

强烈推荐-A (维持)

世嘉科技 002796.SZ

当前股价: 34.49 元

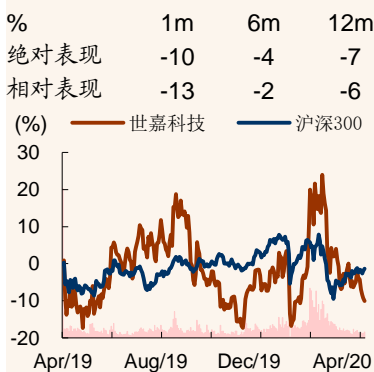
2020 年 04 月 28 日

业绩略低于预期, 5G 新产品核心受益新基建

基础数据

上证综指	2810
总股本(万股)	16829
已上市流通股(万股)	13305
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	46
每股净资产(MRQ)	9.0
ROE(TTM)	5.1
资产负债率	32.0%
主要股东	韩裕玉
主要股东持股比例	29.14%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《世嘉科技(002796)——业绩略低于预期, 射频新龙头受益 5G 网络建设》2020-04-15
- 2、《世嘉科技(002796)——19 年业绩略低预期, 新产品+新市场不改长期成长性》2020-03-01
- 3、《世嘉科技(002796)——5G 上游稀缺的基站天线+射频滤波器一体化龙头》2019-12-31

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理

欧子兴
ouzixing@cmschina.com.cn

事件: 2020 年 4 月 27 日, 公司发布 2019 年年度报告和 2020 年第一季度报告。2019 年公司实现营收 18.71 亿元, 同比增长 46.2%, 实现归母净利润 0.95 亿元, 同比增长 96.4%; 2020 年第一季度实现营收 2.61 亿元, 同比下降 25.7%, 净利润亏损 356.2 万元, 同比下降 124.0%。

评论:

1、业绩略低于预期, 天线+射频业务成长性可期

2019 年公司实现营收 18.71 亿元, 同比增长 46.2%, 实现归母净利润 0.95 亿元, 同比增长 96.4%。受益公司 5G 移动通信设备产品快速增长及公司对海外市场的拓展, 公司年度营收和业绩均实现大幅增长, 受短期因素影响, 略低于市场预期。

公司主要经营业务有两块: 一是精密箱体系统; 二是移动通信设备。

一、精密箱体系统: 精密箱体系统是公司的传统业务, 主要产品包括电梯轿厢系统及其他专用设备箱体系统。2019 年实现营业收入 6.48 亿元, 同比增长 7.64%。近几年主要原材料价格高企, 但通过公司持续的降本增效工作和加大生产精细化管理推进力度等, 公司精密箱体系统业务实现触底回升。

二、移动通信设备: 公司该项业务主要由子公司波发特、捷频电子实施。2019 年公司 5G 天线成为中兴的核心供应商, 在爱立信和北美等新市场取得新的突破, 并提前布局陶瓷滤波器完成一期产能建设。2019 年该板块实现营业收入 12.32 亿元, 同比增长 86.99%。

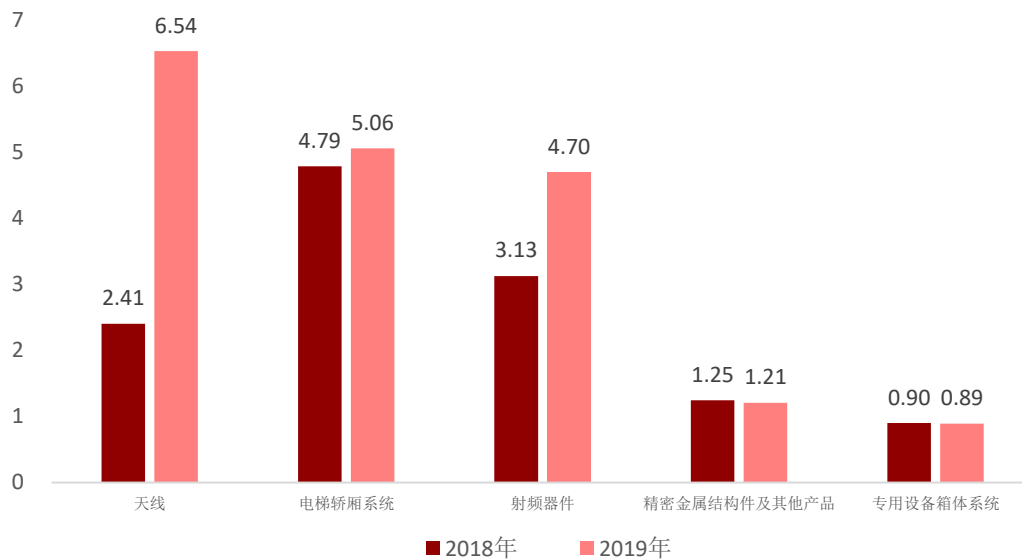
分产品来看, 2019 年天线和射频器件营收增长迅速, 其中天线的营收从 2.41 亿元增长至 6.54 亿元, 同比增加 171.45%; 射频器件的营收从 3.13 亿元增长至 4.70 亿元, 同比增加 50.14%。2019 年电梯轿厢系统、专用设备箱体系统、精密金属结构件及其他产品的营收分别为 5.06 亿元、0.89 亿元和 1.21 亿元, 与去年同期营收基本持平。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1280	1871	2440	3026	3176
同比增长	122%	46%	30%	24%	5%
营业利润(百万元)	53	121	230	331	337
同比增长	86%	127%	89%	44%	2%
净利润(百万元)	49	95	180	260	265
同比增长	89%	96%	89%	44%	2%
每股收益(元)	0.43	0.57	1.07	1.55	1.57
PE	79.6	60.8	32.2	22.3	21.9
PB	2.7	3.8	3.4	3.0	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

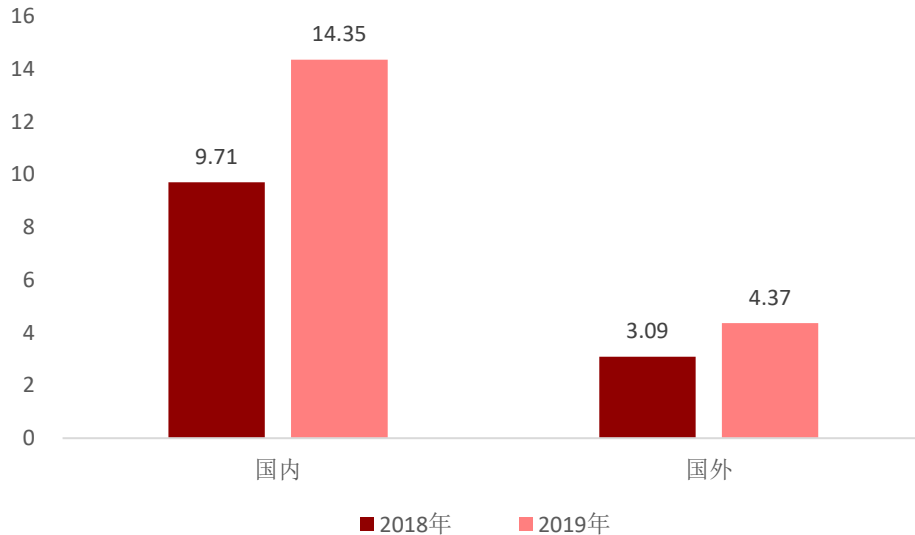
图 1：世嘉科技分产品营业收入（亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

分地区来看，2019 年公司国内和国外市场分别实现营业收入 14.35 亿元和 4.37 亿元，同比分别增长 47.78%和 41.26%，占营业收入比重分别为 76.66%和 23.34%。对比 2018 年同期，国内业务占比上升 0.81 个百分点。

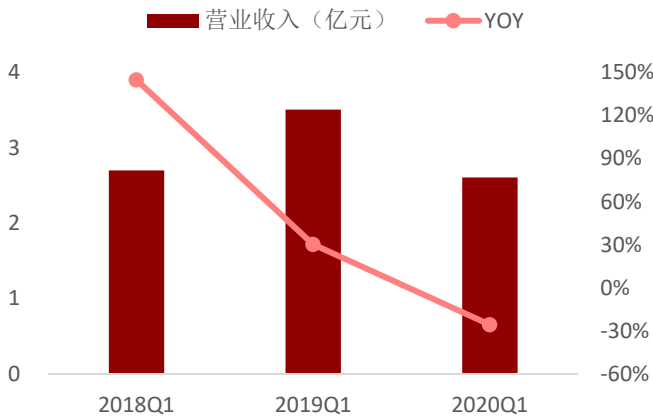
图 2：世嘉科技分地区营业收入（亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

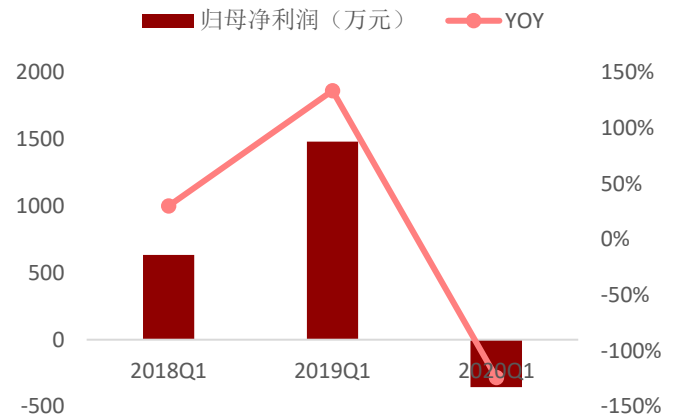
2020 年一季度，公司实现营业收入 2.61 亿元，同比下降 25.67%，净利润亏损 356.22 万元，同比下降 124.01%。公司一季度出现亏损，主要原因是受疫情影响，公司及公司所处行业上下游企业复工复产时间普遍延迟；因防疫物资缺乏及人员、原材料等流动不顺畅，导致公司生产效率下降，生产、管理等成本增加，非经常损益对公司净利润影响金额为 245.4 万元。公司一季度业绩低于预期，我们认为除疫情影响外，新产品的下游客户订单不及预期也是主要原因。公司基本面良好且目前已经实现全面复工，随着二季度疫情的好转，5G 网络规模建设和新产品订单的释放，有望实现盈利提升。

图 3: 2020 年第一季度公司营收增速下降



资料来源: 公司年报、招商证券

图 4: 2020 年第一季度归母净利润为负

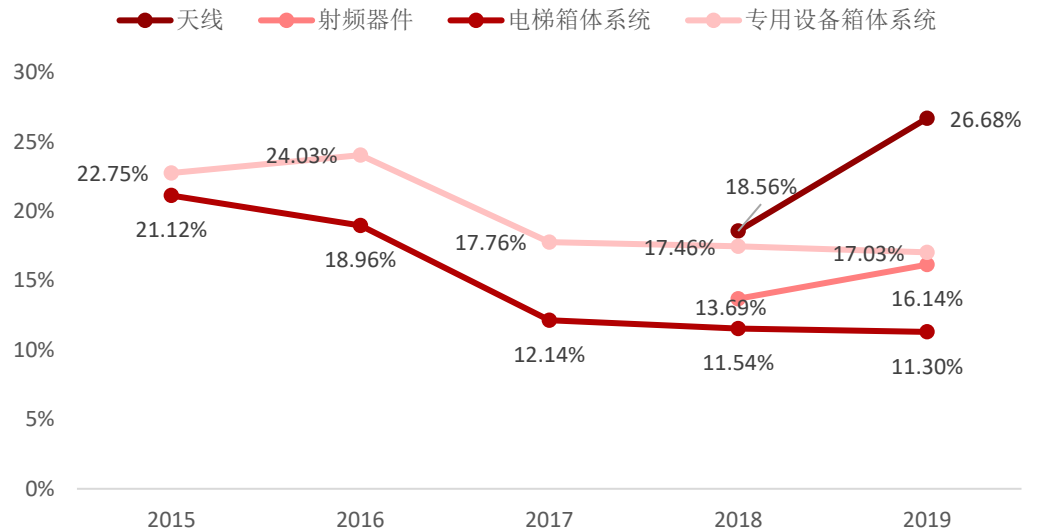


资料来源: 公司年报、招商证券

2、天线及射频业务毛利率上升，研发投入持续增加

毛利率方面，2019 年天线业务毛利率为 26.68%，射频器件毛利率为 16.14%，电梯厢体系统毛利率为 11.30%，专用设备箱体系统毛利率为 17.03%。近几年公司传统业务精密箱体系统的主要产品毛利率呈下降趋势，移动通信设备业务的主要产品天线和射频器件的毛利率呈现上升趋势，预计将有效提高公司整体盈利能力。

图 5: 世嘉科技主要业务毛利率 (2015~2019)



资料来源: 公司年报、招商证券

费用方面，2019 年公司销售费用同比上升 54.50%，销售费用率 2.22%，同比上升 0.12 个百分点；管理费用同比上升 35.00%，管理费用率 4.20%，同比下降 0.35 个百分点；财务费用同比上升 355.23%，财务费用率 0.07%，同比上升 0.11 个百分点，主要原因是销售规模增加，利用银行承兑汇票结算较多，银行手续费增加。

研发费用 0.82 亿元，同比上升 75.17%，研发费用率 4.36%，同比上升 0.72 个百分点。公司重视新产品和新技术的研究与开发，不断加大技术研发的投入，改善技术设备和科研条件。

表 1: 公司研发投入情况

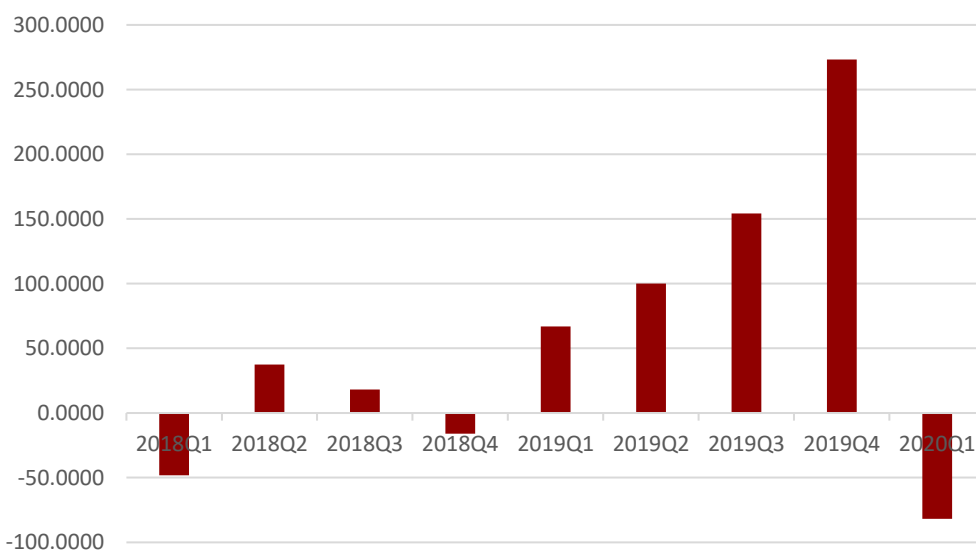
项目	2019 年	2018 年	变动比例
研发人员数量 (人)	313	269	16.36%
研发人员数量占比	14.55%	13.59%	0.96%
研发投入金额 (亿元)	0.82	0.47	75.17%
研发投入占营业收入比例	4.36%	3.64%	0.72%

资料来源: 公司年报、招商证券

3、2019 年现金流表现良好，2020 年一季度受疫情影响转负

公司 2019 年实现 2.73 亿元经营现金流，同比由负转正。2020 年第一季度经营现金流为 -0.82 亿元，同比下降 222.18%。2019 年公司经营性现金流表现良好的主要原因是公司业务发展良好，销售收入增长导致收到的现金增加；公司投资活动产生的现金流净额为 -0.66 亿元，同比增加 56.22%，主要因为赎回的理财产品增加。同时，公司筹资活动产生的现金流净额为 -1.08 亿元，同比下降 161.39%，主要原因是上期公司非公开发行股份募集资金金额较大。2020 年一季度经营现金流为负，主要原因是受疫情影响公司一季度销售规模下降，成本支出增加。

图 6: 世嘉科技近期经营活动现金流情况 (百万元)



资料来源: 公司年报、招商证券

4、兼具天线+滤波器一体化生产能力，公司有望成为 5G 射频龙头

公司是国内稀缺的同时具备 4G/5G 基站天线和滤波器生产能力的一体化龙头企业。5G 天线和滤波器往小型化和一体化的方向发展，成为无线部分占比最大的投资部分。公司作为稀缺的天线+介质滤波器一体化生产企业优势明显，公司本身具有较强的 4G/5G 基站天线研发和制造能力，同时进一步加强现有陶瓷介质滤波器业务的布局，未来有望把握射频产品 AFU 代际更迭的机遇。目前公司 5G 天线顺利进入中兴通讯核心供应商体系，实现质的飞跃；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；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，开拓全新市场；收购捷频电子，提前布局陶瓷波导滤波器产能，一期产能建设现已完成。

5、新产品+新市场确定公司未来成长性

中国移动 2020 年 5G 基站已完成采购，中国联通与中国电信联合采购也将于近期完成，国内 5G 网络进入规模建设新阶段。今年预计三大运营商 5G 基站建设规模有望超过 80 万站，国内主流设备商将占据主要份额。公司在 5G 天线和 5G 陶瓷波导滤波器等射频新产品上具有先发优势，并在下游设备商客户中占据较大份额，凭借新产品+新市场布局，公司未来成长可期。公司陶瓷波导滤波器一期扩产项目已完成设备搬迁和调试，规划产能约每月 100 万片，考虑到后续市场需求的增长，公司正积极准备二期 5G 陶瓷波导滤波器的扩产建设。陶瓷介质滤波器订单随着 5G 网络的规模建设有望逐渐放量，公司将推进陶瓷波导滤波器和天线产品进入爱立信的供应商体系。公司基站天线产品已经进入美国市场，将积极参加 USCC 等运营商的后续招标，并积极推进公司天线产品进入 T-Mobile、AT&T 等运营商的供应商体系。公司凭借新产品+新市场有望打开增量空间，实现通信主营业务的快速发展，成长为射频新龙头。

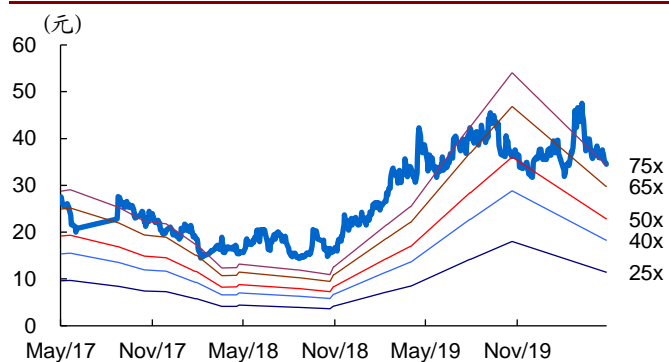
6、国内稀缺的天线+滤波器一体化射频龙头，维持“强烈推荐-A”评级

随着 5G 网络进入规模建设阶段，5G 基站天线朝小型化一体化演进的趋势明显，公司作为市场上稀缺的天线+滤波器一体化生产企业具有较强的竞争优势，有望把握射频产品代际更迭的机遇。公司在稳定 4G 天线和滤波器存量市场的同时，积极布局 5G 天线和 5G 陶瓷介质滤波器业务，将打开 5G 市场增量空间，实现公司通讯业务经营业绩的快速发展。公司目前是中兴的核心主力供应商，并已进入爱立信的供应商体系，成功拓展了美国市场，有望突破新客户打开新的市场增长空间，成长为射频新龙头。

预计 2020-2022 年净利润分别约为 1.80 亿元、2.60 亿元和 2.65 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 32.2 X、22.3X 和 21.9X，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示： 5G 建设进度不及预期、新客户和新产品市场开拓不及预期、产品毛利率过快下滑、疫情进一步恶化的风险

图 7: 世嘉科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 世嘉科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	983	1339	1780	2275	2606
现金	168	407	643	888	1151
交易性投资	0	72	72	72	72
应收票据	192	38	50	62	65
应收款项	260	291	360	446	469
其它应收款	7	0	0	0	0
存货	191	207	234	284	300
其他	165	323	422	523	549
非流动资产	1031	1093	1088	1083	1079
长期股权投资	6	7	7	7	7
固定资产	339	411	414	415	417
无形资产	60	66	59	53	48
其他	627	608	608	607	607
资产总计	2014	2432	2868	3358	3685
流动负债	567	861	1097	1323	1396
短期借款	10	11	0	0	0
应付账款	510	801	1048	1274	1346
预收账款	0	0	0	0	0
其他	47	49	49	49	49
长期负债	10	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	25	25	25	25
负债合计	576	886	1122	1348	1421
股本	112	168	168	168	168
资本公积金	1142	1106	1106	1106	1106
留存收益	170	243	415	639	852
少数股东权益	14	29	57	97	139
归属于母公司所有者权益	1424	1517	1689	1913	2126
负债及权益合计	2014	2432	2868	3358	3685

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(16)	273	294	318	351
净利润	49	95	180	260	265
折旧摊销	47	54	59	58	58
财务费用	(1)	(3)	(4)	(6)	(8)
投资收益	(4)	(6)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(108)	85	33	(37)	2
其它	1	47	36	53	45
投资活动现金流	(151)	(66)	(43)	(43)	(43)
资本支出	(120)	(132)	(54)	(54)	(54)
其他投资	(31)	66	10	10	10
筹资活动现金流	176	(108)	(16)	(30)	(44)
借款变动	(711)	(121)	(11)	0	0
普通股增加	30	56	0	0	0
资本公积增加	874	(36)	0	0	0
股利分配	(16)	(22)	(8)	(36)	(52)
其他	(0)	15	4	6	8
现金净增加额	9	99	235	245	263

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1280	1871	2440	3026	3176
营业成本	1088	1520	1989	2418	2556
营业税金及附加	6	7	9	11	12
营业费用	27	41	54	67	70
管理费用	58	79	103	127	133
研发费用	47	82	106	132	138
财务费用	(1)	1	(4)	(6)	(8)
资产减值损失	6	(31)	(37)	(44)	(53)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	10	10	10	10
营业利润	53	121	230	331	337
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	56	121	229	330	336
所得税	5	10	20	30	30
净利润	51	110	208	301	306
少数股东损益	3	15	28	40	41
归属于母公司净利润	49	95	180	260	265

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	122%	46%	30%	24%	5%
营业利润	86%	127%	89%	44%	2%
净利润	89%	96%	89%	44%	2%
获利能力					
毛利率	15.0%	18.8%	18.5%	20.1%	19.5%
净利率	3.8%	5.1%	7.4%	8.6%	8.3%
ROE	3.4%	6.3%	10.7%	13.6%	12.5%
ROIC	3.3%	7.2%	11.7%	14.7%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	28.6%	36.4%	39.1%	40.1%	38.6%
净负债比率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	9.4	7.6	9.0	9.3	8.7
应收帐款周转率	4.6	4.8	6.6	6.6	6.1
应付帐款周转率	3.3	2.3	2.2	2.1	2.0
每股资料 (元)					
EPS	0.43	0.57	1.07	1.55	1.57
每股经营现金	-0.14	1.62	1.75	1.89	2.08
每股净资产	12.69	9.01	10.03	11.37	12.63
每股股利	0.20	0.05	0.21	0.31	0.31
估值比率					
PE	79.6	60.8	32.2	22.3	21.9
PB	2.7	3.8	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	132.2	71.0	42.4	31.4	31.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

欧子兴 招商证券通信行业研究助理 北京邮电大学工学硕士，6年中国移动集团采购和供应链管理工作经验，2019年加入招商证券，专注于通信上游元器件（天线及射频器件、光模块、光纤光缆等）、通信设备、卫星通信卫星导航等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。