,855.86
其他	(2,030.89)	(2,085.93)	(2,097.91)	(2,097.91)	(2,097.91)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,809.25</b>	<b>3,051.26</b>	<b>3,218.65</b>	<b>3,456.27</b>	<b>3,746.80</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,504.75</b>	<b>3,891.02</b>	<b>4,612.87</b>	<b>4,847.13</b>	<b>5,304.36</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(757.23)	170.09	199.01	251.06	312.77
折旧摊销	92.26	82.37	42.74	45.45	48.08
财务费用	9.79	12.06	(17.67)	(24.93)	(24.45)
投资损失	(10.75)	(171.31)	(63.06)	(63.06)	(63.06)
营运资金变动	52.28	(205.08)	460.52	(270.96)	(147.73)
其它	829.85	168.69	(5.18)	(7.38)	(12.24)
<b>经营活动现金流</b>	<b>216.19</b>	<b>56.82</b>	<b>616.35</b>	<b>(69.83)</b>	<b>113.37</b>
资本支出	(514.18)	(4.40)	(50.92)	110.02	66.96
长期投资	1.21	(3.61)	0.00	0.00	0.00
其他	139.46	(116.65)	53.98	(126.96)	(53.89)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(373.51)</b>	<b>(124.66)</b>	<b>3.06</b>	<b>(16.94)</b>	<b>13.06</b>
债权融资	306.32	116.55	321.39	159.36	185.77
股权融资	749.91	59.66	8.49	27.73	27.25
其他	(1,038.39)	(249.31)	(133.79)	(330.25)	(172.16)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>17.84</b>	<b>(73.10)</b>	<b>196.09</b>	<b>(143.16)</b>	<b>40.85</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(139.48)</b>	<b>(140.95)</b>	<b>815.50</b>	<b>(229.93)</b>	<b>167.28</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,333.58</b>	<b>1,145.36</b>	<b>1,078.38</b>	<b>1,335.79</b>	<b>1,671.30</b>
营业成本	896.90	732.21	641.58	780.43	959.33
营业税金及附加	9.82	8.06	7.56	9.53	11.80
营业费用	87.49	77.75	77.27	95.71	120.33
管理费用	142.80	142.81	115.47	141.59	177.16
研发费用	134.15	132.57	108.92	134.92	168.80
财务费用	11.25	6.28	(17.67)	(24.93)	(24.45)
资产减值损失	(841.92)	(5.80)	(5.46)	(6.77)	(8.47)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.75	171.31	63.06	63.06	63.06
其他	1,655.34	(254.50)	(126.13)	(126.13)	(126.13)
<b>营业利润</b>	<b>(773.00)</b>	<b>134.68</b>	<b>213.79</b>	<b>268.37</b>	<b>329.86</b>
营业外收入	1.86	35.00	13.30	16.72	21.68
营业外支出	2.69	15.05	6.84	8.19	10.02
<b>利润总额</b>	<b>(773.83)</b>	<b>154.64</b>	<b>220.25</b>	<b>276.90</b>	<b>341.51</b>
所得税	(16.60)	(15.45)	26.43	33.23	40.98
<b>净利润</b>	<b>(757.23)</b>	<b>170.09</b>	<b>193.82</b>	<b>243.67</b>	<b>300.53</b>
少数股东损益	(0.69)	(11.07)	(5.18)	(7.38)	(12.24)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(756.54)</b>	<b>181.16</b>	<b>199.01</b>	<b>251.06</b>	<b>312.77</b>
每股收益(元)	(0.83)	0.20	0.22	0.28	0.34

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-5.91%	-14.11%	-5.85%	23.87%	25.12%
营业利润	-668.74%	-117.42%	58.73%	25.53%	22.91%
归属于母公司净利润	-724.56%	-123.95%	9.85%	26.15%	24.58%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.74%	36.07%	40.51%	41.58%	42.60%
净利率	-56.73%	15.82%	18.45%	18.79%	18.71%
ROE	-27.01%	5.95%	6.19%	7.25%	8.31%
ROIC	-28.90%	9.14%	8.25%	13.06%	13.84%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.64%	21.58%	30.22%	28.69%	29.36%
净负债率	-28.15%	-26.51%	-44.11%	-39.11%	-39.84%
流动比率	1.96	3.60	3.47	3.03	3.02
速动比率	1.58	3.01	3.09	2.49	2.60
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.43	1.58	1.58	1.59	1.59
存货周转率	2.45	2.52	2.93	2.85	3.01
总资产周转率	0.27	0.27	0.25	0.28	0.33
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.83	0.20	0.22	0.28	0.34
每股经营现金流	0.24	0.06	0.68	-0.08	0.12
每股净资产	3.08	3.35	3.54	3.81	4.14
<b>估值比率</b>					
市盈率	-7.27	30.35	27.63	21.90	17.58
市净率	1.96	1.81	1.71	1.59	1.46
EV/EBITDA	6.23	12.02	16.41	13.77	10.84
EV/EBIT	6.69	14.42	19.99	16.34	12.55

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com