

烽火通信：三季度业绩承压，毛利明显改善， 5G 建设释放业绩发展新动能

买入（维持）

2019 年 10 月 30 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	24,235	29,923	37,217	46,700
同比 (%)	15.1%	23.5%	24.4%	25.5%
归母净利润 (百万元)	844	1,040	1,332	1,715
同比 (%)	2.3%	23.3%	28.1%	28.7%
每股收益 (元/股)	0.72	0.89	1.14	1.47
P/E (倍)	36.91	29.94	23.38	18.16

投资要点

- 事件：**2019 年前三季度实现营业收入 177.75 亿元，同比增长 2.32%，实现归母净利润 6.19 亿元，同比下滑 1.86%，其中第三季度实现营业收入 57.90 亿元，环比下滑 18.5%；实现归母净利润 1.92 亿元，环比下滑 26.55%。
- 三季度业绩率低预期，毛利率明显改善：**当前时点处于 4G 投资期末，业绩拉动效果下滑，5G 驱动力尚未释放，因此烽火通信三季度业绩略低于预期。从毛利率来看，2019 年第三季度实现毛利率 24.78%，较第二季度提升 7.06pp，实现净利率 3.51%。前三季度实现毛利率 21.93%，较 2018 年年末下降 1.33pp。毛利改善的主要原因为产品结构优化，高毛利产品收入占比提升。
- 稳定 10%以上的研发占比，技术持续领先：**烽火通信每年将收入的 10%以上用于研究和开发核心和前瞻技术，持续保持在高端、关键核心技术方面的研发力度，2019 年前三季度累计研发支出 19.44 亿元，占营业收入的比例为 10.94%，第三季度发生 7.47 亿元，占营业收入的比例为 12.91%。
- 强化战略布局，客户及行业双管齐下：**围绕精耕存量客户、扩大价值客户的经营思路，总体谋划，细致落实，在守住原有价值客户的基础上，将尽可能多的将战略客户、大客户转换为新的价值客户。光通信市场始终是烽火通信的主要战场，同时持续聚焦垂直行业、网络安全、轨道交通、政法等优势细分市场；积极拓展政府、健康、分销等增量市场。
- 受益光通信市场持续景气，业绩动能将持续释放：**由于 5G 基站频谱更高，覆盖面积更小，因此想要达到与 4G 相同的通讯效果，5G 基站新建数将呈倍数级增加。据智研咨询统计，2015 年全球光网络设备市值为 125 亿美元，预计 2020 年将达到 145 亿美元，同比增长 3.57%。同时据 Light counting 预测，中国光通信市场规模 5 年内翻倍。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 299.23 亿元、372.17 亿元以及 467.00 亿元，EPS 为 0.89 元、1.14 元、1.47 元，股价对应 PE 分别为 30/23/18X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**5G 部署进程不及预期；网络建设进度不及预期；产品研发进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.65
一年最低/最高价	25.20/35.23
市净率(倍)	3.04
流通 A 股市值(百万元)	29499.93

基础数据

每股净资产(元)	8.75
资产负债率(%)	65.73
总股本(百万股)	1171.69
流通 A 股(百万股)	1106.94

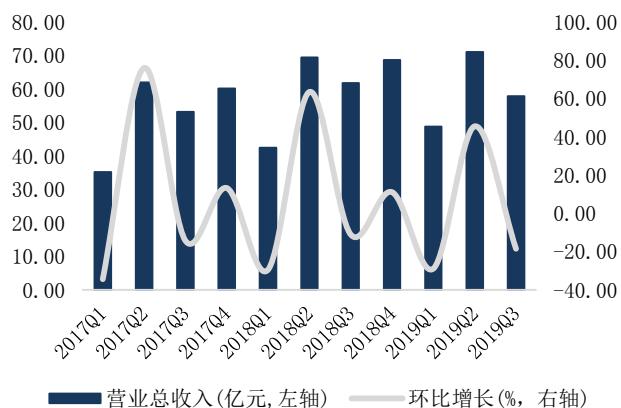
相关研究

- 《烽火通信 (600498)：营业收入持续上升，研发支出稳中有增，业绩稳健发展》2019-08-29
 - 《烽火通信 (600498)：烽火通信：一季度业绩稳健向好，研发加码蓄力 5G 之战》2019-04-30
 - 《烽火通信 (600498)：烽火通信：业绩向好，研发加码，业内领先优势继续保持》
- 2019-04-28

1. 三季度业绩略低预期，毛利率明显改善

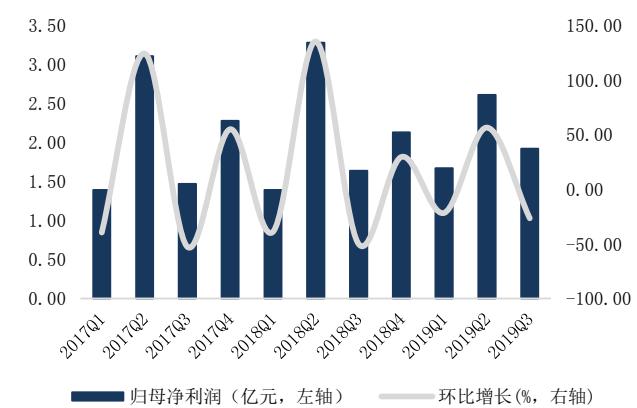
2019 年前三季度实现营业收入 177.75 亿元，同比增长 2.32%，实现归母净利润 6.19 亿元，同比下滑 1.86%，其中第三季度实现营业收入 57.90 亿元，环比下滑 18.5%，同比下滑 6.28%；实现归母净利润 1.92 亿元，环比下滑 26.55%，同比增长 16.88%；业绩承压的主要原因为 4G 投资期末，业绩拉动效果下滑，5G 订单尚未释放，营业收入放缓。

图 1：单季度营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：单季度归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

第三季度毛利率明显改善：2019 年第三季度实现毛利率 24.78%，较第二季度提升 7.06pp，实现净利率 3.51%。前三季度实现毛利率 21.93%，较 2018 年年末下降 1.33pp。毛利改善的主要原因为产品结构优化，高毛利产品收入占比提升。

费用支出环比增加较快：第三季度发生管理费用(含研发费用 7.47 亿元)8.21 亿元，环比增加 18.76%，销售费用与第二季度持平。不考虑研发费用的影响，本期发生管理费用 0.74 亿元，环比增加 45.10%，共发生管理、销售以及财务费用总额为 5.73 亿元，较第二季度 (4.22 亿元) 环比增加 35.78%。

图 3：单季度毛利率及净利率（%）

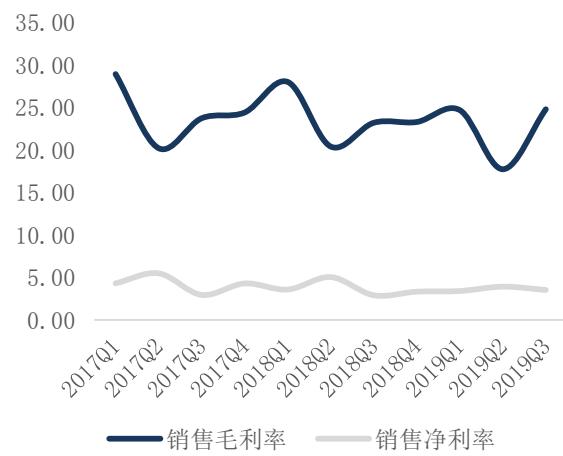
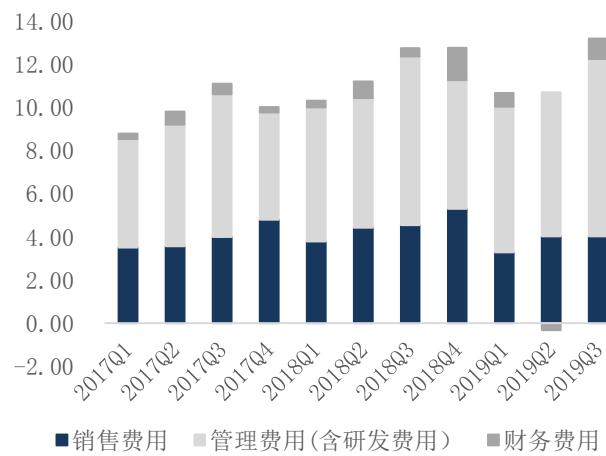


图 4：三大费用明细（亿元）

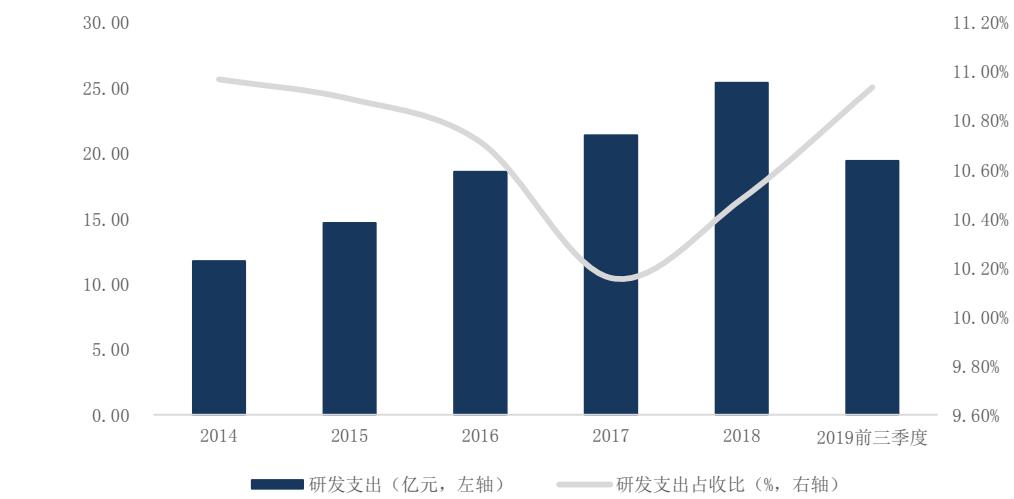


数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

烽火通信每年将收入的 10% 以上用于研究和开发核心和前瞻技术，持续保持在高端、关键核心技术方面的研发力度。2019 年前三季度累计研发支出 19.44 亿元，占营业收入的比例为 10.94%，第三季度发生 7.47 亿元，占营业收入的比例为 12.91%。

图 5：烽火通信研发支出情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 强化布局，技术融合创新，受益光通信市场，业绩稳步向上

1、强化产业布局

客户布局：围绕精耕存量客户、扩大价值客户的经营思路，总体谋划，细致落实，在守住原有价值客户的基础上，将尽可能多的将战略客户、大客户转换为新的价值客户。

紧抓机遇，布局 5G 产业，目前完成多城市 5G 试点工作。

市场布局：光通信市场始终是烽火通信的主要战场，同时持续聚焦垂直行业、网络安全、轨道交通、政法等优势细分市场；积极拓展政府、健康、分销等增量市场。

2、坚持融合创新，整合研发资源，聚焦产品短板，统筹关键性的、全局性的技术创新，加快提升产品竞争力，提前布局下一代技术。

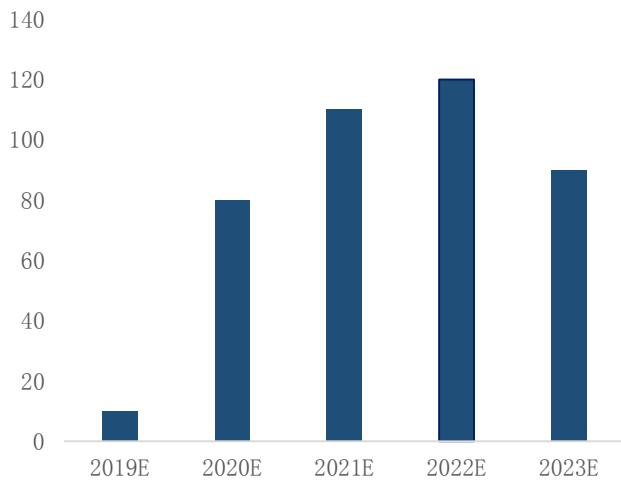
3、光通信市场持续景气，业绩动能将持续释放

5G 基站建站数更多，带动光通信市场持续景气：从目前的 4G 基站情况来说，中国移动的 2.6G 频谱的基站覆盖距离是 424 米，电信和联通的 3.5G 频谱的基站覆盖距离是 322 米，由于 5G 基站频谱更高，覆盖面积更小，因此想要达到与 4G 相同的通讯效果，5G 基站新建数将呈倍数级增加。

据智研咨询统计，2015 年全球光网络设备市值为 125 亿美元，预计 2020 年将达到

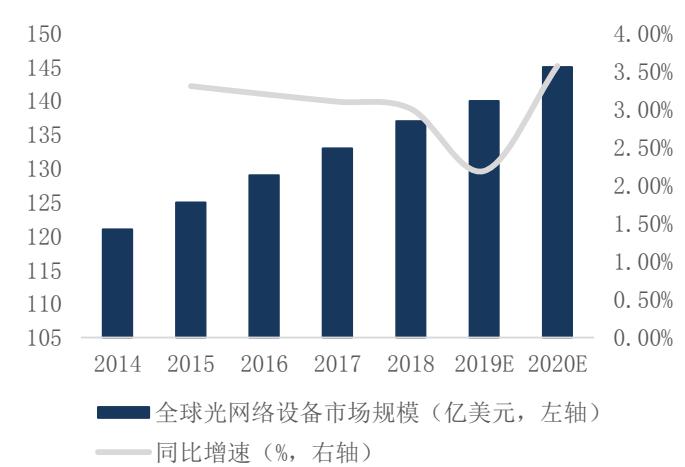
145 亿美元，同比增长 3.57%。同时据 Light counting 预测，中国光通信市场规模 5 年内翻倍。

图 6：5G 基站每年新建数（万站）



数据来源：三大运营商推介资料、通信网等，东吴证券研究所

图 7：全球光网络设备市场规模



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

3. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 299.23 亿元、372.17 亿元以及 467.00 亿元，EPS 为 0.89 元、1.14 元、1.47 元，股价对应 PE 分别为 30/23/18X，维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1、5G 部署进程不及预期。
- 2、网络建设进度不及预期。
- 3、产品研发进度不及预期。

烽火通信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	23474	31844	38251	46721	营业收入	24235	29923	37217	46700
现金	3880	5000	5100	5200	减: 营业成本	18599	22634	27807	34784
应收账款	8907	9838	12236	15354	营业税金及附加	95	135	167	210
存货	9926	15502	19046	23825	营业费用	1806	2349	2873	3605
其他流动资产	761	1504	1869	2343	管理费用	347	3454	4526	5678
非流动资产	5741	6704	7422	7943	财务费用	296	108	183	259
长期股权投资	803	1065	1327	1377	资产减值损失	-55	130	180	230
固定资产	2647	4061	4509	4972	加: 投资净收益	74	30	30	30
在建工程	720	426	368	380	其他收益	-2256	52	52	53
无形资产	667	674	682	689	营业利润	966	1196	1563	2017
其他非流动资产	904	478	536	524	加: 营业外净收支	-1	40	20	20
资产总计	29215	38549	45673	54664	利润总额	965	1236	1583	2037
流动负债	17494	25995	32245	40406	减: 所得税费用	58	99	127	163
短期借款	1480	3596	4635	5859	少数股东损益	63	97	124	159
应付账款	9775	13022	15999	20013	归属母公司净利润	844	1040	1332	1715
其他流动负债	6239	9377	11611	14535	EBIT	3430	1374	1866	2446
非流动负债	981	1011	1041	1071	EBITDA	3913	1720	2272	2912
长期借款	545	545	545	545					
其他非流动负债	436	466	496	526	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	18475	27006	33286	41477	每股收益(元)	0.72	0.89	1.14	1.47
少数股东权益	730	769	818	882	每股净资产(元)	8.56	9.22	9.90	10.53
归属母公司股东权益	10010	10774	11569	12305	发行在外股份(百万股)	1169	1172	1172	1172
负债和股东权益	29215	38549	45673	54664	ROIC(%)	9.2%	9.5%	11.1%	13.1%
					ROE(%)	8.4%	9.7%	11.5%	13.9%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	23.3%	24.4%	25.3%	25.5%
经营活动现金流	351	426	872	1042	销售净利率(%)	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
投资活动现金流	-1320	-884	-1012	-1137	资产负债率(%)	63.2%	70.1%	72.9%	75.9%
筹资活动现金流	-443	1578	239	195	收入增长率(%)	15.1%	23.5%	24.4%	25.5%
现金净增加额	-1406	1120	100	100	净利润增长率(%)	2.3%	23.3%	28.1%	28.7%
折旧和摊销	482	346	407	466	P/E	36.91	29.94	23.38	18.16
资本开支	-674	-846	-982	-1107	P/B	3.11	2.89	2.69	2.53
营运资本变动	-131	-1099	-1066	-1402	EV/EBITDA	12.68	33.82	28.35	24.94

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>