

电子
5G+汽车电子驱动，营收稳步增长

2019年09月05日

——顺络电子（002138.SZ）深度研究报告
公司评级：增持（首次）
分析师：朱小飞

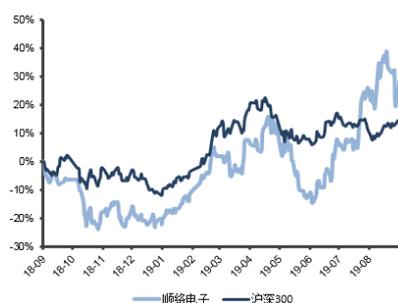
执业证书号：S1030518070001

0755-83199535

zhuxf@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

顺络电子(002138.SZ)与沪深300对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

总市值（百万）	17989.00
流通市值（百万）	15596.03
总股本（百万股）	806.32
流通股本（百万股）	699.06
日均成交额（百万）	545.35
近一个月换手（%）	79.63
第一大股东	袁金钰

请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **公司深耕片式电感元件领域，逐步成长为该领域国产龙头企业。**并在此基础上横向开发出电阻器、LTCC 器件、传感器、高精陶瓷等系列产品。近年来公司市场份额不断提升，2017 年公司在全球电感市场份额为 6.7%，排名第五。
- 2) **研发能力和价格优势铸造公司核心竞争力。**与国内同行相比，公司研发投入保持快速增长，投入强度领先同行，并给公司产品带来了技术上的领先优势。与国外同行相比，公司则凭借在生产成本和费用方面管控得力取得了价格上的绝对优势。目前在领先竞争对手均无电感扩产计划的情况下，公司再次通过定增大幅扩产电感产能，将助力公司提升市场份额。
- 3) **需求方面，5G+汽车电子保障公司业务持续稳定增长。**一方面，5G 将在手机端和基站端提升对公司电感和 LTCC 产品的需求量，而公司经过多年努力，目前已进入国际主流的汽车电子集成商供应链，未来几年公司汽车电子将进入收获期。另一方面，随着国产手机品牌的强势崛起和中兴、华为事件导致的国产替代进程的加速，也将推动公司销售业绩的增长。
- 4) **公司经营稳健。**公司目前负债率低，存货周转快，经营性现金流充沛，回款能力强。且公司 2018 年前五大客户销售额占比为 19.46%，第一大客户销售额占比仅为 9.83%，比较分散。
- 5) **盈利预测与投资评级：**随着 5G、汽车电子等下游蓬勃发展，公司业务将在未来两三年内进一步放量。我们预测公司 19/20/21 年 EPS 为 0.61/0.80/1.04 元，对应 PE 为 36.52/27.98/21.46X。考虑到公司为片式电感细分市场绝对龙头，估值给予一定溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 6) **风险提示：**电感下游需求不及预期；新产品技术研发进度及市场拓展不及预期。

预测指标

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2362.04	2939.80	3911.70	5138.01
收入同比	18.84%	24.46%	33.06%	31.35%
归母净利润（百万元）	478.58	492.53	642.87	838.41
净利润同比	40.23%	2.91%	30.52%	30.42%
销售毛利率	34.64%	34.95%	34.96%	34.48%
销售净利率	20.45%	16.92%	16.59%	16.48%
EPS（元）	0.59	0.61	0.80	1.04
PE（倍）	37.76	36.52	27.98	21.46

目 录

一、深耕电感领域，本土绝对龙头.....	4
1.1 主营专注片式电子元件.....	4
1.2 电感为三大被动元器件之一，2019年市场规模37.5亿美元.....	4
1.3 电感行业竞争格局：公司市占率快速提升，成功进入第一梯队.....	5
二、研发能力和价格优势铸造公司核心竞争力，定增投产助力公司提升市场份额.....	6
2.1 重视研发，产品技术含量高.....	6
2.2 成本及服务优于竞争对手.....	8
2.3 扩产助力公司市场份额提升.....	8
三、电感、滤波器受益于5G需求.....	9
3.1 手机端：受益于5G手机销售提速、国产手机品牌崛起及电子元器件国产替代三重利好因素叠加.....	9
3.2 基站端：基站建设刺激电感增量需求，5G滤波器向LTCC方案演进.....	12
四、汽车电子业务为公司产品打开成长空间.....	15
4.1 汽车电子市场空间广阔，壁垒高.....	15
4.2 布局汽车电子多年，开始步入收获期.....	17
五、经营稳健，杠杆率低，回款能力强.....	18
六、盈利预测及投资评级.....	20
6.1 关键假设.....	20
6.2 盈利预测与投资评级.....	23
七、风险提示.....	24

图表目录

Figure 1 公司主营业务构成 (2018 年)	4
Figure 2 公司营收来源构成 (2018 年)	4
Figure 3 全球电感终端应用市场分布: 按产值	5
Figure 4 全球电感终端应用市场分布: 按数量	5
Figure 5 常见电子产品中的电感需求量	5
Figure 6 2015 年全球电感市场份额分布 (销售额)	5
Figure 7 2017 年全球电感市场份额分布 (销售额)	5
Figure 8 顺络电子与国际领先电感企业 2009-2018 年收入增速	6
Figure 9 顺络电子与国际领先电感企业 2009-2018 年收入 CAGR	6
Figure 10 公司股权结构 (2019 年 H1)	6
Figure 11 公司研发人员数量及增长率	7
Figure 12 公司历年研发投入占营业收入比重	7
Figure 13 公司及国内竞争对手研发投入占营收比重	7
Figure 14 公司及国内竞争对手研发人员占总人数比重	7
Figure 15 电感 ASP 随产品升级不断提高 (美元/K)	8
Figure 16 顺络电子与海外竞争对手毛利率对比	8
Figure 17 公司 2017 年定增项目达产进度 (截至 2019 年上半年)	9
Figure 18 公司 2017 年定增项目完全投产前后电感产能对比 (单位: 亿只)	9
Figure 19 公司 2017 年定增项目完全投产后其它产品产能增加情况 (单位: 亿只)	9
Figure 20 顺络电子产品在移动终端中的应用	10
Figure 21 全球手机出货量预测	10
Figure 22 手机单机电感用量逐步提升	11
Figure 23 全球手机电感市场规模预测 (数量)	11
Figure 24 2018 年全球智能手机厂商出货量排行榜	11
Figure 25 2019 年一季度全球智能手机厂商出货量排行榜	11
Figure 26 2019 年二季度全球智能手机厂商出货量排行榜	12
Figure 27 华米 OV 四大品牌全球出货量及占比预计还会继续提升	12
Figure 28 5G 时代覆盖同一区域需要的基站数量将大大超过 4G	13
Figure 29 2019-2026 年我国 5G 宏基站建设规模预测	13
Figure 30 电感在 5G 基站 AAU 中游多层次应用	13
Figure 31 金属腔体滤波器、介质谐振腔体滤波器、介质滤波器对比	14
Figure 32 5G 时代国内宏基站滤波器的市场空间测算	14

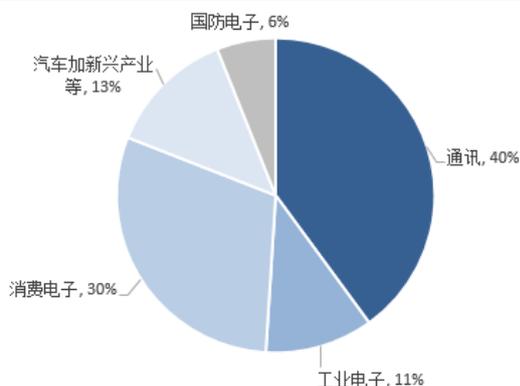
Figure 33 汽车电子成本占整车比重迅速提升 (%)	15
Figure 34 全球汽车电子市场规模及预测 (亿美元)	15
Figure 35 汽车电子产业链示意图	16
Figure 36 全球汽车电子市场格局 (Tier1)	16
Figure 37 全球汽车电子市场格局 (Tier2) (部分领域)	16
Figure 38 顺络电子产品在汽车上广泛应用	17
Figure 39 公司营业收入及增速	18
Figure 40 公司归母净利润及增速	18
Figure 41 公司单季度营业收入及增速	18
Figure 42 公司单季度归母净利润及增速	18
Figure 43 公司毛利率及净利率	19
Figure 44 公司三费比例	19
Figure 45 公司单季度毛利率和净利率	19
Figure 46 顺络电子与可比公司资产负债率对比	19
Figure 47 顺络电子与可比公司存货周转率对比	19
Figure 48 公司经营活动净现金流平稳增长 (亿元)	20
Figure 49 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 (%)	20
Figure 50 公司前5大客户 (2018年度)	20
Figure 51 分产品收入及毛利预测	22
Figure 52 可比公司相对估值比较	23
Figure 53 公司 PE-bands	24
Figure 54 公司 PB-bands	24
Figure 55 财务预测 (单位:百万元)	24

一、深耕电感领域，本土绝对龙头

1.1 主营专注片式电子元件

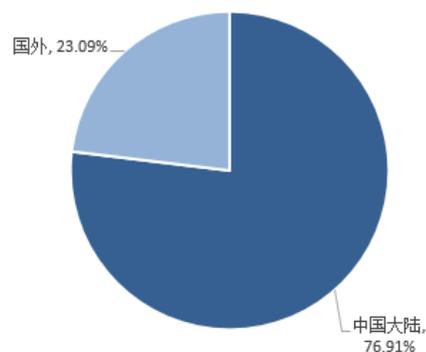
顺络电子 2000 年成立，2007 年上市。是一家专业从事各类片式电子元件研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括叠层片式电感器、绕线片式电感器、共模扼流器、压敏电阻器、NTC 热敏电阻器、LTCC 器件、传感器、高精陶瓷等电子元件。产品广泛应用于通讯、消费类电子、计算机、LED 照明、安防、智能电网、医疗设备以及汽车电子等领域。经过多年发展，公司已成为我国电感领域的龙头企业。

Figure 1 公司主营业务构成（按应用领域）（2019H1 年）



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 2 公司营收来源构成（2019 年 H1）



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

1.2 电感为三大被动元器件之一，2019 年市场规模 37.5 亿美元

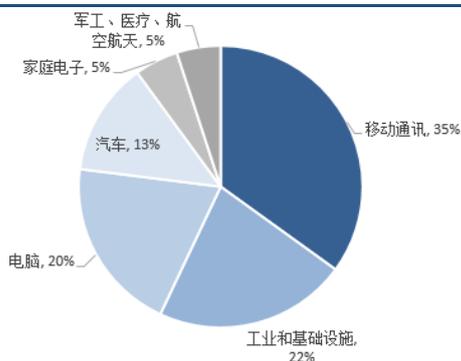
电感为三大被动电子元器件（电容、电感及电阻）之一。作为电子线路中必不可少的基础电子元器件，电感的主要功能是筛选信号、过滤噪声、稳定电流及抑制电磁波干扰（EMI）等作用。

移动通讯是电感主要应用领域。电感元件下游应用领域十分广泛，其中移动通讯是电感最大的终端应用市场。按产值，移动通讯占据全球电感市场 35% 份额，按数量，移动通讯占据全球电感市场 55% 的份额。造成按产值和按数量移动通讯市场份额不一致的原因是手机电感相对便宜，比如跟汽车电感相比，前者价格大致为后者的十分之一。

预计 2019 年全球电感市场规模达 37.5 亿美元。2014 年全球电感市场规模为 7.8 亿美元，随着通信、消费电子对电感的单机用量增加，以及汽车、物联网等新兴领域需求的崛起，Micro Market Monitor 预计 2019 年将达到 37.5

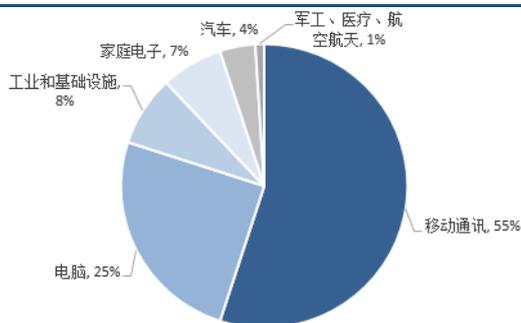
亿美元，年复合增速率6.2%。

Figure 3 全球电感终端应用市场分布：按产值



资料来源：Paumanok，世纪证券研究所

Figure 4 全球电感终端应用市场分布：按数量



资料来源：Paumanok，世纪证券研究所

Figure 5 常见电子产品中的电感需求量

产品	电感产品	估计使用数量
智能手机	磁珠、晶片电感、功率电感	80-110 颗
平板电脑	磁珠、晶片电感、功率电感、共模扼流圈	90-100 颗
LCD 电视	磁珠、晶片电感、功率电感、共模扼流圈	110-125 颗
LCD 显示屏	磁珠、晶片电感、功率电感、共模扼流圈	80-120 颗
笔记本电脑	磁珠、晶片电感、功率电感、共模扼流圈	58-70 颗
无线网络	磁珠、晶片电感、功率电感	10-15 颗

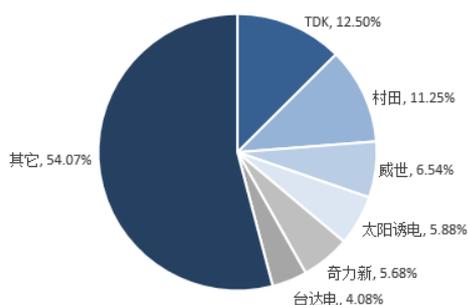
资料来源：奇力新 2017 年报，世纪证券研究所

1.3 电感行业竞争格局：公司市占率快速提升，成功进入第一梯队

行业竞争格局：电感元器件标准化相对较高，全球电感行业集中度呈走高趋势

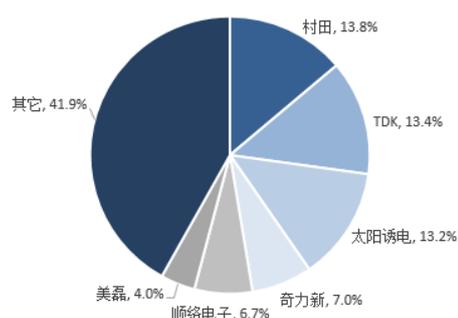
电感元器件标准化程度比较高，电感领域的核心竞争力在于技术和成本上的领先优势、产能的扩张、良率的提升等因素。因此，电感领域的市场集中度也逐渐提升，全球前六大电感厂商的市占率由2015年的45.93%上升至2017年的58.10%。

Figure 6 2015 年全球电感市场份额分布（销售额）



资料来源：Micro Market Monitor，易容网，世纪证券研究所

Figure 7 2017 年全球电感市场份额分布（销售额）



资料来源：前瞻产业研究院，世纪证券研究所

顺络电子市场份额快速提升。2017年全球电感市场中，前六大厂商占58.10%，其中顺络电子份额占比达6.7%，排名第五。顺络电子近年营收CAGR大幅领先领先的日本及台湾大厂，追赶势头明显。

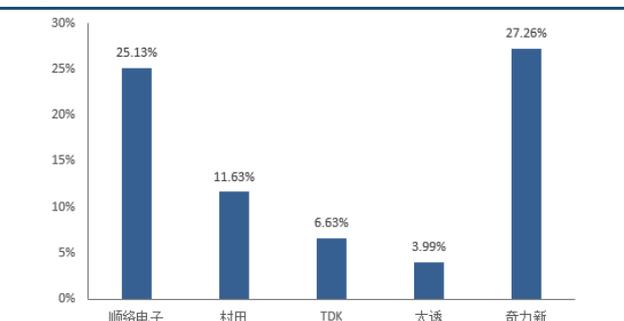
Figure 8 顺络电子与国际领先电感企业 2009-2018 年收入增速



资料来源：各公司年报，世纪证券研究所

注：奇力新 2016 年收购并表电感大厂旺詮，导致当年度营收增速 138.68%

Figure 9 顺络电子与国际领先电感企业 2009-2018 年收入 CAGR



资料来源：各公司年报，世纪证券研究所

注：奇力新 2016 年、2018 年收购并表电感大厂旺詮和美磊，导致 2016 年后营收增速变高，其 2009-2015 年营收 CAGR 为 17.12%

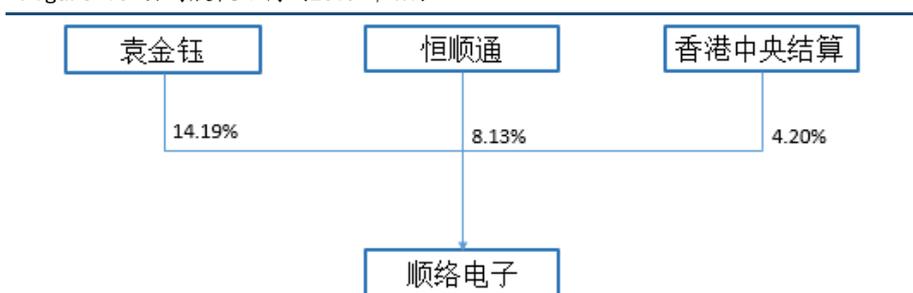
二、研发能力和价格优势铸造公司核心竞争力，定增投产助力公司提升市场份额

2.1 重视研发，产品技术含量高

1) 管理团队技术背景深厚。公司第一大股东为董事长袁金钰先生，持股 14.19%。公司的第二大股东新余市恒顺通电子科技有限公司持有公司股权 8.13%，而恒顺通目前由公司管理层核心人员持股，总裁施红阳、常务副总裁李有云、副总裁李宇、总工程师郭海分别持有恒顺通 30%、30%、30%、10%的股份。

几个核心管理层均为技术出身，深耕行业多年，经验非常丰富。比如公司总裁施红阳先生是早期国内叠层片式电感行业标准制定者，常务副总裁李有云先生则是片式叠层电感行业内第一批工程技术人员。

Figure 10 公司股权结构 (2019 年 H1)



资料来源：wind，公司公告，世纪证券研究所

2) 公司重视核心技术，研发投入常年保持快速增长，投入强度领先国内同行。近年来公司研发人员数量快速增加，2018年年末研发人员达到803人，同比增长18.79%，创历史新高，研发投入占营收比重螺旋上升，2018年该比重达5.65%。相比国内主要的竞争对手麦捷科技和风华高科，公司研发投入占营收比重和研发人员占总人数比重均大幅领先。

公司不断加大研发领域的投入，重视生产工艺革新，努力巩固技术优势，为造就强大的产品竞争力夯实基础。

Figure 11 公司研发人员数量及增长率



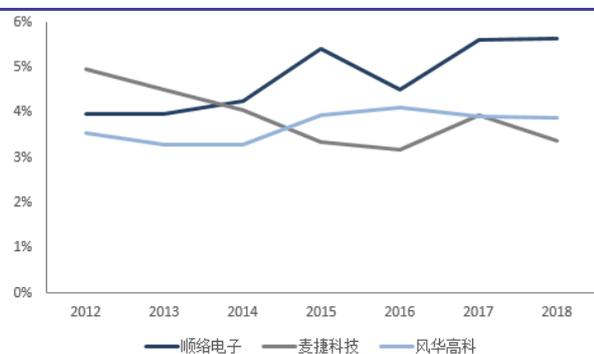
数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 12 公司历年研发投入占营业收入比重



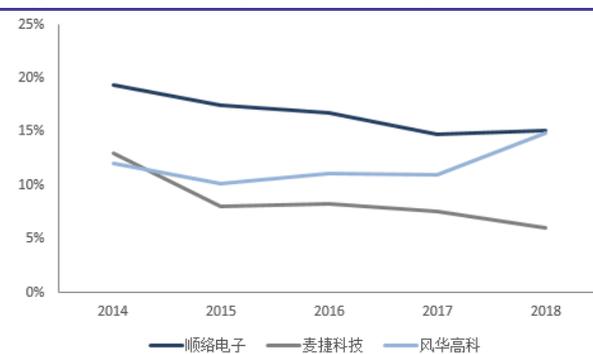
数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 13 公司及国内竞争对手研发投入占营收比重



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 14 公司及国内竞争对手研发人员占总人数比重

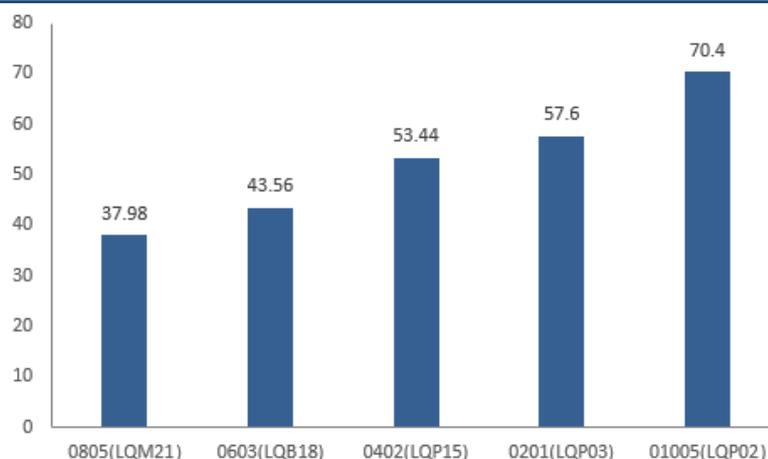


数据来源：公司公告，世纪证券研究所

3) 公司技术领先，产品结构不断优化。5G 时代电感小型化趋势比较明确，虽然目前电感市场主流的型号仍为 0201 (0.8mm*0.4mm)，但性能更先进、尺寸更小的 01005 型号 (0.4mm*0.2mm) 已经开始在苹果、华为的部分产品中得到应用，预计未来几年将快速扩展至其他厂商。

目前全球厂商中只有日本的村田、TDK 和中国的顺络电子具有 01005 型号产品的量产能力。而在一些细分领域如压敏电阻、NFC、超叠层功率电感等，公司产品实力甚至强于全球龙头村田。

Figure 15 电感 ASP 随产品升级不断提高 (美元/K)



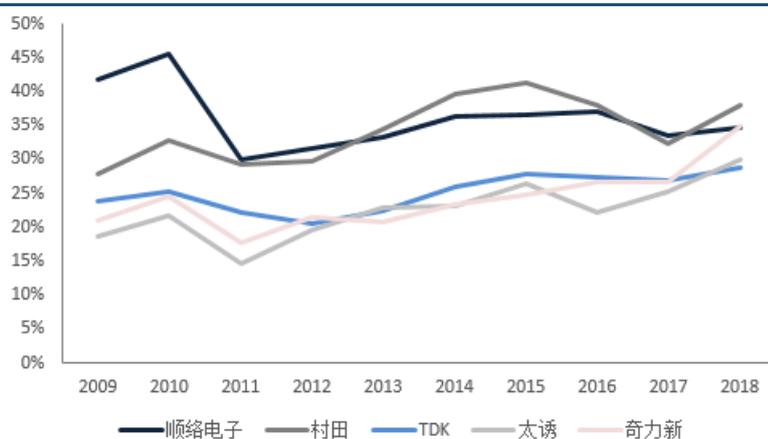
资料来源: Digikey, 世纪证券研究所

2.2 成本及服务优于竞争对手

面对海外厂商成本方面具有优势, 服务响应速度快。因在生产成本和费用方面管控得力, 公司的产品价格相比村田等日系厂商更低, 部分产品价格甚至可以比村田低 30%以上, 在国际市场上具备价格优势。在这种情况下, 公司的盈利能力仍能领先全球, 与国外企业对比, 公司毛利率远高于 TDK、太诱、奇力新等, 与村田的毛利率比肩。

而在服务方面, 公司订单的响应时间在 7-15 天, 还可接受大规模的临时性订单。而村田等日系厂商只接受大批量计划性订单, 临时订单的响应时间在 80 天左右, 奇力新等台湾厂商的订单响应时间也在 20-50 天。

Figure 16 顺络电子与海外竞争对手毛利率对比



资料来源: 各公司年报, wind, 世纪证券研究所

2.3 扩产助力公司市场份额提升

定增项目投产助力公司市场份额提升。目前, 村田、TDK、太诱等海外对手扩产的方向主要是 MLCC, 暂未有扩充电感产能的举动。国内主要竞争对手

中,只有麦捷科技正在扩充电感产能,其投资额达4.48亿元的“MPIM及MPSM系列电感生产项目”2018年12月31日投资进度已达60.34%,完全达产后将新增各类电感产品产能26.96亿只,电感总产能达74.35亿只。

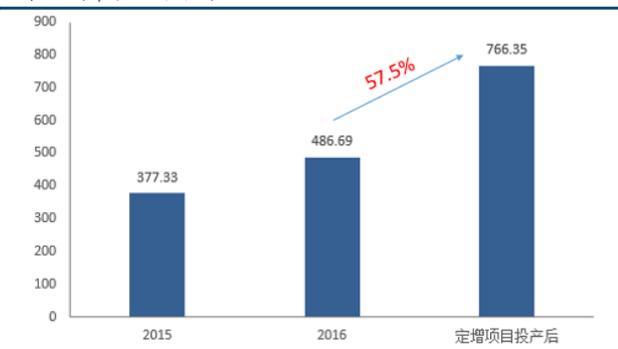
而顺络电子在2017年定增募资11.14亿人民币,用于扩充电感、电子变压器产能等项目,目前进度正常。完全投产后新增电感产能279.66亿只,电感总产能将达到766.35亿只。其它产品线产能也有较大提高,这将有效保证公司近几年的扩张以及市场份额的巩固甚至提升。

Figure 17 公司2017年定增项目达产进度(截至2019年上半年)

项目	投资额(亿元)	产能	投资进度(截止至2019年上半年)
新型片式电感扩产项目	6.52	年产279.66亿只应用于消费类电子及汽车电子领域的片式电感类产品	92.76%
新型电子变压器扩产项目	1.36	2.54亿只应用于消费类电子及汽车电子领域的电子变压器产品	92.49%
微波器件产业化项目	1.71	年产6.4亿只微波器件产品,其中LTCC产品5.4亿只,NFC产品1亿只	40.31%
精细陶瓷产品产业化项目	1.55	新增精细陶瓷产品产能1.01亿片,其中陶瓷指纹片产能1亿片,陶瓷外观件100万片	98.15%

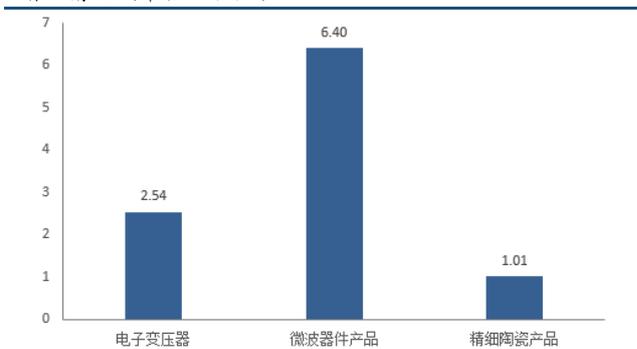
数据来源:公司公告,世纪证券研究所

Figure 18 公司2017年定增项目完全投产后电感产能对比(单位:亿只)



资料来源:公司公告,世纪证券研究所

Figure 19 公司2017年定增项目完全投产后其它产品产能增加情况(单位:亿只)



资料来源:公司公告,世纪证券研究所

三、电感、滤波器受益于5G需求

3.1 手机端:受益于5G手机销售提速、国产手机品牌崛起及电子元器件国产替代三重利好因素叠加

公司电感的使用领域主要有手机和通讯基站端。手机端的电感及应用模块的供应也是公司目前的主要收入来源。

Figure 20 顺络电子产品在移动终端中的应用

产品	产品类别	应用
射频电路用	叠层片式陶瓷电感、叠层片式高Q值电感、叠层片式高频电感、绕线式片状陶瓷电感	通讯设备射频线路,如手机射频模块,蓝牙/Wi-Fi模块等;移动电话如GSM, CDMA, PDC等;通讯设备及其他的高频电路
一般信号线用	叠层片式铁氧体电感、绕线式片状铁氧体电感、绕线式片状铁氧体电感、绕线式片状天线	广泛用于通讯、视频、音频设备,电脑,遥控装置
电源线用	扼流圈多层片式电感器、叠层片状功率电感、金属合金叠层片状功率电感、绕线式贴片功率传感器、二合一绕线式贴片功率传感器、组合贴片功率传感器、组合绕线式贴片功率传感器、塑形贴片功率电感	液晶显示器、智能手机的背光驱动回路;汽车多媒体信息娱乐系统;LED汽车大灯;安全气囊;除动力系统之外的DC-DC转换线路

资料来源:公司官网,世纪证券研究所

1) 5G手机出货进度加速,销售规模预期一升再升,市场有望提前爆发。手机厂商纷纷在2019年下半年正式上市5G手机,进度稍显落后的苹果也会在2020年推出5G手机。这也让市场对2020年全球5G手机的销量和进度越来越乐观,目前市场普遍认为2020年全球5G手机出货将达到1.5亿-2亿部,市占率将超过10%,远超此前预期的不足1亿部。

Figure 21 全球手机出货量预测

品类	2019年出货量(百万部)	2019年市场份额	同比上年(%)	2023年出货量(百万部)	2023年市场份额	同比上年(%)
3G	58	4.1%	-25.4%	35	2.2%	-3.4%
4G	1331	95.4%	0.2%	1106	71.7%	-4.4%
5G	7	0.5%	N/A	401	26.0%	23.9%
合计	1396	100.0%	-0.8%	1542	100.0%	1.7%

资料来源:IDC,世纪证券研究所

5G到来将推动手机单机电感数量进一步增加。5G通信的高频化和内部零部件集成度增加带来的干扰问题,使得单机电感尤其是射频电感的使用量大大增加。

Figure 22 手机单机电感用量逐步提升

	2008	2013	2017	2020E
平均手机机能	单核 2G	双核 3G	四核 4G	八核 5G
单个手机电感数量	20-30	40-80	60-90	120+

资料来源：半导体投资联盟，世纪证券研究所

Figure 23 全球手机电感市场规模预测（数量）

	2019	2020	2021	2022	2023
2019-2023 年手机出货量预测（单位：百万部）					
3G	58	51	45	39	35
4G	1331	1270	1210	1150	1106
5G	7	100	200	300	401
合计	1396	1421	1455	1489	1542
单机电感用量（颗）					
3G	60	60	60	60	60
4G	75	80	85	90	90
5G	120	130	140	150	160
2019-2023 年手机电感用量预测（单位：亿颗）					
3G	35	31	27	23	21
4G	998	1016	1029	1035	995
5G	8	130	280	450	642
合计	1041	1177	1336	1508	1658

资料来源：IDC，半导体投资联盟，世纪证券研究所

2) 国产智能手机品牌强势崛起，华米OV份额持续提升。伴随着科技生活的不断发展，国产智能手机等终端品牌强势崛起，自2018年以来全球智能手机市场份额持续向来自中国的头部厂商集中，预计这种情况将持续数年。

Figure 24 2018 年全球智能手机厂商出货量排行榜

排名	名称	出货量 (万台)	市场占比 (%)	同比增长 (%)
1	三星	29230	20.8%	-8.0%
2	苹果	20880	14.9%	-3.2%
3	华为	20600	14.7%	33.6%
4	小米	12260	8.7%	32.2%
5	oppo	11310	8.1%	1.3%
6	vivo	10280	7.0%	3.0%
	其他	35920	25.9%	-24.1%
	合计	140490	100.0%	-4.1%
	华米OV 小计	54450	38.50%	18.8%

资料来源：IDC，couterpoint，好物数码，世纪证券研究所

Figure 25 2019 年一季度全球智能手机厂商出货量排行榜

排名	名称	出货量 (万台)	市场占比 (%)	同比增长 (%)
1	三星	7190	23.1%	-8.1%
2	华为	5910	19.0%	50.3%
3	苹果	3640	11.7%	-30.2%
4	小米	2500	8.0%	-10.2%
5	vivo	2320	7.5%	24.0%
6	oppo	2310	7.4%	-6.0%
	其他	7210	23.2%	-21.5%
	合计	31080	100.0%	-6.6%
	华米OV 小计	13040	41.9%	18.1%

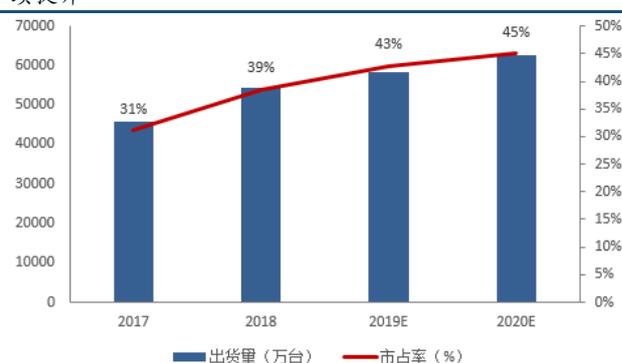
资料来源：IDC，中商产业研究院，世纪证券研究所

Figure 26 2019年二季度全球智能手机厂商出货量排行榜

排名	名称	出货量 (万台)	市场占比 (%)	同比增长 (%)
1	三星	7550	22.7%	5.5%
2	华为	5870	17.6%	8.3%
3	苹果	3380	10.1%	-18.2%
4	小米	3230	9.7%	-0.2%
5	oppo	2950	8.9%	0.3%
6	vivo	2700	8.1%	2.1%
	其他	7640	22.9%	-11.1%
	合计	33320	100.0%	-2.3%
	华米OV小计	14750	44.3%	3.6%

资料来源：IDC, couterpoint, 世纪证券研究所

Figure 27 华米OV四大品牌全球出货量及占比预计还会继续提升



资料来源：IDC, couterpoint, AI 锐见, 手机中国联盟, 世纪证券研究所

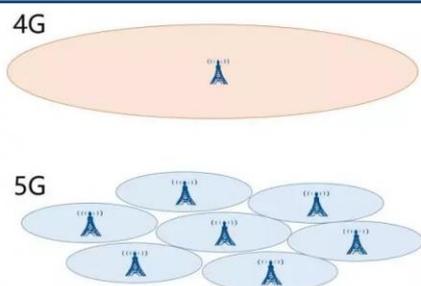
3) 国产替代加速, 公司持续受益。随着国际产业链转移的推动, 再加上2018年中兴事件后, 考虑到供应链安全, 下游本土厂商纷纷加快了原材料、零部件的国产化进程。片式电感元器件供应本土化趋势不断加速, 公司产品也凭借更先进的性能和更小的尺寸持续向华米OV几大厂商渗透, 预计出货量及份额可以持续提升。

3.2 基站端: 基站建设刺激电感增量需求, 5G滤波器向LTCC方案演进

5G宏基站总量预计达475万个, 为2018年末4G基站数量的1.3倍。5G的技术特征决定通信基站的密度显著高于4G基站, 高速通信PCB需求提升。4G时代主要依靠宏基站传输信号, 频段为2.3GHz。目前5G典型的候选频段为6GHz以上的高频段, 高频段意味着信号的波长大大缩短, 能量衰减快, 穿透能力差, 覆盖半径更小。因此, 通信运营商将不仅要加密5G宏基站部署, 而且需要使用各类型小基站进行盲点补充。通信组网传统的以宏基站为主的模式将会向宏基站-小基站-家庭基站相结合的多层次的模式转变。

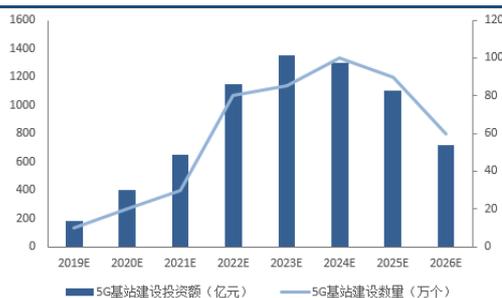
根据赛迪预测, 最终实现5G在国内的完整覆盖, 需要部署约475万个5G宏基站, 为2018年末4G基站总量的1.3倍左右, 并同时部署约2倍数量的小基站。5G时代基站的大批量建设和升级换代将对电容电感等被动元器件形成海量需求。

Figure 28 5G时代覆盖同一区域需要的基站数量将大大超过4G



资料来源：CSDN，世纪证券研究所

Figure 29 2019-2026年我国5G宏基站建设规模预测

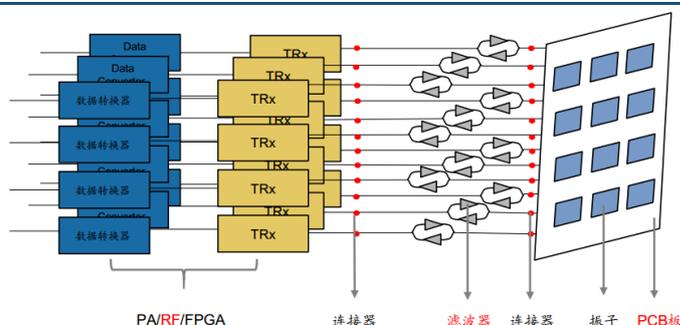


资料来源：智研咨询，世纪证券研究所

1) Massive MIMO 和 AAU 架构的出现提高射频模块集成度及电路复杂度，单基站电感使用量大幅增加。Massive MIMO（大规模天线阵列）技术的主要理念是在基站侧部署大规模高密度的天线来同时为很多移动通信终端提供服务。单基站天线数量将达到 4G 时代的 8-16 倍，天线数量的增加将带来射频器材需求的同步增长，进而拉动电感等被动元器件的需求。

AAU（有源天线）架构中，在一块 PCB 板上集成了 4G 时代的天馈系统和 BBU 系统。零部件集成度的提高增加了电路的复杂度，起到耦合、滤波、共振、扼流功能的电感器的用量也会增加。

Figure 30 电感在 5G 基站 AAU 中游多层次应用



资料来源：CNKI，世纪证券研究所

2019年6月6日，中国5G商用牌照正式发放，以中国移动为代表的运营商也是在第一时间进行了相关网络建设的招标采购。从已招标的情况来看，超过万亿人民币的国内5G基础设施投资中，华为或可占据40%-50%的市场份额。顺络电子目前已经顺利切入华为基站电感供应链。

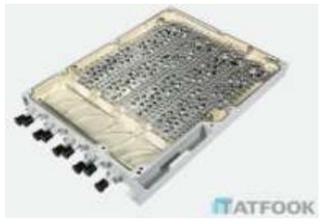
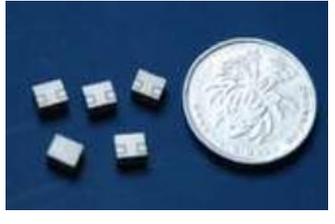
2) 陶瓷介质滤波器有望成为5G基站滤波器的主流

低温共烧陶瓷技术（以下简称“LTCC”）是一种多层陶瓷微波材料技术，它可以将无源元件内埋置到基板内部同时将有源元件贴装在基板表面，在设计上具有很大的灵活性，真正实现了传统聚合物和传统陶瓷材料无法获得的三维结构，制成无源/有源集成的功能模块。LTCC技术是目前市场认可的无源

器件集成模块化主要解决方案。

基于 LTCC 工艺的介质滤波器介电损耗低,又兼具陶瓷材料良好的力学性能和化学稳定性,在 5G 基站应用中优势明显。

Figure 31 金属腔体滤波器、介质谐振腔体滤波器、介质滤波器对比

	金属腔体滤波器	介质腔体滤波器	介质滤波器
示意图			
原理	不同电磁波在腔体中振荡,达到谐振频率的电磁波得以保留,其余在振荡中耗散掉	结构与金属腔体滤波器相似,但电磁波在由介质材料制成的谐振器中振荡	电磁波谐振发生在介质材料内部
系统尺寸	大	大	小
介电损耗	大	中	小
温度稳定性	差	好	好
工艺	技术成熟。主要制造流程:将金属胚料冲压形成腔体-电镀-将金属胚料冲压成盖子并电镀-组装谐振杆-测试	技术成熟。主要制造流程:与金属腔体滤波器类似	技术尚不完全成熟。主要制造流程:陶瓷块烧结成型-高度研磨-蘸银-顶部打磨-印银层丝-调试-测试-包装
成本	高	高	低
应用场景	3G/4G 国内企业主流方案	3G/4G 国外企业主流方案	5G 时代将成为主流

数据来源:大富科技官网,国华新材料官网,灿勤科技官网,世纪证券研究所

在基站中,一根天线对应一个滤波器,因此 Massive MIMO (大规模天线阵列)技术同样会带来单基站滤波器使用量的快速上升,为 4G 时代的 8-16 倍。

基于基站数量和单基站滤波器使用量的提升以及价格等因素,我们估算 5G 基站滤波器市场空间有望达到 4G 时代的 4.5 倍左右,是 5G 基建产业链中弹性最大的细分行业之一。

Figure 32 5G 时代国内宏基站滤波器的市场空间测算

	4G	5G	5G 对 4G 的弹性 (倍)
5G 新建基站 (万个)	372	475	1.28
单个基站天线扇面 (个)	3	3	1.00
单扇面天线通道及滤波器数量 (个)	6	64	10.67
滤波器需求量合计 (万个)	6696	91200	13.62
滤波器平均价格 (元/个)	150	50	0.33
5G 滤波器市场空间 (亿元)	100	456	4.54
注:4G 中单扇面滤波器数量取 TDD (8 个滤波器) 和 FDD (4 个滤波器) 的平均数			

资料来源:赛迪,工信部,爱采购,世纪证券研究所

目前在陶瓷介质滤波器的研发生产中，有两类典型企业。一类是以大富科技、春兴精工、武汉凡谷为代表，在传统的金属腔滤波器行业中耕耘多年，然后开始研发陶瓷介质滤波器。一类是顺络电子、风华高科（国华新材料）、东山精密（艾福电子）为代表，之前是深耕在陶瓷电子领域，近年转而开始研发陶瓷介质滤波器。两类代表各有所长，预计未来该领域的竞争非常激烈。

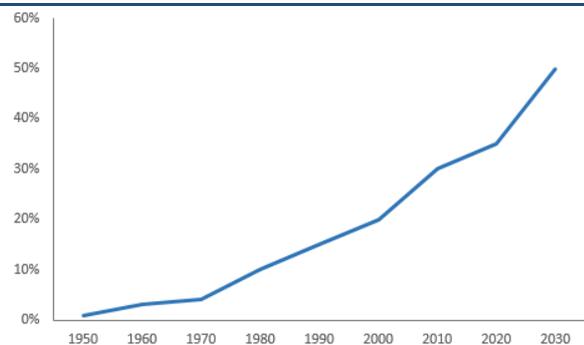
顺络电子 2005 年开始研发 LTCC 产品，2008 年收购南玻电子后研发进程加快，目前在 LTCC 材料开发方面取得了多项专利。在此基础上开发出来的陶瓷介质滤波器在 4G 时代便已经量产出货，2017 年 LTCC 微波器件（含 NFC）销售收入约 7000 万元。2017 年募投项目逐步投产后，公司 LTCC 器件产能将在原来 1.62 亿只基础上再新增 5.4 亿只。在 5G 到来后，公司的 LTCC 介质滤波器产品有望在未来三到五年开始放量。

四、汽车电子业务为公司产品打开成长空间

4.1 汽车电子市场空间广阔，壁垒高

汽车智能化普及提升汽车电子化率。汽车电子主要应用于动力控制系统，车载信息娱乐系统，汽车安全控制系统和车身电子系统等。为了提高汽车智能化水平及驾驶体验，汽车电子化率不断提升，预计单台汽车中电子成本占整车比重从 1950 年左右的 1% 提升到 2010 年左右的 30%，到 2030 年将达到 50%。2017 年全球汽车电子市场规模达到 2400 亿美元，预计 2020 年将突破 3000 亿美元。

Figure 33 汽车电子成本占整车比重迅速提升 (%)



资料来源：PwC，世纪证券研究所

Figure 34 全球汽车电子市场规模及预测 (亿美元)

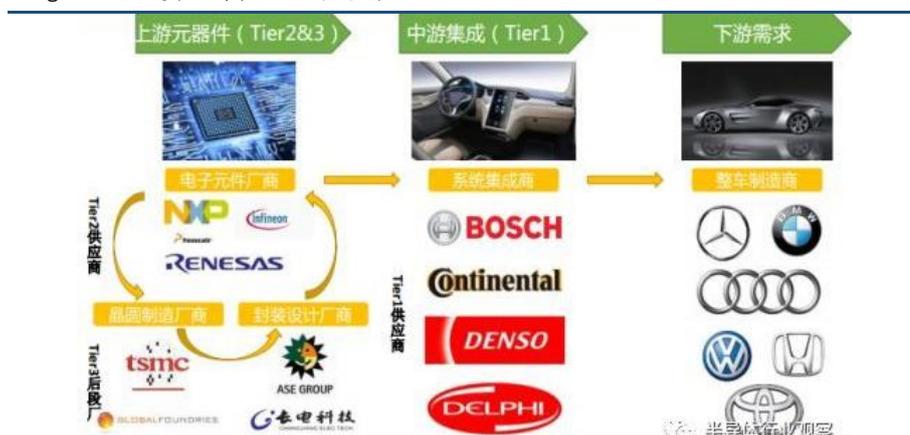


资料来源：中国产业信息网，世纪证券研究所

汽车电子供应链相对封闭，壁垒高。汽车电子产业高度分工专业化，产业链包括整车制造、一级供应商（Tier1）、二级供应商（Tier2）等。Tier1 供应商主要为系统集成商（代表厂商：博世，电装等），掌控着上游二级零部件的

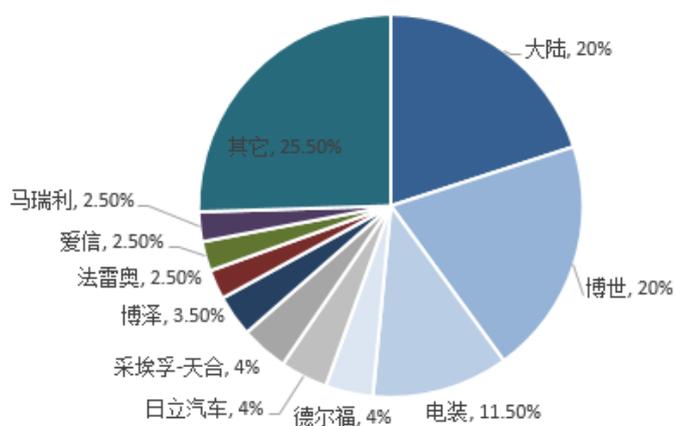
采购与定价。Tier2 主要给 Tier1 供应半导体芯片和电子元器件（代表厂商：英飞凌、TI、NXP 等）。相对于消费电子，汽车电子对于安全性要求高，行业具有 TS16949、AEC-Q200 等多种认证标准，认证周期较长（2-3 年）。目前汽车电子产业链主要掌握在国外几个大厂手中，行业集中度较高。

Figure 35 汽车电子产业链示意图



资料来源：半导体行业观察，世纪证券研究所

Figure 36 全球汽车电子市场格局（Tier1）



资料来源：一度汽车，前瞻产业研究院，世纪证券研究所

Figure 37 全球汽车电子市场格局（Tier2）（部分领域）

产品类别	主要供应商			市场集中度	
	美国	欧洲	日本		
MCU	飞思卡尔、TI	英飞凌、意法半导体	瑞萨、富士通	top3 市场份额 > 70%	
ASIC/ASSP	飞思卡尔、TI	英飞凌、意法半导体、NXP、博世	松下、电装	top5 市场份额 > 50%	
模拟和分	电源管理	安森美	英飞凌、意法半导体	东芝	top3 市场份额 > 70%

立器 件	功率 器件	安森美、飞思 卡尔	英飞凌、意 法半导体、 NXP	东芝、瑞 萨	N. A
传感 器	图像 传感 器	OmniVision、 尔必达	意法半导体	索尼、夏 普	top3 市场份 额>90%
	加速 度传 感器	ADI、飞思卡尔	博世、VTI	电装	top3 市场份 额>70%
	陀螺 仪	ADI	博世、VTI	PED	top3 市场份 额>60%

资料来源：中国机电网，世纪证券研究所

4.2 布局汽车电子多年，开始步入收获期

顺络布局汽车电子多年，电子变压器已进入国际主流汽车电子厂商供应链。

公司早在十多年前便已经开始研发汽车电子产品，目前拥有电子变压器、功率电感、共模扼流器、无线充电线圈等汽车电子产品，可用于自动驾驶和车身控制系统、信息娱乐系统、电动化系统，可供产品单车价值在几百到 3000 元不等。其中，电子变压器是公司目前汽车电子产品中的优势品种，自 2016 年起，相继进入了博世、法雷奥、电装(均为全球汽车电子 Tier1 前十名)、特斯拉等国际主流汽车电子集成商及整车厂商的供应链。根据公司最新公告，公司 2019 年上半年又新开发了两个大客户 CATL 和科博达。

Figure 38 顺络电子产品在汽车上广泛应用



资料来源：公司产品手册，世纪证券研究所

顺络在汽车电子产品上不断推陈出新，解决客户的痛点，满足市场需求，近两年业绩高速增长。例如公司的倒车雷达变压器，由于采用了独特设计和公司的专利制造技术，实现了上线亿只零缺陷业界最高目标，成为业内标杆产

品；而公司开发的电动汽车 BMS 变压器，解决了数年困扰行业 EMC 问题，大幅度降低了客户成本。以上产品都被全球知名汽车电子企业使用，公司产品品质、技术性能、生产管理也得到了客户高度认可，订单持续放量，为公司长期持续稳定增长奠定坚实基础。在 2018 年全年同比增长 468% 的基础上，2019 年上半年公司汽车电子营收同比增速 429.97%，呈现爆发式增长。

五、经营稳健，杠杆率低，回款能力强

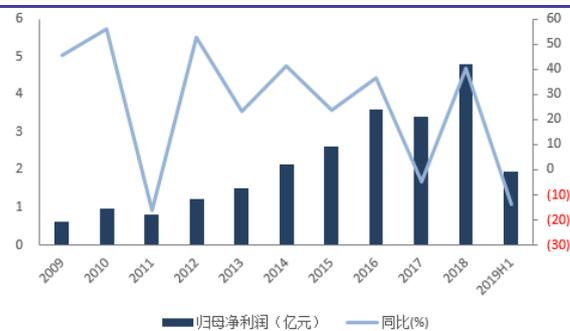
营收稳步增长。2010 上市至 2018 年，营业收入 CAGR 为 24.61%，归母净利润 CAGR 为 25.62%。2019 年上半年公司实现营业收入 12.17 亿元，同比增长 7.77%，归母净利润 1.95 亿元，同比下降 13.80%，扣非归母净利润 1.82 亿元，同比下降 4.95%。其中 2019 年第二季度实现营收 6.73 亿元，环比增长了 23.52%，同比增长了 5.50%，单季收入创造了公司成立以来历史新高。净利润有所下滑，主要原因为去年有一次性股权转让收益、今年汇兑损失增加、研发投入加大以及人工支出增加所导致。

Figure 39 公司营业收入及增速



数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure 40 公司归母净利润及增速



数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure 41 公司单季度营业收入及增速



数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure 42 公司单季度归母净利润及增速



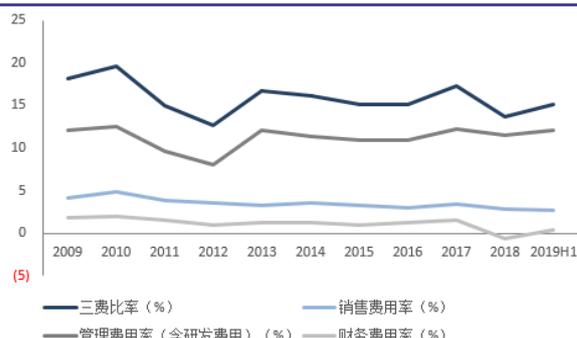
数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure 43 公司毛利率及净利率



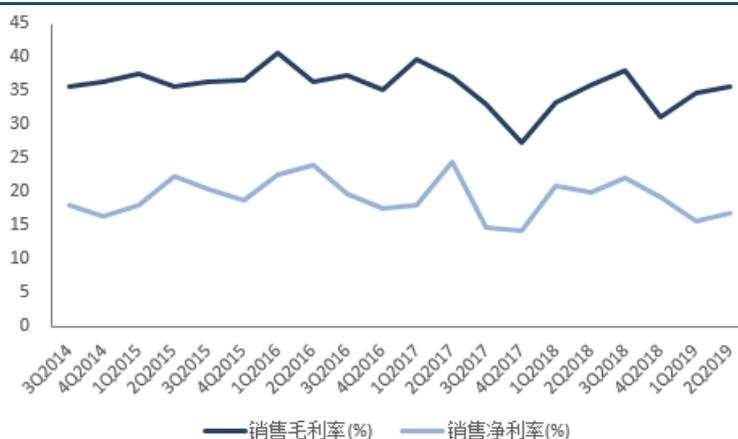
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure 44 公司三费比例



数据来源: wind, 世纪证券研究所

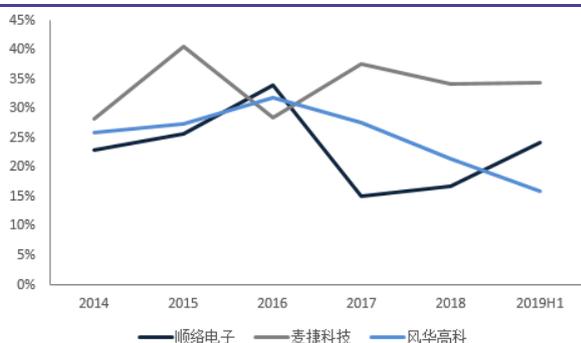
Figure 45 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: wind, 世纪证券研究所

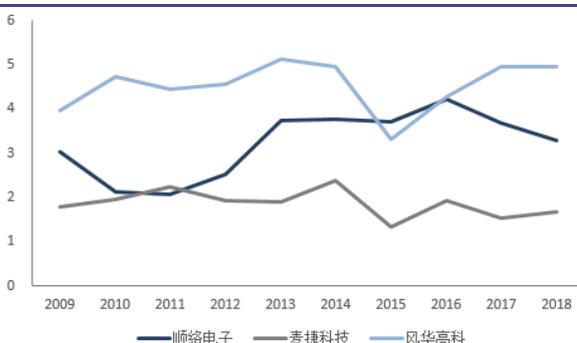
公司杠杆率处于低位, 存货周转快。公司自 2016 年以来负债率处于低位, 后续如若需要资金再次扩充产能或者进行并购, 低杠杆将让公司融资方式更灵活。而公司在存货周转率上也远远好过同样以电感为主业的麦捷科技。

Figure 46 顺络电子与可比公司资产负债率对比



数据来源: wind, 世纪证券研究所

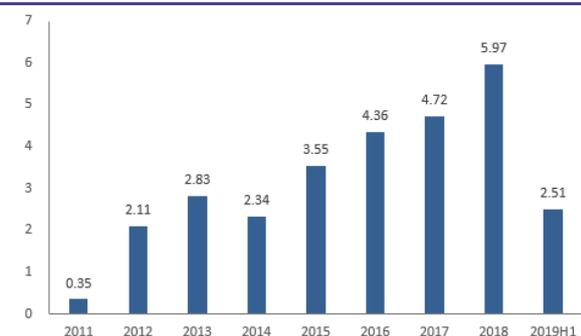
Figure 47 顺络电子与可比公司存货周转率对比



数据来源: wind, 世纪证券研究所

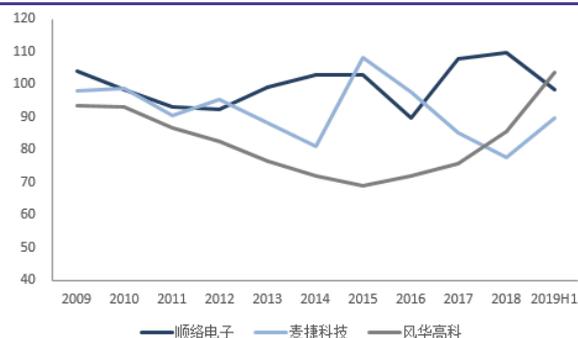
公司现金流情况良好, 回款能力强。公司现金流情况良好, 近年来经营活动现金流稳健提升, 造血能力较强。而其销售商品、提供劳务收到的现金比营业收入常年稳定保持在 100%左右, 回款能力强。

Figure 48 公司经营活动净现金流平稳增长（亿元）



数据来源：wind，世纪证券研究所

Figure 49 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 (%)



数据来源：wind，世纪证券研究所

公司客户结构健康。公司 2018 年前五大客户销售额占总销售额比重 19.46%，对第一大客户的销售额占比仅为 9.83%，说明公司并不依赖单一客户，也避免了这个因素对业绩的稳定产生冲击。

Figure 50 公司前 5 大客户（2018 年度）

客户	销售额占年度总额比重
客户 1	9.83%
客户 2	2.98%
客户 3	2.76%
客户 4	2.02%
客户 5	1.87%
合计	19.46%

资料来源：公司公告，世纪证券研究所

六、盈利预测及投资评级

6.1 关键假设

1) 叠层及绕线类片式元器件

● 营业收入

需求方面：2019 年全球智能手机出货量延续 2018 年的不景气，在 2018 年出货量同比下滑 4.1% 的基础上，IDC 预测 2019 年有可能再次同比下滑 1% 左右。这将对公司手机端电感产品 2019 年的销量形成不利影响。

不过随着 5G 建设进程的加快，从 2019 年下半年开始，射频模块复杂度更高的 5G 手机将逐步推出，预计将带动全球智能手机出货量在 2020 年恢复增长。同时，5G 基建也开始提速，这些来自手机端和基站端的积极因素将有力支撑

公司电感元件和 LTCC 产品的出货量，并在 2020 年将迎来爆发期。

中美争端蔓延至科技领域，预计美国将持续打压华为，其海外业务尤其是智能手机业务可能会在未来持续承压。但是，在消费者情绪带动下，其国内市场的表现有可能会持续超预期，该部分因素导致增加的销量得以对冲海外市场丧失的部分市场份额。另一方面，即使华为海外智能手机业务受阻，预计小米、OV 等企业也能凭借自身竞争力在一定程度上替代其损失的海外市场份额。综上所述，国产手机品牌全球市占率继续提升的趋势大概率能保持下去。再加上，中兴、华为事件之后，各大下游厂商处于供应链安全考虑，肯定会加快原材料、零部件的国产化进程。

供给方面：最新的定增项目完全投产后，公司电感产能将由 486.69 亿只增加到 766.35 亿只，LTCC 微波器件产能也将由 1.62 亿只增加到 7.02 亿只。

这些因素都有效保证了公司销售业绩增长的稳定性。

综上所述，我们假设 2019-2021 年公司的片式电子元件业务收入在 2018 年 15.36% 增长率的基础上继续增长 17%、26%、26%；

● 毛利率

公司在研发上持续、高强度的投入将有效保证公司产品在技术上的先进性，进而保证公司产品毛利率稳定在高位。公司高端的 01005 型电感和 LTCC 介质滤波器将随着 5G 建设在 2020 年的大规模铺开而出出货量快速提升，进而还能继续提升公司的整体毛利率，2018 年公司片式元器件销售毛利率为 37.13%，我们预测公司 2019-2021 年公司片式电子元件业务毛利率分别为 38.00%、38.20%、38.00%。

2) 汽车电子

● 营业收入

需求方面：公司的汽车电子产品经过多年耕耘在 2016 年打入博世、法雷奥、CATL、科博达等国内外知名汽车电子企业供应链之后，产品出货实现爆发式增长，2018 年汽车电子销售收入同比增速为 468%，2019 年上半年继续保持了 429.97% 的增长，这部分业务将为公司今后的持续增长注入了强劲的动力。

供给方面：最新的定增项目完全投产后，公司汽车用电子变压器产能将由 0.4 亿只增加到 2.94 亿只。

我们假设 2019-2021 年公司的汽车电子业务收入在 2018 年 468%增长率的基础上继续增长 250%、120%、70%；

● 毛利率

公司汽车电子 2018 年毛利率为 25%，目前销量的爆发式增长有助于公司摊薄成本，提升毛利率，我们预计 2019-2021 年毛利率分别为 30%、31%、30%。

3) PCB 及结构陶瓷等其它业务

公司 PCB 及结构陶瓷等其它主营业务 2018 年营收增速 19.50%，毛利率 23.32%，我们假设 2019-2021 年这部分业务维持稳定，营收分别增长 20.00%、20.00%、20.00%，毛利率分别为 22.00%、21.50%、21.00%。

4) 三费方面

销售费用率：随着下游产商主动进行国产替代的积极性提高，公司的销售费用率预计较往年有所下降，2018 年为 2.87%，2019 年上半年为 2.70%，我们预计 2019-2021 年分别为 2.6%、2.6%、2.6%。

管理费用率（含研发费用）：2019 年公司研发强度进一步提升，预计管理费用率（含研发）较 2018 年提升，但随着 2020 年公司销售方面的爆发，管理费用率又将逐步下降。2018 年管理费用率（含研发）为 11.51%，2019 年上半年管理费用率（含研发）为 12.06%，预计 2019-2021 年分别为 12.06%、11.00%、10.50%。

