

3Q23 末存货增长 46%；电子对抗或放量在即

2023 年 10 月 25 日

➤ **事件：**公司 10 月 24 日发布 2023 年三季度报，1~3Q23 实现营收 2.74 亿元，YoY +17.7%；归母净利润 1156 万元，YoY +16.7%；扣非净利润 315 万元，YoY +42.3%。**业绩表现略低于此前市场预期**，主要原因是公司受到行业整体需求节奏放缓影响。但同时我们应注意到，公司存货 3Q23 增长较多，或反映公司需求开始出现变化或交付增长较多。

➤ **3Q23 毛利率提升明显。**1) 单季度：3Q23 实现营收 3999 万元，YoY -61.5%；归母净利润-1952 万元，去年同期为-16 万元；扣非净利润-2041 万元，去年同期为-180 万元。3Q23 亏损主要系下游需求不及预期所致。2) **盈利能力：**3Q23 毛利率同比提升 19.5ppt 至 64.4%；净利率-44.4%（参考意义不大）；1~3Q23 毛利率同比下滑 1.3ppt 至 52.0%；净利率同比提升 0.5ppt 至 4.5%。

➤ **费用管控能力提升；存货较 2Q23 末增长 46%。**1~3Q23 期间费用率同比减少 2.3ppt 至 55.5%：1) 销售费用率同比减少 1.0ppt 至 7.3%；2) 管理费用率同比增加 0.5ppt 至 26.5%；3) 财务费用率为 1.5%，去年同期为-0.2%；4) 研发费用率同比减少 3.5ppt 至 20.3%；研发费用同比增加 0.3%至 0.56 亿元。**截至 3Q23 末，公司：**1) 应收账款及票据 7.40 亿元，较 2Q23 末减少 2.6%；2) 预付款项 0.20 亿元，较 2Q23 末减少 27.1%；3) 存货 3.52 亿元，较 2Q23 末增加 46.2%；4) 合同负债 0.03 亿元，较 2Q23 末增加 16.7%。1~3Q23 经营活动净现金流为-1.19 亿元，去年同期为-1.39 亿元。

➤ **发行可转债募资 3 亿元；布局电子对抗打造新增长点。**10 月 17 日，公司可转债上市，募资 3 亿元主要用于电子对抗装备科研及生产中心建设。公司将电子对抗作为战略发展方向，成立电子对抗事业部，旨在实现“立足卫星导航及通信领域，积极拓展电子对抗业务，适当探索民品新应用”战略目标。项目实施主体为全资子公司盟升科技，建设期为 3 年，建成后 2 年产能达到 100%，预计达产年可实现营收 3.5 亿元，净利润 1.0 亿元。借助公司整体技术实力与在电子对抗特定领域以先发优势形成的技术储备，公司已通过公开竞标比选的方式赢得了多个电子对抗装备型号的研制订单，且将逐渐实现产品定型及量产；与此同时，公司参与多个项目论证、研究，代表公司电子对抗技术具有明显市场竞争力。

➤ **投资建议：**公司是卫星导航民营核心供应商，需求有望实现快速增长；同时积极布局电子对抗，有望打造新的利润增长点。公司于 2022 年实施股权激励，彰显长期发展信心。考虑到下游需求释放节奏，我们调整盈利预测，预计公司 2023~2025 年归母净利润分别是 1.21 亿元、3.54 亿元、5.08 亿元，当前股价对应 2023~2025 年 PE 分别是 59x/20x/14x。**我们考虑到公司的竞争力优势和成长空间，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**募投项目建设不及预期、原材料价格波动、订单低于预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	479	562	1542	2102
增长率 (%)	0.7	17.3	174.5	36.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	26	121	354	508
增长率 (%)	-80.7	366.9	191.6	43.5
每股收益 (元)	0.16	0.76	2.20	3.16
PE	276	59	20	14
PB	4.1	3.8	3.3	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

44.60 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

电话：021-80508460

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 盟升电子 (688311.SH) 2023 年中报点评：1H23 业绩同比大增 209%；业绩开始进入释放期-2023/08/15
2. 盟升电子 (688311.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩有望走出底部；制导装备核心配套成长可期-2023/05/05
3. 盟升电子 (688311.SH) 深度报告：信息化系列#3：制导装备核心配套商；前瞻布局电子对抗-2023/04/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	479	562	1542	2102
营业成本	246	280	657	898
营业税金及附加	6	6	14	16
销售费用	29	31	86	111
管理费用	93	87	245	317
研发费用	80	75	211	273
EBIT	22	94	296	428
财务费用	1	0	-2	-4
资产减值损失	-1	-1	-2	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	20	104	307	442
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	23	106	310	444
所得税	-5	-22	-63	-90
净利润	27	128	372	534
归属于母公司净利润	26	121	354	508
EBITDA	70	164	399	552

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	576	657	915	1337
应收账款及票据	656	755	1866	2458
预付款项	17	19	41	56
存货	265	290	612	829
其他流动资产	47	63	81	84
流动资产合计	1561	1785	3514	4764
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	512	877	1032	1062
无形资产	50	50	50	50
非流动资产合计	1065	1282	1298	1329
资产合计	2626	3067	4813	6093
短期借款	65	65	65	65
应付账款及票据	406	712	1835	2511
其他流动负债	199	200	487	666
流动负债合计	670	977	2388	3242
长期借款	106	82	82	82
其他长期负债	72	87	87	87
非流动负债合计	177	169	169	169
负债合计	848	1146	2557	3410
股本	115	161	161	161
少数股东权益	43	50	68	95
股东权益合计	1778	1921	2256	2682
负债和股东权益合计	2626	3067	4813	6093

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.65	17.28	174.49	36.33
EBIT 增长率	-84.09	325.34	214.62	44.80
净利润增长率	-80.67	366.91	191.56	43.47
盈利能力 (%)				
毛利率	48.69	50.07	57.37	57.28
净利率	5.43	21.60	22.95	24.15
总资产收益率 ROA	0.99	3.96	7.35	8.33
净资产收益率 ROE	1.50	6.49	16.17	19.62
偿债能力				
流动比率	2.33	1.83	1.47	1.47
速动比率	1.84	1.45	1.17	1.18
现金比率	0.86	0.67	0.38	0.41
资产负债率 (%)	32.29	37.38	53.12	55.98
经营效率				
应收账款周转天数	416.79	420.96	378.86	371.29
存货周转天数	393.23	373.57	336.21	332.85
总资产周转率	0.19	0.20	0.39	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.76	2.20	3.16
每股净资产	10.80	11.65	13.62	16.11
每股经营现金流	0.26	2.23	2.71	4.22
每股股利	0.00	0.23	0.67	0.97
估值分析				
PE	276	59	20	14
PB	4.1	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	100.39	42.96	17.65	12.78
股息收益率 (%)	0.00	0.52	1.51	2.17

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	27	128	372	534
折旧和摊销	48	70	104	124
营运资金变动	-48	136	-113	-78
经营活动现金流	41	358	435	677
资本开支	-297	-283	-106	-139
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-296	-272	-106	-139
股权募资	9	-4	0	0
债务募资	-4	-28	-27	0
筹资活动现金流	-85	-6	-71	-115
现金净流量	-339	81	258	423

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026