

传统主营稳步提升，多元布局蓄力成长



事件：公司发布 2021 一季度业绩报告。

核心观点

- **业绩稳步增长，研发持续高投入：**公司 21Q1 取得营收 16.1 亿元，同比增长 54%；归母净利润 1.15 亿元，同比增长 84%。营收和利润表现的提升主要得益于 1) 公司业务规模的不断扩大。2) 20 年同期受疫情影响基数较低。21Q1 毛利率为 21.4%，同比下降 2.6pct，由于新业务投入力度大拖累整体盈利能力，公司短期毛利率承压。公司坚持对于基础材料、基础技术的高投入，21 Q1 研发费用达 1.3 亿元，同比增长 39%，研发费用率 7.9%，预计全年达到 8%以上。
- **积极布局 5G 天线和无线充电，传统主营增长无忧：**随着 5G 手机的普及放量，天线的数量及价值均会有所提升。公司已为客户提供 LDS 工艺和以 LCP、MPI 为基材等各类天线，安卓系手机的 5G 天线正在快速放量，公司作为射频无线领域的龙头将深度受益 5G 趋势。无线充电方面，据 Markets and Markets 预计 2021 年全球无线充电市场将达到 45 亿美元，2026 年有望增至 134 亿美元，年均复合增长率高达 24.6%。公司凭借一体化优势在上游材料方面获客户认可，目前是全球多家大客户无线充电核心供应商。除手机终端外，公司还是部分 IOT 科技巨头、大众等汽车厂商的核心供应商，应用领域不断拓展，未来有望享受行业规模及市场份额的同步提升。
- **新兴业务储备发展，“泛射频”布局稳步推进：**近年来公司持续加大研发投入拓宽业务边界，积极布局 LCP、UWB、BTB/RF-BTB、被动元件等新业务，实现“泛射频化”业务布局。其中 LCP 产品已经与国内外十几家客户形成合作，部分已实现批量供货。报告期内公司完成对聚永昶 100%股权收购，快速搭建电阻产品的研发与制造能力，未来将全面进军高端被动元件产业。公司不断深化材料->零件->模组的一体化研发生产能力，通过产业链的纵向渗透，产品线的横向拓展为公司打造可持续发展潜能。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别 1.37、1.79、2.26 元（原 21-22 年预测为 1.84、2.25 元，下调了毛利率预测），根据可比公司 21 年平均 30 倍 PE 估值，对应目标价为 41.21 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 射频行业发展不达预期；公司新增业务发展不达预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,134	6,394	9,543	11,800	14,143
同比增长(%)	9.1%	24.5%	49.3%	23.7%	19.9%
营业利润(百万元)	1,174	932	1,479	1,936	2,442
同比增长(%)	3.6%	-20.6%	58.6%	30.9%	26.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,020	972	1,323	1,732	2,184
同比增长(%)	3.2%	-4.7%	36.0%	30.9%	26.1%
每股收益(元)	1.05	1.00	1.37	1.79	2.26
毛利率(%)	37.3%	30.2%	31.7%	32.1%	32.5%
净利率(%)	19.9%	15.2%	13.9%	14.7%	15.4%
净资产收益率(%)	24.3%	19.0%	21.5%	22.6%	22.7%
市盈率	26.7	28.0	20.6	15.7	12.5
市净率	5.8	4.9	4.0	3.2	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	28.11元
目标价格	41.21元
52周最高价/最低价	66.28/26.6元
总股本/流通A股(万股)	96,757/81,631
A股市值(百万元)	27,198
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年05月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.57	-2.53	-10.13	-31.87
相对表现	-2.35	-1.79	-8.34	-48.43
沪深300	-1.22	-0.74	-1.79	16.56



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuajian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

一季报受制于疫情，5G 成长前景依然光明 2020-05-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别 1.37、1.79、2.26 元（原 21-22 年预测为 1.84、2.25 元，下调了毛利率预测），根据可比公司 21 年平均 30 倍 PE 估值，对应目标价为 41.21 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/4/30	每股收益(元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
立讯精密	002475	36.96	1.03	1.32	1.75	35.99	27.93	21.09
硕贝德	300322	10.28	0.06	0.36	0.52	159.63	28.71	19.62
顺络电子	002138	34.15	0.73	1.01	1.30	46.79	33.95	26.30
飞荣达	300602	14.49	0.41	1.20	1.39	35.13	12.07	10.42
华工科技	000988	20.18	0.55	0.74	0.89	36.86	27.42	22.73
移远通信	603236	180.52	1.69	3.16	5.09	106.80	57.14	35.44
	最大值					159.63	57.14	35.44
	最小值					35.13	12.07	10.42
	平均数					70.20	31.20	22.60
	调整后平均					56.61	29.50	22.43

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

盈利预测调整附加说明

毛利率下调：公司投入新业务的力度较大，例如 LCP、BTB、电阻等，新业务还在初期，毛利率较低，对整体毛利率有所拖累，因此我们下调了预测年份的毛利率假设。

图 2：主要财务数据变动分析表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,891	10,857		9,543	11,800	14,143
变动幅度				7.3%	8.7%	
营业利润(百万元)	2,030	2,478		1,479	1,936	2,442
变动幅度				-27.2%	-21.9%	
归母净利润(百万元)	1,787	2,180		1,323	1,732	2,184
变动幅度				-26.0%	-20.6%	
每股收益(元)	1.84	2.25		1.37	1.79	2.26
变动幅度				-25.5%	-20.4%	
毛利率(%)	35.7%	35.5%		31.7%	32.1%	32.5%
变动幅度				-11.3%	-9.6%	
净利率(%)	20.1%	20.1%		13.9%	14.7%	15.4%
变动幅度				-31.0%	-26.9%	

数据来源：东方证券研究所

风险提示

射频行业发展不达预期；公司新增业务发展不达预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	444	1,756	1,050	1,786	2,946	营业收入	5,134	6,394	9,543	11,800	14,143
应收票据及应收账款	2,813	2,488	3,865	4,779	5,728	营业成本	3,217	4,464	6,521	8,015	9,553
预付账款	9	6	14	18	21	营业税金及附加	30	48	57	71	85
存货	609	2,176	2,934	3,206	3,821	营业费用	118	65	95	118	141
其他	287	411	491	536	583	管理费用及研发费用	636	925	1,288	1,540	1,782
流动资产合计	4,162	6,837	8,354	10,325	13,099	财务费用	64	25	153	130	109
长期股权投资	125	210	210	210	210	资产、信用减值损失	26	97	50	40	30
固定资产	1,543	2,196	2,627	2,858	2,999	公允价值变动收益	5	15	0	0	0
在建工程	734	500	277	166	110	投资净收益	9	11	0	0	0
无形资产	823	252	246	239	232	其他	116	136	100	50	0
其他	983	968	830	745	741	营业利润	1,174	932	1,479	1,936	2,442
非流动资产合计	4,208	4,126	4,190	4,218	4,292	营业外收入	0	163	0	0	0
资产总计	8,369	10,962	12,544	14,543	17,391	营业外支出	3	6	0	0	0
短期借款	888	1,501	1,178	800	800	利润总额	1,171	1,089	1,479	1,936	2,442
应付票据及应付账款	996	2,153	2,804	3,446	4,108	所得税	144	115	156	204	258
其他	862	388	381	383	386	净利润	1,027	974	1,323	1,732	2,184
流动负债合计	2,746	4,042	4,363	4,630	5,294	少数股东损益	7	1	0	0	0
长期借款	817	1,271	1,271	1,271	1,271	归属于母公司净利润	1,020	972	1,323	1,732	2,184
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.05	1.00	1.37	1.79	2.26
其他	45	82	78	78	78						
非流动负债合计	862	1,353	1,350	1,350	1,350	主要财务比率					
负债合计	3,608	5,395	5,712	5,979	6,643		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	46	43	43	43	43	成长能力					
股本	969	963	963	963	963	营业收入	9.1%	24.5%	49.3%	23.7%	19.9%
资本公积	146	280	280	280	280	营业利润	3.6%	-20.6%	58.6%	30.9%	26.1%
留存收益	3,582	4,272	5,546	7,278	9,463	归属于母公司净利润	3.2%	-4.7%	36.0%	30.9%	26.1%
其他	19	10	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,762	5,567	6,832	8,564	10,748	毛利率	37.3%	30.2%	31.7%	32.1%	32.5%
负债和股东权益总计	8,369	10,962	12,544	14,543	17,391	净利率	19.9%	15.2%	13.9%	14.7%	15.4%
						ROE	24.3%	19.0%	21.5%	22.6%	22.7%
						ROIC	16.8%	11.1%	16.6%	18.6%	19.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	43.1%	49.2%	45.5%	41.1%	38.2%
净利润	1,027	974	1,323	1,732	2,184	净负债率	38.1%	18.2%	20.5%	3.3%	0.0%
折旧摊销	191	324	287	327	280	流动比率	1.52	1.69	1.91	2.23	2.47
财务费用	64	25	153	130	109	速动比率	1.27	1.14	1.22	1.52	1.73
投资损失	(9)	(11)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(791)	(106)	(1,604)	(598)	(969)	应收账款周转率	2.1	2.4	3.0	2.8	2.7
其它	196	291	11	8	18	存货周转率	5.0	3.1	2.5	2.5	2.6
经营活动现金流	677	1,498	169	1,599	1,623	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
资本支出	(889)	(121)	(353)	(354)	(354)	每股指标(元)					
长期投资	20	(85)	(0)	0	0	每股收益	1.05	1.00	1.37	1.79	2.26
其他	(174)	(538)	0	0	0	每股经营现金流	0.70	1.56	0.18	1.66	1.69
投资活动现金流	(1,043)	(743)	(353)	(354)	(354)	每股净资产	4.87	5.71	7.02	8.81	11.06
债权融资	(81)	(105)	1	0	0	估值比率					
股权融资	8	128	0	0	0	市盈率	26.7	28.0	20.6	15.7	12.5
其他	(56)	514	(523)	(508)	(109)	市净率	5.8	4.9	4.0	3.2	2.5
筹资活动现金流	(129)	537	(522)	(508)	(109)	EV/EBITDA	19.7	22.0	14.7	11.8	10.0
汇率变动影响	(1)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.8	29.4	17.3	13.6	11.0
现金净增加额	(496)	1,294	(706)	737	1,159						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn