

➤ **深耕制导装备导航系统配套, 已做股权激励彰显发展信心。**公司成立于2013年, 经历从模块配套到整机配套再到系统配套的发展路线, 产品覆盖特种和民用领域。2020年7月, 公司在科创板上市; 2021年, 公司成立电子对抗事业部, 将其作为业务的重点战略发展方向; 2022年4月, 公司实施股权激励, 业绩考核以2021年为基数, 2022~2024年净利润增长率分别不低于40%、90%、150%, 彰显长期发展信心; 2022年5月, 公司发布员工持股计划, 激发企业经营活力, 保持竞争优势。公司已成为国内制导装备导航系统核心配套商。

➤ **客户集中度高, 受益于下游需求放量; 前瞻性布局电子对抗业务。**1) 公司具备较强的研发设计能力, 不断突破技术提高国产化产品装配率。2018~2021年, 公司卫星导航业务营收 CAGR=44.8%。公司主要客户包括航天科技、航天科工、中电科集团等, 2017年以来前五大客户占比超过70%, 集中度较高。2) 依托于卫星导航技术, 公司成功研发出弹载导航数据链一体化终端产品, 实现民营企业在该领域的首次突破。3) 2021年, 公司将电子对抗业务作为新的战略发展方向, 前瞻性布局, 2021年研发支出中电子对抗方面投入占比约20%。公司在电子对抗领域已取得6项专利, 其中实用新型专利4项, 外观专利2项, 另外还自主设计开发软件著作权7项, 用于实现毫米波雷达信号产生、接收、检测识别等功能。公司在电子对抗细分领域的技术优势明显, 打造业绩的第二增长极。

➤ **成长空间广阔, 产品渗透率有望进一步提升。**1) 我国特种装备信息化市场在需求端牵引下快速发展, 规模由2016年的780亿元发展至2020年的1029亿元。随着“十四五”规划将装备信息化建设列为重点发展对象, 行业有望持续稳定增长。公司作为民营企业里的龙头公司, 在新型号加快列装的情况下, 公司产品渗透率和市场份额有望进一步提升。2) 电子对抗已成为现代信息化战争的关键之一, 公司电子对抗建设项目将解决当前电子对抗装备产品产能限制, 应对定型装备产品更大批量的生产需要。2022年9月, 公司公告拟发行可转债募资不超过3亿元, 用于“电子对抗装备科研及生产中心”建设。

➤ **投资建议:** 公司是卫星导航民营核心供应商, 是国防信息化赛道核心标的, 配套下游客户集中度较高, 需求有望快速增长。公司积极布局电子对抗, 有望打造第二增长极。2022年公司实施股权激励, 且公告计划实施员工持股计划, 彰显长期发展信心。我们预计公司2022~2024年归母净利润分别是0.27亿元、2.41亿元、3.42亿元, 当前股价对应2022~2024年PE分别是298x/34x/24x。我们考虑到公司的竞争力优势和较大的成长空间, 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、产品研发不及预期、原材料价格波动、市场需求变化导致订单低于预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	476	472	831	1137
增长率 (%)	12.4	-0.7	75.8	36.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	134	27	241	342
增长率 (%)	25.6	-79.7	782.5	41.9
每股收益 (元)	1.17	0.24	2.09	2.97
PE	61	298	34	24
PB	4.6	4.7	4.2	3.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年04月21日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
70.70元
目标价:
83.60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

相关研究

1. 国博电子 (688375.SH) 首次覆盖报告: 信息化系列#2: 先进雷达 T/R 组件龙头; 射频芯片领跑者-2022/12/25

2. 智明达 (688636.SH) 首次覆盖报告: 信息化系列#1: 多领域拓展成长性良好; 高研发民企龙头潜力大-2022/08/28

目录

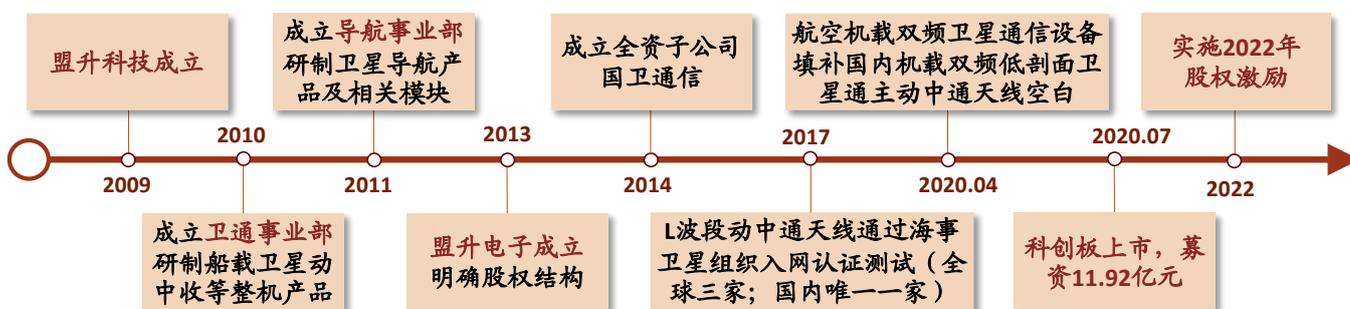
1 我国制导装备导航系统与电子对抗核心供应商	3
1.1 历经十余年发展，深耕特种卫星导航和电子对抗业务	3
1.2 下游需求高景气驱动业绩持续较快增长	5
2 装备信息化将拉动公司核心业务快速发展	8
2.1 主业核心逻辑在于下游制导装备放量和渗透率提升	8
2.2 卫星通信具有较为广泛的应用场景	11
3 卫星导航特种应用核心厂商，产品具有竞争力	13
3.1 卫星导航营收持续增加，布局新业务拓宽护城河	13
3.2 国产化自主设计能力，产品技术具备竞争力	15
3.3 股权激励明确增长预期，发行可转债布局电子对抗	17
4 同业对比：经营稳健而业绩弹性大	19
5 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测假设与业务拆分	21
5.2 估值分析与投资建议	22
6 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	26

1 我国制导装备导航系统与电子对抗核心供应商

1.1 历经十余年发展，深耕特种卫星导航和电子对抗业务

聚焦制导装备导航终端产品和电子对抗业务。公司前身为成立于 2009 年的盟升科技；2010 年、2011 年分别成立卫通事业部、导航事业部，形成“卫星导航终端+卫星通信终端”双主业格局；2013 年完成股份制改革成立盟升电子；2020 年 7 月科创板上市，募资 11.92 亿元。2022 年 4 月，公司实施股权激励，彰显发展信心。2022 年下半年开始，公司计划发行 3 亿可转债，主要用于电子对抗装备的科研及生产中心建设项目。发展至今，公司经历了从模块配套到整机配套再到系统配套的发展路线，未来将聚焦于国内卫星导航终端产品和电子对抗业务。

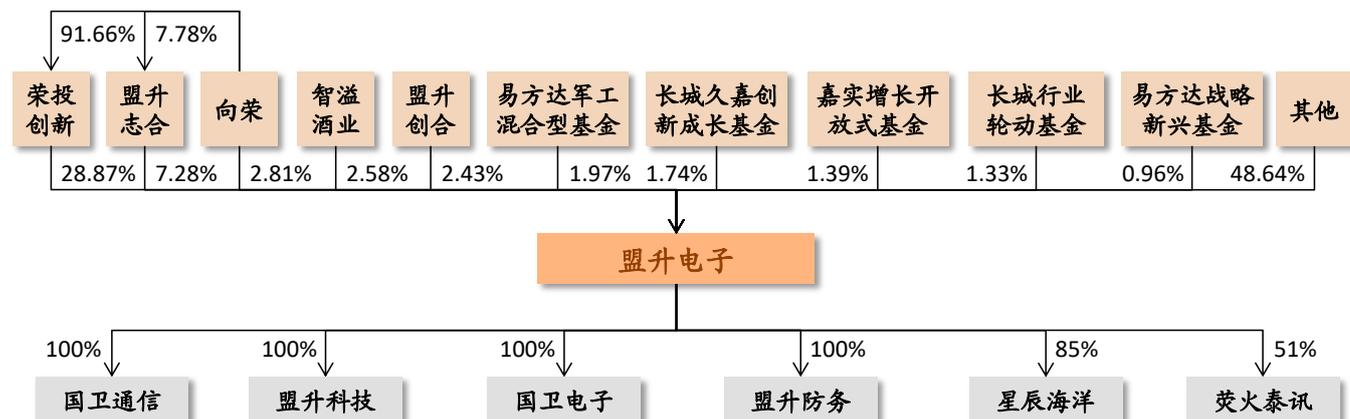
图1：发展历程：2011 年形成双主业格局；2020 年科创板上市；2022 年实施股权激励



资料来源：公司官网，民生证券研究院

实控人为董事长、核心技术人员向荣先生。截至 2022 年三季度末，向荣直接持有公司 2.81%股份；通过荣投创新间接持股 26.46%；通过盟升志合间接持股 0.57%，合计持有公司股份 29.84%，为实际控制人。公司第一大股东为荣投创新，持股 28.87%；盟升志合、盟升创合为公司股权激励平台，分别持股 7.28%、2.43%。公司拥有 4 家全资子公司和 2 家控股子公司：1) 国卫通信主要覆盖卫星通信业务，属于民品领域；2) 盟升科技主要覆盖卫星导航业务，属于军品领域；3) 盟升防务主要覆盖电子对抗相关技术的研发，负责军品领域的研发。

图2：股权结构：实际控制人为董事长、盟升科技创始人向荣先生



资料来源：wind，2022 年中报，民生证券研究院 注：股权结构统计截至 2022 年三季度末；子公司情况统计截至 2022 年二季度末

图3：核心子公司：主营业务侧重各有不同

公司	主营业务	控股方式	成立年份	主营业务收入/亿元(2021年)	净利润/亿元(2021年)
盟升电子	卫星导航和卫星通信终端设备研发、制造、销售	母公司	2013	0.20	0.17
盟升科技	基于北斗卫星导航系统的导航终端设备以及核心部件产品，如卫星导航接收机、组件、专用测试设备等	全资子公司	2009	3.83	1.37
国卫通信	卫星通信天线及组件，包括动中通天线、信标机和跟踪接收机等产品	全资子公司	2014	0.79	-0.20
萤火泰讯	系统设计、信号处理和设备研发工作，基于不同行业应用需求提供模块、终端、整机和相关技术开发服务、系统解决方案	持股51%	2013	0.31	0.14
国卫电子	承接国卫通信从事的卫星通信业务中的生产制造业务	全资子公司	2017	---	---
盟升防务	主营电子信息系统集成、电子产品研发及销售等	全资子公司	2019	---	---

资料来源：2021 年报，民生证券研究院

“卫星导航+电子对抗”双主业，兼具卫星通信业务。
1) 卫星导航：主要为基于北斗卫星导航系统的导航终端设备及核心部件产品，包括卫星导航接收机、组件、专用测试设备，目前主要应用于特种领域。
2) 电子对抗：公司发挥在卫星通信和卫星导航领域积累的微波无线电技术优势，已在末端防御、电子进攻、训练及试验等领域开展了电子对抗部分型号的研发，且已通过公开竞标比选赢得多个装备型号的研制订单，将逐渐实现定型并量产；
3) 卫星通信：主要为卫星通信天线及组件，包括动中通天线、信标机和跟踪接收机，目前主要应用于海事、民航市场，适用于机载、船载、车载等多种平台。

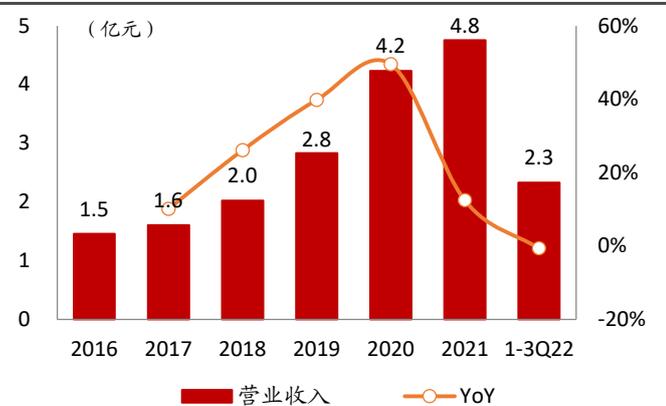
图4：主营产品：“卫星导航+电子对抗”双主业，兼有卫星通信系列产品


资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

1.2 下游需求高景气驱动业绩持续较快增长

下游高景气驱动业绩增长。1) **营收端**：受益于下游需求的快速增长，公司营收从 2016 年的 1.5 亿元增长至 2021 年的 4.8 亿元，2018 年~2020 年同比增速不断提高。2021 年以来受疫情影响，公司出口业务萎缩，整体营收增速放缓。2) **利润端**：2017 年公司发生股份支付费用 1301 万元，系当期归母净利润同比下滑的主要原因。2018 年~2021 年，随着公司销售规模增长及盈利能力提升，归母净利润保持高速增长，CAGR=61.2%。2022 年前三季度，产品国产化率提高致部分材料价格上涨及期间费用上涨系归母净利润同比下滑 80.7%至 990 万元的主要原因。

图5：2016~1-3Q22 营收及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

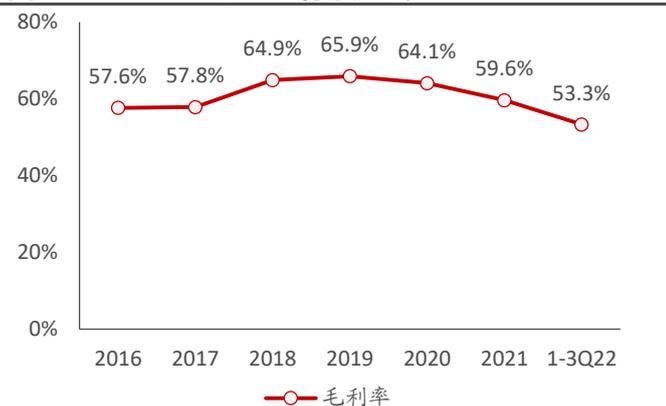
图6：2016~1-3Q22 归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

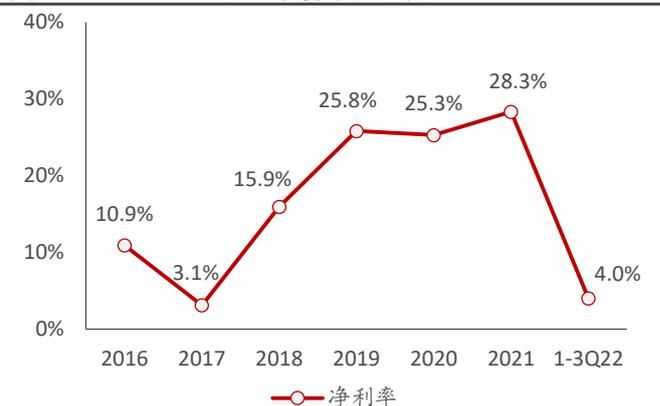
毛利率略有下滑；净利率有所波动。2019 年以来，公司毛利率略有下滑，净利率总体稳定（2019~2021 年）：1) **毛利率**：受产品结构调整影响，2020 年毛利率略有下降。2021 年，受疫情影响，卫星通信产品较高毛利率的境外收入订单大幅减少，毛利率同比减少 4.5ppt 至 59.6%。2022 年前三季度，受国产化率提升及部分材料价格上涨影响，毛利率同比减少 6.3ppt 至 53.3%。2) **净利率**：2019 年~2021 年，净利率在 25.3%~28.3%区间波动，2022 年前三季度受计提股份支付费用、折旧摊销等费用增加影响，净利率相比 2021 年下降 24.3ppt 至 4.0%。

图7：2016~1-3Q22 毛利率及趋势



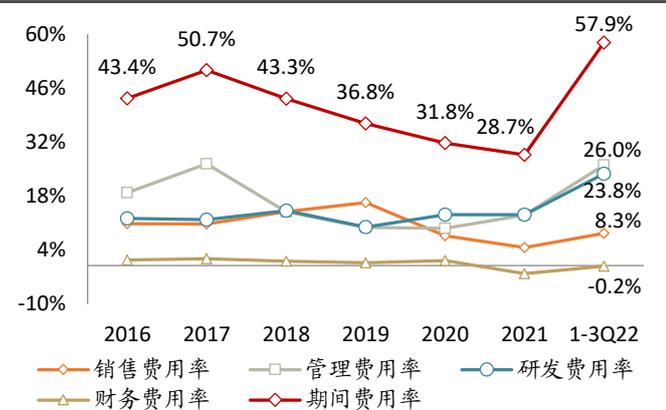
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2016~1-3Q22 净利率及趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率趋势向好，研发投入持续加大。2017年~2021年，公司期间费用率从50.7%逐年减少至28.7%，费用管控能力持续提升。具体看：**1) 销售费用：**2018年~2019年，公司积极拓展海外业务，支付海外销售的佣金及售后服务费增加导致销售费用率上升。**2) 管理费用：**2017年管理费用较高主要系股份支付费用增加所致。**3) 研发费用：**公司研发费用率保持在较高水平，主要系研制任务不断增多，投入人员增加所致。2020年以来，公司加大研发投入力度；2022年前三季度，公司引进高端人才做技术攻关和技术储备，加强电子对抗业务投入。**4) 财务费用：**公司财务费用率整体稳定且保持在较低水平。

图9：2016~1-3Q22 期间费用率及趋势


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2016~1-3Q22 研发费用及研发费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

应收及存货规模增长，下游景气在手订单充足。**1) 应收账款及票据：**2016年~2019年，应收账款及票据规模总体稳定。2020年以来，公司营收快速增长导致应收账款及票据同比实现较快增长。**2) 存货：**2016年~2020年，存货规模稳中有升。2021年，市场订单增加导致原材料备货，存货同比增长36.4%，存货占营收比略有上升。2022年前三季度，受疫情影响，产品备料、产品无法及时交付导致存货规模相比2021年末增长78.0%。应收与存货规模的持续增长反映公司充足的在手订单与下游需求的旺盛。

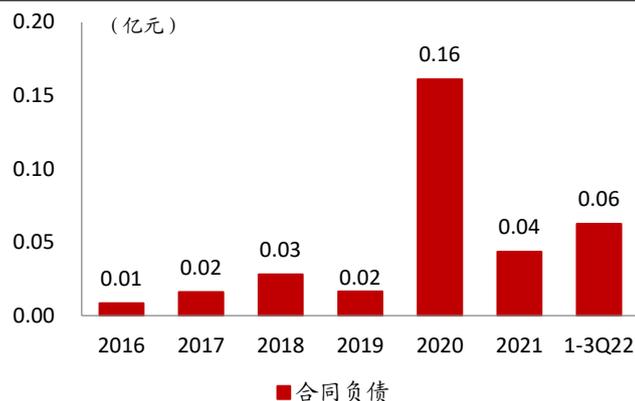
图11：2016~1-3Q22 应收及应收占营收比


资料来源：wind，民生证券研究院

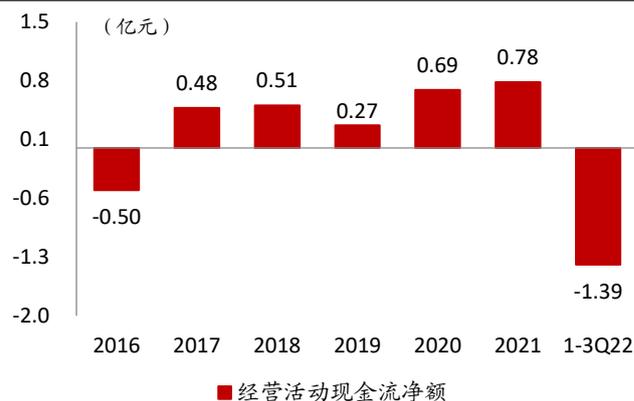
图12：2016~1-3Q22 存货及存货占营收比


资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年以来合同负债增长；年度现金流持续净流入。 1) **合同负债**：2016 年~2019 年，合同负债规模总体稳定。2020 年，公司执行新收入准则将预收款项分类至合同负债，产品销售增长导致预收款项增加，合同负债同比增加 0.14 亿元。2) **经营活动净现金流**：2017 年~2021 年，公司经营活动现金流均为正流入。受原材料采购增加、销售回款减少等原因影响，2022 年前三季度，公司经营活动净现金流为-1.39 亿元。

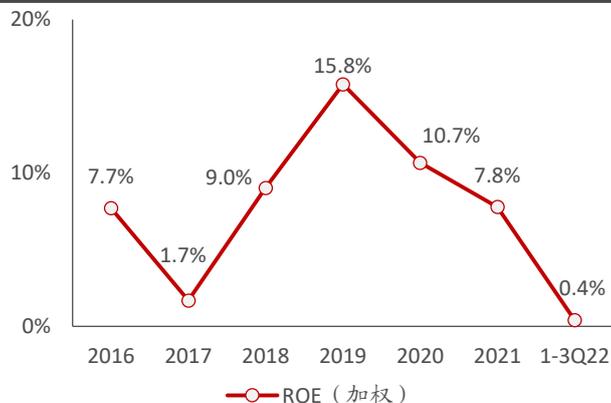
图13：2016~1-3Q22 合同负债


资料来源：wind，民生证券研究院

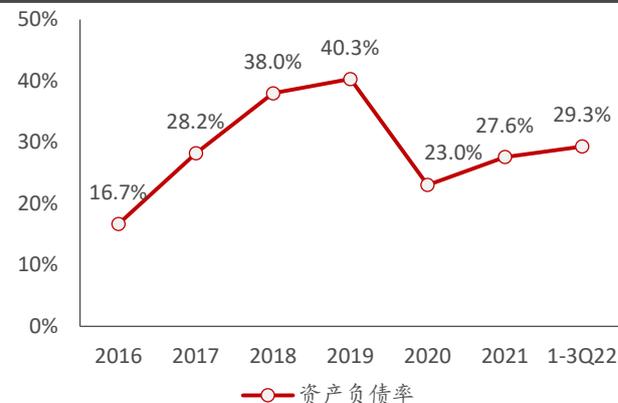
图14：2016~1-3Q22 经营活动净现金流


资料来源：wind，民生证券研究院

ROE 近年波动较大；资产负债率整体处于较低水平。 1) **ROE**：2020 年，公司 IPO 导致净资产大幅增加，ROE 同比减少 5.1ppt 至 10.7%。2022 年前三季度，受净利润下降影响，公司 ROE 同比减少 2.7ppt 至 0.4%。2) **资产负债率**：2020 年，受 IPO 募集资金影响，资产负债率同比减少 17.3ppt 至 23.0%。2021 年，公司应付款项和长期借款增加导致负债规模增加，资产负债率同比增加 4.6ppt 至 27.6%。2022 年前三季度，受募投项目投入增加导致货币资金减少和费用增加、在建工程转固导致折旧增加等因素的影响，总资产规模减少，资产负债率相较于 2021 年增加 1.7ppt 至 29.3%，整体处于较低水平。

图15：2016~1-3Q22 ROE 及趋势


资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2016~1-3Q22 资产负债率及趋势


资料来源：wind，民生证券研究院

2 装备信息化将拉动公司核心业务快速发展

2.1 主业核心逻辑在于下游制导装备放量和渗透率提升

2.1.1 我国卫星导航产业发展迅速

卫星导航是指采用导航卫星对地面/海洋等空间用户进行导航定位的技术。卫星导航接收机的定位精度、接收频率、接收灵敏度、接收机通道数、首次定位时间、抗干扰能力对卫星导航的准确性至关重要。全球性卫星导航系统包括美国全球定位系统 (GPS)、俄罗斯格洛纳斯 (GLONASS)、欧盟伽利略 (Galileo) 和中国北斗系统。公司的卫星导航产品是“基于北斗卫星导航系统”导航终端设备以及核心部件产品，是制导装备的重要组成部分。

图17：四大全球性卫星导航系统

名称	北斗	GPS	GLONASS	Galileo
所属国家	中国	美国	俄罗斯	欧盟
建设进度	2020年6月完成北斗三号系统星座部署，7月开通全球服务	1994年建成，太空部队计划在GPS III发射22颗卫星，目前已发射5颗	GLONASS-K2增加了CDMA信号，提高精度并增加功率，计划2023年发射第1颗星	计划发射30颗星（24颗运行卫星+6颗辅助卫星）
卫星星座数目	北斗三号30颗（24MEO+3IGSO+3GEO）	31颗MEO	24颗MEO+1颗处于登陆阶段	24颗MEO
服务对象	军民两用	军民两用	军民两用	主要民用
定位精度-水平方向(m)	9	8	4	2
定位精度-垂直方向(m)	10	13	8	4
授时精度	10ns	5ns	20ns	5ns
测速精度	0.2m/s	0.2m/s	-	-
特点	核心器件完全自主可控，精度高，安全性高，支持短报文通信	发展成熟，技术先进，但受美国控制	建设较早，但受国内经济拖累	建设受到英国脱欧与欧盟复杂管理影响，精度高但受美国控制

资料来源：各卫星导航系统官网，《新时代的中国北斗》，《GNSS Timing Performance Assessment and Results Analysis》，民生证券研究院

我国卫星导航与位置服务产业链已经形成完整的内循环。2021年上游产值占比9.3%，对应产值为437亿元；中游产值份额最大，占比43.4%，对应产值为2035亿元，其中终端集成占比27.1%，产值1271亿元。目前我国卫星导航产业结构趋于成熟，国内产业链自主可控、良性发展的内循环生态已基本形成。

图18：我国卫星导航与位置服务产业链价值链分布

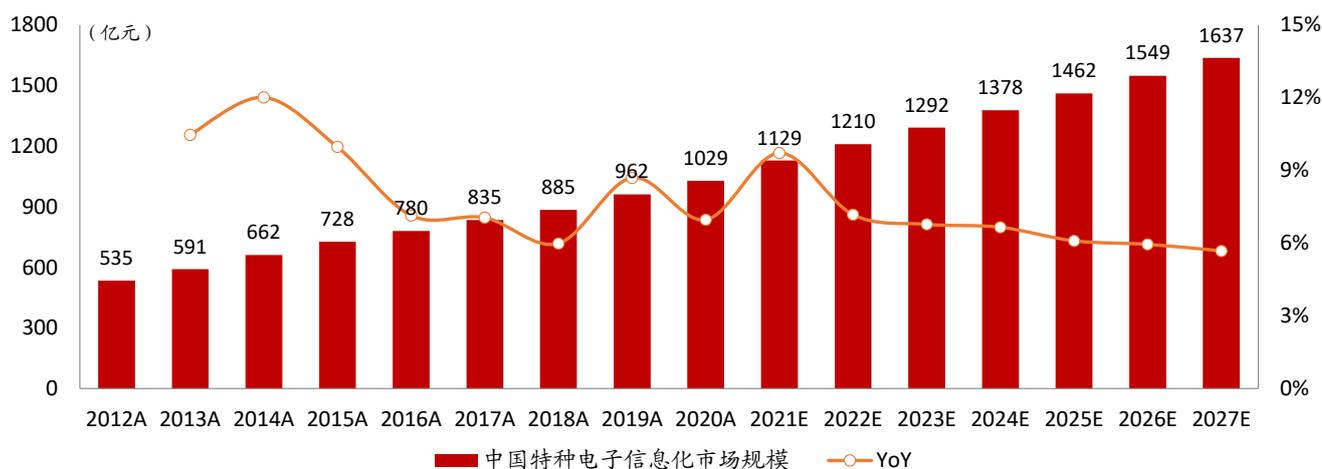
产业链环节		2017年		2018年		2019年		2020年		2021年	
上游	基础器件	11.3%	4.2%	10.9%	4.4%	9.9%	3.6%	9.5%	3.6%	9.3%	3.5%
	基础软件		2.0%		2.1%		2.0%		1.8%		1.7%
	基础数据		5.1%		4.4%		4.3%		4.1%		4.1%
中游	终端集成	51.9%	36.8%	47.5%	34.6%	45.8%	29.6%	43.9%	27.8%	43.4%	27.1%
	系统集成		15.1%		12.9%		16.2%		16.0%		16.3%
下游	运营服务		36.8%		41.6%		44.2%		46.6%		47.3%

资料来源：《2022中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》，民生证券研究院

2.1.2 受装备信息化趋势拉动，特种导航应用前景广阔

装备信息化产业快速发展。我国特种装备信息化市场在需求端牵引下快速发展，市场规模由 2016 年的 814 亿元发展至 2020 年的 1057 亿元，已成为千亿级的市场。随着“十四五”规划将装备信息化建设列为重点发展对象，我国装备信息化行业有望持续稳定增长。根据智研咨询的预测，到 2027 年，我国特种电子信息化市场规模有望达到 1637 亿元，2022 年~2027 年 CAGR=6.23%。

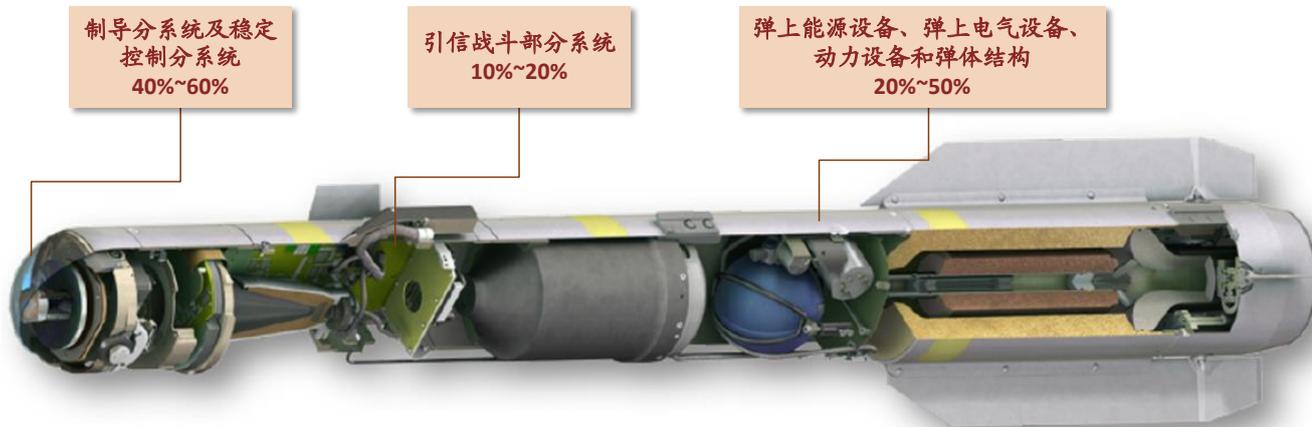
图19：2012A~2027E 中国特种电子信息化市场规模



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

导航制导与控制系统在制导装备中价值量占比较高。1) 制导装备的快速增长为卫星导航产品提供较大的应用空间。根据《防空导弹成本与防空导弹武器装备建设》，制导装备上的导航制导和控制系统占到成本的较大比例，合计成本可能达到总成本的 40%~60%。

图20：制导装备分系统价值量分布



资料来源：《防空导弹成本与防空导弹武器装备建设》，远望智库，民生证券研究院

公司卫星导航产品主要应用于特种领域。在国内市场，有能力研制、生产特种卫星导航设备的企业为数不多，主要可分为两大类：1) 经过多年市场和项目经验积累的科研院所；2) 技术实力和生产水平不断提高的民营企业。国内早期自主研发主要以科研院所为主，目标是开发抗干扰、高精度、高动态的特种卫星导航系统。近年来，随着民营企业技术研发水平的不断提升，包括盟升电子在内的一批具备特种产品科研能力的民营企业逐步进入导航设备市场。目前国内的竞争格局呈现以科研院所为主，民营企业技术不断提升、配套层级不断提升的态势，其中，晶禾电子、振芯科技与公司在接收机产品比选中相竞争，中电科五十四所和雷科防务也从事接收机的生产制造业务。

图21：卫星导航市场主要参与者：科研院所及国企等

主要企业	成立年份	基本情况	比选竞争产品
中电科五十四所	1952	新中国成立的第一个电信技术研究所，主要从事军事通信、卫星导航定位、通信与信息对抗、航天电子信息系统与综合应用等前沿领域的技术研发、生产制造和系统集成	专用 SC 天线伺服分机、卫通卫导一体化天线
航天恒星科技	2000	简称“503 所”，是中国东方红卫星公司全资控股的卫星应用高新技术企业，主要从事卫星应用系统集成、终端设备制造和卫星运营服务	抗干扰接收机
中电科二十所	1961	又名西安导航技术研究所，主要从事无线电导航、卫星导航、数据通信和信息协同等领域应用技术研究、产品研发与生产、电子信息系统工程设计与系统集成等业务	十五通道射频组件、卫通卫导一体化天线
海格通信	2000	主要从事军事通信设备和导航设备的研发、生产和销售	卫星导航组件、卫通卫导一体化天线

资料来源：wind，公司招股说明书，民生证券研究院

图22：卫星导航市场主要参与者：民营企业

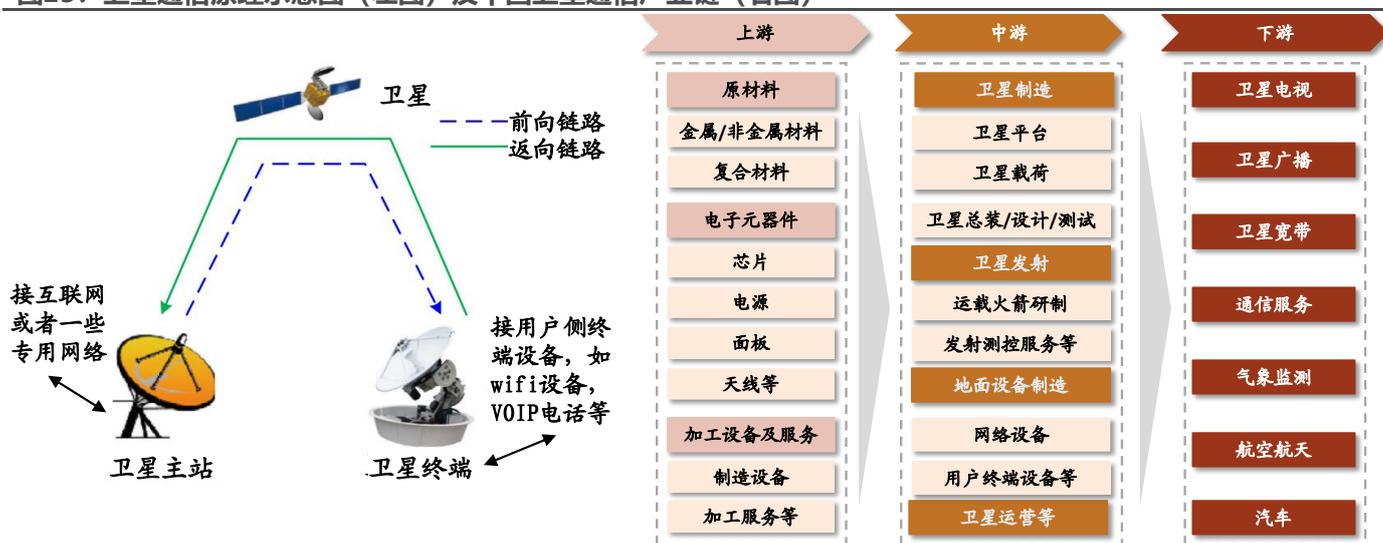
主要企业	成立年份	基本情况	比选竞争产品
星网宇达	2005	专注于惯性技术开发及产业化应用，主要开展惯性组合导航、惯性测量、海工装备等产品的研发、生产及销售，并为航空、航天、航海、测绘、通信等多个领域用户提供测量、通信、控制等服务	卫星导航组件
雷科防务	2000	雷科防务主要从事嵌入式实时信息处理、复杂电磁环境测试与验证及评估、北斗卫星导航接收机等业务	卫星导航组件
晶禾电子	2002	专业从事北斗卫星导航终端配套产品研发及生产的高科技企业，目前已成为我国卫星导航终端产品的主要配套企业之一	十五通道射频组件、十六通道射频组件、抗干扰接收机
振芯科技	2003	主要从事北斗卫星导航应用关键元器件、特种行业高性能集成电路、北斗卫星导航终端的设计、开发、生产和销售	高动态接收机
北斗星通	2000	业务覆盖卫星导航、5G陶瓷元器件和汽车智能网联三个行业，主营业务芯片及数据服务、导航产品、陶瓷元器件、汽车电子	芯片及导航产品
华力创通	2001	聚焦卫星应用、仿真测试、雷达信号处理、轨道交通、无人系统等方向，为我国航空航天、国防电子、特种装备等市场提供自主可控的核心器件及模块、终端、系统和解决方案	芯片模块及终端类产品

资料来源：wind，公司招股说明书，各公司公告，民生证券研究院

2.2 卫星通信具有较为广泛的应用场景

卫星通信是地球站之间或航天器与地球站之间，利用卫星转发器进行的无线电通信。卫星通信利用人造卫星上的通信转发器接收由地面站点发射的信号，并对信号进行处理后转发给其他地面站点，从而以通信卫星为桥梁完成两个地面站点之间信息交互。典型的模式为“用户-卫星-基站”模式，即一方地面站为用户卫星终端，可以安装在车、船、飞机上，也可为随身携带便携站；另一方地面站为卫星主站，可以接入互联网或一些专用网络，最终实现卫星终端与互联网或专用网络的信息互通。

图23：卫星通信原理示意图（左图）及中国卫星通信产业链（右图）



资料来源：公司招股说明书，中商产业研究院，民生证券研究院

卫星通信应用场景广阔。全球范围内，卫星移动通信的主要客户目标包括海上用户、航空用户、陆地用户、M2M (Machine to Machine) 用户以及政府用户；由于我国人口密度高，若采取在陆地上建基站的方案，平均每个基站覆盖的人口较多，投资效益较高，而在海洋和空中基站覆盖受限，卫星通信具有更大的发挥空间。

图24：全球及我国卫星通信主要用户



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

细分市场#1：航空市场

公司卫星通信产品在航空市场空间广阔。公司民航机载动中通产品通过了空客、波音民航适航认证，沙特 Taqnia Space 是公司卫通产品在民航市场的主要客户。目前，民航领域主要依靠 ATG（地面基站）和卫星通信两种技术方案实现地空宽带通信。对比来看，ATG 技术拥有更大的通讯带宽，但需要部署地面站，不适合国际航线；卫星通信技术的通信范围更加广泛，适合国际航线，但受制于窄带服务。国内机载卫星通信领域尚处于发展初期，仅部分宽体机型具有空地互联功能，窄体机型作为我国民航机型的主力，大部份还未实现空地互联功能。目前宽体机均通过“前装”（即出厂前安装）方式实现机载 Wi-Fi 通信，设备由松下航电、霍尼韦尔提供。公司的机载卫星通信产品尚未在国内民航市场进行拓展。随着国内民航市场发展和对卫星通信需求的逐步成熟，公司未来或将开拓国内市场。

图25：主流民航通信技术对比

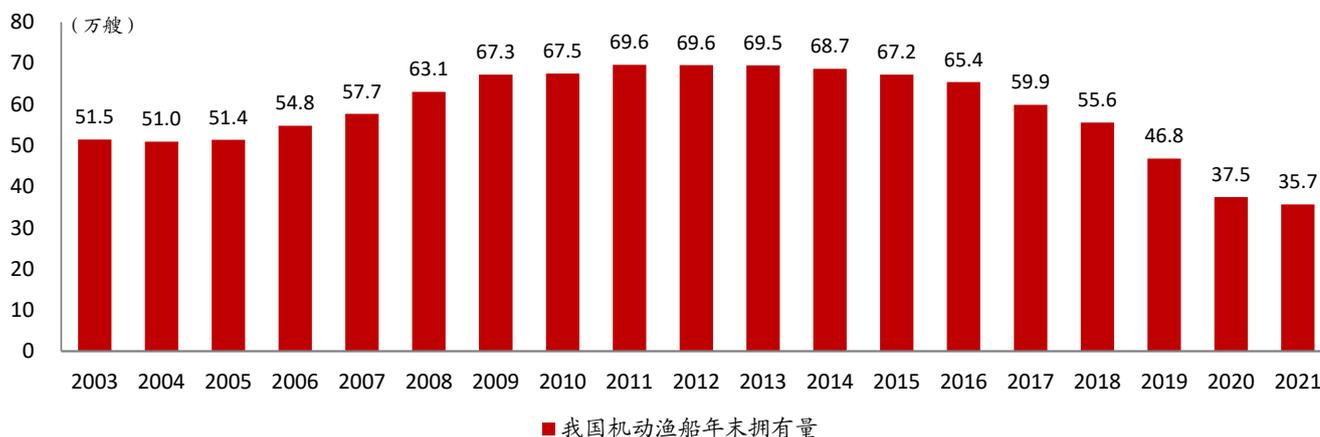
民航通信技术	优点	缺点
ATG方案（LTE）	设备成本低、设备重量小、飞机油耗低、飞机停场改装时间短（2~3天）、网络延迟小（<100ms）、流量资费低、技术迭代升级快（可以升级5G）	仅限于陆地区域、地面与飞行器间通信频率获取难度大、基础电信业务经营许可审批流程复杂
卫星方案（Ku/Ka）	可同时覆盖海域地区、卫星通信频段已获监管部门许可，频率申请较为容易、卫星运营商已获基础电信业务经营许可	设备成本高、设备重量大、飞机油耗高、飞机停场改装时间长（1周）、网络延迟高（1~2s）、流量资费高、技术不可迭代升级（卫星无法回收）

资料来源：《ATG 地空通信业务分析与策略研究》（王靖、黄曜明、谢宁、黄松涛），民生证券研究院

细分市场#2：海事通信

公司卫星通信产品在海洋领域主要面向国内海洋市场销售，且当前渗透率较低。由于目前卫星通信终端的渗透率较低且用户习惯尚未形成，因此国内的行业尚未形成稳定的竞争格局。截至 2021 年底，我国机动渔船年末拥有量为 35.7 万艘，而配备卫星通信产品的渔船仍然较少。以具备短报文通信的北斗终端为例，据央视网新闻 2020 年 6 月 23 日报道，目前我国 7 万多只渔船和执法船安装了北斗终端，渔船遇险可通过短报文求救，目前已累计救助 1 万多人。未来船舶海事重视通信终端，渗透率将逐渐提高。

