证券研究报告

被动元件

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

顺络电子

002138

审慎增持 （维持）

受益下游客户备货和汽车电子复苏，业绩超预期

2020 年 10 月 21 日

市场数据

市场数据日期	2020-10-20
收盘价（元）	25.48
总股本（百万股）	806.32
流通股本(百万股)	708.38
总市值（百万元）	20544.99
流通市值(百万元)	18049.59
净资产（百万元）	4661.51
总资产（百万元）	7141.29
每股净资产	5.78

相关报告

《受益 5G 和客户份额提升，收入、利润创新高》2020-07-23

《收入稳健增长，期待 5G 放量和汽车电子持续发力》2019-08-12

《顺络电子（002138）：业绩展望持续向好，新业务持续带来新动能》2016-10-24

分析师：

谢恒

xieheng@xyzq.com.cn

S0190519060001

姚康

yaokang@xyzq.com.cn

S0190520080007

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2693	3501	4447	5514
同比增长	14.0%	30.0%	27.0%	24.0%
净利润(百万元)	402	571	743	943
同比增长	-16.1%	42.2%	30.1%	26.9%
毛利率	34.1%	37.0%	37.4%	37.8%
净利润率	14.9%	16.3%	16.7%	17.1%
净资产收益率（%）	9.1%	11.5%	13.0%	14.2%
每股收益(元)	0.50	0.71	0.92	1.17
每股经营现金流(元)	0.82	1.68	0.23	1.29

投资要点

- **公告：**公司发布 2020 三季报，前三季度营业收入 24.55 亿元，同比增长 27.11%，归母净利润 4.07 亿元，同比增长 37.03%；Q3 单季度营业收入 10.13 亿元，同比增长 41.87%，归母净利润 1.65 亿元，同比增长 61.84%。
- **受益 5G 渗透和客户份额提升，收入、利润持续创新高。**公司三季度收入 10.1 亿、归母净利润 1.65 亿，持续创历史新高，主要得益于：1）旺季下游客户备货，公司份额持续提升，同时竞争对手海外产能受疫情影响；2）手机端，随着 5G 手机渗透率提升，单机电感用量大幅提升；基站端，5G 基站拉动大功率电感和 LTCC 滤波器需求；3）汽车电子三季度快速恢复、稳定增长。
- **毛利率同比持续改善，环比受产品结构和原材料上涨影响。**公司三季度毛利率 35.09%，同比提升 1.58 个百分点，订单饱满、保持高稼动率，高毛利产品占比提升、产品结构升级，以及聚焦核心价值产线，生产效率提升是主要原因。环比下降 3.25 个百分点，主要因为季度间产品结构的差异和原材料上涨的影响，其中贵重物料上涨影响毛利率 1 个百分点左右。费用方面，销售、管理、研发费率合计 12.8%，同比减少 3.5 个百分点，随着收入的快速增长，规模效应显现。由于汇兑损失和银行贷款利息增加，财务费用比去年同期增加 1100 万左右。单季度经营活动现金流量净额 3.9 亿，经营质量稳健。

风险提示：行业需求低迷，产品价格下滑，新业务进展不及预期。

- **受益 5G 和汽车电子放量，电感龙头成长动能充足。**展望全年，5G 手机持续渗透，公司在品牌客户份额稳步提升，5G 基站需求持续放量，以及 01005 产品在 Skyworks、Qorvo 等射频模块的批量化，都将保证公司电感主业快速增长。汽车电子方面，公司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都受到客户认可，上半年受海外疫情影响，三季度已经恢复稳健增长。我们认为，5G 终端的渗透和汽车电子业务的持续发力，能够保证公司未来三年以上的快速成长。预计公司 20-22 年归母净利润为 5.7、7.4、9.4 亿元，对应当前股价（2020 年 10 月 20 日收盘价）PE 为 36 倍、27.7 倍、21.8 倍，维持“审慎增持”评级！
- **风险提示：**行业需求低迷，产品价格下滑，新业务进展不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2311	2791	4014	5327
货币资金	462	1418	1592	2541
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	986	846	1206	1380
其他应收款	17	20	30	34
存货	547	646	887	997
非流动资产	3993	3826	3678	3584
可供出售金融资产	0	1	1	1
长期股权投资	44	33	34	37
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2831	2669	2461	2224
在建工程	250	150	90	54
油气资产	0	0	0	0
无形资产	404	500	626	796
资产总计	6304	6617	7692	8910
流动负债	1476	1285	1472	1676
短期借款	666	354	409	433
应付票据	224	246	316	394
应付账款	271	312	398	494
其他	315	374	348	354
非流动负债	319	268	406	468
长期借款	130	182	251	324
其他	188	86	155	143
负债合计	1795	1553	1878	2144
股本	806	806	806	806
资本公积	1980	1980	1980	1980
未分配利润	1527	1890	2568	3430
少数股东权益	91	97	104	113
股东权益合计	4509	5064	5814	6767
负债及权益合计	6304	6617	7692	8910

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	402	571	743	943
折旧和摊销	289	273	281	286
资产减值准备	20	-32	73	20
无形资产摊销	15	12	13	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	13	20	13	13
投资损失	3	-1	-13	-8
少数股东损益	4	5	7	9
营运资金的变动	-122	628	-993	-205
经营活动产生现金流量	663	1356	189	1042
投资活动产生现金流量	-1088	-97	-126	-178
融资活动产生现金流量	425	-303	111	84
现金净变动	1	956	174	949
现金的期初余额	457	462	1418	1592
现金的期末余额	458	1418	1592	2541

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2693	3501	4447	5514
营业成本	1774	2206	2784	3430
营业税金及附加	22	28	40	47
销售费用	76	105	133	165
管理费用	150	525	654	802
财务费用	19	20	13	13
资产减值损失	-20	-9	0	-4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	1	13	8
营业利润	461	627	836	1069
营业外收入	0	20	20	17
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	457	644	852	1082
所得税	51	68	102	130
净利润	406	577	750	952
少数股东损益	4	5	7	9
归属母公司净利润	402	571	743	943
EPS(元)	0.50	0.71	0.92	1.17

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	14.0%	30.0%	27.0%	24.0%
营业利润增长率	-7.4%	36.0%	33.2%	27.9%
净利润增长率	-16.1%	42.2%	30.1%	26.9%
盈利能力				
毛利率	34.1%	37.0%	37.4%	37.8%
净利率	14.9%	16.3%	16.7%	17.1%
ROE	9.1%	11.5%	13.0%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	28.5%	23.5%	24.4%	24.1%
流动比率	1.57	2.17	2.73	3.18
速动比率	1.16	1.63	2.07	2.53
营运能力				
资产周转率	46.7%	54.2%	62.1%	66.4%
应收帐款周转率	288%	480.1%	525.5%	404.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.50	0.71	0.92	1.17
每股经营现金	0.82	1.68	0.23	1.29
每股净资产	5.48	6.16	7.08	8.25
估值比率(倍)				
PE	51.1	36.0	27.7	21.8
PB	4.7	4.1	3.6	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn