

盟升电子(688311)

报告日期: 2021年7月11日

国防弹载导航民营龙头

——盟升电子深度报告

✎ 分析师: 邱世梁 执业证书编号: S1230520050001
✎ 分析师: 张建民 执业证书编号: S1230518060001
✎ 分析师: 汪洁 执业证书编号: S1230519120002

报告导读

稀缺的民营国防弹载卫星导航龙头, 2018年以来步入增长快车道, 未来弹载、数据链产品有望超预期增长, 首次覆盖, “买入”评级。

投资要点

□ 具备核心技术的国防卫导供应商

目前国防卫星导航设备的竞争格局呈现为以军工科研院所为主, 民营军工企业技术不断提升、配套层级不断提升的态势。公司是少数几家自主掌握核心技术的厂商之一, 公司为主要军工集团下属科研院所提供基于北斗的导航终端设备以及核心部件产品; 技术优势、客户优势明显。

□ 军品: 弹载/数据链业绩弹性乐观

2018年底以来, 随着军改逐步落地, 公司卫星导航收入高速增长。十四五期间, 国防支出重点投向信息化智能化方向。公司产品主要面向导弹等武器装备市场, 成长性乐观。

公司成功研发出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突破, 有望打开新的成长空间。

□ 民品: 有望充分受益产业提速

公司卫星通信产品在民航、船载领域积累了成熟商业化经验, 前期海外拓展顺利, 沙特民航市占达到20%, 带动卫星通信收入2017-2019年CAGR 104%。

国内通信卫星产业仍处于发展初期, 公司技术产品布局领先, 近年来国内产业加速发展, 高通量卫星、卫星互联网等变革将为公司带来发展机遇。

□ 盈利预测及估值

预计公司2021-2023年归母净利润1.57/2.23/3.11亿元, 现价PE为50/35/25倍。公司产业链地位稀缺, 具备核心技术和客户优势, 业绩弹性大, 首次覆盖, “买入”评级。

可能的催化剂: 国防信息化投入超预期等。

风险提示: 疫情对海外卫星通信业务的影响超预期; 竞争加剧导致公司产品毛利率下滑等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	423	573	807	1120
(+/-)	49.52%	35.43%	40.81%	38.81%
净利润	107	157	223	311
(+/-)	46.53%	47.05%	41.43%	39.77%
每股收益(元)	0.93	1.37	1.94	2.71
P/E	73.78	50.18	35.48	25.38

评级

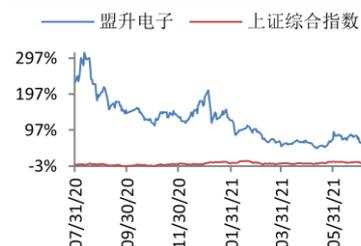
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥68.88

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.01
4Q/2020	0.63
3Q/2020	0.02
2Q/2020	0.45



公司简介

公司持续专注于卫星应用技术领域相关产品的研发及制造, 通过多年的不懈努力和创新发展, 公司已经在卫星导航和卫星通信终端设备制造领域成为国内主要的供应商之一。

报告撰写人: 邱世梁, 张建民

联系人: 汪洁

正文目录

1. 公司概况	4
1.1. 卫导卫通核心厂商	4
1.2. 业绩保持高速增长	5
2. 卫星导航：国防市场高景气度	7
2.1. 国防支出有望增加	10
2.2. 弹载领域弹性居前	11
2.3. 数据链打开新空间	13
3. 卫星通信：产业空间已经打开	14
3.1. 机载船载渗透潜力大	16
3.2. 积极布局卫星互联网	18
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 估值分析	20
4.3. 投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司主营微信通信、卫星导航业务, 军民两用	4
图 2: 公司股权结构及控股公司情况 (截至 2021 年一季报)	5
图 3: 公司收入和同比增速情况	5
图 4: 公司利润和同比增速情况	5
图 5: 公司细分业务收入情况	6
图 6: 公司细分业务收入占比情况	6
图 7: 公司军品民品收入细分情况	6
图 8: 公司军品民品收入占比情况	6
图 9: 公司国内国外收入细分情况	6
图 10: 公司国内国外收入占比情况	6
图 11: 公司业务毛利率情况	7
图 12: 公司费用率情况	7
图 13: 公司卫星导航产品演进情况	8
图 14: 卫星导航产业竞争格局	8
图 15: 公司卫星导航业务收入和同比增速情况	9
图 16: 我国国防预算情况	11
图 17: 2012 年至 2017 年国防费占同期 GDP 平均比重	11
图 18: 公司数据链一体化终端产品情况	13
图 19: 数据链与相关系统的关系	13

图 20: 弹载数据链的发展.....	14
图 21: 空天地一体化网络.....	14
图 22: 卫星移动通信下游市场和客户情况.....	15
图 23: 公司卫星通信产品演进情况.....	15
图 24: 公司卫星通信业务收入和同比增速情况.....	16
图 25: 2016-2019 年前三季度 Gogo 在北美地区提供民航客机互联网接入服务的飞机数量.....	16
图 26: 全球民航市场发展预测.....	17
图 27: 我国民航全行业运输飞机期末在册数.....	17
图 28: 我国民航飞机类型情况.....	17
图 29: 2018 年世界各主要国家政府航天投资额(亿美元).....	19
图 30: 公司上市以来估值情况.....	20
表 1: 公司募投项目情况.....	7
表 2: 公司竞争对手情况.....	9
表 3: 我国部分国防相关政策.....	10
表 4: 精确制导武器在战争中的使用比例.....	11
表 5: 几种典型导弹武器的成本中各分系统所占比例.....	12
表 6: 几种制导方式介绍.....	12
表 7: 全球四大卫星导航系统全方位对比.....	13
表 8: 海外主要卫星互联网星座计划.....	18
表 9: 公司细分业务盈利预测.....	20
表 10: 可比公司相对估值情况.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1. 公司概况

1.1. 卫导卫通核心厂商

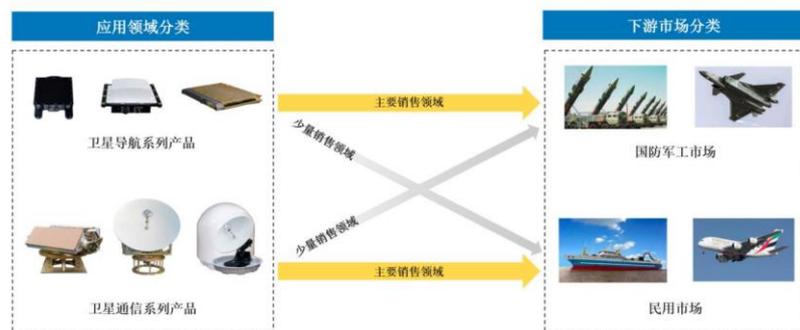
公司专注于卫星应用技术领域相关产品的研发及制造，坚持军民并重的发展路线，目前已经成为国内少数几家自主掌握卫星导航和卫星通信核心技术的厂商之一。

