

证券研究报告—动态报告

国防军工

航空军工

盟升电子 (688311)

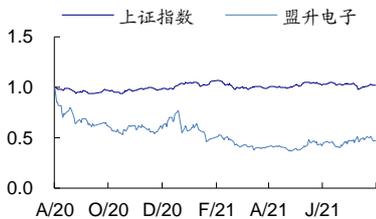
买入

2021 年半年报点评

(首次评级)

2021 年 08 月 17 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	115/66
总市值/流通(百万元)	8,910/5,127
上证综指/深圳成指	3,517/14,694
12 个月最高/最低(元)	168.88/60.00

证券分析师: 花超

电话:
E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

卫星导航翻倍增长, 新成立电子对抗事业部

● 卫星导航业务翻倍增长, 毛利率受结构影响较大但费用改善明显

21H1 实现营收 1.69 亿元(+42.73%), 归母净利润 0.48 亿元(+45.44%), 扣非归母净利润 0.43 亿元(+30.60%)。其中, 卫星导航实现营收 1.26 亿元, 同比增长 118.72%。卫星通信业务受新冠疫情影响, 境外收入同比大幅减少, 实现营收 0.43 亿元, 同比减少 29%。21Q1 毛利率为 61.60%, 相比去年下滑 11.37pct, 主要是收入结构中卫星通信业务有所拖累; 销售净利率 28.37%, 同比提升 0.62pct, 不降反升, 主要受益期间费用率的大幅改善。其中, 管理费用率 12.73%, 同比改善 1.12pct; 财务费用率-3.2%, 去年同期 0.49%。研发费用率 15.16%, 上升 0.49pct。销售费用同比减少 25%, 受疫情影响海外业务减少, 佣金支付相应减少。

● 收购南京萤火拓展系统级配套, 新成立电子对抗事业部布局新方向

公司 1.22 亿元收购南京萤火 51% 股权。南京萤火有助于加快公司信号处理和相关技术的构建, 促进卫星通信系统化技术体系的形成, 实现产品由天线向终端和系统的快速演进。同时, 公司确定将电子对抗作为公司业务战略发展方向, 成立了电子对抗事业部, 为公司未来新的业务增长点做好布局, 有望实现由部件级向系统级供应商的深度转换。

● 投资建议:

盟升电子已逐步成为国内卫星导航和卫星通信终端设备研发制造领域主要的供应商。卫星导航业务以弹载配套为主, 受益导弹武器装备的迅猛需求, 同时不断叠加新产品, 比如数据链等, 提升配套价值量。卫星通信业务短期虽受到海外影响, 但长期国内海洋、航空市场广阔。另外, 公司新成立电子对抗事业部, 将是公司未来新的业务增长点。预计 2021-2023 年归母净利润 1.5 / 2.3 / 3.3 亿元, 同比增速 37/ 54/ 46%; 当前股价对应 PE=59/38/26x, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 武器装备采购不达预期、新业务拓展不及预期

盈利预测和财务指标

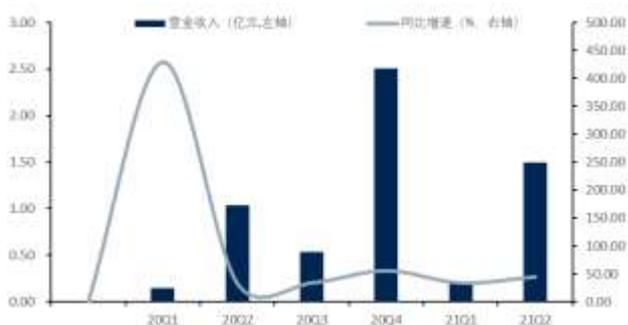
	2016	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	283	423	563	771	1,041
(+/-%)	39.8%	49.5%	33.0%	37.0%	35.0%
净利润(百万元)	73	107	146.55	225.42	329.95
(+/-%)	126.4%	46.5%	36.9%	53.8%	46.4%
每股收益(元)	0.85	0.93	1.28	1.97	2.88
EBIT Margin	38.5%	45.4%	31.4%	35.3%	38.6%
净资产收益率(ROE)	14.0%	6.5%	8.5%	12.1%	16.0%
市盈率(PE)	88.0	80.1	58.5	38.1	26.0
EV/EBITDA	52.4	41.9	47.4	30.4	21.4
市净率(PB)	12.36	5.22	4.95	4.59	4.15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

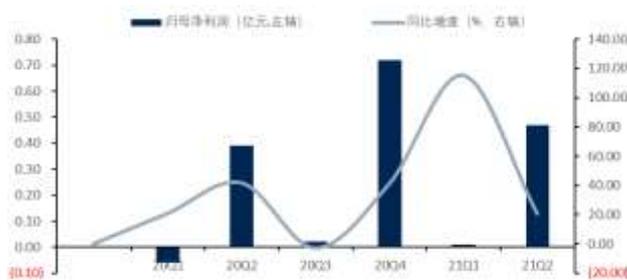
21H1 公司实现营收 1.69 亿元(+42.73%)，归母净利润 0.48 亿元(+45.44%)，扣非归母净利润 0.43 亿元(+30.60%)，公司实现较好较快增长，分业务看，卫星导航业务方面，公司加强市场资源配置，抓住市场增长机遇，积极拓展行业客户，同时加强研发管理，开发新的产品，拓展系列化产品能力。报告期内，卫星导航实现营业收入 12,598.38 万元，同比增长 118.72%。卫星通信境外业务方面，受新冠疫情影响，客户需求具有较大不确定性，报告期内境外收入同比大幅减少，导致卫星通信业务整体收入同比下降。报告期内，卫星通信实现营业收入 4,332.73 万元，同比减少 29.00%。公司业务主要依靠下属子公司，其中卫星导航业务子公司盟升科技实现收入 1.32 亿元，净利润 0.49 亿元。卫星通信业务子公司国卫通信亏损-690 万，此外新并表的南京萤火实现净利润 32.46 万，并表 15.90 万元（并表日 2021 年 5 月 31 日）。

图 1：盟升电子单季营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

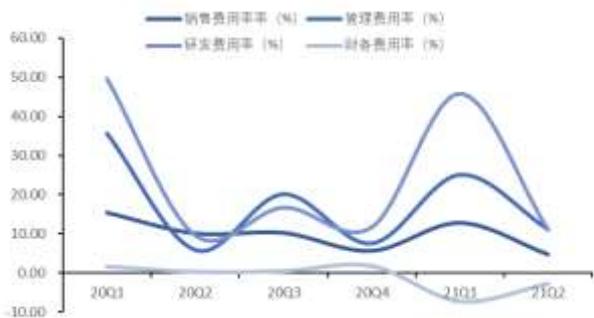
图 2：盟升电子单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

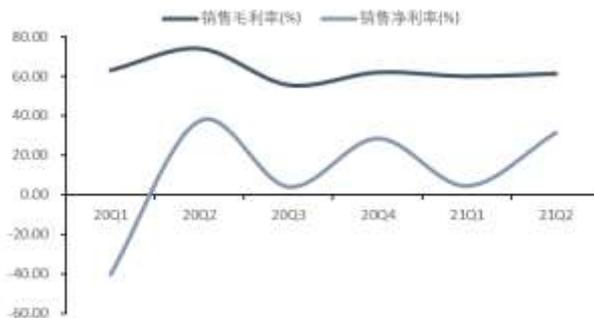
21Q1 销售毛利率为 61.60%，相比去年同期下滑 11.37pct，主要是受收入结构变化相对营业成本增幅较大，应是卫星通信业务有所拖累；销售净利率为 28.37%，同比提升 0.62pct，不降反升，主要受益期间费用率的大幅改善。其中，管理费用率 12.73%，同比改善 1.12pct；财务费用率-3.2%，去年同期 0.49%。研发费用同比增长 48%，研发费用率 15.16%，上升 0.49pct，研发费用变动原因主要是报告期内，研制任务增多，职工薪酬、技术服务费、差旅费较上年增加较多影响所致。销售费用同比减少 25%，主要是受疫情影响海外业务减少，佣金支付相应减少。

图 3：盟升电子三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：盟升电子毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表看，公司 21H1 存货 1945 万，较上年期末增长 58%，主要系本期采购原材料生产备货影响所致。本报告期新增商誉 8055 万，系本期收购南京荧火形成所致。报告期内，公司使用超募资金 12,240 万元收购南京荧火泰讯信息科技有限公司 51% 的股权，其中出资 4,000 万元对南京荧火增资，取得 100 万元注册资本，支付 4,560 万元收购吴团锋持有的南京荧火 114 万元出资额，支付 3,680 万元收购杨伏华持有的南京荧火 92 万元出资额。南京荧火成为公司子公司后，有助于加快公司电子信息、信号处理和相关技术的构建，促进卫星通信系统化技术体系的形成，实现产品由天线向终端和系统的快速演进。

