

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  
买入（维持）

2019 年 07 月 30 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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1280	1968	3037	4629
同比 (%)	121.9%	53.8%	54.3%	52.4%
归母净利润 (百万元)	48.61	147.00	249.88	320.46
同比 (%)	89.2%	202.4%	70.0%	28.2%
每股收益 (元/股)	0.43	0.87	1.48	1.90
P/E (倍)	97.72	48.46	28.51	22.23

### 投资要点

- **事件：**2019H1 世嘉科技实现营业收入 909.56 百万元，同比增长 66.87%，其中 2019Q2 实现营业收入 558.57 百万元，同比增长 102.74%；2019H1 归母净利润 60.44 百万元，同比增长 350.88%，其中 2019Q2 实现归母净利润 45.60 百万元，同比增长 546.09%；每股收益 0.36 元，同比增长 300.00%。
- **移动通信业务增长稳健，中报业绩增长符合预期：**传统的电梯轿厢系统收入保持稳定，H1 实现营业收入 233.93 百万元，同比增速为 2.49%。移动通信业务高速增长，其中金属射频器件业务实现营业收入 259.35 百万元，同比增速为 141.65%，占营业总收入的比重为 28.51%；天线业务时效内收入 286.55 百万元，同比增速为 141.34%，占营业总收入的比重为 31.50%。我们认为，随着国内及日本运营商对 4G 网络的深度覆盖和对 5G 基站建设的大提速，公司移动通信设备产品的需求也将持续稳增。
- **前瞻 5G 基站市场格局，提前布局陶瓷波导滤波器：**5G 网络建设即将进入投资高峰期，为更好地在 5G 基站规模建设中抢占市场先机，提前布局陶瓷波导滤波器，报告期内通过股权转让方式收购捷频电子，借助捷频电子的技术、研发以及销售资源，移动同业业务也有望进一步快速提升，同时陶瓷波导滤波器业务收入占比也有望稳步提升。
- **北美等海外市场及客户拓展顺利，持续看好海外市场业绩：**借助 Dengyo USA，拓展北美市场业务平台，目前 Dengyo USA 于 2018 年底获得首笔订单，并顺利完成交货。同时移动通信设备业务客户拓展顺利推进，目前公司顺利进入爱立信的供应商体系，并开始小批量供货。我们认为随着海外市场布局及客户扩展的稳步推进，海外市场业务收入贡献将逐步加大。
- **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 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 0.87 元、1.48 元、1.90 元，对应 PE 为 48/29/22 X，给予“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)	42.33
一年最低/最高价	13.81/44.40
市净率(倍)	4.86
流通 A 股市值(百万元)	5254.40

### 基础数据

每股净资产(元)	8.71
资产负债率(%)	38.09
总股本(百万股)	168.31
流通 A 股(百万股)	124.13

### 相关研究

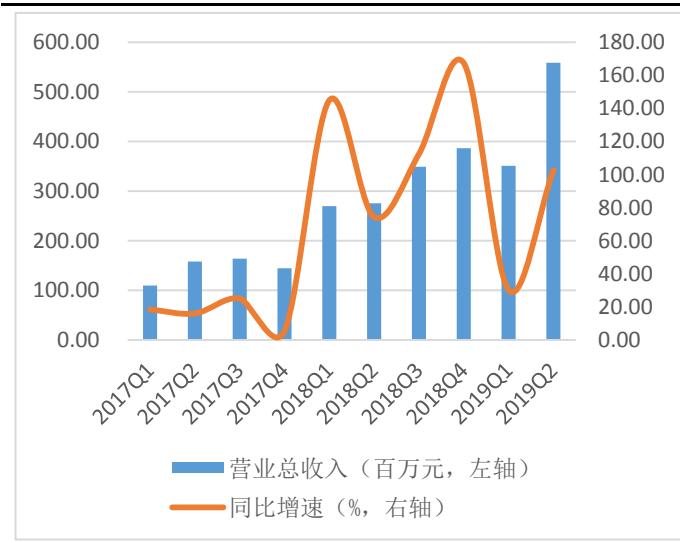
1、《世嘉科技 (002796)：世嘉科技：5G 天线、射频器件布局领先，持续高增长可期》

