

2021年01月27日

顺络电子 (002138.SZ)

业绩超预期，高成长业务打开增长空间

■事件：1月27日，公司发布2020年度业绩预告，预计2020年实现归母净利润5.62~6.03亿元，同比增加40%~50%，扣非归母净利润为5.24~5.61亿元，同比增加40%~50%。分拆Q4单季度，实现归母净利润1.55~1.96亿元，同比增加47.62%~86.67%；扣非归母净利润为1.42~1.79亿元，同比增加43.43%~80.81%。业绩超预期。

■公司Q3Q4连续两个季度业绩超预期：全年看，受益于5G公司手机电感和基站滤波器订单饱满。根据公司公告，公司历年均持续在扩产，目前公司订单充足，产能利用率较高，产能释放充足，各项目在积极的开展，我们认为公司未来仍有扩产可能。我们认为，5G、国产替代和汽车电子是助推业绩的三大动能。公司是国内电感龙头，新业务进入成长期。

■汽车电子和滤波器等高成长业务相继推向市场，公司成长驶入快车道：(1)汽车电子是公司重要业务领域之一，据公司公告，高可靠性电子变压器、电动汽车BMS变压器、高可靠性电感等产品已获海内外企业批量采购，大量新业务正在导入中，公司未来将根据大客户的技术及市场要求，不断推出新产品，产品可应用在汽车电池管理系统、自动驾驶系统、车载充电系统、车联网、大灯控制系统、电机管理系统等。汽车电子未来市场空间巨大，将为公司长期持续稳定增长奠定坚实基础。(2)滤波器产品多年研发积累，已经在基站实现规模销售，订单持续落地。

■传统电感产品稳健增长：据公司公告，公司0201高精密度电感产品及产能占据目前全球高精密度电感市场较高部分的市场份额，目前国内高端手机仍以0201叠层电感为主，产能持续在扩产，订单饱和；01005电感产品可广泛应用于5G供应链端及模块端，根据公司公告，公司将根据市场需求继续扩充产能，目前大客户开拓项目进展顺利，后续01005产品伴随应用端配套产品技术水平的提升以及5G市场的发展需求，将为公司电感产品打开更大的市场空间。公司高端产品竞争实力突出，未来有望不断突破全球大客户。

■投资建议：我们预计公司2020年~2022年收入分别为36.39亿元(+35.12%)、46.4亿元(+27.5%)、58.08亿元(+25.18%)，归母净利润分别为5.99亿元(+49.02%)、8.01亿元(+33.74%)、10.02亿元(+25.18%)，EPS分别为0.74元、0.99元和1.24元，对应PE分别为39倍、29倍和23倍，维持“买入-A”投资评级。

■风险提示：5G建设不及预期；汽车电子客户拓展不及预期；扩产速度不及预期

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

股价 (2021-01-27) **29.14元**

交易数据

总市值(百万元)	23,496.12
流通市值(百万元)	20,642.27
总股本(百万股)	806.32
流通股本(百万股)	708.38
12个月价格区间	20.08/31.65元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.83	-3.82	-30.86
绝对收益	20.61	12.21	16.16

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：单季度业绩再创新高，多产品线布局成长可期/马良	2020-10-23
顺络电子：半年报业绩超预期，5G与国产化助力，产能和需求共振/马良	2020-07-22
顺络电子：一季报业绩超预期，受益于5G和国产替代，全年维持乐观增长/马良	2020-04-18
顺络电子：业绩符合预期，5G+国产替代核心标的，新产品放量业绩可期/马良	2020-03-17
顺络电子：电感龙头市占率持续攀升，新产品放量助力业绩增长再上新台阶/	2019-11-10

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,362.0	2,693.2	3,639.1	4,639.8	5,808.1
净利润	478.6	401.7	598.6	800.6	1,002.2
每股收益(元)	0.59	0.50	0.74	0.99	1.24
每股净资产(元)	5.33	5.48	5.99	6.54	7.21
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	49.1	58.5	39.3	29.3	23.4
市净率(倍)	5.5	5.3	4.9	4.5	4.0
净利润率	20.3%	14.9%	16.4%	17.3%	17.3%
净资产收益率	11.1%	9.1%	12.4%	15.2%	17.2%
股息收益率	0.7%	0.7%	1.4%	1.5%	2.0%
ROIC	11.9%	11.2%	13.3%	17.3%	21.2%

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,362.0	2,693.2	3,639.1	4,639.8	5,808.1	成长性					
减:营业成本	1,543.8	1,773.6	2,376.7	3,006.6	3,763.7	营业收入增长率	18.8%	14.0%	35.1%	27.5%	25.2%
营业税费	32.7	21.7	50.9	65.0	81.3	营业利润增长率	29.5%	-7.4%	49.3%	31.9%	27.0%
销售费用	67.8	75.9	103.7	130.8	162.6	净利润增长率	40.2%	-16.1%	49.0%	33.7%	25.2%
管理费用	138.5	283.4	411.2	524.3	650.5	EBITDA 增长率	35.0%	0.5%	18.9%	21.0%	19.7%
财务费用	-16.1	18.6	35.7	20.7	7.9	EBIT 增长率	48.0%	-4.3%	30.1%	28.2%	25.0%
资产减值损失	26.1	-20.0	6.0	4.5	6.0	NOPLAT 增长率	12.6%	1.5%	46.6%	28.8%	25.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.9%	23.5%	-1.3%	2.6%	3.0%
投资和汇兑收益	28.4	-2.5	33.4	19.7	16.9	净资产增长率	7.6%	3.5%	9.2%	9.3%	10.2%
营业利润	498.0	461.1	688.1	907.6	1,153.0	利润率					
加:营业外净收支	56.9	-3.8	12.7	25.6	10.0	毛利率	34.6%	34.1%	34.7%	35.2%	35.2%
利润总额	554.8	457.3	700.8	933.2	1,162.9	营业利润率	21.1%	17.1%	18.9%	19.6%	19.9%
减:所得税	71.9	51.5	96.7	125.0	151.2	净利润率	20.3%	14.9%	16.4%	17.3%	17.3%
净利润	478.6	401.7	598.6	800.6	1,002.2	EBITDA/营业收入	35.4%	31.2%	27.4%	26.0%	24.9%
						EBIT/营业收入	24.6%	20.7%	19.9%	20.0%	20.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	359	354	270	195	142
货币资金	471.5	462.2	673.2	788.8	987.4	流动营业资本周转天数	115	124	108	104	106
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	283	286	264	253	253
应收帐款	807.3	1,002.7	1,479.6	1,628.3	2,290.3	应收帐款周转天数	118	121	123	121	121
应收票据	186.3	-	-	-	-	存货周转天数	64	67	63	64	64
预付帐款	11.7	9.4	33.4	17.6	41.3	总资产周转天数	762	771	647	536	464
存货	456.7	547.2	720.3	926.0	1,140.1	投资资本周转天数	560	570	463	365	300
其他流动资产	37.1	289.7	115.9	147.6	184.4	投资回报率					
可供出售金融资产	3.6	-	9.1	4.2	4.4	ROE	11.1%	9.1%	12.4%	15.2%	17.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	6.4%	8.9%	11.5%	12.8%
长期股权投资	26.1	43.6	43.6	43.6	43.6	ROIC	11.9%	11.2%	13.3%	17.3%	21.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,463.0	2,830.6	2,619.8	2,403.7	2,182.5	销售费用率	2.9%	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%
在建工程	208.7	250.3	250.3	250.3	250.3	管理费用率	5.9%	10.5%	11.3%	11.3%	11.2%
无形资产	106.5	403.8	389.7	375.7	361.7	财务费用率	-0.7%	0.7%	1.0%	0.4%	0.1%
其他非流动资产	459.0	464.9	447.2	449.0	440.4	三费/营业收入	8.1%	14.0%	15.1%	14.6%	14.1%
资产总额	5,237.4	6,304.4	6,782.1	7,034.7	7,926.3	偿债能力					
短期债务	60.2	666.0	524.7	300.4	87.9	资产负债率	16.8%	28.5%	27.4%	23.5%	25.2%
应付帐款	419.2	437.1	855.4	705.3	1,233.9	负债权益比	20.2%	39.8%	37.7%	30.7%	33.7%
应付票据	146.4	224.5	213.7	360.2	373.0	流动比率	2.67	1.57	1.75	2.34	2.52
其他流动负债	111.9	148.8	131.5	133.0	144.9	速动比率	2.05	1.19	1.33	1.72	1.90
长期借款	-	130.4	-	-	-	利息保障倍数	-36.21	29.97	20.25	44.75	146.92
其他非流动负债	141.9	188.5	132.5	154.3	158.4	分红指标					
负债总额	879.7	1,795.3	1,857.8	1,653.2	1,998.0	DPS(元)	0.20	0.20	0.42	0.43	0.58
少数股东权益	59.4	91.4	96.9	104.5	114.1	分红比率	33.6%	39.7%	56.3%	43.2%	46.4%
股本	812.0	806.3	806.3	806.3	806.3	股息收益率	0.7%	0.7%	1.4%	1.5%	2.0%
留存收益	3,555.5	3,750.6	4,021.0	4,470.8	5,007.8						
股东权益	4,357.7	4,509.1	4,924.2	5,381.5	5,928.2						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	483.0	405.8	598.6	800.6	1,002.2	EPS(元)	0.59	0.50	0.74	0.99	1.24
加:折旧和摊销	258.5	289.3	274.9	280.1	285.3	BVPS(元)	5.33	5.48	5.99	6.54	7.21
资产减值准备	26.1	20.0	-	-	-	PE(X)	49.1	58.5	39.3	29.3	23.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	5.3	4.9	4.5	4.0
财务费用	1.9	13.2	35.7	20.7	7.9	P/FCF	91.6	96.6	60.8	51.6	36.4
投资损失	-28.4	2.5	-33.4	-19.7	-16.9	P/S	9.9	8.7	6.5	5.1	4.0
少数股东损益	4.4	4.1	5.5	7.6	9.6	EV/EBITDA	12.9	22.5	23.3	19.0	15.6
营运资金的变动	-149.5	-288.5	-147.5	-352.8	-370.6	CAGR(%)	18.7%	35.6%	20.6%	18.7%	35.6%
经营活动产生现金流量	597.1	662.7	733.9	736.4	917.5	PEG	2.6	1.6	1.9	1.6	0.7
投资活动产生现金流量	-376.1	-1,087.8	-26.5	-24.9	-33.4	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.3	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	-176.4	424.9	-496.4	-596.0	-685.5	REP	2.5	3.7	3.9	2.9	2.3

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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
游倬源			youzy1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
欧阳亚群				
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
侯宇彤		18210869281	houyt1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	马田田	18318054097	matt@essence.com.cn	
	张秀红		zhangxh1@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
	喻聪	18503038620	yucong@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