

# 盛路通信 (002446)

证券研究报告

2022年07月28日

## 发布定增预案业绩回暖，行业整体趋势向好未来可期

**事件:** 公司发布 2022 年度非公开发行 A 股股票预案，董事长杨华拟以 5.96 元/股价格增持 1.17 亿股，募集资金不超过 7 亿元用于新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目及补充流动资金。此前公司发布 2022 年半年度业绩预告，22H1 预计实现归母净利润 1 亿-1.35 亿元，同比增长 7774.02%-10529.92%；预计实现扣非归母净利润 0.95 亿-1.29 亿元，同比扭亏增长 1190.70%-1581.06%。

### 军工、通信行业整体发展向好，上半年净利润显著回暖

2022 年上半年，公司所处军工行业和通信行业整体发展趋势向好，订单逐步交付，公司营收和净利润较 21 年同期有较大幅度增长，规模效应逐渐凸显，公司盈利能力提升。

1) 随着我国国防工业建设需求的持续增长，军工电子产业受益显著。军工电子行业作为国家鼓励发展的高技术产业和战略性新兴产业，受到了国家的大力扶持。近年来，我国相继出台各项政策推进军队信息化建设，党的十九大报告提出“力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”。在国家政策的不断利好之下，我国国防支出近十年来一直保持着快速增长，根据国防部发布的最新数据显示，2021 年我国国防支出为 13553.43 亿元，同比增长 6.8%。公司表示：国防支出持续增长，将带动军工信息化建设，在未来较长一段时间内持续促进军工电子行业的发展。

2) 垂直整合与专业化整合并存，军民融合为大势所趋。在军用微波组件领域，垂直整合和专业化整合并存。下游企业通过垂直整合微波组件厂商可提升对上游产业链掌控能力。在军用雷达、通信与电子对抗领域，微波组件性能对整机性能的影响非常关键，且微波组件在整机中的价值占比越来越高。微波组件企业通过专业化整合可以共享核心技术与客户资源，实现协同效应与规模效应，从而提升企业竞争力。此外，目前我国微波组件领域军民分立现象较为突出：军工企业一般聚焦于军品，且对成本不敏感，极少向民品转化；从事民品的企业或因需求了解不充分等原因，一般并不涉及军品。早期军品、民品由于技术特点不同而分成两个市场，公司表示：随着军民技术的共同发展，微波组件领域的军民融合将成为大势所趋。

### 董事长增持彰显发展信心，加大研发投入确保行业内技术领先

此次募集资金用于建设子公司成都创新达的新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目以及补充流动资金，公司把握行业发展趋势，逐步参与民用产品开发，促进技术成果转化，实现现有军工产品技术升级，以加大研发投入确保行业内技术领先。本次发行前，杨华先生持有公司 89484571 股股份，占公司股份总数的 9.85%。以本次非公开发行股票 117449664 股计算，本次发行后公司总股本将为 1025861455 股，杨华先生持股数量将增加至 206934235 股，持股比例将提升至 20.17%，仍为公司实际控制人，公司股权结构将更加稳定。同时，子公司成都创新达和南京恒电电子有限公司具有协同效应，产品应用领域和下游客户实现互补，产品广泛应用于机载、弹载、舰载、星载及地面武器作战平台，进一步完善了公司在军工领域的业务布局。

**盈利预测与投资建议:** 在我国国防工业建设需求的持续增长，军民融合大势所趋的背景下，公司技术优势突出，拥有完善的质量控制和综合交付体系，同时具备优质的客户资源和领先的品牌优势，未来有望持续受益。因此调整 22-24 年预计净利润为 2.5 亿、3.5 亿和 4.6 亿元（23 年原值为 3.1 亿元），对应 PE 为 30/22/16x，重申“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、非公开发行审批风险、业绩预告为公司初步测算实际以半年报为准等

### 投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	8.26 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	908.41
流通 A 股股本(百万股)	836.18
A 股总市值(百万元)	7,503.48
流通 A 股市值(百万元)	6,906.86
每股净资产(元)	3.20
资产负债率(%)	25.97
一年内最高/最低(元)	8.45/5.12

