

公司研究/季报点评

2019年10月30日

电子元器件/其他电子器件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.73
合理价格区间(元): 21.40~22.50

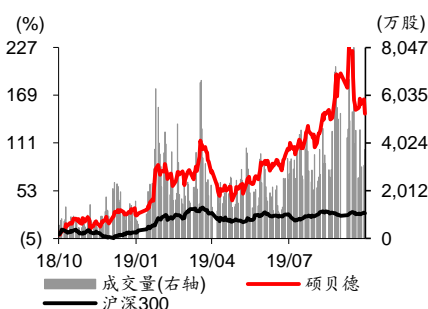
胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

陈歆伟 执业证书编号: S0570518080003
研究员 021-28972061
chenxinwei@htsc.com

相关研究

- 1 《硕贝德(300322,买入): 业绩符合预期, 5G 天线全面发力》2019.08
- 2 《硕贝德(300322,买入): 聚焦客户成效显, 加码车联决心坚》2019.04
- 3 《硕贝德(300322,买入): 终端、基站全线发力的天线领军者》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

基站天线拐点已现, 加码 5G 散热

硕贝德(300322)

3Q19 天线收入增长超 30%, 基站天线拖累利润, 维持买入评级

1-9M19 硕贝德实现营收 12.90 亿元, 同比增长 0.92%, 归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 106.54%, 扣非归母净利润 0.41 亿元, 同比增长 0.99%。公司 3Q 单季实现营收 4.40 亿元, 同比下滑 1.68%, 其中天线收入同比增长逾 30%, 3Q 归母净利润 1090.06 万元, 同比下滑 32.64%, 略低于市场预期。主要系: 1) 公司 5G 基站天线 3Q 开始批量交付, 受产能爬坡过程中稼动率、良率等影响造成单季亏损; 2) 半导体封装已于 2Q 末完成剥离。基于基站天线 4Q 放量预期, 维持公司 19-21 年 0.35/0.54/0.72 元的 EPS 预期, 目标价由 19.32-20.37 元上调至 21.4-22.5 元, 维持买入评级。

5G 天线业务正迎来高速发展期, 公司积极加大研发及产能投入

根据三季报, 公司 3Q 实现指纹识别业务收入 1.64 亿元, 同比增长 14.68%, 实现天线业务收入 2.16 亿元, 同比增长 30%, 延续上半年 54.64% 的高增长态势, 公司 1-9M19 实现天线收入 6.39 亿元, 同比增长 45.3%, 由此可见, 在手机终端天线向 4X4 MIMO 升级的过程中, 在国际一线品牌基站天线放量的带动下, 公司 LDS、LCP、AiP 等天线业务正迎来高速发展的机遇期, 为此 3Q19 单季研发投入同比增长 8% 达到 0.27 亿元, 在建工程同比增长 95.87% 达到 0.61 亿元, 此外, 公司 10 月 23 日公告在广州黄埔区设立全资子公司广州硕贝德以推进 5G 产业园建设, 注册资本共 1 亿元。

公司受让合众导热 65% 股权, 布局 5G 导热、散热技术

19 年 9 月公司以自有资金 3087.5 万元受让东莞合众导热 65% 的股权, 合众导热将成为硕贝德控股子公司。合众导热是一家从事导热、散热材料等研发、生产及销售的公司, 掌握该行业核心技术, 能够独立完成主要生产工序, 产品可用于手机、NB、基站等领域。合众导热今年 1-7 月营收 3257.63 万元, 净利润 191.12 万元。我们认为, 由于 5G 通信对高频高速传输以及芯片运算能力的高要求, 对终端、基站的散热能力也将水涨船高, 考虑合众导热与公司在客户结构上的协同性, 有望成为公司新的业绩增长点。

车载天线稀缺标的, 新增特斯拉、福特、雷诺等高端品牌客户

作为国内稀缺的车载天线供应商, 硕贝德在该领域已有超过 6 年的研发积累, 公司在 7 月 24 日公告取得了 4 项关于 5G V2X 智能天线结构设计专利, 为即将到来的智能驾驶, 辅助驾驶等市场需求提前布局。凭借在鲨鱼鳍多合一智能天线的技术实力, 公司今年新获得了特斯拉、福特、雷诺等国际知名汽车品牌的认可, 并陆续展开合作。

抢先布局 5G 毫米波及散热技术的天线领军者, 维持买入评级

我们维持对公司 19-21 年 1.43、2.19、2.92 亿元的归母净利润预期, 参考可比公司 2020 年 33.58 倍 PE 估值, 考虑公司 2020 年 53.2% 的业绩增速预期以及在毫米波、5G 散热技术布局的领先性, 给予其 20 年 40-42 倍 PE, 目标价由 19.32-20.37 元上调至 21.4-22.5 元, 重申买入评级。

