

2020年03月31日

# 东软载波 (300183.SZ)

## 动态分析

### 收入下滑不改净利增长，三驾马车齐头并进驱动成长

通信 | 其他 III

投资评级

**买入-B(维持)**

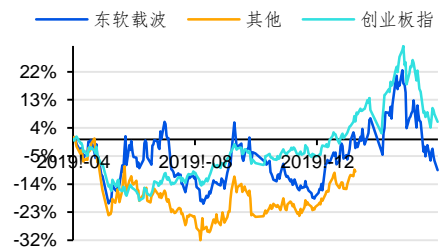
股价(2020-03-30)

14.12 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	6,618.15
流通市值(百万元)	3,842.06
总股本(百万股)	468.71
流通股本(百万股)	272.10
12个月价格区间	12.20/19.17 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.7	-8.97	-15.61
绝对收益	-12.89	-5.04	-5.76

#### 分析师

 蔡景彦  
 SAC 执业证书编号: S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 报告联系人

 郑超君  
 zhengchaojun@huajinsec.cn  
 021-20377169

#### 相关报告

- 东软载波：广东顺德国资入股，多重协同望再启成长空间 2019-09-09
- 东软载波：短期业绩受制电网改造，芯片系统驱动未来 2019-08-31
- 东软载波：业务结构调整良好持续，智能互联全面升级 2019-03-29
- 东软载波：国网 HPLC 招标暂未启动，集成电路业务高速增长 2018-08-17
- 东软载波：受制产业不景气 2017 年业绩承压，载波通信集成电路双轮驱动未来 2018-04-26

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2019 年年度报告，全年实现营业收入 8.3 亿元，同比下降 18.3%，毛利率 50.9%，同比提升 3.0 个百分点，归属母公司净利润为 2.0 亿元，同比增长 10.8%，每股净利润 0.4213 元，同比增长 10.5%。第四季度公司实现营业收入为 3.0 亿元，同比下降 22.0%，归属上市公司股东净利润同比增长 31.0% 为 1.0 亿元。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。
- ◆ **行业市场不利影响需求下滑，下半年毛利率逐季回升：**2019 年全年销售收入下降 18.3% 为 8.3 亿元，分季度来看，Q1~Q4 收入出现不同程度下滑，主要原因系国家电网载波通信模组招标方式改革，使得市场份额发生较大变化，公司受到不利影响，但系统集成和集成电路业务保持了良好的增长态势。公司全年毛利率同比提升 0.7 个百分点为 50.9%，由于国家电网招标价格改为限价，影响了上半年公司产品毛利率，但通过控制费用下半年毛利率逐季回升，全年毛利率仍同比小幅增长，而系统集成业务毛利率提升最为显著，同比提升 10.6 个百分点。
- ◆ **控制成本减少股权激励费用，净利润增长改观：**2019 年公司归母净利润增长 10.8% 为 2.0 亿元，扭转往年同比持续下滑趋势，在收入同比下滑的情况下实现净利润大幅改观主要原因系公司加大成本管控，同时由于冲减未实现限制性股权激励计划费用、薪酬减少，期间费用整体减少，营业利润率和净利润率同比分别提升 8.0 和 6.3 个百分点。2019 年销售费用和管理费用分别同比下降 0.8 和 0.4 个百分点为 9.5% 和 9.2%，研发费用率同比提升 0.4 个百分点为 19.2%。公司持续保持研发费用的大量投入，实现以集成电路芯片设计为基石，对内协同支撑能源互联网和智能化板块，对外面向 IoT 领域发力，形成技术上的竞争优势，对公司发展是有利投入。
- ◆ **三驾马车齐头并进，长期成长空间可期：**公司披露 2020 年第一季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润为 2,405.7~3,254.7 万元，同比变动-15%~15%。2019 年第四季度国家电网 HPLC 载波通信模组招标工作正常开展，未完成合同在今年 Q1 供货，净利润相比去年同期基本持平。从市场趋势来看，2020 年 H1 受新冠疫情影响，需求存在不确定性风险，但从中长期来看，公司以芯片设计为源头，逐渐形成能源互联网、集成电路、智能化三个业务板块齐头并进态势，为公司带来新的成长空间。目前来看，集成电路芯片业务和智能家居系统化业务呈现良好增长势头，未来，集成电路仍将保持较好发展，并未能源互联网业务和智能化业务发展提供协同。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.44、0.54 和 0.56 元。净资产收益率分别为 6.6%、7.4% 和 7.2%，维持买入-B 建议。

◆ **风险提示：** 电网智能化改造不及预期；MCU 芯片市场竞争带来盈利能力风险；智能化业务推进不及预期；新冠疫情及宏观经济对需求影响的不确定性。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,013	828	936	1,173	1,255
YoY(%)	10.9	-18.3	13.1	25.2	7.0
净利润(百万元)	179	198	206	253	264
YoY(%)	-25.0	10.8	4.4	22.4	4.6
毛利率(%)	50.2	50.9	50.6	49.1	47.4
EPS(摊薄/元)	0.38	0.42	0.44	0.54	0.56
ROE(%)	6.3	6.8	6.6	7.4	7.2
P/E(倍)	37.1	33.5	32.1	26.2	25.0
P/B(倍)	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8
净利率(%)	17.6	23.9	22.0	21.5	21.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 收入受市场影响下滑, 费用减少实现净利润改观 .....	4
(二) 2019 年四季度毛利率持续回升 .....	6
(三) 未来发展战略及经营计划: 三驾马车齐头并进 .....	6
(四) 2020 年第一季度业绩预告: 同比持平 .....	7
二、盈利预测及投资建议 .....	8
三、风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率 .....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率 .....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率 .....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动 .....	4
图 5: 过往 3 年运营效率 .....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率 .....	5
图 7: 过往 3 年负债率 .....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力 .....	5
图 7: 过往 3 年经营活动净现金与净利润 .....	5
图 8: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额 .....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率 .....	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率 .....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力 .....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率 .....	6
表 1: 收入及毛利率的业务分布 .....	8

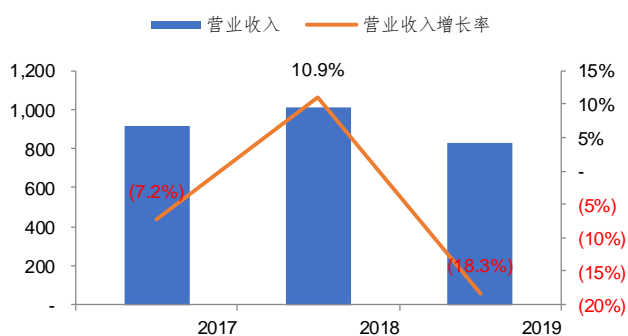
## 一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比增长 18.3% 为 8.3 亿元，毛利率水平同比上升 0.7 个百分点为 50.9%，归属母公司净利润同比增长 10.8% 为 2.0 亿元，每股净利润同比增长 10.5% 为 0.4213 元。公司以芯片设计为源头，集成电路、能源互联网和智能化三块业务形成了完整的产业链布局，构建了从芯片、软件、模组、终端、系统到信息服务完整独立、自主可控的研发-生产-销售体系。2019 年国家电网载波通信模组招标方式和市场份额变化较大，公司收入下滑，但加大费用管控加之股权激励费用减少实现营业利润和净利润率同比提升。公司毛利率逐季回升，费用率减少，盈利能力提升明显。

### （一）收入受市场影响下滑，费用减少实现净利润改观

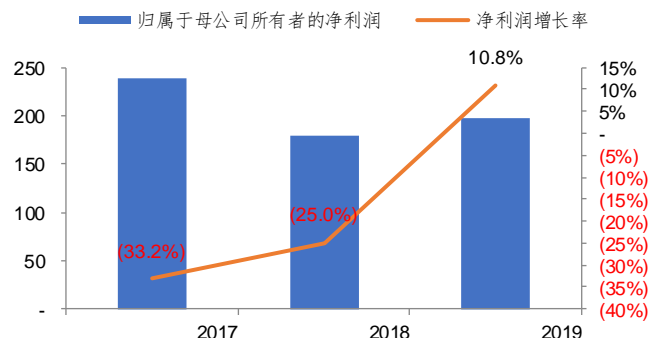
公司 2019 年全年销售收入 8.3 亿元，同比下滑 18.3%。2019 年国家电网载波通信模组招标方式和市场份额发生变化，公司收入收到负面影响。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 2.0 亿元，同比增长 10.8%，每股净利润 0.4213 元，同比增长 10.5%，收入下滑情况下实现了利润增长，主要原因系加大费用控制和股票激励费用减少。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2019 年全年毛利率同比上升 0.7 个百分点为 50.9%，营业利润率和净利润率分别同比上升 8.0 和 6.3 个百分点，为 27.2% 和 23.9%，毛利率维持相对稳定，而营业利润率和净利润率由于期间费用率下降提升显著。销售费用和管理费用分别同比下降 0.8 和 0.4 个百分点为 9.5% 和 9.2%，研发费用率同比提升 0.4 个百分点为 19.2%，公司持续保持对研发的高投入。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率

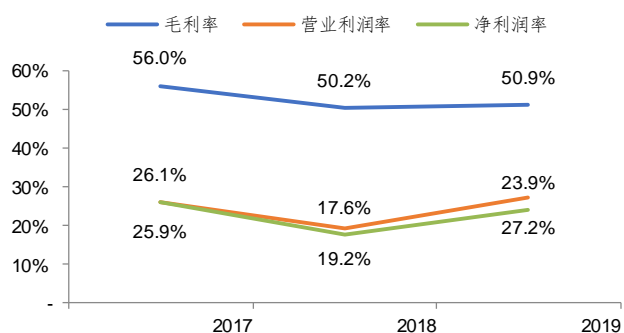
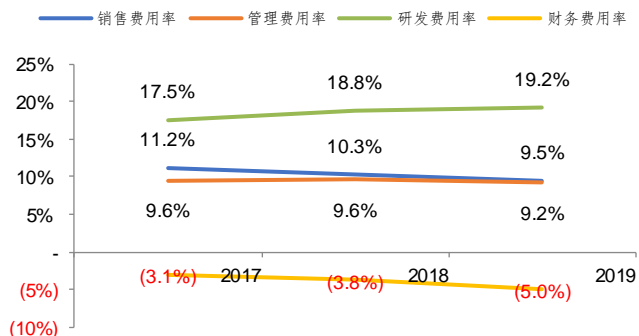


图 4：过往 3 年主要费用率变动

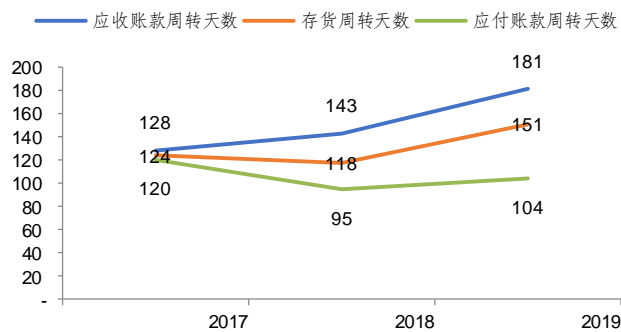


资料来源: Wind, 华金证券研究所

2019年公司应收账款周转天数、应付账款周转天数和存货周转天数分别同比增加38、9和33天为181、104和151天,整体的周转率下滑,运营效率弱于上年同期。公司2019年的ROE和ROA均同比上升0.5个百分点分别为6.8%和6.1%,盈利能力提升明显。

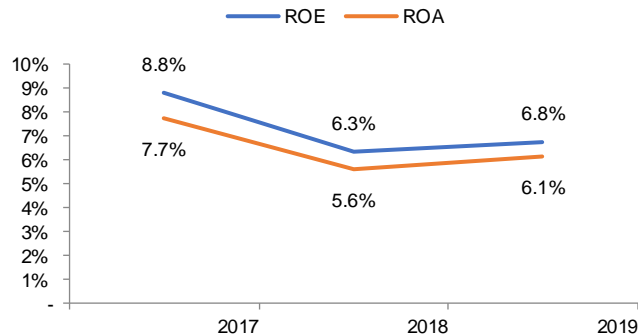
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

