

投资评级 优于大市 维持

Q3 业绩增长提速，未来发展可期

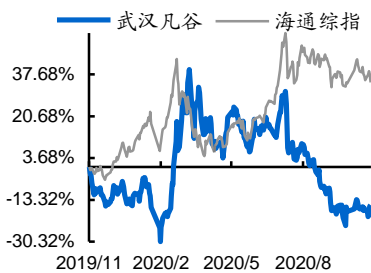
股票数据

11月02日收盘价(元)	15.78
52周股价波动(元)	13.89-32.28
总股本/流通A股(百万股)	676/492
总市值/流通市值(百万元)	10673/7769

相关研究

《专注基站射频三十年，5G滤波器再塑发展新天地》2020.08.10

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.6	-5.5	-18.7
相对涨幅(%)	2.7	-3.0	-19.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@htsec.com

证书:S0850517090006

联系人:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@htsec.com

投资要点:

- **事件。**10月29日武汉凡谷发布三季报，2020年前三季度公司收入11亿元（同比-8%），归母净利润1.6亿元（同比+35%），扣非归母净利润1.6亿元（同比+40%）。
- **收入净利润逐季改善，毛利率趋势向好。**受疫情影响，2020年前三季度公司收入增速分别为-23%、-3%和+2%，归母净利润增速分别+15%、+16%和+63%；毛利率分别为21%、34%和33%（同比+6PCT）。前三年季度公司毛利率为30.32%（同比+6.68PCT），公司整体经营趋势向好。
- **费用整体平稳。**前三季度公司财务费用-0.2亿元（同比-109%），管理费用0.6亿元（同比+22%），研发费用0.6亿元（同比-13%），资产减值损失0.35亿元（同比+847%），Q3季度末公司存货2.2亿元（同比-21%）。
- **5G投资战略地位突出，行业需求持续景气。**据通信产业网微信公众号报道，在近日国新办举行的前三季度工业通信业发展情况新闻发布会上，工业和信息化部新闻发言人、信息通信发展司司长闻库表示，“整个5G的发展是非常重要的，这不仅仅是工信部，也不仅仅是中国，实际上从各个新闻媒体上看，全世界对5G发展也是持积极的态度。未来三年，我国5G仍处于持续上升阶段，仍需保持战略定力，尊重技术演进、网络建设、市场发展的规律，扎实推进5G网络建设，全面加快5G应用的创新步伐，努力形成“以建促用、以用促建”的5G良性发展模式。”
- **盈利预测。**我们预计公司2020-2022年收入分别为20.04亿元、24.73亿元、30.65亿元，归属母公司股东净利润分别为3.01亿元、3.67亿元、4.34亿元，EPS为0.44元、0.54元、0.64元。参考公司历史估值及可比公司平均估值水平，给予公司2020年动态PE区间45-55X，对应合理价值区间20.02-24.47元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**陶瓷滤波器价格竞争超预期，公司新业务拓展不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1195	1713	2004	2473	3065
(+/-)YoY(%)	-16.2%	43.4%	17.0%	23.4%	24.0%
净利润(百万元)	189	260	301	367	434
(+/-)YoY(%)	136.7%	37.9%	15.6%	21.9%	18.4%
全面摊薄EPS(元)	0.28	0.38	0.44	0.54	0.64
毛利率(%)	14.2%	29.4%	30.6%	30.4%	29.1%
净资产收益率(%)	11.6%	13.8%	14.0%	15.7%	16.9%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比上市公司估值比较

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			PS (X)
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
300322.SZ	硕贝德	13.68	56	0.23	0.25	0.41	60	55	33	2.67
002475.SZ	立讯精密	56.48	3944	0.67	1.01	1.40	84	56	40	4.27
300709.SZ	精研科技	56.73	66	1.48	1.54	2.41	38	37	24	3.37
002792.SZ	通宇通讯	19.39	66	0.07	0.46	1.10	260	42	18	3.55
						平均	110	47	29	3.47
002194.SZ	武汉凡谷	15.78	107	0.38	0.44	0.54	41	35	29	5.32

备注：收盘价日期为 2020 年 11 月 02 日，可比公司盈利预测为 Wind 一致预期
 资料来源：WIND，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业收入	1713	2004	2473	3065
每股收益	0.38	0.44	0.54	0.64	营业成本	1209	1392	1722	2173
每股净资产	2.80	3.18	3.46	3.81	毛利率%	29.4%	30.6%	30.4%	29.1%
每股经营现金流	0.70	0.21	0.40	0.45	营业税金及附加	22	28	35	43
每股股利	0.17	0.22	0.27	0.30	营业税金率%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
价值评估 (倍)					营业费用	37	44	52	61
P/E	41.00	35.47	29.10	24.58	营业费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
P/B	5.64	4.96	4.56	4.15	管理费用	102	122	148	178
P/S	5.20	5.32	4.32	3.48	管理费用率%	6.0%	6.1%	6.0%	5.8%
EV/EBITDA	23.05	30.85	24.69	20.43	EBIT	260	322	400	479
股息率%	1.1%	1.4%	1.7%	1.9%	财务费用	-12	-7	-8	-9
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
毛利率	29.4%	30.6%	30.4%	29.1%	资产减值损失	17	28	38	48
净利润率	15.2%	15.0%	14.8%	14.2%	投资收益	11	6	6	6
净资产收益率	13.8%	14.0%	15.7%	16.9%	营业利润	269	307	375	445
资产回报率	10.7%	11.0%	12.0%	12.6%	营业外收支	-1	3	3	3
投资回报率	20.4%	22.1%	25.3%	27.6%	利润总额	268	310	378	448
盈利增长 (%)					EBITDA	358	322	400	479
营业收入增长率	43.4%	17.0%	23.4%	24.0%	所得税	8	9	11	14
EBIT 增长率	2376.5%	23.6%	24.1%	19.8%	有效所得税率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
净利润增长率	37.9%	15.6%	21.9%	18.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	260	301	367	434
资产负债率	22.1%	21.6%	23.6%	25.5%					
流动比率	3.6	3.8	3.5	3.2	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.0	3.1	2.8	2.6	货币资金	654	739	809	895
现金比率	1.3	1.3	1.2	1.1	应收账款及应收票据	394	470	580	719
经营效率指标					存货	298	339	420	530
应收账款周转天数	85.6	85.6	85.6	85.6	其它流动资产	464	551	575	605
存货周转天数	89.0	89.0	89.0	89.0	流动资产合计	1809	2099	2383	2749
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	长期股权投资	108	108	108	108
固定资产周转率	5.0	5.9	7.2	9.0	固定资产	342	342	342	342
					在建工程	2	2	2	2
					无形资产	86	86	86	86
					非流动资产合计	619	649	679	709
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2428	2747	3062	3458
净利润	260	301	367	434	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	331	375	464	586
非现金支出	81	28	38	48	预收账款	6	8	11	13
非经营收益	0	-9	-9	-9	其它流动负债	163	173	210	247
营运资金变动	133	-176	-124	-166	流动负债合计	500	557	685	847
经营活动现金流	474	144	271	307	长期借款	0	0	0	0
资产	75	-27	-27	-27	其它长期负债	37	37	37	37
投资	-147	0	0	0	非流动负债合计	37	37	37	37
其他	-412	6	6	6	负债总计	537	594	722	883
投资活动现金流	-484	-21	-21	-21	实收资本	565	676	676	676
债权募资	52	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1891	2153	2340	2574
股权募资	0	112	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-28	-150	-180	-200	负债和所有者权益合计	2428	2747	3062	3458
融资活动现金流	24	-38	-180	-200					
现金净流量	14	85	70	86					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 深南电路,光迅科技,中国联通,俊知集团,中新赛克,鹏博士,天孚通信,光环新网,亨通光电,迪普科技,海格通信,崇达技术,烽火通信,中兴通讯,锐科激光,星网锐捷,光库科技,亿联网络,移远通信,沙钢股份,山石网科,工业富联,武汉凡谷,紫光股份,移为通信,深信服,广和通,数据港,华工科技,中天科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。