

有源相控阵雷达产业链稀缺标的，Q3 业绩符合预期

投资评级：买入（首次）

主要观点：

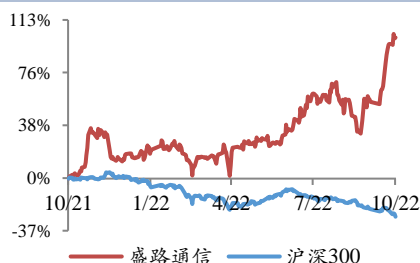
报告日期：2022-10-30

● 三季报业绩

收盘价（元）	10.34
近 12 个月最高/最低（元）	10.47/5.23
总股本（百万股）	908
流通股本（百万股）	836
流通股比例（%）	92.08
总市值（亿元）	94
流通市值（亿元）	86

10 月 30 日公司发布三季报显示，2022 年前三季度实现营收 10.86 亿元，同比增长 61.29%，归母净利润 1.92 亿元，同比增长 1214%；其中，Q3 实现营收 3.41 亿元，同比增长 44.14%，归母净利润 0.69 亿元，同比增长 414.34%。公司前三季度业绩大幅增长主要是因为：一方面公司民用通信和军工电子两大主业整体趋势向好，订单逐步交付，收入和利润较 2021 年同期有较大幅度增长，另一方面公司去年针对剥离合正电子产生的其他应收款计提了 6030 万元信用减值损失，2021 年前三季度利润基数较低。Q3 业绩符合预期，公司 2022 年以来连续三个季度兑现，业绩拐点确立。

公司价格与沪深 300 走势比较



● 公司概况

盛路通信成立于 1998 年，上市之后开启多元化发展战略，于 2014 年收购合正电子进军汽车电子领域，于 2015 年和 2018 年先后收购南京恒电和成都创新达切入军工电子赛道。2020 年公司重回聚焦发展战略，于同年 9 月剥离合正电子，集中优势和资源发展民用通信和军工电子两大主业。

分析师：陈晶

执业证书号：S0010522070001

邮箱：chenjing@hazq.com

分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

公司民用通信业务包括基站天线、微波/毫米波天线以及室内网络覆盖产品和智能终端天线等，下游客户主要为移动、华为等运营商和主设备商，公司在国内与运营商和主设备商建立了稳固的合作关系并持续获得份额，在海外线已进入俄罗斯、法国、以色列、意大利、新加坡等地的主流微波设备商的供应商体系。

公司军工电子业务面向军用雷达和电子对抗领域，主要产品包括微波模块、滤波器、频率源、频综产品以及变频组件、收发组件等，覆盖弹载、机载、舰载、星载以及地面武器作战平台。客户涵盖电科、电子、航天、中船、兵器等军工院所和整机厂，公司主导产品微波模块市场占有率在民营企业中位居前列。

相关报告

● 公司推荐逻辑

1) 有源相控阵雷达产业景气度高，公司配套主流型号、积极扩产。军用雷达由传统机械扫描式向相控阵体系演进，有源相控阵性能优势显著、应用场景广泛，由态势感知拓展到火力控制和精确制导领域。近年来弹载、机载有源相控阵雷达快速放量，公司所处变频及控制环节是相控阵微系统核心之一，价值量仅次于 T/R 组件。创新达配套多型弹道、空空导弹弹载相控阵雷达，恒电配套多型歼击机、驱逐舰等机载、舰载相控阵雷达，两家子公司均处于积极扩产中。

2) 大股东参与大额定增增持给后市信心。公司 7 月 25 日发布定增预案，拟向实际控制人杨华先生发行 1.17 亿股、每股 5.96 元，募集不超过 7 亿元，其中 2 亿元用于成都创新达新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目，5 亿元用于母公司补流。若全额批复，定增完成后实际控制人杨华先生持股比例将提升至 20.17%，彰显对公司未来发展前景的信心。