风险提示: 5G 推广速度低于预期; 指纹模组竞争加剧导致毛利率低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	406.77
流通 A 股 (百万股)	372.30
52 周内股价区间 (元)	8.40-27.50
总市值 (百万元)	8,432
总资产 (百万元)	1,770
每股净资产 (元)	1.64

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,070	1,722	2,199	2,610	3,096
+/-%	19.98	(16.80)	27.67	18.69	18.62
归属母公司净利润 (百万元)	51.43	62.40	142.84	219.04	292.07
+/-%	(23.42)	21.33	128.90	53.35	33.34
EPS (元, 最新摊薄)	0.13	0.15	0.35	0.54	0.72
PE (倍)	163.96	135.13	59.03	38.50	28.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

投资建议

我们维持对公司 19-21 年 1.43、2.19、2.92 亿元的利润预期，参考可比公司 20 年 33.58 倍 PE 估值，考虑公司 2020 年 53.2% 的业绩增速预期以及在毫米波、5G 散热技术布局的领先性，给予其 20 年 40-42 倍 PE，目标价由 19.32-20.37 元上调至 21.4-22.5 元，重申买入评级。

图表1：可比公司盈利预测与估值（EPS 数据为 Wind 一致预期中值）

可比公司	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）	
		2019E	2020E	2019E	2020E
飞荣达	44.82	1.02	1.42	43.90	31.62
通宇通讯	26.15	0.35	0.79	74.29	33.16
盛路通信	9.18	0.22	0.28	42.03	32.60
深南电路	149.94	2.97	4.06	50.53	36.95
平均				52.69	33.58

资料来源：Wind，华泰证券研究所，价格为 2019-10-29 日收盘价

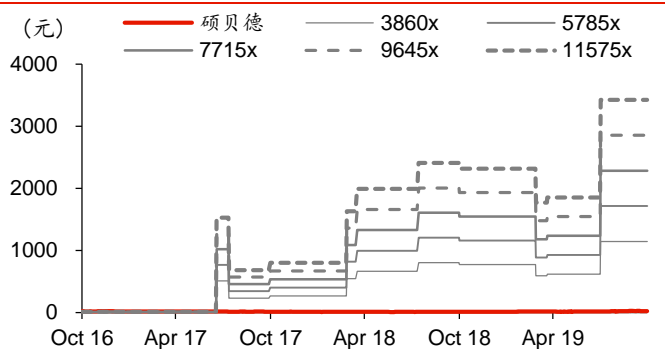
风险提示

5G 推广速度低于预期。由于公司主营的天线类业务及新产品放量的均以 5G 技术升级为前提，而 5G 的国内商用进程及国外需求尚存在不确定性，因此 5G 推广进度低于预期可能直接拖累公司业绩增速。

