

2021年07月28日

顺络电子 (002138.SZ)

## 业绩符合预期，新增产能持续释放、新业务逐步放量

■事件：7月27日晚公司发布半年报，上半年归母净利润4.11亿元，同比增长69.69%，Q2单季度为2.20亿元，环比增长15.08%，同比增长48.92%。落于业绩预告中枢，符合预期。

■供销两旺，上半年高增长：上半年收入23.11亿元，同比增长60.26%；Q2单季度为12.55亿元，同比增长49.56%，环比增长18.87%。Q2继续同比高增长，主要受益于新产能释放，和饱满的下游订单。公司自成立以来，单季度营收持续创新高，体现了电感国产替代稳步推进、高端市场格局相对稳定的行业特征。公司作为国内电感技术龙头、全球第五大供应商（根据中国电子元件协会），不断扩产提升规模优势，未来有望进一步提升全球地位。

■产能利用率维持较高水平，利润率稳定：Q2毛利率38.19%，环比提升1.83pct，考虑到新增产能的释放，说明产能利用率维持较高水平。Q2净利率17.51%，环比下降0.27pct，主要是融资需求导致利息支出增加，财务费用率有所提升。

■汽车电子等新业务稳步推进：根据公告，新推出的高速共模、小磁环共模、车载网络变压器、OBC等均取得国内外多家汽车零部件供应商及终端车厂的认证并已实现批量交付。用于LED车灯控制系统的电感类产品也量产交付。为储能领域开发的BMS类元件已经批量交付。同时精密结构陶瓷开始进军高端汽车行业，密封陶瓷等新产品通过国际领军汽车大客户承认。

■高管增持彰显长期发展信心：根据6月8日发布的员工持股计划草案。98名参与对象中10位高管（包括董事长、CEO、财务总监和董秘等）累计认购的股份数占比69.5%，认购价为31.39元/股。公司股权结构分散，无实际控制人，董事长袁金钰目前作为第一大股东持股14.19%。管理上采用职业经理人管理制度，形成了以总裁施红阳、副总裁李有云、李宇和总工程师郭海为主的核心高管团队。本次员工持股计划大股东和核心高管均积极参与，其中袁金钰、施红阳、李有云、李宇认购比例均为12.95%，郭海认购比例为8.95%，彰显对公司未来长期发展的信心。

■投资建议：我们预计公司2021年~2023年收入分别为48.15亿元、60.19亿元、75.27亿元，归母净利润分别为8.92亿元、10.52亿元、

## 公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级

买入-A

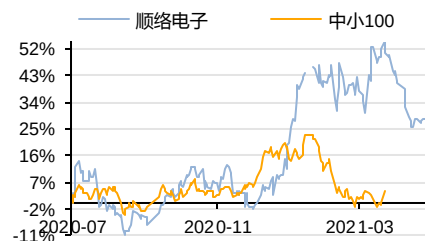
维持评级

6个月目标价：39.60元  
股价（2021-07-27）38.76元

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 31,252.90    |
| 流通市值(百万元) | 27,551.73    |
| 总股本(百万股)  | 806.32       |
| 流通股本(百万股) | 710.83       |
| 12个月价格区间  | 21.55/41.50元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|-----|----|----|-----|
|-----|----|----|-----|

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001  
maliang2@essence.com.cn  
021-35082935

薛辉蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080002  
xuehr@essence.com.cn

### 相关报告

|                                          |            |
|------------------------------------------|------------|
| 顺络电子：业绩预告略超预期，关注下半年新增产能释放和新业务放量/马良       | 2021-06-30 |
| 顺络电子：高管增持彰显长期发展信心，重点关注电感国产替代和汽车电子等新业务/马良 | 2021-06-09 |
| 顺络电子：产品供不应求，行业持续高景气/马良                   | 2021-04-19 |
| 顺络电子：Q1业绩再超预期，Q2景气维持/马良                  | 2021-04-05 |
| 顺络电子：业绩符合预期，下游需求加速释放/马良                  | 2021-03-01 |

13.2 亿元，PE 分别为 35 倍、30 倍和 24 倍，维持目标价 39.6 元，维持“买入-A”投资评级。

■风险提示：汽车电子客户拓展不及预期；扩产进度不及预期；5G 基站建设进度不及预期

| (百万元)    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 2,693.2 | 3,476.6 | 4,815.1 | 6,018.9 | 7,526.6 |
| 净利润      | 401.7   | 588.5   | 892.2   | 1,051.9 | 1,320.0 |
| 每股收益(元)  | 0.50    | 0.73    | 1.11    | 1.30    | 1.64    |
| 每股净资产(元) | 5.48    | 6.01    | 6.92    | 7.79    | 8.91    |

| 盈利和估值  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 77.8  | 53.1  | 35.0  | 29.7  | 23.7  |
| 市净率(倍) | 7.1   | 6.5   | 5.6   | 5.0   | 4.4   |
| 净利润率   | 14.9% | 16.9% | 18.5% | 17.5% | 17.5% |
| 净资产收益率 | 9.1%  | 12.1% | 16.0% | 16.8% | 18.4% |
| 股息收益率  | 0.5%  | 0.5%  | 1.0%  | 1.1%  | 1.3%  |
| ROIC   | 11.2% | 13.8% | 16.6% | 18.4% | 23.8% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |          |          |         |          |         | 财务指标        |        |         |       |       |       |
|------------|----------|----------|---------|----------|---------|-------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| (百万元)      | 2019     | 2020     | 2021E   | 2022E    | 2023E   | (百万元)       | 2019   | 2020    | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入       | 2,693.2  | 3,476.6  | 4,815.1 | 6,018.9  | 7,526.6 | 成长性         |        |         |       |       |       |
| 减:营业成本     | 1,773.6  | 2,216.0  | 3,009.4 | 3,834.0  | 4,794.4 | 营业收入增长率     | 14.0%  | 29.1%   | 38.5% | 25.0% | 25.1% |
| 营业税费       | 21.7     | 32.6     | 45.3    | 56.6     | 70.8    | 营业利润增长率     | -7.4%  | 50.2%   | 50.1% | 20.0% | 24.8% |
| 销售费用       | 75.9     | 92.9     | 137.2   | 174.5    | 214.5   | 净利润增长率      | -16.1% | 46.5%   | 51.6% | 17.9% | 25.5% |
| 管理费用       | 149.9    | 288.7    | 528.2   | 662.1    | 850.5   | EBITDA 增长率  | 16.4%  | 27.2%   | 16.2% | 13.5% | 19.3% |
| 财务费用       | 18.6     | 55.4     | 58.2    | 39.5     | 39.3    | EBIT 增长率    | 18.6%  | 28.8%   | 23.5% | 17.2% | 24.1% |
| 资产减值损失     | -20.0    | -45.4    | 5.0     | 15.0     | 10.0    | NOPLAT 增长率  | 1.5%   | 52.8%   | 46.0% | 17.1% | 24.1% |
| 加:公允价值变动收益 | -        | -        | -       | -        | -       | 投资资本增长率     | 23.5%  | 21.5%   | 5.8%  | -4.1% | 8.5%  |
| 投资和汇兑收益    | -2.5     | -3.3     | 7.5     | 10.0     | 10.0    | 净资产增长率      | 3.5%   | 9.7%    | 15.0% | 12.5% | 14.4% |
| 营业利润       | 461.1    | 692.5    | 1,039.3 | 1,247.2  | 1,557.1 | 利润率         |        |         |       |       |       |
| 加:营业外净收支   | -3.8     | -5.9     | 3.9     | -15.0    | -10.0   | 毛利率         | 34.1%  | 36.3%   | 37.5% | 36.3% | 36.3% |
| 利润总额       | 457.3    | 686.5    | 1,043.2 | 1,232.2  | 1,547.1 | 营业利润率       | 17.1%  | 19.9%   | 21.6% | 20.7% | 20.7% |
| 减:所得税      | 51.5     | 89.4     | 140.8   | 167.6    | 210.4   | 净利润率        | 14.9%  | 16.9%   | 18.5% | 17.5% | 17.5% |
| 净利润        | 401.7    | 588.5    | 892.2   | 1,051.9  | 1,320.0 | EBITDA/营业收入 | 36.1%  | 35.6%   | 29.9% | 27.1% | 25.9% |
|            |          |          |         |          |         | EBIT/营业收入   | 25.6%  | 25.6%   | 22.8% | 21.4% | 21.2% |
| 资产负债表      |          |          |         |          |         | 运营效率        |        |         |       |       |       |
|            | 2019     | 2020     | 2021E   | 2022E    | 2023E   | 固定资产周转天数    | 354    | 306     | 220   | 160   | 114   |
| 货币资金       | 462.2    | 325.7    | 890.8   | 1,023.2  | 1,279.5 | 流动营业资本周转天数  | 124    | 119     | 115   | 111   | 109   |
| 交易性金融资产    | -        | -        | -       | -        | -       | 流动资产周转天数    | 286    | 257     | 252   | 258   | 253   |
| 应收帐款       | 1,002.7  | 1,284.2  | 1,902.0 | 2,093.7  | 2,882.4 | 应收帐款周转天数    | 121    | 118     | 119   | 119   | 119   |
| 应收票据       | -        | -        | -       | -        | -       | 存货周转天数      | 67     | 60      | 61    | 63    | 62    |
| 预付帐款       | 9.4      | 10.5     | 31.5    | 13.0     | 42.2    | 总资产周转天数     | 771    | 716     | 605   | 521   | 449   |
| 存货         | 547.2    | 621.2    | 1,020.6 | 1,073.7  | 1,513.6 | 投资资本周转天数    | 570    | 540     | 440   | 354   | 289   |
| 其他流动资产     | 289.7    | 412.3    | 246.4   | 316.1    | 324.9   | 投资回报率       |        |         |       |       |       |
| 可供出售金融资产   | -        | -        | 1.2     | 0.4      | 0.5     | ROE         | 9.1%   | 12.1%   | 16.0% | 16.8% | 18.4% |
| 持有至到期投资    | -        | -        | -       | -        | -       | ROA         | 6.4%   | 7.9%    | 10.4% | 12.1% | 13.4% |
| 长期股权投资     | 43.6     | 100.3    | 100.3   | 100.3    | 100.3   | ROIC        | 11.2%  | 13.8%   | 16.6% | 18.4% | 23.8% |
| 投资性房地产     | -        | -        | -       | -        | -       | 费用率         |        |         |       |       |       |
| 固定资产       | 2,830.6  | 3,084.3  | 2,810.8 | 2,531.7  | 2,247.0 | 销售费用率       | 2.8%   | 2.7%    | 2.9%  | 2.9%  | 2.9%  |
| 在建工程       | 250.3    | 779.7    | 779.7   | 779.7    | 779.7   | 管理费用率       | 5.6%   | 8.3%    | 11.0% | 11.0% | 11.3% |
| 无形资产       | 403.8    | 421.7    | 404.4   | 387.1    | 369.8   | 财务费用率       | 0.7%   | 1.6%    | 1.2%  | 0.7%  | 0.5%  |
| 其他非流动资产    | 464.9    | 481.9    | 463.0   | 457.8    | 454.3   | 三费/营业收入     | 9.1%   | 12.6%   | 15.0% | 14.6% | 14.7% |
| 资产总额       | 6,304.4  | 7,521.7  | 8,650.7 | 8,776.8  | 9,994.3 | 偿债能力        |        |         |       |       |       |
| 短期债务       | 666.0    | 927.0    | 1,148.1 | 544.4    | 364.8   | 资产负债率       | 28.5%  | 34.2%   | 34.2% | 27.0% | 26.7% |
| 应付帐款       | 437.1    | 670.4    | 847.6   | 1,052.7  | 1,344.2 | 负债权益比       | 39.8%  | 52.0%   | 52.0% | 37.0% | 36.4% |
| 应付票据       | 224.5    | 219.0    | 371.3   | 402.5    | 553.4   | 流动比率        | 1.57   | 1.33    | 1.62  | 2.10  | 2.47  |
| 其他流动负债     | 148.8    | 180.6    | 160.7   | 157.0    | 179.5   | 速动比率        | 1.19   | 1.02    | 1.21  | 1.60  | 1.85  |
| 长期借款       | 130.4    | 315.2    | 233.1   | -        | -       | 利息保障倍数      | 37.16  | 16.05   | 18.85 | 32.59 | 40.60 |
| 其他非流动负债    | 188.5    | 260.9    | 197.1   | 215.5    | 224.5   | 分红指标        |        |         |       |       |       |
| 负债总额       | 1,795.3  | 2,573.1  | 2,957.9 | 2,372.0  | 2,666.3 | DPS(元)      | 0.20   | 0.20    | 0.37  | 0.44  | 0.51  |
| 少数股东权益     | 91.4     | 103.6    | 113.7   | 126.4    | 143.1   | 分红比率        | 39.7%  | 27.1%   | 33.5% | 33.4% | 31.3% |
| 股本         | 806.3    | 806.3    | 806.3   | 806.3    | 806.3   | 股息收益率       | 0.5%   | 0.5%    | 1.0%  | 1.1%  | 1.3%  |
| 留存收益       | 3,750.6  | 4,178.0  | 4,772.7 | 5,472.1  | 6,378.5 |             |        |         |       |       |       |
| 股东权益       | 4,509.1  | 4,948.6  | 5,692.7 | 6,404.8  | 7,327.9 |             |        |         |       |       |       |
| 现金流量表      |          |          |         |          |         | 业绩和估值指标     |        |         |       |       |       |
|            | 2019     | 2020     | 2021E   | 2022E    | 2023E   |             | 2019   | 2020    | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润        | 405.8    | 597.1    | 892.2   | 1,051.9  | 1,320.0 | EPS(元)      | 0.50   | 0.73    | 1.11  | 1.30  | 1.64  |
| 加:折旧和摊销    | 289.3    | 356.0    | 340.8   | 346.4    | 352.0   | BVPS(元)     | 5.48   | 6.01    | 6.92  | 7.79  | 8.91  |
| 资产减值准备     | 20.0     | 63.7     | -       | -        | -       | PE(X)       | 77.8   | 53.1    | 35.0  | 29.7  | 23.7  |
| 公允价值变动损失   | -        | -        | -       | -        | -       | PB(X)       | 7.1    | 6.5     | 5.6   | 5.0   | 4.4   |
| 财务费用       | 13.2     | 38.4     | 58.2    | 39.5     | 39.3    | P/FCF       | 128.5  | 1,059.5 | 44.9  | 67.0  | 48.1  |
| 投资损失       | 2.5      | 3.3      | -7.5    | -10.0    | -10.0   | P/S         | 11.6   | 9.0     | 6.5   | 5.2   | 4.2   |
| 少数股东损益     | 4.1      | 8.6      | 10.1    | 12.7     | 16.7    | EV/EBITDA   | 19.4   | 16.7    | 22.1  | 18.9  | 15.6  |
| 营运资金的变动    | -288.5   | -323.9   | -603.0  | -40.8    | -790.1  | CAGR(%)     | 37.9%  | 30.8%   | 23.2% | 37.9% | 30.8% |
| 经营活动产生现金流量 | 662.7    | 812.7    | 690.8   | 1,399.7  | 927.9   | PEG         | 2.1    | 1.7     | 1.5   | 0.8   | 0.8   |
| 投资活动产生现金流量 | -1,087.8 | -1,205.0 | -43.7   | -39.2    | -40.1   | ROIC/WACC   | 1.1    | 1.4     | 1.6   | 1.8   | 2.3   |
| 融资活动产生现金流量 | 424.9    | 259.8    | -82.1   | -1,228.1 | -631.4  | REP         | 3.7    | 2.7     | 3.2   | 2.9   | 2.1   |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马良、薛辉蓉声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



## ■ 销售联系人

|       |     |               |               |                           |
|-------|-----|---------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳  | 上海区域销售负责人     | 18930060852   | panyan@essence.com.cn     |
|       | 侯海霞 | 上海区域销售总监      | 13391113930   | houhx@essence.com.cn      |
|       | 朱贤  | 上海区域销售总监      | 13901836709   | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 李栋  | 上海区域高级销售副总监   | 13917882257   | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监     | 13916816630   | liugy@essence.com.cn      |
|       | 苏梦  | 上海区域销售经理      | 13162829753   | sumeng@essence.com.cn     |
|       | 秦紫涵 | 上海区域销售经理      | 15801869965   | qinzh1@essence.com.cn     |
|       | 陈盈怡 | 上海区域销售经理      | 13817674050   | chenyy6@essence.com.cn    |
|       | 徐逸岑 | 上海区域销售经理      | 18019221980   | xuyc@essence.com.cn       |
|       | 钟玲  | 上海区域销售经理      | 15900782242   | zhongling@essence.com.cn  |
|       | 赵丽萍 | 北京区域公募基金销售负责人 | 15901273188   | zhaolp@essence.com.cn     |
|       | 张莹  | 北京区域社保保险销售负责人 | 13901255777   | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 张杨  | 北京区域销售副总监     | 15801879050   | zhangyang4@essence.com.cn |
|       | 温鹏  | 北京区域销售副总监     | 13811978042   | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 刘晓萱 | 北京区域销售副总监     | 18511841987   | liuxx1@essence.com.cn     |
|       | 王帅  | 北京区域销售经理      | 13581778515   | wangshuai1@essence.com.cn |
|       | 侯宇彤 | 北京区域销售经理      | 18210869281   | houyt1@essence.com.cn     |
|       | 游倬源 | 北京区域销售经理      | 010-83321501  | youzy1@essence.com.cn     |
|       | 张秀红 | 深圳区域销售负责人     | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn   |
|       | 胡珍  | 深圳区域高级销售副总监   | 13631620111   | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 深圳区域销售副总监     | 18926033448   | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 马田田 | 深圳区域销售经理      | 18318054097   | matt@essence.com.cn       |
|       | 聂欣  | 深圳区域销售经理      | 13540211209   | niexin1@essence.com.cn    |
|       | 杨萍  | 深圳区域销售经理      | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn  |
|       | 黄秋琪 | 深圳区域销售经理      | 13699750501   | huangqq@essence.com.cn    |
|       | 喻聪  | 深圳区域销售经理      | 0755-88914832 | yucong@essence.com.cn     |
|       | 毛云开 | 广州区域销售负责人     | 13560176423   | maoyk@essence.com.cn      |
|       | 赵晓燕 | 广州区域销售经理      | 15521251382   | zhaoxy@essence.com.cn     |

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034