

### 中信证券研究部



**徐涛**  
首席电子分析师  
S1010517080003



**郑泽科**  
电子分析师  
S1010517100002

### 核心观点

**公司是电感行业龙头，2020 年手机电感、汽车电子、LTCC 等进入快速发展阶段，预测 2020~2022 年 EPS 分别为 0.75/0.97/1.24 元，维持“买入”评级。**

■ **收入稳步增长，扣非净利润基本持平。**公司发布 2019 年年报，期间实现：营业收入 26.93 亿元（YoY 14.02%）、归母净利润 4.02 亿元（YoY -16.07%）、扣非归母净利润 3.74 亿元（YoY 0.42%）。公司 2019 年季度收入分别为 5.45/6.73/7.14/7.62 亿元，呈现逐季稳步提升态势，汽车电子、军品持续放量，精细陶瓷和 LTCC 等创新业务持续突破。公司季度净利润分别为 0.84/1.11/1.02/1.05 亿元，下半年大客户招标使得毛利率略有下滑，另外管理和研发费用有所增长。

■ **重点产品取得突破，积极推进产能建设。**公司 2019 年研发费用 1.97 亿元（占收比 7.3%），同比增长 47.30%（占收比提升 1.7 PCTs），重大项目进展如下：精密射频电感处于行业领先地位、一体成型电感获得大客户认可；LTCC 等射频陶瓷产品获得龙头企业认证编码，部分批量交付；汽车电子除倒车雷达变压器外，完成多款重点产品开发并在下游客户持续认证。公司积极开展产能储备，2019 年资本性支出 10.72 亿元（YoY 65.1%），已公告董事会审议通过上海和深圳项目，按照项目规划合计投资额约 41 亿元，有望为未来营收增长奠定基础。

■ **电感受益 5G 增长，创新业务多点开花。**公司电感收入占比约 65%，其中近 75% 来自手机和消费电子，已经进入全球精细电感第一梯队。2020 年随着 5G 手机销售，公司叠层精细电感预计保持行业领先，绕线和一体成型电感有望持续渗透。公司创新业务空间广阔：（1）汽车电子加快放量，公司倒车雷达变压器、电动汽车 BMS 变压器等产品已经被博世、法雷奥等采用，预计 2020 年仍能够实现翻倍增长。（2）LTCC 有望在高频场景加速应用，全球规模约 84 亿元。公司在国内最早引入 LTCC 产线，叠层滤波器和蓝牙天线规模出货，用于微波回传的电桥在大客户顺利导入，近百个料号正在研发有望逐步商业化。（3）精细陶瓷随着智能可穿戴放量前景可期，公司为小米手环、华为手表等提供高端外观件，卡位价值明显。（4）5G 基站陶瓷滤波器、环形器在峰值年份市场空间超 40 亿元，公司已有原型产品或技术积累，有望依托高性价比后发先至。

■ **风险因素：**5G 终端销售不及预期，新产品商业化进度不及预期，商誉减值风险。

■ **投资建议：**5G 创新和国产替代拉动电感行业需求，公司进入全球第一梯队，在技术、产品、客户储备充足，2020 年有望进入快速发展阶段。维持公司 2020~2021 年归母净利润预测分别为 6.02/7.84 亿元，新增 2022 年归母净利润预测为 9.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.97/1.24 元/股，维持“买入”评级。

<b>顺络电子</b>	<b>002138</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	20.92 元
总股本	806 百万股
流通股本	699 百万股
52 周最高/最低价	31.65/14.89 元
近 1 月绝对涨幅	-15.27%
近 6 月绝对涨幅	-13.48%
近 12 月绝对涨幅	26.65%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,362.04	2,693.23	3,513.00	4,515.00	5,606.31
营业收入增长率	19%	14%	30%	29%	24%
净利润(百万元)	478.58	401.69	602.00	784.00	997.46
净利润增长率	40%	-16%	50%	30%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.59	0.50	0.75	0.97	1.24
毛利率%	35%	34%	35%	35%	36%
净资产收益率 ROE%	11.13%	9.09%	12.39%	14.43%	16.21%
每股净资产(元)	5.33	5.48	6.03	6.74	7.63
PE	35	42	28	22	17
PB	4	4	3	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 16 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,362	2,693	3,513	4,515	5,606
营业成本	1,544	1,774	2,283	2,919	3,605
毛利率	34.64%	34.15%	35.00%	35.35%	35.70%
营业税金及附加	33	22	28	36	45
销售费用	68	76	95	119	145
营业费用率	2.87%	2.82%	2.70%	2.65%	2.59%
管理费用	138	150	176	214	253
管理费用率	5.86%	5.57%	5.00%	4.75%	4.51%
财务费用	(16)	19	34	52	64
财务费用率	-0.68%	0.69%	0.96%	1.15%	1.13%
投资收益	28	(3)	25	15	10
营业利润	498	461	686	892	1,135
营业利润率	21.08%	17.12%	19.52%	19.77%	20.24%
营业外收入	59	0	0	0	0
营业外支出	3	4	2	3	3
利润总额	555	457	683	890	1,132
所得税	72	51	75	98	125
所得税率	12.95%	11.26%	11.00%	11.00%	11.00%
少数股东损益	4	4	6	8	10
归属于母公司股东的净利润	479	402	602	784	997
净利率	20.26%	14.91%	17.14%	17.36%	17.79%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	555	457	683	890	1,132
所得税支出	-72	-51	-75	-98	-125
折旧和摊销	258	289	256	287	319
营运资金的变化	-164	-122	-443	-401	-437
其他经营现金流	20	89	43	73	104
经营现金流合计	597	663	463	750	993
资本支出	-429	-1,072	-800	-800	-800
投资收益	28	-3	25	15	10
其他投资现金流	24	-13	-3	-4	-5
投资现金流合计	-376	-1,088	-778	-788	-795
发行股票	4	27	0	0	0
负债变化	637	1,524	574	451	304
股息支出	-162	-161	-161	-211	-274
其他融资现金流	-655	-965	-34	-52	-64
融资现金流合计	-176	425	379	188	-34
现金及现金等价物净增加额	45	0	65	150	164

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	471	462	527	677	841
存货	457	547	690	882	1,088
应收账款	975	986	1,285	1,652	2,050
其他流动资产	68	316	331	341	351
流动资产	1,971	2,311	2,833	3,552	4,331
固定资产	2,463	2,831	3,175	3,487	3,768
长期股权投资	26	44	44	44	44
无形资产	107	404	404	404	404
其他长期资产	671	715	918	1,122	1,327
非流动资产	3,267	3,993	4,540	5,057	5,543
资产总计	5,237	6,304	7,374	8,609	9,874
短期借款	60	666	1,240	1,691	1,995
应付账款	346	495	557	728	928
其他流动负债	331	315	301	335	361
流动负债	738	1,476	2,099	2,753	3,285
长期借款	0	130	130	130	130
其他长期负债	142	188	188	188	188
非流动性负债	142	319	319	319	319
负债合计	880	1,795	2,418	3,072	3,604
股本	812	806	806	806	806
资本公积	2,026	1,980	1,980	1,980	1,980
归属于母公司所有者权益合计	4,298	4,418	4,858	5,432	6,155
少数股东权益	59	91	98	105	115
股东权益合计	4,358	4,509	4,956	5,537	6,270
负债股东权益总计	5,237	6,304	7,374	8,609	9,874

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	18.84%	14.02%	30.44%	28.52%	24.17%
营业利润增长率	29.49%	-7.41%	48.70%	30.17%	27.18%
净利润增长率	40.23%	-16.07%	49.87%	30.23%	27.23%
毛利率	34.64%	34.15%	35.00%	35.35%	35.70%
EBITDA Margin	34.31%	28.34%	27.52%	27.05%	26.84%
净利率	20.26%	14.91%	17.14%	17.36%	17.79%
净资产收益率	11.13%	9.09%	12.39%	14.43%	16.21%
总资产收益率	9.14%	6.37%	8.16%	9.11%	10.10%
资产负债率	16.80%	28.48%	32.79%	35.68%	36.50%
所得税率	12.95%	11.26%	11.00%	11.00%	11.00%
股利支付率	33.93%	40.15%	35.00%	35.00%	35.00%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。