

卡位无线充电和 5G 射频元器件，长期成长动能充足

买入（维持）

2019 年 08 月 02 日

证券分析师 王平阳

执业证号：S0600519060001

021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,707	5,435	7,151	9,587
同比（%）	37.0%	15.5%	31.6%	34.1%
归母净利润（百万元）	988	1,194	1,496	1,887
同比（%）	11.1%	20.8%	25.4%	26.1%
每股收益（元/股）	1.02	1.23	1.54	1.95
P/E（倍）	28.74	23.62	18.84	14.94

投资要点

■ **深度布局无线充电，充分受益市场持续增长：**无线充电在消费电子市场具备广阔的应用前景，受益于 5G 带动的消费电子市场景气度提升，无线充电市场有望持续增长，产业链亦有望充分受益。公司深度布局无线充电，可提供从磁性材料、线圈到模组的一站式无线充电解决方案，积累了三星、华为等优质客户资源，未来有望进一步实现客户拓展，推动无线充电产品的放量增长，从而持续增厚业绩。

■ **卡位 5G 射频元器件市场，未来成长动能充足：**射频滤波器是移动通信系统的核心器件，在 5G 时代有望迎来量价齐升，实现市场规模的快速增长，但 5G 滤波器的国产化率不高，国产替代势在必行；另一方面，LCP 天线凭借独特的性能优势，有望在 5G 智能手机市场持续渗透，其市场规模亦有望在 5G 时代迎来快速增长。公司在 5G 射频元器件领域积极投入，在滤波器方面，公司入股德清华莹布局 SAW 滤波器，提前卡位 5G 射频滤波器市场，合作双方的协同效应显著。同时，公司积极布局 LCP 天线业务，未来随着产品推出，有望成为公司业绩的全新增长极。

■ **盈利预测与投资评级：**公司深耕无线充电、射频滤波器和 LCP 天线等领域，市场竞争力显著，有望充分受益无线充电、LCP 天线市场的增长和射频滤波器的国产替代进程。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 54.35、71.51、95.87 亿元，增长 15.5%、31.6%、34.1%；2019-2021 年归母净利润分别为 11.94、14.96、18.87 亿元，增长 20.8%、25.4%、26.1%，实现 EPS 为 1.23、1.54、1.95 元，对应 PE 为 24、19、15 倍。给予信维通信 2020 年 25 倍目标 PE，目标价 38.5 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**下游应用市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.10
一年最低/最高价	18.89/36.76
市净率(倍)	7.20
流通 A 股市值(百万元)	23572.47

基础数据

每股净资产(元)	4.04
资产负债率(%)	47.32
总股本(百万股)	968.64
流通 A 股(百万股)	810.05

相关研究

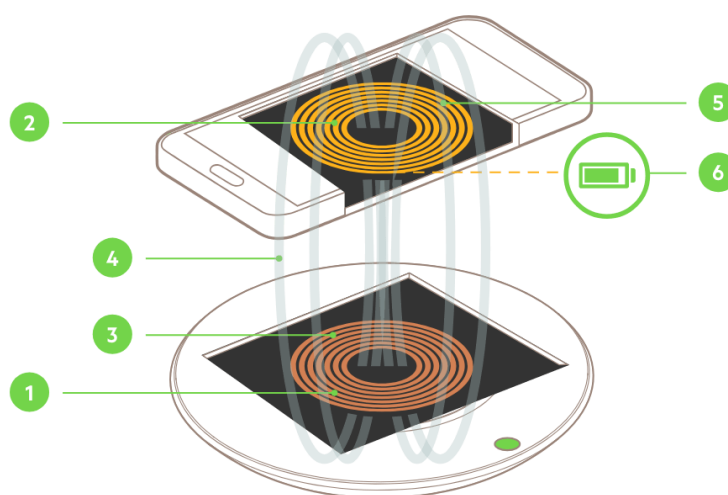
- 1、《信维通信 (300136)：业绩符合预期，加大无线充电投资提供充足成长动能》2018-10-17
- 2、《信维通信 (300136)：Q3 增长提速，积极备战 5G》2018-09-28
- 3、《信维通信 (300136)：毛利率提升，扣非业绩继续快速增长》2018-07-26

1. 深度布局无线充电，充分受益市场持续增长

1.1. 无线充电市场持续增长，产业链厂商全面受益

无线充电作为一种无线电能传输技术，在消费电子市场有着广阔的应用前景。按照电能传输原理的不同，无线充电共有磁感应、磁共振、微波和电场耦合四大技术路线，其中，目前已实现大规模量产的主要是磁感应无线充电产品，其基本工作过程为：充电底座的发射线圈发出信号，该信号可搜索附近的接收线圈；感应到接收线圈后，发射线圈中的电流开始环绕线圈流动并开始电磁感应；接收线圈基于电磁感应产生感应电流，即可为用电设备进行充电。无线充电是传统终端设备在用户体验上的一次重大革新，未来在消费电子市场有着广阔的应用前景。

图 1：无线充电示意图

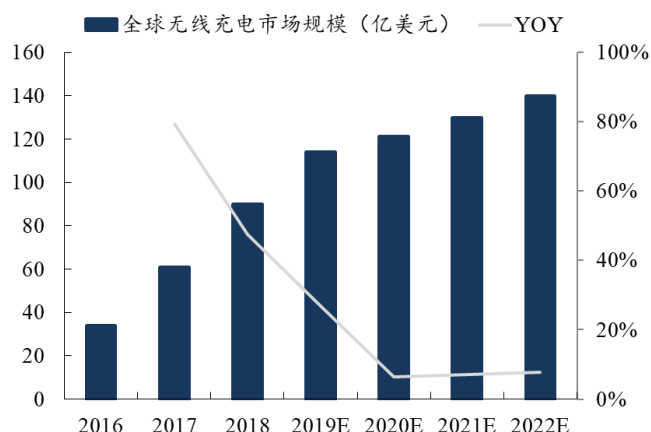


数据来源：Belkin，东吴证券研究所

随着全球 5G 商用进程的推进，5G 基础设施、终端和应用的生态将逐步完善，考虑到 5G 相对于 4G 在大带宽、低延时和广域连接等方面的大幅革新，5G 将为包括手机在内的消费电子市场注入新的活力，由 5G 带动的换机潮也有望带动消费电子市场进入新的成长周期。

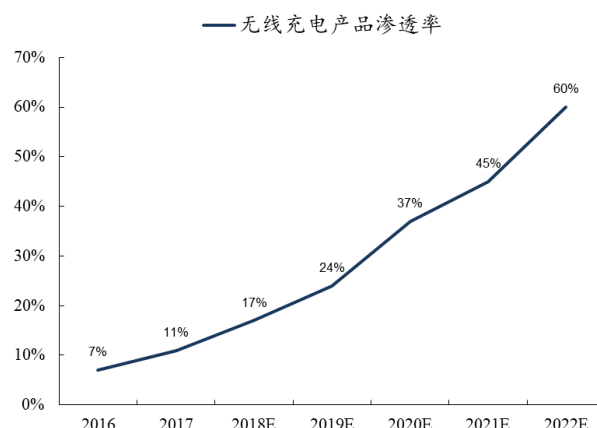
无线充电在消费电子市场广阔的应用前景叠加消费电子市场的景气度提升，无线充电市场增长动能充足。随着三星、苹果等智能手机头部厂商陆续将无线充电纳入旗舰机型的标配，无线充电市场开启高速增长，2016 年全球无线充电市场规模约 34 亿美元，预计到 2022 年全球无线充电市场规模将达 140 亿美元，2016-2022 年的 CAGR 达 27%。但 2018 年无线充电产品的市场渗透率仅约 11% 左右，未来的市场空间仍十分广阔。

图 2：全球无线充电市场规模变化



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

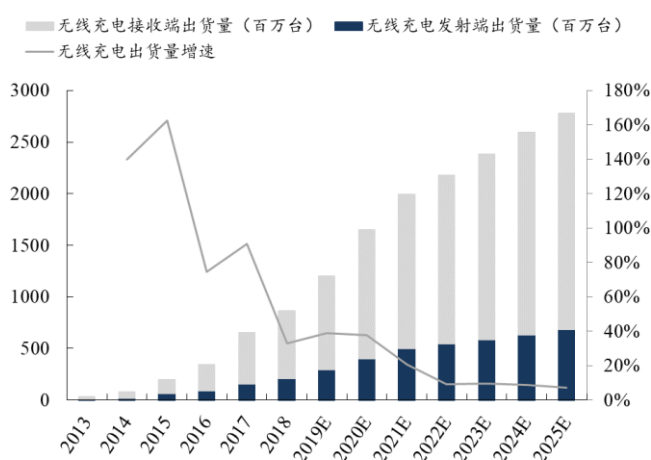
图 3：全球无线充电产品渗透率变化



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

无线充电今后有望向各级智能手机产品逐渐渗透，同时，无线充电在智能硬件和汽车领域也可以解决各类充电场景的应用痛点，因而其在物联网和汽车电子市场亦有较大应用潜力。未来无线充电有望从手机应用向其他应用场景迁移，带动无线充电产品出货量快速增长。

图 4：无线充电产品出货量变化



数据来源：中国产业研究，东吴证券研究所

图 5：无线充电产品



数据来源：小米官网，东吴证券研究所

无线充电产业链主要包括方案设计、电源芯片、磁性材料、传输线圈、模组制造等环节。除了电源芯片主要由海外厂商占据外，无线充电其余各个环节均有国内厂商布局，未来有望充分受益无线充电市场的增长。

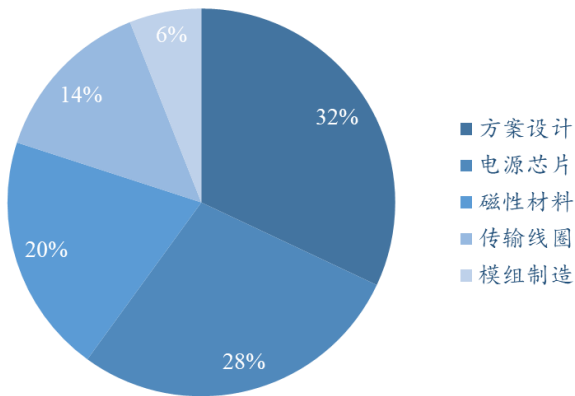
表 1：无线充电产业链情况

产业链环节	企业格局
方案设计	国外：苹果，高通，特斯拉； 国内：中兴通信，信维通信，万安科技。
芯片	国外：英特尔，高通，TI，NXP，联发科，博通； 国内：全志科技，紫光股份。
线圈	国外：住友，NOK，村田，TDK； 国内：立讯精密，硕贝德，信维通信，东山精密，台湾臻鼎。
磁性材料	国外：TDK，村田，Murawa，Amotech； 国内：信维通信，横店东磁，天通股份，安洁科技。
模组	国内：立讯精密，欣旺达，德赛电池，比亚迪。
设备	国内：田中精机等。

数据来源：观研天下，东吴证券研究所

在无线充电产业链中，方案设计占据了无线充电产品价值量的主要部分，电源芯片占产品价值量的 28%，磁性材料、线圈和模组合计占产品价值量的 40%。

图 6：无线充电产业链价值量分布



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

1.2. 深度布局无线充电，卡位行业风口

公司在无线充电领域深度布局，在磁性材料领域，公司可提供铁氧体材料、非晶/纳米晶等多种软磁材料，可从材料端配合客户进行产品开发；在线圈领域，公司具备成熟的精密加工及绕线工艺，可提供不同线圈方案的产品设计；在模组领域，目前公司自主设计的无线充电接收端模组已实现大规模量产，并覆盖了几大全球大客户，产品竞争力显著。目前公司可提供从磁性材料、线圈到模组的一站式无线充电解决方案，在产品的整体定制化设计方面具备突出竞争力，同时产品成本优势显著，可以更好地满足客户需求，未来有望充分受益无线充电市场的发展。

图 7：公司在无线充电领域的布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司客户资源优质，市场地位突出。公司早在 2016 年就已进入三星 Galaxy S8 无线充电供应链，市场先发优势显著。2018 年公司进入华为供应链，提供无线充电模组，未来公司凭借产品和市场的优势地位有望进一步拓展更多优质客户资源，推动无线充电产品的放量增长，从而持续增厚业绩。

图 8：公司客户资源优质



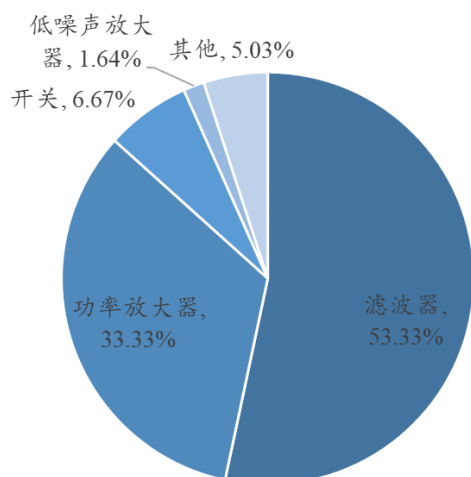
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 卡位 5G 射频元器件市场，未来成长动能充足

2.1. 5G 带动滤波器市场快速增长，国产替代空间广阔

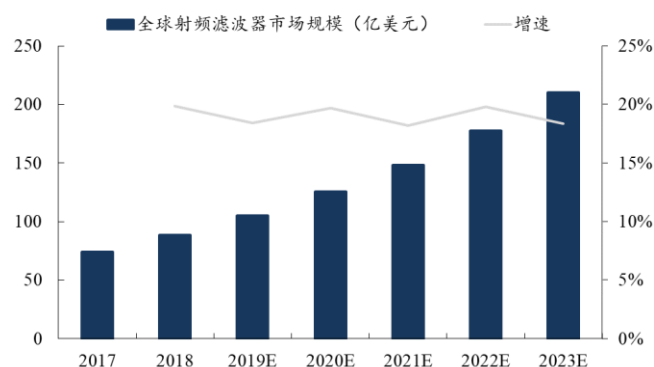
射频滤波器是一种能允许特定频率范围的信号通过，而阻止该频率范围以外的信号通过的电学网络或器件，是 5G 射频前端模块的核心部分，同时也是射频前端模块中价值量占比最高的部分。根据 QUALCOMM 数据，2018 年全球射频滤波器市场规模约 88.59 亿美元，同比增长 19.86%，预计 2023 年市场规模将达到 210.33 亿美元。

图 9：2017 年各类射频前端芯片的市场规模占比



数据来源：5G 产业圈，东吴证券研究所

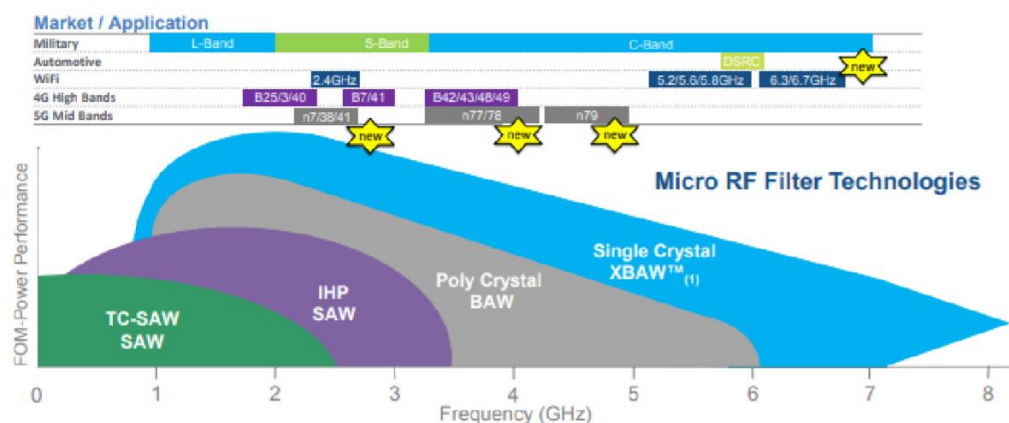
图 10：全球射频滤波器市场规模变化



数据来源：QUALCOMM，东吴证券研究所

随着移动通信技术的发展，特别是 5G 时代移动通信的频段增加，带动移动终端设备中射频滤波器数量大幅增加；另一方面，移动通信系统的升级对滤波器的性能（高频谐振、Q 值，尺寸和功率容量）要求不断提高，未来 TC-SAW、IHP-SAW、BAW 和 FBAR 等高端滤波器品类的占比不断提升，有望带动移动终端设备中滤波器整体价值量显著提升，从而推动全球射频滤波器市场实现高速增长。

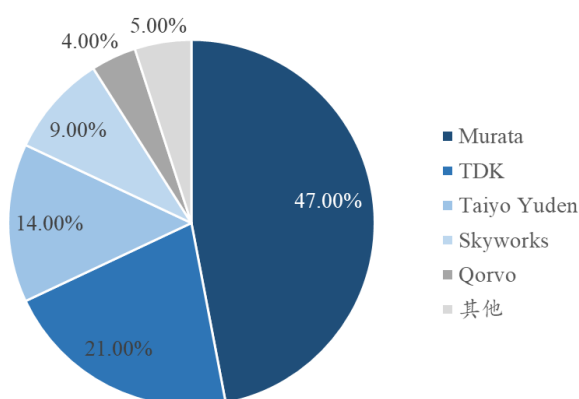
图 11：各类滤波器在移动通信技术中的应用



数据来源：MEMS，东吴证券研究所

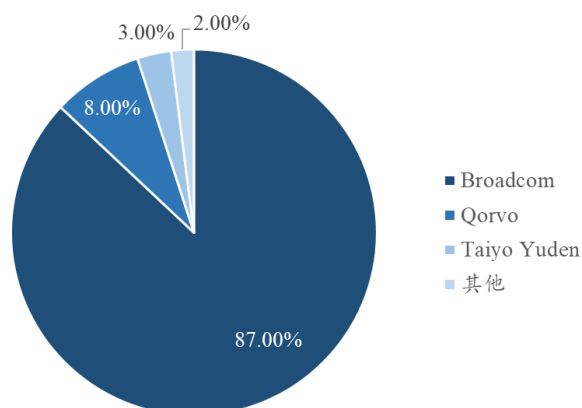
在全球 SAW 滤波器市场，前五名 Murata（日本）、TDK（日本）、Yaiyo Yuden（日本）、Skyworks（美国）、Qrovo（美国）合计占据了全球 95% 的市场份额。在全球 FBAR 滤波器市场，Broadcom（美国）一家独大，占据了全球 87% 的市场份额，此外 Qrovo（美国）和 Yaiyo Yuden（日本）分别占据了 8% 和 3% 的市场份额。不论是 SAW 滤波器还是 FBAR 滤波器的国产化率均较低，国产替代的空间十分广阔。

图 12：全球 SAW 滤波器市场格局



数据来源：半导体行业联盟，东吴证券研究所

图 13：全球 FBAR 滤波器市场格局

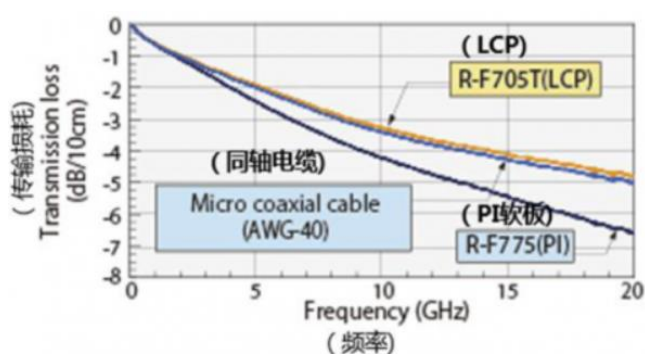


数据来源：半导体行业联盟，东吴证券研究所

2.2. 5G 手机天线升级催生 LCP 需求，推动 LCP 天线市场快速增长

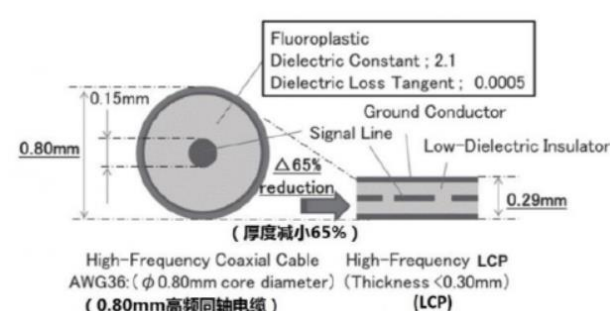
5G 的峰值传输速度可达每秒数十 Gb，比 4G 网络的传输速度快数百倍，由此对配套天线的性能提出了新的要求。传统 PI 材质的天线由于其传输损耗较大，在 5G 高速高频通信时代的应用空间大幅收窄，相比传统 PI 天线，LCP 天线的传输损耗值大约小 10 倍左右，可有效改善 5G 传输性能。此外，LCP 材质易于弯折，在天线小型化方面具备独特优势，可显著提升手机内部的空间利用率，适应了智能手机全面屏和轻薄化的发展趋势。因此，在 5G 时代 LCP 天线有望取代传统天线，应用前景十分广阔。

图 14：LCP 天线具备良好的传输特性



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

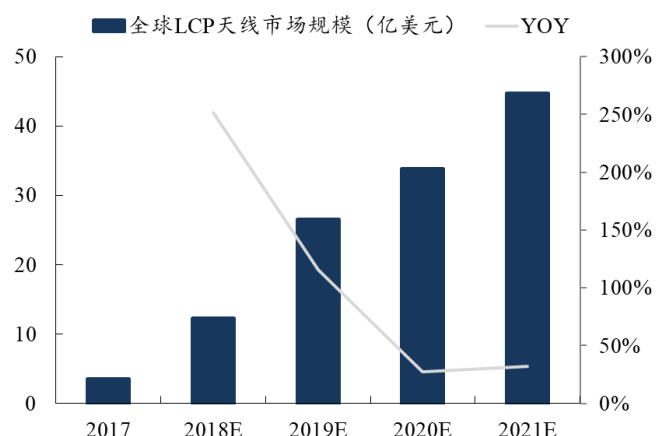
图 15：LCP 在天线小型化方面具备独特优势



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

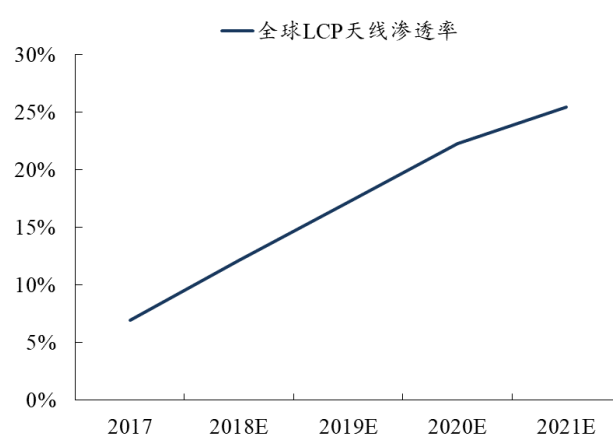
凭借突出的性能优势，LCP 天线未来有望在智能手机市场持续渗透，随着当前 5G 应用的逐步落地，LCP 天线市场有望迎来快速增长。

图 16：全球 LCP 天线市场规模变化



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图 17：全球 LCP 天线渗透率变化



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

2.3. 布局 5G 射频滤波器和 LCP 天线，打造长期成长动能

公司在 5G 滤波器市场进行了前瞻性布局，早在 2017 年便与中电 55 所达成合作，入股 55 所旗下控股公司德清华莹，合力开展 SAW 滤波器的研发和制造。德清华莹是国内领先的 SAW 器件及材料生产商，产品覆盖了 SAW 滤波器、SAW 传感器、环行器和隔离器和晶体材料等多个系列，具备单晶材料、器件研发、芯片加工、器件封装的全产业链布局，是高端滤波器国产化的中坚力量。

图 18：德清华莹 SAW 器件产品



数据来源：德清华莹官网，东吴证券研究所

优化 5G 射频业务布局，合作双方协同效应显著。公司入股德清华莹实现强强联合，一方面，目前德清华莹已具备 8000 万支 SAW 滤波器的年产能，产品在频率范围、带宽和插入损耗等性能指标上表现优异，可不断完善公司在滤波器等射频前端业务的产业布局，进一步提升公司的综合竞争力和服务能力；另一方面，公司亦可结合自身具备的全球大客户平台优势，对接德清华莹的优质产品和技术资源，助力国产滤波器产品推广，双方协同效应十分显著。随着 5G 商用的逐步推进，公司有望充分受益滤波器需求的持

续提升，未来成长动能十分充足。

图 19：公司与德清华莹的协同效应显著



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

同时，公司积极布局未来应用前景广阔的 LCP 天线业务，在 LCP 天线的设计、仿真、制造和测试等环节投入研发，致力于提供 LCP 天线（电路+模组）一站式解决方案。目前，公司在全球多家大客户的 LCP 天线项目进展顺利，未来随着产品推出，有望成为公司业绩的全新增长极。

3. 盈利预测与投资评级

公司深耕无线充电、射频滤波器和 LCP 天线等领域，市场竞争力显著，有望充分受益无线充电、LCP 天线市场的增长和射频滤波器的国产替代进程。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 54.35、71.51、95.87 亿元，增长 15.5%、31.6%、34.1%；2019-2021 年归母净利润分别为 11.94、14.96、18.87 亿元，增长 20.8%、25.4%、26.1%，实现 EPS 为 1.23、1.54、1.95 元，对应 PE 为 24、19、15 倍。给予信维通信 2020 年 25 倍目标 PE，目标价 38.5 元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) 下游应用市场需求不及预期：若消费电子市场需求不及预期，公司产品销售可能受到影响，从而影响公司营收的增长。
- 2) 新品推出不及预期：射频滤波器及 LCP 天线研发的专业化程度较高，存在一定

技术壁垒，技术开发难度和研发投入大，若新一代产品研发进度不及预期，公司核心业务的营收规模和增速可能受到影响。

2) 客户开拓不及预期：由于下游需求放缓，导致公司与主要客户的稳定合作关系发生变动或客户开拓不及预期，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

信维通信三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,870	4,843	5,993	7,284	营业收入	4,707	5,435	7,151	9,587
现金	937	2,125	1,395	2,230	减:营业成本	2,988	3,394	4,416	5,776
应收账款	2,197	1,847	3,473	3,660	营业税金及附加	39	44	59	78
存货	535	462	835	862	营业费用	70	163	256	522
其他流动资产	202	408	290	533	管理费用	142	390	521	868
非流动资产	3,346	3,611	4,146	4,837	财务费用	46	3	87	51
长期股权投资	117	130	143	155	资产减值损失	34	54	72	96
固定资产	776	1,272	1,763	2,290	加:投资净收益	8	6	3	4
在建工程	841	490	389	383	其他收益	0	-1	-0	-0
无形资产	838	958	1,103	1,278	营业利润	1,133	1,391	1,743	2,198
其他非流动资产	774	762	748	731	加:营业外净收支	-5	0	0	0
资产总计	7,217	8,454	10,139	12,121	利润总额	1,128	1,391	1,743	2,198
流动负债	2,112	2,414	2,859	3,188	减:所得税费用	138	195	244	308
短期借款	716	716	716	716	少数股东损益	2	2	3	4
应付账款	858	660	1,315	1,269	归属母公司净利润	988	1,194	1,496	1,887
其他流动负债	538	1,038	828	1,203	EBIT	1,233	1,429	1,767	2,213
非流动负债	1,400	1,145	912	693	EBITDA	1,352	1,598	2,010	2,540
长期借款	1,357	1,103	870	650					
其他非流动负债	42	42	42	42	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,512	3,560	3,772	3,880	每股收益(元)	1.01	1.23	1.54	1.95
少数股东权益	23	25	28	32	每股净资产(元)	3.77	5.03	6.54	8.47
					发行在外股份(百万股)	976	969	969	969
归属母公司股东权益	3,682	4,869	6,339	8,209	ROIC(%)	18.4%	17.5%	18.4%	19.2%
负债和股东权益	7,217	8,454	10,139	12,121	ROE(%)	26.7%	24.4%	23.5%	22.9%
					毛利率(%)	36.5%	37.6%	38.3%	39.8%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	21.0%	22.0%	20.9%	19.7%
经营活动现金流	609	1,705	382	2,121	资产负债率(%)	48.7%	42.1%	37.2%	32.0%
投资活动现金流	-1,734	-428	-776	-1,015	收入增长率(%)	37.0%	15.5%	31.6%	34.1%
筹资活动现金流	868	-88	-336	-272	净利润增长率(%)	11.1%	20.8%	25.4%	26.1%
现金净增加额	-279	1,188	-730	835	P/E	28.74	23.62	18.84	14.94
折旧和摊销	118	169	243	328	P/B	7.71	5.79	4.45	3.43
资本开支	1,734	252	522	678	EV/EBITDA	21.81	17.66	14.30	10.90
营运资本变动	-562	341	-1,446	-145					

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>