

投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

08 月 13 日收盘价(元)	17.90
52 周股价波动(元)	7.88-19.18
总股本/流通 A 股(百万股)	407/371
总市值/流通市值(百万元)	7281/6639

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.2	25.2	39.3
相对涨幅(%)	19.9	25.7	39.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张戈

Tel:01050949962

Email:zy12258@htsec.com

证书:S0850518070005

聚焦无线射频, 有望受益 5G 浪潮

投资要点:

- **耕耘十五载, 主业聚焦天线射频领域。**硕贝德成立于 2004 年, 2012 年上市。公司专业从事无线通信终端天线研发、制造与销售。自上市以来, 硕贝德将业务拓展到了半导体封装、指纹识别模组、精密结构件等领域。2017 年开始收缩主业, 公司剥离了精密结构件相关业务, 并于 2018 年硕贝德开始实施“两个聚焦、一个强化”的发展战略, 将公司业务聚焦于天线射频领域。
- **聚焦手机大客户, 深挖 5G 射频前端技术。**公司在 2017 年及 2018 年分别收购了斯凯科斯和宝凌泰精密。2018 年公司成为了国内顶级品牌手机厂商的 A 级供应商, 获得了其多个机型手机天线的大部分份额。随着 5G 手机的逐渐来临, 公司也在不断储备 5G 技术。在 4.5G, Pre5G 和 5G (Sub 6GHz 频段) 系统上, 硕贝德利用移动终端 iMAT 天线技术, 可以在手机终端方便集成 8 个、甚至更多个天线。
- **首次切入基站天线, 横向扩张产品能力。**目前主流设备商对 5G 宏基站天线形式作出了材料及工艺上的改进, 公司在塑胶振子的生产制造方面具有全制程的优势。公司 5G 基站天线产品已经批量出货, 此外公司在微基站天线方面, 目前主要做 CPE、室内微基站与室外微基站天线。截止到 2019 年第一季度末, 已经出货 1000 多万元人民币。
- **储备射频产业链。**在毫米波频段, 公司聚焦在毫米波 5G 天线技术、射频前端 RFIC 芯片设计及相应封装技术, 已经成功申请了几十项国内外相关专利。2018 年, 公司的 5G 毫米波射频芯片已经与全球前三大的部分手机厂商进行深度合作。2019 年 2 月 21 日公司在《关于股价异动公告》中披露, 毫米波芯片模组和 5G 射频模组处于流片或样品测试阶段, 我们认为公司在射频前端模组、5G 毫米波终端天线模组的储备将逐渐在未来 2-3 年逐渐开花结果, 从而推动公司长期增长。
- **投资建议。**我们判断公司终端天线业务将持续稳定增长, 基站天线业务也将在 2019 年开始贡献收入, 2020 年有望放量。我们预计硕贝德 2019-2021 年收入分别为 16.93 亿元, 21.86 亿元和 26.07 亿元; 归母净利润分别为 1.47 亿元, 1.83 亿元和 2.40 亿元; 对应 EPS 分别为 0.36 元, 0.45 元和 0.59 元; 基于 2019 年 8 月 13 日收盘价, 对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 49.38 倍, 39.88 倍和 30.40 倍。根据可比公司估值法, 我们给予公司 2019 年 50-60 倍 PE, 对应合理价值区间为 18.13 元-21.75 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”的评级。
- **风险提示:** 新产品研发不及预期, 市场竞争风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2070	1722	1693	2186	2607
(+/-)YoY(%)	20.0%	-16.8%	-1.7%	29.1%	19.3%
净利润(百万元)	51	62	147	183	240
(+/-)YoY(%)	-23.4%	21.3%	136.3%	23.8%	31.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.13	0.15	0.36	0.45	0.59
毛利率(%)	19.6%	21.8%	24.4%	27.9%	28.9%
净资产收益率(%)	8.2%	10.8%	20.5%	20.3%	21.0%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 硕贝德：耕耘十五载，主业聚焦天线射频领域	5
2. 核心天线业务：立足终端，布局基站	7
2.1 聚焦手机大客户，深挖 5G 射频前端技术	7
2.2 首次切入基站天线，横向扩张产品能力	10
3. 储备射频产业链，看好公司长期发展	12
4. 盈利预测与投资建议	12
5. 风险提示	13
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	硕贝德股权关系	5
图 2	硕贝德历史沿革	5
图 3	硕贝德各年营收拆分（百万元）	6
图 4	硕贝德毛利率情况	6
图 5	硕贝德各年研发投入	7
图 6	手机天线主要发展历程	7
图 7	2019 年 Q1 前五大手机公司市场份额	8
图 8	前五大客户占比	8
图 9	公司战略合作企业（消费电子市场部分）	9
图 10	手机天线需求变化	9
图 11	全球手机出货量预计	10
图 12	硕贝德其他天线产品	10
图 13	硕贝德天线业务收入拆分（至 2016 年）	10
图 14	中兴通讯 TDD-LTE Massive MIMO 2.0 产品	11
图 15	LDS 工艺流程说明	11
图 16	手机射频前端市场	12

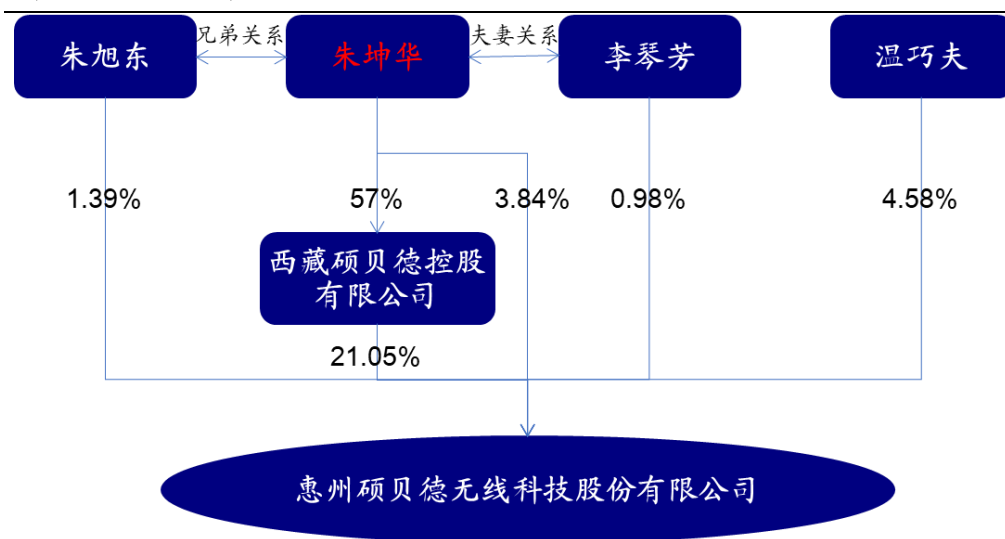
表目录

表 1	公司盈利预测简表（百万元）	13
表 2	可比公司估值表	14

1. 硕贝德：耕耘十五载，主业聚焦天线射频领域

惠州硕贝德无线科技股份有限公司成立于 2004 年 2 月，2012 年在深圳证券交易所创业板挂牌上市。公司专业从事无线通信终端天线研发、制造与销售。业务方向涉及移动智能终端天线、精密模具设计制造、无线充电产品、指纹及传感器模组、智能检测治具及装备等领域。产品主要应用于手机、平板、可穿戴设备、笔记本电脑、汽车、无人机、安防监控等领域。公司的控股股东为西藏硕贝德控股有限公司，实际控制人为朱坤华先生。截止至 2019 年半年报，朱坤华先生直接持有公司 3.84% 的股份，并通过硕贝德控股有限公司间接持有公司约 21.05% 的股份，合计持有约 24.89% 的上市公司股份；温巧夫先生直接持有公司 4.58% 的股份。朱坤华先生为公司董事长，温巧夫为公司董事兼总经理。此外朱旭东持有上市公司 1.39% 股份，李琴芳持有 0.98% 股份。朱坤华与朱旭东为兄弟关系，朱坤华与李琴芳为夫妻关系。

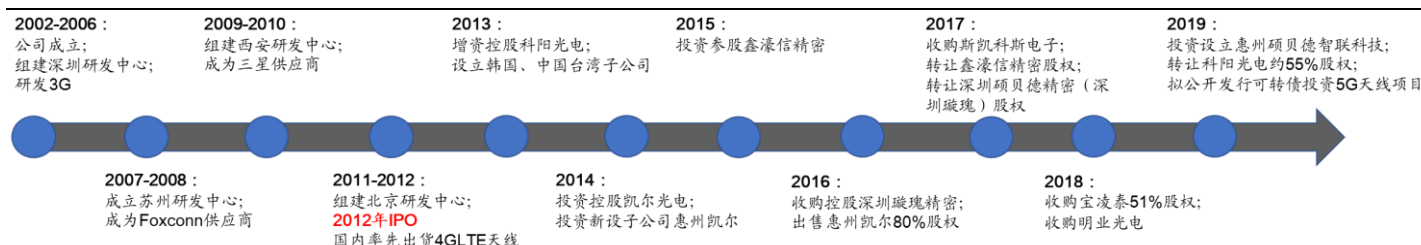
图1 硕贝德股权关系



资料来源：公司 2018 年报，2019 年中报，海通证券研究所

公司总部位于广东省惠州市，在惠州、苏州、深圳、上海、中国台湾以及韩国、美国等地区设有分公司和研发中心，集成研发、销售、服务为一体。公司自 2012 年上市以来，对外投资了科阳光电、凯尔光电、鑫濠信精密、璇瑰精密等公司，将业务拓展到了半导体封装、指纹识别模组、精密结构件等领域。2017 年公司逐渐开始收缩主业，转让了鑫濠信精密的股权以及深圳硕贝德精密股权，剥离了精密结构件相关业务。同时 2019 年公司转让科阳光电约 55% 股权，不再控股科阳光电。

图2 硕贝德历史沿革

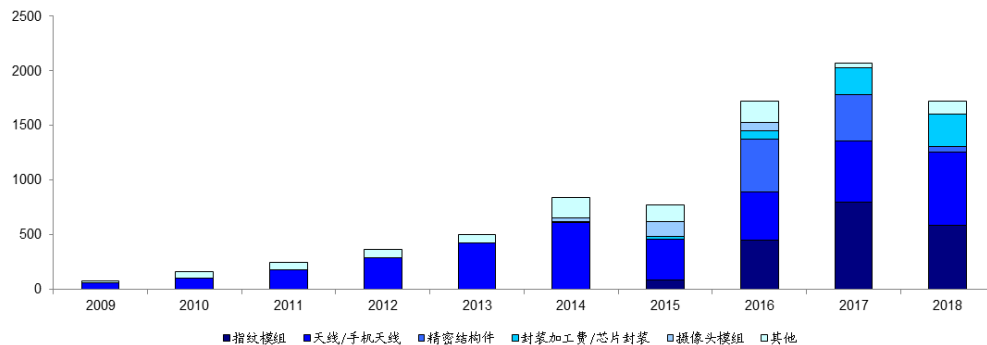


资料来源：公司官网，20130914 对外投资公告，20130606 关于公司在中国台湾设立子公司的公告，20130606 关于公司在韩国设立子公司的公告，20140109 关于使用超募资金与关联方共同投资凯尔光电暨关联交易的公告等，海通证券研究所

公司从 2009 年至 2014 年，总营收及天线业务收入保持稳步增长。2015 年总营收和天线业务收入有所回落，原因是该年手机增速放缓，手机品牌对成本的控制更加敏感，众多品牌客户采购模式发生很大变化，ODM 模式的生产比例上升，导致公司主要客户订单同比下降。2016 年，公司天线业务开始回暖，同时指纹模组以及精密结构件业务收

入大幅提升,实现了三块业务收入并重的结构。2017年10月,公司完成了深圳硕贝德精密的股权剥离,主要目的是进一步提高公司盈利能力,减少亏损业务对公司整体经营业绩的影响。2018年,公司在剥离深圳硕贝德精密的股权后,营收有所下滑。

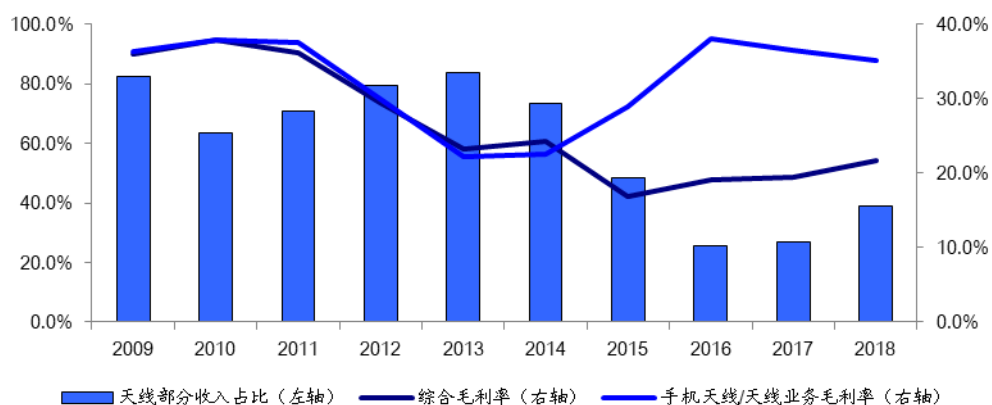
图3 硕贝德各年营收拆分 (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 2012-2018 年年报, 海通证券研究所

从图3和图4可以看到,从2015年开始,公司的天线部分业务的收入占比开始较大幅度下滑,其他业务收入大幅提升。因此公司的综合毛利率与天线业务的毛利率也开始有所差异。参考2018年年报,公司的其他业务如指纹模组的毛利率为10.4%,芯片封装毛利率为14.4%。

图4 硕贝德毛利率情况

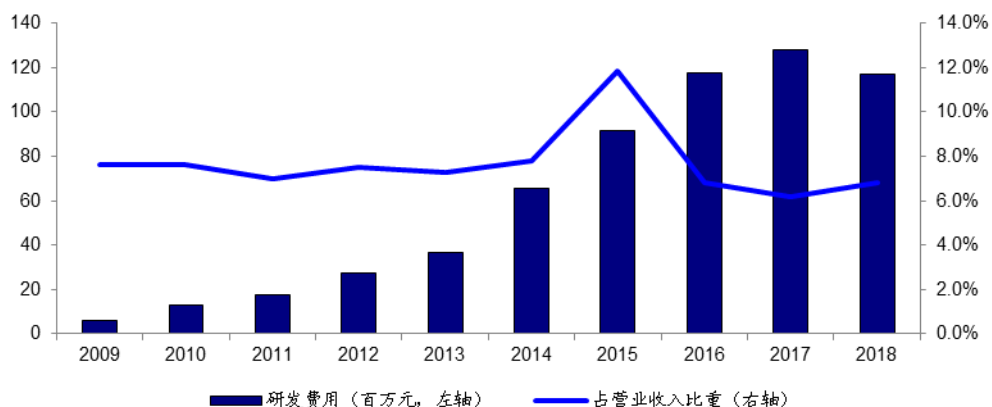


注: 天线部分收入于2009-2016年指的是手机天线; 2017-2018年指的是所有天线业务。

资料来源: 招股说明书, 公司2012-2018年年报, 海通证券研究所

硕贝德的研发费用一直保持着平稳增长,占营收比重长期维持在5%以上。公司在惠州、苏州、深圳、西安、北京、上海、中国台湾以及韩国、美国等地设立了可以辐射到全球的研发中心。截止2018年年报,公司研发人员共有355人。

图5 硕贝德各年研发投入



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 核心天线业务：立足终端，布局基站

硕贝德上市初期主营业务为无线通信终端天线的研发、生产和销售。自创立以来，硕贝德科技首先专注于“小天线”领域，从通信产业 2G 时代的“突围者”，成为首家打破国外对无线通信终端高频天线技术和市场垄断的中国企业，到 3G 时代国内的“排头兵”，4G 移动互联时代的“领跑者”，再到目前 5G 时代的“先行者”。

如图 4 所示，2009-2014 年公司大部分收入来自于手机天线。随着电子通信技术、新材料技术和制造工艺的进步，无线通信终端的发展越来越趋向于小型化，轻盈化。手机天线也经历了不同的发展阶段。

图6 手机天线主要发展历程



资料来源：硕贝德招股说明书，硕贝德官网，村田官网，海通证券研究所

2012 年，公司上市时，典型的手机天线为内置的金属弹片天线。2014 年前后，国内厂商硕贝德、信维通信等开始转向 LDS 天线。LDS（Laser-Direct-Structuring）天线是激光直接成型技术，可直接将天线镭射在塑料支架、或手机外壳上；可以增加手机的空间利用率。苹果公司自 iPhoneX 和 iPhone8 开始采用 LCP 模组，其中 iPhone X 用两个 LCP 模组来支持 MIMO 功能。LCP（Liquid Crystal Polymer），是一种新型高性能特种工业塑料。使用了 LCP 薄膜的树脂拨片及铜箔拨片堆叠而成的树脂多层基板，其高频特性优异，且不需要粘合层，非常纤薄，并可以进行复杂的弯曲加工。这种材料特性有助于智能手机的小型化设计。

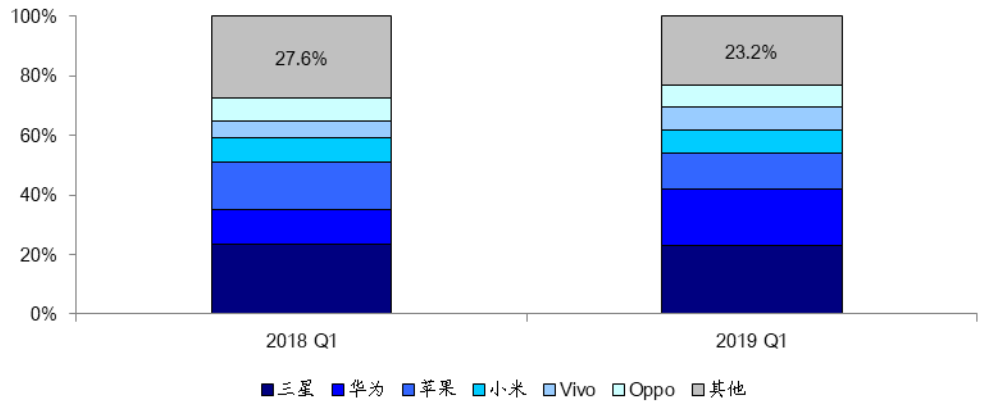
通过图 6 可以看到，手机天线具有较高的定制化以及非标准变化的特点，客户每研发一款终端产品，天线厂商的研发就必须从 ID 设计开始就与客户的研发人员一起评估、制定天线及整机的布局方案，相互配合进行天线分析、调试、测试，双方研发人员之间需要大量面对面地互动与沟通。

2.1 聚焦手机大客户，深挖 5G 射频前端技术

根据 IDC 于 2019 年 4 月 30 日发布的研究，2019 年第一季度，全球前五大（注：

Vivo 和 Oppo 看成一家公司) 手机公司出货量占市场份额达到 76.8%，市场集中度比 2018 年同期进一步提升。

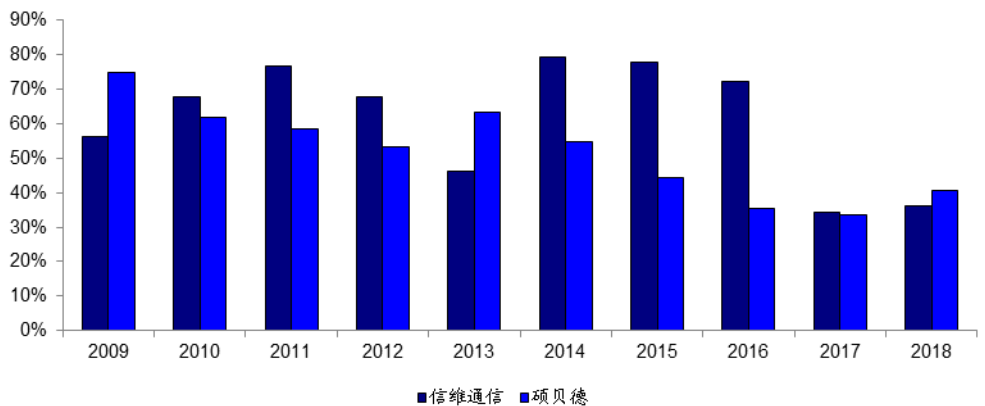
图7 2019 年 Q1 前五大手机公司市场份额



资料来源: IDC, 海通证券研究所

基于手机天线的定制化特性, 我们认为在终端天线市场想要获得重要市场, 就需要采用大客户策略。公司在早期比较依赖两大客户, 中兴通讯和 TCL 通信, 在 2009-2011 年两大客户收入占比合计超过 40%; 前五大客户占收入比重也维持在 50% 以上。

图8 前五大客户占比



资料来源: 信维通信招股说明书、2010-2018 年报, 硕贝德招股说明书、2012-2018 年报, 海通证券研究所

2018 年硕贝德开始实施“两个聚焦、一个强化”的发展战略, 将公司业务聚焦于天线射频领域, 同时聚焦于大客户的开发和深度挖掘。参考图 2, 公司在 2017 年及 2018 年分别收购了斯凯科斯和宝凌泰精密。其中斯凯科斯电子成立于 2005 年, 主营业务为手机天线, 在手机天线领域拥有良好的声誉, 业务基础雄厚。宝凌泰主要从事移动终端配件业务, 主要产品为移动终端射频屏蔽罩、金属连接弹片、模切件及其他精密连接件等, 2018 年收购交易时该公司主要客户为北美知名移动终端厂商。硕贝德收购斯凯科斯以及宝凌泰后, 除了进一步提升公司整体研发能力外, 都将获得两家公司的优质客户供应商资质, 迅速导入优质大客户。

2018 年公司成为了国内顶级品牌手机厂商的 A 级供应商, 获得了其多个机型手机天线的大部分份额, 其他国际主流品牌手机厂商如三星、OPPO 的市场份额也在逐步提升。

图9 公司战略合作企业（消费电子市场部分）

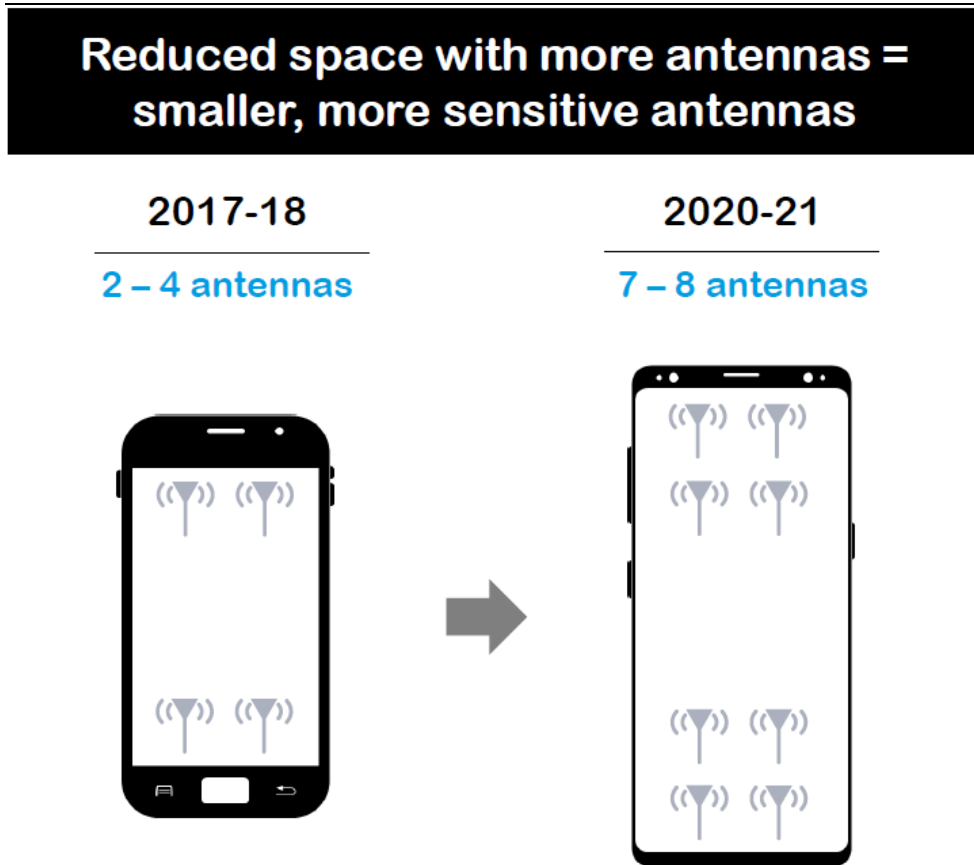
			
			
			
			

资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司官网上披露了战略合作企业的名单,我们将汽车领域相关公司排除后可以看到,手机终端市场上,全球市场份额靠前的三星、华为、Oppo 等均是公司的战略合作企业。此外品牌商还有联想、中兴、TCL、步步高和魅族,代工厂合作伙伴有纬创、富士康、伟创力、LCFC 等。

随着 5G 商用的到来,智能手机需要更多天线来支持不断增长的 RF 要求。参考图 10, Qorvo 在 2018 年 Investor Day 上的资料称,2017-2018 年的手机中主要集成了 2-4 枚天线,预计 2020-2021 年的手机中将会集成 7-8 枚天线。我们认为 5G 手机在增加 5G 毫米波和 sub-6GHz 天线的同时还要保留 LTE 和 3G 天线,同时伴随着全面屏手机的普及,要在更小的空间中塞入更多的天线,对天线工艺设计的难度和对材料要求都进一步提高。

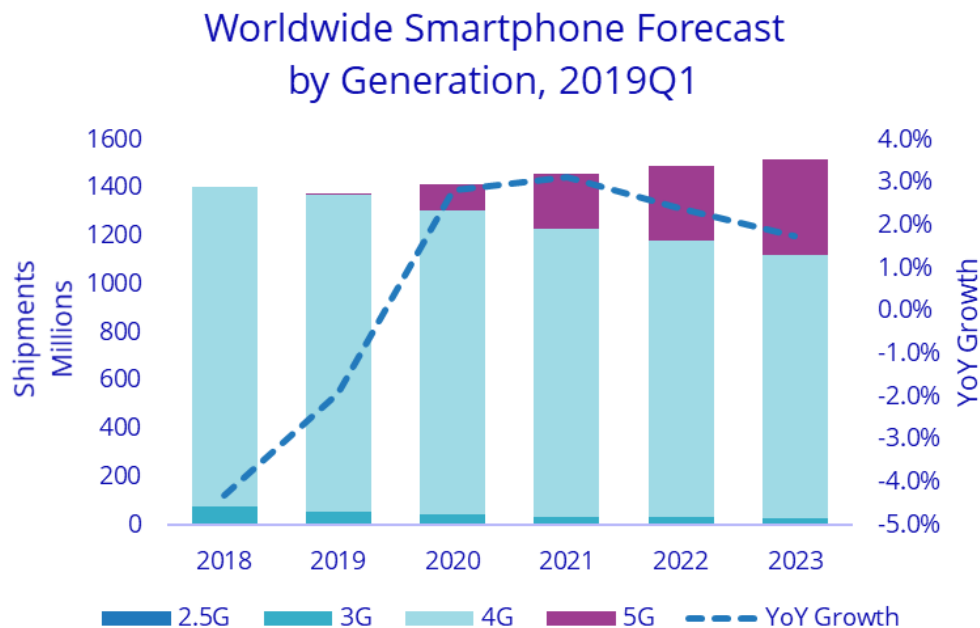
图10 手机天线需求变化



资料来源：Seeking Alpha, Qorvo 2018 Investor Day, 海通证券研究所

根据 GosReports 于 2017 年 11 月发布的新闻,全球智能手机天线市场预计在 2020 年达到 26 亿美元的规模。按照 IDC 在 2019 年 5 月的预计,2020 年全球智能手机出货量将达到 14 亿部,即对应着每部手机天线价值量大约为 1.9 美元。

图11 全球手机出货量预计



资料来源: IDC, 海通证券研究所

随着 5G 手机的逐渐来临,公司也在不断储备 5G 技术。在 4.5G, Pre5G 和 5G (Sub 6GHz 频段) 系统上,硕贝德利用移动终端 iMAT 天线技术,可以在手机终端方便集成 8 个、甚至更多个天线。在毫米波频段,公司聚焦在毫米波 5G 天线技术、射频前端 RFIC 芯片设计及相应封装技术,已经成功申请了几十项国内外相关专利。此外,公司积极推进 LCP (Liquid crystal polymer, 液晶聚合物) 天线、高频传输线的研发和布局。公司已经在配合全球前几大手机及笔记本终端产商开发 5G 的 LCP 天线产品,并完成相关产品的测试及样品交付。

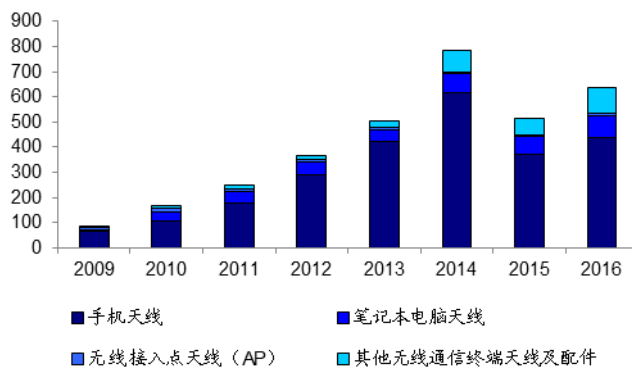
终端天线业务中,除了手机天线之外,2018 年公司的笔记本电脑产品线也表现出色,在联想的市场份额保持稳步增长,获得了 DELL 高阶商务机种的重大项目;无线充产品拿到了三星、Mophie 等国际知名厂商的供应商资格,并开始了量产出货。车载天线成为上海通用、南美通用、比亚迪、吉利汽车等国内外知名车企 20 余款车型的多合一天线供应商,同时,V2X 天线的研发也取得了重要进展,高精度定位天线已实现量产出货,这一切都为公司的业绩增长奠定了坚实的基础。

图12 硕贝德其他天线产品



资料来源: 硕贝德官网, 海通证券研究所

图13 硕贝德天线业务收入拆分 (百万元, 至 2016 年)



