

**证券研究报告—动态报告**

信息技术

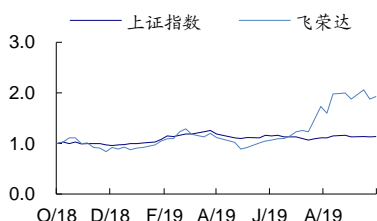
IT 硬件与设备

**飞荣达(300602)**
**买入**

2019 年三季报点评

(维持评级)

2019 年 10 月 28 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	306/95
总市值/流通(百万元)	14,296/4,442
上证综指/深圳成指	2,955/9,556
12 个月最高/最低(元)	50.85/19.95

**相关研究报告:**

《飞荣达-300602-2019 年半年报点评: 5G 天线业务开始放量, 未来业绩有望加速》——2019-08-20

《飞荣达-300602-重大事件快评: 19 年上半年业绩超预期, 5G 时代公司迎来最佳成长期》——2019-07-13

《飞荣达-300602-2019 年 1 季度点评: Q1 业绩超预期, 新老产品长期受益 5G 大趋势-190428》——2019-04-29

《飞荣达-300602-三剑合璧, 整装待发迈向 5G 产业大周期》——2019-03-18

《飞荣达-300602-2018 年报点评: 材料+器件构筑两翼, 整合产业链迎接 5G》——2019-02-28

**证券分析师: 欧阳仕华**

电话: 0755-81981821

E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

**证券分析师: 高峰**

电话: 010-88005310

E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070004

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

# 三季报收入超预期, 多维度布局迎接 5G 大周期

**● 19 年三季报收入增长 115%, 超出预期**

前三季度营收 16.75 亿元, 同比增长 84.72%; 归属母公司净利润 2.59 亿元, 同比增长 115.08%, 扣非归母净利润 1.97 亿元, 同比增长 79.98%, 符合我们预期。前三季度毛利率 30.31%, 同期减少 0.78 个百分点。净利率 16.15%, 同比增加 2.5pct。

Q3 单季度营收 7.65 亿元, 同比+115.68%, 超出我们预期。净利润 1.03 亿元, 同比增长 105%; 毛利率 28.6%, 同比减少 3.18pct, 主要原因是天线振子等新放量规模效应较低, 综合费用率为 13.5%, 同比 0.65pct。随着公司整体规模效应开始显现, 未来毛利率有望将重新回归到正常水平。

**● 受益 5G 需求, 材料+器件布局逐步迎来收获期**

受益于大客户新项目的导入以及国产替代机遇, 公司主要为客户提供高度定制化解决方案, 随着品类的持续拓展, 公司电磁屏蔽及导热产品产能与营收持续增长。公司在深圳光明、东莞常平等地持续扩充产能, 以应对 5G 建设高峰期到来。三季度公司存货达到 3 亿元, 环比增长 50%。产业链信息了解到, 公司正在积极配合大客户的需求, 四季度及 2020 年公司有望持续高增长。

**● 完成产业链垂直整合, 公司迎接 5G 大周期**

2019 年上半年相继完成对博纬通信、润星泰、品岱的整合后, 形成了从天线设计研发、天线制造等产品配套。三季度 5G 相关业务收入预计 1.5 亿元左右, 相比上半年 0.7 亿元环比大幅增长。公司融资投建 5G 通信器件产业化项目, 有利于提高产能, 完善产品结构, 带动公司在 5G 时代迎来新的成长机遇。

在热管理解决方案配套能力方面, 公司形成从上游材料到下游模组的产业链布局。内生外延助力公司把握 5G 带来的市场发展机遇。

**● 风险提示。下游整体需求不达预期。新产品不达预期。**
**● 内生外延布局 5G, 业绩高增长潜力足, 维持“买入”评级**

我们上调盈利预测, 19/20/21 年实现归母净利润 3.91/5.83/8.12 亿元。对应 EPS1.28/1.90/2.65 元, 同比增速 140.4%/49.3%/39.1%, 对应 PE 36.6/24.5/17.6X, 公司估值高于可比公司平均值, 公司作为优秀的电磁屏蔽及导热龙头, 基站天线等业务受益 5G 周期, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,326	2,583	3,998	5,661
(+/-%)	27.9%	94.9%	54.8%	41.6%
净利润(百万元)	162	391	583	812
(+/-%)	50.2%	140.4%	49.3%	39.1%
摊薄每股收益(元)	0.80	1.28	1.90	2.65
EBIT Margin	18.7%	15.5%	16.4%	16.2%
净资产收益率(ROE)	14.2%	26.0%	28.7%	29.3%
市盈率(PE)	58.6	36.6	24.5	17.6
EV/EBITDA	37.7	35.1	22.5	16.6
市净率(PB)	8.30	9.51	7.03	5.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 三季度收入超预期，多维度布局迎接 5G 大周期

### 19 年三季度收入超预期，财务指标全面提升

公司 19 年前三季度实现营收 16.75 亿元，比上年同期增长 84.72%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.59 亿元，比上年同期增长 115.08%，扣非归母净利润 1.97 亿元，同比增长 79.98%，业绩大超市场预期。

公司 2019 年前三季度毛利率为 30.31%，比上年同期减少 0.78 个百分点。净利率 16.15%，同比增加 2.5 个百分点。

19Q3 单季度营收 7.65 亿元，同比+115.68%，19Q3 单季度毛利率 28.6%，比去年同期减少 3.18 个百分点。

**表 1：公司营收及归母净利润情况**

	2015 年前三季度	2016 年前三季度	2017 年前三季度	2018 年前三季度	2019 年前三季度
营收 (亿元)	4.50	5.68	7.40	9.07	16.75
同比增速 (%)		26.31%	30.23%	22.49%	84.72%
归母净利润 (亿元)	0.78	0.93	0.81	1.45	3.03
同比增速 (%)		19.80%	-13.01%	78.64%	109.71%
扣非归母净利 (亿元)	0.67	0.76	0.70	1.21	2.59
同比增速 (%)		13.79%	-7.21%	71.46%	115.08%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司 19 年前三季度实现经营活动现金流净额 2.85 亿元，同比+537.11%。加权 ROE 20.16%，同比增加 8.37 个百分点。销售期间费用率 14.54%，同比减少 0.36 个百分点。

**表 2：公司的盈利能力情况**

	2016 年前三季度	2017 年前三季度	2018 年前三季度	2019 年前三季度
毛利率 (%)	31.76	25.99	31.09	30.31
净利率 (%)	13.87	9.69	13.64	16.15
销售期间费用率 (%)	14.10	14.46	14.90	14.54
ROE (%)	15.81	9.52	11.80	20.16

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

19 年前三季度公司营业周期 194 天，同比减少 6 天。存货周转天数 79 天，同比增加 8 天。应收帐周转天数 116 天，同比减少 13 天。总资产周转率 0.66 次，同比增加 0.08 次。

**表 3：公司的营运能力**

	2016 年前三季度	2017 年前三季度	2018 年前三季度	2019 年前三季度
营业周期	180.39	195.59	199.81	194.26
存货周转天数	62.09	66.84	70.91	78.69
应收账款周转天数	118.30	128.75	128.89	115.57
固定资产周转率	6.71	6.54	4.95	4.35
总资产周转率	0.78	0.64	0.58	0.66

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

### 材料+器件布局逐步迎来收获期

受益于大客户新项目的导入以及国产替代机遇，公司电磁屏蔽及导热产品产能与营收持续增长，公司持续沿着材料+器件的布局，从热解决方案，电磁屏蔽，到 5G 的天线器件全方位布局，整合产业资源实现自身业绩的大幅增长。5G 手机带动散热及电磁屏蔽需求大幅增长，公司积极布局受益显著，同时 5G 天线振子及配套部件开始放量，伴随着 20 年 5G 基站建设的高峰，预计未来公司基站天线业务将快速增长。

### 完成产业链垂直整合，公司迎接 5G 大机遇

公司完成对博纬通信、润星泰、品岱的整合后，形成了从天线设计研发、天线端产品配套，以及完整的热管理解决方案配套能力，形成从上游材料到下游模组的产业链布局。博纬已于半年报完成并表，润星泰和品岱于三季度完成并表，随着并购后协同效应的增强，以及产品结构的进一步完善，公司有望充分发挥整合效果，提升产品配套及服务能力。公司募投 5G 通信器件产业化项目，扩充产能，并带动公司在 5G 时代迎来新的成长机遇。

### 内生外延布局 5G，业绩高增长潜力足，维持“买入”评级

我们上调盈利预测，19/20/21 年实现归母净利润 3.91/5.83/8.12 亿元。EPS 1.28/1.90/2.65 元，同比增速 140.4%/49.3%/39.1%，当前股价对应 PE 36.6/24.5/17.6X，行业可比公司中石科技、安洁科技 19/20/21 年平均 PE 31/21/16X，公司估值高于可比公司平均值，公司作为优秀的电磁屏蔽及导热龙头，垂直整合布局材料+器件，迎接 5G 成长大机遇，有望迎来高速成长期，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	预测每股收益 EPS			预测 PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
300602.SZ	飞荣达	46.68	142.96	1.01	1.32	1.73	36.47	24.57	17.62
300684.SZ	中石科技	23.01	58.00	0.61	0.95	1.28	37.80	24.27	17.99
002635.SZ	安洁科技	14.33	98.76	0.79	1.04	1.26	18.04	13.80	11.41
	平均值						30.77	20.88	15.67

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理(飞荣达为国信证券经济研究所预测)

## 风险提示

- 一，宏观经济下行，导致下游整体需求不达预期。
- 二，5G 新产品放量不达预期。
- 三，公司外延并购整合不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	429	429	429	450	营业收入	1326	2583	3998	5661
应收款项	657	1274	1972	2791	营业成本	916	1828	2803	3963
存货净额	200	396	533	648	营业税金及附加	10	19	30	43
其他流动资产	10	26	40	57	销售费用	48	96	146	209
<b>流动资产合计</b>	<b>1295</b>	<b>2125</b>	<b>2974</b>	<b>3946</b>	管理费用	104	240	365	531
固定资产	385	527	659	778	财务费用	(9)	(11)	(12)	(18)
无形资产及其他	117	113	109	106	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	76	76	76	76	资产减值及公允价值变动	(15)	(9)	(9)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(50)	50	20	20
<b>资产总计</b>	<b>1873</b>	<b>2841</b>	<b>3818</b>	<b>4906</b>	营业利润	192	453	678	944
短期借款及交易性金融负债	0	275	212	0	营业外净收支	(2)	3	3	3
应付款项	393	793	1143	1511	<b>利润总额</b>	<b>189</b>	<b>456</b>	<b>681</b>	<b>947</b>
其他流动负债	107	257	394	561	所得税费用	23	57	84	117
<b>流动负债合计</b>	<b>500</b>	<b>1325</b>	<b>1749</b>	<b>2072</b>	少数股东损益	4	9	13	18
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>391</b>	<b>583</b>	<b>812</b>
其他长期负债	214	224	234	244					
<b>长期负债合计</b>	<b>214</b>	<b>(6)</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>714</b>	<b>1318</b>	<b>1753</b>	<b>2086</b>	净利润	162	391	583	812
少数股东权益	12	20	31	47	资产减值准备	11	11	6	6
股东权益	1148	1503	2034	2772	折旧摊销	24	43	58	70
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1873</b>	<b>2841</b>	<b>3818</b>	<b>4906</b>	公允价值变动损失	15	9	9	9
					财务费用	(9)	(11)	(12)	(18)
					营运资本变动	(70)	(260)	(345)	(399)
					其它	(7)	(3)	6	10
					<b>经营活动现金流</b>	<b>135</b>	<b>191</b>	<b>316</b>	<b>508</b>
					资本开支	(190)	(201)	(201)	(201)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(190)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>
					权益性融资	53	0	0	0
					负债净变化	0	(230)	0	0
					支付股利、利息	(10)	(35)	(52)	(73)
					其它融资现金流	(139)	275	(63)	(212)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(106)</b>	<b>10</b>	<b>(115)</b>	<b>(285)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(161)</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>21</b>
					货币资金的期初余额	590	429	429	429
					货币资金的期末余额	429	429	429	450
					企业自由现金流	(19)	(66)	85	271
					权益自由现金流	(158)	(12)	33	75

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.80	1.28	1.90	2.65
每股红利	0.05	0.11	0.17	0.24
每股净资产	5.63	4.91	6.64	9.05
ROIC	21%	26%	32%	35%
ROE	14%	26%	29%	29%
毛利率	31%	29%	30%	30%
EBIT Margin	19%	16%	16%	16%
EBITDA Margin	20%	17%	18%	17%
收入增长	28%	95%	55%	42%
净利润增长率	50%	140%	49%	39%
资产负债率	39%	47%	47%	43%
息率	0.1%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	58.6	36.6	24.5	17.6
P/B	8.3	9.5	7.0	5.2
EV/EBITDA	37.7	35.1	22.5	16.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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，并向客户发布的行为。

## 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