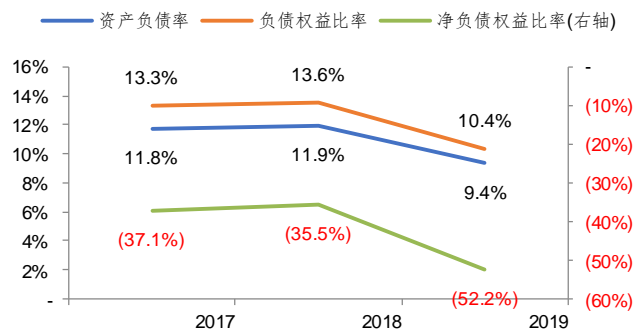
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

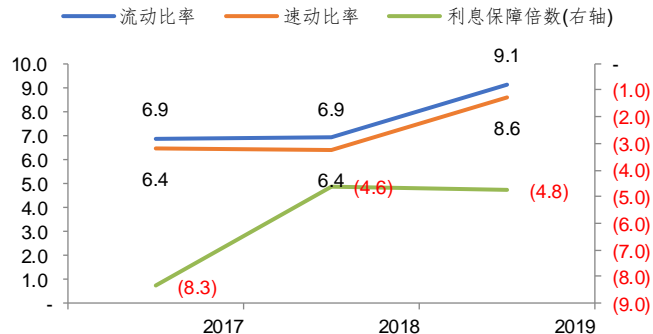
2019年公司的资产负债率、负债权益比率和净负债权益比率分别同比下滑2.5、3.2和16.7个百分点为9.4%、10.4%和-52.2%,公司整体负债情况进一步改善,维持较低的负债率水平。

图 7: 过往 3 年负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

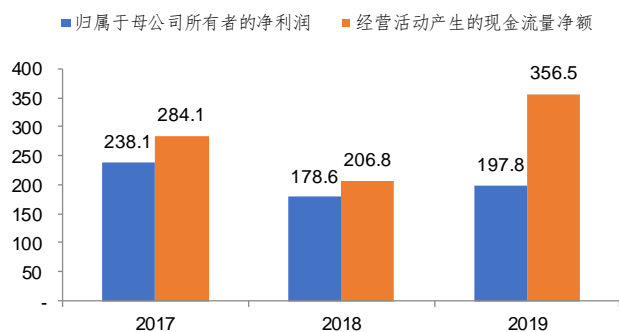
图 8: 过往 3 年短期偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

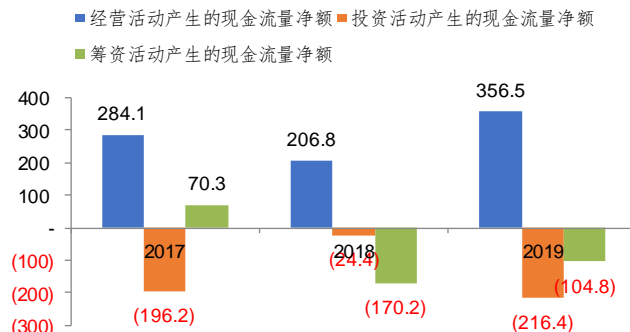
短期偿债能力方面,2019年流动比率、速动比率分别为9.1和8.6,均分别上升2.2,公司2019年财务费用为净收入。

图 9: 过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从现金流情况看，公司 2019 年经营性现金流大幅增加，规模远超过净利润水平，现金流保持健康。

## (二) 2019 年四季度毛利率持续回升

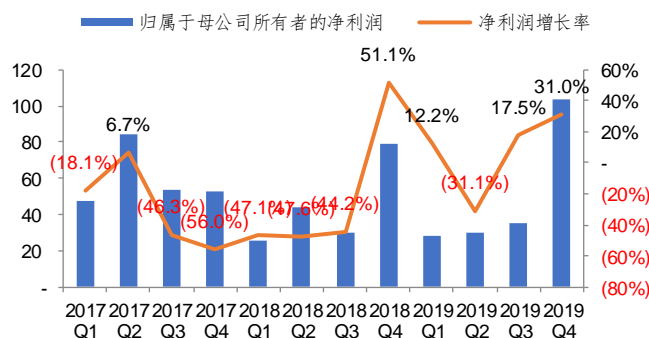
2019 年第四季度公司实现营业收入同比减少 22.0% 为 3.0 亿元，归属上市公司股东净利润同比增长 31.0% 为 1.0 亿元。2019 年四季度，由于公司期间费用率大幅下降，实现收入同比减少的情况净利润显著增长。

图 11: 过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

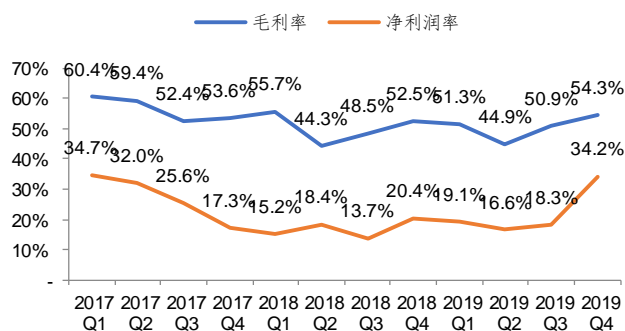
图 12: 过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

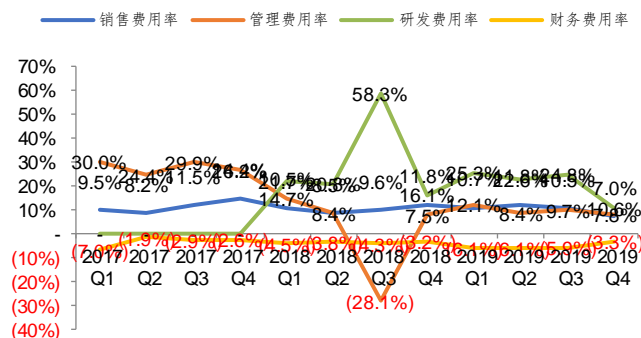
2019 年第四季度，公司毛利率、营业利润率和净利润率分别同比提升 1.8、18.4 和 13.8 个百分点为 54.3%、38.7% 和 34.2%。公司毛利率逐季提升，费用率方面，销售费用率和研发费用率分别同比下降 4.8 和 5.5 个百分点，管理费用率同比增加 0.3 个百分点，总体费用率下降明显。

图 13: 过往 12 个季度盈利能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 过往 12 个季度主要费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (三) 未来发展战略及经营计划：三驾马车齐头并进

经过多年的研发投入和产业链整合，公司已布局“芯片、软件、模组、终端、系统、信息服务”产业链，在集成电路设计、能源互联网和智能化等领域已形成完整的产品线，并正在相关领域形成领先优势。目前公司已逐渐形成能源互联网、集成电路、智能化三个业务板块齐头并进态势，为公司带来新的市场空间。

**集成电路板块：**对内协同支撑，围绕能源互联网和智能化领域核心芯片布局研发；对外开放创新，围绕 IoT 领域核心芯片布局研发。

**能源互联网板块：**赋能领先的融合通信技术优势，联合合作伙伴（如：电力公司和表厂）深度参与客户技术标准和需求，向海外市场拓展业务。

**智能化板块：**一方面对内协同支撑载波科技在能源互联网板块的综合能源服务产品和服务；另一方面，引入新的合作伙伴包括战略大客户和经销商，根据市场本地化需求，升级迭代三大类产品线，拓展全屋智能、智能建筑及智慧园区应用大批量落地。

#### （四）2020 年第一季度业绩预告：同比持平

公司披露 2020 年第一季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润为 2,405.68 万元~3,254.74 万元，同比变动-15%~15%。2019 年第四季度国家电网 HPLC 载波通信模组招标工作各省正常开展，公司订单相比上年同期基本稳定，2019 年中标尚未供货合同在 2020 年第一季度陆续开始供货，公司 2020 年第一季度净利润和去年同期相比基本持平。

## 二、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.44、0.54 和 0.56 元。净资产收益率分别为 6.6%、7.4% 和 7.2%，维持买入-B 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，我们预计公司低压电力线载波通信业务未来 2 年内持续增长，但在国家电网智能化改造招标总量在 2022 年之后显著下降。

