

证券研究报告—动态报告

信息技术

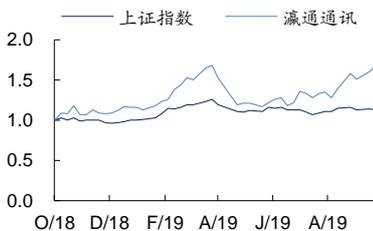
IT 硬件与设备

瀛通通讯(002861)
增持

2019 年三季度点评

(维持评级)

2019 年 10 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	123/50
总市值/流通(百万元)	3,737/1,530
上证综指/深圳成指	2,954/9,554
12 个月最高/最低(元)	30.86/16.39

相关研究报告:

《瀛通通讯-瀛通通讯-公司快评: 转型思路明确, 业绩迎来快速成长期的声学零件细分龙头》
 ——2019-03-28

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

证券分析师: 高峰

电话: 010-88005310
 E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

三季度业绩环比改善, 持续深耕“大声学、大传输”

● 业绩环比有所改善, 全年趋势向好明确

公司 19 年前三季度实现营收 8.22 亿元, 比上年同期增长 23.52%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.47 亿元, 比上年同期减少 6.02%, 扣非归母净利润 0.42 亿元, 同比减少 6.43%, 业绩符合市场预期。公司 2019 年前三季度毛利率为 21.93%, 比上年同期减少 2.67 个百分点。净利率 5.78%, 同比减少 1.61 个百分点。19Q3 单季度营收 3.07 亿元, 同比+14.13%, 19Q3 单季度毛利率 25.67%, 比去年同期提高 1.82 个百分点。

● 声学零部件的细分龙头, 受益 TWS 市场爆发

公司不断拓展新业务, 布局数据传输线材、连接器线材等其他通讯线材领域。公司在声学线材及半成品等声学业务开拓了苹果之外的新客户, 同时推出蓝牙耳机等新产品。声学产品销售额增长, 特别是蓝牙耳机开始量产, 较上年同期大幅增长, 推动声学业务快速增长。公司顺应电声行业“无线化、智能化、数字化”趋势, 伴随着产能利用率和良率的提升, 耳机产品收入大幅增加, 公司将显著受益。

● 深耕“大声学、大传输”行业, 持续进行整合与扩张

公司收购联韵声学后, 进入耳机终端品牌市场, 坚持深耕“大声学、大传输”行业, 稳步快速推进“垂直整合、水平扩张”的战略方针的落实。持续深化与联韵声学的整合, 在与联韵声学互相“赋能”、提升公司在耳机产品领域行业地位, 实现从“有线到无线, 从半成品到成品”的转型升级, 积极把握未来电声行业的进一步升级。

● 风险提示。下游整体需求不达预期。公司业务整合与扩张不达预期。市场竞争加剧, 毛利率下滑。
● 声学细分领域龙头, 维持“增持”评级

我们预计公司 19/20/21 年实现归母净利润 0.77/1.01/1.29 亿元。EPS 0.63/0.82/1.05 元, 同比增速 19.9%/30.7%/27.9%, 当前股价对应 PE 48.3/37/28.9X, 行业可比公司歌尔股份、立讯精密 19/20/21 年平均 PE 46/33/26X, 公司估值略高于可比公司平均值, 考虑公司业绩处于上升期, 前瞻布局未来成长空间大, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	896	1,116	1,345	1,614
(+/-%)	24.2%	24.5%	20.5%	20.0%
净利润(百万元)	64	77	101	129
(+/-%)	-24.8%	19.9%	30.7%	27.9%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.63	0.82	1.05
EBIT Margin	12.2%	7.0%	8.0%	8.8%
净资产收益率(ROE)	6.5%	7.5%	9.3%	11.2%
市盈率(PE)	58.0	48.3	37.0	28.9
EV/EBITDA	30.7	38.1	30.4	24.9
市净率(PB)	3.75	3.61	3.44	3.25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

三季度业绩环比改善，持续深耕“大声学、大传输”

业绩环比有所改善，全年趋势向好明确

公司 19 年前三季度实现营收 8.22 亿元，比上年同期增长 23.52%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.47 亿元，比上年同期减少 6.02%，扣非归母净利润 0.42 亿元，同比减少 6.43%，业绩符合市场预期。

公司 2019 年前三季度毛利率为 21.93%，比上年同期减少 2.67 个百分点。净利率 5.78%，同比减少 1.61 个百分点。

19Q3 单季度营收 3.07 亿元，同比+14.13%，19Q3 单季度毛利率 25.67%，比去年同期提高 1.82 个百分点。

表 1：公司营收及归母净利润情况

	2016 年前三季度	2017 年前三季度	2018 年前三季度	2019 年前三季度
营收 (亿元)	4.07	5.21	6.65	8.22
同比增速 (%)		27.99%	27.67%	23.52%
归母净利润 (亿元)	0.69	0.67	0.64	0.57
同比增速 (%)		-3.06%	-5.17%	-10.41%
扣非归母净利 (亿元)	0.66	0.63	0.51	0.47
同比增速 (%)		-5.09%	-19.17%	-6.02%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司 19 年前三季度实现经营活动现金流净额 0.86 亿元，同比+426.93%。加权 ROE 4.61%，同比减少 0.22 个百分点。销售期间费用率 15.73%，同比增加 0.76 个百分点。

表 2：公司的盈利能力情况

	2016 年前三季度	2017 年前三季度	2018 年前三季度	2019 年前三季度
毛利率 (%)	31.44	30.24	24.60	21.93
净利率 (%)	16.17	11.76	7.39	5.78
销售期间费用率 (%)	13.78	16.47	14.97	15.73
ROE (%)	13.58	7.90	4.89	4.68

