

19 年业绩增长稳健，紧抓 5G 基站建设机会，蓄力未来发展新动能 买入（维持）

2020 年 04 月 28 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,871	2,609	3,308	4,090
同比（%）	46.2%	39.4%	26.8%	23.6%
归母净利润（百万元）	95	141	197	256
同比（%）	96.4%	47.7%	39.6%	29.9%
每股收益（元/股）	0.57	0.84	1.17	1.52
P/E（倍）	61.33	41.53	29.76	22.90

投资要点

- **事件：**4 月 27 日，世嘉科技 2019 年业绩披露，2019 年实现营业收入 18.71 亿元，同比增速为 46.21%，实现营业利润 1.21 亿元，同比增长 127.43%。2020 年 Q1 实现营业收入 2.61 亿元，同比下滑 25.67%，实现归母净利润-0.04 亿元，同比下滑 124.01%。
- **天线射频市场需求增加，业绩持续超预期：**5G 移动通信设备产品快速增长助推业绩超预期，报告期内，公司射频器件和天线产销量增幅较大，天线营收 6.54 亿元，同比增长 171.45%，射频器件营收 4.7 亿元，同比增长 50.14%。主要系 2019 年为 5G 建设元年，相关 5G 产品市场需求增加，销售增长所致，同时公司相应增加了备货。
- **持续加大通信研发支出，前瞻性能布局已经开启：**公司十分重视新产品和新技术的研究与开发，始终将技术创新作为企业持续发展的源动力。为保持技术创新的持续领先地位，公司始终坚持“科技强企”的发展战略，不断加大技术研发的投入，改善技术设备和科研条件；2019 年度，公司研发支出 0.81 亿元，占营业收入的 4.36%，同比增长 75.17%。
- **紧抓 5G 基站建设机会，移动通信设备发挥新动能：**公司移动通信设备业务紧紧抓住国内 5G 基站建设元年契机：1、实现 5G 天线顺利进入中兴通讯核心供应商体系，实现质的飞跃；2、新客户爱立信于三季度开始进入批量供货阶段，培育出新的利润增长点；3、海外平台 Dengyo USA 于 2018 年底获得首笔订单，公司天线产品顺利进入北美市场，开拓了一个全新的市场。4、收购捷频电子，提前布局陶瓷波导滤波器产能，其一期产能建设现已完成。
- **盈利预测与投资评级：**受益于滤波器和天线集成一体化的领先研发制造能力，我们认为公司营收将持续受益。预计 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.17 元、1.52 元，对应 PE 为 42/30/23X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G 推进不及预期；单一大客户流失；通信领域竞争加剧；市场份额丢失和价格下降的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.79
一年最低/最高价	29.92/51.24
市净率(倍)	3.87
流通 A 股市值(百万元)	4629.61

基础数据

每股净资产(元)	9.00
资产负债率(%)	31.98
总股本(百万股)	168.29
流通 A 股(百万股)	133.07

相关研究

- 1、《世嘉科技 (002796)：世嘉科技：三季度业绩持续向上，“加码研发+前瞻性布局”，蓄力 5G 发展新动能》2019-10-22
- 2、《世嘉科技 (002796)：受益 4G 低频重耕及 5G 试验网的逐步部署，上半年业绩高增，布局 5G 陶瓷滤波器，拓展北美海外市场，构筑未来增长之基》2019-07-31
- 3、《世嘉科技 (002796)：世嘉科技：5G 天线、射频器件布局领先，持续高增长可期》2019-04-22

