

业绩短期承压, 新业务放量有望改善盈利

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 30.6 亿元, 同比增长 19.5%; 实现归母净利润 1.7 亿元, 同比减少约 47.5%。
- **公司营收持续稳定增长, 受公司业务转型影响利润出现短期波动。** 2020H1: 1) 营收端: 公司天线、无线充电、EMI/EMC 等成熟业务保持稳步增长, LCP、BTB、UWB、被动元件、汽车互联等新业务正在加快拓展, 带动公司营收实现同比 19.5% 的增长。2) 利润端: 公司归母净利润同比下降 47.5%, 主要因为上半年是消费电子的淡季, 成熟业务产能利用效率较低; 原材料价格上涨较快, 带来一定的成本端压力; 拓展较快的新业务在利润方面贡献不足。公司毛利率为 18.7%, 同比下降 11.4pp; 净利率为 5.7%, 同比下降 7.1pp, 随着新业务贡献利润的逐渐放量、下半年消费电子旺季到来, 预计公司盈利水平将会回暖。3) 费用端: 公司销售费用率为 1.1%, 同比减少 0.8pp; 管理费用率为 3.5%, 同比下降 0.6pp; 研发费用率为 8.9%, 同比下降 0.7pp, 可见公司费用端控制有效。公司现在处于新老业务交替的阶段, LDS 天线、无线充电、EMI/EMC 等成熟业务保持稳定增长; LCP、BTB、被动元件、车载无线充电等新业务是公司未来成长的关键, 将为公司业绩增长补充新动能。
- **研发持续高投入, 不断提升一站式研发创新能力。** 公司在磁性材料、高分子材料、陶瓷材料等核心材料领域做了大量研究投入。2021H1, 公司研发投入为 2.9 亿元, 同比增长 13.2%, 占同期营业收入比重 9.6%, 2019、2020 年公司研发投入占比为 8.9%、9.5%, 可见公司持续保持较高比例的研发投入且比例不断提升。2021 年上半年, 公司新增申请专利 234 件, 其中 5G 天线 95 件, LCP 专利 11 件, UWB 专利 4 件, WPC 专利 28 件, BTB 连接器专利 13 件。未来公司将坚持每年 8% 以上研发投入占比为目标, 积极把握产品创新周期, 不断提升核心竞争力, 拓宽技术护城河。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2021-2023 年, 公司的 EPS 分别为 1.05、1.33、1.62 元, 未来三年归母净利润的复合增长率有望达到 17%。考虑到公司是国内射频元器件的龙头供应商, 新业务未来有望持续放量、逐渐进入业绩贡献期, 我们给予公司 2021 年 30 倍 PE, 对应目标价 31.5 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务拓展不达预期; 上游原材料价格持续上涨; 行业竞争加剧。

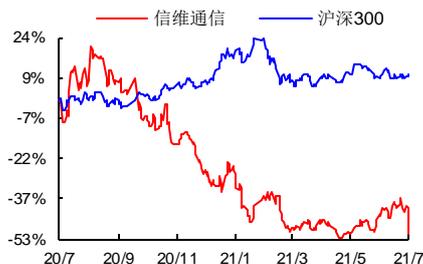
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6393.64	8855.19	10891.89	13157.40
增长率	24.53%	38.50%	23.00%	20.80%
归属母公司净利润(百万元)	972.41	1013.76	1291.56	1571.53
增长率	-4.66%	4.25%	27.40%	21.68%
每股收益 EPS(元)	1.00	1.05	1.33	1.62
净资产收益率 ROE	17.49%	15.89%	7.29%	17.89%
PE	26	25	20	16
PB	4.59	3.99	3.41	2.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 徐一丹
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.68
流通 A 股(亿股)	8.24
52 周内股价区间(元)	25.35-64.6
总市值(亿元)	253.50
总资产(亿元)	103.72
每股净资产(元)	5.90

相关研究

1 射频元器件龙头厂商，提供一站式解决方案

信维通信成立于 2006 年，2011 年在深交所创业板上市。成立初期，公司主要专注于移动终端天线系统领域，以打造“世界终端天线的中国品牌”为使命，提供终端天线整体解决方案。2012 年，公司为开拓国际市场，通过设立在香港的全资子公司进行对外投资，分别在美国圣荷西、瑞典斯德哥尔摩、韩国和台湾等地设立分支机构；同年公司通过收购全球最大的天线供应商英资莱尔德，加速全球化布局；2014 年收购深圳亚力盛，完善公司在连接器领域的布局并加快在汽车电子零部件市场的拓展；2015 年控股艾利门特公司，布局 MIM 领域；2021 年收购苏州聚永昶电子科技有限公司，推进公司在高端被动元件领域的战略布局。公司通过一系列的自主研发和外延并购，逐渐成为一站式泛射频解决方案提供商。

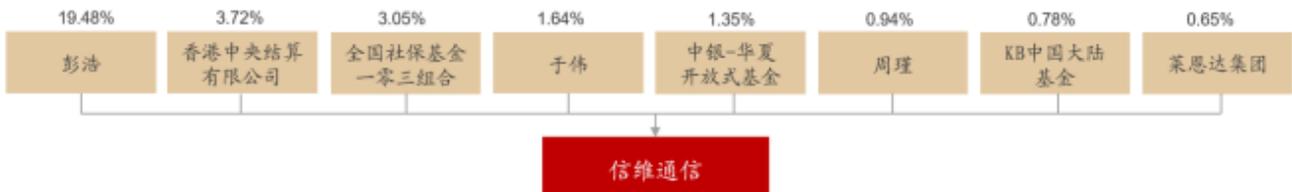
图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司股权相对分散，多次股权激励计划提振员工积极性。公司第一大股东为法人彭浩，其也为公司实际控制人，持股比例为 19.48%；第二大股东为香港中央结算公司，持股 5.06%。除了前五大股东外，其余股东持股比例均低于 1%，公司股权分布相对分散。公司分别于 2013 年、2016 年和 2019 年进行三次股权激励计划，分别占公司总股本的 2.99%、2.08% 和 3.1%，激励对象包括董事、中层管理人员和核心业务人员，有利于提升管理层和员工的积极性，稳定公司发展。

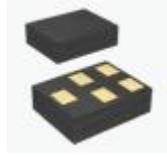
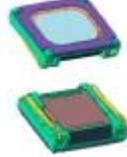
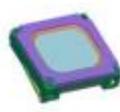
图 2：公司发展历程



资料来源：iFinD，西南证券整理

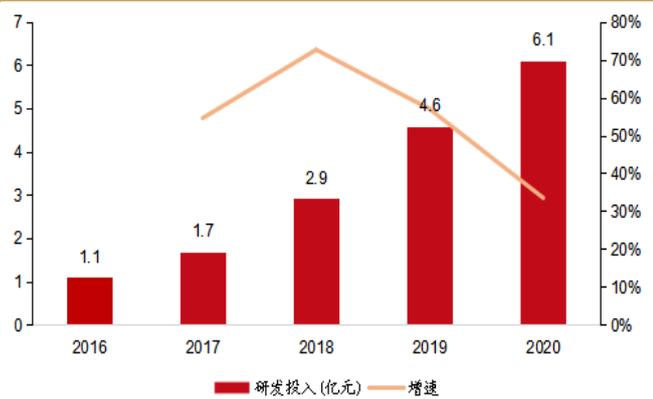
公司产品始终围绕射频展开，主要分为射频和无线、精密零件、线缆及连接器、被动元件和声学五大类。射频和无线业务是公司主营业务的重要组成部分，主要包含天线、LCP 射频传输线、射频前端器件、无线充电、接触类弹片和射频连接模组；其中，公司无线充电业务份额持续提升，下游应用逐渐从手机拓展到无线耳机、手表等应用领域；公司 5G 天线、LCP 模组的业务持续推进，具备提供从材料到工艺到模组的一站式服务，客户粘性不断提升。此外，公司还在不断开发新项目和新的合作机会，如：UWB 天线与模组正和多家客户开展多种应用的产品开发，电阻产品的研发与制造能力也已快速搭建完成。目前，公司业务范围将逐步向高端被动元件领域深入拓展，新的业务将会为公司带来更多的增长动能。

表 1：公司主要产品分布

产品	细分类别					
射频和无线						
	天线	LCP 射频传输线	射频前端器件	无线充电	接触类弹片	射频连接模组
精密零件						
	精密五金	MIM/CIM	注塑成型			
线缆及连接器						
	精密连接器	射频类	汽车类	消费类		
被动元件						
	合金片阻	晶片陶瓷电阻				
声学						
	扬声器	受话器	扬声器模组			