财务费用率：公司 2011 年之后的财务费用率基本在 1.00%-1.50%之间，2017 年 8 月 11.14 亿定增资金到账，2018 年资金富余，加上汇兑收益，导致 2018 年财务费用率为-0.68%，这种情况在 2019 年将不复存在，公司在 2019 年一季度已经增加短期借款 2.56 亿元，而随着汇率的波动，预计公司 2019 年将出现汇兑损失，2019 年上半年财务费用率 0.33%，我们预计公司 2019-2021 年财务费用率分别为 0.50%、1.00%、1.00%。

Figure 51 分产品收入及毛利预测

单位：亿元		2018A	2019E	2020E	2021E
叠层及绕线类 片式元器件	收入	19.28	22.56	28.42	35.81
	增速	15.36%	17.00%	26.00%	26.00%
	毛利率	37.14%	38.00%	38.20%	38.00%
	毛利	7.16	8.57	10.86	13.61

汽车电子	收入	0.71	2.49	5.47	9.29
	增速	468.00%	250.00%	120.00%	70.00%
	毛利率	25.00%	30.00%	31.00%	30.00%
	毛利	0.18	0.75	1.69	2.79
PCB 及结构陶瓷等其它业务	收入	3.63	4.36	5.23	6.28
	增速	19.50%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	23.31%	22.00%	21.50%	21.00%
	毛利	0.85	0.96	1.12	1.32
合计	收入	23.62	29.40	39.12	51.38
	增速	18.84%	24.46%	33.06%	31.35%
	毛利率	34.65%	34.95%	34.96%	34.48%
	毛利	8.18	10.28	13.68	17.71

资料来源：wind，世纪证券研究所

6.2 盈利预测与投资评级

根据我们的假设，我们预测公司 19/20/21 年归母净利润分别为 4.93 亿元、6.43 亿元、8.38 亿元，每股收益分别为 0.61 元、0.80 元、1.04 元，对应 PE 为 36.52/27.98/21.46X，相对可比公司的估值偏高。考虑到公司为国内片式电感细分市场绝对龙头，同时汽车电子等业务的爆发式增长在未来几年持续概率较大，更丰富的产品线也为公司多元化发展奠定了良好的基础，我们对其估值给予一定溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。

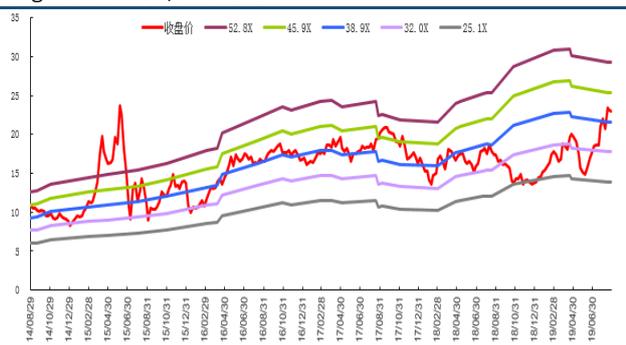
Figure 52 可比公司相对估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
300319.SZ	麦捷科技	48.73	0.19	0.16	0.23	37.01	42.74	30.47
600563.SH	法拉电子	86.87	2.01	2.26	2.63	19.23	17.1	14.69
603989.SH	艾华集团	74.3	0.77	0.92	1.17	24.87	20.81	16.33
300408.SZ	三环集团	348.63	0.76	0.86	1.05	26.44	23.23	19.13
002384.SZ	东山精密	326.78	0.5	0.92	1.24	40.29	22.12	16.45
000636.SZ	风华高科	114.86	1.14	--	--	11.29	--	--
可比公司平均值		166.70	—	—	—	26.52	25.20	19.41
002138.SZ	顺络电子	179.89	0.59	0.61	0.80	37.76	36.52	27.98

(顺络电子 EPS 和 PE 值为世纪证券研究所估算，其它为 wind 一致预期)

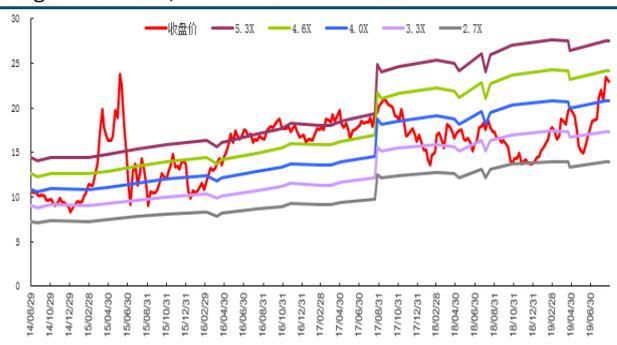
资料来源：wind，世纪证券研究所

Figure 53 公司 PE-bands



资料来源: wind, 世纪证券研究所

Figure 54 公司 PB-bands



资料来源: wind, 世纪证券研究所

七、风险提示

● 电感下游需求不及预期

5G 作为一种新的基础技术，技术上仍有一些不成熟的地方，而且配套的应用场景仍处于萌芽阶段，其大规模的建设和应用有可能比预期的时间点要晚，这也会导致对诸如 01005 型电感等相关上游电子零部件的需求延后。

● 新产品技术研发进度及市场拓展不及预期

公司产品线中，诸如 LTCC、汽车电子、精细陶瓷等方面的产品技术门槛比较高，虽然公司持续加强研发投入，但是进度不一定能达到预期；此外，不管是传统业务领域还是近几年发展起来的新业务领域，竞争格局基本稳定，这也为公司扩展市场带来了一些阻碍，这方面进度也可能不及预期。

Figure 55 财务预测 (单位: 百万元)

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1736.26	1987.56	2362.04	2939.80	3911.70	5138.01
减: 营业成本	1093.74	1322.17	1543.79	1912.34	2544.17	3366.43
营业税金及附加	12.65	28.42	32.73	40.74	54.20	71.19
营业费用	51.45	68.35	67.83	76.43	101.70	133.59
管理费用	189.18	244.35	138.49	354.54	430.29	539.49
财务费用	21.13	31.73	-16.06	14.36	38.87	50.57
资产减值损失	5.84	5.57	26.10	7.50	10.00	12.50
加: 投资收益	5.95	74.28	28.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-133.42	0.00	0.00	0.00
营业利润	368.21	361.25	464.09	533.89	732.47	964.24
加: 其他非经营损益	21.81	-0.11	56.90	46.00	26.00	26.50

利润总额	390.02	361.14	520.99	579.89	758.47	990.74
减:所得税	31.97	35.50	63.11	82.60	109.38	144.23
净利润	358.05	325.64	457.88	497.30	649.08	846.52
减:少数股东损益	-1.08	2.77	4.39	4.76	6.22	8.11
归属母公司股东净利润	359.13	322.87	478.58	492.53	642.87	838.41
财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2016A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	37.01%	33.48%	34.64%	34.95%	34.96%	34.48%
三费/销售收入	15.08%	17.33%	8.05%	15.15%	14.59%	14.08%
EBIT/销售收入	24.00%	19.14%	21.93%	19.81%	19.36%	19.10%
EBITDA/销售收入	34.38%	30.63%	32.88%	33.91%	30.73%	27.55%
销售净利率	20.62%	16.38%	19.39%	16.92%	16.59%	16.48%
资产获利率						
ROE	13.47%	8.06%	10.55%	10.75%	12.99%	15.44%
ROA	10.74%	8.28%	10.39%	10.42%	12.39%	14.41%
ROIC	14.35%	10.73%	10.73%	11.00%	13.99%	18.67%
增长率						
销售收入增长率	31.61%	14.47%	18.84%	24.46%	33.06%	31.35%
EBIT 增长率	38.35%	-8.71%	36.21%	12.39%	30.07%	29.57%
EBITDA 增长率	35.17%	1.96%	27.57%	28.37%	20.57%	17.76%
净利润增长率	36.90%	-9.05%	40.61%	8.61%	30.52%	30.42%
总资产增长率	24.34%	18.43%	8.63%	12.05%	9.38%	11.37%
股东权益增长率	10.70%	50.11%	7.36%	6.58%	8.05%	9.72%
经营营运资本增长率	38.42%	31.56%	15.96%	43.42%	25.52%	40.91%
资本结构						
资产负债率	31.26%	11.79%	12.64%	16.90%	17.89%	19.09%
投资资本/总资产	82.23%	82.63%	83.89%	80.08%	71.48%	67.92%
带息债务/总负债	56.42%	0.76%	9.54%	26.47%	22.86%	19.24%
流动比率	1.14	2.95	2.78	3.56	4.09	4.38
速动比率	0.89	2.20	2.00	2.79	3.28	3.54
股利支付率	41.26%	50.59%	36.01%	42.62%	42.62%	42.62%
收益留存率	58.74%	49.41%	63.99%	57.38%	57.38%	57.38%
资产管理效率						
总资产周转率	0.45	0.43	0.47	0.53	0.64	0.75
固定资产周转率	0.84	0.89	0.96	1.29	1.82	3.00
应收账款周转率	2.10	2.18	2.42	2.01	2.20	2.07
存货周转率	4.11	3.46	3.38	3.82	3.91	4.01

数据来源: wind, 世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。