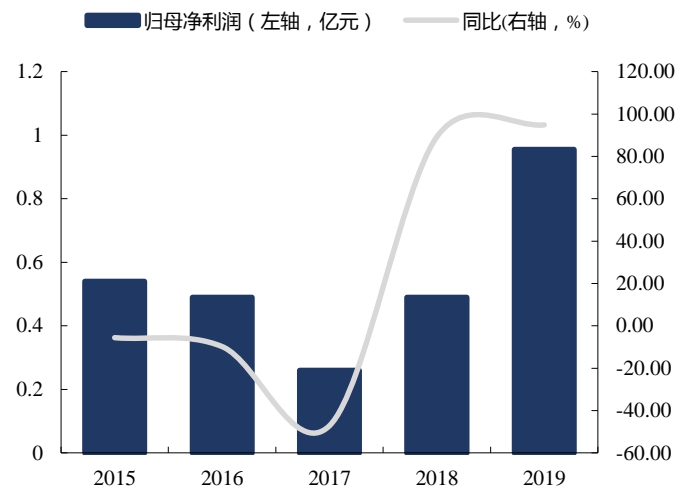
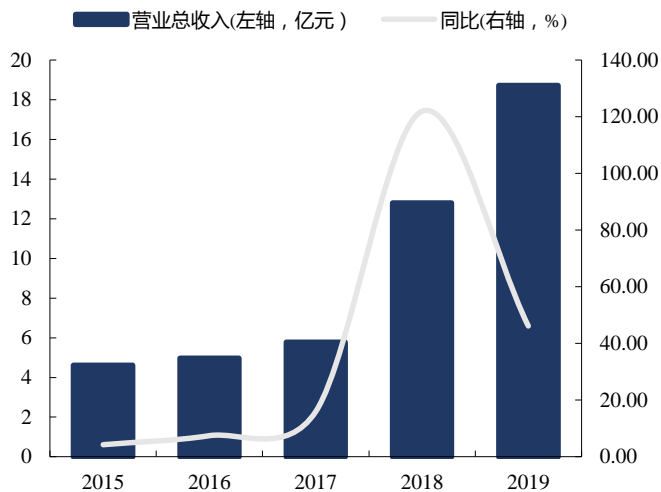
1. 营业收入净利润稳步增长，经营现金流持续向好

2019 年实现营业收入 18.71 亿元，同比增速为 46.21%，实现营业利润 1.21 亿元，同比增长 127.43%，其中第 4 季度实现营业收入 4.40 亿元，同比增长 13.98%；实现归母净利润 0.03 亿元，同比下降 111.91%，主要为 5G 移动通信设备产品快速增长及公司对海外市场的拓展，使得公司移动通信设备相关产品销售增长。

随着新型冠状病毒肺炎疫情在国内外的的发展，影响了产品生产及销售订单延期执行，2020 年 Q1 实现营业收入 2.61 亿元，同比下滑 25.67%，实现归母净利润-0.04 亿元，同比下滑 124.01%。

图 1：世嘉科技营业总收入及同比增速

图 2：世嘉科技归母净利润及同比增速

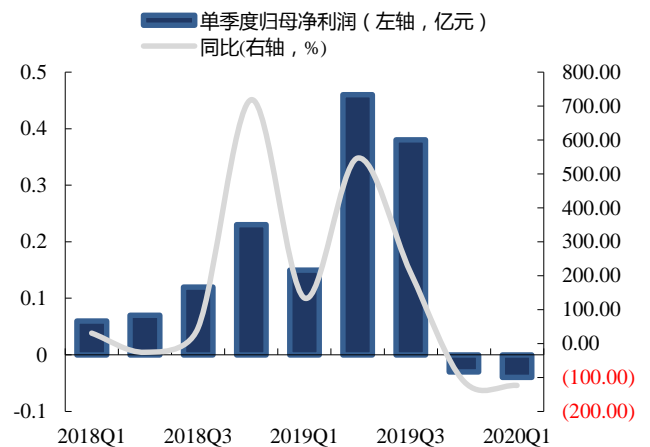
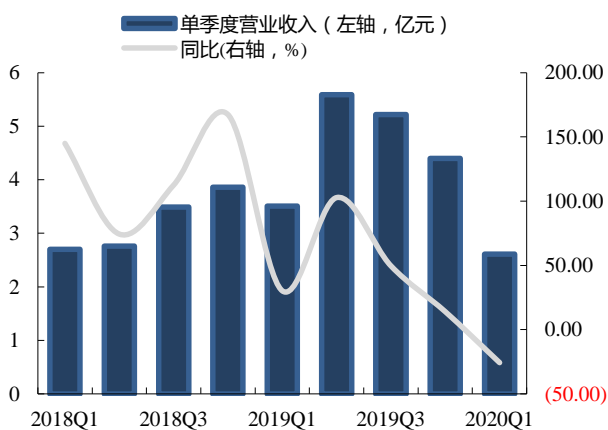


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：世嘉科技单季度营业收入及同比增速

图 4：世嘉科技单季度归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年，公司射频器件和天线产销量增幅较大，天线营收 6.54 亿元，同比增长 171.45%，射频器件营收 4.7 亿元，同比增长 50.14%。主要系 2019 年为 5G 建设元年，相关 5G 产品市场需求增加，销售增长所致，同时公司相应增加了备货。

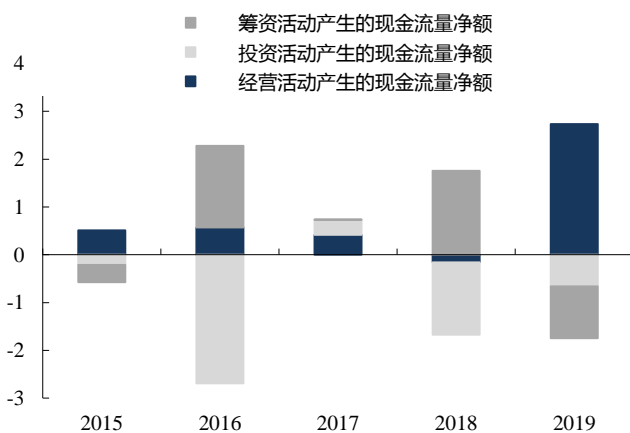
表 1：分项营业收入

业务	项目	2019 年	2018 年
天线	收入金额 (亿元)	6.54	2.41
	占收比 (%)	34.93	18.81
	同比 (%)	171.45	
电梯轿厢系统	收入金额 (亿元)	5.06	4.79
	占收比 (%)	27.05	37.43
	同比 (%)	5.64	6.59
射频器件	收入金额 (亿元)	4.70	3.13
	占收比 (%)	25.12	37.43
	同比 (%)	50.14	
精密金属结构件及其他产品	收入金额 (亿元)	1.21	1.25
	占收比 (%)	6.45	9.75
	同比 (%)	(3.29)	433.28
专用设备箱体系统	收入金额 (亿元)	0.89	0.90
	占收比 (%)	4.78	9.75
	同比 (%)	(1.01)	(2.52)
其他	收入金额 (亿元)	0.31	0.32
	占收比 (%)	1.68	9.75
	同比 (%)	(1.31)	186.46

数据来源：世嘉科技年报，东吴证券研究所

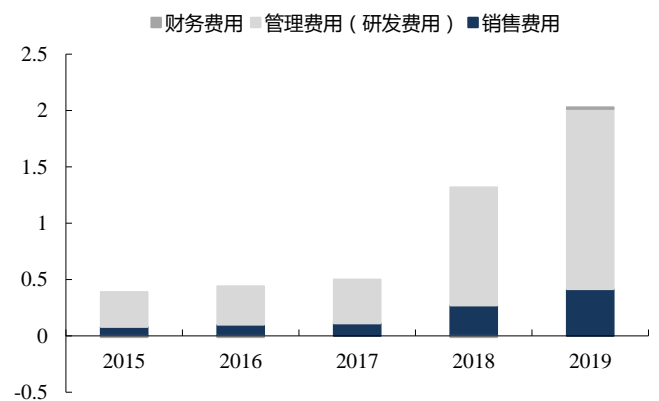
销售规模扩大，运输及银行手续费增加：2019 年度，发生财务费用 0.01 亿元，同比增长 355.23%，管理费用（含研发费用）1.60 亿元，销售费用 0.41 亿元，同比增加 54.50%。

图 5：世嘉科技现金流情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：世嘉科技三大费用明细 (亿元)



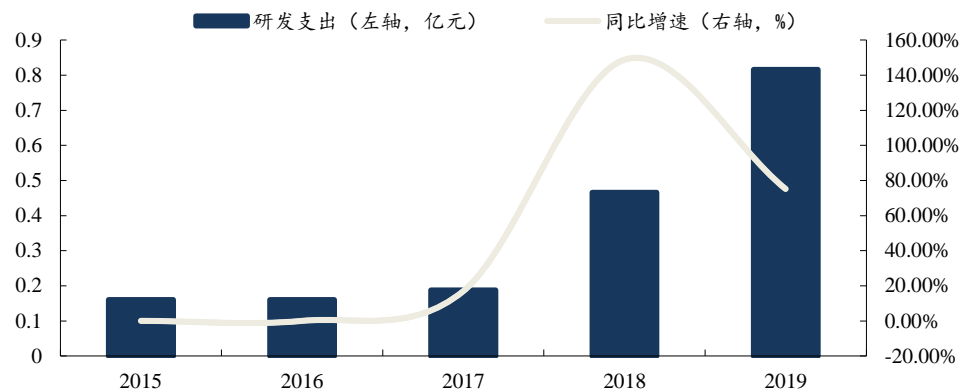
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019年，世嘉科技销售规模扩大，现金流回收质量提高，经营活动产生的现金净流量持续稳定向好。