### 作者

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

**余芳沁** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080006  
yufangqin@tfzq.com

**陈汇丰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522070001  
chenhuifeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《盛路通信-首次覆盖报告:持续深耕军、民两用通信领域，未来持续发展可期》 2021-06-04

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,145.36	962.08	1,420.96	1,941.95	2,555.75
增长率(%)	(14.11)	(16.00)	47.70	36.66	31.61
EBITDA(百万元)	434.08	232.94	335.38	443.43	562.79
净利润(百万元)	181.16	(212.14)	250.06	348.65	455.97
增长率(%)	(123.95)	(217.10)	(217.87)	39.43	30.78
EPS(元/股)	0.20	(0.23)	0.28	0.38	0.50
市盈率(P/E)	41.42	(35.37)	30.01	21.52	16.46
市净率(P/B)	2.46	2.63	2.42	2.17	1.92
市销率(P/S)	6.55	7.80	5.28	3.86	2.94
EV/EBITDA	12.02	19.78	21.06	15.12	12.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	925.48	754.70	331.46	692.82	245.28
应收票据及应收账款	584.86	651.06	1,219.28	1,282.20	2,030.91
预付账款	6.76	3.15	11.08	8.33	17.30
存货	392.55	728.70	509.78	1,271.84	1,227.92
其他	501.48	91.64	617.15	367.74	942.11
<b>流动资产合计</b>	<b>2,411.13</b>	<b>2,229.26</b>	<b>2,688.76</b>	<b>3,622.93</b>	<b>4,463.51</b>
长期股权投资	48.85	56.45	56.45	56.45	56.45
固定资产	213.79	281.82	240.52	199.21	157.91
在建工程	32.24	74.87	74.87	74.87	74.87
无形资产	175.03	159.90	139.46	119.03	98.59
其他	1,009.99	1,076.61	1,062.01	1,060.45	1,060.45
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,479.90</b>	<b>1,649.65</b>	<b>1,573.31</b>	<b>1,510.01</b>	<b>1,448.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,891.02</b>	<b>3,878.90</b>	<b>4,262.07</b>	<b>5,132.94</b>	<b>5,911.78</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	413.26	710.50	635.49	1,267.18	1,352.54
其他	253.31	150.48	369.53	257.35	491.51
<b>流动负债合计</b>	<b>666.57</b>	<b>860.98</b>	<b>1,005.02</b>	<b>1,524.53</b>	<b>1,844.06</b>
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	46.55	48.26	47.40	47.83	47.62
其他	83.07	107.13	100.00	100.00	100.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>169.61</b>	<b>155.39</b>	<b>147.40</b>	<b>147.83</b>	<b>147.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>839.77</b>	<b>1,020.41</b>	<b>1,152.42</b>	<b>1,672.36</b>	<b>1,991.67</b>
少数股东权益	6.32	4.76	6.52	8.98	12.19
股本	908.78	908.41	908.41	908.41	908.41
资本公积	2,097.91	2,117.32	2,117.33	2,117.33	2,117.33
留存收益	26.27	(185.87)	64.18	412.83	868.81
其他	11.98	13.88	13.21	13.02	13.37
<b>股东权益合计</b>	<b>3,051.26</b>	<b>2,858.49</b>	<b>3,109.65</b>	<b>3,460.58</b>	<b>3,920.11</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,891.02</b>	<b>3,878.90</b>	<b>4,262.07</b>	<b>5,132.94</b>	<b>5,911.78</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	170.09	(213.70)	250.06	348.65	455.97
折旧摊销	82.37	61.29	61.74	61.74	61.74
财务费用	12.06	0.54	(7.60)	(7.17)	(6.56)
投资损失	(171.31)	2.26	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(208.66)	(204.45)	(744.03)	(49.73)	(968.61)
其它	172.28	338.72	(8.47)	2.46	3.21
<b>经营活动现金流</b>	<b>56.82</b>	<b>(15.35)</b>	<b>(451.29)</b>	<b>352.95</b>	<b>(457.24)</b>
资本支出	(4.40)	136.79	7.13	0.00	0.00
长期投资	(3.61)	7.60	0.00	0.00	0.00
其他	(116.65)	(266.89)	16.33	3.00	3.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(124.66)</b>	<b>(122.50)</b>	<b>23.46</b>	<b>3.00</b>	<b>3.00</b>
债权融资	(196.05)	(21.89)	5.25	5.59	6.35
股权融资	63.13	20.94	(0.66)	(0.19)	0.35
其他	59.81	(116.87)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(73.10)</b>	<b>(117.82)</b>	<b>4.59</b>	<b>5.41</b>	<b>6.70</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>(140.95)</b>	<b>(255.67)</b>	<b>(423.24)</b>	<b>361.36</b>	<b>(447.55)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,145.36</b>	<b>962.08</b>	<b>1,420.96</b>	<b>1,941.95</b>	<b>2,555.75</b>
营业成本	732.21	591.06	853.76	1,164.73	1,537.59
营业税金及附加	8.06	7.20	10.36	14.12	18.78
销售费用	77.75	57.31	63.94	87.39	109.90
管理费用	142.81	145.74	123.62	174.78	224.91
研发费用	132.57	109.44	99.47	135.94	178.90
财务费用	6.28	(4.90)	(7.60)	(7.17)	(6.56)
资产/信用减值损失	(115.38)	(320.20)	(11.06)	(13.69)	(12.38)
公允价值变动收益	0.00	0.38	(10.23)	0.00	0.00
投资净收益	171.31	(2.26)	3.00	3.00	3.00
其他	(144.92)	630.68	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>134.68</b>	<b>(252.36)</b>	<b>259.11</b>	<b>361.47</b>	<b>482.85</b>
营业外收入	35.00	0.31	3.00	3.00	3.00
营业外支出	15.05	2.96	2.50	2.50	2.50
<b>利润总额</b>	<b>154.64</b>	<b>(255.02)</b>	<b>259.61</b>	<b>361.97</b>	<b>483.35</b>
所得税	(15.45)	(41.32)	7.79	10.86	24.17
<b>净利润</b>	<b>170.09</b>	<b>(213.70)</b>	<b>251.82</b>	<b>351.11</b>	<b>459.19</b>
少数股东损益	(11.07)	(1.56)	1.76	2.46	3.21
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>181.16</b>	<b>(212.14)</b>	<b>250.06</b>	<b>348.65</b>	<b>455.97</b>
每股收益(元)	0.20	(0.23)	0.28	0.38	0.50

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-14.11%	-16.00%	47.70%	36.66%	31.61%
营业利润	-117.42%	-287.37%	-202.67%	39.51%	33.58%
归属于母公司净利润	-123.95%	-217.10%	-217.87%	39.43%	30.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.07%	38.56%	39.92%	40.02%	39.84%
净利率	15.82%	-22.05%	17.60%	17.95%	17.84%
ROE	5.95%	-7.43%	8.06%	10.10%	11.67%
ROIC	9.14%	-10.31%	12.41%	12.91%	17.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.58%	26.31%	27.04%	32.58%	33.69%
净负债率	-26.51%	-23.26%	-7.85%	-17.54%	-4.07%
流动比率	3.60	2.58	2.68	2.38	2.42
速动比率	3.01	1.73	2.17	1.54	1.75
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.58	1.56	1.52	1.55	1.54
存货周转率	2.52	1.72	2.29	2.18	2.04
总资产周转率	0.27	0.25	0.35	0.41	0.46
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	-0.23	0.28	0.38	0.50
每股经营现金流	0.06	-0.02	-0.50	0.39	-0.50
每股净资产	3.35	3.14	3.42	3.80	4.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.42	-35.37	30.01	21.52	16.46
市净率	2.46	2.63	2.42	2.17	1.92
EV/EBITDA	12.02	19.78	21.06	15.12	12.71
EV/EBIT	14.42	26.29	25.81	17.56	14.28

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com