

业绩有望走出底部；制导装备核心配套成长可期

2023 年 05 月 05 日

➤ **事件：**公司 4 月 28 日发布 2022 年报，全年实现营收 4.79 亿元，YoY +0.65%，归母净利润 0.26 亿元，YoY -80.67%。同时发布 2023 年一季报，1Q23 实现营收 0.41 亿元，YoY +232.11%；归母净利润-0.19 亿元，去年同期为-0.12 亿元。**业绩表现低于市场预期**，部分项目和产品延期交付系主要原因。

➤ **项目进度滞后影响收入确认；费用增加影响利润率。**1) 4Q22 实现营收 2.5 亿元，YoY +1.9%；归母净利润 0.2 亿元，YoY -80.7%。4Q22 毛利率同比下滑 14.7ppt 至 44.3%；净利率同比下滑 27.1ppt 至 7.3%。公司研制项目技术交流、联合实验受阻，后续订单未能按期实施；批产项目受供应链、验收等影响未能正常推进。2) 2022 年毛利率同比下滑 10.9ppt 至 48.7%；净利率同比下滑 22.6ppt 至 5.7%。毛利率下降、天府新区科技园投用增加固定资产折旧等致净利润下降。1Q23 毛利率同比下滑 13.2ppt 至 41.7%；净利率同比提升 49.1ppt 至 -50.5%。

➤ **产品结构变化致毛利率下滑；订单稳定增长。2022 年，分产品：**1) 卫星导航：营收 3.7 亿元，YoY+0.8%，占总营收 78%，毛利率同比下滑 12.88ppt 至 54.0%，产品结构变化、国产替代致原材料涨价系下滑主因；2) 卫星通信：营收 1.0 亿元，YoY-0.3%，毛利率同比下滑 4.55ppt 至 29.6%，产品结构和数量变化系下滑主因。**分行业：**1) 国内：营收 4.7 亿元，YoY-0.3%，占总营收 99%，毛利率同比下滑 11.60ppt 至 48.1%；2) 国外：营收 0.1 亿元，YoY +219.1%，毛利率同比提升 57.29ppt 至 94.3%，公司售后服务附加值高系提升主因。**产销量：**1) 卫星导航：产量同比减少 2.8%至 4376 台/套；销量同比减少 21.4%至 3113 台/套。2) 卫星通信：产量同比增加 69.0%至 5701 台/套；销量同比增加 1.5%至 3367 台/套。订单增加但部分产品未能交付致库存量增加。

➤ **费用增加影响利润率；确认激励费用 501 万元。2022 年期间费用率同比增加 13.7ppt 至 42.4%：**1) 销售费用率同比增加 1.5ppt 至 6.1%；2) 管理费用率同比增加 6.4ppt 至 19.5%；3) 研发费用率同比增加 3.6ppt 至 16.8%。2022 年确认股份支付费用 501 万元。**截至 1Q23 末：**1) 应收账款及票据 6.4 亿元，较年初减少 2.1%；2) 预付款项 0.2 亿元，较年初增加 36.4%；3) 存货 2.9 亿元，较年初增加 8.3%；4) 合同负债 0.02 亿元，较年初减少 9.7%。

➤ **投资建议：**公司是卫星导航民营核心供应商，需求有望快速增长。积极布局电子对抗打造第二增长极。2022 年实施股权激励彰显长期发展信心。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别是 2.40 亿元、3.43 亿元、4.76 亿元，当前股价对应 2023~2025 年 PE 分别是 32x/23x/16x。**我们考虑到公司的竞争力优势和成长空间，给予 2023 年 40 倍 PE，2023 年 EPS 为 2.09 元/股，对应目标价 83.60 元。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	830	1135	1499
增长率 (%)	0.7	73.2	36.9	32.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	26	240	343	476
增长率 (%)	-80.7	824.2	42.8	38.8
每股收益 (元)	0.23	2.09	2.98	4.14
PE	297	32	23	16
PB	4.5	3.9	3.5	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 05 月 04 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

67.10 元

目标价：

83.6 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

相关研究

1. 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	830	1135	1499
营业成本	246	308	402	535
营业税金及附加	6	10	11	11
销售费用	29	45	63	79
管理费用	93	121	169	212
研发费用	80	104	146	183
EBIT	22	205	296	412
财务费用	1	1	1	1
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	20	208	298	414
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	23	210	300	417
所得税	-5	-43	-61	-85
净利润	27	253	361	501
归属于母公司净利润	26	240	343	476
EBITDA	70	276	400	536

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	576	442	520	758
应收账款及票据	656	1115	1466	1869
预付款项	17	21	28	37
存货	265	319	412	543
其他流动资产	47	86	89	97
流动资产合计	1561	1983	2514	3304
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	1286	1302	1333
资产合计	2626	3269	3816	4637
短期借款	65	65	65	65
应付账款及票据	406	783	1021	1361
其他流动负债	199	236	257	341
流动负债合计	670	1084	1343	1767
长期借款	106	93	93	93
其他长期负债	72	69	69	69
非流动负债合计	177	162	162	162
负债合计	848	1246	1505	1929
股本	115	115	115	115
少数股东权益	43	56	74	99
股东权益合计	1778	2023	2311	2708
负债和股东权益合计	2626	3269	3816	4637

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.65	73.22	36.88	32.05
EBIT 增长率	-84.09	830.19	44.03	39.40
净利润增长率	-80.67	824.19	42.85	38.80
盈利能力 (%)				
毛利率	48.69	62.83	64.61	64.33
净利率	5.43	28.95	30.22	31.76
总资产收益率 ROA	0.99	7.35	8.99	10.27
净资产收益率 ROE	1.50	12.21	15.34	18.26
偿债能力				
流动比率	2.33	1.83	1.87	1.87
速动比率	1.84	1.44	1.49	1.49
现金比率	0.86	0.41	0.39	0.43
资产负债率 (%)	32.29	38.11	39.44	41.61
经营效率				
应收账款周转天数	416.79	420.96	399.91	391.91
存货周转天数	393.23	373.57	369.83	366.13
总资产周转率	0.19	0.28	0.32	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.23	2.09	2.98	4.14
每股净资产	15.07	17.10	19.44	22.67
每股经营现金流	0.36	1.51	2.69	4.32
每股股利	0.00	0.64	0.91	1.26
估值分析				
PE	297	32	23	16
PB	4.5	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	104.63	27.12	18.41	13.29
股息收益率 (%)	0.00	0.95	1.36	1.88

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	27	253	361	501
折旧和摊销	48	70	104	124
营运资金变动	-48	-197	-217	-206
经营活动现金流	41	174	310	497
资本开支	-297	-291	-113	-147
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-296	-284	-113	-147
股权募资	9	0	0	0
债务募资	-4	-7	-38	0
筹资活动现金流	-85	-24	-119	-112
现金净流量	-339	-134	78	238

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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