

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

武汉凡谷 (002194)
增持

通信

跟踪点评

(调高评级)

2019年10月24日

三季度盈利能力改善，业绩符合预期

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
联系人：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn

事项：

公司公告,2019年前三季度实现营业收入11.98亿元,同比增长41.48%;实现归母净利润1.18亿元,同比增长322.49%;实现扣非净利润1.14亿元,同比增长285.32%。

核心观点：

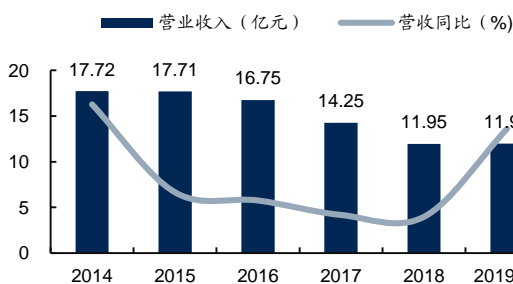
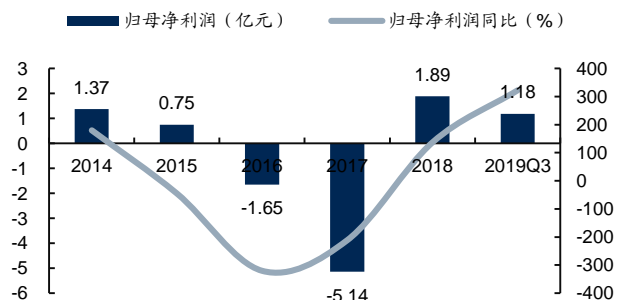
- 1、5G时代滤波器向小型化和集成化发展,量价齐升,行业弹性大。公司是行业龙头企业之一,基站滤波器业务集中度高,在全产业链生产能力和介质波导滤波器生产工艺上具备领先优势,公司的有望在5G时代争取较高的份额。
- 2、华为4G滤波器核心供应商,并切入爱立信和诺基亚的供应商列表,有望受益于4G持续建设和5G大规模投资建设的铺开,营收明显增长。
- 3、2019年5G大规模投资启动后,公司的产业结构持续优化,产能爬坡,毛利率有望改善,前期研发投入进入回报期,期间费用率有望下降。

看好公司的行业竞争力,考虑到公司盈利能力持续改善,上调盈利预测。我们此前预计公司实现营业收入15.4/19.9/26.6亿元,实现归母净利润1.3/2.1/3.3亿元;上调盈利预测后,预计公司2019-2020年实现营业收入16.3/21.8/26.8亿元,实现归母净利润1.47/2.27/3.39亿元,并上调评级“中性”至“增持”。

评论：

■ 产品结构持续优化,盈利能力逐渐改善

公司2019年前三季度实现营业收入11.98亿元,同比增长41.48%;实现归母净利润1.18亿元,同比增长322.49%;实现扣非净利润1.14亿元,同比增长285.32%(去年同期亏损0.53亿),略超三季报预告区间中值,中报上对三季报经营业绩的预计区间是9500万元至12000万元(中值10750万元)。整体符合预期。

图1：公司营业收入及增速

图2：公司归母净利润及增速


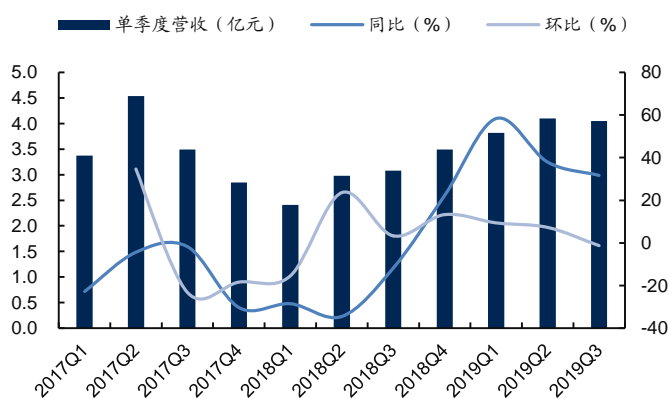
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

净利润增速高于营收增速的主要原因是：1、受益于公司销售规模扩张和产品结构的优化，经营效率改善，毛利率大幅提升，从去年同期的 8.59% 提升至 23.64%；2、公司简化组织架构、完善绩效考核，内部治理环境有所改善，产能和经营效率得以释放。

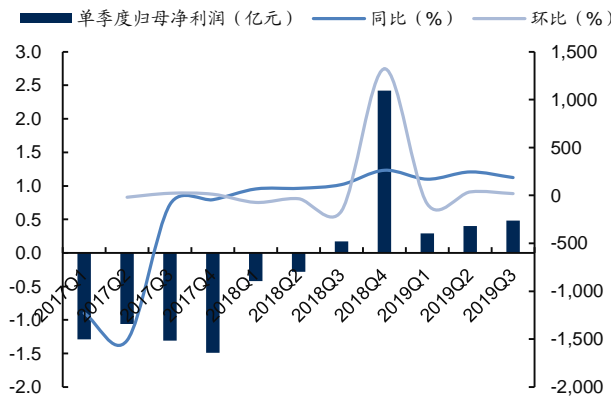
Q3 单季度公司实现营收 4.05 亿元，同比增长 31.68%，相比 Q2 略有下降，主要因为下游客户三季度降低了对 4G 滤波器需求（这部分需求或递延至今年四季度或明年）。Q3 单季度实现归母净利润 4830.14 万元，同比增长 186.02%。Q3 单季度的毛利率为 27.19% 相比 2019Q1 和 Q2 提升较明显，或与更高毛利的 4.5 产品的营收占比提升和公司生产效率提升有关。

图 3：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

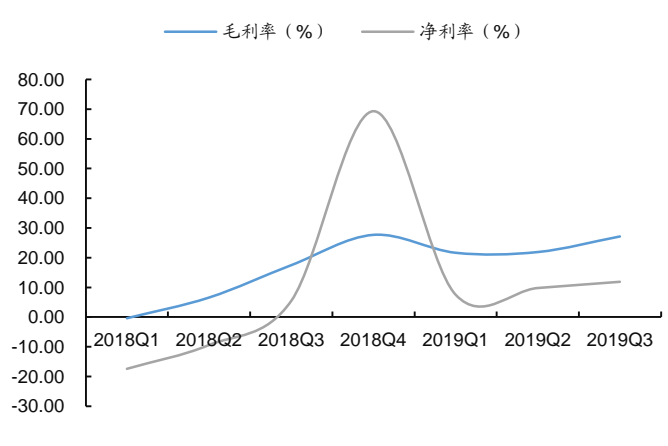
图 4：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

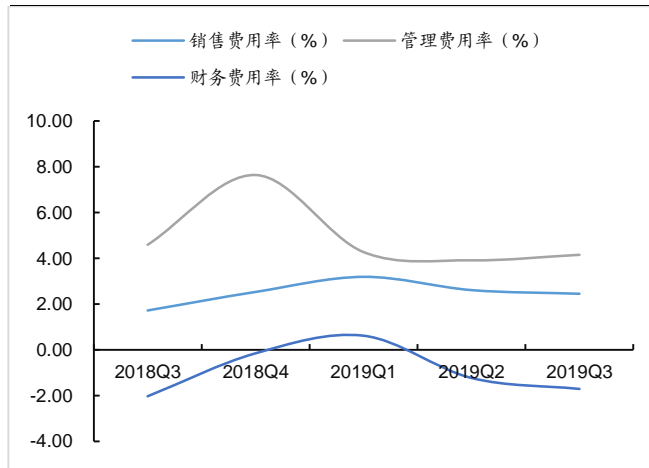
前三季度公司的毛利率和净利率持续提升，费用率维持稳定。未来随着 5G 产品订单的逐渐增加，公司的盈利能力有望继续改善。

图 5：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度归母净利润及增速



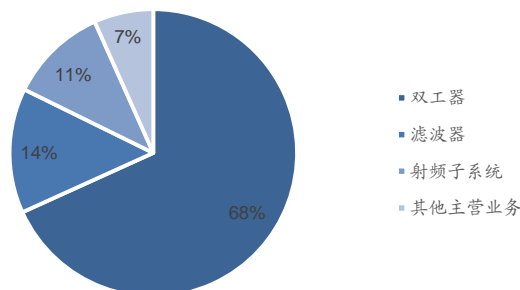
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 聚焦通信射频领域，5G 产能爬坡进行时

公司的营业收入基本全部来自通信射频领域，主营业务是基站滤波器。未来 5G 基站对器件的小型化及轻量化要求提高，陶瓷介质滤波器在满足性能的前提下，凭借轻量化、抗温漂性能好以及小型化优势未来将成为主流方案。分 4G 和 5G 来看，公司是华为的 4G 基站滤波器核心供应商之一，份额约 30%-50%。5G 方面，目前金属腔体+介质谐振杆滤波器已进行批量供应阶段，5G 纯介质波导滤波仍处在产能爬坡阶段。目前，对公司今年收入增量贡献较大的主要是 4G 滤

波器，5G 纯介质波导滤波器部分型号已实现批量供应，后续订单和出货量还有待跟踪。

图 7：公司营收结构（2018 年报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

■ 竞争优势：完整的滤波器产业链+优质的客户资源+技术领先优势

我们认为，公司的相对竞争优势主要体现在三方面：

- 1、完整的滤波器产业链。**公司具有纵向一体化的产业链布局，工艺技术及生产涵盖从 ODM 研发、模具设计及生产、压铸、机加工、电镀喷涂、电子装配等完整产业链，掌握全制程核心设计与制造工艺技术。目前，具备基站滤波器全产业链设计、生产、加工等方面垂直整合能力的企业主要是大富科技和武汉凡谷。
- 2、优质的客户资源。**公司与大富科技、春兴精工同为华为 4G 时代的核心基站滤波器供应商，同时也进入爱立信和诺基亚等供应体系，受益于全球 5G 基站建设的上行周期。
- 3、技术领先优势。**公司的业务集中度较高，射频领域相关业务达到 93%以上，在 4G 基站滤波器供应商上有丰富的经验和技術积累，在 5G 纯介质波导滤波器上是业界为数不多有望于今年实现批量供货的公司之一（目前能批量供货的主要是灿勤和艾福电子），证明了公司的技术领先优势，这是争取 5G 市场份额的关键。

■ 看好基站滤波器市场弹性和公司的行业竞争力，上调盈利预测，并上调评级为“增持”

看好公司的行业竞争力，考虑到公司盈利能力持续改善，上调盈利预测。我们此前预计公司实现营业收入 15.4/19.9/26.6 亿元，实现归母净利润 1.3/2.1/3.3 亿元；上调盈利预测后，预计公司 2019-2020 年实现营业收入 16.3/21.8/26.8 亿元，实现归母净利润 1.47/2.27/3.39 亿元，并上调评级“中性”至“增持”。

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2019 年 10 月 23 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002796.SZ	世嘉科技	50.99	61.77	0.92	1.55	1.90	39.84	23.70	19.34	增持
300134.SZ	大富科技	156.91	133.16	0.33	0.48	0.66	52.44	36.49	26.16	买入
	平均值	103.95	97.46	0.63	1.01	1.28	46.14	30.09	22.75	
002194.SZ	武汉凡谷	37.23	122.08	0.26	0.40	0.60	82.77	53.68	36.06	增持

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

■ 风险提示

- 1、5G 整体投资建设节奏不及预期。**5G 整体投资节奏取决于国家政策引导和运营商投资意愿，仍存在不确定性。若 5G 无线接入网侧的投资不及预期，将对基站滤波器的整体采购量产生直接影响。
- 2、介质波导滤波器份额存在不确定性。**目前公司陶瓷介质滤波器产能还在爬坡，未来行业竞争存在不确定性。
- 3、市场风险。**若下游设备商压价严重，将导致行业毛利率快速下降，挤压行业利润空间。

4、经营风险。产品成本和费用管控是基站滤波器行业竞争的关键因素，如果公司在有效控制成本和经营效率上不具备优势，会导致产品价格竞争中存在劣势，影响公司份额。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	707	835	710	730
应收款项	559	570	894	1100
存货净额	292	330	513	585
其他流动资产	77	84	126	147
流动资产合计	1635	1820	2242	2562
固定资产	340	340	338	333
无形资产及其他	86	82	78	73
投资性房地产	32	32	32	32
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	2094	2274	2690	3001
短期借款及交易性金融负债	0	43	76	32
应付款项	321	361	510	609
其他流动负债	111	99	165	178
流动负债合计	432	503	752	819
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	29	35	43	50
长期负债合计	29	35	43	50
负债合计	462	539	795	869
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1633	1736	1895	2132
负债和股东权益总计	2094	2274	2690	3001

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.33	0.26	0.40	0.60
每股红利	0.00	0.08	0.12	0.18
每股净资产	2.89	3.07	3.36	3.78
ROIC	3%	10%	14%	17%
ROE	12%	8%	12%	16%
毛利率	14%	23%	25%	25%
EBIT Margin	4%	10%	12%	14%
EBITDA Margin	12%	13%	14%	16%
收入增长	-16%	37%	33%	23%
净利润增长率	-137%	-22%	54%	49%
资产负债率	22%	24%	30%	29%
息率	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	64.7	82.8	53.7	36.1
P/B	7.5	7.0	6.4	5.7
EV/EBITDA	88.8	60.6	43.7	31.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1195	1632	2175	2676
营业成本	1026	1251	1637	2015
营业税金及附加	19	23	33	39
销售费用	22	41	54	67
管理费用	75	151	200	192
财务费用	(2)	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(55)	(20)	(20)	(20)
其他收入	185	0	0	0
营业利润	191	146	230	344
营业外净收支	3	6	4	5
利润总额	194	152	234	349
所得税费用	5	5	7	10
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	189	147	227	339

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	189	147	227	339
资产减值准备	15	(3)	(1)	(1)
折旧摊销	89	44	47	51
公允价值变动损失	55	20	20	20
财务费用	(2)	0	0	0
营运资本变动	(167)	(26)	(326)	(181)
其它	(15)	3	1	1
经营活动现金流	166	186	(32)	228
资本开支	41	(57)	(59)	(62)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	41	(57)	(59)	(62)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2)	(44)	(68)	(102)
其它融资现金流	(214)	43	34	(45)
融资活动现金流	(217)	(2)	(34)	(146)
现金净变动	(10)	127	(125)	20
货币资金的期初余额	717	707	835	710
货币资金的期末余额	707	835	710	730
企业自由现金流	15	123	(95)	161
权益自由现金流	(199)	165	(61)	116

相关研究报告

《*ST 凡谷-002194-2019 年半年报点评：经营改善成效明显，静待 5G 发力》——2019-08-12

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032