盈利预测：

表 1：公司 3 年营业收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
卫星导航系列产品收入	153.01	300.97	473.50	673.08	940.31
增速 (%)	25%	97%	57%	42%	40%
卫星通信业务收入	130.05	122.27	90	100	110
增速 (%)	62%	-6%	-26%	11%	10%
合计收入	283.06	423.24	563.50	773.08	1,040.31
增速 (%)	40%	50%	33%	37%	35%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：

盟升电子已逐步成为国内卫星导航和卫星通信终端设备研发制造领域主要的供应商。卫星导航业务以弹载配套为主，受益导弹武器装备的迅猛需求，同时在不断叠加新产品，比如数据链等，提升配套价值量。卫星通信业务短期虽受到海外影响，但长期国内海洋、航空市场广阔。另外，公司新成立电子对抗事业部，将是公司未来新的业务增长点。2021-2023 年归母净利润 1.5 / 2.3 / 3.3 亿元，同比增速 37 / 54 / 46%；当前股价对应 PE=59/38/26x，给予“买入”评级。

风险提示：武器装备采购不达预期、新业务拓展不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	579	600	560	630	营业收入	423	563	771	1041
应收款项	486	554	770	1086	营业成本	152	220	278	364
存货净额	123	178	202	249	营业税金及附加	6	7	8	10
其他流动资产	25	31	43	56	销售费用	33	34	49	65
流动资产合计	1677	1873	2137	2639	管理费用	41	126	164	200
固定资产	340	457	563	649	财务费用	5	4	8	17
无形资产及其他	44	41	39	37	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	76	76	76	76	资产减值及公允价值变动	1	1	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(64)	0	0	0
资产总计	2137	2447	2815	3401	营业利润	124	174	266	387
短期借款及交易性金融负债	20	60	206	435	营业外净收支	1	(3)	(3)	(3)
应付款项	222	325	371	460	利润总额	125	170	262	384
其他流动负债	104	184	225	295	所得税费用	18	24	37	54
流动负债合计	347	569	802	1189	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	99	99	99	99	归属于母公司净利润	107	147	225	330
其他长期负债	47	46	47	47					
长期负债合计	146	145	146	146	现金流量表 (百万元)				
负债合计	492	715	947	1335	净利润	107	147	225	330
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(7)	6	2	2
股东权益	1644	1732	1868	2066	折旧摊销	24	19	41	62
负债和股东权益总计	2137	2447	2815	3401	公允价值变动损失	(1)	(1)	(2)	(2)
					财务费用	5	4	8	17
关键财务与估值指标					营运资本变动	(143)	59	(164)	(215)
每股收益	0.93	1.28	1.97	2.88	其它	7	(6)	(2)	(2)
每股红利	0.39	0.51	0.79	1.15	经营活动现金流	(13)	224	101	175
每股净资产	14.34	15.11	16.29	18.01	资本开支	(124)	(138)	(145)	(145)
ROIC	18%	11%	16%	19%	其它投资现金流	(464)	(46)	(51)	(56)
ROE	7%	8%	12%	16%	投资活动现金流	(588)	(185)	(196)	(201)
毛利率	64%	61%	64%	65%	权益性融资	1073	0	0	0
EBIT Margin	45%	31%	35%	39%	负债净变化	49	0	0	0
EBITDA Margin	51%	35%	41%	45%	支付股利、利息	(45)	(59)	(90)	(132)
收入增长	50%	33%	37%	35%	其它融资现金流	(51)	40	146	229
净利润增长率	47%	37%	54%	46%	融资活动现金流	1030	(18)	56	97
资产负债率	23%	29%	34%	39%	现金净变动	429	21	(40)	70
息率	0.5%	0.7%	1.1%	1.5%	货币资金的期初余额	150	579	600	560
P/E	80.1	58.5	38.1	26.0	货币资金的期末余额	579	600	560	630
P/B	5.2	5.0	4.6	4.2	企业自由现金流	(78)	92	(34)	47
EV/EBITDA	41.9	47.4	30.4	21.4	权益自由现金流	(81)	129	104	261

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032