集成电路芯片业务增长点是家用电器类 MCU 产品以及消费电子的配件产品出货量提升，未来保持 20% 以上的增速。

毛利率方面，各业务板块保持稳定，随着产品结构的调整综合毛利率保持平稳并逐年下降，主要是因为毛利率相对较低的集成电路芯片业务占比提升。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,013.3	828.1	936.4	1,172.9	1,254.8
YoY	10.9%	(18.3%)	13.1%	25.2%	7.0%
低压电力线载波通信	759.8	573.1	610.4	714.9	693.0
应用软件	7.9	3.1	3.4	3.7	4.1
系统集成及 IT 咨询服务	34.7	39.4	59.0	88.6	115.1
集成电路（芯片）	210.6	211.9	262.5	364.0	440.1
其他	0.2	0.7	1.1	1.6	2.5
毛利率	50.2%	50.9%	50.6%	49.1%	47.4%
低压电力线载波通信	54.3%	57.8%	58.0%	58.0%	58.0%
应用软件	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
系统集成及 IT 咨询服务	36.1%	46.7%	40.0%	40.0%	40.0%
集成电路（芯片）	35.8%	32.3%	35.0%	33.0%	32.0%
其他	73.5%	91.4%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司各项费用投入基本保持平稳，总体费用率保持逐年下降的趋势，研发投入开支将持续增加。公司在未来资本开支规模预计较之前有所增加，主要是需要开拓新市场、新产品的需求。



### 三、风险提示

电网智能化改造不及预期；

MCU 芯片市场竞争带来盈利能力风险；

智能化业务推进不及预期；

新冠疫情及宏观经济对需求影响的不确定性。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2425	2501	2785	3059	3382	<b>营业收入</b>	1013	828	936	1173	1255
现金	1385	1833	1912	2115	2303	营业成本	504	406	463	597	660
应收票据及应收账款	548	352	627	597	734	营业税金及附加	12	11	12	15	16
预付账款	6	2	15	2	16	营业费用	105	79	84	113	118
存货	175	162	166	265	230	管理费用	98	76	89	110	117
其他流动资产	311	152	64	80	98	研发费用	191	159	152	162	171
<b>非流动资产</b>	780	732	724	709	691	财务费用	-39	-42	-16	-18	-20
长期投资	6	9	9	9	9	资产减值损失	4	6	6	4	7
固定资产	236	384	360	352	345	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	65	59	58	58	57	投资净收益	15	34	17	22	24
其他非流动资产	473	280	297	291	280	<b>营业利润</b>	194	225	222	278	291
<b>资产总计</b>	3205	3232	3508	3769	4072	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	352	273	372	379	419	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	194	225	222	278	291
应付票据及应付账款	157	120	182	200	233	所得税	16	27	15	25	27
其他流动负债	195	154	190	179	186	<b>税后利润</b>	179	198	206	253	264
<b>非流动负债</b>	31	30	-10	-10	-10	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	179	198	206	253	264
其他非流动负债	31	30	-10	-10	-10	EBITDA	184	217	245	290	303
<b>负债合计</b>	383	304	362	370	409						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	470	469	480	480	480	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1082	1073	1073	1073	1073	<b>成长能力</b>					
留存收益	1337	1448	1655	1907	2172	营业收入(%)	10.9	-18.3	13.1	25.2	7.0
归属母公司股东权益	2822	2929	3146	3399	3663	营业利润(%)	-18.0	15.7	-1.4	25.3	4.9
<b>负债和股东权益</b>	3205	3232	3508	3769	4072	归属于母公司净利润(%)	-25.0	10.8	4.4	22.4	4.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	50.2	50.9	50.6	49.1	47.4
						净利率(%)	17.6	23.9	22.0	21.5	21.1
						ROE(%)	6.3	6.8	6.6	7.4	7.2
						ROIC(%)	10.6	17.1	17.4	20.6	20.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	11.9	9.4	10.3	9.8	10.0
						流动比率	6.9	9.1	7.5	8.1	8.1
						速动比率	6.4	8.6	7.0	7.4	7.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.8	2.6	2.0	2.4	2.3
						应付账款周转率	3.0	3.9	3.5	3.4	3.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	37.1	33.5	32.1	26.2	25.0
						P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8
						EV/EBITDA	22.2	22.6	19.4	15.6	14.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn