

强烈推荐-A (维持)

世嘉科技 002796.SZ

当前股价: 36.57 元

2020 年 04 月 14 日

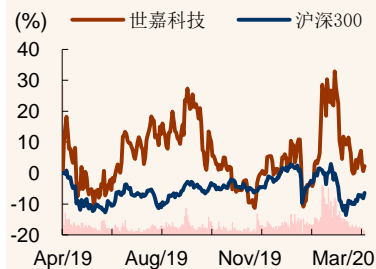
业绩略低于预期, 射频新龙头受益 5G 网络建设

基础数据

上证综指	2827
总股本(万股)	16829
已上市流通股(万股)	13307
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	9.0
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	40.0%
主要股东	韩裕玉
主要股东持股比例	29.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	-8	19
相对表现	-16	-5	23



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《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
- 2、《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 14 晚, 公司发布 2020 年度第一季度业绩预告, 预计 2020 年第一季度归母净利润亏损 0-500 万元, 同比下降 100.0-133.7%。预计非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 200-250 万元。

评论:

1、业绩略低于预期, 疫情影响和新产品订单未放量拖累盈利表现

公司预告 2020 年第一季度归母净利润亏损 0-500 万元, 同比下降 100.0-133.7%, 业绩中位数-250 万元, 对应同比下降 116.8%。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, 预计非经常损益对公司净利润影响金额约为 200-250 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。

2、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。目前公司是中兴金属滤波器的主流供应商, 并已进入爱立信的供应目录。5G 天线已向中兴批量供货并占据较大份额, 4G 天线业务在日本市场供货保持稳定。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	577	1280	1871	2498	3362
同比增长	16%	122%	46%	34%	35%
营业利润(百万元)	29	53	109	206	313
同比增长	-47%	86%	104%	89%	52%
净利润(百万元)	26	49	96	180	272
同比增长	-47%	89%	97%	88%	51%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.57	1.07	1.61
PE	116.7	84.4	64.3	34.3	22.7
PB	6.1	2.9	4.1	3.8	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

3、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,此外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 5G 小型金属滤波器已进入爱立信供应链,并计划在陶瓷波导滤波器及天线等产品与爱立信进一步加强合作。同时公司基站天线产品已经进入美国市场,小批量为美国主流运营商供货,有望打开新的增量市场空间,实现通信主营业务的快速发展,成长为射频新龙头。

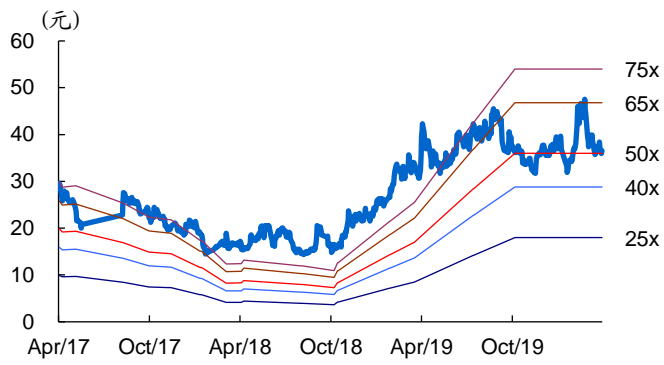
4、国内稀缺的天线+滤波器一体化射频龙头,维持“强烈推荐-A”评级

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 2019-2021 年净利润分别约为 0.96 亿元、1.80 亿元和 2.72 亿元,对应 2019-2021 年 PE 分别为 64.3 X、34.3X 和 22.7X,维持“强烈推荐-A”评级。

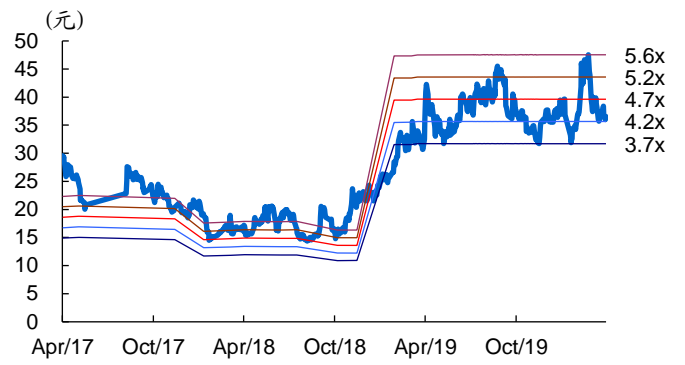
风险提示: 5G 建设进度不及预期、新客户和新产品市场开拓不及预期、产品毛利率过快下滑、疫情进一步恶化的风险

图 1: 世嘉科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	443	983	1305	1750	2319
现金	151	168	177	255	305
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	192	280	374	504
应收款项	107	260	371	496	668
其它应收款	1	7	10	13	20
存货	40	191	226	291	391
其他	144	165	241	320	431
非流动资产	255	1031	1135	1228	1282
长期股权投资	0	6	6	6	6
固定资产	189	339	437	525	604
无形资产	28	60	54	49	44
其他	38	627	638	649	629
资产总计	698	2014	2440	2978	3601
流动负债	200	567	894	1310	1748
短期借款	0	10	127	335	454
应付账款	109	377	532	687	922
预收账款	0	0	0	0	0
其他	91	180	234	289	372
长期负债	6	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	10	10	10	10
负债合计	206	576	903	1320	1758
股本	82	112	168	168	168
资本公积金	268	1142	1106	1106	1106
留存收益	142	170	243	355	526
少数股东权益	0	14	19	29	43
归属于母公司所有者权益	491	1424	1517	1629	1800
负债及权益合计	698	2014	2440	2978	3601

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	42	(16)	50	104	178
净利润	26	49	96	180	272
折旧摊销	17	47	56	69	82
财务费用	(1)	(1)	2	8	15
投资收益	(5)	(4)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	5	(108)	(106)	(161)	(203)
其它	(1)	1	8	12	18
投资活动现金流	31	(151)	(154)	(158)	(131)
资本支出	(78)	(120)	(159)	(163)	(136)
其他投资	109	(31)	5	5	5
筹资活动现金流	1	176	113	132	3
借款变动	68	(711)	117	207	119
普通股增加	2	30	56	0	0
资本公积增加	1	874	(36)	0	0
股利分配	(72)	(16)	(22)	(67)	(101)
其他	2	(0)	(2)	(8)	(15)
现金净增加额	74	9	8	78	51

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	577	1280	1871	2498	3362
营业成本	501	1088	1536	1982	2662
营业税金及附加	3	6	9	12	17
营业费用	11	27	39	52	71
管理费用	39	58	96	128	153
研发费用	0	47	77	102	122
财务费用	(0)	(1)	2	8	15
资产减值损失	0	6	9	11	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5	5
营业利润	29	53	109	206	313
营业外收入	0	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	29	56	110	208	315
所得税	3	5	10	19	29
净利润	26	51	101	189	286
少数股东损益	0	3	5	9	14
归属于母公司净利润	26	49	96	180	272

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	16%	122%	46%	34%	35%
营业利润	-47%	86%	104%	89%	52%
净利润	-47%	89%	97%	88%	51%
获利能力					
毛利率	13.1%	15.0%	17.9%	20.7%	20.8%
净利率	4.5%	3.8%	5.1%	7.2%	8.1%
ROE	5.2%	3.4%	6.3%	11.0%	15.1%
ROIC	5.1%	3.3%	6.0%	9.8%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	28.6%	37.0%	44.3%	48.8%
净负债比率	0.0%	0.5%	5.2%	11.2%	12.6%
流动比率	2.2	1.7	1.5	1.3	1.3
速动比率	2.0	1.4	1.2	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.8	0.6	0.8	0.8	0.9
存货周转率	12.6	9.4	7.4	7.7	7.8
应收帐款周转率	5.6	7.0	5.9	5.8	5.8
应付帐款周转率	5.1	4.5	3.4	3.3	3.3
每股资料 (元)					
EPS	0.31	0.43	0.57	1.07	1.61
每股经营现金	0.51	-0.14	0.30	0.62	1.06
每股净资产	5.99	12.69	9.01	9.68	10.69
每股股利	0.20	0.20	0.40	0.60	0.70
估值比率					
PE	116.7	84.4	64.3	34.3	22.7
PB	6.1	2.9	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA	183.5	86.2	47.3	27.7	19.2

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。