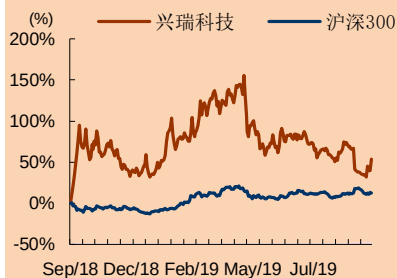




兴瑞科技 (002937)

投资评级：增持

报告日期：2019-08-30



相关研究

行业周报_机械行业周报系列

公司研究_君禾股份 (603617) 点评
2019 年 8 月 21 日

公司研究_先导智能 (300450) 点评
2019 年 8 月 19 日

公司研究_亿嘉和 (603666) 点评
2019 年 8 月 14 日

公司研究_世嘉科技 (002796) 点评
2019 年 8 月 8 日

装备制造组

联系人：王治

021- 60956107

hayjs@foxmail.com

智能终端业务稳定增长，未来将显著受益 5G 建设

——兴瑞科技 2019 年中报点评

主要观点：

□ 2019 年上半年毛利率提升，业绩稳定增长

2019H1 公司实现营业收入 5.05 亿元, 同比增长 5.9%, 归母净利润为 7025.05 万元, 同比增长 45.37%。归母净利润增速高于收入增速, 系毛利率上升所致。受原材料价格下降影响, 公司上半年毛利率为 28.8%, 同比上升 2.5pct。净利率为 13.9%, 同比上升 3.77pct。

□ 智能终端业务稳定增长，未来将重点发展 5G 和新能源汽车领域

2019H1 公司智能终端实现收入 2.24 亿元, 同比增长 19.22%。公司持续加大在智能家居精密零组件及新能源汽车电子领域的研发投入。目前, 在智能终端领域, 公司主导的产品已经应用于智能家居市场; 在新能源汽车领域, 公司获得了与松下集团就新能源汽车电子零组件协同开发的机会。

□ 绑定大客户，产品获广泛认可

公司主要客户群为工艺要求较高的海外客户, 公司自成立之初就一直深耕高端产品领域, 通过核心技术实力维系着这些客户并不断扩大市场份额。

□ 同步开发优势明显，“阿米巴体系”提升经营效率

公司重视与下游客户的同步开发, 以达到为客户的产品升级或新产品研发提供支持, 以及缩短模具方案的定型时间、控制成本的目的。同时, 公司运用“阿米巴体系”极大地提高了经营效率, 为提升毛利率创造可能。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2018-2020 年实现归母净利润 1.55、2.08、2.61 亿元, 对应 EPS 为 0.53、0.71、0.89 元, 对应 PE30.7、22.88、18.2 倍, 给予“增持”评级。

□ 风险提示

(1) 原材料价格波动风险; (2) 汇率波动风险; (3) 贸易战加剧

盈利预测

财务数据	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1018	1179	1387	1643
收入同比(%)	16%	16%	18%	18%
归母净利润 (百万元)	110	155	208	261
净利润同比(%)	31%	41%	34%	26%
毛利率(%)	27.8%	28.5%	28.7%	28.7%
ROE(%)	13.1%	14.7%	17.6%	19.4%
每股收益(元)	0.37	0.53	0.71	0.89
P/E	43.37	30.70	22.88	18.20
P/B	5.70	4.50	4.02	3.53
EV/EBITDA	20	25	18	14

资料来源：wind、华安证券研究所

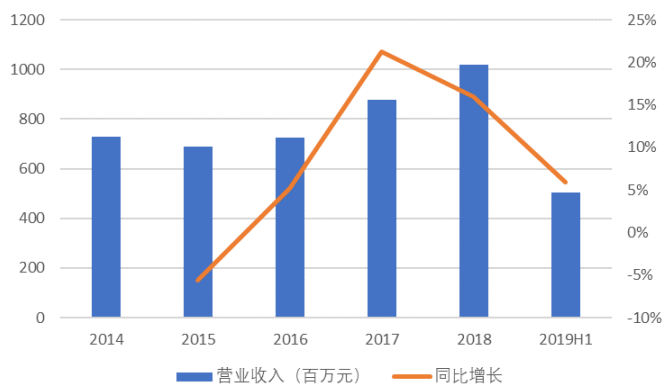


1、上半年毛利率上升明显，业绩增长较快

2019H1 公司归母净利润高速增长。上半年公司实现营业收入 5.05 亿元，同比增长 5.9%；归母净利润为 7025.05 万元，较同比增长 45.37%。公司的归母净利润增速要远高于营业收入增速，主要是因为毛利率上升。

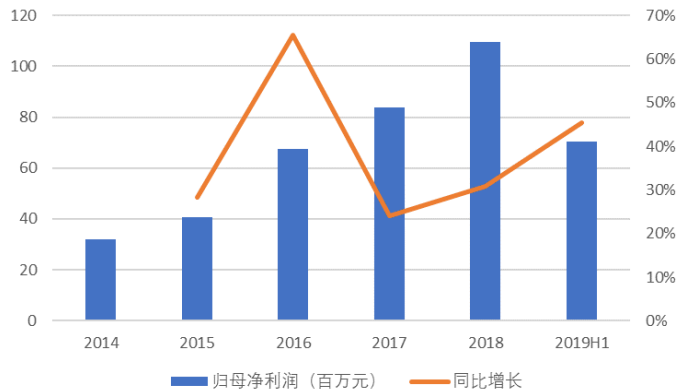
毛利率上升明显带动净利率提升。2019H1 公司的综合毛利率为 28.8%，同比提升 2.5pct。毛利率的上升主要得益于主要原材料塑料粒子和钢材的价格较去年同期大约下降 7.4%。公司 2019H1 的期间费用率为 14.3%，同比上升 0.9pct。其中销售费用率为 4.8%，同比上升 0.82pct，销售费用率上升的主要原因是销售人员工资、运费、代理费及报关费增加。研发费用率为 4.84%，同比上升 0.86pct，研发费用率的增长较快主要是因为公司重点强化了智能终端领域及新能源汽车电子零组件技术上的投入，确保技术核心竞争力，并在上海成立研发中心，引进高端人才，布局汽车电子产业。财务费用率为-1.3%，主要是因为公司购买结构性存款利息收入增加。整体来看，虽然 2019H1 期间费用率有所上升，但毛利率上升幅度更大，同时公司 19H1 收到政府补助补贴共 1359.12 万元，19H1 公司的净利率为 13.9%，同比上升 3.77pct。

图表 1 兴瑞科技营业收入及同比增长



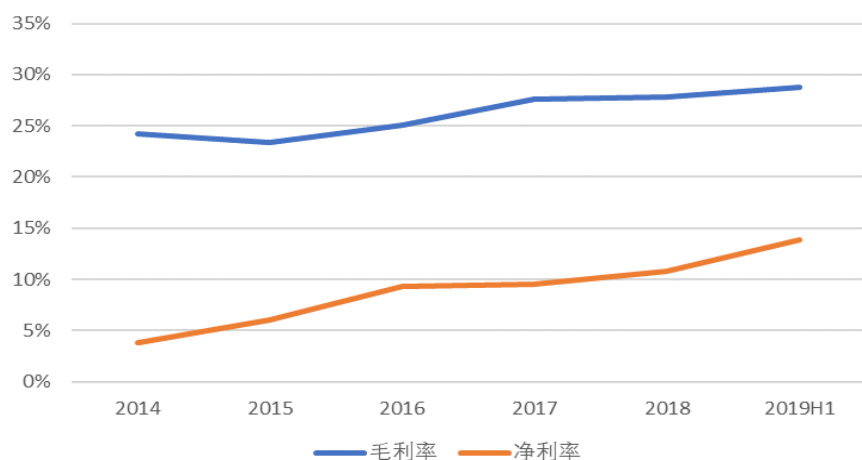
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 2 兴瑞科技归母净利润及同比增速