资料来源：公司官网，西南证券整理

公司重视研发投入，打造技术驱动型企业。公司持续加大研发投入，2020 年研发投入 6.1 亿元，同比增长 33.5%，占营业收入比例为 9.5%。公司中央研究院持续在全球建立研发中心，在已设立的中国深圳、中国常州、美国圣地亚哥、日本新横滨、瑞典斯德哥尔摩等前沿研发中心基础上，新增设立日本筑波研究院，进一步加大对高分子材料、陶瓷材料等的研究。到 2020 年底，公司已申请专利 1583 件。2020 年新增申请专利 372 件，其中 5G 天线 140 件，LCP 专利 21 件，BAW 专利 21 件，SAW 专利 12 件。未来公司以营业收入占比 8% 以上的研发投入为目标，不断深化“材料-零件-模组”的一站式研发创新能力，提供多样化的产品和解决方案。

图 3：公司近五年研发投入


数据来源：公司公告，西南证券整理

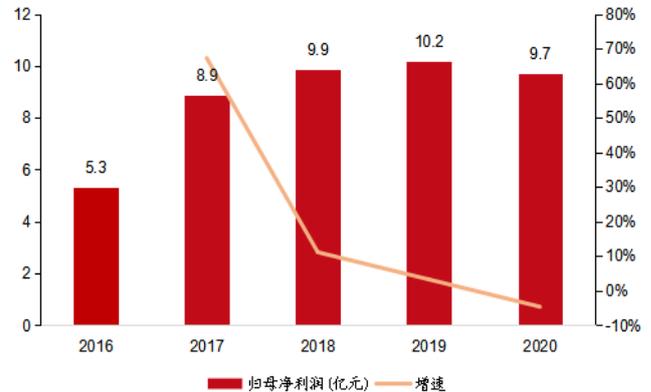
图 4：公司研发人员数量


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营业收入整体呈稳增态势，净利润受业务转型影响短期波动。回顾公司往年的营收情况：公司近年来营业收入整体稳步增长，2016-2020 年复合增长率近 28%；2020 年公司营业收入 62.5 亿元，同比增长 24.2%。公司净利润在 2016-2020 年期间的复合增长率约 16.4%。2020 年，公司归母净利润为 9.7 亿元，同比减少 4.7%，主要原因为受疫情的影响、人民币升值导致公司汇兑损失加大；此外，2020 年公司产生了 1.8 亿元的股权激励摊销费用，也在一定程度上影响到公司的净利润。2021 年上半年，公司 Q1 单季度实现营业收入 16.1 亿元，同比增长 54.4%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 83.7%。公司 2021H1 整体实现营业收入 30.6 亿元，同比增长 19.5%；归母净利润为 1.7 亿元，同比下降 47.5%。公司净利润没有随着营业收入同向增长的原因在于公司正在加大 LCP、BTB、UWB、被动元件、汽车互联网等新业务的拓展力度，新业务在利润方面贡献不足；上半年是消费电子的淡季，成熟业务产能利用效率较低；此外，原材料价格上涨较快，也给公司成本端带来一定的压力。

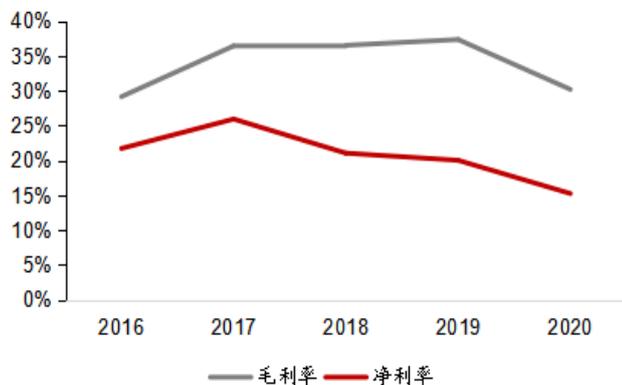
图 5：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

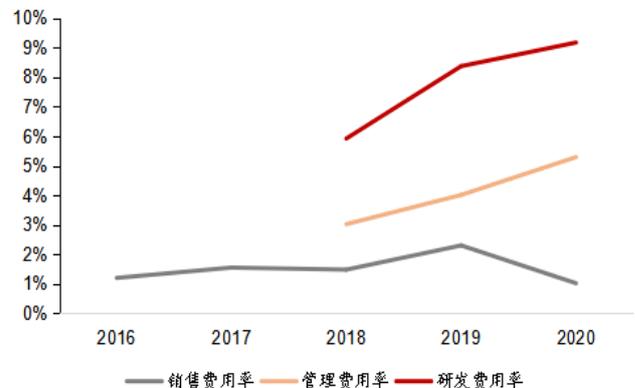
图 6：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司费用端管控效果显著，盈利水平有望逐步回暖。1) 利润率方面：2020 年，公司毛利率为 30.2%，较 2019 年下降 7.1pp；净利率为 15.2%，较 2019 年下降 4.8pp。2021H1，公司毛利率为 18.7%，同比下降 11.4pp，主要因为原材料价格上涨、产能利用率降低等原因；下半年随着消费电子旺季的到来、新业务的放量，公司利润率情况或将回暖。2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率约为 1%，管理和研发费用率有所提升，分别为 5.3%、9.2%。2021H1，公司销售费用率为 1.1%，同比减少 0.8pp；管理费用率为 3.5%，同比下降 0.6pp；研发费用率为 8.9%，同比下降 0.7pp，三费率同比均有所收窄，可见公司费用端控制有效。

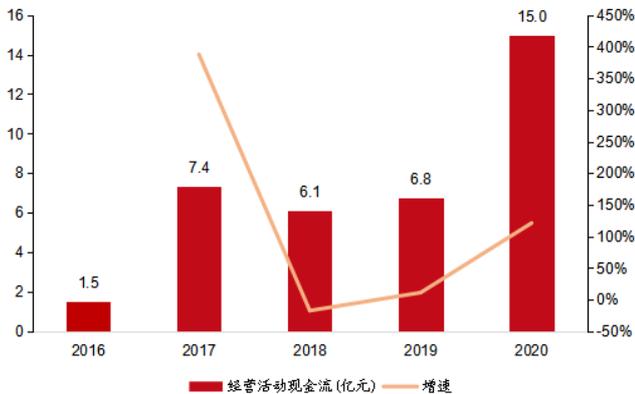
图 7：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司经营质量持续提升，现金流充足可助力公司新业务拓展。1) 经营活动现金流量净额：回顾过去几年，公司的经营性现金流波动相对较大。2020 年，公司经营活动现金流量净额 15.0 亿元，同比增长 121.1%，主要原因在于公司采取各种催收措施加快了应收账款的回款速度；2020H1，公司经营性现金流净额为 4.9 亿元，同比减少 54.8%，主要由于上半年公司购买商品、劳务支付的现金增加所致。2) 净现比：2020 年公司净现比为 1.5，同比大幅增长；2021H1 公司净现比为 2.9，可见公司经营质量处于健康水平。

图 9：公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司净现比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司的成熟业务保持稳定增长，新业务加速放量提供成长新动能。我们预计，未来三年公司成熟业务将保持平稳增长态势，新业务占比将逐步提升。

假设 2：受新业务贡献利润较少的影响，我们预计公司短期内利润率有所收窄。

假设 3：公司成本端控制效果可持续，三费率有望进一步下行。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
移动终端天线及附件	收入	6393.6	8855.2	10891.9	13157.4
	增速	24.5%	38.5%	23.0%	20.8%
	毛利率	30.2%	29.5%	33.0%	34.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了四家主流可比公司，分别是立讯精密、歌尔股份、鹏鼎控股、蓝思科技。2020 年，四家公司的平均 PE 为 41 倍，2021 年 Wind 一致预期的平均 PE 约为 27 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 1.05、1.33、1.62 元，未来三年归母净利润的复合增长率有望达到 17%。考虑到公司是国内射频元器件的龙头供应商，新业务未来有望持续放量、逐渐进入业绩贡献期，我们给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应目标价 31.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002475	立讯精密	42.05	1.03	1.32	1.75	2.24	54.51	31.91	24.05	18.81
002241	歌尔股份	39.24	0.87	1.22	1.60	2.00	42.92	32.22	24.51	19.61
002938	鹏鼎控股	40.20	1.23	1.64	1.90	2.07	40.40	24.48	21.18	19.42
300433	蓝思科技	25.70	1.12	1.40	1.77	2.25	27.41	18.40	14.49	11.44
平均值							41.31	26.75	21.06	17.32

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.07.21 收盘）

3 风险提示

新业务拓展不达预期；上游原材料价格持续上涨；行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6393.64	8855.19	10891.89	13157.40	净利润	973.89	1015.28	1293.50	1573.89
营业成本	4463.70	6242.91	7297.56	8683.88	折旧与摊销	356.46	241.92	241.92	241.92
营业税金及附加	47.86	53.13	65.35	78.94	财务费用	25.18	108.60	70.92	63.15
销售费用	65.06	79.70	108.92	131.57	资产减值损失	-101.70	-481.70	-501.70	-521.70
管理费用	338.48	2125.25	2831.89	3420.92	经营营运资本变动	-98.56	-1382.55	-784.27	-1037.54
财务费用	25.18	108.60	70.92	63.15	其他	342.28	434.99	440.90	450.49
资产减值损失	-101.70	-481.70	-501.70	-521.70	经营活动现金流净额	1497.57	-63.46	761.28	770.22
投资收益	10.81	15.81	20.81	25.81	资本支出	-449.31	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	14.83	34.83	39.83	44.83	其他	-293.97	40.47	61.31	75.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-743.28	40.47	61.31	75.21
营业利润	932.22	777.94	1079.57	1371.25	短期借款	612.14	-554.64	-360.71	-314.60
其他非经营损益	156.64	337.76	357.65	377.52	长期借款	454.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	1088.86	1115.69	1437.22	1748.77	股权融资	59.98	0.00	0.00	0.00
所得税	114.97	100.41	143.72	174.88	支付股利	-48.14	-194.48	-202.75	-258.31
净利润	973.89	1015.28	1293.50	1573.89	其他	-541.20	-98.12	-55.46	-45.97
少数股东损益	1.49	1.52	1.94	2.36	筹资活动现金流净额	537.34	-847.24	-618.92	-618.88
归属母公司股东净利润	972.41	1013.76	1291.56	1571.53	现金流量净额	1293.75	-870.22	203.67	226.55
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1755.74	885.52	1089.19	1315.74	成长能力				
应收和预付款项	2595.59	3630.37	4464.02	5383.94	销售收入增长率	24.53%	38.50%	23.00%	20.80%
存货	2175.57	3064.27	3593.55	4289.64	营业利润增长率	-20.57%	-16.55%	38.77%	27.02%
其他流动资产	309.65	427.54	525.08	633.57	净利润增长率	-5.18%	4.25%	27.40%	21.68%
长期股权投资	209.90	209.90	209.90	209.90	EBITDA 增长率	-11.04%	-14.11%	23.39%	20.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2695.44	2495.50	2295.56	2095.62	毛利率	30.19%	29.50%	33.00%	34.00%
无形资产和开发支出	861.37	836.84	812.30	787.77	三费率	6.71%	26.13%	27.65%	27.48%
其他非流动资产	359.21	351.92	333.79	311.76	净利率	15.23%	11.47%	11.88%	11.96%
资产总计	10962.45	11901.84	13323.39	15027.95	ROE	17.49%	15.89%	17.29%	17.89%
短期借款	1500.58	945.95	585.24	270.64	ROA	8.88%	8.53%	9.71%	10.47%
应付和预收款项	2367.08	2964.24	3599.69	4232.74	ROIC	12.61%	10.73%	12.05%	13.62%
长期借款	1271.09	1271.09	1271.09	1271.09	EBITDA/销售收入	20.55%	12.74%	12.78%	12.74%
其他负债	256.71	329.74	386.79	456.99	营运能力				
负债合计	5395.46	5511.01	5842.82	6231.46	总资产周转率	0.66	0.77	0.86	0.93
股本	962.87	967.57	967.57	967.57	固定资产周转率	3.42	4.23	5.75	7.76
资本公积	279.82	275.12	275.12	275.12	应收账款周转率	2.44	3.01	2.86	2.84
留存收益	4271.97	5091.24	6180.05	7493.27	存货周转率	3.05	2.32	2.15	2.17
归属母公司股东权益	5524.27	6346.58	7434.38	8747.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.40%	—	—	—
少数股东权益	42.72	44.25	46.19	48.55	资本结构				
股东权益合计	5566.99	6390.83	7480.57	8796.48	资产负债率	49.22%	46.30%	43.85%	41.47%
负债和股东权益合计	10962.45	11901.84	13323.39	15027.95	带息债务/总负债	51.37%	40.23%	31.77%	24.74%
					流动比率	1.69	1.93	2.17	2.40
					速动比率	1.15	1.19	1.36	1.52
					股利支付率	4.95%	19.18%	15.70%	16.44%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1313.87	1128.46	1392.42	1676.33	每股收益	1.00	1.05	1.33	1.62
PE	26.07	25.01	19.63	16.13	每股净资产	5.71	6.56	7.68	9.04
PB	4.59	3.99	3.41	2.90	每股经营现金	1.55	-0.07	0.79	0.80
PS	3.96	2.86	2.33	1.93	每股股利	0.05	0.20	0.21	0.27
EV/EBITDA	19.83	23.47	18.62	15.14					
股息率	0.19%	0.77%	0.80%	1.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn