

# 盟升电子 (688311)

证券研究报告  
2020年12月26日

## 国内弹载数据链首家民营供应商，充分受益于导弹高景气周期

### ● 国内首家弹载数据链民营供应商，军民双轮驱动产品快速放量

公司为我国卫星导航和卫星通信终端设备研发、制造、销售和技术服务的高新技术企业。卫星导航产品主要为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，主要应用于国防军事领域。其中，弹载导航数据链一体化终端产品应用于国防武器平台，实现了民营企业在该领域内的突破；卫星通信产品主要为卫星通信天线及组件，目前主要应用于海事、民航市场。

公司近三年主营业务持续放量，营业收入与净利润年复合增长率达 24.74%/66.20%。2020 前三季度公司实现营收 1.72 亿元 (+42.00%)，实现归母净利润 0.35 亿元 (+58.66%)。资产负债端，三季度末应收账款 3.40 亿元，存货 1.71 亿元，均创历史新高，预计将伴随军品批产增速实现快速消化。预付款达到 1710.59 万元 (较期初+275.72%)；预收款+合同负债达到 255.78 万元 (较期初+54.30%)，表明公司在手订单充足，正处于备产备料过程中，行业高景气度凸显。

### ● “跨越式武器装备” + “实战化训练”，公司受益于导弹产业高景气周期

充分受益于“国防装备跨越式发展需求驱动”+“精确打击武器发展趋势”+“实战化训练深入实施”，我们认为以导弹为代表的精确打击武器将实现快速排产，预计进入十年景气扩张期。随着战争形态向信息化、智能化发展，导弹武器全程入网、全时可控的作战需求，弹载数据链作为产业链中传感器平台、指挥控制平台和武器平台较链的“纽带”，现已成为导弹武器的基本配置，加速了导弹武器装备发展呈现出“无链不成导”的趋势。

公司作为我国首个成功研发弹载导航数据链一体化终端产品并应用于国防武器平台的民营企业，产品具有集成度高、通信性能高、多体制通信功能、接口标准化设计等技术优势；在研项目基于弹载天链通信技术相比国内同类产品适应高动态、高过载条件，并适应复杂电磁干扰环境，产品动态适应范围、加速度、接收灵敏度均高于行业平均指标，在国内具备较强竞争能力。我们认为，伴随导弹产业高景气周期，公司弹载导航数据链一体化终端等相关卫星导航产品有望实现快速放量，业绩在未来 3-5 年内或快速提升。

### ● 动中通天线优质供应商，充分受益卫星互联网基础设施建设

国家发改委首次将卫星互联网列入新基建-信息基础设施范畴，标志着社会将进入“万物互联”时代，不间断、高速、低延时的通信网络将成为基础设施，卫星互联网将成为 5G 地面网覆盖不足的有效补充。根据我们的测算，卫星互联网产业年产值将有望于 2028 年达到 0.4 万亿元人民币，其中卫星应用端 1733.9 亿元。我们认为，公司卫星通信产品作为产业应用端基础设施，具备较高的技术优势与客户先发优势，有望随卫星互联网建设实现由车载、机载、船载向其他应用领域实现延伸，并随用户用网习惯的改变实现排产持续提升。

**盈利预测与评级：**综上所述我们认为，伴随导弹产业高景气周期，公司弹载导航数据链一体化终端等相关卫星导航产品有望实现快速放量，业绩在未来 3-5 年内或快速提升；民品动中通天线等卫星通讯产品有望随卫星互联网建设实现应用场景延伸，并随用户用网习惯改变实现排产提升。在此假设下，预计公司 2020-22 年实现营业收入 4.37/7.41/10.33 亿元，对应归母净利润为 1.15/2.10/3.11 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.83/2.71 元，PE 为 114.33/62.72/42.40x，对标可比公司 89.40x 的 2021 年预测 PE，公司每股目标价 163.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**客户集中度高度的风险，武器装备生产任务承担及执行风险，国内卫星通信天线市场发展不足预期的风险，毛利率波动的风险

### 投资评级

行业	国防军工/地面兵装
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	114.96 元
目标价格	163.6 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	114.67
流通 A 股股本(百万股)	26.33
A 股总市值(百万元)	13,182.46
流通 A 股市值(百万元)	3,027.08
每股净资产(元)	13.69
资产负债率(%)	21.16
一年内最高/最低(元)	185.20/85.70

### 作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
许利天	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080006	
xulitian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	202.49	283.07	437.45	740.77	1,032.87
增长率(%)	26.11	39.79	54.54	69.34	39.43
EBITDA(百万元)	87.09	135.46	141.89	251.31	366.33
净利润(百万元)	32.28	73.06	115.30	210.19	310.92
增长率(%)	548.40	126.35	57.81	82.30	47.93
EPS(元/股)	0.28	0.64	1.01	1.83	2.71
市盈率(P/E)	408.41	180.43	114.33	62.72	42.40
市净率(P/B)	36.29	25.32	19.84	15.07	11.12
市销率(P/S)	65.10	46.57	30.13	17.80	12.76
EV/EBITDA	0.00	0.00	92.61	52.42	35.60

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 国内首家弹载数据链民营供应商，军民双轮驱动产品快速放量.....	4
1.1. 国内首家弹载数据链民营供应商，板块产品谱系全面 .....	4
1.2. 主营业务持续放量，多指标揭示行业处于高景气周期 .....	6
2. “跨越式武器装备” + “实战化训练”，公司受益于导弹产业高景气周期.....	8
3. 动中通天线优质供应商，充分受益卫星互联网基础设施建设.....	10
4. 盈利预测与评级 .....	11
5. 风险提升.....	12
5.1. 客户集中度高的风险 .....	12
5.2. 武器装备生产任务承担及执行风险 .....	12
5.3. 国内卫星通信天线市场发展不足预期的风险.....	12
5.4. 毛利率波动的风险.....	12

## 图表目录

图 1：公司主营业务、主要产品及对应下游市场情况.....	4
图 2：公司股权结构情况.....	4
图 3：2016A-2020Q3 公司营业收入及同比增速 .....	6
图 4：2016A-2020Q3 公司归母净利润及同比增速 .....	6
图 5：2019 年公司主营业务收入及占比情况（单位：亿元） .....	6
图 6：2016A-2020Q3 公司毛利率情况 .....	7
图 7：2016A-2020Q3 公司三项费用支出占营收比重情况 .....	7
图 8：2016A-2020Q3 公司应收账款情况（单位：亿元） .....	7
图 9：2016A-2020Q3 公司存货情况（单位：亿元） .....	7
图 10：2016A-2020Q3 公司预付款情况（单位：百万元） .....	7
图 11：2016A-2020Q3 公司预收款+合同负债情况（单位：百万元） .....	7
图 12：美国四次大规模军事行动精确制导弹药占比 .....	8
图 13：导弹产业及配套“弹载数据链”需求逻辑框图.....	8
图 14：数据链与相关系统的关系 .....	9
图 15：2018 年全球互联网渗透率情况 .....	10
图 16：2G~5G 网络速度比较图（单位：Mbit/s） .....	10
图 17：2020-2028 年我国卫星互联网产值测算.....	11
表 1：参控股公司情况（单位：亿元） .....	5
表 2：公司主营业务简介.....	5
表 3：弹载数据链的地位作用 .....	9
表 4：公司数据链一体化终端产品技术优势简介 .....	10
表 5：公司卫星通讯主营产品及技术优势简介 .....	11
表 6：公司 2020-2022 年盈利预测 .....	12

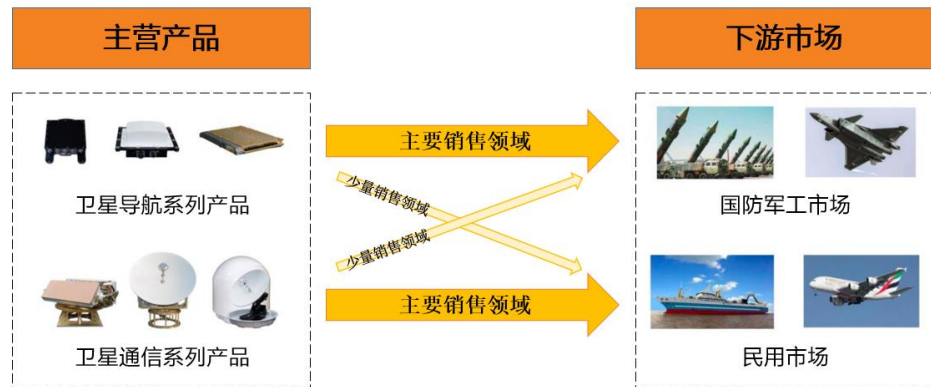
表 7：可比公司 2021 预测 PE.....12

## 1. 国内首家弹载数据链民营供应商，军民双轮驱动产品快速放量

### 1.1. 国内首家弹载数据链民营供应商，板块产品谱系全面

公司为我国卫星导航和卫星通信终端设备研发、制造、销售和技术服务的高新技术企业，成立于 2013 年，并于 2020 年 7 月在上交所上市。两大主营业务中，卫星导航产品主要为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，目前主要应用于国防军事领域。其中，弹载导航数据链一体化终端产品应用于国防武器平台，实现了民营企业在该领域内的突破；卫星通信产品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等产品，目前主要应用于海事、民航市场。

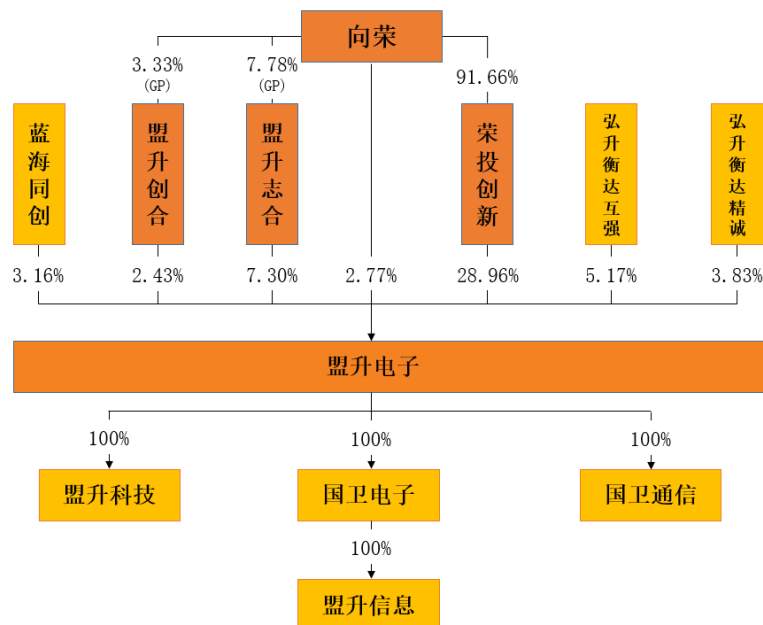
图 1：公司主营业务、主要产品及对应下游市场情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司股权较为集中，有利于提高其管理决策效率。公司实际控制人为向荣先生，截至 20Q3 其直接或通过荣投创新、盟升志合、盟升创合共持有公司 29.96% 的股份。我们认为，实际控制人持股比例较高将有效提高其管理决策效率，同时由于与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性较大，将进一步利好公司运营发展。

图 2：公司股权结构情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司旗下设盟升科技、国卫电子、国卫通信三家全资子公司，并通过国卫电子间接持有盟

升信息 100%的股份。其中，盟升科技定位为国防军工产品的研发、制造和销售平台，承接国防领域的武器装备生产任务；国卫通信定位为民用卫星通信产品的研发、制造和销售平台，承接民用领域的卫星通信产品订单。

表 1：参控股公司情况（单位：亿元）

公司全称	参控关系	持股比例	2019 营业收入	2019 净利润	主营业务
成都盟升科技有限公司	子公司	100%	1.95	0.67	卫星导航、卫星通信终端设备，定位为国防军工产品的研发、制造和销售平台，承接国防领域的武器装备生产任务
成都国卫通信技术有限公司	子公司	100%	1.27	0.08	卫星通信终端设备，定位为民用卫星通信产品的研发、制造和销售平台，承接民用领域的卫星通信产品订单
四川国卫电子设备制造有限公司	子公司	100%		0.00	未来计划拟承接国卫通信所从事的卫星通信业务中的生产制造业务
成都盟升信息系统有限公司	孙公司	100%		0.00	拟开展电子信息系统集成、电子产品研发及销售等相关业务

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从产品来看，公司产品分为卫星导航产品及卫星通信产品两大板块。公司卫星导航产品主要为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，目前主要应用于国防军事领域。其中，弹载导航数据链一体化终端产品应用于国防武器平台，实现了民营企业在该领域内的突破；卫星通信产品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等产品，目前主要应用于海事、民航市场。

表 2：公司主营业务简介

主营业务	主要产品	产品简介	应用领域及特点	技术门槛
卫星导航产品	卫星导航接收机产品	测量载体与卫星之间的位置距离和相对速度，解算出载体在对应坐标系中的位置、速度和时间信息的电子设备	用于军用武器装备和民用测绘及个人电子导航等领域，可增加抗干扰功能，提升设备的在复杂电磁环境下的生存能力	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>强环境适应性</b>：军品需适应高低温、高湿度、高沙尘、强振动、复杂电磁环境等复杂环境；</li> <li><b>强高动态适应性</b>：需满足战机、导弹在高运动速度、加速度、旋转程度下仍能保持稳定的卫星捕获和跟踪；</li> <li><b>强抗干扰能力</b>：产品需具备遭受敌方信号干扰时，在复杂电磁环境下的可用性和生存能力。</li> </ol>
	卫星导航组件产品	为卫星导航整机或分系统配套的组件级产品	包含导航射频组件、数传组件、导航显示计算机、地标拾取仪、时间频率设备等，为各类导航系统和数据链系统提供配套	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>导航射频组件</b>：适应复杂环境、高动态、强干扰情况；</li> <li><b>数传组件</b>：满足战机、导弹之高动态工作环境下的信号捕获、跟踪处理及频率偏差补偿；</li> <li><b>导航显示计算机</b>：要求硬件和系统软件可靠性高，能够在低温-40℃条件下正常工作；</li> <li><b>地标拾取仪器</b>：要求在较高的动态条件和较远的距离条件下，通过 RFID 技术获取固定点位的坐标信息；</li> <li><b>时间频率设备</b>：需要较强的信号拟合和滤波技术，保证设备具有长时间准确授时的能力。</li> </ol>
	专用测试设备产品	为测试卫星导航接收机以及数传组件等产品而研发的地面模拟仿真测试类产品	卫星导航接收机、再生转发式导航模拟器、自主式导航模拟器、数据链及其相关组件等	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>强环境适应性</b>：较高的可靠性、环境适应性、便捷性；</li> <li><b>多系统融合技术</b>：部分产品需同时产生 GPS、GLONASS 和北斗等多种卫星导航系统的信号；</li> <li><b>动态信号的仿真能力</b>：要求能根据用户输入的动态轨迹，产生与实际飞行过程中一致的动态环境下的卫星信号。</li> </ol>
卫星通信	卫星通信天线产品	安装在移动或静止载体（飞机、车、	控制收发天线始终对准通信卫星的主波束	涉及 <b>伺服控制、天线、惯性测量、传动结构、微波射频和信号处理</b> 等多项技术，涉及技术领域的跨度大，需要具备各项



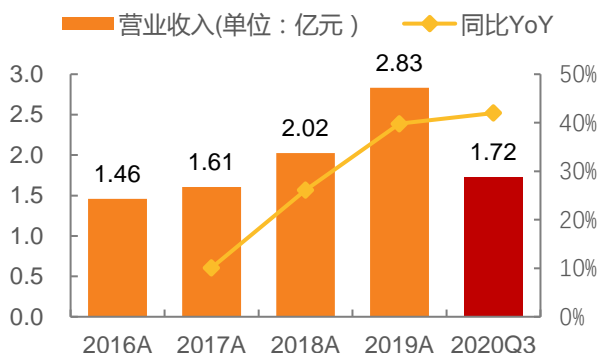
产品	船)上,集成了通信收发天线和伺服控制的机电一体化设备	以保持通信链路稳定可靠。公司主要以民航、海事、救灾等领域之动中通天线为主	技术的融合能力以针对不同的应用场景进行调整。
卫星通信组件产品	卫星通信系统中用的到组件模块级产品	信标跟踪接收机、单脉冲跟踪接收机等,可用于卫星主站和卫星客户端的终端设备	不同卫星的信标信号强度差很大,产品需要适应很大的检测范围(动态范围),但过大的检测范围大会影响信号检查精度,故该类产品对卫星信号的信标信号处理、硬件射频能力要求较高。

资料来源:公司公告,天风证券研究所

## 1.2. 主营业务持续放量,多指标揭示行业处于高景气周期

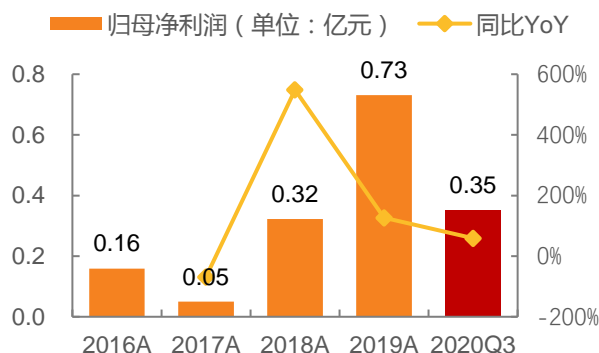
公司近三年主营业务持续放量,营业收入与净利润保持高速增长。据公司公告披露,公司2019年实现营业收入2.83亿元,同比增长39.79%;实现归母净利润0.73亿元,同比增长126.35%,2016-2019年营业收入/归母净利润年复合增长率分别达到24.74%/66.20%。其中,2019年卫星导航业务实现营收1.53亿元(同比+25.31%),卫星通信业务实现营收1.30亿元(同比+61.80%),分别占公司总营收比重54.06%/45.94%,为公司主要收入来源。

图3:2016A-2020Q3公司营业收入及同比增速



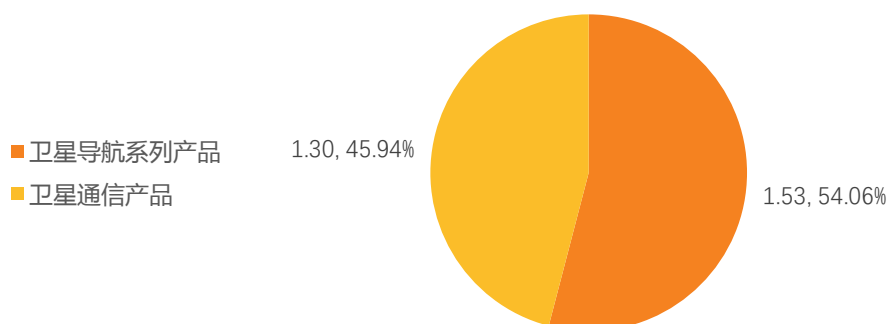
资料来源:Wind,天风证券研究所

图4:2016A-2020Q3公司归母净利润及同比增速



资料来源:Wind,天风证券研究所

图5:2019年公司主营业务收入及占比情况(单位:亿元)

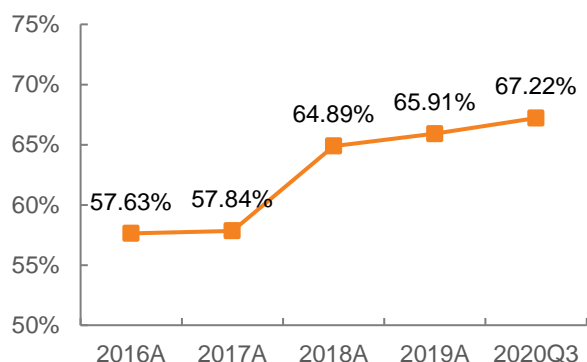


资料来源:Wind,天风证券研究所

公司毛利率近三年持续增长,产品拥有较强盈利能力。据Wind数据披露,2019年公司毛利率达65.91%,较上一年增长1.02个百分点,实现了自2016年以来的连续增长。三项费用总额占营收比重逐年降低,提质增效成果显著。2017年以来公司三项费用总额占营收比重持续下降,2020Q3指标为23.98%,较上年同期下降1.96个百分点。我们认为,三项费

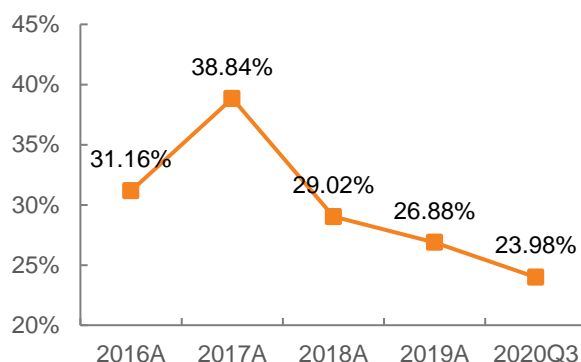
用占营收比重下降意味着管理效率逐渐提升，公司提质增效，有助于进一步释放利润。

图 6：2016A-2020Q3 公司毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

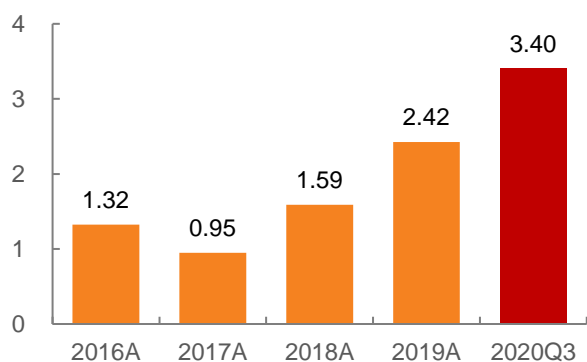
图 7：2016A-2020Q3 公司三项费用支出占营收比重情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

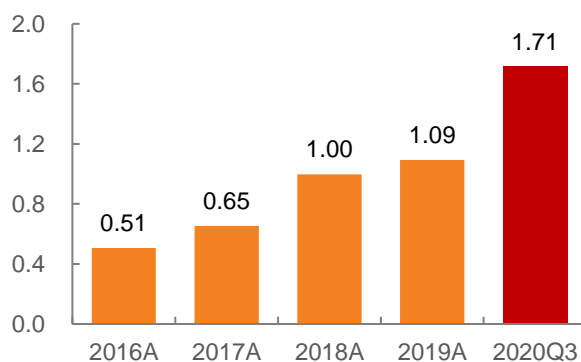
疫情不改主营业务高增长态势，多项财务指标揭示行业进入高景气周期。公司已发布 2020 三季报，前三季度公司实现营收 1.72 亿元（同比+42.00%），实现归母净利润 0.35 亿元（同比+58.66%），主要系两大主营业务持续放量所致。资产负债端，三季度末应收账款达 3.40 亿元，较期初+40.41%；存货达 1.71 亿元，较期初+56.83%，均创历史新高，预计将伴随军品批产增速实现快速消化。三季度末预付款达到 1710.59 万元，较期初+275.72%；预收款+合同负债达到 255.78 万元，较期初+54.30%，我们认为预付款/预收款+合同负债大幅提升表明公司在手订单充足，正处于备产备料过程中，行业高景气度凸显。

图 8：2016A-2020Q3 公司应收账款情况（单位：亿元）



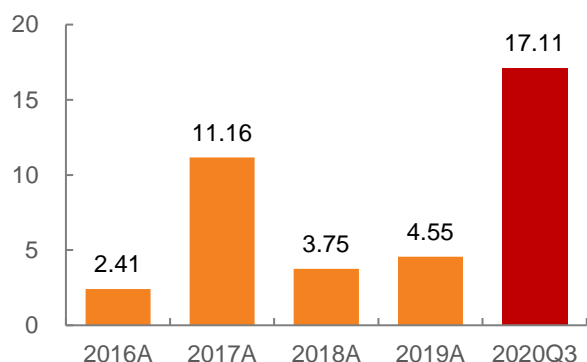
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2016A-2020Q3 公司存货情况（单位：亿元）



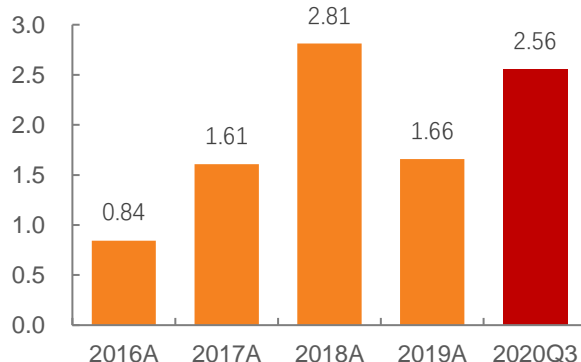
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2016A-2020Q3 公司预付款情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2016A-2020Q3 公司预收款+合同负债情况（单位：百万元）



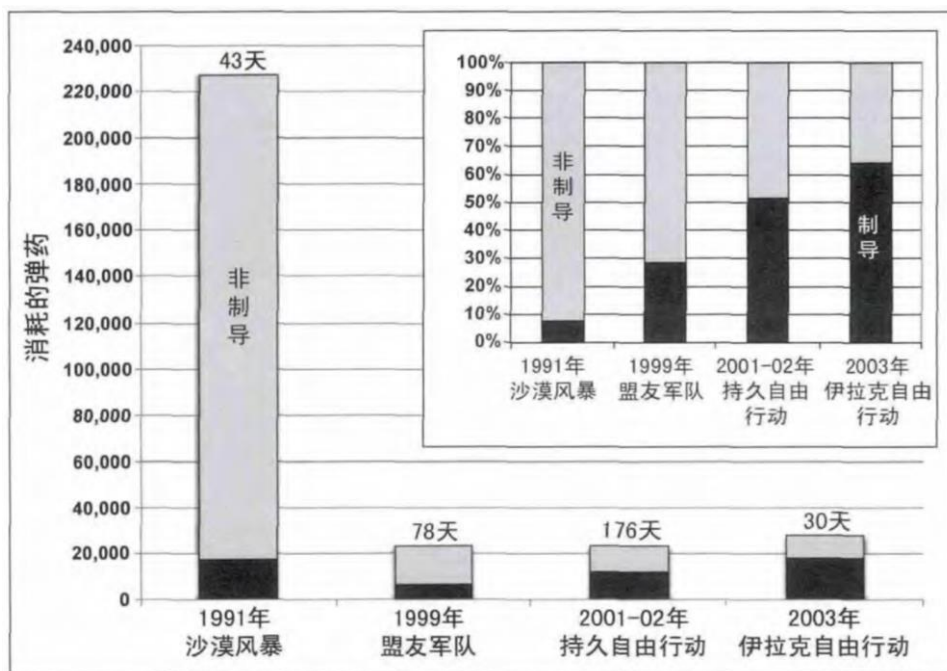
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. “跨越式武器装备” + “实战化训练”，公司受益于导弹产业高景气周期

根据政治局第二十二次会议内容，我们认为我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段，要加快突破关键核心技术，加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术，加快实施国防科技和武器装备重大战略工程，不断提高我军建设科技含量，十三五末+十四五为我国前沿技术国防装备加速突破时期，预计进入十年景气扩张期，以导弹为代表的精确打击武器有望实现加量布局。

《国防科技期刊（2014 No.3）》发表的《美国精确打击历史回顾》（国防大学，姬少丽）中提出，目前军队使用制导弹药、向精确作战方向转变的趋势明显。1991年的沙漠风暴行动中美国空军使用的非制导弹药超过 210,000 枚，制导弹药不足 8%；而 2003 年的伊拉克自由行动中中美空军使用的非制导武器不足 10,000 个，制导弹药超过 60%。

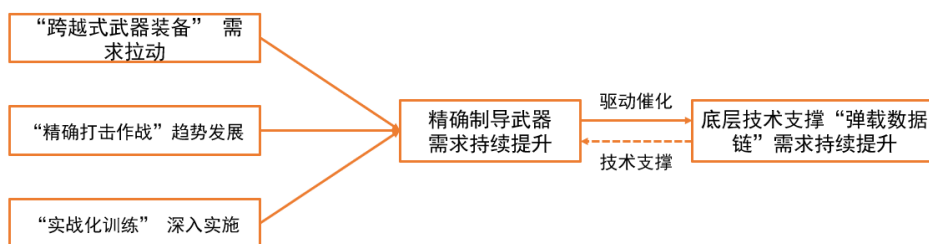
图 12：美国四次大规模军事行动精确制导弹药占比



资料来源：《美国精确打击历史回顾，姬少丽》，天风证券研究所

实战化训练拉动导弹等“消费品”进入快速消耗期。自 2016 年中央军委颁发《加强实战化军事训练暂行规定》以来，部队训练质量得到有效提升。据解放军报相关报道披露，东部战区陆军某旅 2018 年全旅枪弹、炮弹、导弹消耗分别达到 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。我们认为，随着我国实战化训练的深入实施，导弹等消耗类武器装备及配件进入消耗加速补库存阶段。

图 13：导弹产业及配套“弹载数据链”需求逻辑框图

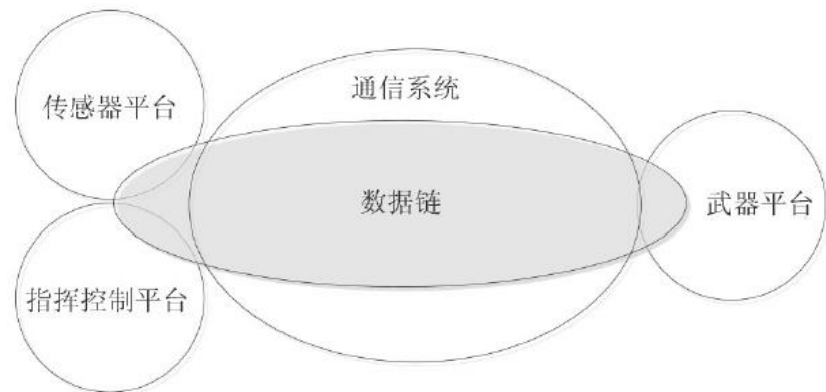


资料来源：解放军报，中国政府网，《美国精确打击历史回顾，姬少丽》，天风证券研究所



**弹载数据链**作为嵌入导弹武器平台，将武器平台与天基信息系统、地面控制与保障系统等联为一体，自动接收处理侦察探测、威胁告警、导航定位、目标指示、武器测控等实时信息，实现导弹武器探测、识别、制导、打击、评估一体的专用战术信息系统，是**传感器平台、指挥控制平台和武器平台**较链的“纽带”。

图 14：数据链与相关系统的关系



资料来源：《弹载数据链技术与运用》（指挥与控制学报，赵国宏），天风证券研究所

与通信系统相比较，数据链具备“特快专递”的特点。

“特”：数据链系统面向特定的作战应用，而通信系统具有通用性；

“快”：数据链以传递实时信息为主；

“专”：数据链有专门的协议（如传输协议等）；

“递”：数据链需自动处理信息，完成相应的战术功能，实现与控制对象的深度较链。

随着战争形态向信息化、智能化发展，导弹武器全程入网、全时可控的作战需求，使得弹载数据链成为导弹武器的基本配置，加速了导弹武器装备发展呈现出“无链不成导”的趋势。

表 3：弹载数据链的地位作用

弹载数据链的地位作用	具体释义
改变导弹传统作战模式的创新装备	数据链构建起传感器、指控站与导弹武器实时信息交换网络，为武器实时控制提供了现实手段，实现了“因敌而变、因己而变、因环境而变”，极大丰富了导弹武器作战样式；
提高导弹武器作战效能的关键装备	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>提高快速反应能力：</b>战斧 IV 采用基于数据链的制导模式，减少了规划约束条件，缩短了规划时间，任务规划时间只有 6 min；（战斧 III 卫星制导，规划时间 19min）</li> <li><b>提高精确打击能力：</b>通过弹载数据链，采用“人在回路”方式进行末制导，可有效提高精度打击能力；</li> <li><b>提高打击目标的适应性：</b>引入基于数据链的“人在回路”制导方式后，可以充分利用人类超强的模式识别能力，实现复杂目标“看着打”。人在回路还可适应爬升、下滑、水平、跃起俯冲等攻击方式，比自动目标识别环境适应能力更强；</li> </ol> <p>此外，弹载数据链还可实现<b>提高战场感知能力、提高有效突防能力、提高时敏目标打击能力</b>等功能；</p>
最复杂困难条件下作战的保底装备	在卫星等战略通信资源被毁，空中、地面应急指挥机构失能等极端条件下，将导弹武器作为最低限度指挥平台，可实施国土全境大范围快速自动化指挥控制。这种 <b>保底指挥控制方式需要事先建立感知平台、发射指控站和导弹武器之间的自动化链路，确保在无人干预或少量干预的条件下实施可靠反击，弹载数据链正是支撑这一功能的基础手段；</b>
导弹集群作战的支撑装备	通过多枚导弹组成的弹群协同探测、协同制导、协同突防、协同攻击，可有效提高复杂战场环境下的目标识别、精确制导、有效突防、综合毁伤等能力。 <b>为实现这一模式，群弹之间、弹地之间需要频繁进行</b>

信息交互，并按照作战规则实施协同作战，弹载数据链正是构建飞行中导弹战斗云的基础和支撑装备；

构建导弹武器信息  
闭环的核心装备

数据链是网络信息体系的基础和重要组成部分，另一方面，网络化数据链正是数据链的发展方向。

资料来源：《弹载数据链技术与运用》（指挥与控制学报，赵国宏），天风证券研究所

公司作为我国首个成功研发弹载导航数据链一体化终端产品并应用于国防武器平台的民营企业，产品具有集成度高、通信性能高、多体制通信功能、接口标准化设计等技术优势。此外，公司在研项目基于弹载天链通信技术相比国内同类产品适应高动态、高过载条件，并适应复杂电磁干扰环境，产品动态适应范围、加速度、接收灵敏度均高于行业平均指标，在国内具备较强竞争能力。我们认为，伴随导弹产业高景气周期，公司弹载导航数据链一体化终端等相关卫星导航产品有望实现快速放量，业绩在未来 3-5 年内或快速提升。

表 4：公司数据链一体化终端产品技术优势简介

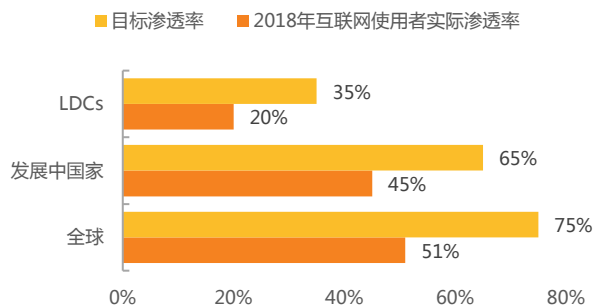
产品名称	技术优势	优势释义	产品示意图
数据链一 体化终端	集成度高	采用单印制板实现射频电路和数字电路融合设计，集成度高	
	通信性能高	支持超长距离视距传输，支持 8,000m/s、50g 加速度动态下高速数据传输	
	多体制通信功能	集成与卫星、地面的多种通信体制，可根据客户系统使用要求进行调整及修改	
	兼容导航功能	集成了卫星导航功能	
	接口标准化设计	入接口采用标准 SMA/SMP 等标准射频连接器，数据接口采用 VPX、J80C、J30J 等标准低频连接器	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 动中通天线优质供应商，充分受益卫星互联网基础设施建设

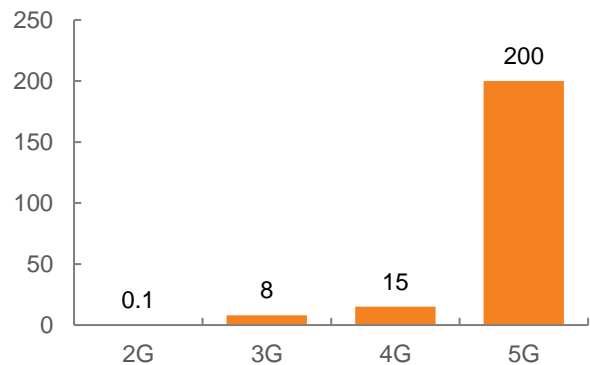
卫星通信技术是目前仅有的可同时实现抗毁性强、覆盖范围广、部署快速灵活、传输容量大、性能稳定可靠、不受地形和地域限制的通信技术，卫星通信可以实现有线电话网和地面移动通信网均无法实现的广域无缝隙覆盖，尤其适用于传统陆地通信不宜覆盖的地区。对于广大低业务密度地区与通信基础设施严重缺失地区人口（占全球总人口 49%）来说，搭建卫星互联网基础设施来使其接入全球互联网是核心解决方案之一。

图 15：2018 年全球互联网渗透率情况



资料来源：联合国国际电信联盟 State of Broadband 2019，天风证券研究所

图 16：2G~5G 网络速度比较图（单位：Mbit/s）



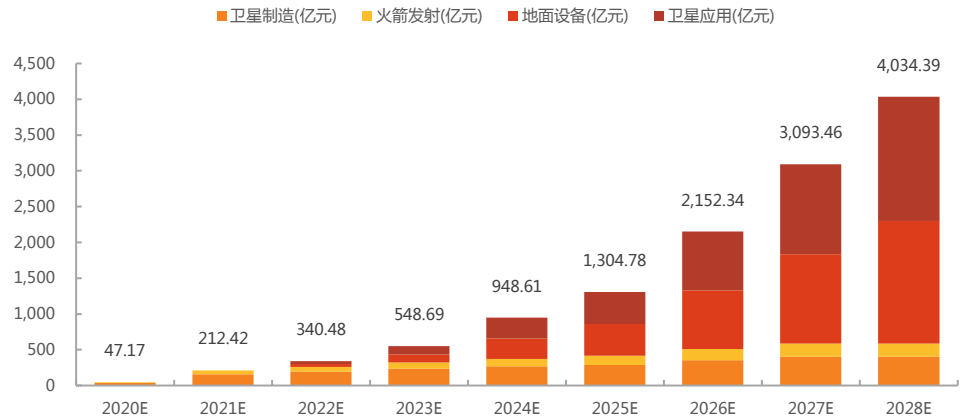
资料来源：KensTech Tips，天风证券研究所

4 月 21 日新华社报道，国家发改委首次将卫星互联网列入新基建-信息基础设施范畴，该范畴其他纳入项包括 5G/物联网/工业互联网。此次新基建范畴推出标志着社会将进入“万物互联”时代，无间断、高速、低延时的通信网络将成为基础设施，卫星互联网将成为 5G 地面网覆盖不足的有效补充。