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 兴瑞科技毛利率、净利率变化情况



资料来源：wind、华安证券研究所

分季度来看，二季度公司实现收入 2.5 亿元，环比下降 2.24%，主要系中美贸

易谈判不确定性导致客户产能移转国外，需求有所下降导致。随着公司开始布局海外，就近服务客户，未来海外收入有望稳定增长。

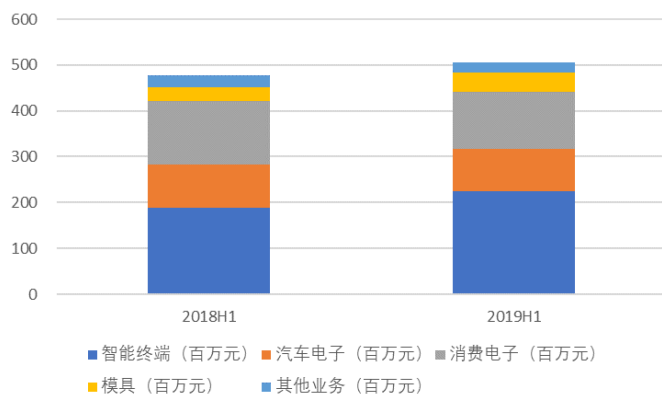
2、智能终端业务稳定增长，未来将重点发展 5G 和新能源汽车领域

分行业来看，公司的产品的主要应用领域包括智能终端、汽车电子、消费电子和模具等。

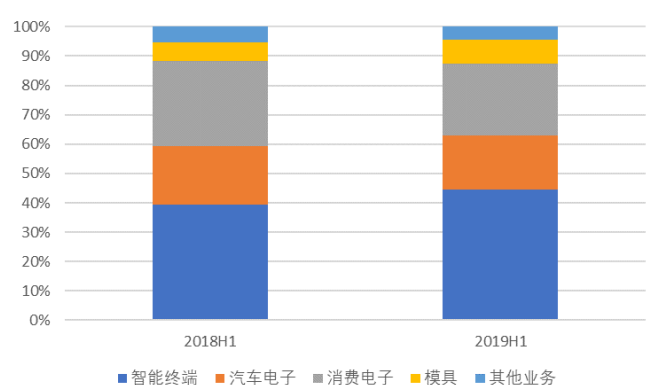
19H1 智能终端业务稳定增长，主要客户销售大幅增长。2019H1 公司智能终端实现收入 2.24 亿元, 同比增长 19.22%, 占总收入比重为 44.38%, 同比提升 4.96pct。受全球经济景气度低以及中美贸易摩擦影响, 全球智能终端行业在 2019H1 受到一定冲击。但随着各国 5G 建设的不断深入, 未来智能终端尤其是智能家居行业迎来发展机遇。2018 年全球智能家居市场规模约为 960 亿美元, 2023 年全球规模有望达到 1550 亿美元, 年均增长率达 10.06%。19H1 公司主要客户 SAGEMCOM, ARRIS, TECHNICOLOR 的销售规模快速增长, 产品类别也更加丰富。因此, 虽然受中美贸易摩擦及汽车行业销量下滑等因素的影响, 公司智能终端产品系列依旧实现了稳定增长。

汽车电子业务短暂下滑，行业前景依旧向好。2019H1 公司汽车电子业务实现收入 0.93 亿元, 同比下降 1.52%, 占总收入比重为 18.45%, 同比下降 1.39pct。受 2019H1 全球汽车市场景气度下降, 尤其是中国汽车市场 19H1 销量同比下降 12.4% 影响, 汽车电子行业持续下行。但从现代汽车上所使用的电子设备的价格比例看, 1991 年每辆汽车平均消耗电子产品的费用只占到整车的 10%, 2012 年则提升到 25% (中国为 18%)。近几年随着新能源汽车的快速发展, 预计 2023 年汽车电子产品的费用占比将达到 35%-50%。2020 年全球汽车电子产品市场的产业规模预计将达到 2400 亿美元, 公司有望受益。

