

2022年10月31日

盟升电子 (688311.SH)

三季度公司营收反弹，继续看好公司发展前景

■事件：公司公布 2022 年三季报。前三季度，公司实现营收 2.33 亿元，同比下降 0.65%，实现归母净利润 0.1 亿元，同比下降 80.67%。2022Q3，公司实现营收 1.04 亿元，同比上升 59.52%。

■上半年受疫情影响，产品交付滞后，营收下降，三季度开始恢复。受国内疫情反复影响，公司所在地、用户单位及其部分配套单位所在地疫情管控严格，研制项目技术交流、联合试验受阻，导致项目整体进度滞后，后续订单未能按预期下达或实施。同时，批产项目受供应链、验收等影响，部分项目和产品延期交付，导致上半年公司营收同比下降 23.81%，二季度营收同比下降 21.98%。近期随着疫情逐步好转，公司三季度营收同比上升 59.52%，表明公司已经从疫情影响中逐步恢复。我们认为，随着国内部分区域疫情逐步好转，以及公司积极采取应对措施，公司营收仍将保持反弹趋势。

■成本上升导致毛利率降低，管理费、研发费同比上升，对公司净利润造成一定影响。三季度，受国产器件及材料价格上涨等因素影响，公司毛利率为 44.88%，同比下降 13.3pct。前三季度，公司期间费用率为 57.89%，同比增加 18.24pct，其中管理费用、销售费用、财务费用、研发费用占比分别为 26.03%、8.31%、-0.24%、23.78%，同比变化分别为 +11.24pct、+2.06pct、-2.26pct、+2.67pct。受计提股权激励费用、折旧费等影响，公司管理费大幅提升；前三季度研发费用持续增长，导致研发费用率大幅提高。我们认为，公司研发投入依然保持增长，说明公司研发项目饱满，未来批产后有望带动公司业绩保持高速增长。

■北斗三代组网成功，将拉动公司卫星导航产品需求：2020 年 6 月 23 日，最后一颗北斗三号卫星发射成功，标志着北斗三代全球卫星导航系统完成组网，相对北斗二代，三代系统定位精度更高，覆盖面更广，服务客户更多。导航卫星的组网成功，往往会带动导航终端产品的需求，例如，在 2012 年北斗二代系统组网完成后，与北斗导航终端设备研制相关的产业链业绩都有显著增长。我们认为，北斗三代组网完成后，对于北斗导航终端需求将具有更强的拉动作用，未来公司卫星导航产品增长确定性较强，将成为公司业绩重要增长点。

■积极布局电子对抗业务，有望成为业绩新增长点：2021 年上半年，公司通过行业发展及市场需求分析，将电子对抗作为公司业务的发展战略方向，成立了电子对抗事业部，同时加大了市场开拓、技术开

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：100 元
股价 (2022-10-28) 84.22 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,804.86
流通市值 (百万元)	4,553.79
总股本 (百万股)	115.05
流通股本 (百万股)	67.13
12 个月价格区间	52.19/80.13 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.08	17.18	12.98
绝对收益	4.51	17.67	3.33

张宝涵

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

温肇东

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060002
wenzd@essence.com.cn

相关报告

盟升电子：2022 年股权激励计划发布，彰显对未来发展充满信心/张宝涵	2022-04-07
盟升电子：立足卫星导航通信业务，积极拓展电子对抗领域/温肇东	2021-10-26

发、人才引进等方面的资源投入。由于电子对抗技术与公司现有技术具有较高同源性，因此，公司在电子对抗业务方面具有技术基础，有望进一步拓展公司技术能力边界，成为业务新增长点。

■**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.86、2.77、3.76 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 52、35 和 26 倍，继续给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**公司产品交付受疫情影响不及预期的风险；公司在研项目研发进展不及预期的风险。

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	4.23	4.76	6.71	9.84	13.39
净利润	1.07	1.34	1.86	2.77	3.76
每股收益(元)	0.93	1.17	1.62	2.41	3.28
每股净资产(元)	14.29	15.46	16.77	18.45	20.81

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	90.5	72.1	52.0	34.9	25.7
市净率(倍)	5.9	5.4	5.0	4.6	4.0
净利润率	25.3%	28.3%	27.7%	28.1%	28.1%
净资产收益率	6.5%	7.6%	9.7%	13.1%	15.7%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	1.1%
ROIC	24.6%	19.6%	17.8%	24.5%	25.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4.23	4.76	6.71	9.84	13.39	成长性					
减:营业成本	1.52	1.92	2.63	3.76	5.03	营业收入增长率	49.5%	12.4%	41.1%	46.5%	36.1%
营业税费	0.06	0.05	0.08	0.11	0.15	营业利润增长率	56.9%	24.3%	37.4%	48.6%	35.8%
销售费用	0.33	0.22	0.46	0.64	0.88	净利润增长率	46.5%	25.6%	38.1%	49.0%	35.8%
管理费用	0.41	0.62	0.83	1.15	1.56	EBITDA 增长率	50.7%	-1.9%	70.2%	42.4%	23.1%
研发费用	0.56	0.63	0.87	1.29	1.73	EBIT 增长率	58.5%	0.6%	78.9%	46.1%	24.6%
财务费用	0.05	-0.10	-0.11	-0.12	-0.13	NOPLAT 增长率	47.8%	13.7%	39.7%	51.1%	37.0%
资产减值损失	0.01	-0.00	-0.23	-0.29	-0.17	投资资本增长率	43.0%	53.8%	9.4%	32.2%	11.5%
加:公允价值变动收益	0.02	0.06	0.05	0.05	0.05	净资产增长率	215.9%	10.7%	7.9%	9.8%	12.6%
投资和汇兑收益	-	-	0.34	0.40	0.25	利润率					
营业利润	1.24	1.55	2.13	3.16	4.29	毛利率	64.1%	59.6%	60.9%	61.8%	62.4%
加:营业外净收支	0.01	-0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润率	29.4%	32.5%	31.7%	32.1%	32.1%
利润总额	1.25	1.55	2.13	3.16	4.30	净利润率	25.3%	28.3%	27.7%	28.1%	28.1%
减:所得税	0.18	0.20	0.27	0.40	0.53	EBITDA/营业收入	38.2%	33.3%	40.2%	39.1%	35.3%
净利润	1.07	1.34	1.86	2.77	3.76	EBIT/营业收入	32.5%	29.1%	36.9%	36.8%	33.7%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	48	34	17	6	0
货币资金	5.79	9.15	6.65	4.44	6.36	流动营业资本周转天数	227	251	220	239	250
交易性金融资产	4.64	-	1.55	2.06	1.20	流动资产周转天数	958	1,279	938	744	673
应收帐款	4.11	5.36	5.77	11.27	12.73	应收帐款周转天数	279	358	298	312	323
应收票据	0.75	0.63	0.65	1.50	1.61	存货周转天数	99	110	122	110	109
预付帐款	0.04	0.05	0.11	0.10	0.19	总资产周转天数	1,280	1,759	1,354	1,014	869
存货	1.23	1.68	2.88	3.11	5.01	投资资本周转天数	466	619	556	461	408
其他流动资产	0.21	0.17	0.36	0.25	0.26	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.5%	7.6%	9.7%	13.1%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.0%	5.4%	7.3%	9.2%	10.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	24.6%	19.6%	17.8%	24.5%	25.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	0.49	0.40	0.25	0.09	-0.07	销售费用率	7.7%	4.6%	6.8%	6.5%	6.6%
在建工程	2.91	5.17	5.17	5.17	5.17	管理费用率	9.7%	13.1%	12.3%	11.7%	11.7%
无形资产	0.44	0.54	0.47	0.41	0.34	研发费用率	13.2%	13.1%	13.0%	13.1%	13.0%
其他非流动资产	0.76	2.00	1.51	1.68	1.73	财务费用率	1.3%	-2.1%	-1.6%	-1.2%	-1.0%
资产总额	21.37	25.14	25.35	30.06	34.53	四费/营业收入	31.8%	28.7%	30.4%	30.1%	30.2%
短期债务	0.20	0.25	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1.74	2.68	3.43	4.99	6.52	资产负债率	23.0%	27.6%	22.5%	28.2%	29.6%
应付票据	0.90	1.11	1.19	2.30	2.48	负权益比	29.9%	38.1%	29.1%	39.3%	42.1%
其他流动负债	0.63	0.86	0.59	0.69	0.72	流动比率	4.84	3.48	3.44	2.85	2.81
长期借款	0.99	1.50	-	-	-	速动比率	4.48	3.13	2.89	2.46	2.30
其他非流动负债	0.47	0.53	0.49	0.50	0.51	利息保障倍数	25.80	-13.83	-22.49	-29.88	-33.84
负债总额	4.92	6.93	5.71	8.48	10.24	分红指标					
少数股东权益	-	0.42	0.42	0.42	0.43	DPS(元)	0.35	0.36	0.37	0.73	0.91
股本	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	分红比率	37.5%	30.5%	22.7%	30.2%	27.8%
留存收益	15.30	16.64	18.08	20.01	22.72	股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.9%	1.1%
股东权益	16.44	18.21	19.65	21.58	24.30						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	1.07	1.35	1.86	2.77	3.76	EPS(元)	0.93	1.17	1.62	2.41	3.28
加:折旧和摊销	0.25	0.22	0.22	0.22	0.22	BVPS(元)	14.29	15.46	16.77	18.45	20.81
资产减值准备	-0.01	0.00	-	-	-	PE(X)	90.5	72.1	52.0	34.9	25.7
公允价值变动损失	-0.02	-0.06	0.05	0.05	0.05	PB(X)	5.9	5.4	5.0	4.6	4.0
财务费用	0.06	0.02	-0.11	-0.12	-0.13	P/FCF	-137.6	-77.1	-94.3	-140.1	44.8
投资损失	-	-	-0.34	-0.40	-0.25	P/S	22.9	20.4	14.4	9.8	7.2
少数股东损益	-	0.00	0.00	0.00	0.01	EV/EBITDA	78.9	49.5	32.7	23.4	18.8
营运资金的变动	-0.41	-1.28	-0.66	-3.88	-1.92	CAGR(%)	37.3%	40.8%	36.5%	37.3%	40.8%
经营活动产生现金流量	0.69	0.78	1.02	-1.36	1.74	PEG	2.4	1.8	1.4	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-7.25	2.49	-1.26	-0.17	1.06	ROIC/WACC	2.3	1.9	1.7	2.3	2.4
融资活动产生现金流量	10.19	0.82	-2.26	-0.68	-0.87	REP	8.4	4.2	4.8	2.7	2.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034