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

19 年前三季度公司营业周期 181 天，同比增加 16 天。存货周转天数 83 天，同比增加 18 天。应收帐周转天数 98 天，同比减少 1.7 天。总资产周转率 0.59 次，同比增加 0.03 次。

表 3：公司的营运能力

	2016 年前三季度	2017 年前三季度	2018 年前三季度	2019 年前三季度
营业周期	190.94	166.81	165.24	181.45
存货周转天数	65.27	69.12	65.35	83.24
应收账款周转天数	125.67	97.69	99.89	98.21
固定资产周转率	2.98	2.88	2.82	2.84
总资产周转率	0.66	0.57	0.56	0.59

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

声学零部件的细分龙头，受益 TWS 市场爆发

公司不断拓展新业务，布局数据传输线材、连接器线材等其他通讯线材领域。公司在声学线材及半成品等声学业务开拓了苹果之外的新客户，同时推出蓝牙耳机等新产品。声学产品销售额增长，特别是蓝牙耳机开始量产，较上年同期

大幅增长，推动声学业务快速增长。公司顺应电声行业“无线化、智能化、数字化”趋势，伴随着产能利用率和良率的提升，耳机产品收入大幅增加，公司将显著受益。

深耕“大声学、大传输”行业，持续进行整合与扩张

公司收购联韵声学后，进入耳机终端品牌市场，坚持深耕“大声学、大传输”行业，稳步快速推进“垂直整合、水平扩张”的战略方针的落实。持续深化与联韵声学的整合，在与联韵声学互相“赋能”、提升公司在耳机产品领域行业地位，实现从“有线到无线，从半成品到成品”的转型升级，积极把握未来电声行业的进一步升级。

声学细分领域龙头，维持“增持”评级

我们预计公司 19/20/21 年实现归母净利润 0.77/1.01/1.29 亿元。EPS 0.63/0.82/1.05 元，同比增速 19.9%/30.7%/27.9%，当前股价对应 PE 48.3/37/28.9X，行业可比公司歌尔股份、立讯精密 19/20/21 年平均 PE 46/33/26X，公司估值略高于可比公司平均值，考虑公司业绩处于上升期，前瞻布局未来成长空间大，维持“增持”评级。

表 4: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	预测每股收益 EPS			预测 PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002475.SZ	立讯精密	29.88	1598.28	0.73	1.07	1.43	41.21	27.93	20.90
002241.SZ	歌尔股份	18.08	586.71	0.38	0.52	0.65	47.10	35.10	27.82
002861.SZ	瀛通通讯	30.46	37.37	0.63	0.82	1.05	48.35	37.15	29.01
	平均值						45.55	33.39	25.91

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理(瀛通通讯为国信证券经济研究所预测)

风险提示

- 一，下游整体需求不达预期。
- 二，公司业务整合与扩张不达预期。
- 三，市场竞争加剧，毛利率下滑。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	220	250	250	250	营业收入	896	1116	1345	1614
应收款项	339	398	479	575	营业成本	670	879	1060	1265
存货净额	213	281	339	405	营业税金及附加	7	8	9	11
其他流动资产	141	167	202	242	销售费用	24	30	34	40
流动资产合计	913	1096	1270	1472	管理费用	86	121	135	155
固定资产	305	356	401	441	财务费用	(6)	(3)	(2)	1
无形资产及其他	83	81	79	76	投资收益	7	7	7	7
投资性房地产	130	130	130	130	资产减值及公允价值变动	(9)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(39)	0	0	0
资产总计	1432	1663	1880	2119	营业利润	74	84	111	143
短期借款及交易性金融负债	41	338	400	456	营业外净收支	(0)	5	5	5
应付款项	245	328	395	473	利润总额	74	89	116	148
其他流动负债	139	180	215	256	所得税费用	11	13	17	21
流动负债合计	425	846	1011	1185	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	64	77	101	129
其他长期负债	11	13	15	17					
长期负债合计	11	(217)	(215)	(213)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	436	628	795	972	净利润	64	77	101	129
少数股东权益	0	(1)	(1)	(2)	资产减值准备	6	2	1	1
股东权益	996	1035	1085	1150	折旧摊销	26	36	42	47
负债和股东权益总计	1432	1663	1880	2119	公允价值变动损失	9	5	5	5
					财务费用	(6)	(3)	(2)	1
关键财务与估值指标					营运资本变动	(9)	(25)	(68)	(81)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(7)	(2)	(2)	(2)
每股收益	0.53	0.63	0.82	1.05	经营活动现金流	90	93	79	100
每股红利	0.30	0.32	0.41	0.53	资本开支	(87)	(91)	(91)	(91)
每股净资产	8.12	8.43	8.85	9.37	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	9%	6%	8%	9%	投资活动现金流	(87)	(91)	(91)	(91)
ROE	6%	7%	9%	11%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	25%	21%	21%	22%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBIT Margin	12%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(37)	(39)	(51)	(65)
EBITDA Margin	15%	10%	11%	12%	其它融资现金流	(37)	297	62	56
收入增长	24%	25%	21%	20%	融资活动现金流	(111)	28	12	(9)
净利润增长率	-25%	20%	31%	28%	现金净变动	(108)	30	0	0
资产负债率	30%	38%	42%	46%	货币资金的期初余额	327	220	250	250
息率	1.0%	1.0%	1.4%	1.7%	货币资金的期末余额	220	250	250	250
P/E	58.0	48.3	37.0	28.9	企业自由现金流	24	(13)	(26)	(3)
P/B	3.8	3.6	3.4	3.2	权益自由现金流	(13)	57	38	52
EV/EBITDA	30.7	38.1	30.4	24.9					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032