2019-04-22

## 1. 移动通信业务增长稳健，中报业绩增长符合预期

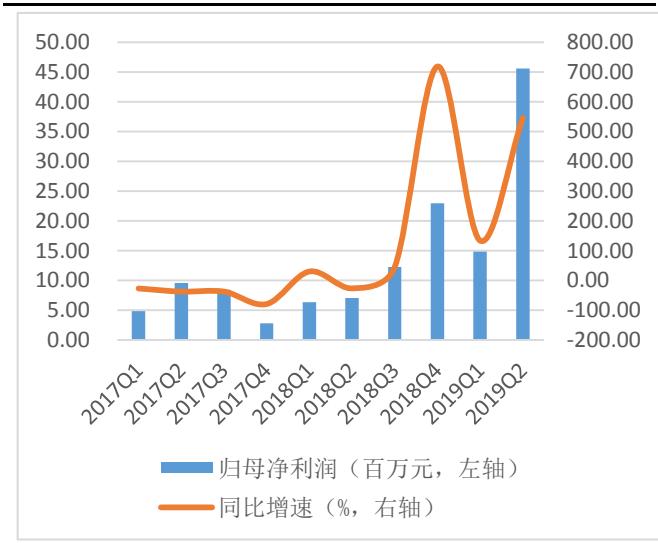
2019H1 世嘉科技实现营业收入 909.56 百万元，同比增长 66.87%，其中 2019Q2 实现营业收入 558.57 百万元，同比增长 102.74%；2019H1 归母净利润 60.44 百万元，同比增长 350.88%，其中 2019Q2 实现归母净利润 45.60 百万元，同比增长 546.09%；每股收益 0.36 元，同比增长 300.00%。

图 1：世嘉科技营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：世嘉科技归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

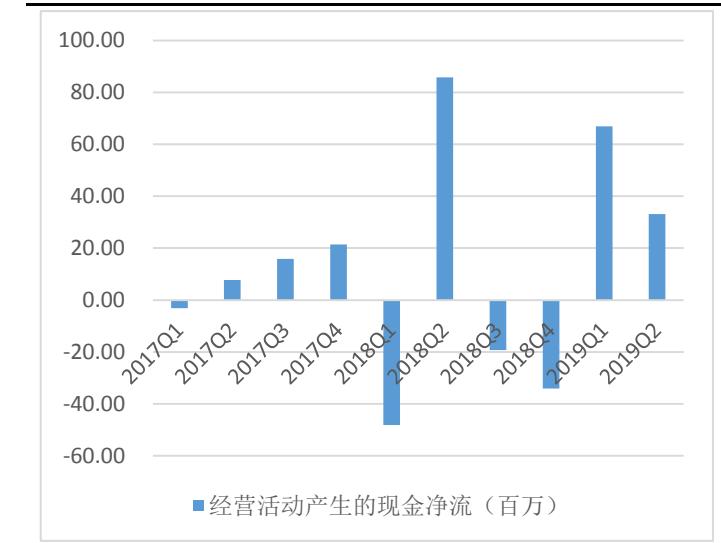
2019Q2 世嘉科技销售毛利率为 22.67%，较一季度增加 6.41 个 PC。销售净利率为 9.49%，较一季度增加 5.04 个 PC。2019H1 世嘉科技经营活动产生的现金净流量为 99.99 百万元，同比增长 166.53%，主要系本期销售规模扩大，销售商品收到的现金增加所致。其中 2019Q2 经营活动产生的现金净流量为 33.10 百万元。

图 3：世嘉科技单季度销售毛利率、净利率



请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：世嘉科技单季度现金净流

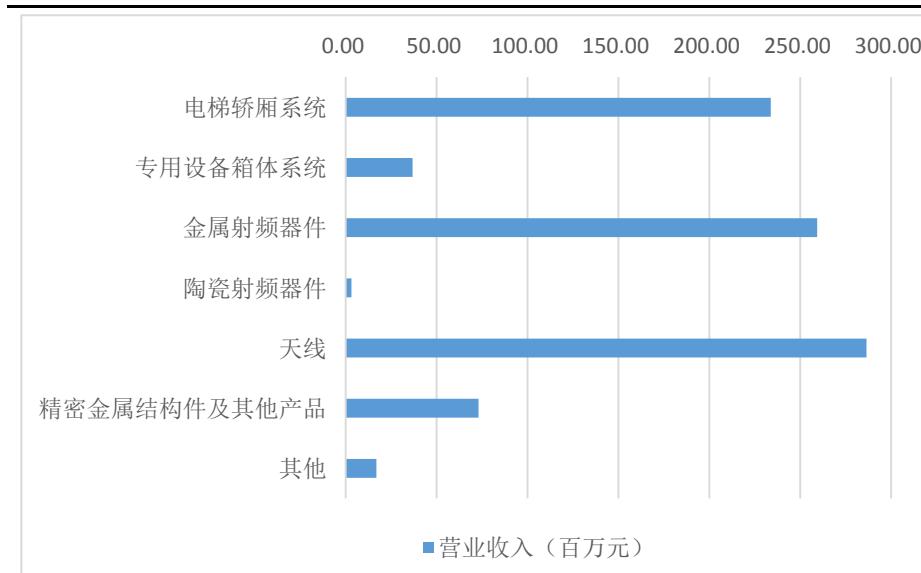


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

传统的电梯轿厢系统收入保持稳定，H1 实现营业收入 233.93 百万元，同比增速为 2.49%。移动通信业务高速增长，其中金属射频器件业务实现营业收入 259.35 百万元，同比增速为 141.65%，占营业总收入的比重为 28.51%；天线业务时效内收入 286.55 百万元，同比增速为 141.34%，占营业总收入的比重为 31.50%。我们认为，随着国内及日本运营商对 4G 网络的深度覆盖和对 5G 基站建设的大提速，公司移动通信设备产品的需求也将持续稳增。

图 5：世嘉科技 2019H1 营业构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 前瞻 5G 基站市场格局，提前布局陶瓷波导滤波器

滤波器是基站系统的关键部件，位于通信产业链的上游，交付的产品经过设备集成商的集成后，最终安装在移动运营商投资建设的移动基站中，而移动基站属于通信网络的基础设施，其投资规模和速度与移动通信每 10 年更新换代的周期有关，因此滤波器厂家的营收增长曲线与运营商资本开支与具有高度相关性。5G 商用提前，运营商下半年实际资本开支有望高于年初计划开支，有助于世嘉科技滤波器实现业务规模增长。

3G/4G 时代，金属腔体滤波器凭借较低成本，较成熟的工艺成为市场主流选择。5G 时代，通道数大幅增加，因此对滤波器提出了小型化、低成本、低功耗的需求，为了满足这种需求，尺寸更小、量产成本更低且兼具高介电常数、高 Q 值的介质材料滤波器有望逐步成为市场主流。介质滤波器又可以分成陶瓷介质滤波器和陶瓷波导滤波器。世嘉科技提前布局陶瓷波导滤波器的研发、生产及销售，有助于公司抢占 5G 时期滤波器市场份额。预计整个 5G 周期，滤波器需求将接近 600 亿元人民币。

图 6: 2019–2025 年中国整个 5G 周期滤波器需求规模预测

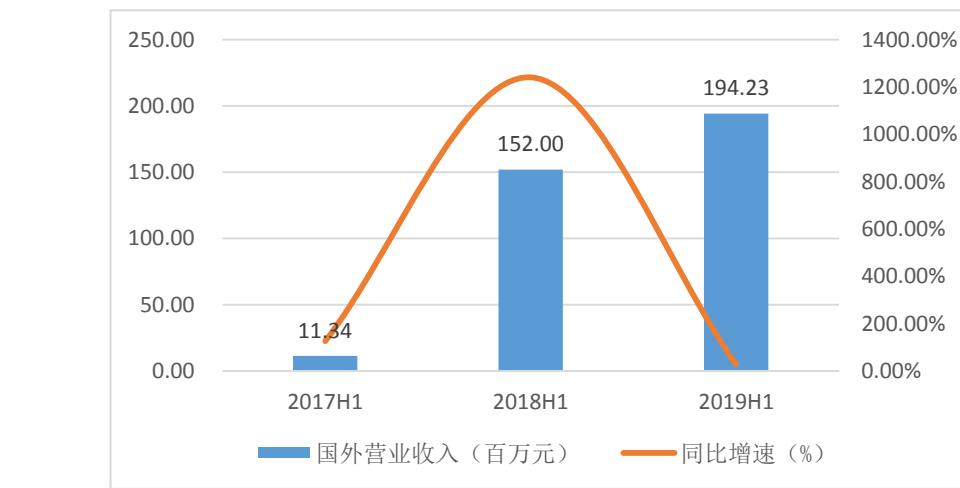


数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

### 3. 北美等海外市场及客户拓展顺利，持续看好海外市场业绩

世嘉科技借助 Dengyo USA，拓展北美市场业务平台。目前 Dengyo USA 于 2018 年底获得首笔订单，并顺利完成交货。同时移动通信设备业务客户拓展顺利推进，公司顺利进入爱立信的供应商体系，并开始小批量供货。2019H1 国外业务营收 194.23 百万元，同比增长 27.78%。我们认为随着海外市场布局及客户扩展的稳步推进，海外市场业务收入贡献将逐步加大。

图 7: 2017H1–2019H1 国外营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

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 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 0.87 元、1.48 元、1.90 元，对应 PE 为 48/29/22 X，给予“买入”评级。

#### 5. 风险提示

- 1、运营商投资不及预期，影响 5G 推进步伐，给上游设备生产商带来压力。
- 2、关联方日本电业出售恩电开，并且选择其他天线供应商，造成公司单一最大客户的流失。另外，精密箱体系统方面，客户也过于集中，任何单一客户流失都可能对公司的生产经营造成影响。
- 3、近年来，随着通信技术的不断演进迭代，产品的技术竞争、价格竞争日趋激烈，市场疲软、波动及竞争加剧可能会对波发特取得订单的能力、产品的销售价格造成不利的影响。

## 世嘉科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>983.2</b>	<b>1507.0</b>	<b>2343.5</b>	<b>3575.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>1279.9</b>	<b>1968.5</b>	<b>3037.1</b>	<b>4629.0</b>
现金	168.3	255.8	422.0	641.5	减: 营业成本	1088.0	1655.1	2505.6	3850.5
应收账款	458.7	705.4	1088.4	1658.8	营业税金及附加	5.8	9.8	15.2	23.1
存货	191.4	291.2	440.8	677.4	营业费用	26.8	51.1	94.1	166.5
其他流动资产	164.9	254.6	392.3	597.5	管理费用	63.0	91.6	141.2	214.6
<b>非流动资产</b>	<b>1031.1</b>	<b>1152.3</b>	<b>1195.0</b>	<b>1205.2</b>	<b>财务费用</b>	<b>-0.5</b>	<b>4.6</b>	<b>13.4</b>	<b>30.4</b>
长期股权投资	5.7	11.4	17.2	22.9	资产减值损失	3.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	375.3	461.0	469.3	446.0	加: 投资净收益	<b>-46.9</b>	2.0	3.0	3.9
无形资产	59.9	89.6	118.3	146.1	<b>营业利润</b>	<b>53.4</b>	<b>158.2</b>	<b>270.6</b>	<b>347.8</b>
其他非流动资产	590.2	590.2	590.2	590.2	加: 营业外净收支	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>资产总计</b>	<b>2014.3</b>	<b>2659.3</b>	<b>3538.5</b>	<b>4780.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>55.9</b>	<b>160.7</b>	<b>273.1</b>	<b>350.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>566.7</b>	<b>1035.7</b>	<b>1768.3</b>	<b>2824.7</b>	减: 所得税费用	4.7	13.7	23.2	29.8
短期借款	10.0	188.3	484.8	851.4	少数股东损益	2.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	509.9	775.7	1174.3	1804.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>48.6</b>	<b>147.00</b>	<b>249.88</b>	<b>320.46</b>
其他流动负债	46.8	71.7	109.3	168.7	<b>EBIT</b>	101.0	162.8	284.1	378.2
<b>非流动负债</b>	<b>9.6</b>	<b>13.0</b>	<b>16.4</b>	<b>19.9</b>	<b>EBITDA</b>	144.1	202.4	329.8	427.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	9.6	13.0	16.4	19.9					
<b>负债合计</b>	<b>576.4</b>	<b>1048.7</b>	<b>1784.8</b>	<b>2844.6</b>					
少数股东权益	14.2	14.2	14.2	14.2					
归属母公司股东权益	1423.8	1596.3	1739.5	1921.5					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2014.3</b>	<b>2659.3</b>	<b>3538.5</b>	<b>4780.3</b>					
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	<b>-15.9</b>	39.3	64.9	51.1	每股收益(元)	0.43	0.87	1.48	1.90
投资活动现金流	<b>-150.9</b>	<b>-149.9</b>	<b>-82.7</b>	<b>-54.1</b>	每股净资产(元)	12.69	9.49	10.34	11.42
筹资活动现金流	176.1	198.2	184.0	222.4	发行在外股份(百万)	112.2	168.3	168.3	168.3
现金净增加额	10.3	87.5	166.2	219.4	ROIC(%)	9.6%	9.1%	12.9%	13.9%
企业自由现金流	<b>-790.5</b>	<b>-76.0</b>	24.0	54.3	ROE(%)	3.4%	9.2%	14.4%	16.7%
					毛利率(%)	15.0%	15.9%	17.5%	16.8%
					EBIT Margin(%)	7.9%	8.3%	9.4%	8.2%
					销售净利率(%)	3.8%	7.5%	8.2%	6.9%
					资产负债率(%)	28.6%	39.4%	50.4%	59.5%
					收入增长率(%)	121.9%	53.8%	54.3%	52.4%
					净利润增长率(%)	89.2%	202.4%	70.0%	28.2%

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>