3) 公司掌握前沿核心技术，有望在 6G 时代占据先发优势。公司在超宽带上下变频技术方面处于国内领先地位，可与民用 5G 有源相控阵技术、5G 毫米波天线技术融合发展，公司正按照“天基组网、地网跨代、天地互联”的思路，以地面网络为基础、空间网络为延伸，积极布局 6G 技术的研发工作，研究覆盖太空、空中、陆地、海洋的综合信息网络的相关技术和产品，未来军民融合业务的延展性较好。

● 投资建议

公司聚焦民用通信和军工电子两大主业，民用通信业务订单饱满，基站/室分天线在国内占据稳定份额，微波/毫米波天线进入海外主流供应序列；军工电子业务有源相控阵雷达产业景气度高，公司配套主流型号、积极扩产，短中期业绩确定性强。远期来看，公司掌握超宽带上下变频技术以及有源相控阵技术，未来有望在 6G 时代占据先发优势，打开成长天花板。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.47、3.47、4.51 亿元，对应 EPS 为 0.27、0.38、0.50 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 37.88X/26.96X/20.73X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

1) 产能扩张节奏不及预期；2) 疫情反复导致产能利用率不足风险；3) 军审定价导致毛利率下滑风险。

● 重要财务指标

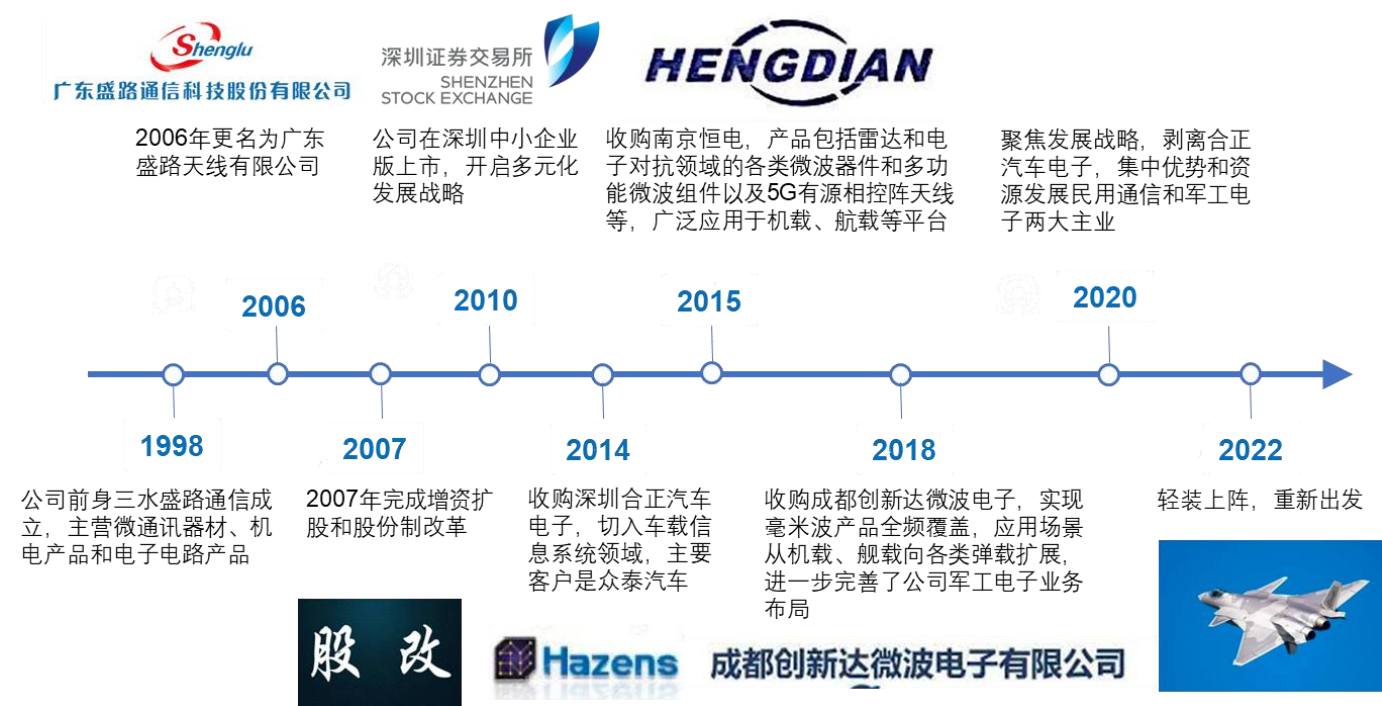
单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	962	1404	1893	2396
收入同比 (%)	-16.0%	45.9%	34.9%	26.6%
归属母公司净利润	-212	247	347	451
净利润同比 (%)	-217.1%	216.4%	40.5%	30.1%
毛利率 (%)	38.6%	37.0%	36.7%	36.8%
ROE (%)	-7.4%	8.0%	10.1%	9.8%
每股收益 (元)	-0.23	0.27	0.38	0.50
P/E	—	37.88	26.96	20.73
P/B	1.93	3.02	2.72	2.04
EV/EBITDA	-25.63	50.38	34.36	21.09