根据我们在深度 PPT《卫星互联网深度 2：卫星互联网为龙首，北斗遥感为羽翼》的测算，我国卫星互联网年产值将有望于 2028 年达到 0.4 万亿元人民币，其中卫星制造年产值

403.62 亿元，火箭发射年产值 180.7 亿元，地面设备 1716.1 亿元，卫星应用 1733.9 亿元。

图 17：2020-2028 年我国卫星互联网产值测算



资料来源：CNN，SpaceX 官网，Spacenews，Starlink 官网，中国新闻网，天风证券研究所

在卫星应用端，公司已掌握了卫星通信天线的核心技术，是国内为数不多的具有自主天线研发和生产能力的企业。作为卫星通信应用端基础设施，公司产品（动中通天线等）具备天线系统的兼容性和集成度高、可靠性高等特点，产品能在极端条件下能够建立并保持连续可靠的卫星通信。公司产品覆盖 L 频段、S 频段、Ku 频段和 Ka 频段等主流通信频段的动中通产品，是行业内产品系列化最完整的厂家之一。产品下游覆盖机载、船载和车载多个平台，并机载领域实现向沙特航空的批量供应。

表 5：公司卫星通讯主营产品及技术优势简介

产品名称	主要用途	产品优势/技术优势
民航机载 动中通	产品适应民航飞机使用环境，可为机上人员实现 WIFI、上网、电话、传真、视频图像等高宽带多媒体数据通信功能	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 按照航空标准设计：符合三大航空管理局 EASA、FAA、CAAC 的民航飞机使用要求，相关产品已通过适航认证，相关客户（集成方）已获得 EASA 和 FAA 颁发的 STC 证书。</li> <li>② 高性能天线设计：天线产品满足 ITU、FCC、ETSI 对地面天线的相关约束要求，天线效率高达 80%。</li> <li>③ 跟踪精度高：产品能在高动态、大颠簸使用条件下建立长期稳定可靠的通信链路；在航空器载体的运动条件下，批量产品的跟踪精度达 0.2°（RMS）以内。</li> <li>④ 抗振动、冲击能力强：产品具备重量轻和强度高的特点，较好的满足了航空载体对产品强度和重量的要求。</li> </ul>
海事卫星 动中通	产品是为中小型商船、渔船和休闲船设计的宽带卫星通讯终端天线，主要用于海上接收海事卫星信号，用于船只的应急通信需求	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 满足海事卫星入网标准：符合国际海事卫星标准 Inmarsat MTR 和 Inmarsat SDM 对海事卫星天线的相关要求，该产品已通过海事卫星组织的入网测试要求。</li> <li>② 抗 ATC 信号干扰：能够同时抗四种 ATC（ATC-A、ATC-B、ATC-C、ATC-D）干扰信号。</li> <li>③ 小体积、高性能：产品采用支撑结构和射频电路集成设计，保证整个产品重量在 3Kg 以内。</li> </ul>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上所述我们认为，公司卫星通信产品作为应用端基础设施，具备较高的技术优势与客户先发优势，有望随卫星互联网建设实现由车载、机载、船载向其他应用领域实现延伸，并随用户用网习惯的改变实现排产持续提升。

#### 4. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，伴随导弹产业高景气周期，公司弹载导航数据链一体化终端等相关卫星导航产品有望实现快速放量，业绩在未来 3-5 年内或快速提升；民品动中通天线等卫星通讯产品有望伴随卫星互联网建设实现应用场景延伸，并随用户用网习惯改变实现排产提

升。在此假设下，预计公司 2020-22 年实现营业收入 4.37/7.41/10.33 亿元，对应的归母净利润 1.15/2.10/3.11 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.83/2.71 元，PE 为 114.33/62.72/42.40x。

表 6：公司 2020-2022 年盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	202.49	283.07	437.45	740.77	1,032.87
增长率(%)	26.11	39.79	54.54	69.34	39.43
净利润(百万元)	32.28	73.06	115.30	210.19	310.92
增长率(%)	548.40	126.35	57.81	82.30	47.93
EPS(元/股)	0.28	0.64	1.01	1.83	2.71
市盈率(P/E)	408.41	180.43	114.33	62.72	42.40

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司作为国内首家弹载数据链民营供应商，卫星导航产品主要应用于国防军事领域；卫星通信产品（卫星通信天线及组件等）主要应用于海事、民航市场。通过横向比较，其对标公司为北斗星通、振芯科技、中国卫星、天奥电子及高德红外。据 Wind 数据披露，五家可比公司 2021 预测 PE 为 138.43/112.75/78.19/63.20/54.43x，均值 89.40x，按照该值与公司预测 2021 年 EPS 进行计算，公司每股目标价 163.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司 2021 预测 PE

证券代码	公司简称	主营业务	2021 预测 PE
002151.SZ	北斗星通	卫星导航定位产品、基于位置的信息系统应用等	138.43
300101.SZ	振芯科技	北斗卫星导航应用的“元器件-终端-系统”产业链提供产品和服务	112.75
600118.SH	中国卫星	微小卫星研制、卫星地面应用系统及设备制造等	78.19
002935.SZ	天奥电子	原子钟、晶体器件、时频板卡及模块等	63.20
002414.SZ	高德红外	新型完整武器系统和传统非致命性弹药及信息化弹药等	54.43
		平均值	89.40

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提升

### 5.1. 客户集中度高的风险

发行人主要客户为中国航天科技集团公司、中国航天科工集团公司、中国电子科技集团公司、中国航空工业集团有限公司等主要军工集团的下属科研院所。2019 年度，公司同一控制下合并口径前五大客户的销售占比达到 89.25%。如果未来发行人无法在各主要客户的供应商体系中持续保持优势，无法继续维持与主要客户的合作关系，则公司的经营业绩将受到较大影响。

### 5.2. 武器装备生产任务承担及执行风险

由于军工产品需根据客户交付的武器装备生产任务技术指标设计、生产，而发行人承担的武器装备生产任务的顺利实施依赖于公司的研发技术实力和重大项目管理能力。若发行人不能按照约定保证项目实施、不能按时保质完成承担的研制任务，将会对发行人的后续项目承担以及发行人经营业绩产生一定的影响。

### 5.3. 国内卫星通信天线市场发展不足预期的风险

目前船载卫星通信尚未大规模普及，渗透率较低。未来如果我国高通量卫星的建设未达预期或者用户习惯未能按预期形成，卫星通信于海洋市场的普及受阻，则会对公司船载卫星通信天线产品销售的增长产生不利影响。

### 5.4. 毛利率波动的风险

由于公司客户每年根据采购计划安排对公司产品的需求不同，未来如果公司不能继续获取客户高价值含量的订单导致收入结构变化或者收入结构、产品销售价格、原材料价格、用工成本波动，或公司为开拓市场而支付了较高的费用，则可能导致综合毛利率水平波动，进而可能对公司盈利能力产生一定影响。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	54.93	149.83	216.74	278.73	467.21
应收票据及应收账款	188.97	242.30	384.66	649.20	779.14
预付账款	3.75	4.55	8.70	13.59	16.97
存货	99.70	109.26	210.65	324.02	402.61
其他	8.60	70.50	78.81	85.87	92.98
<b>流动资产合计</b>	<b>355.95</b>	<b>576.44</b>	<b>899.56</b>	<b>1,351.41</b>	<b>1,758.91</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	69.18	64.17	146.35	214.07	277.65
在建工程	89.44	164.10	135.21	119.52	119.24
无形资产	40.17	44.53	40.00	35.47	30.94
其他	30.85	22.72	25.14	22.29	23.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>229.63</b>	<b>295.52</b>	<b>346.69</b>	<b>391.35</b>	<b>450.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>585.59</b>	<b>871.96</b>	<b>1,246.25</b>	<b>1,742.76</b>	<b>2,209.89</b>
短期借款	13.62	51.53	95.31	148.91	178.01
应付票据及应付账款	90.95	142.15	218.66	377.85	440.89
其他	62.03	60.26	117.14	148.98	187.99
<b>流动负债合计</b>	<b>166.61</b>	<b>253.94</b>	<b>431.11</b>	<b>675.74</b>	<b>806.88</b>
长期借款	0.00	50.00	103.66	142.24	169.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	55.72	47.39	46.88	50.00	48.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>55.72</b>	<b>97.39</b>	<b>150.54</b>	<b>192.24</b>	<b>217.30</b>
<b>负债合计</b>	<b>222.33</b>	<b>351.33</b>	<b>581.65</b>	<b>867.98</b>	<b>1,024.19</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	81.00	86.00	114.67	114.67	114.67
资本公积	240.68	319.98	319.98	319.98	319.98
留存收益	282.26	434.62	549.92	760.11	1,071.03
其他	(240.68)	(319.98)	(319.98)	(319.98)	(319.98)
<b>股东权益合计</b>	<b>363.26</b>	<b>520.62</b>	<b>664.59</b>	<b>874.78</b>	<b>1,185.70</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>585.59</b>	<b>871.96</b>	<b>1,246.25</b>	<b>1,742.76</b>	<b>2,209.89</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	32.28	73.06	115.30	210.19	310.92
折旧摊销	20.57	21.83	12.50	16.48	20.46
财务费用	2.45	1.86	4.42	7.27	9.41
投资损失	0.00	(0.36)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
营运资金变动	(13.19)	(134.04)	(125.23)	(192.87)	(119.92)
其它	8.52	64.53	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>50.62</b>	<b>26.87</b>	<b>6.95</b>	<b>41.04</b>	<b>220.84</b>
资本支出	63.06	102.80	61.76	60.87	81.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(131.28)	(196.26)	(122.98)	(124.83)	(160.32)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(68.22)</b>	<b>(93.47)</b>	<b>(61.22)</b>	<b>(63.96)</b>	<b>(79.19)</b>
债权融资	13.70	102.65	199.57	291.75	347.99
股权融资	(2.26)	82.45	24.25	(7.27)	(9.41)
其他	(44.34)	(24.44)	(102.65)	(199.57)	(291.75)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(32.91)</b>	<b>160.66</b>	<b>121.17</b>	<b>84.91</b>	<b>46.84</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(50.50)</b>	<b>94.07</b>	<b>66.90</b>	<b>61.99</b>	<b>188.48</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>202.49</b>	<b>283.07</b>	<b>437.45</b>	<b>740.77</b>	<b>1,032.87</b>
营业成本	71.10	96.49	147.94	248.97	344.67
营业税金及附加	1.05	3.33	2.14	3.63	5.06
营业费用	28.32	46.27	69.42	110.97	144.70
管理费用	28.18	27.96	42.17	66.02	86.24
研发费用	28.85	28.19	43.13	73.11	103.08
财务费用	2.26	1.85	4.42	7.27	9.41
资产减值损失	6.27	(5.63)	3.27	3.27	3.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.36	0.03	0.03	0.03
其他	(2.45)	4.90	(0.06)	(0.06)	(0.06)
<b>营业利润</b>	<b>38.91</b>	<b>79.34</b>	<b>124.98</b>	<b>227.56</b>	<b>336.46</b>
营业外收入	0.15	0.07	0.09	0.09	0.09
营业外支出	0.54	0.31	0.42	0.42	0.42
<b>利润总额</b>	<b>38.52</b>	<b>79.10</b>	<b>124.65</b>	<b>227.23</b>	<b>336.13</b>
所得税	6.24	6.04	9.35	17.04	25.21
<b>净利润</b>	<b>32.28</b>	<b>73.06</b>	<b>115.30</b>	<b>210.19</b>	<b>310.92</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32.28</b>	<b>73.06</b>	<b>115.30</b>	<b>210.19</b>	<b>310.92</b>
每股收益(元)	0.28	0.64	1.01	1.83	2.71
<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.11%	39.79%	54.54%	69.34%	39.43%
营业利润	245.47%	103.89%	57.52%	82.08%	47.86%
归属于母公司净利润	548.40%	126.35%	57.81%	82.30%	47.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	64.89%	65.91%	66.18%	66.39%	66.63%
净利率	15.94%	25.81%	26.36%	28.37%	30.10%
ROE	8.89%	14.03%	17.35%	24.03%	26.22%
ROIC	13.38%	25.75%	26.56%	34.91%	36.96%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.97%	40.29%	46.67%	49.80%	46.35%
净负债率	-11.35%	-9.06%	-2.58%	1.49%	-10.05%
流动比率	2.14	2.27	2.09	2.00	2.18
速动比率	1.54	1.84	1.60	1.52	1.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.23	1.31	1.40	1.43	1.45
存货周转率	2.45	2.71	2.73	2.77	2.84
总资产周转率	0.38	0.39	0.41	0.50	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.28	0.64	1.01	1.83	2.71
每股经营现金流	0.44	0.23	0.06	0.36	1.93
每股净资产	3.17	4.54	5.80	7.63	10.34
<b>估值比率</b>					
市盈率	408.41	180.43	114.33	62.72	42.40
市净率	36.29	25.32	19.84	15.07	11.12
EV/EBITDA	0.00	0.00	92.61	52.42	35.60
EV/EBIT	0.00	0.00	101.55	56.10	37.70

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com