2. 持续加大通信研发支出，加强核心技术竞争力

公司十分重视新产品和新技术的研究与开发，始终将技术创新作为企业持续发展的源动力。为保持技术创新的持续领先地位，公司始终坚持“科技强企”的发展战略，不断加大技术研发的投入，改善技术设备和科研条件；母公司及子公司波发特、恩电开、捷频电子均为高新技术企业。2019年度，公司研发支出0.81亿元，占营业收入的4.36%。同比增长75.17%。

图7：世嘉科技研发支出情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

表2：2017-2019年研发投入情况

项目	2017年	2018年	2019年	今年变动比例
研发人员数量 (人)	134	269	313	16.36%
研发人员数量占比 (%)	14.82%	13.59%	14.55%	0.96pp
研发投入金额 (亿元)	0.19	0.47	0.82	75.17%
研发占收比 (%)	3.24%	3.64%	4.36%	0.72pp

数据来源：wind，东吴证券研究所

为保持技术创新的持续领先地位，始终坚持“科技强企”的发展战略，不断加大技术研发的投入，改善技术设备和科研条件。

3. 紧抓5G基站建设机会，移动通信设备发挥新动能

公司移动通信设备业务紧紧抓住国内5G基站建设元年契机：

- 1、实现 5G 天线顺利进入中兴通讯核心供应商体系，实现质的飞跃；
- 2、新客户爱立信于三季度开始进入批量供货阶段，培育出新的利润增长点；
- 3、海外平台 Dengyo USA 于 2018 年底获得首笔订单，公司天线产品顺利进入北美市场，开拓了一个全新的市场。
- 4、收购捷频电子，提前布局陶瓷波导滤波器产能，其一期产能建设现已完成。

4. 盈利预测与投资评级

受益于滤波器和天线集成一体化的领先研发制造能力，我们认为公司营收将持续受益。预计 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.17 元、1.52 元，对应 PE 为 42/30/23X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

5G 推进不及预期；单一大客户流失；通信领域竞争加剧；市场份额丢失和价格下降的风险。

世嘉科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,339	1,540	1,635	2,009	营业收入	1,871	2,609	3,308	4,090
现金	407	28	262	2	减:营业成本	1,520	2,106	2,651	3,269
应收账款	291	477	496	707	营业税金及附加	7	12	14	18
存货	207	345	350	507	营业费用	41	52	67	83
其他流动资产	434	689	527	793	管理费用	79	261	331	409
非流动资产	1,093	1,253	1,396	1,548	财务费用	1	7	8	5
长期股权投资	7	10	13	16	资产减值损失	-28	-4	-9	-15
固定资产	411	552	674	806	加:投资净收益	3	4	4	4
在建工程	8	22	35	44	其他收益	0	0	0	0
无形资产	66	71	78	85	营业利润	121	181	251	325
其他非流动资产	600	598	597	597	加:营业外净收支	-1	1	1	1
资产总计	2,432	2,793	3,031	3,557	利润总额	121	182	251	325
流动负债	861	1,068	1,126	1,397	减:所得税费用	10	19	24	30
短期借款	11	11	-199	-199	少数股东损益	15	22	31	40
应付账款	350	657	610	953	归属母公司净利润	95	141	197	256
其他流动负债	501	399	715	643	EBIT	109	176	241	309
非流动负债	25	25	25	25	EBITDA	163	227	309	396
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	25	25	25	25	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	886	1,093	1,151	1,422	每股收益(元)	0.57	0.84	1.17	1.52
少数股东权益	29	51	81	121	每股净资产(元)	9.01	9.80	10.69	11.97
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	1,517	1,649	1,799	2,014	股)	168	252	252	252
负债和股东权益	2,432	2,793	3,031	3,557	ROIC(%)	6.4%	9.4%	13.5%	15.3%
					ROE(%)	7.1%	9.6%	12.1%	13.8%
					毛利率(%)	18.8%	19.3%	19.9%	20.1%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	5.1%	5.4%	5.9%	6.3%
经营活动现金流	273	-156	706	20	资产负债率(%)	36.4%	39.1%	38.0%	40.0%
投资活动现金流	-66	-207	-206	-235	收入增长率(%)	46.2%	39.4%	26.8%	23.6%
筹资活动现金流	-108	-15	-266	-45	净利润增长率(%)	96.4%	47.7%	39.6%	29.9%
现金净增加额	100	-379	234	-261	P/E	61.33	41.53	29.76	22.90
折旧和摊销	54	51	67	86	P/B	3.86	3.55	3.25	2.91
资本开支	132	158	140	150	EV/EBITDA	51.30	38.61	27.07	21.88
营运资本变动	89	-373	406	-363					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>