指纹模组竞争加剧导致毛利率低于预期。由于智能手机行业增速放缓，供应商竞争日趋激烈，因此指纹模组供应商之间存在价格战风险，可能拖累公司指纹模组业务的毛利率水平。

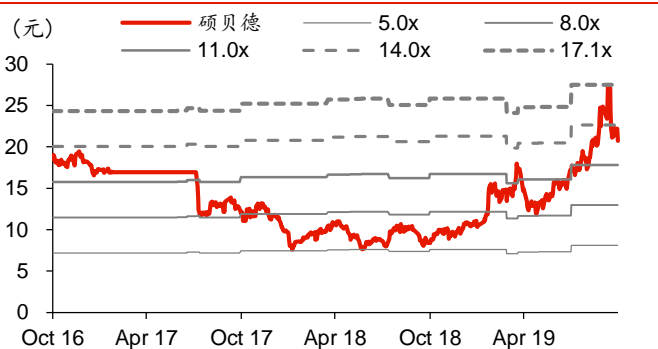
PE/PB - Bands

图表1：硕贝德历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：硕贝德历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,225	1,011	1,383	1,546	1,827
现金	212.96	231.30	200.27	193.19	296.93
应收账款	440.15	365.13	472.59	560.67	662.28
其他应收账款	73.90	64.38	48.32	65.98	87.32
预付账款	11.70	8.98	13.00	15.59	16.91
存货	247.57	228.77	303.90	337.48	395.85
其他流动资产	238.24	112.62	344.69	372.78	367.27
非流动资产	833.42	826.38	948.82	1,013	1,062
长期投资	0.00	4.64	21.93	17.10	14.56
固定投资	659.47	617.08	775.93	862.60	931.01
无形资产	61.82	55.97	50.51	45.55	41.59
其他非流动资产	112.12	148.69	100.45	87.27	74.79
资产总计	2,058	1,838	2,332	2,558	2,889
流动负债	1,178	1,053	1,371	1,355	1,408
短期借款	582.82	466.45	646.27	606.60	527.43
应付账款	355.08	269.57	423.25	449.34	515.18
其他流动负债	239.76	316.66	301.03	298.95	365.68
非流动负债	151.15	120.42	165.72	209.99	235.28
长期借款	112.20	97.70	143.40	187.90	213.14
其他非流动负债	38.95	22.72	22.31	22.09	22.14
负债合计	1,329	1,173	1,536	1,565	1,644
少数股东权益	104.68	88.40	88.63	88.90	89.17
股本	407.09	406.77	406.77	406.77	406.77
资本公积	100.55	2.02	2.02	2.02	2.02
留存公积	116.80	162.57	297.91	495.67	746.98
归属母公司股东权益	624.44	576.07	706.70	904.46	1,156
负债和股东权益	2,058	1,838	2,332	2,558	2,889

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	49.80	395.15	(51.47)	202.02	415.45
净利润	20.50	71.12	143.07	219.31	292.34
折旧摊销	126.88	88.58	83.90	102.84	118.71
财务费用	53.46	31.74	44.05	53.61	49.90
投资损失	(34.00)	2.23	(33.37)	(30.81)	(20.65)
营运资金变动	(128.95)	202.82	(309.16)	(155.70)	(41.85)
其他经营现金	11.91	(1.33)	20.03	12.77	16.99
投资活动现金	(143.25)	(239.89)	(156.20)	(147.19)	(159.24)
资本支出	135.71	69.25	220.00	170.00	170.00
长期投资	(3.15)	155.40	(13.41)	(4.83)	(2.55)
其他投资现金	(10.69)	(15.24)	50.40	17.98	8.22
筹资活动现金	169.54	(226.40)	176.64	(61.91)	(152.48)
短期借款	(56.23)	(116.37)	179.81	(39.67)	(79.17)
长期借款	56.40	(14.50)	45.70	44.50	25.23
普通股增加	(0.42)	(0.32)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	15.14	(98.53)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	154.66	3.32	(48.88)	(66.74)	(98.54)
现金净增加额	71.20	(69.49)	(31.03)	(7.08)	103.74

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,070	1,722	2,199	2,610	3,096
营业成本	1,664	1,347	1,667	1,933	2,252
营业税金及附加	12.13	10.65	13.19	14.20	18.19
营业费用	45.79	42.29	63.77	62.64	80.03
管理费用	169.03	125.63	296.41	347.51	415.09
财务费用	53.46	31.74	44.05	53.61	49.90
资产减值损失	38.85	(1.59)	17.61	20.18	17.66
公允价值变动收益	(0.13)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.00	(2.23)	33.37	30.81	20.65
营业利润	19.60	74.23	129.83	209.33	283.84
营业外收入	1.23	0.07	12.45	8.41	6.98
营业外支出	0.60	2.94	0.65	0.63	1.40
利润总额	20.22	71.36	141.64	217.11	289.42
所得税	(0.27)	0.25	(1.43)	(2.19)	(2.92)
净利润	20.50	71.12	143.07	219.31	292.34
少数股东损益	(30.93)	8.72	0.23	0.27	0.27
归属母公司净利润	51.43	62.40	142.84	219.04	292.07
EBITDA	199.94	194.54	257.79	365.78	452.46
EPS (元, 基本)	0.13	0.15	0.35	0.54	0.72

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.98	(16.80)	27.67	18.69	18.62
营业利润	88.31	278.72	74.91	61.23	35.59
归属母公司净利润	(23.42)	21.33	128.90	53.35	33.34
获利能力 (%)					
毛利率	19.63	21.79	24.17	25.93	27.26
净利率	2.48	3.62	6.50	8.39	9.43
ROE	8.24	10.83	20.21	24.22	25.27
ROIC	5.77	10.47	12.45	16.28	19.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.57	63.84	65.89	61.17	56.90
净负债比率 (%)	57.21	50.26	53.49	53.36	47.05
流动比率	1.04	0.96	1.01	1.14	1.30
速动比率	0.81	0.73	0.76	0.87	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.88	1.05	1.07	1.14
应收账款周转率	4.66	3.83	4.74	4.61	4.59
应付账款周转率	4.17	4.31	4.81	4.43	4.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.15	0.35	0.54	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.97	(0.13)	0.50	1.02
每股净资产(最新摊薄)	1.54	1.42	1.74	2.22	2.84
估值比率					
PE (倍)	163.96	135.13	59.03	38.50	28.87
PB (倍)	13.50	14.64	11.93	9.32	7.30
EV_EBITDA (倍)	44.18	45.40	34.26	24.15	19.52

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com