目前公司主要产品包括卫星导航、卫星通信等系列产品。公司业务范围涵盖军品业务和民品业务，为国防、民航、海洋渔业等多个领域客户提供终端产品和技术服务。

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，主要应用于国防军事领域。

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，主要应用于海事、民航市场。

图 1：公司主营微信通信、卫星导航业务，军民两用



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

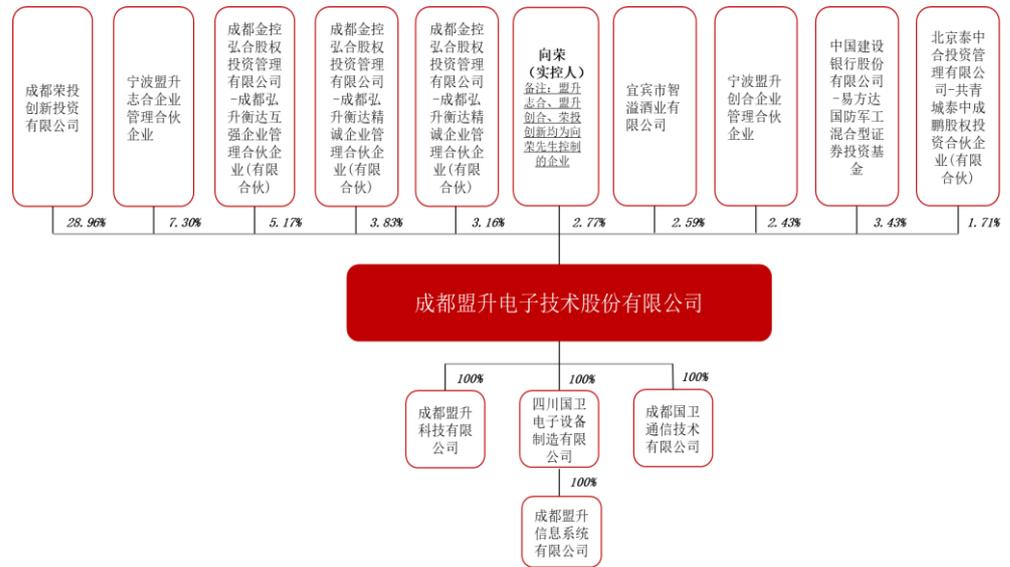
公司所处卫星导航和卫星通信行业属于技术密集型和人才密集型行业，国外厂商一直占据领先地位，国内厂商通过几十年的不断投入和追赶式发展，建立了拥有自主知识产权的北斗卫星导航系统和多种先进的卫星通信系统，在相关设备制造领域由原来的高度依赖国外产品，逐步发展为国内企业替代甚至超越的模式。

通过多年的技术创新以及项目积累，公司经历了模块配套-整机配套-系统配套的发展路线，已逐渐成为国内卫星导航终端产品和卫星通信终端产品的主要供应商之一。公司已取得相关军工认证资质，北斗导航民用服务资质证书（终端级）；国卫通信的产品通过空客、波音民航适航认证，DNV·GL 船级社认证等。

公司控股股东为荣投创新，实际控制人为向荣，盟升志合、盟升创合、荣投创新均为向荣先生控制的企业。盟升创合、盟升志合是公司股权激励平台，盟升道合为公司员工自发组织形成并按照外部投资机构投资估值对公司投资入股的合伙企业。

公司拥有盟升科技、国卫通信、国卫电子 3 家全资子公司和盟升信息 1 家全资控股孙公司，主要通过盟升科技开展卫星导航及军用卫星通信业务，通过国卫通信开展民用卫星通信业务。

图 2：公司股权结构及控股公司情况（截至 2021 年一季度）



资料来源：Wind，招股说明书，浙商证券研究所

1.2. 业绩保持高速增长

2018 年底以来，公司步入发展快车道。随着我国军改逐步落地，公司卫星导航收入快速增长；另外近年来我国加速通信卫星系统建设，在民航、海事等领域不断培育市场需求，同时公司积极开拓海外市场，公司卫星通信业务实现了快速扩张。2020 年公司实现收入 4.23 亿元，同比增长 49.52%，归母净利润 1.07 亿元，同比增长 46.53%。

图 3：公司收入和同比增速情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：公司利润和同比增速情况



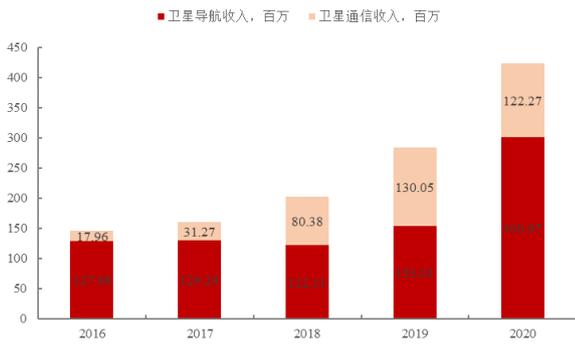
资料来源：Wind，浙商证券研究所

分业务来看，2020 年公司卫星导航业务、卫星通信业务分别收入 3.01 亿元和 1.22 亿元，分别占比 71%和 29%。

此前由于军改影响，2016-2018 年公司卫星导航业务收入保持平稳，随着军改逐步落地，国防客户逐渐采购量增加，2018 年底以来公司卫星导航业务快速增长，2020 年同比增速 97%。

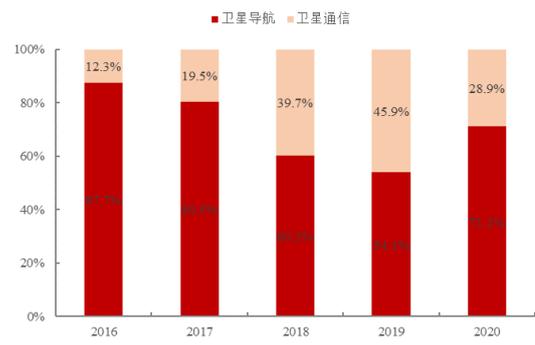
由于近年来我国加速通信卫星系统建设，在民航、海事等领域不断培育市场需求，加之公司积极开拓海外市场，近年来公司卫星通信业务收入规模从 2016 年的 1796 万元快速扩展到 2020 年的 1.22 亿元规模。

图 5：公司细分业务收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：公司细分业务收入占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

军品业务在公司收入构成中占比高，2017-2019 年，公司军品销售收入分别为 1.32 亿元、1.34 亿元、1.83 亿元，占当年收入的 82.51%、66.21%和 64.50%。

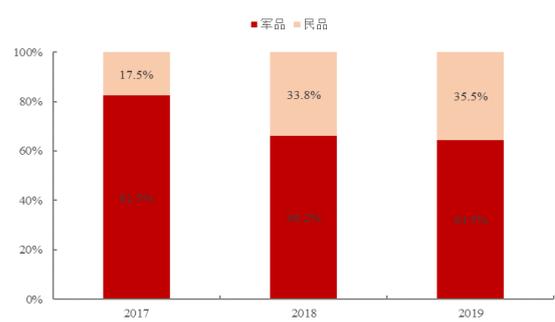
公司主要客户为中国航天科技集团公司、中国航天科工集团公司、中国电子科技集团公司、中国航空工业集团有限公司等主要军工集团的下属科研院所。2017-2019 年度公司同一控制下合并口径前五大客户的销售占比分别为 72.13%、73.92%、89.25%，非同一控制下合并口径前五大客户的销售占比分别为 44.18%、58.64%、60.85%。

图 7：公司军品民品收入细分情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：公司军品民品收入占比情况



资料来源：《新时代的中国国防》，浙商证券研究所

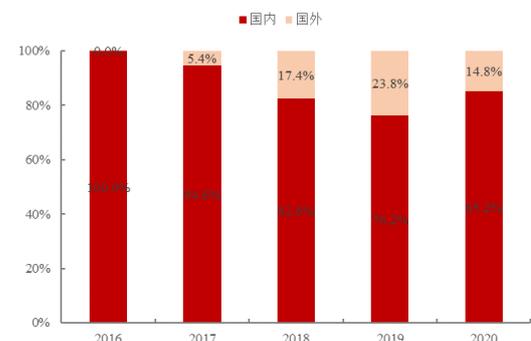
近年来公司持续拓展海外市场，2020 年公司境外销售 6244 万元，同比下降 7.3%，主要系海外疫情影响境外民航机载天线订单，公司成功开拓新客户带动卫星通信天线产品销售，部分抵消了民航天线订单的影响。随着海外疫情的恢复和公司海外新客户的拓展，未来海外业务有望重回增长。

