安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 04 月 21 日

顺络电子（002138.SZ）

扣非净利逆势增长，明星业务冉冉升起

■**事件：**公司发布 2019 年一季报，公司实现营收 5.45 亿元，同比增长 10.70%，归母净利 8389.51 万元，同比下降 17.71%，扣非归母净利 7826.76 万元，同比增长 6.36%。

■**2019 年一季度行业景气度低点，公司扣非净利正增长，难能可贵，归母净利同比下降主要源于去年同期投资收益较多。**公司主营产品以片式电感为主，属于电子产品中必备的基础性元器件，下游主要应用在手机、汽车、家电、工控等领域，与芯片制造、PCB 制造等具备高度的行业联动性。2019 年一季度，全球芯片制造龙头台积电营收同比下降 11.8%，净利润同比下降 31.6%，台积电表示主要原因在于全球经济不佳影响终端市场，供应链库存调整，以及高端智能手机淡季效应。同时在展望二季度业绩时，台积电方面较为乐观，认为“最坏的时间已经过去”。在下游终端整体弱势的大背景下，顺络电子在 2019Q1 实现收入同比增长 10.7%，扣非归母净利同比增长 6.36%，难能可贵。归母净利同比下降 17.71%，主要是因为去年同期公司转让参股公司股权，获得股权转让税后净收益 2,550 万元，列入了去年同期利润。

■**明星业务齐头并进，带动公司毛利率同比提升。通信业务领域，**公司与核心手机客户华为、小米、OPPO、vivo 等合作广度、深度进一步拓展，市场份额持续增长；同时，伴随着 5G 基站对公司高性能电感、高功率电感、滤波器、耦合器等产品单板用量需求大幅增加，公司一方面积极导入现有产品，另一方面积极开发 5G 基站专用物料，预计公司通信领域销售收入将保持持续成长态势。**汽车电子业务，**公告披露**已经成为 BOSCH、VALEO、Tesla 等众多全球知名汽车电子企业正式供应商**，销售收入同比去年一季度和环比去年四季度都实现了快速成长，鉴于汽车电子具有大客户品质严苛、认证周期长、市场门槛高、产品生命期长等特点，随着公司汽车电子产品开始大批量交付、市场份额逐年提升以及新产品持续通过客户承认，预计公司汽车电子业务将保持快速成长态势。**精密陶瓷相关业务，**伴随着陶瓷外观件的良率提升与成本下降，可穿戴式电子终端、随身医疗监护终端等新兴市场需求释放，公司前期已经积极完成市场和技术布局，与国内外多家知名企业保持着深度开发合作，陶瓷外观件业务有望实现规模性突破。在多条明星业务带动下，2019Q1 公司毛利率达到 34.78%，同比提升 1.47 个百分点。

■**保持研发高投入，做有技术护城河的企业。**2019Q1 研发费用 3685 万元，同比增长 28.96%，超越营收增速。多年的研发投入逐步得到商用兑现，据顺络电子官网信息，01005 超高 Q 值特性叠层片式射频电感 HQ0402Q 系列现已实现量产，填补国内 01005 高 Q 电感市场空白。客户方面，据公司公告披露，目前正为全球射频前端芯片模组领先厂

公司快报

证券研究报告

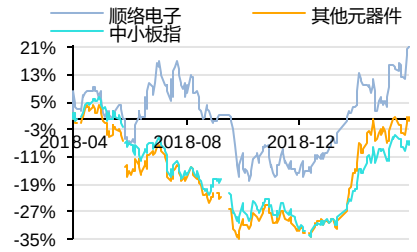
其他元器件

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	25.08 元
股价（2019-04-19）	19.82 元

交易数据

总市值（百万元）	15,981.23
流通市值(百万元)	13,855.46
总股本（百万股）	806.32
流通股本(百万股)	699.06
12 个月价格区间	13.42/19.82 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.79	2.54	14.63
绝对收益	16.04	35.11	9.24

孙远峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020001
sunyf@essence.com.cn
010-83321079

张大印 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518090002
zhangdy@essence.com.cn

相关报告

顺络电子：5G 产品优势凸显，基站、终端双向受益/孙远峰	2019-03-25
顺络电子：高端电感迈向国际先进，静待 5G 开花结果/孙远峰	2019-02-27
顺络电子：单季度盈利创新高，看好 5G 行业升级/孙远峰	2018-10-20
顺络电子：毛利率逐季回升，5G 新需求有弹性/孙远峰	2018-08-12
顺络电子：业绩快报超预期，5G 产品值得期待/孙远峰	2018-07-20

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

商 Skyworks 进行小批量供货，进展顺利。5G 手机新频段，01005 电感全新增量。5G 手机将新增支持 n41、n77、n79 三个新频段，安信电子团队测算将新增 6 个射频前端模组，对应新增 60 颗 01005 电感，单机电感价值量有望翻倍。我们认为，伴随 5G 手机快速商用量产，公司高端电感能力将得到逐步验证，市场空间弹性可观。

■**5G 手机耗电量增加，电池容量升级，大功率快速充电有望标配，平面变压器、一体成型电感需求有望快速释放。**由于 5G SA 模式需要两路 PA 同时工作，且工作频率高于 4G，意味着 5G 射频前端端耗电量将是 4G 的两倍以上。5G 的传输速率大幅提升，处理器等核心器件功耗有所提升，配套功率电感需求升级。公司平面变压器已经供给华为等手机客户，一体成型电感去年已实现正式批量化供货，今年继续扩产。我们判断伴随大功率快速充电产品普及，公司平面变压器和一体成型电感业务有望迎来高速增长。

■**公司短、长期成长逻辑明确，估值处于近 5 年平均水平低位，有望持续修复。**短期成长依托于传统电感进口替代和份额提升，汽车电子业务开始进入收获期。5G 通讯设备的介质滤波器、耦合器、LTCC 滤波器等产品的原型样品研发，部分产品获得了华为等大客户的认证编码，有望切入供应。长期来看 5G 高端电感的全球优势凸显，目前公司是少数能够量产 01005 射频电感且已经批量出货的厂商。估值看，据 wind 统计信息，顺络电子最近 5 年 PE（TTM）平均值为 40.2X，目前 PE（TTM）33.4X，接近负 1 个标准差，估值下行空间有限，有望向均值修复。

■**投资建议：**预计公司 2019-2021 年实现归属于上市公司股东的净利润分别为 6.17 亿元、8.25 亿元、10.50 亿元，同比增速分别为 28.9%、33.8%、27.2%。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 25.08 元，相当于 2019 年 33 倍 PE。

■**风险提示：**5G 商用速度低于预期，核心客户产品出货不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,987.6	2,362.0	3,228.9	4,368.7	5,871.6
净利润	341.3	478.6	616.8	825.4	1,049.7
每股收益(元)	0.42	0.59	0.76	1.02	1.30
每股净资产(元)	4.97	5.33	5.86	6.29	7.01

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	46.8	33.4	25.9	19.4	15.2
市净率(倍)	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8
净利润率	17.2%	20.3%	19.1%	18.9%	17.9%
净资产收益率	8.5%	11.1%	13.1%	16.3%	18.6%
股息收益率	2.0%	1.0%	1.7%	3.0%	2.9%
ROIC	12.4%	11.9%	15.6%	18.4%	20.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,987.6	2,362.0	3,228.9	4,368.7	5,871.6
减:营业成本	1,322.2	1,543.8	2,082.6	2,800.3	3,798.9
营业税费	28.4	32.7	38.1	58.2	76.3
销售费用	68.3	67.8	92.7	125.4	168.5
管理费用	244.3	138.5	355.2	480.6	645.9
财务费用	31.7	-16.1	-2.2	8.3	22.9
资产减值损失	5.6	26.1	12.5	14.7	17.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	74.3	28.4	36.2	46.3	36.9
营业利润	384.6	498.0	686.1	927.5	1,178.2
加:营业外净收支	-0.1	56.9	26.2	27.7	36.9
利润总额	384.4	554.8	712.3	955.1	1,215.1
减:所得税	40.4	71.9	92.6	123.7	158.0
净利润	341.3	478.6	616.8	825.4	1,049.7

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	409.8	471.5	258.3	349.5	469.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	740.5	807.3	1,408.4	1,592.2	2,377.6
应收票据	174.3	186.3	310.4	373.2	533.0
预付帐款	20.6	11.7	26.3	30.1	45.1
存货	382.2	456.7	561.3	860.1	1,089.7
其他流动资产	20.9	37.1	27.1	28.3	30.8
可供出售金融资产	23.6	3.6	15.7	14.3	11.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	29.2	26.1	26.1	26.1	26.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	2,244.0	2,463.0	2,674.4	2,833.3	2,939.6
在建工程	202.4	208.7	208.7	208.7	208.7
无形资产	107.1	106.5	99.5	92.6	85.6
其他非流动资产	413.6	459.0	415.5	423.6	423.4
资产总额	4,768.3	5,237.4	6,031.7	6,831.8	8,240.5
短期债务	4.1	60.2	1.2	389.7	531.5
应付帐款	400.1	419.2	839.5	796.8	1,380.5
应付票据	130.1	146.4	189.2	282.4	361.8
其他流动负债	116.2	111.9	124.1	120.5	128.9
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	67.1	141.9	90.6	99.9	110.8
负债总额	717.6	879.7	1,244.7	1,689.2	2,513.5
少数股东权益	47.2	59.4	62.2	68.1	75.4
股本	816.6	812.0	806.3	806.3	806.3
留存收益	3,280.2	3,555.5	3,918.6	4,268.2	4,845.3
股东权益	4,050.7	4,357.7	4,787.0	5,142.6	5,727.0

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	14.5%	18.8%	36.7%	35.3%	34.4%
营业利润增长率	4.4%	29.5%	37.8%	35.2%	27.0%
净利润增长率	-5.0%	40.2%	28.9%	33.8%	27.2%
EBITDA 增长率	9.1%	35.0%	17.2%	31.1%	24.8%
EBIT 增长率	0.9%	48.0%	17.6%	36.8%	28.4%
NOPLAT 增长率	4.2%	12.6%	41.9%	36.9%	28.3%
投资资本增长率	18.0%	7.9%	16.3%	14.5%	12.0%
净资产增长率	52.0%	7.6%	9.9%	7.4%	11.4%
利润率					
毛利率	33.5%	34.6%	35.5%	35.9%	35.3%
营业利润率	19.3%	21.1%	21.2%	21.2%	20.1%
净利润率	17.2%	20.3%	19.1%	18.9%	17.9%
EBITDA/营业收入	31.1%	35.4%	30.3%	29.4%	27.3%
EBIT/营业收入	19.8%	24.6%	21.2%	21.4%	20.5%
运营效率					
固定资产周转天数	390	359	286	227	177
流动营业资本周转天数	110	115	112	118	119
流动资产周转天数	289	283	254	240	238
应收帐款周转天数	129	118	124	124	122
存货周转天数	59	64	57	59	60
总资产周转天数	798	762	628	530	462
投资资本周转天数	592	560	460	392	330
投资回报率					
ROE	8.5%	11.1%	13.1%	16.3%	18.6%
ROA	7.2%	9.2%	10.3%	12.2%	12.8%
ROIC	12.4%	11.9%	15.6%	18.4%	20.6%
费用率					
销售费用率	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用率	12.3%	5.9%	11.0%	11.0%	11.0%
财务费用率	1.6%	-0.7%	-0.1%	0.2%	0.4%
三费/营业收入	17.3%	8.1%	13.8%	14.1%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	15.0%	16.8%	20.6%	24.7%	30.5%
负债权益比	17.7%	20.2%	26.0%	32.8%	43.9%
流动比率	2.69	2.67	2.25	2.03	1.89
速动比率	2.10	2.05	1.76	1.49	1.44
利息保障倍数	12.39	-36.21	-315.98	112.63	52.38
分红指标					
DPS(元)	0.41	0.20	0.33	0.59	0.58
分红比率	95.7%	33.6%	43.1%	57.5%	44.7%
股息收益率	2.0%	1.0%	1.7%	3.0%	2.9%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	344.0	483.0	616.8	825.4	1,049.7
加:折旧和摊销	228.4	258.5	295.5	348.1	400.7
资产减值准备	5.6	26.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	31.5	1.9	-2.2	8.3	22.9
投资损失	-74.3	-28.4	-36.2	-46.3	-36.9
少数股东损益	2.8	4.4	2.9	6.1	7.4
营运资金的变动	-102.7	-149.5	-372.1	-498.1	-510.8
经营活动产生现金流量	471.7	597.1	504.7	643.4	933.0
投资活动产生现金流量	-587.5	-376.1	-477.4	-452.1	-459.6
融资活动产生现金流量	245.7	-176.4	-240.5	-100.2	-353.1

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.42	0.59	0.76	1.02	1.30
BVPS(元)	4.97	5.33	5.86	6.29	7.01
PE(X)	46.8	33.4	25.9	19.4	15.2
PB(X)	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8
P/FCF	-17.8	62.3	-287.3	28.2	27.5
P/S	8.0	6.8	4.9	3.7	2.7
EV/EBITDA	21.1	12.9	16.0	12.4	10.0
CAGR(%)	34.2%	29.8%	20.1%	34.2%	29.8%
PEG	1.4	1.1	1.3	0.6	0.5
ROIC/WACC	1.2	1.1	1.5	1.7	2.0
REP	3.1	2.5	2.4	1.8	1.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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

孙远峰、张大印声明，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
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@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
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@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
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。