资料来源: Wind, 招股说明书, 海通证券研究所

2.2 首次切入基站天线, 横向扩张产品能力

MIMO 技术已经在 4G 系统中广泛应用，由于 5G 所需的传输速率以及系统容量相比 4G 均大幅提升，随着 5G 的走近，Massive MIMO（大规模天线阵列）技术将成为技术继续演进的重要方向。

图14 中兴通讯 TDD-LTE Massive MIMO 2.0 产品

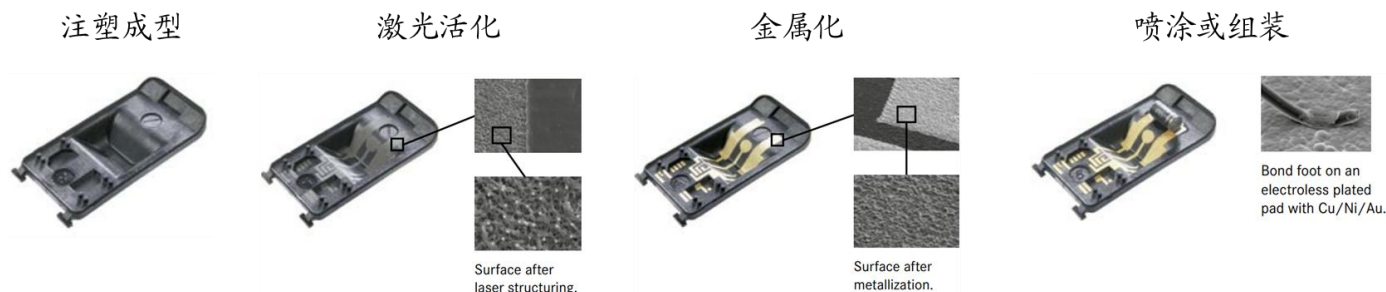


资料来源：中兴通讯官网，海通证券研究所

中国联通 5G 基站设备技术白皮书指出，5G 的 AAU 设备，对于 6GHz 以下频段，主要包括 64T64R、32T32R 和 16T16R 三种类型，单天线的通道数量有望达到 64 个，振子数量与通道数量呈线性关系（还需考虑每通道振子数，以及双极化的影响），因此 5G 对天线振子的数量要求有望达到 64 个（单通道 1 个振子）甚至 96 个（单通道 1.5 个振子）。

大规模天线技术需要在基站天线上集成更多的天线振子，我们认为 5G 天线将对零件的重量将提出更高的要求。传统振子的生产工艺是采用金属材料压铸成型，或者是钣金件、塑料固定件和电路板组合的方式。目前常用的金属振子一般采用锌合金和铝合金材料，密度大，整体也比较重。目前主流设备商对 5G 宏基站天线形式作出了材料及工艺上的改进，大规模使用塑胶振子金属化的方案。公司在塑胶振子的生产制造方面具有全制程的优势，其掌握 LDS 全工序制程的自制能力，拥有包括 LDS 激光加工、电镀车间和 LDS 电镀线体等生产资源。LDS 技术可以实现在三维塑料器件上活化出电路图案，即在成型的塑料支架上，利用激光镭射技术直接在支架上电镀形成金属天线 Pattern。

图15 LDS 工艺流程说明



资料来源：LPKF 官网，海通证券研究所

公司于 2019 年 2 月 21 日披露，5G 天线产品已经批量出货，确认营业收入约 65 万元，已发货未确认收入约为 380 万元。公司在互动易平台上的披露，与华为在终端天线、5G 宏基站天线等领域有全方位的合作。基于此，我们推测，硕贝德主要的基站设备商客户可能是国内第一大设备商华为。此外，公司在微基站天线方面，目前主要做

CPE、室内微基站与室外微基站天线。截止到 2019 年第一季度末，已经出货 1000 多万元人民币。

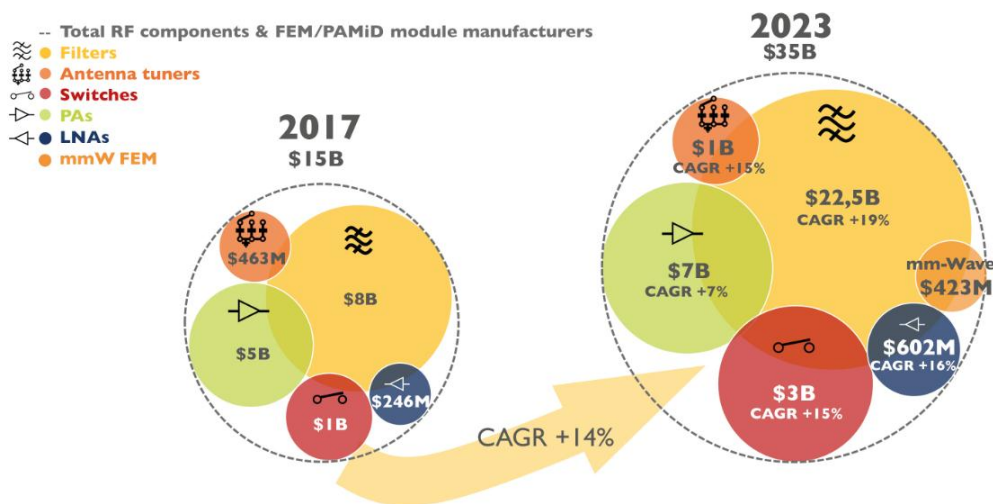
3. 储备射频产业链，看好公司长期发展

2019 年，公司将坚持“两个聚焦、一个强化”的发展战略，牢牢抓住天线射频的主线，剥离芯片封装业务，同时逐步调整指纹识别模组业务，将公司重心聚焦到天线射频及其相关领域。

2019 年 2 月，公司与广州市黄埔区人民政府、广州开发区管理委员会签订《项目合作协议书》，双方就在广州建设公司 5G 产业总部项目达成初步合作意向。公司拟在广州市黄埔区或广州开发区投资设立硕贝德 5G 产业总部，投资总额为 10 亿元，主要从事 5G 射频模块，5G 毫米波终端天线模组，5G 智能车用 V2X 射频天线及模块，无线充电接收与发射产品等业务。

根据搜狐援引 semiChina 的内容称，2019 年 3 月 19 日，中芯长电半导体有限公司在中国国际半导体技术大会（CSTIC 2019）上发布世界首个超宽频双极化的 5G 毫米波天线芯片晶圆级集成封装 SmartAiP 工艺技术。该项目与硕贝德合作，利用中芯长电 SmartAiP 工艺，集成了射频芯片的 5G 毫米波天线模块，成功实现了从 24GHz 到 43GHz 超宽频信号收发，为克服各国和地区不同毫米波频段在 5G 技术推广上的困扰提供了重要的技术方案。

图16 手机射频前端市场



资料来源：Yole Development，海通证券研究所

根据 Yole Development 的测算，2017-2023 年手机射频前端市场将从 150 亿美金增长到 350 亿美金，年复合增长率为 14%。其中毫米波前端模组的市场将于 2023 年超过 4 亿美金。

2019 年 2 月 21 日公司在《关于股价异动公告》中披露，毫米波芯片模组和 5G 射频模组处于流片或样品测试阶段。2018 年，公司的 5G 毫米波射频芯片已经与全球前三大的部分手机厂商进行深度战略合作。我们认为公司在射频前端模组、5G 毫米波终端天线模组的储备将逐渐在未来 2-3 年逐渐开花结果，从而推动公司长期增长。

4. 盈利预测与投资建议

综上，我们看好公司在射频行业的积累，以及未来聚焦射频产业的发展战略。对于终端天线业务，我们认为随着公司对斯凯科斯的收购整合，以及大客户策略的推进，公司的手机天线业务有望成为当前公司业绩主要驱动力。此外公司在基站天线的布局，以及未来射频前端储备产品的预研，都将持续为公司带来增长动力。我们基于以下主要假设，对公司做出盈利预测：

1. 手机天线业务继续稳步增长;
2. 指纹模组业务收入逐渐下滑;
3. 射频前端业务于 2020 年逐渐开始贡献收入。

表 1 公司盈利预测简表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
天线收入	669	997	1638	2061
YoY	21%	49%	64%	26%
毛利率	35.1%	32.0%	32.4%	32.1%
毛利	235	319	531	661
指纹模组收入	585	468	421	379
YoY	-28%	-20%	-10%	-10%
毛利率	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
毛利	61	49	44	39
射频前端收入	0	0	10	50
YoY				400%
毛利率			20%	40%
毛利			2	20
已经剥离业务收入	351	112	0	0
其他收入	117	117	117	117
总毛利	375	413	611	754
归母净利润	62	147	183	240

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们判断公司在终端天线业务上将持续稳定增长, 此外我们认为基站天线业务也将在 2019 年开始贡献收入, 2020 年有望放量, 天线业务收入增长也因此 2020 年加速。同时我们认为射频前端业务开始真正贡献收入将在 2020 年之后, 规模上量有望发生在 2021 年, 因此公司该项业务毛利率在 2021 年才趋向稳定。

我们预计硕贝德 2019-2021 年收入分别为 16.93 亿元, 21.86 亿元和 26.07 亿元; 归母净利润分别为 1.47 亿元, 1.83 亿元和 2.40 亿元; 对应 EPS 分别为 0.36 元, 0.45 元和 0.59 元; 基于 2019 年 8 月 13 日收盘价, 对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 49.38 倍, 39.88 倍和 30.40 倍。根据可比公司估值法, 我们给予公司 2019 年 50-60 倍 PE, 对应合理价值区间为 18.13 元-21.75 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”的评级。

5. 风险提示

新产品研发不及预期, 市场竞争风险。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
300602	飞荣达	104	0.80	0.88	1.21	41.99	38.51	28.19	5.58	7.15
300661	圣邦股份	135	1.30	1.28	1.67	52.54	101.96	77.95	20.48	13.53
002792	通宇通讯	87	0.13	0.33	0.98	155.24	78.03	26.18	5.05	14.46
	均值		0.74	0.83	1.29	83.26	72.83	44.11	10.37	11.71
300322	硕贝德	73	0.15	0.36	0.45	116.68	49.38	39.88	4.30	10.13

注：收盘价为 2019 年 8 月 13 日价格，通宇通讯、硕贝德为海通预测，其他为 wind 一致预期。通宇通讯数据根据最新股本更新。

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1722	1693	2186	2607
每股收益	0.15	0.36	0.45	0.59	营业成本	1347	1281	1575	1853
每股净资产	1.42	1.77	2.22	2.80	毛利率%	21.8%	24.4%	27.9%	28.9%
每股经营现金流	0.97	0.34	0.10	0.72	营业税金及附加	11	10	13	16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	42	41	52	63
P/E	116.68	49.38	39.88	30.40	营业费用率%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
P/B	6.74	10.13	8.08	6.38	管理费用	126	124	159	190
P/S	4.23	4.30	3.33	2.79	管理费用率%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
EV/EBITDA	24.80	60.15	22.41	17.56	EBIT	82	126	240	313
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	32	12	7	13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	0.7%	0.3%	0.5%
毛利率	21.8%	24.4%	27.9%	28.9%	资产减值损失	-2	5	12	9
净利率	3.6%	8.7%	8.4%	9.2%	投资收益	-2	70	0	0
净资产收益率	10.8%	20.5%	20.3%	21.0%	营业利润	74	179	221	291
资产回报率	3.4%	9.3%	8.8%	10.1%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	8.3%	14.8%	18.4%	20.4%	利润总额	71	179	221	291
盈利增长 (%)					EBITDA	171	120	331	420
营业收入增长率	-16.8%	-1.7%	29.1%	19.3%	所得税	0	27	33	44
EBIT 增长率	43.0%	53.0%	90.9%	30.0%	有效所得税率%	0.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	21.3%	136.3%	23.8%	31.2%	少数股东损益	9	5	6	7
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	62	147	183	240
资产负债率	63.8%	48.9%	51.7%	47.4%					
流动比率	1.0	1.5	1.4	1.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.7	1.2	1.1	1.2	货币资金	231	200	300	300
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.3	应收账款及应收票据	464	513	686	814
经营效率指标					存货	229	203	260	305
应收帐款周转天数	118.8	110.7	114.6	114.0	其它流动资产	87	71	94	110
存货周转天数	64.5	57.8	60.1	60.1	流动资产合计	1011	988	1339	1530
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.2	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	2.7	3.4	4.9	4.7	固定资产	617	382	502	606
					在建工程	31	40	49	61
					无形资产	56	57	56	54
					非流动资产合计	826	601	730	843
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1838	1588	2070	2373
净利润	62	147	183	240	短期借款	466	20	316	266
少数股东损益	9	5	6	7	应付票据及应付账款	464	491	475	558
非现金支出	87	-1	103	116	预收账款	3	6	7	8
非经营收益	34	-51	14	22	其它流动负债	119	139	152	173
营运资金变动	203	37	-267	-93	流动负债合计	1053	656	949	1005
经营活动现金流	395	137	39	292	长期借款	98	98	98	98
资产	-69	232	-220	-220	其它长期负债	23	23	23	23
投资	-171	0	0	0	非流动负债合计	120	120	120	120
其他	0	70	0	0	负债总计	1173	777	1070	1126
投资活动现金流	-240	302	-220	-220	实收资本	407	407	407	407
债权募资	-147	-446	296	-50	普通股股东权益	576	719	901	1141
股权募资	8	0	0	0	少数股东权益	88	93	99	106
其他	-87	-24	-14	-22	负债和所有者权益合计	1838	1588	2070	2373
融资活动现金流	-226	-470	281	-72					
现金净流量	-71	-31	100	0					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 13 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
张弋 通信行业

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，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国联通,光迅科技,通宇通讯,深南电路,世嘉科技,高新兴,中新赛克,海能达,光环新网,博创科技,迪普科技,烽火通信,亨通光电,中国铁塔,锐科激光,中兴通讯,日海智能,星网锐捷,华测导航,亿联网络,紫光股份,深信服,网宿科技,麦捷科技,中际旭创,中天科技,华工科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈 兴(021)232154504 cx12025@htsec.com
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一满(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业		煤炭行业		电力设备及新能源行业	
陈平(021)23219646	cp9808@htsec.com	李淼(010)58067998	lm10779@htsec.com	张一弛(021)23219402	zyc9637@htsec.com
尹岑(021)23154119	yl11569@htsec.com	戴元灿(021)23154146	dyc10422@htsec.com	房青(021)23219692	fangq@htsec.com
谢磊(021)23212214	xl10881@htsec.com	吴杰(021)23154113	wj10521@htsec.com	曾彪(021)23154148	zb10242@htsec.com
联系人		联系人		徐柏乔(021)23219171	
李智(021)23219392		王涛(021)23219760		联系人	
				陈佳彬(021)23154513	
基础化工行业		计算机行业		通信行业	
刘威(0755)82764281	lw10053@htsec.com	郑宏达(021)23219392	zhd10834@htsec.com	朱劲松(010)50949926	zjs10213@htsec.com
刘海荣(021)23154130	lhr10342@htsec.com	杨林(021)23154174	yl11036@htsec.com	余伟民(010)50949926	ywm11574@htsec.com
张翠翠(021)23214397	zcc11726@htsec.com	鲁立(021)23154138	ll11383@htsec.com	张峥青(021)23219383	zzq11650@htsec.com
孙维容(021)23219431	swr12178@htsec.com	于成龙 ycl12224@htsec.com		张戈 01050949962	zy12258@htsec.com
联系人		黄竞晶(021)23154131		联系人	
李智(021)23219392		洪琳(021)23154137		杨彤昕 010-56760095	
非银行金融行业		交通运输行业		纺织服装行业	
孙婷(010)50949926	st9998@htsec.com	虞楠(021)23219382	yun@htsec.com	梁希(021)23219407	lx11040@htsec.com
何婷(021)23219634	ht10515@htsec.com	罗月江 (010) 56760091	ljy12399@htsec.com	联系人	
李芳洲(021)23154127	lfz11585@htsec.com	李轩(021)23154652	lx12671@htsec.com	盛开(021)23154510	
联系人		联系人		刘溢(021)23219748	
任广博(021)23154388		李丹(021)23154401			
建筑建材行业		机械行业		钢铁行业	
冯晨阳(021)23212081	fcy10886@htsec.com	余炜超(021)23219816	swc11480@htsec.com	刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
潘莹练(021)23154122	pyl10297@htsec.com	耿耘(021)23219814	gy10234@htsec.com	刘璇(0755)82900465	lx11212@htsec.com
申浩(021)23154114	sh12219@htsec.com	杨震(021)23154124	yz10334@htsec.com	联系人	
		沈伟杰(021)23219963		周慧琳(021)23154399	
		周丹 zd12213@htsec.com			
建筑工程行业		农林牧渔行业		食品饮料行业	
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	丁频(021)23219405	dingpin@htsec.com	闻宏伟(010)58067941	whw9587@htsec.com
张欣劼 zxx12156@htsec.com		陈雪丽(021)23219164	cxl9730@htsec.com	成珊(021)23212207	cs9703@htsec.com
李富华(021)23154134	lfh12225@htsec.com	陈阳(021)23212041	cy10867@htsec.com	唐宇(021)23219389	
		联系人			
		孟亚琦 myq12354@htsec.com			
军工行业		银行行业		社会服务行业	
蒋俊(021)23154170	jj11200@htsec.com	孙婷(010)50949926	st9998@htsec.com	汪立亭(021)23219399	wanglt@htsec.com
刘磊(010)50949922	ll11322@htsec.com	解巍巍 xww12276@htsec.com		陈扬扬(021)23219671	cyy10636@htsec.com
张恒昶 zhx10170@htsec.com		林加力(021)23214395	lj12245@htsec.com	许樱之 xyz11630@htsec.com	
联系人		谭敏沂(0755)82900489			
张宇轩(021)23154172					
家电行业		造纸轻工行业			
陈子仪(021)23219244	chenzy@htsec.com	衣桢永(021)23212208	zy12003@htsec.com		
李阳(021)23154382	ly11194@htsec.com	赵洋(021)23154126	zy10340@htsec.com		
朱默辰(021)23154383	zmc11316@htsec.com				
联系人					
刘瑞(021)23214390					

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金垚 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com