



2018 年 10 月 29 日

增持(首次评级)

当前价: 21.06 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001

邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 彭星煜

电话: 010-66235716

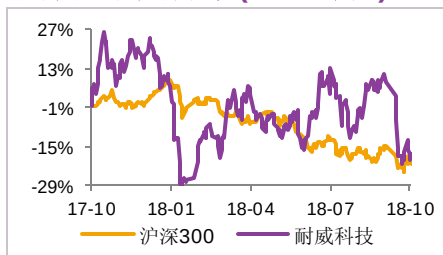
邮箱: pengxingyu@lxsec.com

研究助理: 刘智

电话: 021-51782232

邮箱: liuzhi_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	601	807	1032	1408
(+/-)	78.2%	34.4%	27.8%	36.5%
归母净利润	48	115	152	187
(+/-)	-18.0%	137.1%	32.1%	23.0%
EPS(元)	0.26	0.41	0.54	0.66
P/E	175	52	39	32

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

耐威科技(300456.SZ)

【联讯电子三季报点评】耐威科技：MEMS 需求旺盛，扩产巩固领先地位

投资要点

◇ 事件

耐威科技公布 2018 年三季报。公司 2018-3Q 实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 36%，实现归母净利润、扣非归母净利润分别为 0.82、0.82 亿元，同比分别增长 211%、325%。

◇ 盈利快速增长，费用率有所下降

2018-3Q 公司实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 36%。2018Q3 实现营业收入 2.2 亿元，同比增长 61%，环比增长 5%。主要是 MEMS、导航、航空电子业务均实现增长，智能制造业务实现规模收入。

公司实现归母净利润 0.82 亿元，已超去年全年水平，达到近期新高，同比增长 211%。扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长 325%。Q3 公司实现归母净利润 0.25 亿元，同比增长 1029%，环比增长-50%。实现扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 724%，环比增长-50%。

公司期间费用率 19.78%，相比 2017 年增长-4.93 个百分点。管理费用率 15.17%，增长-2.6 个百分点。销售费用率 3.41%，增长-0.67 个百分点。财务费用率 1.20%，增长-1.67 个百分点。Q3 公司期间费用率 18.61%，同比增长-7.79 个百分点，环比增长 3.51 个百分点。管理费用率 15.28%，同比增长-2.31 个百分点，环比增长 4.09 个百分点。销售费用率 2.34%，同比增长-1.62 个百分点，环比增长-1.13 个百分点。财务费用率 1%，同比增长-3.86 个百分点，环比增长 0.55 个百分点。（此处管理费用包含研发费用以保证可比性）。

公司毛利率 38.8%，相比 2017 年提升 2.38 个百分点。净利率 16.08%，增长 6.4 个百分点。Q3 公司毛利率 33.44%，同比增长-1.67 个百分点，环比增长-11.71 个百分点。净利率 13.9%，同比增长 10.45 个百分点，环比增长-12.5 个百分点。

◇ MEMS 需求旺盛，扩产巩固领先地位

公司 MEMS、导航、航空电子三大核心业务持续增长。MEMS 行业保持高景气度，公司在手订单充足，产能供应紧张，产能利用率处于高位，毛利率改善。2016 年公司启动瑞典 6 寸线升级改造，今年又扩产瑞典 8 寸线，预计年底新增产能投放，合计提升 20%~50%。北京“8 英寸 MEMS 国际代工线”项目进展顺利，基础工程建设已部分封顶，预计今年能够全面封顶，设备采购、技术转移、人员招聘及培训等工作正在进行中，项目进展顺利。预计 2019Q3 达到试生产状态，2020 年形成新增产能。第一期产能投放后，第二期产能将结合市场和公司的运营状况投放。随着物联网时代的到来，MEMS 行业成长动能充足。产能、研发方面的持续投入有利于巩固公司在



MEMS 代工领域的领先地位。

随着北斗导航逐步实现全球组网，公司将在核心芯片、板卡方面加大投入，拓展惯性、卫星、组合导航在军民领域的应用。公司成为百度 Apollo 计划硬件开发平台合作伙伴有助于相关产品民用化。航空电子和无人系统业务方面，公司将持续提升技术和服务水平，提高单个客户价值量并开发新的客户。随着军工改革、军民融合的推进，公司将会获得更多市场机会。公司持续推进智能制造、无人系统、第三代半导体材料和器件等新业务布局。非公开发行股票已获得证监会批复，相关工作正在积极推进中。

✧ 盈利预测与投资建议

预计 2018~2020 年公司 EPS 分别为 0.41、0.54、0.66 元，分别对应 52、39、32 X PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

✧ 风险提示

1、扩产进度不及预期的风险；2、股权质押的风险；3、新产线爬坡进度不及预期的风险；4、MEMS 和军工电子业务发展不及预期的风险。



目 录

一、事件	4
二、盈利快速增长，费用率有所下降	4
三、MEMS 需求旺盛，扩产巩固领先地位	5
四、盈利预测与投资建议	6
五、风险提示	6

图表目录

图表 1： 2013~2018-3Q 耐威科技营业收入和增长率	4
图表 2： 2015Q1~2018Q3 耐威科技营业收入和增长率	4
图表 3： 2013~2018-3Q 耐威科技归母净利润、扣非归母净利润及增长率	4
图表 4： 2015Q1~2018Q3 耐威科技归母净利润、扣非净利润、增长率	4
图表 5： 2013~2018-3Q 耐威科技各项费用率	5
图表 6： 2015Q1~2018Q3 耐威科技各项费用率	5
图表 7： 2013~2018-3Q 耐威科技毛利率、净利率	5
图表 8： 2015Q1~2018Q3 耐威科技毛利率、净利率	5
图表 9： 耐威科技 PE Band	6
图表 10： 耐威科技 PB Band	6
附录： 公司财务预测表（百万元）	7



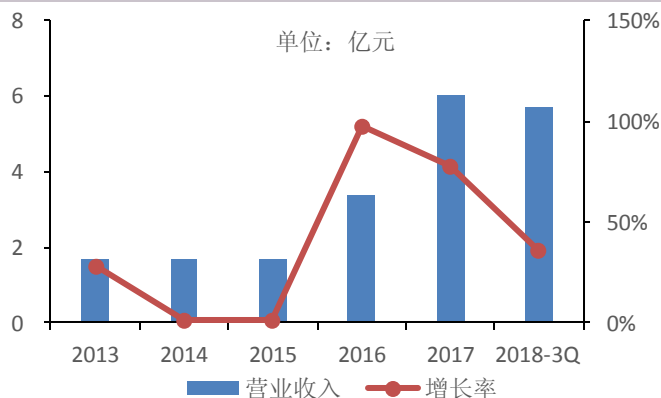
一、事件

耐威科技公布 2018 年三季报。公司 2018-3Q 实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 36%，实现归母净利润、扣非归母净利润分别为 0.82、0.82 亿元，同比分别增长 211%、325%。

二、盈利快速增长，费用率有所下降

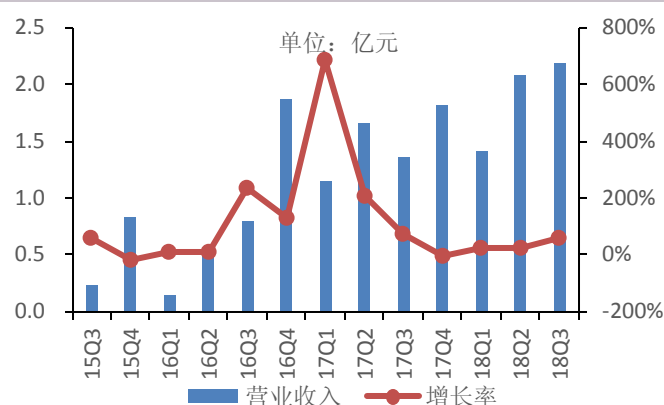
2018-3Q 公司实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 36%。2018Q3 实现营业收入 2.2 亿元，同比增长 61%，环比增长 5%。主要是 MEMS、导航、航空电子业务均实现增长，智能制造业务实现规模收入。

图表1： 2013~2018-3Q 耐威科技营业收入和增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表2： 2015Q1~2018Q3 耐威科技营业收入和增长率

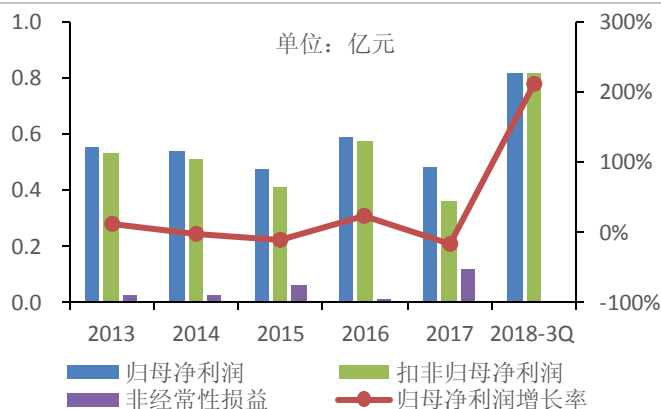


资料来源：Wind、联讯证券

2018-3Q 公司实现归母净利润 0.82 亿元，已超去年全年水平，达到近期新高，同比增长 211%。扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长 325%。

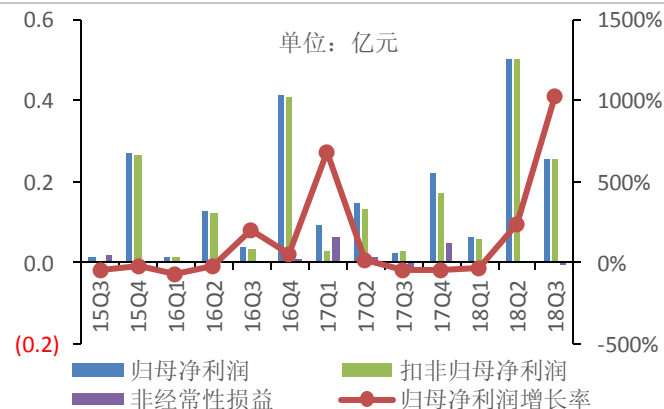
2018Q3 公司实现归母净利润 0.25 亿元，同比增长 1029%，环比增长-50%。实现扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 724%，环比增长-50%。

图表3： 2013~2018-3Q 耐威科技归母净利润、扣非归母净利润及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表4： 2015Q1~2018Q3 耐威科技归母净利润、扣非归母净利润、增长率



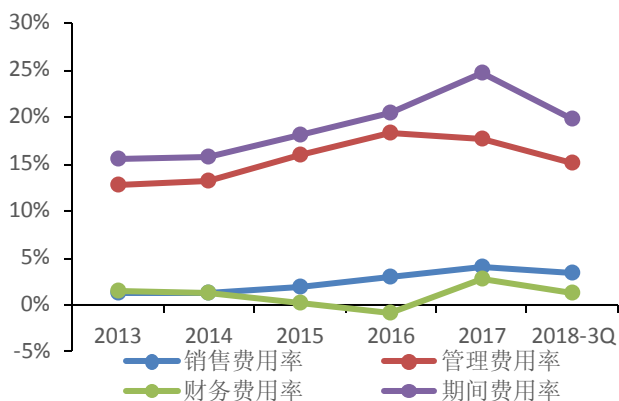
资料来源：Wind、联讯证券

2018Q3 公司期间费用率 19.78%，相比 2017 年增长-4.93 个百分点。管理费用率 15.17%，增长-2.6 个百分点。销售费用率 3.41%，增长-0.67 个百分点。财务费用率 1.20%，增长-1.67 个百分点。（此处管理费用包含研发费用以保证可比性）



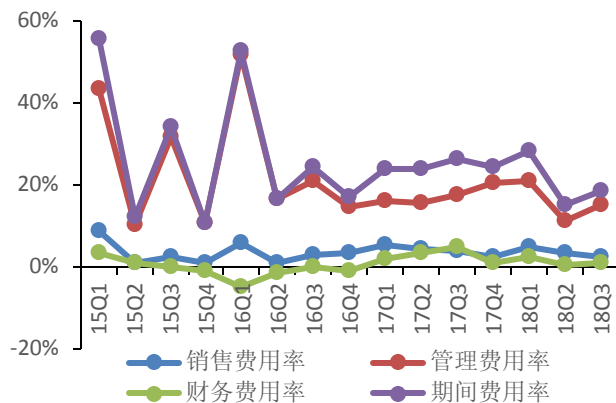
2018Q3 公司期间费用率 18.61%，同比增长-7.79 个百分点，环比增长 3.51 个百分点。管理费用率 15.28%，同比增长-2.31 个百分点，环比增长 4.09 个百分点。销售费用率 2.34%，同比增长-1.62 个百分点，环比增长-1.13 个百分点。财务费用率 1%，同比增长-3.86 个百分点，环比增长 0.55 个百分点。（此处管理费用包含研发费用以保证可比性）

图表5： 2013~2018-3Q 耐威科技各项费用率



资料来源：Wind、联讯证券

图表6： 2015Q1~2018Q3 耐威科技各项费用率

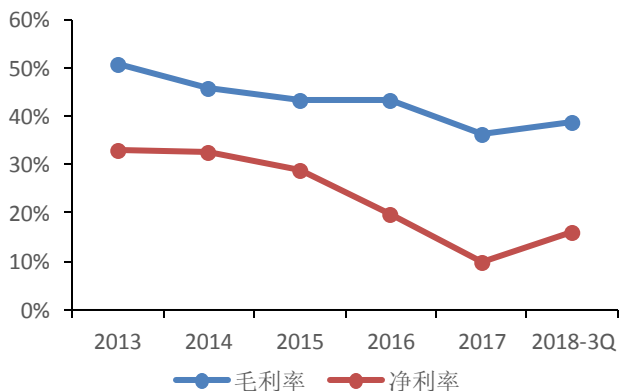


资料来源：Wind、联讯证券

2018-3Q 公司毛利率 38.8%，相比 2017 年提升 2.38 个百分点。净利率 16.08%，增长 6.4 个百分点。

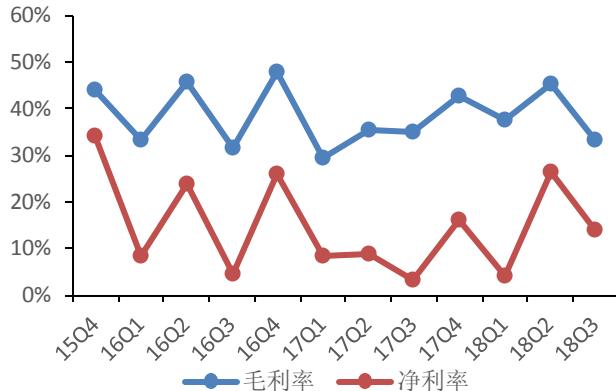
2018Q3 公司毛利率 33.44%，同比增长-1.67 个百分点，环比增长-11.71 个百分点。净利率 13.9%，同比增长 10.45 个百分点，环比增长-12.5 个百分点。

图表7： 2013~2018-3Q 耐威科技毛利率、净利率



资料来源：Wind、联讯证券

图表8： 2015Q1~2018Q3 耐威科技毛利率、净利率



资料来源：Wind、联讯证券

三、MEMS 需求旺盛，扩产巩固领先地位

公司 MEMS、导航、航空电子三大核心业务持续增长。MEMS 行业保持高景气度，公司在手订单充足，产能供应紧张，产能利用率处于高位，毛利率改善。2016 年公司启动瑞典 6 寸线升级改造，今年又扩产瑞典 8 寸线，预计年底新增产能投放，合计提升 20%~50%。北京“8 英寸 MEMS 国际代工线”项目进展顺利，基础工程建设已部分封顶，预计今年能够全面封顶，设备采购、技术转移、人员招聘及培训等工作正在进行中，



项目进展顺利。预计 2019Q3 达到试生产状态，2020 年形成新增产能。第一期产能投放后，第二期产能将结合市场和公司的运营状况投放。随着物联网时代的到来，MEMS 行业成长动能充足。产能、研发方面的持续投入有利于巩固公司在 MEMS 代工领域的领先地位。

随着北斗导航逐步实现全球组网，公司将在核心芯片、板卡方面加大投入，拓展惯性、卫星、组合导航在军民领域的应用。公司成为百度 Apollo 计划硬件开发平台合作伙伴有助于相关产品民用化。航空电子和无人系统业务方面，公司将持续提升技术和服务水平，提高单个客户价值量并开发新的客户。随着军工改革、军民融合的推进，公司将会获得更多市场机会。公司持续推进智能制造、无人系统、第三代半导体材料和器件等新业务布局。非公开发行股票已获得证监会批复，相关工作正在积极推进中。

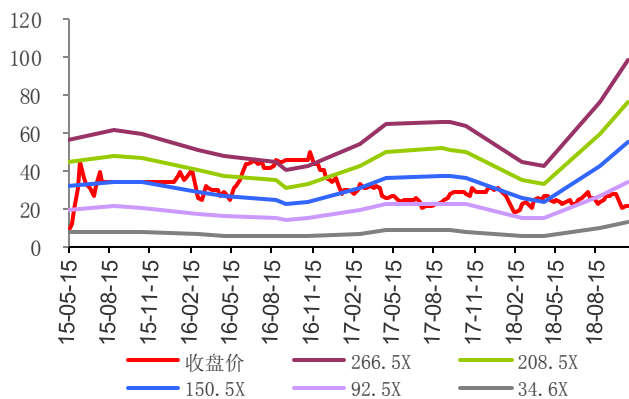
四、盈利预测与投资建议

预计 2018~2020 年公司 EPS 分别为 0.41、0.54、0.66 元，分别对应 52、39、32 X PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

五、风险提示

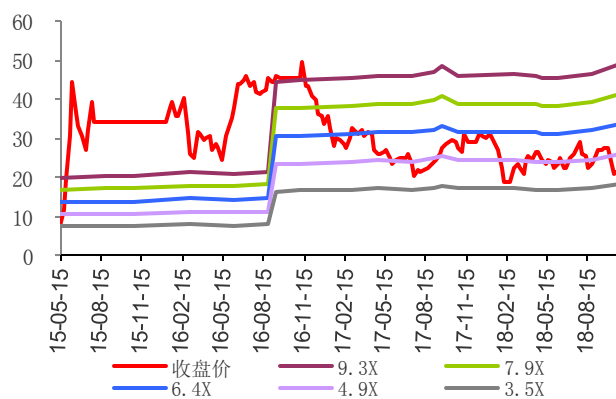
1、扩产进度不及预期的风险；2、股权质押的风险；3、新产线爬坡进度不及预期的风险；4、MEMS 和军工电子业务发展不及预期的风险。

图表9：耐威科技 PE Band



资料来源：Wind、联讯证券

图表10：耐威科技 PB Band



资料来源：Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,693	1,778	2,045	2,556	经营活动现金流	76	92	133	193
货币资金	1,117	977	1,024	1,132	净利润	58	127	167	205
应收账款	356	480	600	811	折旧摊销	46	51	66	86
其它应收款	4	5	8	10	财务费用	17	16	15	14
预付账款	68	95	118	142	投资损失	-1	-2	-2	-2
存货	119	166	224	292	营运资金变动	178	-84	8	200
其他	31	54	70	170	其它	-222	-17	-122	-312
非流动资产	1,407	1,759	2,111	2,533	投资活动现金流	-448	-358	-466	-466
长期股权投资	216	280	308	339	资本支出	161	322	483	483
固定资产	181	217	435	782	长期投资	216	280	308	339
无形资产	94	103	114	125	其他	-71	244	326	357
其他	916	1,158	1,254	1,286	筹资活动现金流	1,268	127	381	381
资产总计	3,100	3,537	4,155	5,088	短期借款	813	732	366	183
流动负债	1,126	1,295	1,554	1,864	长期借款	183	146	73	73
短期借款	813	732	366	183	其他	273	-751	-58	125
应付账款	41	82	98	118	现金净增加额	897	-140	48	107
其他	272	481	1,089	1,563					
非流动负债	228	228	182	182	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	183	146	73	73	成长能力				
其他	45	82	109	109	营业收入	78.21%	34.42%	27.80%	36.49%
负债合计	1,354	1,523	1,736	2,047	营业利润	-1.9%	122.5%	29.02%	22.98%
少数股东权益	348	382	401	422	归属母公司净利润	-17.99%	137.15%	32.13%	23.04%
归属母公司股东权益	1,399	1,632	2,018	2,620	获利能力				
负债和股东权益	3,100	3,537	4,155	5,088	毛利率	36.43%	42.30%	40.72%	36.40%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	净利率	8.07%	14.23%	14.71%	13.26%
营业收入	601	807	1,032	1,408	ROE	3.69%	6.78%	7.53%	7.51%
营业成本	382	466	611	895	偿债能力				
营业税金及附加	3	4	5	6	资产负债率	43.66%	43.05%	41.78%	40.22%
销售费用	25	32	41	48	流动比率	150.40%	137.33%	131.60%	137.09%
管理费用	107	137	165	211	速动比率	139.86%	124.49%	117.16%	121.44%
财务费用	17	16	15	14	营运能力				
资产减值损失	18	22	27	32	总资产周转率	0.25	0.24	0.27	0.30
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	1.92	1.93	1.91	2.00
投资净收益	1	1	2	4	应付帐款周转率	11.78	7.59	6.79	8.29
其他收益	23	25	32	42					
营业利润	70	156	201	247	每股指标(元)				
营业外收入	0	0	0	0	每股收益	0.26	0.41	0.54	0.66
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	0.41	0.32	0.47	0.68
利润总额	70	156	201	247	每股净资产	9.30	7.12	8.56	10.76
所得税	12	28	34	42	估值比率				
净利润	58	127	167	205	P/E	174.83	51.85	39.24	31.89
少数股东损益	10	13	15	18	P/B	4.85	2.96	2.46	1.96
归属母公司净利润	48	115	152	187	EV/EBITDA	77.20	31.43	24.93	20.60
EBITDA	113	207	267	333					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华, 中国人民大学硕士研究生, 现任联讯证券研究院执行院长。2016 年加入联讯证券, 证书编号: S0300516060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 10%;

增持: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com