

公司调研点评

顺络电子 (002138)

电子 | 元件

5G 产品表现亮眼，汽车电子业务迈入收获期

2019 年 11 月 25 日

评级 **谨慎推荐**

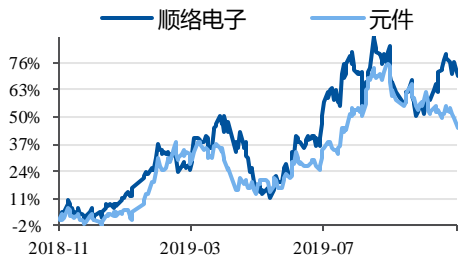
评级变动 首次

合理区间 **23.04-24.53 元**

交易数据

当前价格 (元)	22.66
52 周价格区间 (元)	13.45-25.77
总市值 (百万)	18271.17
流通市值 (百万)	15831.97
总股本 (万股)	80631.84
流通股 (万股)	69867.49

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
顺络电子	11.74	-2.12	66.04
元件	-8.37	-5.52	42.67

何晨

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

司岩

siyan@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-84779593

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	1987.56	2362.04	2656.10	3525.23	4214.00
净利润 (百万元)	341.27	478.58	398.33	599.76	759.21
每股收益 (元)	0.42	0.59	0.49	0.74	0.94
每股净资产 (元)	4.97	5.33	5.78	6.26	6.89
P/E	53.54	38.18	45.87	30.46	24.07
P/B	4.56	4.25	3.92	3.62	3.29

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

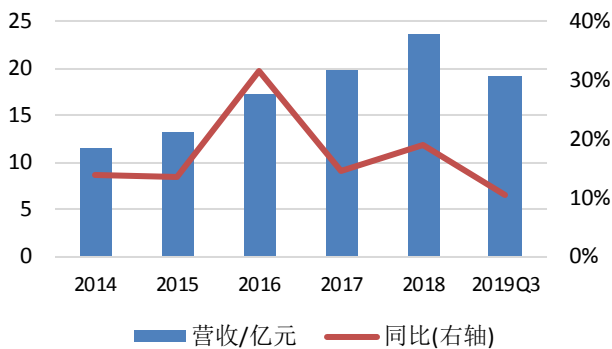
- ▶ 三季报业绩低于预期，产品降价拖累毛利率下滑。公司 2019 年前三季度实现营收 19.31 亿元，同比增长 10.38%，归母净利润 2.97 亿元，同比下滑 17.87%，其中第三季度实现营收 7.14 亿元，同比增长 15.14%，但是对应归母净利润 1.01 亿元，同比下滑 24.7%，低于市场预期。2019Q3 毛利率为 33.51%，同比下滑 4.62pct。下滑的主要原因是今年产品价格整体上有 3-5 个点的下滑，且新产品量还不大，对于整体毛利率的影响很小。
- ▶ 基站、手机端齐发力，5G 产品表现亮眼。5G 手机对元器件的小型化提出了更高的要求，公司对 01005 小型电感进行了扩产，产能由去年的 50 亿只提升至今年的 100 亿只，随着明年 5G 手机的放量，01005 的渗透率将会进一步提升，预计 5G 手机单机电感价值量较 4G 手机将增加 30% 左右，公司业绩有望随之快速释放。基站端，公司自主研发的 LTCC 器件前三季度营收在七千万左右，同比增长 10% 以上，显示出良好的增长态势，随着 5G 基站建设高峰期的到来，LTCC 有望进一步放量。
- ▶ 汽车电子业务高速增长。公司目前已经打入包括博世、特斯拉、CATL 在内的多家知名厂商的供应链体系中。2019 年实现为大客户大批量稳定供货，维持了高增长态势，上半年同比增长了 429.97%。公司最主要的产品是泊车辅助装置的变压器，预计今年全年将贡献 2 亿左右的营收。明年有望在 BMS、OBC 等方面持续放量。
- ▶ 给予公司“谨慎推荐”评级。预计 2019-2021 年，公司实现营收 26.56、35.25、42.14 亿元，实现归母净利润 3.98、5.99、7.59 亿元，EPS 分别为 0.49、0.74、0.94 元，对应当前股价 PE 为 47.74、31.74、25.08 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。考虑公司处于电感企业第一梯队，且汽车电子产品不断获得大客户的认可，参考同行业水平，给予公司 2020 年 31-33 倍 PE，对应合理区间为 23.04-24.53 元。
- ▶ 风险提示：下游需求不及预期；新产品放量进度不及预期

(吴迪对本文亦有贡献)

1 三季度业绩低于预期，产品降价拖累毛利率下滑

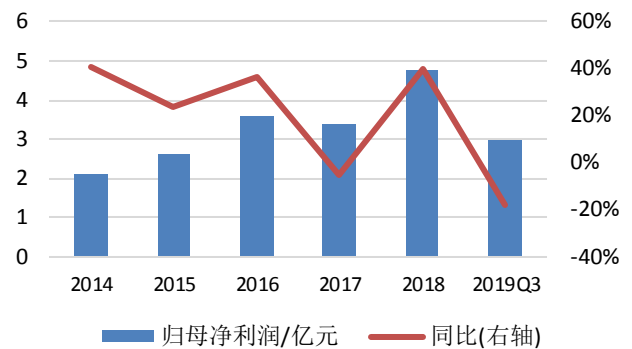
公司 2019 年前三季度实现营收 19.31 亿元，同比增长 10.38%，归母净利润 2.97 亿元，同比下滑 17.87%，其中第三季度实现营收 7.14 亿元，同比增长 15.14%，但是对应归母净利润 1.01 亿元，同比下滑 24.7%，低于市场预期。低于预期的原因主要是消费形势不够好，整体需求不振，加上公司的汽车电子业务刚刚起步，尚未完全释放出来，且电感产品整体价格比起去年有所下降。

图 1：2014-2019Q3 营收及增速



资料来源：wind，财富证券

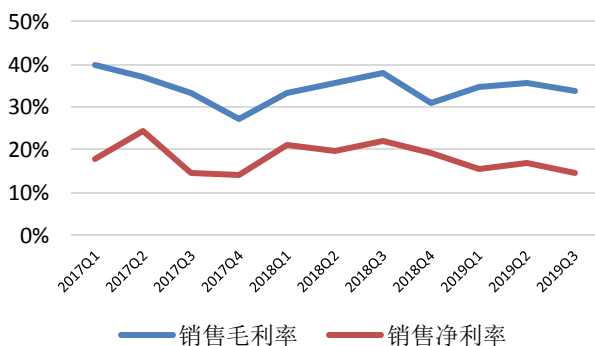
图 2：2014-2019Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，财富证券

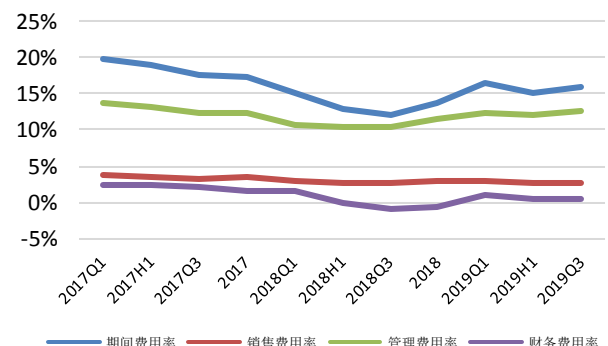
毛利率方面，2019 年整体毛利率水平要低于 2018 年，2018 上半年电感市场迎来一波涨价，公司毛利率随之走高，2018 下半年年末整体需求变弱，行业进入去库存阶段，一直延续到今年上半年。2019Q3 毛利率为 33.51%，同比下滑 4.62pct，环比下滑了 2.14pct。环比下滑的主要原因是今年年中大客户招标，产品价格整体上有 3-5 个点的下滑，且新产品量还不大，对于整体毛利率的影响很小。期间费用率自 2018Q3 开始呈现一个上升的趋势，增加最多的是管理费用率。2019Q3 管理费用率达到了 12.67%，主因是公司的研发人员增多，提升了整体工资水平，对于技术团队的主要人员也是做了提薪奖励，此外今年 Q3 计提了一部分年终奖。

图 3：2017Q1-2019Q3 毛利率和净利率



资料来源：wind，财富证券

图 4：2017Q1-2019Q3 三费情况

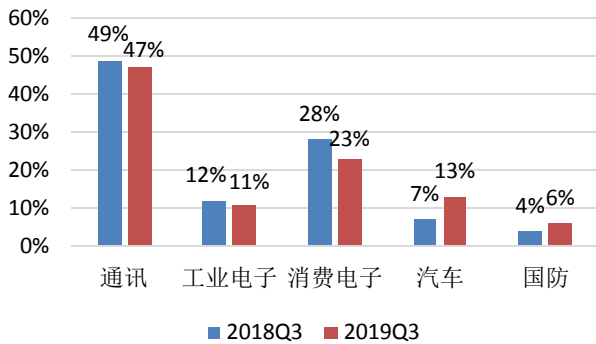


资料来源：wind，财富证券

从收入结构来看，2019Q3 占比最高的是通讯部分，也就是手机端的业务，占比达到 47%，较去年同期略微下降了 2pct，仍是公司最主要的营收来源。上升最快的是汽车部分，

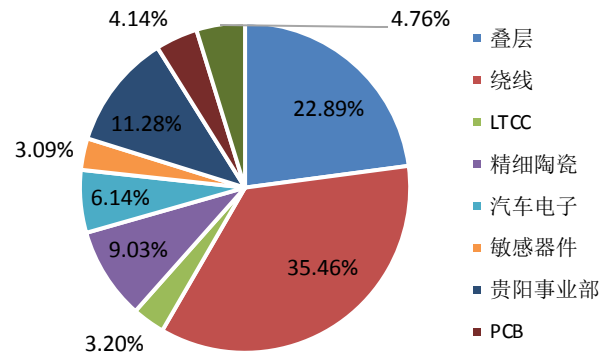
从 18Q3 的 7% 提升到了 19Q3 的 13%，汽车电子部分的营收今年上半年同比增长了 430%，预计今年全年汽车电子营收可达 2 亿。分具体产品来看，叠层和绕线仍是占比最高的产品，分别达到了 22.89% 和 35.46%，去年同期叠层和绕线的占比是 28.4% 和 43.4%，合计下滑了 13.45pct。下滑的原因一方面是 LTCC、汽车电子等业务的快速增长，另一方面是叠层绕线产品的增速仍没有完全释放，除部分 5G 类核心产品增速客观外，其余增速不明显。

图 5：产品收入拆分



资料来源：公司公告，财富证券

图 6：2019Q3 产品分类占比

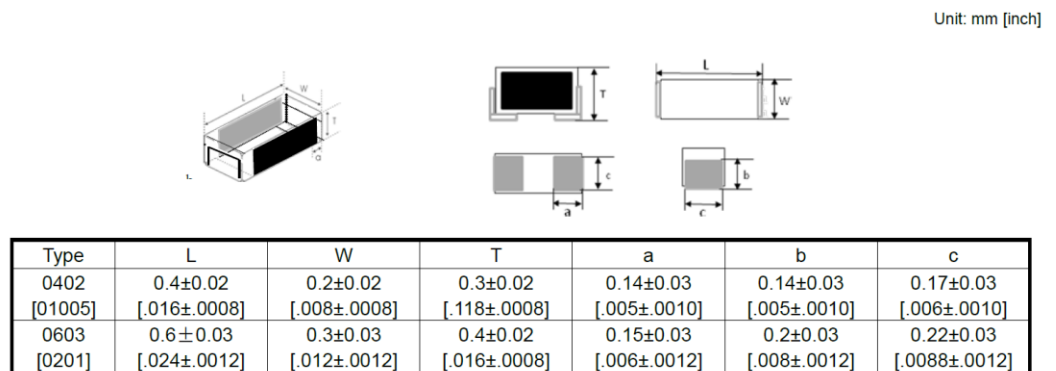


资料来源：公司公告，财富证券

2 基站、手机端齐发力，5G 产品表现亮眼

在智能手机的快速迭代浪潮下，手机中的各类元器件用量也随之增加，与此同时手机整体的体积并没有大幅增加，这对于元器件的小型化提出了更高的要求。迈入 5G 时代后，手机接收的频段数增多，射频器件用量明显增长。作为最基础的被动器件之一，电感在单机中的用量呈现数量增加体积变小的趋势。

图 7：射频电路用 0201 和 01005 型电感



资料来源：公司官网，财富证券

顺络电子于 2017 年成功量产 0201 型电感，目前 0201 型电感已经占据高精密电感市场绝大部分的市场份额，是公司叠层产品主要出货产品。公司又于今年完成了体积更小的 01005 型电感的量产，其面积是 0201 型的 44%，体积仅为 0201 型的 30%，在对于元器件体积要求更高的 5G 手机中，01005 型电感必将有更大的发挥空间。目前全球仅村田、

TDK、顺络电子能量产此款电感。公司对 01005 型电感进行了扩产，产能由去年的 50 亿只提升至今年的 100 亿只，随着明年 5G 手机的放量，01005 的渗透率将会进一步提升，预计 5G 手机单机电感价值量较 4G 手机将增加 30% 左右，公司业绩有望随之快速释放。

LTCC 器件可进一步将电路小型化与高密度化，适用于高频通讯用组件，因此在 5G 基站建设中有着大量的应用。顺络电子自 2008 年开始自主研发 LTCC，技术储备丰厚，目前公司的 LTCC 主要是用于基站端，未来有望向手机端渗透。今年前三季度 LTCC 营收在七千万左右，同比增长 10% 以上，显示出来良好的增长态势，随着 5G 基站建设高峰期的到来，LTCC 有望进一步放量。

3 汽车电子业务高速增长

汽车智能化和新能源汽车的推出使汽车电子产业迈入高速增长时代。公司自 2008 年起就积极布局汽车电子领域，目前已经打入包括博世、特斯拉、CATL 在内的多家知名厂商的供应链体系中。2018 年公司汽车电子业务同比增长了 468%，2019 年实现为大客户大批量稳定供货，维持了高增长态势，上半年同比增长 429.97%。公司最主要的产品是泊车辅助装置的变压器，预计今年全年将贡献 2 亿左右的营收。今年上半年公司又新开拓了 CATL、科博达等新客户，明年有望在 BMS、OBC 等方面持续放量。且汽车电子供应链稳定，进入壁垒高，一旦通过客户认证，切入客户供应体系，未来也将持续获得订单，为公司业绩长期稳定增长提供保障。

4 盈利预测

预计 2019-2021 年，公司实现营收 26.56、35.25、42.14 亿元，实现归母净利润 3.98、5.99、7.59 亿元，EPS 分别为 0.49、0.74、0.94 元，对应当前股价 PE 为 45.87、30.46、24.07 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。考虑公司处于电感企业第一梯队，且汽车电子产品不断获得大客户的认可，参考同行业估值水平，给予公司 2020 年 31-33 倍 PE，对应合理区间为 23.04-24.53 元。

5 风险提示

下游需求不及预期；新产品放量进度不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438