

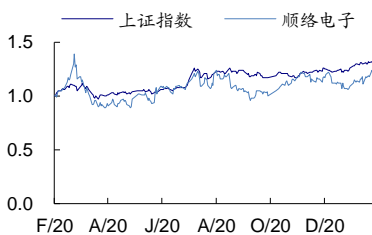
**证券研究报告—动态报告**

信息技术

**IT 硬件与设备**
**顺络电子(002138)**
**买入**
**财报点评**

(维持评级)

2021年01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)	806/708
总市值/流通(百万元)	23,496/20,642
上证综指/深圳成指	3,573/15,414
12个月最高/最低(元)	31.93/19.70

**相关研究报告:**

《顺络电子-002138-重大事件快评: 优化股权结构, 公司蓄力新一轮成长》——2020-05-29  
 《顺络电子-002138-年报点评: 研发投入持续扩大, 新品放量推动收入创历史新高》——2020-03-17  
 《顺络电子-002138-2019年三季报点评: 三季报业绩低于预期, 短期业绩承压不改长期成长性》——2019-10-25  
 《顺络电子-002138-2019年半年报点评: 短期业绩承压, 看好5G业务明年量价齐升》——2019-09-02  
 《顺络电子-002138-重大事件快评: 业绩低于预期, 电感龙头长期增长趋势明确》——2019-08-12

**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: 许亮**

电话: 0755-81981025  
 E-MAIL: xuliang1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518120001

**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**
**5G 换机及汽车电子带动业绩超预期**
**● 业绩超预期, 盈利能力大幅提升**

公司预告 2020 年净利润约为 5.62-6.02 亿元, 同比增长 40%-50%; Q4 单季度净利润 1.52-1.92 亿元, 同比增长 45%-83%。Q4 公司业绩增速大幅超出前期水平, 超越市场预期。我们认为主要原因包括: 疫情背景下, 电子元器件国产替代持续加速; 进入 20Q3 之后, 消费电子行业需求提升十分明显, 公司维持在满载运行状态, 盈利能力大幅提升。

**● 5G 换机需求旺盛, 带动产品量价齐升**

2020 年随着 5G 换机潮开启, 公司下游手机行业需求加速提升。其中, 国产安卓品牌客户订单提升十分明显, 这主要得益于 5G 手机渗透率的快速提升。目前国产 5G 手机仍然大量使用 0201 电感, 未来 01005 将会成为 5G 手机主流器件。顺络电子是全球最大的 0201 电感供应商, 同时也是国内唯一的 01005 电感批量供应商。我们预计公司将持续受益于 5G 换机潮, 相关产品业务具备量价齐升的潜力。公司消费电子类业务预计全年维持 30% 增速, 工业基站业务全年预计 10% 增速, 整体增速较快。其他业务包括汽车电子产能利用率及产品良率明显提升, 预计 21 年将会有新的客户订单。

**● 进入新的五年成长期, 布局 5G+汽车**

经过二十多年的耕耘, 目前公司已经处于世界领先水平。公司不仅可以实现 01005 的批量供应, 同时也具备了 008004 的试生产能力。目前全球 01005 的批量供应商只有村田和顺络电子, 同时公司的大功率电感, 天线滤波器产品能力都在加强, 对公司的盈利能力有明显提升。公司预计在新的五年计划中加大 5G 和汽车电子相关产品的扩产和研发, 规划新建工业园规划 60 万平方米, 是现有产能的两倍。未来五年, 公司规模收入有望增加 2 倍, 总收入达到 100 亿体量, 净利润达到 15 亿元的水平。

**● 风险提示: 下游需求不及预期, 市场竞争加剧。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

顺络电子是国产电感龙头企业, 处于全球电感供应商第一梯队, 未来将会持续受益于电子元器件国产替代的红利。预计 20-22 年净利润 5.89/7.83/10.3 亿元, 对应 PE 为 39.9/30.0/22.9X, 维持“买入”评级。

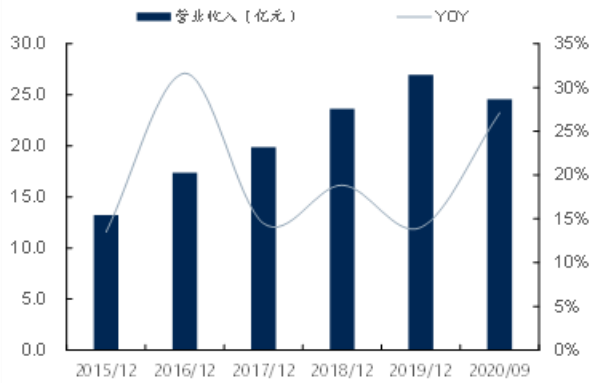
**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,362	2,693	3,501	4,552	5,917
(+/-%)	18.8%	14.0%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润(百万元)	479	402	589	783	1027
(+/-%)	40.2%	-16.1%	46.7%	32.9%	31.1%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.50	0.73	0.97	1.27
EBIT Margin	24.5%	25.0%	20.4%	21.0%	21.1%
净资产收益率(ROE)	11.1%	9.1%	12.0%	14.2%	16.2%
市盈率(PE)	49.4	58.5	39.9	30.0	22.9
EV/EBITDA	29.4	26.5	24.7	19.6	16.0
市净率(PB)	5.51	5.32	4.81	4.26	3.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

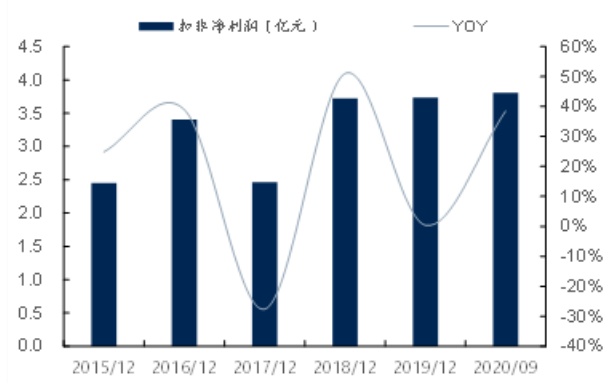
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入



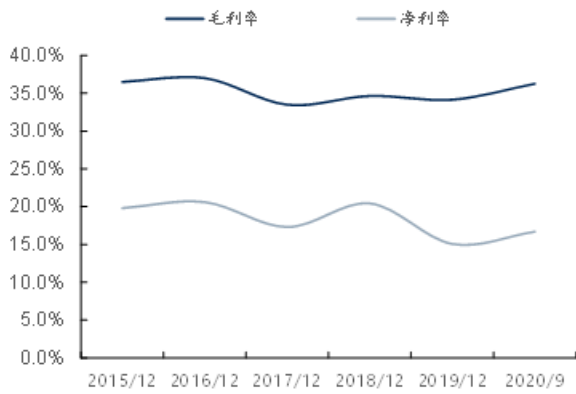
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司净利润



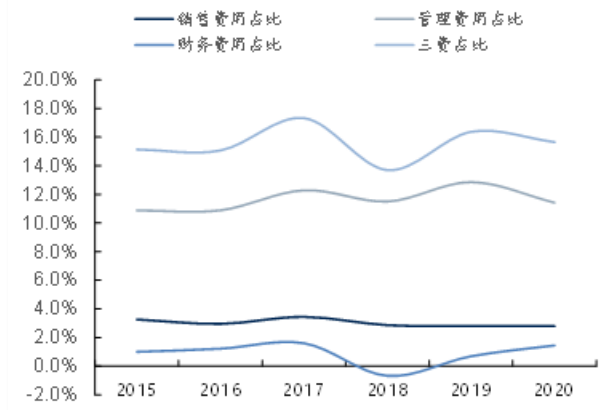
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司盈利能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	462	462	462	462	营业收入	2693	3501	4552	5917
应收款项	1003	1463	1837	2354	营业成本	1774	2223	2867	3728
存货净额	547	669	877	1164	营业税金及附加	22	28	36	47
其他流动资产	299	177	276	438	销售费用	76	98	127	166
<b>流动资产合计</b>	<b>2311</b>	<b>2770</b>	<b>3453</b>	<b>4419</b>	管理费用	150	436	562	726
固定资产	3081	3872	4648	5417	财务费用	19	35	56	76
无形资产及其他	404	388	371	355	投资收益	(3)	0	0	0
投资性房地产	465	465	465	465	资产减值及公允价值变动	20	(4)	(3)	4
长期股权投资	44	38	44	50	其他收入	(210)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6304</b>	<b>7533</b>	<b>8981</b>	<b>10706</b>	营业利润	461	676	899	1179
短期借款及交易性金融负债	666	1117	1558	2013	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	495	628	816	1076	<b>利润总额</b>	<b>457</b>	<b>676</b>	<b>899</b>	<b>1179</b>
其他流动负债	315	443	576	758	所得税费用	51	81	108	141
<b>流动负债合计</b>	<b>1476</b>	<b>2188</b>	<b>2951</b>	<b>3847</b>	少数股东损益	4	6	8	10
长期借款及应付债券	130	130	130	130	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>402</b>	<b>589</b>	<b>783</b>	<b>1027</b>
其他长期负债	188	230	285	286					
<b>长期负债合计</b>	<b>319</b>	<b>361</b>	<b>415</b>	<b>417</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1795</b>	<b>2549</b>	<b>3366</b>	<b>4264</b>	净利润	402	589	783	1027
少数股东权益	91	95	99	105	资产减值准备	(6)	6	4	5
股东权益	4418	4889	5516	6337	折旧摊销	284	341	414	487
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6304</b>	<b>7533</b>	<b>8981</b>	<b>10706</b>	公允价值变动损失	(20)	4	3	(4)
					财务费用	19	35	56	76
					营运资本变动	(179)	(151)	(302)	(518)
					其它	8	(3)	0	1
					<b>经营活动现金流</b>	<b>489</b>	<b>787</b>	<b>903</b>	<b>998</b>
					资本开支	(698)	(1126)	(1182)	(1241)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(716)</b>	<b>(1120)</b>	<b>(1188)</b>	<b>(1247)</b>
					权益性融资	27	0	0	0
					负债净变化	130	0	0	0
					支付股利、利息	(176)	(118)	(157)	(205)
					其它融资现金流	283	451	441	455
					<b>融资活动现金流</b>	<b>218</b>	<b>333</b>	<b>284</b>	<b>249</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(9)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					货币资金的期初余额	471	462	462	462
					货币资金的期末余额	462	462	462	462
					企业自由现金流	3	(306)	(227)	(172)
					权益自由现金流	416	114	166	216

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.50	0.73	0.97	1.27
每股红利	0.22	0.15	0.19	0.25
每股净资产	5.48	6.06	6.84	7.86
ROIC	13%	11%	13%	14%
ROE	9%	12%	14%	16%
毛利率	34%	37%	37%	37%
EBIT Margin	25%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	35%	30%	30%	29%
收入增长	14%	30%	30%	30%
净利润增长率	-16%	47%	33%	31%
资产负债率	30%	35%	39%	41%
息率	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%
P/E	58.5	39.9	30.0	22.9
P/B	5.3	4.8	4.3	3.7
EV/EBITDA	26.5	24.7	19.6	16.0

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