资料来源：wind，华安证券研究所

公司聚焦民用通信和军工电子，2022 轻装上阵、重新出发。盛路通信成立于 1998 年，并于 2010 年在中小板上市，主要从事通信天线及射频器件与设备的研发、制造和销售。公司上市之后开启了多元化发展战略，于 2014 年收购合正电子进军汽车电子领域，于 2015 年和 2018 年先后收购南京恒电和成都创新达切入军工电子赛道。2019 年新能源汽车行业分化加剧，合正电子下游大客户经营不善导致上市公司业绩下滑。2020 年公司重回聚焦发展战略，于同年 9 月剥离合正电子，集中优势和资源发展民用通信和军工电子两大主业。2021 年产生应收账款坏账并完成全部计提，2022 年，公司站在新起点，轻装上阵、重新出发。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司招股书、历次收并购公告，华安证券研究所整理

民用通信进入海外主流设备商供应体系，军工电子掌握核心技术份额领先。公司民用通信业务包括基站天线、微波/毫米波天线以及室内网络覆盖产品和智能终端天线等，下游客户主要为移动、华为等运营商和主设备商，公司在国内与运营商和主设备商建立了稳固的合作关系并持续获得份额，在海外线已进入俄罗斯、法国、以色列、意大利、新加坡等地的主流微波设备商的供应商体系。

公司军工电子业务由成都创新达和南京恒电承载，面向军用雷达和电子对抗领域，主要产品包括微波模块、滤波器、频率源、频综产品以及变频组件、收发组件等，覆盖弹载、机载、舰载、星载以及地面武器作战平台。其中，创新达主要配套多型弹道、空空导弹弹载相控阵雷达，属三级配套单位，下游客户较为分散；恒电主要配套多型歼击机、驱逐舰等机载、舰载相控阵雷达，配套层级较高、下游客户较为集中。创新达与恒电在客户层面形成互补，覆盖了电科、电子、航天、中船、兵器等军工院所和整机厂。公司主导产品微波模块市场占有率在民营企业中位居前列。

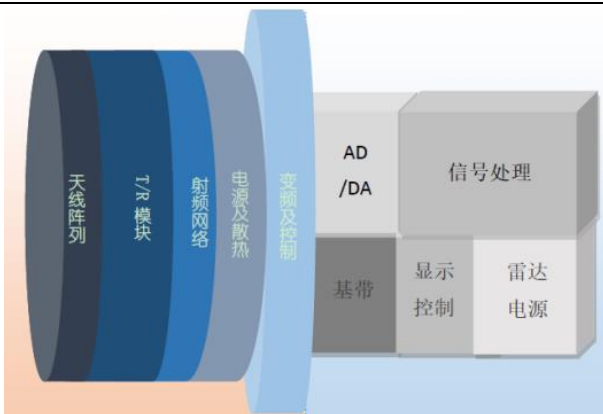
图表 2 公司主要资产及主营业务梳理

	母公司	成都创新达	南京恒电
主营业务	基站天线、微波/毫米波天线以及室内网络覆盖产品等	微波模块、滤波器、频率源、频综产品为主	变频组件、收发组件为主
应用场景	民用移动通信	军用雷达、电子对抗	
具体产品	4448 多频多模电调基站天线 E-Band/V-Band 毫米波天线 E-Band 双频毫米波天线等	配套多型弹道、空空导弹 弹载相控阵雷达	配套多型歼击机、驱逐舰 等机载、舰载相控阵雷达
主要客户	移动、华为等运营商和主设备商	电科、航天、兵器等军工院所和整机厂，较为分散	电科、电子、中船等军工院所和整机厂，较为集中
行业地位	国内与运营商和主设备商建立稳固合作关系并持续获得份额，海外进入主流微波设备商供应体系	微波模块产品市场占有率在民营企业中位居前列	

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

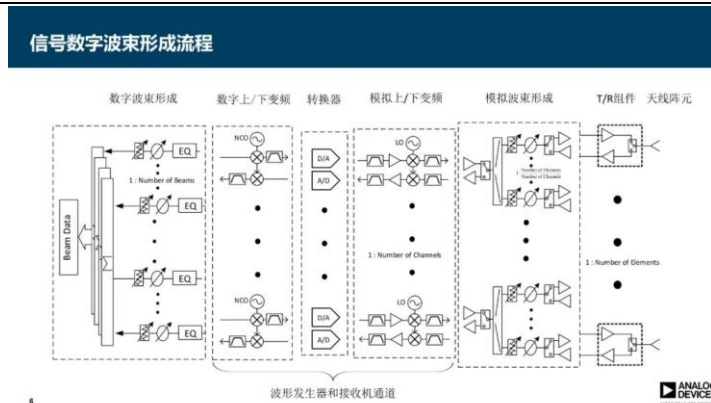
变频及控制属于有源相控阵雷达核心环节，公司超宽带上下变频技术全行业领先。军用雷达由传统机械扫描式向相控阵体系演进，有源相控阵性能优势显著、应用场景广泛，由态势感知拓展到火力控制和精确制导领域。有源相控阵雷达由前端相控阵微系统和后端嵌入式计算机组成，相控阵微系统又可以大致分为天线阵列、T/R 组件、射频网络、电源及散热和变频及控制环节，下变频的主要作用是将 T/R 组件接收的不同频率的高频混合信号进行识别、分解、进行无失真地提取和还原目标信号，然后通过处理变换成计算机能够识别处理的中低频信号，上变频的过程跟下变频相反，将不同频率的中低频信号进行混合变换成不同频率的高频混合信号通过 T/R 组件发射，属于核心环节之一。其中，T/R 组件价值量占比最高，变频及控制环节约为 T/R 组件的 1/4 或 1/5。该领域 70% 左右份额由军工院所占据，民营企业占据剩余 30% 左右份额，主要有雷电微力、亚光科技、火箭股份、成都创新达、南京恒电、南京誉葆、合肥星波等，公司凭借全行业领先的超宽带上下变频技术在民营企业中占据优势份额。

图表 3 有源相控阵雷达结构示意图



资料来源：雷电微力招股书，华安证券研究所

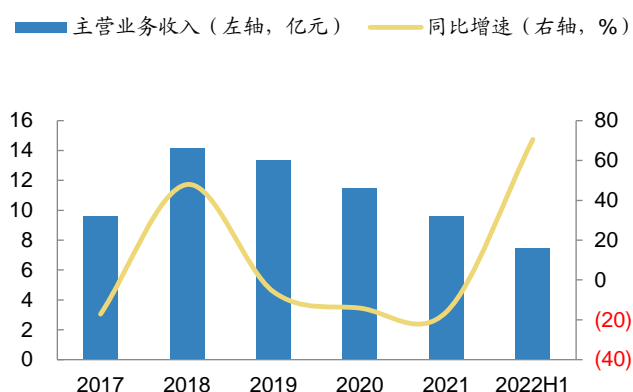
图表 4 信号数字波束形成示意图



资料来源：Analog Devices、雷达通信电子战，华安证券研究所

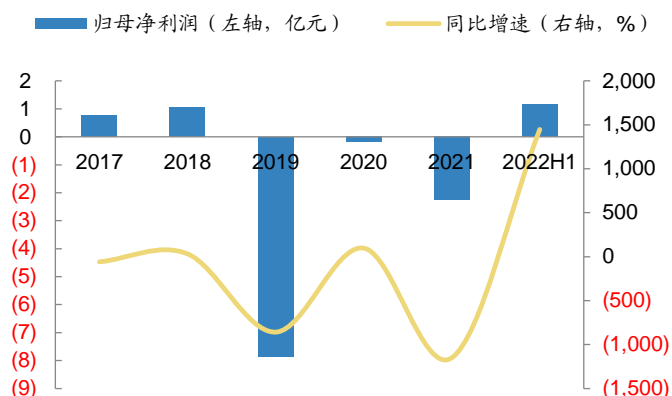
业绩拐点逐步确认，军工电子贡献绝大多数业绩。公司 2019-2020 年经营受到合正电子拖累，收入连续下滑并在 2019 年计提大额资产减值损失，2020Q3 完成合正电子剥离，在 2021 年产生应收账款坏账并完成信用减值损失计提，2022Q1 业绩出现拐点，H1 实现收入 7.45 亿元，同比增速+70.58%，实现归母净利润 1.24 亿元，同比大幅增长，根据三季报显示，Q3 实现营收 3.41 亿元、归母净利润 0.69 亿元，同比继续大增。公司 2021 年军工电子收入占比 46%，但却贡献 64% 的毛利，往后看，公司军工电子业务订单饱满，收入占比有望进一步提升，且毛利率较高，将贡献绝大多数业绩。

图表 5 2017-2022H1 公司主营业务收入及增速



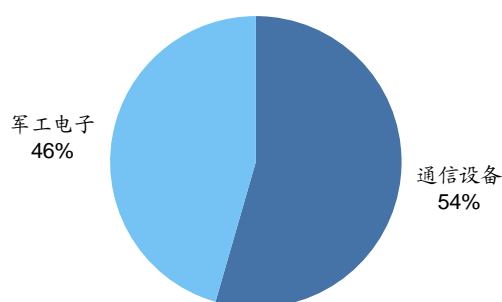
资料来源：公司历年年报、2022 年半年报，华安证券研究所

图表 6 2017-2022H1 公司归母净利润及增速



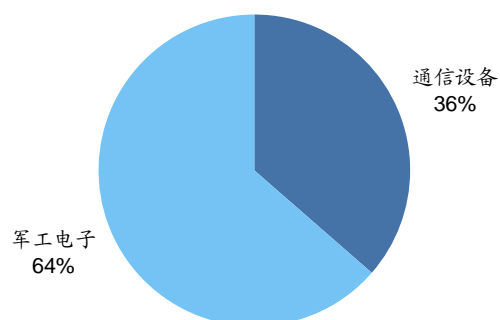
资料来源：公司历年年报、2022 年半年报，华安证券研究所

图表 7 2021 年公司主营业务收入结构



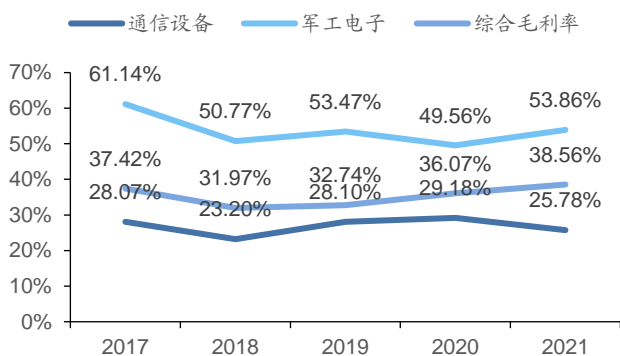
资料来源：公司 2021 年报，华安证券研究所

图表 8 2021 年公司主营业务毛利结构



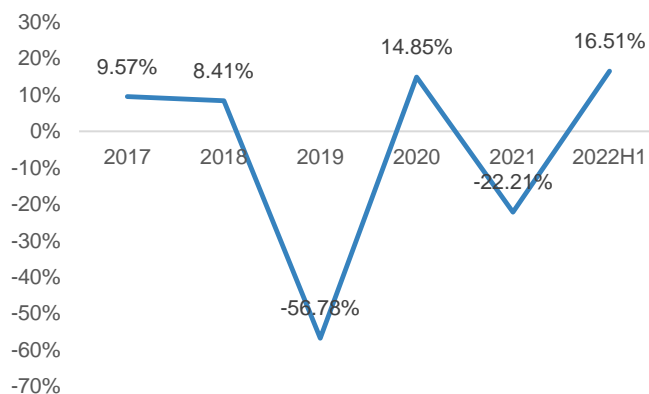
资料来源：公司 2021 年报，华安证券研究所

图表 9 2017-2022H1 公司分业务毛利率情况



资料来源：公司历年年报、2022 年半年报，华安证券研究所

图表 10 2017-2022H1 公司净利润率情况



资料来源：公司历年年报、2022 年半年报，华安证券研究所

基本假设:

1) 收入端, 公司民用通信业务订单饱满, 微波/毫米波天线主要用于出口, 受国内 5G 基站建设放缓影响较小, 预计 2022-2024 年维持 20% 左右复合增速。公司军工电子业务行业景气度高, 公司积极扩产, 预计 2022-2024 年维持 30% 以上复合增速。

2) 成本端, 公司民用通信业务较为成熟, 预计 2022-2024 年毛利率处于行业平均水平 20-30%。公司军工电子业务由于前期研发项目居多、客户分散毛利率较高, 研发项目量产定型以后毛利率趋于稳定, 随着军方审价毛利率将呈现下滑趋势, 预计 2022-2024 年毛利率维持 50-55%。

3) 费用端, 公司将维持一定强度的研发投入以保持技术领先优势, 但随着规模效应以及内部降本增效, 公司整体费用率有望同步呈现下降趋势, 预计 2022-2024 年民用通信业务净利润率维持 6-8%, 军工电子业务净利润率维持 25-30%。

图表 11 公司收入成本拆分 (含预测值)

		2021A	2022E	2023E	2024E
民用通信	营业收入 (亿元)	5.5	8.0	10.4	12.4
	同比 (%)		45.0%	30.0%	20.0%
	毛利率 (%)	26.0%	26.0%	25.0%	25.0%
军工电子	营业收入 (亿元)	4.1	6.1	8.6	11.5
	同比 (%)		47.8%	41.3%	34.5%
	毛利率 (%)	53.9%	52.2%	50.9%	50.1%
合计	营业收入 (亿元)	9.6	14.0	18.9	24.0
	同比 (%)		46.2%	34.9%	26.6%
	毛利率 (%)	37.8%	37.0%	36.7%	36.8%

资料来源: 华安证券研究所预测

公司聚焦民用通信和军工电子两大主业, 民用通信业务订单饱满, 基站/室分天线在国内占据稳定份额, 微波/毫米波天线进入海外主流供应序列; 军工电子业务有源相控阵雷达产业景气度高, 公司配套主流型号、积极扩产, 短中期业绩确定性强。远期来看, 公司掌握超宽带上下变频技术以及有源相控阵技术, 未来有望在 6G 时代占据先发优势, 打开成长天花板。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.47、3.47、4.51 亿元, 对应 EPS 为 0.27、0.38、0.50 元, 当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 37.88X/26.96X/20.73X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 1) 产能扩张节奏不及预期; 2) 疫情反复导致产能利用率不足风险; 3) 军方审价导致毛利率下滑风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2229	2512	3201	4349	营业收入	962	1404	1893	2396
现金	755	811	945	2119	营业成本	591	884	1198	1514
应收账款	443	566	762	779	营业税金及附加	7	11	14	18
其他应收款	45	579	52	480	销售费用	57	56	66	72
预付账款	3	9	12	15	管理费用	146	154	189	228
存货	729	358	1053	640	财务费用	-5	-14	-15	-18
其他流动资产	254	190	377	315	资产减值损失	-16	7	7	4
非流动资产	1650	1714	1770	1818	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	56	56	56	56	投资净收益	-2	7	9	12
固定资产	282	339	389	434	营业利润	-252	281	399	525
无形资产	154	162	167	170	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1158	1158	1158	1158	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	3879	4227	4971	6167	利润总额	-255	281	399	525
流动负债	865	971	1369	1413	所得税	-41	34	52	73
短期借款	0	0	0	0	净利润	-214	247	347	451
应付账款	498	484	781	733	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	367	487	588	680	归属母公司净利润	-212	247	347	451
非流动负债	155	155	155	155	EBITDA	-189	171	247	347
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.23	0.27	0.38	0.50
其他非流动负债	155	155	155	155					
负债合计	1020	1126	1524	1568					
少数股东权益	5	5	5	5					
股本	908	907	907	907					
资本公积	2117	2113	2113	2813					
留存收益	-172	75	422	873					
归属母公司股东权	2854	3095	3442	4594					
负债和股东权益	3879	4227	4971	6167					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-15	187	257	594	成长能力				
净利润	-214	247	347	451	营业收入	-16.0%	45.9%	34.9%	26.6%
折旧摊销	62	65	74	82	营业利润	-287.4%	211.2%	42.1%	31.6%
财务费用	1	2	2	2	归属于母公司净利	-217.1%	216.4%	40.5%	30.1%
投资损失	2	-7	-9	-12	获利能力				
营运资金变动	-135	-40	-53	187	毛利率 (%)	38.6%	37.0%	36.7%	36.8%
其他经营现金流	190	207	296	147	净利率 (%)	-22.1%	17.6%	18.3%	18.8%
投资活动现金流	-123	-123	-121	-118	ROE (%)	-7.4%	8.0%	10.1%	9.8%
资本支出	-66	-130	-130	-130	ROIC (%)	-7.1%	2.9%	4.3%	4.9%
长期投资	-80	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	23	7	9	12	资产负债率 (%)	26.3%	26.7%	30.7%	25.4%
筹资活动现金流	-118	-7	-2	698	净负债比率 (%)	35.7%	36.3%	44.2%	34.1%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.58	2.59	2.34	3.08
长期借款	-40	0	0	0	速动比率	1.69	2.17	1.53	2.59
普通股增加	0	-1	0	0	营运能力				
资本公积增加	19	-4	0	700	总资产周转率	0.25	0.35	0.41	0.43
其他筹资现金流	-97	-2	-2	-2	应收账款周转率	2.27	3.00	3.27	3.60
现金净增加额	-256	56	134	1174	应付账款周转率	1.55	1.80	1.89	2.00

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-0.23	0.27	0.38	0.50	P/E	—	37.88	26.96	20.73
每股经营现金流	-0.02	0.21	0.28	0.65	P/B	1.93	3.02	2.72	2.04
每股净资产	3.14	3.41	3.79	5.06	EV/EBITDA	-25.63	50.38	34.36	21.09

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。