图 9：公司国内国外收入细分情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：公司国内国外收入占比情况

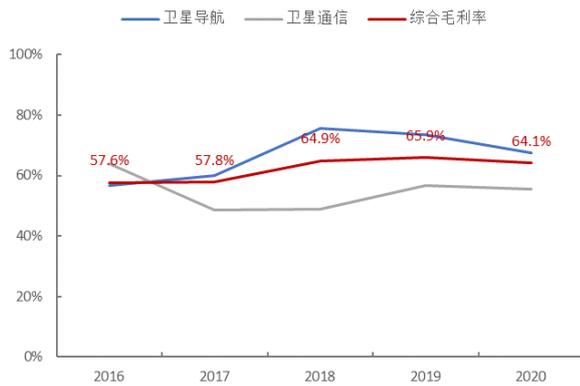


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2020年公司综合毛利率64.1%，较2019年下降1.8pct，其中卫星导航产品毛利率下降6.15pct，主要系交付产品的结构和数量调整带来的产品结构变化导致，卫星通信产品收入毛利率下降1.17pct，主要系公司海外客户变化带来的产品结构的变化导致。

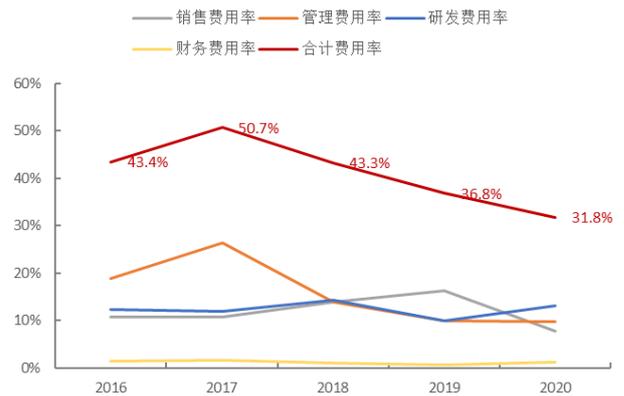
费用率方面，公司总体费用率2017年以来呈下降态势，其中销售费用率波动较大，2018-2019年有所提升主要系公司向海外大客户支付海外销售的佣金及售后服务费所致，2020年疫情等影响未向其销售产品，售后服务费明显下降，销售费用减少。

图 11：公司业务毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：公司费用率情况



资料来源：《新时代的中国国防》，浙商证券研究所

2020年7月，公司在上交所上市，募集资金投向紧密围绕主营业务，将进一步提升公司竞争力，增厚公司业绩：卫星导航产品产业化项目、卫星通信产品产业化项目将显著提升公司产品产能和自动化等生产能力；技术研发中心项目将重点引进系列先进研发试验、测试等产品，提高研发效率，实现对行业新技术的探索和已有技术的产业化转化。

表 1：公司募投项目情况

	投资总额, 万元	募集资金投资额, 万元
卫星导航产品产业化项目	16948.25	16948.25
卫星通信产品产业化项目	17635.74	17635.74
技术研发中心项目	6200.00	6200.00
补充流动资金	10000.00	10000.00
合计	50783.99	50783.99

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2. 卫星导航：国防市场高景气度

公司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及核心部件产品，包括卫星导航接收机、组件、专用测试设备，目前主要应用于国防军事领域，应用于弹载等多种武器平台。

图 13：公司卫星导航产品演进情况

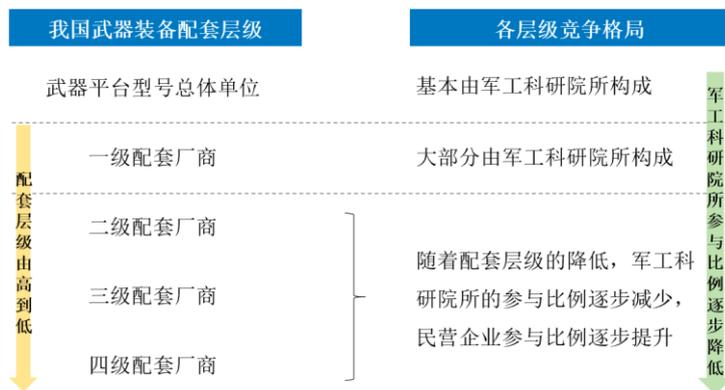
	2009-2013	2014-2016	2017-2019
卫星导航组件	抗干扰射频组件	民用时频设备	数据链收发终端 导航显示计算机 地标拾取仪 军用时频设备
卫星导航接收机	导航OEM板卡	高动态导航接收机 抗干扰导航接收机	定位定向接收机
专用测试设备		自主式导航模拟器 转发式导航模拟器	便携式导航模拟器 导航干扰测试系统 数据链测试系统

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

整体而言，目前国内卫星导航设备的竞争格局呈现为以军工科研院所为主，民营军工企业技术不断提升、配套层级不断提升的态势。

早期自主研发主要以军工科研院所为主，其目标是开发抗干扰、高精度、高动态的军用卫星导航系统，以满足武器装备对抗干扰、高精度、高动态导航的需求，近年来随着民营企业技术研发水平的不断提升，国家针对军品市场出台了一系列鼓励政策，包括公司在内的一批具备军品科研能力的民营企业逐步进入军用导航设备市场。

图 14：卫星导航产业竞争格局



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

目前公司卫星导航产品主要竞争对手包括中国电子科技集团公司第五十四研究所、中国电子科技集团公司第二十研究所、中国电子科技集团公司第二十四研究所、广州海格通信集团股份有限公司、航天恒星科技有限公司、航天长征火箭技术有限公司、南京熊猫汉达科技有限公司、北京星网宇达科技股份有限公司、江苏雷科防务科技股份有限公司、河北晶禾电子技术股份有限公司、成都振芯科技股份有限公司等。

近年来公司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。在比选中通过与行业中同类的产品对比发现，公司卫星导航系列产品在相同干扰条件下，较比选竞争有更高的定位精度更稳定的性能和耐久度，整体产品对高动态、高过载的适应性更好，卫星导航组件、抗干扰接收天线、专用 SC 天线伺服分机等产品在部分客户的比选过程中以排名第一的成绩入围，获得客户认可。2017-2019 年公司定型产品数量为 11、8、6 种，其中重点型号为 7、1、4 种。

表 2：公司竞争对手情况

相关公司	基本情况	可比产品
中国电子科技集团公司第五十四研究所	新中国成立的第一个电信技术研究所，主要从事军事通信、卫星导航定位、航天航空测控、情报侦察与指控、通信与信息对抗、航天电子信息系统与综合应用等前沿领域的技术研发、生产制造和系统集成。	专用 SC 天线、伺服分机、卫通卫导一体化天线
中国电子科技集团公司第二十研究所	又名西安导航技术研究所，隶属中国电子科技集团公司管理的大型高新技术骨干研究所。主要从事无线电导航、卫星导航、数据通信和信息协同等领域应用技术研究、产品研发与生产、电子信息系统工程设计与系统集成等业务	十五通道射频组件、卫通卫导一体化天线
中国电子科技集团公司第二十四研究所	我国最早成立的半导体集成电路专业研究所，也是我国唯一的模拟集成电路专业研究所。	五通道下变频单元、卫星导航射频模块
广州海格通信集团股份有限公司	主要从事军事通信设备和导航设备的研发、生产和销售。	卫星导航组件、卫通卫导一体化天线
航天恒星科技有限公司	简称“503 所”，是中国东方红卫星股份有限公司全资控股的卫星应用高新技术企业，主要从事卫星应用系统集成、终端设备制造和卫星运营服务	抗干扰接收机
航天长征火箭技术有限公司	中国航天科技集团第九研究院第 704 研究所，是航天时代电子技术股份有限公司的重要子公司，是我国最早开展卫星导航应用技术研究 and 产品研制的单位之一。	卫星导航组件
南京熊猫汉达科技有限公司	国营第七一四厂，是我国卫星、短波、超短波等国防通信领域产品设计、开发、生产、销售的重要基地，我国无线短波通信技术体制研制的牵头单位和卫星通信地面应用系统的技术总体单位。	专用 SC 天线伺服分机、卫通卫导一体化天线
北京星网宇达科技股份有限公司	始终专注于惯性技术开发及产业化应用，主要开展惯性组合导航、惯性测量、惯性稳控、海工装备等产品的研发、生产及销售，并为航空、航天、航海、电子、石油、测绘、交通及通信等多个领域用户提供测量、通信、控制等服务。	卫星导航组件
江苏雷科防务科技股份有限公司	前身是江苏常发制冷股份有限公司，通过向控股股东常发集团出售与制冷业务相关的全部资产及负债，随后通过多次外延收购军工资产，全面转型到军工电子信息化领域。雷科防务主要从事嵌入式实时信息处理、复杂电磁环境测试与验证及评估、北斗卫星导航接收机等业务。	卫星导航组件
河北晶禾电子技术股份有限公司	原为“石家庄市晶禾科技有限公司”，实控人为成传湘，是一家专业从事北斗卫星导航终端配套产品研发及生产的高科技企业，目前已成为我国卫星	十五通道射频组件、十六通道射频组件、抗干扰接收机
成都振芯科技股份有限公司	简介：主要从事北斗卫星导航应用关键元器件、特种行业高性能集成电路、北斗卫星导航终端的设计、开发、生产和销售。	高动态接收机

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2018 年底以来，随着我国军改逐步落地，国防客户武器装备采购需求快速回升，2020 年公司卫星导航收入达到 3 亿元，同比大幅增长 96.7%。十四五期间，国防行业景气度高企，叠加公司产品进一步丰富和升级，有望带动公司卫星导航业务快速增长。

图 15：公司卫星导航业务收入和同比增速情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.1. 国防支出有望增加

2018 年军改基本完成后，国防客户需求放量，公司卫星导航系列产品销售量实现明显增加，带动公司 2019-2020 年业绩增长。

十四五期间国防行业景气度持续高企。

《十四五规划建议》中第十四节提出，贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，坚持党对人民军队的绝对领导，坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。

表 3：我国部分国防相关政策

时间	相关政策或白皮书	主要内容
2015 年 5 月	中国的军事战略白皮书	构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系是改革的努力目标。
2016 年 1 月	中央军委关于深化国防和军队改革的意见	2020 年前在领导管理体制、联合作战指挥体制改革上取得突破性进展，努力构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系
2016 年 3 月	《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》	到 2020 年，基本形成军民深度融合发展的基础领域资源共享体系、中国特色先进国防科技工业体系、军民科技协同创新体系、军事人才培养体系、军队保障社会化体系、国防动员体系
2016 年 5 月	《军队建设发展“十三五”规划纲要》	到 2020 年，军队要基本完成国防和军队改革目标，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命的中国特色现代军事力量体系；同时提出完善信息基础设施，推动指挥信息系统集成运用，加大信息资源开发利用力度，构建信息安全防御体系，全面提高打赢信息化局部战争的能力
2017 年 8 月	《“十三五”科技军民融合发展专项规划》	部署了“十三五”期间推进科技军民融合发展的 7 个方面 16 项重点任务，要求到 2020 年，基本形成军民科技协同创新体系，推进形成全要素、多领域、高效益的军民科技深度融合发展格局
2017 年 10 月	习近平十九大报告	确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到 20 世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。
2019 年 7 月	新时代的中国国防白皮书	新时代战争形态加速向信息化战争演变，我国军事装备信息化水平亟待提高。
2020 年 10 月	十四五规划建议	贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，坚持党对人民军队的绝对领导，坚持政治建军、改革强军、科技强军、人才强军、依法治军，加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。

资料来源：浙商证券研究所整理

国防支出具备较大提升空间，信息化智能化建设是其中重点方向。

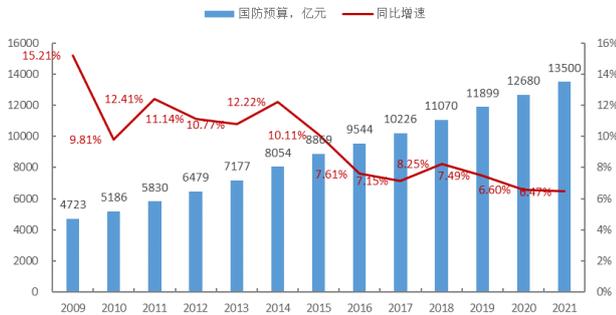
近年来，我国国防支出增速较此前有所下降，但总体持续较为平稳的增长。2021 年我国国防支出预算 13500 亿元，同比增长 6.47%。

SPIRI 数据显示，2019 年我国军费开支规模位居全球第二，但军费总开支仅为美国的 1/3，人均军费开支仅为美国的 1/17，军人人均军费仅为美国 1/5。从国防费占国内生产总值比重看，《新时代的中国国防白皮书》数据，2012 年至 2017 年，中国国防费占国内生产总值平均比重约为 1.3%，中国国防费占国内生产总值的平均比重是联合国安理会常任理事国中最低的，我国国防投入未来有较大提升空间。

信息化智能化发展是未来重点。《新时代的中国国防白皮书》提出，中国军事机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，军队现代化水平与国家安全需求相比差距

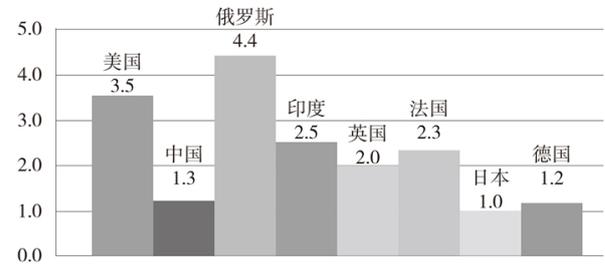
还很大，与世界先进军事水平相比差距还很大。《十四五规划建议》进一步明确提出要加快机械化信息化智能化融合发展。

图 16：我国国防预算情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2012 年至 2017 年国防费占同期 GDP 平均比重



资料来源：《新时代的中国国防》，浙商证券研究所

2.2. 弹载领域弹性居前

公司卫星导航产品在国防领域的应用包括**武器控制**等作战系统，并主要面向导弹等武器装备市场。

导弹工业在我国军工产业的地位正稳固提高。

近年来，各国都从两伊战争尤其是海湾战争中看到了导弹的重要作用 and 巨大的发展潜力，精确制导武器在战争中的使用量不断增加。

2015 年 12 月，我国军委针对性的在海、陆、空三大军种之外，成立了中国人民解放军火箭军（前身为第二炮兵部队），主要由以弹道导弹为核心的攻击和防御体系构成。导弹工业在我国军工产业的地位正稳固提高。

表 4：精确制导武器在战争中的使用比例

年份	战争	精确制导武器使用比例
1991	海湾战争	8%
1999	科索沃战争	35%
2001	阿富汗战争	60%
2003	伊拉克战争	68%
2011	利比亚战争	91%

资料来源：《光学制导技术发展综述》，浙商证券研究所

未来导弹需求有望快速增长。

导弹的消耗方式包括战争需求、实战演练需求、日常老化等原因形成的销毁等。

随着我国国防政策逐步转为积极防御政策，未来的军事竞争对导弹新增列装和各项性能要求都会进一步提高，现役导弹会逐步更替。

同时，近年来我国加强推进实战化训练，训练频率、强度提高，弹药类装备的消耗将快速增长，《解放军报》披露，东部战区陆军某重型合成旅，2018 年枪弹、炮弹、导弹消耗分别是 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。

此外，随着我国导弹技术的稳步提升，对俄罗斯先进导弹的进口依赖正逐步弱化，加之我国对第三世界发展中国家导弹出口市场的逐步打开，未来我国导弹制造总量将会进一步提高。

公司产品应用于核心制导环节。

导弹包括制导控制、推进、再入飞行器、战斗部、弹体等分系统，对其整体成本有重要影响，尤其是制导控制系统的成本对全弹成本的影响显著，参考《导弹武器的低成本化研究》的信息，大部分导弹中的制导与控制分系统占导弹成本比例高企。

表 5：几种典型导弹武器的成本中各分系统所占比例

导弹	制导与控制	推进	再入飞行器	其他部分	
弹道导弹	MX	21.7%	25.4%	33.4%	19.5%
	潘兴-1	33.1%	26.9%	17.9%	22.1%
反导拦截弹	PAC-3	> 47%	-	-	-
	THAAD	43%	11%	-	46%
AGM-130 空地导弹	41%	19%	-	40%	
先进中程空空导弹	77%	6%	-	17%	

资料来源：《导弹武器的低成本化研究》，浙商证券研究所

制导与控制系统中，制导环节按照不同方式可以分为寻的制导、遥控制导、惯性制导、卫星制导、地形匹配与景象匹配制导以及采用多种方式混合使用的复合制导等，公司产品应用于其中卫星导航类制导系统，导弹需求的高企将直接带动弹载制导系统需求，有望直接拉动公司相关业务收入。

表 6：几种制导方式介绍

制导方式	具体介绍
寻的制导	通过弹上的引导系统（寻引头或寻的器）感受目标辐射或反射的能量，自动跟踪目标，导引制导武器飞向目标，根据能源所在位置不同分为自主式、半自主式、被动式，根据能源的物理特性分为微波和毫米波、红外、激光、电视等
遥控制导	导引系统全部或部分设备安装在弹外制导站，由制导站执行全部或部分的测量武器与目标的相对运动参量并形成制导指令之任务，再通过弹上控制系统导引制导武器飞向目标
惯性制导	利用测量设备测量导弹运动参数的制导技术。惯性制导系统全部安装在弹上，主要有陀螺仪、加速度表、制导计算机和控制系统
卫星制导	利用导航卫星播发的信号来修正导弹的飞行路线，提高制导精度
地形匹配与景象匹配制导	在导弹发射区与目标区之间选择若干特征明显的标志区，通过遥测、遥感手段按其地面坐标点标高数据绘制成数字地图（成为高程数字模型地图），预先存入弹载计算机内。导弹飞临这些地区时，弹载的雷达高度表和气压高度表测出地面相对高度和海拔高度数据，计算机将其同预先存入的数字地图比较，算出修正弹道偏差的指令，弹上控制系统执行指令，控制导弹飞向目标。
复合制导	在导引导弹向目标飞行时，采用了两种或两种以上的制导方式

资料来源：科普中国，浙商证券研究所

由于在国防领域我国的卫星导航系列产品需使用我国北斗卫星导航系统的信息资源，公司产品技术路径主要基于北斗卫星导航系统。

2020 年 6 月，北斗三号最后一颗卫星发射，北斗导航系统全球星座部署将全面完成，北斗系统正式开始全球组网，相较北斗二号系统，北斗三号系统覆盖范围扩大至全球，通过引入高精度的原子钟、星间链路技术、新型导航信号体制、多项抗干扰新技术等，技术体制上也实现性能提升和服务扩展，定位精度提升至 2.5 至 5 米，较北斗二号提升 1 至 2 倍，北斗产业的发展也有望进一步带动公司卫星导航产品的渗透和更新换代。

此外，公司在研北斗/惯性导航组合技术充分利用北斗导航和惯性导航的特点，卫星导航和惯性导航互为补充，实现卫导与惯性导航的组合导航产品设计，采用同一个控制器，集成化程度高，产品在国内具备竞争力，有望进一步提升公司市占率。

表 7：全球四大卫星导航系统全方位对比

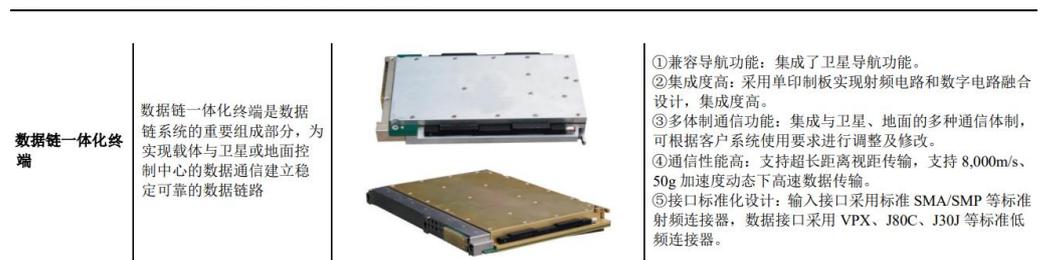
定位系统	美国 GPS	中国北斗	俄罗斯 GLONASS	欧盟 GALILEO
概述	1958 年开始研制，1994 年全球组网完成	1994 年启动建设，2020 年全球组网完成	1976 年由前苏联始建，1996 年全球组网完成	1998 年全面启动，2018 年全球组网完成
定位原理	据已知位置的卫星到用户接收机之间的距离、多颗卫星的数据，测量接收机位置	35 颗卫星在离地面 2 万多千米高空绕地球运行，使任意时刻、地面任意点都可同时观测到 4 颗以上的卫星	该系统总计由 30 颗卫星组成，其中 3 颗备用，其余 27 颗均匀分布在 3 个轨道平面	共采用 30 颗同高度卫星，分三条轨道，每条轨道 9 颗正式使用，1 颗备用。
定位精度	位置精度 20m、定时精度 40ns、速度精度 0.1m/s	位置精度 10m、定时精度 10ns、速度精度 0.2m/s	位置精度 10m、定时精度 20ns、速度精度 0.01m/s	位置精度 3m、定时精度 28ns
组网卫星数	34+3	30+5	27+3	27+3
应用领域	军民两用	军民两用	军民两用	民用
优势	覆盖率高、应用最广泛、技术最成熟	开放且具备短信通讯功能	抗干扰能力强、隐蔽性好	精确性高、系统先进、可靠性高

资料来源：浙商证券研究所

2.3. 数据链打开新空间

公司立足于微波通信和信号处理核心技术的研发，成功研发出弹载导航数据链一体化终端产品并已应用于国防武器平台，实现了民营企业在该领域内的突破。目前公司数据链相关的产品有数据链一体化终端产品、数据链模拟器等。

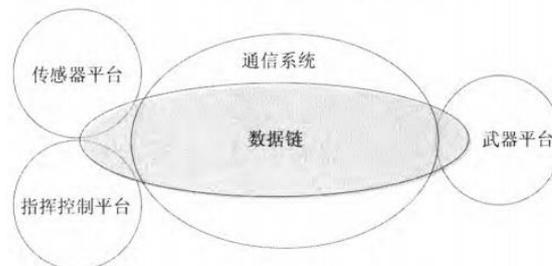
图 18：公司数据链一体化终端产品情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

弹载数据链指嵌入导弹武器平台，将武器平台与天基信息系统、地面控制与保障系统等联为一体，自动接收处理侦察探测、威胁告警、导航定位、目标指示、武器测控等实时信息，实现导弹武器探测、识别、制导、打击、评估一体的专用战术信息系统。导弹武器加装弹载数据链后可实现导弹武器“飞多远，控多远”，创新作战模式，提升作战效能，提高作战运用的灵活性。

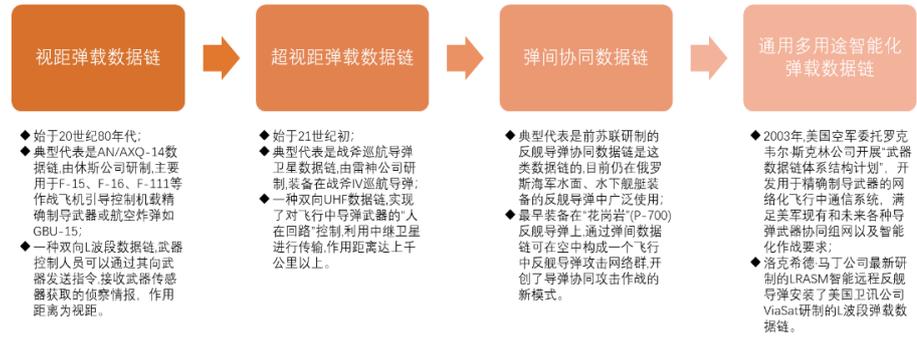
图 19：数据链与相关系统的关系



资料来源：《弹载数据链技术与运用》，浙商证券研究所

弹载数据链的研制始于 20 世纪五六十年代，经过 60 多年的发展，经历了从视距向超视距、从单弹引导向多弹协同、从专用向通用的发展历程。

图 20：弹载数据链的发展



资料来源：《弹载数据链技术与运用》，浙商证券研究所

《美军导弹武器数据链及其在体系作战中的应用》提到：“在信息化战争中，基于数据链的精确制导武器大幅度提升了对固定目标的打击精度，并实现了对时敏目标的精确打击。美军在近几次局部实战中展示出的精确打击能力大大改变了以往对于远程打击效果的认识，这很大程度上得益于导弹武器引入数据链后打击样式拓展以及作战效能提升。”

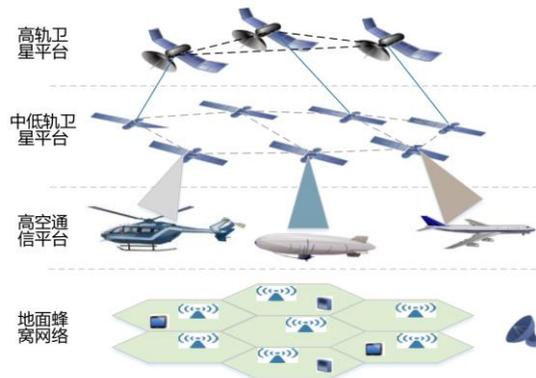
未来随着导弹技术的持续创新发展，导弹武器从打击地面目标向打击陆海空天电网全域目标拓展，对弹载数据链将提出新的更高的要求。此外云计算、物联网、大数据、人工智能、区块链等技术也将为弹载数据链的发展注入新的活力，需求牵引与技术推动“双引擎”之下，弹载数据链将成为新军事革命必不可少的“助推器”。

未来公司将继续巩固、加强对数据链及通导一体化产品的创新性研究探索，对星地、弹间等多种应用场景的技术进行研究，打开新的成长空间。

3. 卫星通信：产业空间已经打开

卫星通信是通过人造通信卫星把需要信息交换的站点进行互联互通的无线电通信，具有无缝覆盖、覆盖面广、通信距离长、通信线路稳定、通信频带宽、容量大等特点，可作为陆地移动通信的扩展、延伸、补充和备用，尤其适用于边远地区、农村、山区、海岛、灾区以及远洋舰队和远航飞机等陆地通信不易覆盖的地区，未来有望作为地面网络的有效补充和延伸，打造空天地一体化。

图 21：空天地一体化网络



资料来源：《中国联通空天地一体化通信网络白皮书》，浙商证券研究所

全球来看，卫星移动通信的主要客户目标包括海上用户、航空用户、陆地用户、M2M 用户以及政府用户。由于我国人口密度高，陆地上基站覆盖较为全面，而在海洋和空中基站覆盖受限，因此我国民用卫星通信市场主要在海洋和航空市场。

图 22：卫星移动通信下游市场和客户情况

海上用户	航空用户	陆地用户	M2M用户注	政府用户
高速数据	前舱通信	应急救援	车、船队管理	培训、日常行动
船员通信	轨迹监控	灾难救助	集装箱监控	军方通信
船务管理	安全服务	旅游探险	油气监控	无人值守数据
	高速数据业务	采矿探险	气象数据采集	后勤保障

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司卫星通信领域布局深入，动中通产品覆盖了目前卫星通信从 L 频段、S 频段、Ku 频段到 Ka 频段的各主流频段，形成了机载、船载和车载各种系列化产品，支持海事通信、天通系统、VSAT 系统等各种卫星通信系统，且在民航、船载领域积累了成熟的商业化经验，形成了一定的先动优势。

图 23：公司卫星通信产品演进情况

	2009-2013	2014-2016	2017-2019
卫星通信组件	信标机 数字跟踪接收机		
卫星通信天线	船载卫星动中收	船载动中通 车载动中通（抛物面）	机载动中通 车载动中通（平板） 天通车载动中通 天通船载动中通

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

近年来我国不断加速通信卫星系统建设，积极推动商业卫星系统发展，在海事、民航等领域不断培育市场需求，公司国内客户包括中国电信舟山分公司、南京凯瑞得信息科技有限公司、四川星地通信技术有限公司等，逐步形成业务规模。此外公司积极布局海外市场，带动公司卫星通信业务规模实现快速增长。

2020 年公司卫星通信产品收入规模达到 1.22 亿元，同比略有下降主要系疫情对海外民航机载客户需求的影响，疫情影响逐步减弱之后公司海外民航机载业务有望得到恢复。而随着高通量卫星、低轨卫星互联网等技术变革的推进，卫星通信的收费标准的降低，公司卫星通信业务有望迎来良好的发展机遇。

图 24：公司卫星通信业务收入和同比增速情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1. 机载船载渗透潜力大

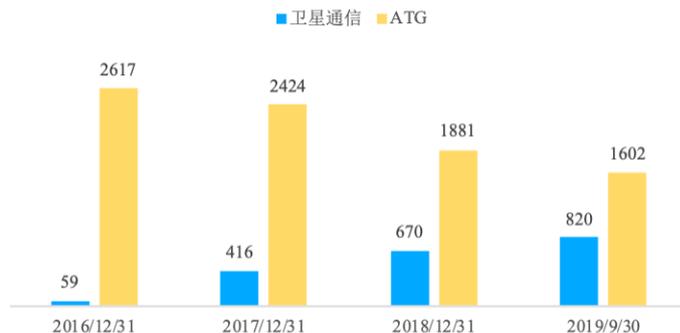
机载：公司机载产品已通过空客、波音民航适航认证，并且在海外得到验证。

目前民航运输主要依靠 ATG（Air to Ground，地面基站方式）和卫星通信两种技术方案实现地空宽带通信。

早期卫星通信系统容量不足，仅提供窄带通信服务，ATG 是市场主流方案。ATG 通过在飞行空域或特定空域架设地面基站，以向天空进行覆盖，进而实现机上互联，但 ATG 在地面及起飞、降落阶段无法提供服务，且各国通信体制不同很难跨国服务，随着卫星通信技术的不断发展，卫星通信技术方案逐渐成为民航客机互联网接入服务的主流。

Inmarsat（全球三大移动卫星服务运营商之一）数据，截至 2017 年，全球已有 7400 架飞机配置卫星通信系统，到 2027 年预计将会有 23,000 架商用飞机使用卫星通信系统。

图 25：2016-2019 年前三季度 Gogo 在北美地区提供民航客机互联网接入服务的飞机数量

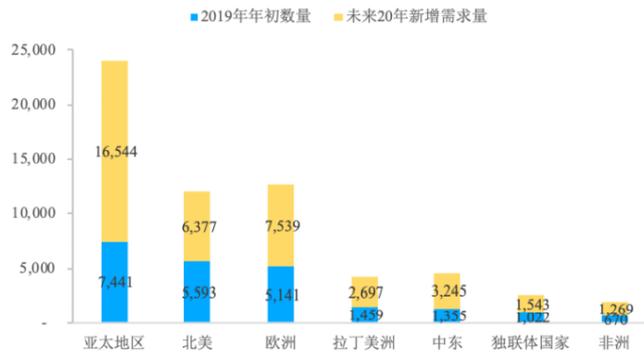


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

Airbus（欧洲空客公司）预测（2019 年版）显示，2019 年初全球共有飞机 22,680 架，且未来 20 年将有 39210 架的增长，而新增的需求中亚洲市场占 42%。

目前公司机载产品已经通过空客、波音民航适航认证，并且在海外得到了很好的验证，Ku、Ka 双频频段机载动中通产品批量化应用于沙特航空的客机机队，沙特市场份额达到约 20%。未来公司将持续大力拓展海外市场，有望进一步受益全球民航产业发展。

图 26：全球民航市场发展预测



资料来源：Global Market Forecast: Cities, airports & aircraft 2019-2038，招股说明书，浙商证券研究所

国内机载互联系统发展较晚，但市场发展潜力很大。根据中国民用航空局的统计，2012年至2018年，我国民航全行业运输飞机在册架数从1941架增加至3639架，年复合增长率达11.04%。根据中国民航网调查，我国超过73%的旅客其旅途行为第一意愿是上网，当飞行时间超过4小时，上网意愿接近100%。

2018年1月中国民航局颁布并施行《机上便携电子设备（PED）使用评估指南》，放开可飞机上使用手机等移动设备的限制，大力推动国内民航通信市场的发展，目前国内东方航空、中国国际航空、南方航空等多家航空公司均已开始涉足空中网络服务。

图 27：我国民航全行业运输飞机期末在册数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：我国民航飞机类型情况



资料来源：天堂硅谷，浙商证券研究所

民航卫星通信机上网络设备的安装模式主要分为“前装”和“后装”，前装主要面向空客 A350、波音 777、波音 787 等宽体机市场，该类机型基本上在出厂前即配备了松下航电、霍尼韦尔的相关产品，后装主要面向窄体机市场，对现有已投入使用但不具备机载 Wi-Fi 功能的客机进行改装。

目前国内民航卫星通信市场尚处于发展初期，仅部分宽体机型具有空地互联功能，而作为我国民航机型的主力的窄体机型（占比达到 82%）大部份还未实现空地互联功能。

公司机载卫星通信天线产品主要面向窄体机型改装的“后装”市场，目前国内竞争对手包括星展测控、星网宇达等。

未来在全球及国内航空市场快速成长的互联网接入服务需求带动下，公司卫星通信终端设备产品销售有望快速增长。

船载：行业渗透率低，公司与中国电信等主流运营商建立了良好的合作关系。

船载卫星通信产品主要为船上人员提供通信、娱乐、上网等系列服务。农业部 2019 年 6 月发布的《2018 年全国渔业经济统计公报》显示：2018 年末我国机动渔船数量 55.62 万艘，多数为远航程捕捞作业船只。此外，随着我国海洋执法能力的增强，海监、海警等部门所需船只数量预计也将稳步增长。

受限于通信速率、资费水平、使用习惯等因素的限制，目前船载卫星通信尚未大规模普及，渗透率较低。未来随着高通量卫星等技术变革的推进，卫星通信的收费标准有望不断降低，促进用户习惯的形成，船载市场有望打开空间，为公司业务带来良好的发展机遇。

在船载卫星通信市场，公司竞争对手包括宁波泰迪、航天恒星、星网宇达、星展测控等，目前公司已与中国电信等行业内主流的运营商建立了良好的合作关系，海外市场方面，公司也已经取得了 DNV·GL 船级社等相关认证，为产品进入更多国际市场提供了准入资质基础。

3.2. 积极布局卫星互联网

卫星互联网也是近年来卫星行业的重大变化。

根据联合国 ITU 2019 年报告的全球互联网接入数据显示，全球占比 49% 约 37.3 亿人未连入互联网，发展中国家中 55% 的人未能接入互联网。

卫星互联网通过大量低轨卫星组成卫星星座网络，构建具备实时信息处理能力的大卫星系统，向地面、空中终端同时提供互联网接入等通信服务，相比同步卫星网络可提供通信延迟更低、通信带宽更大、通信覆盖更好的通信服务，对地面网络形成有效补充。

卫星互联网是一个全球重资产配置的产业，国际上轨道和频段稀缺资源争夺激烈。

以美国、加拿大等为代表的海外国家已经意识到近地轨道和频谱资源的战略价值以及低轨卫星通信系统的巨大商业价值，卫星互联网发展已成规模。OneWeb、O3b、SpaceX、Telesat 等多家国外企业已提出卫星互联网计划。海外低轨卫星运营商最早预计 2021 年投入运营。

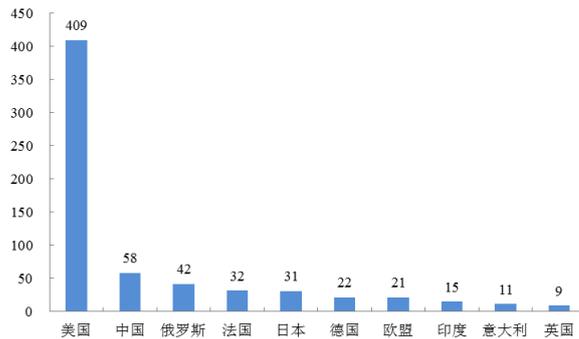
表 8：海外主要卫星互联网星座计划

国家	公司	星座名称	数量	建成年份	轨道高度	频段	用途	在轨
美国	Space X	StarLink	11927	2027	1130km	Ku, Ka, V	宽带	300 颗
美国	OneWeb	OneWeb	2648	2027	1200km	Ku, Ka, V, E	宽带	6 颗
美国	铱星公司	第二代铱星	75	2018	780km	—	宽带、STL	75 颗在轨
美国	波音	波音	2956	2022	1200km	V	宽带	-
美国	亚马逊	亚马逊 kuiper	3236		590km/610km/ 630km	Ka	宽带	-
美国	Facebook	Facebook Athena Project	77	-	1200km	-	-	-
加拿大	Telesat	Telesat	298	2023	1248/1000km	Ka	宽带	1 颗验证星
加拿大	AAC Clyde	Kepler	140	2022	-	Ku/Ka	物联网	2 颗
印度	Astrome	Space Net	150	2020	1400km	毫米波	宽带	-
俄罗斯	Yaliny	Yaliny	135	-	600km	-	宽带	-
德国	KLEO Connect	KLEO	624	-	1050/1425km	Ka	工业物联网	2 颗试验星

资料来源：中国知网，赛迪，前瞻产业研究院

近年来我国政府也加大了航天领域的投资。2020 年 4 月，国家发改委明确新型基础设施的范围，卫星互联网被纳入通信网络基础设施的范畴，凸显了我国补强天基信息化的战略目标。2021 年 4 月 28 日，国资委发布公告，经国务院批准，新建中国卫星网络集团有限公司，未来国内卫星互联网建设有望进一步提速。

图 29：2018 年世界各主要国家政府航天投资额（亿美元）



资料来源：Euroconsult，浙商证券研究所

公司在低轨卫星互联网领域持续积极跟进，相关技术布局在国内具备竞争力：在研低轨卫星通信天线产品可实现对低轨卫星的自动跟踪及卫星通信，技术拟达到较同行产品集成化程度更高、成本更低的水平；相控阵天线技术通过设计并验证符合卫星使用要求的相控阵天线辐射阵面补齐公司在相控阵辐射面技术上的短板，与国内领先水平对齐研究。

随着国内卫星互联网产业的发展，公司相关产品有望成为新的增长点。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

十四五期间，国防市场景气度高，我国国防支出具备较大提升空间，信息化智能化建设是重点投向，公司作为国内少数几家自主掌握卫星导航和卫星通信核心技术的厂商之一，产品在国防领域的主要面向导弹、战机等武器装备市场，预计将充分受益。

此外公司已经成功研发出了弹载导航数据链一体化终端产品并已应用于国防武器平台，实现了民营企业在该领域内的突破，弹载数据链等有望为公司打开新的成长空间。

预计公司 2021-2023 年分别实现收入 5.73 亿元、8.07 亿元、11.20 亿元，归母净利润 1.57 亿元、2.23 亿元、3.11 亿元。

盈利预测关键假设：

1) 卫星导航：公司产品在国防领域主要面向导弹等武器装备市场，预计弹性乐观。此外，公司已经成功研发出弹载导航数据链一体化终端产品并已应用于国防武器平台，有望打开新的成长空间。十四五期间我国国防支出具备较大提升空间，信息化智能化建设是其中重点方向，结合对未来国防开支、装备投入占比的判断，以及公司当前产品布局情况，预计 2021-2023 年公司卫星导航业务收入同比增速 45.54%、45.52%、42.87%。

2) 卫星通信：2020 年疫情影响公司海外民航机载业务收入，预计未来疫情缓解后公司海外卫星通信业务有望得到恢复，此外近年来我国不断加速卫星通信产业发展，国内市场在高通量卫星、卫星互联网等发展带动下有望保持较快增长，综合国内外情况，我们预计 2021-2023 年公司卫星通信业务收入同比增速 10.56%、25.56%、23.53%。

表 9：公司细分业务盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
卫星导航					
营业收入(百万元)	153.01	300.97	438.03	637.41	910.68
增长率(%)	25.31%	96.70%	45.54%	45.52%	42.87%
毛利率(%)	73.65%	67.50%	67.00%	66.00%	65.00%
卫星通信					
营业收入(百万元)	130.05	122.27	135.18	169.73	209.68
增长率(%)	61.79%	-5.98%	10.56%	25.56%	23.53%
毛利率(%)	56.82%	55.64%	54.00%	53.50%	53.00%
合计					
营业收入(百万元)	283.06	423.24	573.21	807.14	1120.36
增长率(%)	39.79%	49.52%	35.43%	40.81%	38.81%
毛利率(%)	65.92%	64.07%	63.93%	63.37%	62.75%

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 估值分析

公司当前 PE TTM 69.3 倍，低于上市以来均值 114.91 倍。

选取制导、卫通等领域相关上市公司北斗星通、振芯科技、睿创微纳作为可比公司，可比公司 PE TTM、2021E、2022E 均值分别为 101、89、70 倍，公司 PE 估值低于可比公司均值水平。

表 10：可比公司相对估值情况

可比公司	PE		
	2021E	2022E	2023E
北斗星通	126.48	100.94	82.37
振芯科技	97.77	105.00	86.51
睿创微纳	78.05	60.64	41.98
均值	100.77	88.86	70.28
盟升电子	69.30	50.18	35.48

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：公司上市以来估值情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.3. 投资建议

公司作为稀缺的民营卫通卫导核心厂商，2018 年底以来步入发展快车道，未来国防业务弹性有望超预期。

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 5.73 亿元、8.07 亿元、11.20 亿元，同比增长 35.43%、40.81%、38.81%，实现归母净利润 1.57 亿元、2.23 亿元、3.11 亿元，同比增长 47.05%、41.43%、39.77%，对应 EPS 为 1.37、1.94、2.71 元，现价对应 PE 为 50.18、35.48、25.38 倍，首次覆盖，“买入”评级。

5. 风险提示

疫情对公司海外卫星通信业务的影响超预期；国防信息化投入不及预期；竞争加剧导致毛利率下滑；新产品客户拓展不及预期等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1677	1735	1968	2374	营业收入	423	573	807	1120
现金	579	447	328	295	营业成本	152	207	296	417
交易性金融资产	464	464	464	464	营业税金及附加	6	7	11	15
应收账款	484	623	900	1233	营业费用	33	42	56	74
其它应收款	1	3	3	5	管理费用	41	54	73	96
预付账款	4	8	9	14	研发费用	56	79	109	148
存货	123	167	239	337	财务费用	5	7	10	12
其他	21	22	23	24	资产减值损失	1	2	2	3
非流动资产	460	580	682	699	公允价值变动损益	2	1	2	1
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	6	8	7	8
固定资产	64	323	491	545	营业利润	124	184	260	364
无形资产	44	42	43	44	营业外收支	1	0	1	0
在建工程	291	156	88	49	利润总额	125	184	261	364
其他	60	60	60	61	所得税	18	27	38	53
资产总计	2137	2315	2650	3072	净利润	107	157	223	311
流动负债	347	414	594	798	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	20	18	41	44	归属母公司净利润	107	157	223	311
应付款项	222	302	432	609	EBITDA	149	209	312	433
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.93	1.37	1.94	2.71
其他	105	94	122	145	主要财务比率				
非流动负债	146	146	146	146		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	99	99	99	99	成长能力				
其他	47	47	47	47	营业收入	49.52%	35.43%	40.81%	38.81%
负债合计	492	560	739	944	营业利润	56.90%	47.84%	41.20%	40.11%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	46.53%	47.05%	41.43%	39.77%
归属母公司股东权益	1644	1755	1910	2128	获利能力				
负债和股东权益	2137	2315	2650	3072	毛利率	64.07%	63.93%	63.37%	62.75%
					净利率	25.29%	27.46%	27.58%	27.77%
					ROE	9.89%	9.26%	12.15%	15.41%
					ROIC	5.98%	8.37%	10.93%	13.82%
					偿债能力				
					资产负债率	23.04%	24.19%	27.90%	30.73%
					净负债比率	24.21%	20.93%	18.90%	15.20%
					流动比率	4.84	4.19	3.31	2.97
					速动比率	4.48	3.79	2.91	2.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.26	0.33	0.39
					应收账款周转率	1.30	1.23	1.26	1.25
					应付账款周转率	1.30	1.33	1.35	1.35
					每股指标(元)				
					每股收益	0.93	1.37	1.94	2.71
					每股经营现金	0.60	0.62	0.75	1.31
					每股净资产	14.34	15.30	16.66	18.56
					估值比率				
					P/E	73.78	50.18	35.48	25.38
					P/B	4.80	4.50	4.13	3.71
					EV/EBITDA	86.07	34.01	23.24	16.81

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	69	71	86	150
净利润	107	157	223	311
折旧摊销	25	25	49	66
财务费用	5	7	10	12
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(69)	(76)	(124)	(141)
其它	1	(43)	(72)	(97)
投资活动现金流	(725)	(146)	(151)	(81)
资本支出	(127)	(140)	(140)	(70)
长期投资	0	0	0	0
其他	(598)	(6)	(11)	(11)
筹资活动现金流	1019	(57)	(54)	(102)
短期借款	(32)	(2)	23	4
长期借款	49	0	0	0
其他	1002	(55)	(76)	(106)
现金净增加额	363	(132)	(119)	(33)

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 -10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>