

中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 宋博

证券执业证书号: S0640118080024

电话: 010-59562534

邮箱: songbo@avicsec.com

研究助理: 王宏涛

证券执业证书号: S0640118100010

电话: 010-59562519

邮箱: wanght@avicsec.com

烽火电子 (000561) 2019 年报点评: “三大市场” 开拓显成效, 军工通信稳健发展

行业分类: 国防军工

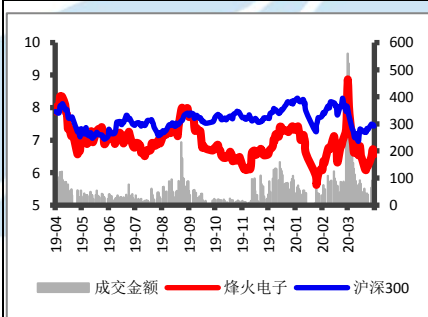
2020 年 4 月 13 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.10)	6.56
目标价格	7.65

基础数据 (2020.4.10)

上证指数	2796.63
总股本 (亿股)	6.05
流通 A 股 (亿股)	5.96
资产负债率	49.70%
ROE	6.10%
PE (TTM)	47.60
PB (LF)	2.88

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

- **事件:** 公司 4 月 11 日发布 2019 年年报, 2019 实现营收 13.45 亿 (+9.89%), 归母净利润 0.91 亿 (+5.12%), 毛利率 37.29% (-6.71pcts), 净利率 7.23% (-0.88pcts)。
- **投资要点:**
 - **通信主业持续发展, 开拓市场取得成效:** 烽火电子是国家军民用通信装备及电声器材科研生产骨干企业, 主导产品有: 短波通信设备、超短波通信设备、航空搜救定位设备、车机内音频控制系统和电声器材等。军用产品为多军兵种提供了优良的通信装备; 民用产品广泛应用于应急保障、抗震防汛、公安人防、海洋运输等领域, 通信产品远销东南亚、非洲及欧美等国际市场。2019 年, 公司两大主营业务为通信配套产品和电声器件: 通信配套产品实现营收 11.94 亿 (+9.21%), 电声器件实现营收 1.33 亿 (+22.84%)。公司业务聚焦三大市场: 军品, 军民两用和外贸, 2019 年三大市场开拓均取得成效, ①军品市场方面, 某型手持救生电台基本完成某军飞行员全员装备; 车内音频综合管理系统取得某军装备 80% 订货任务; 机内音频综合管理系统拓展至某型指挥机平台; 新型有源抗噪送受话器在多机型平台得到推广; 空间降噪系统依托某号工程完成鉴定并取得某号工程配套研制资格, 填补了军用领域的空白。2019 年 12 月 24 日, 公司收到与特殊机构客户签订的一份订货合同 (航空搜救通信装备), 合同总金额总计为人民币 1.41 亿元, 预估十三五期间订单继续增长。②军民两用市场方面, 应急通信业务在陕西省人防综合训练基地项目起到良好示范效应, 实现跨越式发展; 低空防御系统国内首家在民航机场得到应用; 数字集群终端取得武器装备承制资格。③外贸市场方面, 出口型通讯网络业务完成 1.0 版样机研制, 已初步具备展示能力; 宽频段超短波电台取得出口批复。
 - **综合毛利率略有下滑:** 公司 2019 年综合毛利率为 37.29% (-6.71pcts), 分产品看, 公司两大主营业务为通信配套产品和电声器件, 营收占比分别为 88.82% 和 9.90%。2019 年毛利率分别为 34.76% (-8.94 pcts) 和 59.43% (+8.19 pcts), 公司第一大主营通信配套产品毛利率下滑一定程度上拉低了全年公司综合毛利率, 主要由于国内经济下行压力大, 通信配套产品合同签订额下滑以及成本提高 (通信配套产品成本上涨 26.54%), 从公司成本分类来看, 主要是原材料成本上升较大 (+28.89%)。公司经营现金流同比增长 20.33% (主要系报告期销售回款较上年增加所致)。
 - **加快关键技术和重点产品研制, 电声器件业务快速增长:** 公司电声器件业务主要依托子公司宏声科技展开, 2019 年, 宏声科技全年实现营业收入 1.84 亿 (+12.32%), 净利润 1238.94 万 (+31.79%), 公司加大研发投入和技术攻关并取得成效, 目前公司已形成了新一代有源降噪技术平台, 并已在新一代有源降噪航空耳机、有源降噪声呐耳机、有源降噪送受话器组、模块通用头盔有源降噪装置和飞行保护头盔等项目中得到应用, 并积极拓展电声民品市场。公司直面武器装备采购机制市场化及实物竞标挑战, 及时调整技术和市场发展方向, 较好适应了新形势下的招标常态, 取得了良好成绩, 为后续发展奠定了坚实基础。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