图表 4 兴瑞科技分行业收入变化情况



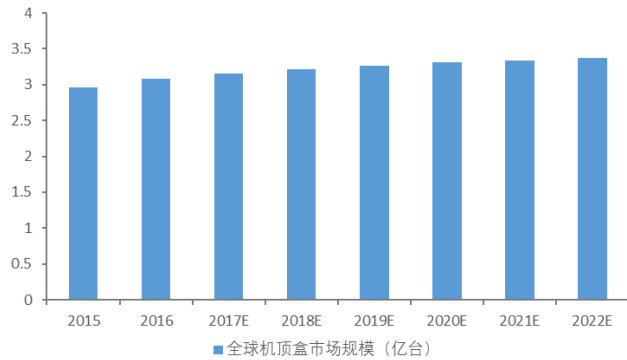
图表 5 兴瑞科技各项业务占收入比重



资料来源: wind、华安证券研究所

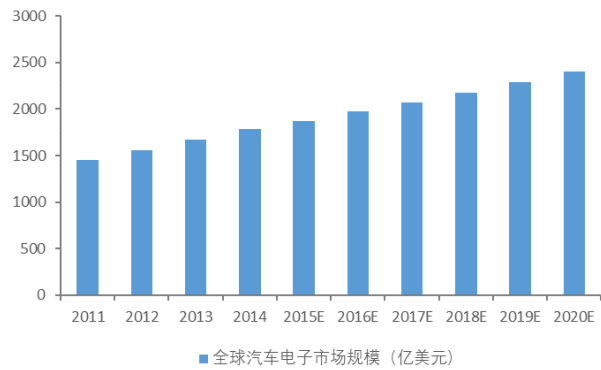
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 6 全球机顶盒市场规模



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 7 全球汽车电子市场规模



资料来源: wind、华安证券研究所

公司将未来发展的重点放在 5G 和新能源汽车领域, 19H1 公司持续加大在智能家居精密零组件及新能源汽车电子领域的研发投入。

智能终端产品需求旺盛, 未来受益于 5G 发展。在 5G 基础建设上目前主要是在智慧家庭中智能终端, 包括智能机顶盒, 智能网关, 信号增强器, VR 零组件, 视频采集零组件, 部分云服务器的结构件产品, 公司一直定位全球行业中高端客户, 以及模具技术和智能制造提供精密零组件的整套方案。5G 对于屏蔽, 天线零组件等产品的要求和数量会有较大增长, 另外对于产品性能及精密度, 品质需求也会提升, 给公司发展带来更加好的机遇。

布局新能源汽车电子, 获松下协同开发机会。在汽车电子领域, 受益于新能源汽车的高速发展, 对精密连接器, 精密传感器零组件需求增加, 平均电子产品费用占整车比重提升较快。2019 年上半年公司获得与松下集团就新能源汽车电子零组件协同开发的机会, 为未来汽车电子的发展奠定了良好的基础。

3、绑定大客户, 产品获广泛认可

公司立足高端市场, 客户对工艺水平要求高。公司主要客户是日本和欧美地区对工艺水平要求较高的客户, 公司从创立之初就选择性放弃了国内价格竞争激烈的中低端产品领域, 一直深耕海外大客户, 通过核心技术实力维系着这些客户并不断扩大市场份额。

公司始终深度绑定全球大客户并获得相关领域全球知名客户的认可。在家庭智能终端领域主要客户为: ARRIS、TECHNICALOR、SAGEMCOM、HUMAX、仁宝电脑、金宝电子、鸿海精密、和硕等; 在汽车电子领域主要客户为 BOSCH、HELLA、日本松下、SHARP、JDI、Mitsubishi (日本三菱)、TADITEL 等; 在消费电子领域主要客户为柯尼卡美能达、SONY、SAMSUNG、ABB 等。

公司客户在各自领域都是行业龙头公司, 优质客户群是公司核心竞争力的重要组成部分。通过与大客户的深度绑定, 公司未来有望持续受益。

4、同步开发优势明显, “阿米巴体系”提升经营效率

同步开发缩短研发时间, 有利公司成本控制。近年来, 终端产品的更新速度不断加快, 为缩短整个产品的研发周期, 下游客户对模具和零部件供应商的同步



开发能力要求不断提高。公司多年来一直重视与下游客户的同步开发，这样能够缩短模具方案的定型时间，降低后期生产过程中修模的概率，在成本控制上获得优势，同时为客户产品升级或新产品提供及时的支持。

“阿米巴体系”助力公司提升经营效率。2019H1 公司持续加深对“阿米巴体系”的运用，单位时间附加值得到较大的提升，实现销售增长，工资增长，人员数量下降的目标，为将来实现毛利率提升提供了可能。

5、盈利预测与投资建议

预计公司 2018-2020 年实现归母净利润 1.55、2.08、2.61 亿元，对应 EPS 为 0.53、0.71、0.89 元，对应 PE30.7、22.88、18.2 倍。公司未来重点开拓 5G 和新能源汽车领域，市场空间广阔，给予“增持”评级。

6、风险提示

(1) 原材料价格波动风险；(2) 汇率波动风险；(3) 贸易战加剧

财务报表分析和预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	852	1,063	1,204	1,373	营业收入	1,018	1,179	1,387	1,643
现金	469	787	896	1,062	营业成本	735	843	988	1,172
应收账款	295	220	342	396	营业税金及附加	8	7	8	10
其他应收款	11	7	9	13	销售费用	47	55	55	66
预付账款	2	3	2	1	管理费用	67	118	115	115
存货	71	89	102	119	财务费用	(9)	(7)	(7)	(10)
其他流动资产	4	(42)	(148)	(218)	资产减值损失	4	(2)	1	1
非流动资产	215	273	262	249	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	157	147	137	127	营业利润	126	165	228	290
无形资产	27	25	24	22	营业外收入	3	18	18	18
其他非流动资产	31	101	102	100	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,067	1,336	1,466	1,622	利润总额	127	182	245	307
流动负债	232	278	281	270	所得税	17	27	37	46
短期借款	0	106	102	98	净利润	110	155	208	261
应付账款	157	120	188	214	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	74	52	(10)	(42)	归属母公司净利润	110	155	208	261
非流动负债	0	2	2	3	EBITDA	184	170	232	292
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.53	0.71	0.89
其他非流动负	0	2	2	3					
负债合计	232	280	283	273					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	184	294	294	294					
资本公积	440	440	440	440					
留存收益	212	321	448	614					
归属母公司股东权	835	1,056	1,183	1,349					
负债和股东权益	1,067	1,336	1,466	1,622					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	(232)	209	184	255	成长能力				
净利润	110	155	208	261	营业收入	15.93%	15.86%	17.61%	18.47%
折旧摊销	42	12	12	11	营业利润	35.13%	31.65%	37.64%	27.64%
财务费用	(9)	(7)	(7)	(10)	归属于母公司净利润	30.93%	41.28%	34.14%	25.72%
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)	获利能力				
营运资金变动	(381)	52	(28)	(8)	毛利率(%)	27.84%	28.53%	28.75%	28.69%
其他经营现金	6	(2)	1	1	净利率(%)	10.78%	13.14%	14.99%	15.91%
投资活动现金流	(56)	1	1	1	ROE(%)	13.13%	14.67%	17.57%	19.38%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	33.55%	43.60%	31.81%	36.86%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(56)	1	1	1	资产负债率(%)	21.72%	20.97%	19.29%	16.85%
筹资活动现金流	298	178	(77)	(90)	净负债比率(%)	-32.06%	-52.56%	-61.02%	-65.38%
短期借款	(55)	106	(4)	(4)	流动比率	3.68	3.82	4.29	5.08
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.37	3.50	3.92	4.64
普通股增加	46	110	0	0	营运能力				
资本公积增加	351	0	0	0	总资产周转率	1.20	0.98	0.99	1.06
其他筹资现金	(44)	(39)	(74)	(86)	应收账款周转率	3.97	4.76	5.09	4.59
现金净增加额	9	388	107	166	应付账款周转率	6.93	8.49	8.99	8.17

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.53	0.71	0.89	P/E	43.4	30.7	22.9	18.2
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.79)	0.71	0.62	0.87	P/B	5.7	4.5	4.0	3.5
每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.59	4.02	4.58	EV/EBITDA	19.89	25.46	18.38	14.39

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。