图26：2021 年末我国机动渔船拥有量为 35.7 万艘



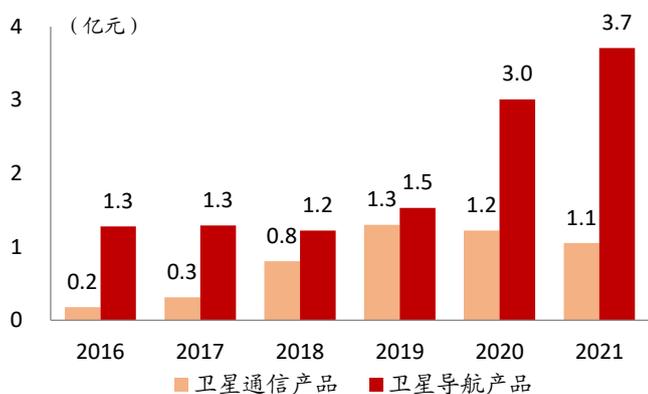
资料来源：wind，2021 年全国渔业经济统计公报，民生证券研究院

3 卫星导航特种应用核心厂商，产品具有竞争力

3.1 卫星导航营收持续增加，布局新业务拓宽护城河

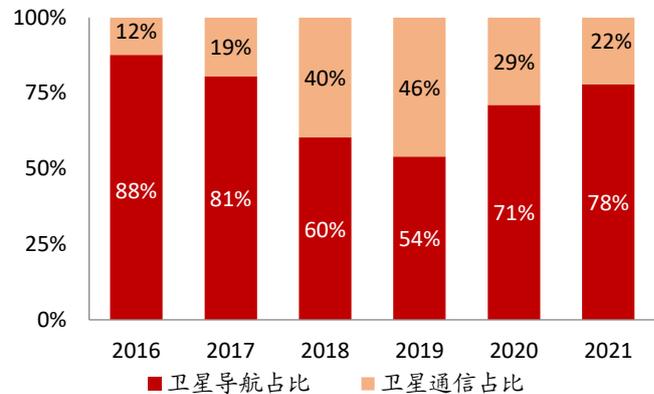
卫星导航营收规模快速增长。分产品看，1) **卫星导航**：受益于特种行业需求增长的拉动，卫星导航营收由2016年的1.3亿元增长至2021年的3.7亿元，2020年同比增速高达96.7%，主要系订单增加所致。卫星导航产品迅速放量，营收持续攀升，占总营收比例在70%以上。2) **卫星通信**：营收由2016年的1796万元快速增长至2019年的1.3亿元，CAGR=93.4%，主要系公司在2018年开发了大客户沙特公司Taqnia Space所致。2020年~2021年，卫星通信业务营收逐年减少，主要系疫情阻碍海外业务所致

图27：2016年~2021年主营业务分产品营收



资料来源：wind，民生证券研究院

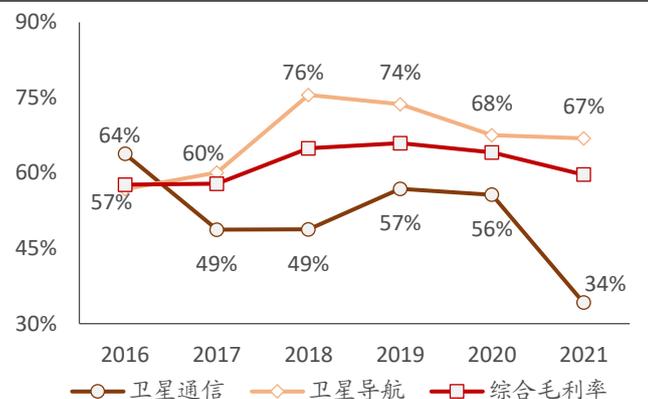
图28：2016年~2021年主营业务营收结构



资料来源：wind，民生证券研究院

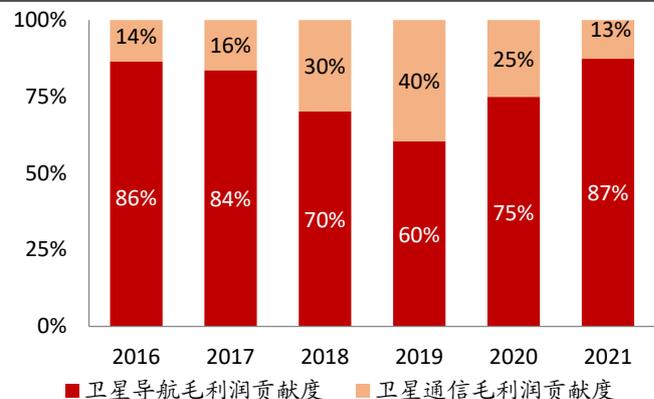
卫星导航附加值高，贡献主要毛利润。2018年~2021年，卫星导航毛利率呈下降趋势，主要系产品结构调整所致；2016年以来卫星通信毛利率波动较大，2021年同比下滑21.5ppt，主要系较高毛利率的境外收入订单大幅减少所致。2020年~2021年，卫星导航毛利润贡献度逐年提升，2021年达到87%的水平。

图29：2016年~2021年主营业务及综合毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2016年~2021年卫星导航毛利润贡献度



资料来源：wind，民生证券研究院

客户集中度较高；供应商集中度呈下降趋势。2017年以来，公司前五大客户的销售占比均超过70%，集中度较高，主要客户为航天科技集团、航天科工集团、中电科集团、航空工业集团等的下属科研院所，2021年第一大客户销售额占公司销售总额的45%；第二大客户占比20%。营业成本以直接材料为主，占比80%以上。公司对直接材料的采购模式有两种情况：**1) 物料采购**：公司生产所需的电子元器件、结构件等，由公司向供应商提出技术要求指标后直接进行采购；**2) 外协采购**：公司生产所需的PCBA、三防处理等工序，由公司向供应商提供设计图纸等材料，由相关外协厂商加工后进行采购。经过多年积累，公司在卫星导航及通信领域形成较完整的技术体系，核心技术覆盖设备制造主要环节，有效避免因部分技术依赖第三方公司而导致的成本过高、不受控问题。

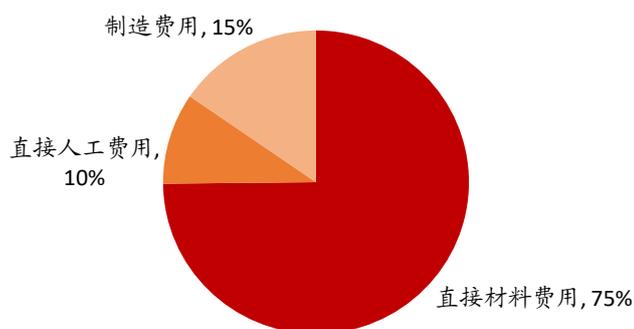
图31：2017年~2021年前五客户销售金额及占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

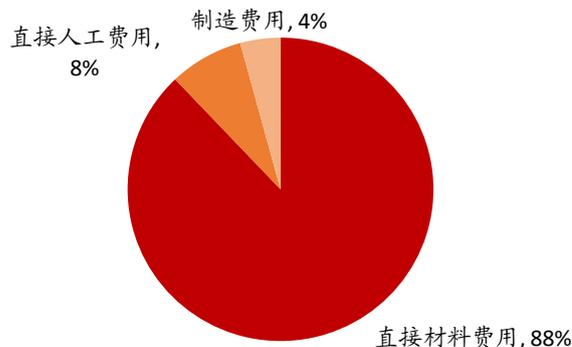
图32：2017年~2021年前五供应商采购金额及占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

营业成本以直接材料为主。2021年，**1) 卫星导航**：产品成本占公司总营业成本的64.0%，其中直接材料费用为营业成本最主要的构成部分，占比74.8%；制造费用占比15.4%；直接人工费用占比9.7%。**2) 卫星通信**：产品成本占公司总营业成本的36.0%，其中直接材料费用也是营业成本最主要的构成部分，占比87.9%；与卫星导航产品成本构成不同的是，卫星通信产品中制造费用占比较小，为4.2%，直接人工费用占比7.8%。

图33：卫星导航产品成本构成 (2021年)


资料来源：2021年报，民生证券研究院

图34：卫星通信产品成本构成 (2021年)


资料来源：2021年报，民生证券研究院

3.2 国产化自主设计能力，产品技术具备竞争力

1) 在卫星导航领域，公司是国内少数几家已自主掌握导航天线、微波变频、信号与信息处理等环节核心技术的厂商之一，具备国产化设计能力，不仅具备自主研发卫星导航接收终端的能力，也兼具模拟卫星信号的设计能力。公司近年来参与了多个装备型号的研制，多款产品已经定型进入批量生产阶段。2) 在卫星通信领域，公司完全掌握天馈设计、射频及微波、传动结构及力学仿真分析、惯性导航及伺服跟踪等主要环节的核心技术。动中通产品覆盖了目前卫星通信的 L、S、Ku、Ka 各主流频段，形成了机载、船载和车载各种系列化产品，支持海事通信、天通系统、VSAT 系统等各种卫星通信系统。

图35：卫星导航主要环节以及公司在该领域所具备的相关技术

收发天线	变频处理	信号处理	信息处理
<ul style="list-style-type: none"> ·多频点叠层微带天线设计 ·高性能导航微带收发天线 ·高性能抗干扰阵列天线仿真 	<ul style="list-style-type: none"> ·高性能导航中频滤波器SIP ·高性能多通道变频处理技术 ·导航信号同频转发 	<ul style="list-style-type: none"> ·数字自适应抗干扰处理 ·高动态信号捕获跟踪 ·多波束形成 ·导航跟踪通道复用 ·导航信号模拟仿真 ·导航信号再生转发 	<ul style="list-style-type: none"> ·高精度单点定位测绘 ·惯导紧耦合处理 ·热启动快速定位 ·抗旋转信号处理 ·高稳定导航授时 ·高精度频率驯服

盟升电子具备的相关技术

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

自主掌握卫星导航和卫星通信核心技术的厂商之一。公司具备较强的研发设计能力，在通导一体化的设计思路和研发制造能力支撑下，不断突破技术提高国产化产品装配率，保障时间、位置信息重要战略资源的自主可控。公司卫星导航系列产品的技术和性能参数在跟随着我国特种装备的升级迭代而不断提升。

图36：卫星导航产品具体性能要求

产品名称	性能技术指标要求	公司达到的水平
四阵元抗干扰接收天线	1、圆极化增益：增益大于-8dBi 范围不小于 $\pm 65^\circ$ 2、 $\pm 60^\circ$ 天线轴比 $\leq 5\text{dB}$ 3、阵元之间隔离度 $\geq 12\text{dB}$	1、圆极化增益：低仰角 ($\pm 70^\circ$) 天线圆极化增益 $\geq -2\text{dBi}$ 2、 $\pm 60^\circ$ 天线轴比 $\leq 3\text{dB}$ 3、阵元间隔隔离度 $\geq 20\text{dB}$
卫星导航组件	1、定位精度：水平10m，垂直15m (PDOP ≤ 3.0) 2、测速精度：稳定状态， $\leq 0.1\text{m/s}$ ；加加速度为 0.5g/s 时， $\leq 0.5\text{m/s}$ ；加加速度为 10g/s 时， $\leq 2\text{m/s}$	1、定位精度：水平3m，垂直10m (PDOP ≤ 3.0) 2、测速精度：稳定状态， $\leq 0.01\text{m/s}$ ；加加速度为 0.5g/s 时， $\leq 0.2\text{m/s}$ ；加加速度为 10g/s 时， $\leq 1\text{m/s}$
抗干扰卫星导航系统	窄带抗干扰能力不小于75dB千信比	窄带抗干扰能力不小于90dB千信比
卫星导航射频模块	1、通道间相位一致性 $\pm 20^\circ$ 2、通道间幅度一致性 $\pm 1\text{dB}$	1、通道间相位一致性 $\pm 4^\circ$ 2、通道间幅度一致性 $\pm 0.5\text{dB}$
卫导接收机	1、速度：6000m/s 2、加速度：35g 3、加加速度：10g/s	1、速度：8000m/s 2、加速度：42g 3、加加速度：15g/s
转发式模拟器	1、B3/GPS/GLONASS三种信号输出 2、适应B3抗干扰天线测试	1、B1/B3/GPS/GLONASS四种信号输出 2、适应B3等四种频点的抗干扰天线测试

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

着力研发弹载导航数据链一体化终端。弹载数据链是在导弹与导弹，导弹与发射平台，导弹与控制中心之间组网以实现数据交换，或通过其它中继站在导弹之间建立起信息网络，以实现信息的传输交换和处理。主要功能包括导弹飞行控制、战场协同及作为数据链网络节点。近年来，依托于卫星导航技术，公司成功研发出弹载导航数据链一体化终端产品，并应用于装备平台，实现了民营企业在该领域内的首次突破，为公司创造了新的增长点。

前瞻性布局电子对抗。电子对抗（也称电子战）是利用电磁能和定向能以控制电磁频谱，削弱和破坏敌方电子设备的使用效能，同时保护己方电子设备正常发挥效能而采取的措施和行动。通过侦察和反侦察手段、电子干扰和反干扰手段、电子进攻和防御手段进行对抗，从而获得在电磁频谱中的优势。现代战争中作战双方的对抗已不再是单一装备间的对抗，而是装备体系间的对抗、各种作战力量组成的系统整体对抗。由于现代战争主要依靠自动化指挥系统进行辅助指挥控制，战场上的信息采集、传输和利用主要依靠电磁频谱和电子信息装备，对于电磁频谱的争夺便显得尤为重要，电子对抗正逐渐成为现代信息化战争的关键、信息作战的核心。

随着我国对于自身“海、陆、空、天”等多维一体综合防御需求的提升，以电子进攻、电子防护、电子支援等为主要目的的电子对抗装备将被重新认识并得到重点发展。电子对抗已成为现代信息化战争的关键之一，国内外近年正逐步加强对于电子对抗装备部署的重视，全球电子对抗行业正步入新一轮“创造性需求”。2021年公司将电子对抗作为战略发展方向，前瞻性布局成立电子对抗事业部，加大市场开拓、技术开发、人才引进等方面的资源投入。

图37：公司卫星导航和电子对抗领域在研项目情况

项目名称	进展	拟达到目标	应用前景
北斗三代卫星导航接收机	结题	结合北斗三代卫星导航特点，通过标准化硬件平台和北斗三代导航算法，实现北斗三代卫星导航接收机研制，形成三代卫星导航接收机产品线	卫星导航接收机
北斗三代卫星导航模拟器	结题	实现北斗三代卫星导航再生式模拟功能、自主式模拟功能及同频转发式模拟功能，形成北斗三代卫星模拟器产品系列	卫星导航模拟器
北斗三代高精度定位技术	结题	根据北斗三代特点，随着北斗导航系统的逐步成熟，结合先进的误差消除算法，实现高精度定位技术目标	卫星导航接收机
北斗/惯性导航组合	结题	充分利用北斗导航和惯性导航的特点，卫星导航和惯性导航互为补充	卫星导航接收机
高精度授守时技术	结题	通过优化的授时和守时算法，优化环路滤波模块，平滑时钟抖动技术，实现高精度授守时技术的突破	卫星导航接收机
基于DRFM的快速转发干扰技术	结题	通过系统架构优化设计和高速数字信号并行处理技术，提高系统侦收响应速度，实现对发射设备的即侦即干，提升干扰效能	电子对抗
毫米波功率合成技术	工程研制阶段	采用特殊功率合成技术，实现较大输出功率。同时开发散热技术，通过高热传导路径设计，实现高功率固态功放的工程化	电子对抗

资料来源：2021年报，民生证券研究院

3.3 股权激励明确增长预期，发行可转债布局电子对抗

2022年4月实施股权激励。本次激励拟向68名对象（占总人数16.63%）授予124.9万股限制性股票（占总股本1.09%），授予价格为23.28元/股。其中，首次授予100.4万股（占总股本0.88%）；预留授予24.5万股（占总股本0.21%）。第一类限制性股票授予总量37.8万股，已于2022年4月27日以23.28元/股的价格授予16名激励对象，未设置预留权益；第二类限制性股票授予总量86.9万股，其中首次授予部分（62.4万股）已于2022年4月27日以23.28元/股的价格授予51名激励对象。

图38：第一类限制性股票授予概况

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占激励计划授予限制性 股票比例(%)	占激励计划授予日总股本比 例(%)
向荣	董事长/核心技术人员	6.5	5.21%	0.06%
陈英	副总经理/财务总监	2.5	2.00%	0.02%
覃光全	核心技术人员	3.5	2.81%	0.03%
	中层管理人员(13人)	25.3	20.29%	0.22%
	合计(16人)	37.8	30.31%	0.33%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：第二类限制性股票授予概况

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占激励计划授予限制性 股票比例(%)	占激励计划授予日总股本 比例(%)
温黔伟	董事/副总经理/核心技术人员	3.0	2.41%	0.03%
杨隼甫	核心技术人员	2.0	1.60%	0.02%
罗顺华	核心技术人员	2.0	1.60%	0.02%
	中层管理人员及核心骨干(48人)	55.4	44.43%	0.48%
	预留	24.5	19.65%	0.21%
	合计	86.9	69.69%	0.76%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

考核要求以2021年为基数，2022年~2024年净利润增速分别不低于40%、90%、150%。股权激励计划的实施有利于进一步完善公司治理结构，健全公司长效激励机制，增强公司核心管理团队和骨干员工对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，有利于公司的持续发展。本次激励（统计第一类限制性股票和第二类限制性股票首次授予部分）共摊销费用2979万元，2022年~2025年分别摊销1314万元、1125万元、443万元、96万元。

2022年5月发布员工持股计划。公司拟向对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的董事、高管、核心技术人员等员工实行该计划，受让价格 57.81 元/股。参加本持股计划的公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、监事合计持有股数为 47.27 万股，占本持股计划总份额的比例为 68.33%；核心技术人员及中层管理人员合计持有股数为 21.91 万股，占本持股计划总份额的比例为 31.67%。公司将通过该计划调动员工积极性、留住核心人才、保持竞争优势。

图40：员工持股计划

姓名	职务	拟持有股数（万股）	占持股计划比例（%）
向荣	董事长/核心技术人员	35.96	51.99%
刘荣	董事/总经理	8.65	12.50%
陈英	副总经理/财务总监	2.08	3.00%
吴真	监事/核心技术人员	0.58	0.84%
覃光全	核心技术人员	6.54	9.45%
中层管理人员（不超过7人）		15.37	22.22%
合计（不超过12人）		69.17	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022年9月发布可转债预案。公司拟向不特定对象发行可转换公司债券募集资金 3 亿元，其中 2.5 亿元用于电子对抗装备科研及生产中心的建设；0.5 亿元用于补充流动资金。“电子对抗装备科研及生产中心建设项目”计划建设期为 18 个月，主要建设内容包括：建设用于对电子对抗新产品、新技术科研所需的高频段微波暗室；对净化车间、中试试验线、研发办公环境等进行高标准洁净度要求装修；建设新产品的量产线，购置一批先进的微组装工艺设备、检测设备、测试工艺设备、环境试验设备等。我们认为，项目建成达产后能显著提升公司在电子对抗装备领域的科研与产业化量产能力，有利于公司充分发挥产业链优势，丰富和完善产品结构，实现公司业务在电子对抗行业的拓展和延伸，进而提高公司整体竞争实力和抗风险能力。

图41：2022年可转债募投项目规划

序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金金额（亿元）
1	电子对抗装备科研及生产中心建设项目	2.51	2.50
2	补充流动资金	0.50	0.50
合计		3.01	3.00

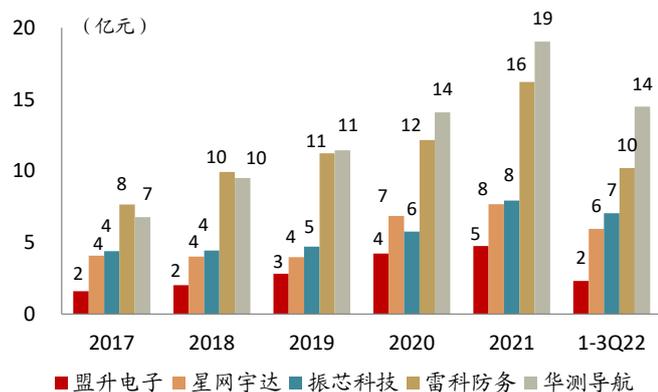
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 同业对比：经营稳健而业绩弹性大

我们选取专注于卫星导航通信业务的几家公司作为可比公司与盟升电子进行财务对比分析。1) **星网宇达**：主营惯性组合导航、惯性测量、海工装备；2) **振芯科技**：主营北斗卫星导航应用关键元器件、特种行业高性能集成电路等；3) **雷科防务**：从事复杂电磁环境测试、雷达以及微波信号处理等；4) **华测导航**：主营高精度卫星导航定位有关软硬件技术及产品。从同行业比较可知，公司整体负债率较低且利润率有企稳和提升的潜力，反映公司的稳健经营和较大的业绩弹性。

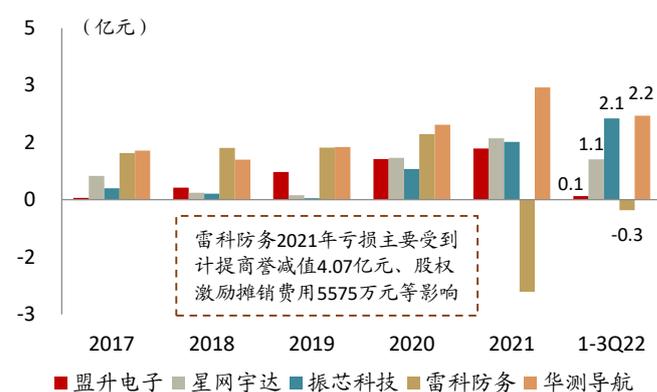
营收及归母净利润：1) 华测导航营收规模最大，振芯科技营收增长最快。2021年，盟升电子营收同比增速在五家公司中位列第四。2) 2017年~2021年，盟升电子归母净利润规模总体低于同业归母净利润水平。2021年，振芯科技和星网宇达增速有所放缓；雷科防务亏损主要受计提商誉减值和股权激励费用摊销等影响。

图42：2017~1-3Q22 同业营收对比



资料来源：wind，民生证券研究院

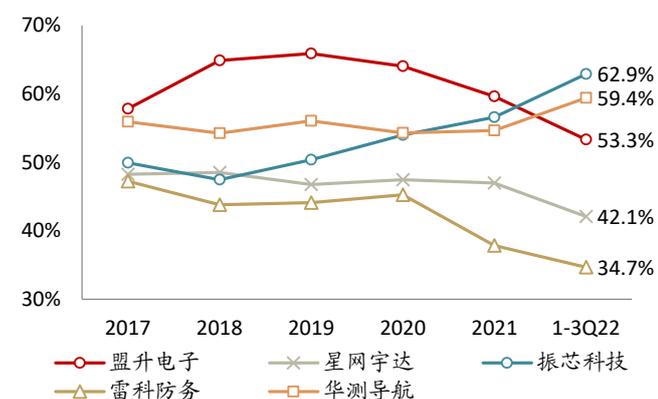
图43：2017~1-3Q22 同业归母净利润对比



资料来源：wind，民生证券研究院

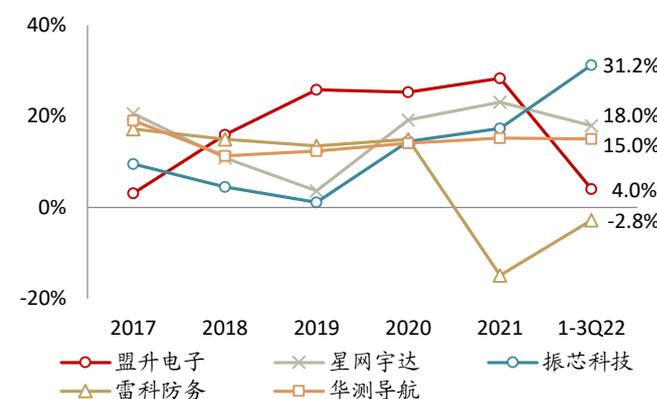
盈利能力：2017年~2021年，盟升电子毛利率高于行业可比公司，星网宇达、振芯科技净利率波动较大；华测导航净利率总体稳定；雷科防务净利率于2021年大幅下降，主要系计提商誉减值和股权激励摊销费用所致。

图44：2017~1-3Q22 同业毛利率对比



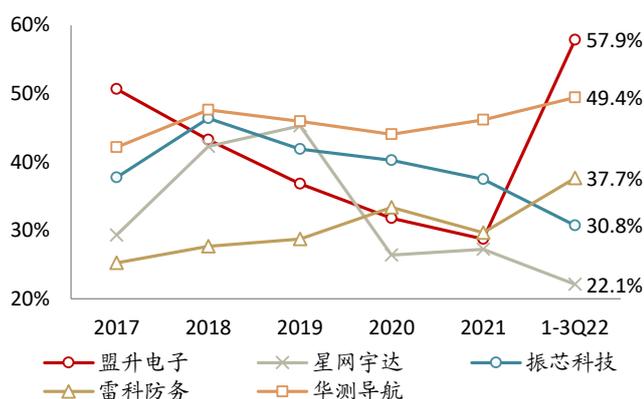
资料来源：wind，民生证券研究院

图45：2017~1-3Q22 同业净利率对比

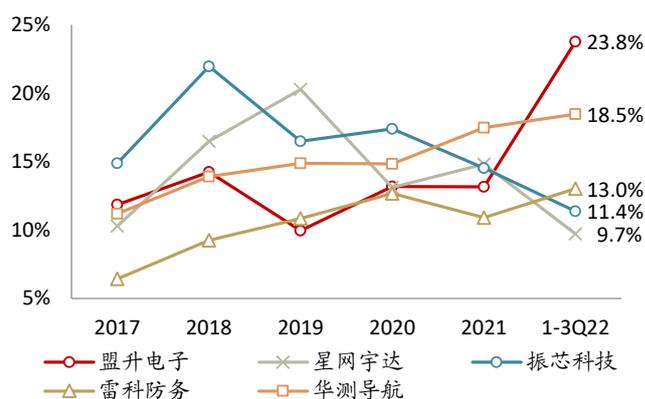


资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率及研发投入：1) 2017 年~2021 年，盟升电子期间费用率持续下降，由 50.7% 下降至 28.7%，2021 年处于行业较低水平，体现公司较好的费用管控能力。星网宇达和振芯科技期间费用率总体呈下降趋势；雷科防务期间费用率呈波动上升趋势；华测导航期间费用率总体稳定。2) 盟升电子研发投入位于行业平均水平。2022 年前三季度，盟升电子研发投入占营收比例达 23.8%，位于五家可比公司之首；华测导航和雷科防务研发投入呈上升趋势。

图46：2017~1-3Q22 同业期间费用率对比


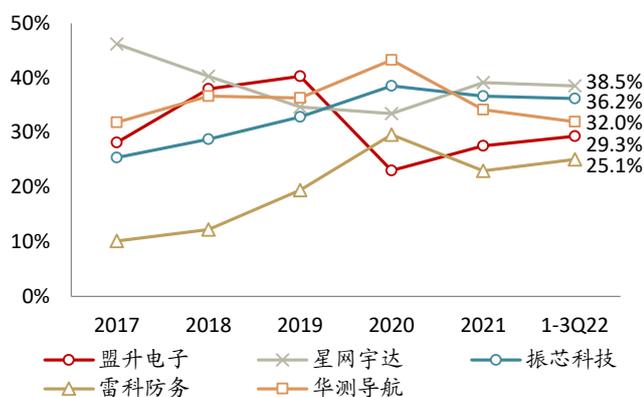
资料来源：wind，民生证券研究院

图47：2017~1-3Q22 同业研发支出占营收比例对比


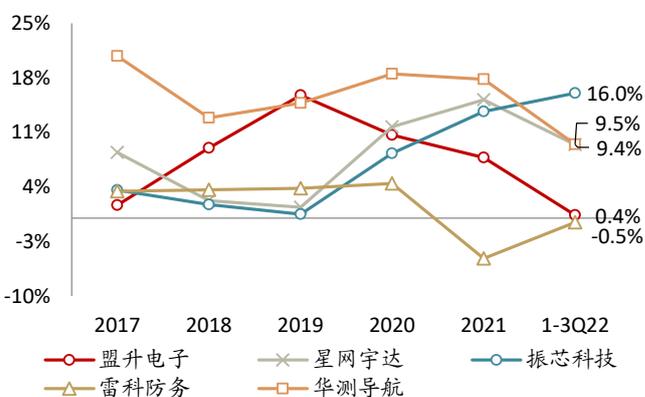
资料来源：wind，民生证券研究院

资产负债率：2017 年~2021 年，盟升电子资产负债率处于行业较低水平，截至 2022 年第三季度，盟升电子资产负债率 29.3%，在五家公司中位列第四。华测导航、振芯科技和星网宇达资产负债率总体稳定在 30% 以上；雷科防务资产负债率有所上升，但仍稳定在行业较低水平。

ROE：2020 年~2021 年，盟升电子 ROE 有所下滑，主要系资产周转率降低导致；星网宇达、振芯科技 ROE 近年有持续提升态势；华测导航 ROE 总体稳定；雷科防务 ROE 为负，主要受计提商誉减值和股权激励费用影响。

图48：2017~1-3Q22 同业资产负债率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

图49：2017~1-3Q22 同业 ROE 对比


资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 卫星导航：公司持续扩大卫星导航业务的优势，2018年~2021年卫星导航营收 CAGR=44.8%。受下游制导装备的快速增长拉动，我们预计公司卫星导航系列产品收入将实现快速增长，2022年~2024年分别实现营收 3.7 亿元、6.6 亿元、7.9 亿元，同比增速分别是-1.2%、80.0%、20.0%，其中，2022 年受疫情反复、临时性限电等影响，公司项目整体进度滞后，部分项目和产品延期交付，卫星导航业务营收出现同比下滑；**2) 卫星通信：**2020年~2022年，疫情导致公司出口需求具有较大的不确定性，出口业务萎缩严重，影响卫星通信业务的整体发展。近年来我国不断加速通信卫星系统建设，积极推动商业卫星系统发展，在民航、海事等领域不断培育市场需求。同时，公司机载动中通产品通过了空客、波音民航适航认证，未来发展空间广阔，2023~2024年预计整体恢复稳定增长。我们预计 2022 年~2024 年分别实现营收 1.0 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元，同比增速分别是-3.8%、20.0%、20.0%。**3) 其他业务：**包含电子对抗等业务，我们预计 2022 年~2024 年分别实现营收 0.05 亿元、0.5 亿元、2.0 亿元。2021 年公司将电子对抗业务作为战略发展方向，成立电子对抗事业部，加大市场开拓、技术开发、人才引进等方面的资源投入。

表1：分产品营收（百万元）及同比增速预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
卫星导航	122.1	153.0	301.0	370.7	366.4	659.4	791.3
同比增速	-5.6%	25.3%	96.7%	23.2%	-1.2%	80.0%	20.0%
卫星通信	80.4	130.1	122.3	105.1	101.0	121.2	145.5
同比增速	157.0%	61.8%	-6.0%	-14.1%	-3.8%	20.0%	20.0%
其他业务					5.0	50.0	200.0
同比增速						900.0%	300.0%
营收（合计）	202.5	283.1	423.2	475.8	472.4	830.7	1136.8
同比增速	26.1%	39.8%	49.5%	12.4%	-0.7%	75.8%	36.9%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

表2：分产品毛利润（百万元）及毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
卫星导航	92.2	112.7	203.1	247.9	227.1	429.3	517.7
毛利率	75.5%	73.6%	67.5%	66.9%	62.0%	65.1%	65.4%
卫星通信	39.2	73.9	68.0	35.9	35.4	42.4	50.9
毛利率	48.7%	56.8%	55.6%	34.2%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务					2.5	25.0	100.0
毛利率					50.0%	50.0%	50.0%
毛利（合计）	131.4	186.6	271.2	283.8	265.0	496.7	668.6
毛利率	64.9%	65.9%	64.1%	59.6%	56.1%	59.8%	58.8%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

根据同行业比较章节分析，我们选取专注于卫星导航通信业务的公司作为可比公司进行分析：振芯科技、雷科防务、华测导航；以及同属于制导装备产业链核心配套的公司：菲利华、长盈通。

公司深耕卫星导航终端及卫星通信终端十余年，是国内卫星导航终端产品和卫星通信终端产品的核心供应商。公司逐步打造“卫星导航+电子对抗”双主业格局，兼具卫星通信业务，2022年9月公告拟发行可转债募资不超过3亿元用于“电子对抗装备科研及生产中心”建设及补充流动资金。2022年4月实施股权激励彰显长期发展信心；我们预计，公司2022~2024年归母净利润分别是0.27亿元、2.41亿元、3.42亿元，同比增速分别是-79.7%、+782.5%、+41.9%，当前股价对应2022~2024年PE分别是298x/34x/24x，可比公司2022~2024年PE均值为44x/31x/24x。公司2022~2023年PE高于可比公司均值，但：**1) 公司是信息化赛道核心标的，营收结构中特种产品占比高，受益于下游特种装备持续放量，业绩将迎来景气增长；2) 公司布局电子对抗业务，打造业绩第二增长极。我们认为公司未来发展空间较大，考虑到公司的技术壁垒及对未来发展的战略性布局，维持“推荐”评级。**

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
300101.SZ	振芯科技	23.26	0.27	0.54	0.76	1.06	86	43	31	22
002413.SZ	雷科防务*	4.83	-0.18	0.13	0.16	0.19	—	37	30	25
300627.SZ	华测导航	26.41	0.78	0.67	0.89	1.16	34	39	30	23
300395.SZ	菲利华*	46.80	1.10	0.98	1.46	1.98	43	48	32	24
688143.SH	长盈通	46.33	1.08	0.86	1.33	1.85	43	54	35	25
平均值							51	44	31	24
688311.SH	盟升电子*	70.70	1.17	0.24	2.09	2.97	60	298	34	24

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：标*为民生证券覆盖，采用民生证券预测数据；其余可比公司数据采用 Wind 一致预期；收盘价时间为 2023 年 04 月 21 日

6 风险提示

募投项目建设不及预期的风险。公司 2022 年 9 月公告，拟发行可转债募集资金进行相关项目投资建设并补充流动性资金。项目建设综合考虑了当前市场状况、技术水平及发展趋势、产品及工艺、原材料供应、生产场地及设备等因素，并会同相关专家对可行性进行了充分论证。如果募集资金不能及时到位，行业环境、市场环境等情况发生突变，或项目建设过程中由于管理不善或产生在目前条件下无法预料的技术障碍等因素影响了项目进程，募集资金投资项目的效益将会不及预期。

产品研发不及预期的风险。公司主营产品技术含量较高，在核心关键技术上拥有自主知识产权。目前有多项产品和技术尚处于研发阶段，存在新产品及新技术研发进展不及预期的风险。如果未来公司无法抓住技术发展趋势及下游需求的变化、不断吸引专业领域的优秀人才，可能会面临技术滞后，对行业发展趋势及下游客户需求的判断发生偏差的情况，导致新产品偏离市场需求，进而影响未来发展的持续性和稳定性。

原材料价格波动的风险。公司生产所需原材料主要包括芯片、各类模块、组件等集成电路产品，电阻、电容、电感等电子元器件产品，PCB 板、结构件、线缆等结构产品及各类生产工具。如果未来主要原材料价格出现波动，公司的毛利率将会受到影响。

市场需求变化导致订单低于预期。行业下游需求或因客户订单释放节奏变化而有所波动，公司或将面临下游需求变化导致的订单低于预期。此外，公司所处行业作为特殊的经济领域，受国际环境、安全形势、地缘政治等多种因素影响，宏观形势等出现变化或将影响公司的正常生产经营。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	476	472	831	1137
营业成本	192	207	334	468
营业税金及附加	5	5	7	8
销售费用	22	33	32	43
管理费用	62	108	99	130
研发费用	63	99	96	121
EBIT	139	28	275	386
财务费用	-10	-4	-3	-8
资产减值损失	0	0	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	155	31	277	393
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	155	31	277	393
所得税	20	4	36	51
净利润	135	27	241	343
归属于母公司净利润	134	27	241	342
EBITDA	161	74	364	500

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	915	810	1201	1521
应收账款及票据	594	585	663	877
预付款项	5	6	10	13
存货	168	174	278	385
其他流动资产	21	22	32	35
流动资产合计	1704	1598	2183	2832
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	40	523	788	814
无形资产	54	53	53	53
非流动资产合计	810	1072	1078	1105
资产合计	2514	2670	3262	3936
短期借款	25	25	25	25
应付账款及票据	278	465	749	1051
其他流动负债	187	195	269	373
流动负债合计	490	685	1043	1449
长期借款	150	135	135	135
其他长期负债	53	84	84	84
非流动负债合计	203	218	218	218
负债合计	693	903	1261	1667
股本	115	115	115	115
少数股东权益	42	42	43	44
股东权益合计	1821	1767	2000	2269
负债和股东权益合计	2514	2670	3262	3936

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.42	-0.72	75.85	36.85
EBIT 增长率	9.89	-79.92	885.39	40.64
净利润增长率	25.58	-79.71	782.46	41.92
盈利能力 (%)				
毛利率	59.64	56.10	59.80	58.82
净利率	28.25	5.77	28.98	30.05
总资产收益率 ROA	5.35	1.02	7.38	8.68
净资产收益率 ROE	7.56	1.58	12.30	15.35
偿债能力				
流动比率	3.48	2.33	2.09	1.95
速动比率	3.09	2.05	1.80	1.67
现金比率	1.87	1.18	1.15	1.05
资产负债率 (%)	27.57	33.81	38.68	42.36
经营效率				
应收账款周转天数	407.99	412.07	247.24	242.29
存货周转天数	318.82	302.88	299.85	296.85
总资产周转率	0.20	0.18	0.28	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	0.24	2.09	2.97
每股净资产	15.46	14.99	17.01	19.34
每股经营现金流	0.68	2.25	4.63	4.70
每股股利	0.36	0.07	0.64	0.91
估值分析				
PE	61	298	34	24
PB	4.6	4.7	4.2	3.7
EV/EBITDA	46.16	101.71	19.48	13.55
股息收益率 (%)	0.51	0.10	0.90	1.28

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	135	27	241	343
折旧和摊销	22	46	90	114
营运资金变动	-84	177	175	51
经营活动现金流	78	259	533	540
资本开支	-194	-272	-96	-139
投资	434	0	0	0
投资活动现金流	249	-292	-96	-139
股权募资	0	-40	0	0
债务募资	86	-15	-31	0
筹资活动现金流	82	-72	-47	-81
现金净流量	407	-104	390	321

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 发展历程: 2011 年形成双主业格局; 2020 年科创板上市; 2022 年实施股权激励.....	3
图 2: 股权结构: 实际控制人为董事长、盟升科技创始人向荣先生.....	3
图 3: 核心子公司: 主营业务侧重各有不同.....	4
图 4: 主营产品: “卫星导航+电子对抗”双主业, 兼有卫星通信系列产品.....	4
图 5: 2016~1-3Q22 营收及同比增速.....	5
图 6: 2016~1-3Q22 归母净利润及同比增速.....	5
图 7: 2016~1-3Q22 毛利率及趋势.....	5
图 8: 2016~1-3Q22 净利率及趋势.....	5
图 9: 2016~1-3Q22 期间费用率及趋势.....	6
图 10: 2016~1-3Q22 研发费用及研发费用率.....	6
图 11: 2016~1-3Q22 应收及应收占营收比.....	6
图 12: 2016~1-3Q22 存货及存货占营收比.....	6
图 13: 2016~1-3Q22 合同负债.....	7
图 14: 2016~1-3Q22 经营活动净现金流.....	7
图 15: 2016~1-3Q22 ROE 及趋势.....	7
图 16: 2016~1-3Q22 资产负债率及趋势.....	7
图 17: 四大全球性卫星导航系统.....	8
图 18: 我国卫星导航与位置服务产业链价值链分布.....	8
图 19: 2012A~2027E 中国特种电子信息化市场规模.....	9
图 20: 制导装备分系统价值量分布.....	9
图 21: 卫星导航市场主要参与者: 科研院所及国企等.....	10
图 22: 卫星导航市场主要参与者: 民营企业.....	10
图 23: 卫星通信原理示意图 (左图) 及中国卫星通信产业链 (右图).....	11
图 24: 全球及我国卫星通信主要用户.....	11
图 25: 主流民航通信技术对比.....	12
图 26: 2021 年末我国机动渔船拥有量为 35.7 万艘.....	12
图 27: 2016 年~2021 年主营业务分产品营收.....	13
图 28: 2016 年~2021 年主营业务营收结构.....	13
图 29: 2016 年~2021 年主营业务及综合毛利率.....	13
图 30: 2016 年~2021 年卫星导航毛利润贡献度.....	13
图 31: 2017 年~2021 年前五客户销售金额及占比.....	14
图 32: 2017 年~2021 年前五供应商采购金额及占比.....	14
图 33: 卫星导航产品成本构成 (2021 年).....	14
图 34: 卫星通信产品成本构成 (2021 年).....	14
图 35: 卫星导航主要环节以及公司在该领域所具备的相关技术.....	15
图 36: 卫星导航产品具体性能要求.....	15
图 37: 公司卫星导航和电子对抗领域在研项目情况.....	16
图 38: 第一类限制性股票授予概况.....	17
图 39: 第二类限制性股票授予概况.....	17
图 40: 员工持股计划.....	18
图 41: 2022 年可转债募投项目规划.....	18
图 42: 2017~1-3Q22 同业营收对比.....	19
图 43: 2017~1-3Q22 同业归母净利润对比.....	19
图 44: 2017~1-3Q22 同业毛利率对比.....	19
图 45: 2017~1-3Q22 同业净利率对比.....	19
图 46: 2017~1-3Q22 同业期间费用率对比.....	20
图 47: 2017~1-3Q22 同业研发支出占营收比例对比.....	20
图 48: 2017~1-3Q22 同业资产负债率对比.....	20
图 49: 2017~1-3Q22 同业 ROE 对比.....	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 分产品营收 (百万元) 及同比增速预测	21
表 2: 分产品毛利润 (百万元) 及毛利率预测	21
表 3: 可比公司 PE 数据对比	22
公司财务报表数据预测汇总	24

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