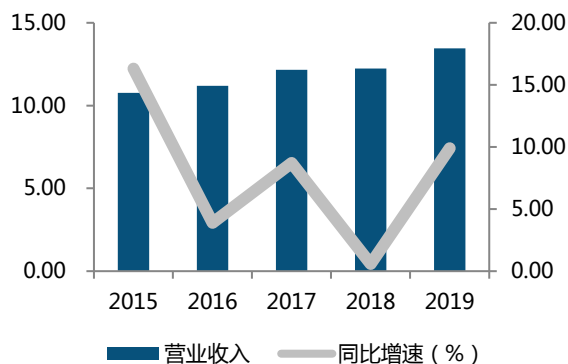
- **研发投入稳步增长，为产品提供有力支撑：** 2019 年公司研发费用支出 1.93 亿元，较上年增长 8.69%，研发投入占营收比例 14.35%。自主研发并掌握了语音骨传导、局部空间降噪、有源降噪等核心技术，全年开展技术研究项目 32 项。其中多项核心关键技术实现突破，为产品研发提供有力支撑。
- **投资建议：** 我们认为公司坚持以科技创新为核心的创新驱动发展之路，持续打造体系化科研能力，支撑引领企业发展，公司有望受益国家军队信息化建设以及军费稳步增长，市场空间值得期待。我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 1.01 亿元，1.31 亿元和 1.63 亿元，EPS 分别为 0.17 元，0.22 元和 0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 38.59 倍，30.20 倍和 24.29 倍，给予“买入”评级，以 2020 年 EPS 为基础，我们认为公司合理估值为 45 倍 PE 左右，目标价格为 7.65 元。
- **风险提示：** 军工订单不及预期，疫情海外扩散引发出口型产品受到压制。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1344.78	1563.98	1822.04	2103.91
增长率 (%)	9.89	16.30	16.50	15.47
归属母公司股东净利润	90.94	101.40	131.37	163.33
增长率 (%)	5.12	11.51	29.55	24.33
每股收益 (EPS)	0.15	0.17	0.22	0.26

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

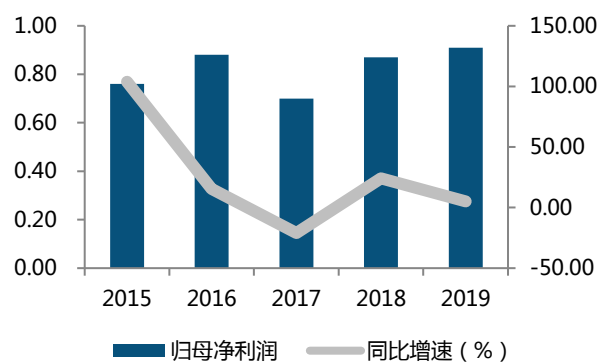
◆ 公司主要财务数据

图 1：公司近五年营业收入及增速情况（亿，%）



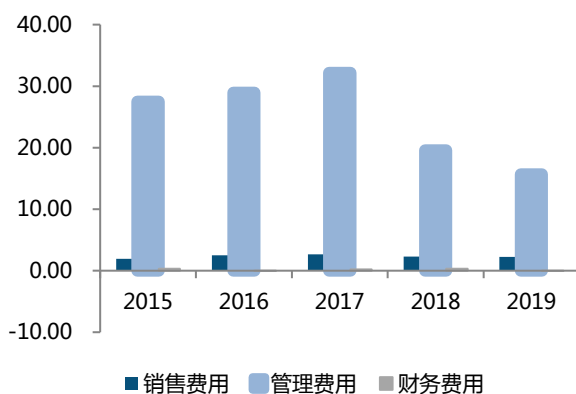
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 2：公司近五年归母净利润及增速情况（亿，%）



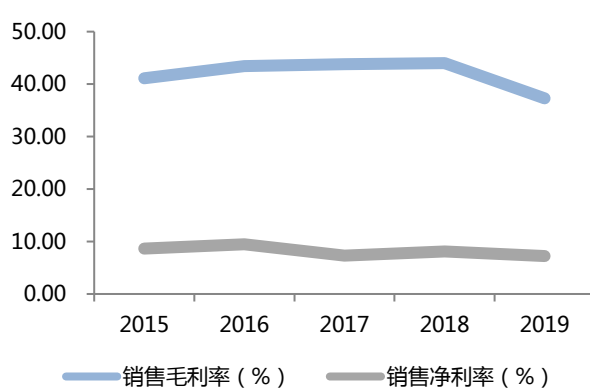
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 3：公司三费情况（百万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 4：公司近五年毛利率及净利率情况（%）



资料来源：wind，中航证券金融研究所



利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1344.78	1563.98	1822.04	2103.91
营业成本	843.38	960.91	1115.45	1271.81
营业税金及附加	6.43	6.26	7.11	7.36
销售费用	30.04	31.44	37.17	43.97
管理费用	210.94	247.68	290.77	335.86
财务费用	-0.92	0.49	-4.47	-11.02
资产减值损失	-2.34	2.65	2.65	3.00
投资收益	3.62	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	60.62	95.13	115.76	155.75
其他非经营损益	33.18	17.31	20.04	21.29
利润总额	93.80	112.44	135.79	177.04
所得税	-3.41	-1.61	-2.89	-3.80
净利润	97.21	114.05	145.68	180.84
少数股东损益	6.27	12.65	14.31	17.51
归属母公司股东净利润	90.94	101.40	131.37	163.33
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	745.07	1053.22	1527.61	2062.27
应收和预付款项	1218.19	1118.69	1447.76	1677.75
存货	564.55	610.63	726.50	826.37
其他流动资产	12.49	14.68	17.04	19.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	549.36	706.88	833.84	939.48
无形资产和开发支出	98.66	96.52	94.38	92.24
其他非流动资产	39.65	42.87	45.56	46.99
资产总计	3227.97	3643.50	4692.68	5664.79
短期借款	23.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1237.20	1421.65	1655.21	1920.62
长期借款	156.78	156.78	156.78	156.78
其他负债	187.27	198.60	211.41	214.04
负债合计	1604.25	1777.03	2023.40	2291.44
股本	604.69	604.69	604.69	604.69
资本公积	216.11	216.11	216.11	216.11
留存收益	704.03	805.44	936.80	1100.13
归属母公司股东权益	1489.74	1581.84	1713.20	1876.53
少数股东权益	133.99	146.63	160.95	178.46
股东权益合计	1623.73	1728.47	1874.15	2054.99
负债和股东权益合计	3227.97	3505.50	3897.55	4346.43
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	238.31	422.89	522.15	605.67
投资活动现金流净额	-42.52	-202.30	-202.44	-201.46
筹资活动现金流净额	97.74	87.56	154.67	130.45
现金流入净额	293.52	308.15	474.38	534.66

数据来源：wind，中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。