

**电子**
**短期业绩承压，中长期成长逻辑确定**

2019年10月28日

**——顺络电子（002138.SZ）2019年三季度报点评**
**公司评级：增持（维持）**
**分析师：朱小飞**

执业证书号：S1030518070001

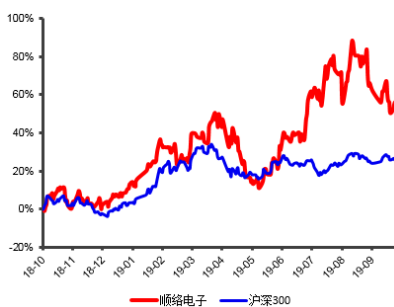
0755-83199535

zhuxf@csc.com.cn

**公司具备证券投资咨询业务资格**

《顺络电子（002138.SZ）深度研究报告\_5G+汽车电子驱动，营收稳步增长》  
 2019-09-05

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）	16352.17
流通市值（百万）	14176.94
总股本（百万股）	806.32
流通股本（百万股）	699.06
日均成交额（百万）	419.94
近一个月换手（%）	50.48
第一大股东	袁金钰

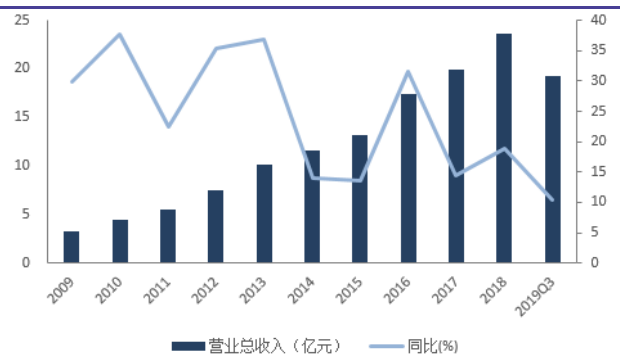
请务必阅读文末重要声明及免责条款

- 1) **公司发布 2019 年三季度报。**2019 年前三季度实现营业收入 19.31 亿元，同比增 10.38%，归母净利润 2.97 亿元，同比降 17.87%。其中第三季度实现营业收入 7.14 亿元，同比增 15.14%，归母净利润 1.02 亿元，同比降 24.70%。
- 2) **营收稳步增长，去库存导致毛利率下降。**第三季度单季营收首次突破 7 亿元，创公司成立以来历史新高。第三季度整体毛利率下降至 33.51%，同比下滑 4.62 个百分点，环比下滑 2.14 个百分点。主要原因系去年二、三季度因为电容电阻市场异常，导致市场对电子元器件恐慌性备货，其后一直处于消化库存状态，价格出现下滑；同时，公司新产品目前比重尚小，出现毛利率下降的现象。公司目前订单饱和，产能供不应求，随着汽车电子、5G 业务等新产品推向市场，产品结构变化、生产效率提升，公司毛利率水平有望重新提升。
- 3) **研发持续高投入，夯实未来可持续增长。**公司持续增加研发投入和人员设备投入，2019 年前三季度，研发支出 1.39 亿元，同比增 44.32%，主要是研发人员工资支出增长以及各项研发费用开支增加，公司在汽车电子、滤波器、磁性材料、传感器、高端精密电感、精密陶瓷以及其他工业领域持续投入，为公司可持续增长打好基础，同时增加了短期成本压力。
- 4) **盈利预测与投资评级：**考虑到全球智能手机的销售不景气以及公司毛利率下降超出预期，我们下调公司 19/20/21 年 EPS 为 0.54/0.71/0.91 元，当前股价对应 PE 为 37.64/28.66/22.40X。鉴于公司在高端电感领域的龙头地位，且汽车电子和微波器件等新业务有望在未来主力公司持续快速增长，维持“增持”评级。
- 5) **风险提示：**宏观经济下行，下游需求不振；5G 推进不及预期。

**预测指标**

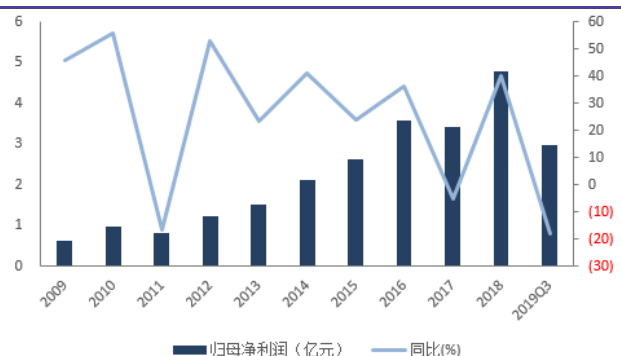
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2362.04	2690.60	3455.81	4396.83
收入同比	18.84%	13.91%	28.44%	27.23%
归母净利润（百万元）	478.58	434.48	570.63	729.87
净利润同比	40.23%	-9.21%	31.34%	27.91%
毛利率	34.64%	33.15%	34.38%	34.33%
净利率	20.45%	16.30%	16.67%	16.76%
EPS（元）	0.59	0.54	0.71	0.91
PE（倍）	37.76	37.64	28.66	22.40

Figure1 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure2 公司归母净利润及增速



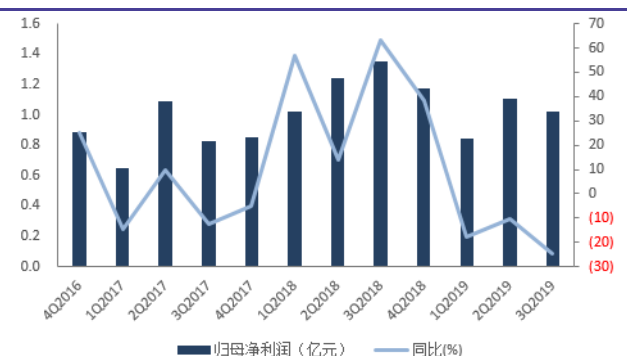
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure3 公司单季度营业收入及增速



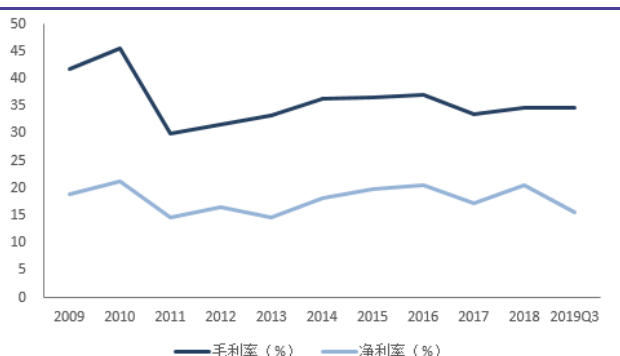
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure4 公司单季度归母净利润及增速



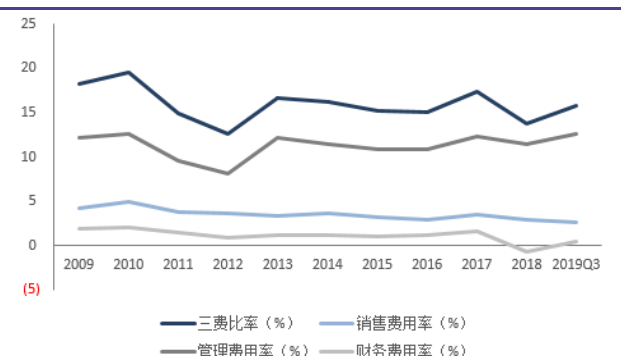
数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure5 公司毛利率及净利率



数据来源: wind, 世纪证券研究所

Figure6 公司三费情况



数据来源: wind, 世纪证券研究所

### 盈利预测

#### 1、关键假设

##### 1) 叠层及绕线类片式元器件

2019 年全球智能手机出货量延续 2018 年的不景气。根据 IDC 最新预测, 在 2018 年全球智能手机出货量同比下滑 4.1% 的基础上, 2019 年有可能再次同比下滑 2.2% 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。

我们假设 2019-2021 年公司的片式电子元件业务收入增速分别为 8%、20%、

20%，毛利率分别为 35.5%、37.5%、38%。

## 2) 汽车电子

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。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 220%、120%、70%，毛利率分别为 32%、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%，预计 2019 年这部分业务也会受到下游消费电子不景气影响，我们假设 2019-2021 年这部分业务营收分别增长 5%、20%、20%，毛利率分别为 21%、21%、21%。

## 2、盈利预测与投资评级

Figure7 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	20.82	24.99	29.98
	增速	15.36%	8.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	37.14%	35.50%	37.50%	38.00%
	毛利	7.16	7.39	9.37	11.39
汽车电子	收入	0.71	2.27	5.00	8.50
	增速	468.00%	220.00%	120.00%	70.00%
	毛利率	25.00%	32.00%	31.00%	30.00%
	毛利	0.18	0.73	1.55	2.55
PCB 及结构陶 瓷等其它业务	收入	3.63	3.81	4.58	5.49
	增速	19.50%	5.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	23.31%	21.00%	21.00%	21.00%
	毛利	0.85	0.80	0.96	1.15
合计	收入	23.62	26.91	34.56	43.97
	增速	18.84%	13.91%	28.44%	27.23%
	毛利率	34.65%	33.15%	34.38%	34.33%
	毛利	8.18	8.92	11.88	15.10

资料来源：wind，世纪证券研究所

考虑到全球智能手机的销售不景气以及公司毛利率下降超出预期，我们下调公司 19/20/21 年 EPS 为 0.54/0.71/0.91 元，当前股价对应 PE 为

37.64/28.66/22.40X。鉴于公司在高端电感领域的龙头地位，且汽车电子和微波器件等新业务有望在未来主力公司持续快速增长，维持“增持”评级。

### 风险提示

宏观经济下行，下游需求不振；5G推进不及预期。

Figure8 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	2690.60	3455.81	4396.83
减:营业成本	1093.74	1322.17	1543.79	1798.67	2267.70	2887.40
营业税金及附加	12.65	28.42	32.73	37.28	47.89	60.92
营业费用	51.45	68.35	67.83	69.96	89.85	114.32
管理费用	189.18	244.35	138.49	322.87	380.14	461.67
财务费用	21.13	31.73	-16.06	12.92	37.09	48.23
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	20.00	20.00	20.00
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
<b>营业利润</b>	<b>368.21</b>	<b>361.25</b>	<b>464.09</b>	<b>461.40</b>	<b>643.14</b>	<b>831.79</b>
加:其他非经营损益	21.81	-0.11	56.90	46.00	26.00	26.50
<b>利润总额</b>	<b>390.02</b>	<b>361.14</b>	<b>520.99</b>	<b>507.40</b>	<b>669.14</b>	<b>858.29</b>
减:所得税	31.97	35.50	63.11	68.72	92.98	121.36
<b>净利润</b>	<b>358.05</b>	<b>325.64</b>	<b>457.88</b>	<b>438.68</b>	<b>576.15</b>	<b>736.93</b>
减:少数股东损益	-1.08	2.77	4.39	4.20	5.52	7.06
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>359.13</b>	<b>341.27</b>	<b>478.58</b>	<b>434.48</b>	<b>570.63</b>	<b>729.87</b>
财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2016A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收益率</b>						
毛利率	37.01%	33.48%	34.64%	33.15%	34.38%	34.33%
三费/销售收入	15.08%	17.33%	8.05%	15.08%	14.67%	14.20%
EBIT/销售收入	24.00%	19.14%	21.93%	18.89%	19.28%	19.25%
EBITDA/销售收入	34.38%	30.63%	32.88%	34.30%	32.14%	29.13%
销售净利率	20.62%	16.38%	19.39%	16.30%	16.67%	16.76%
<b>资产获利率</b>						
ROE	13.47%	8.06%	10.55%	9.55%	11.71%	13.79%
ROA	10.74%	8.28%	10.39%	9.23%	11.16%	12.96%
ROIC	14.35%	10.73%	10.73%	9.57%	12.79%	16.54%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	31.61%	14.47%	18.84%	13.91%	28.44%	27.23%
EBIT增长率	38.35%	-8.71%	36.21%	-1.88%	31.06%	27.06%
EBITDA增长率	35.17%	1.96%	27.57%	18.85%	20.36%	15.29%
净利润增长率	36.90%	-9.05%	40.61%	-4.19%	31.34%	27.91%

总资产增长率	24.34%	18.43%	8.63%	10.38%	8.38%	9.47%
股东权益增长率	10.70%	50.11%	7.36%	5.80%	7.20%	8.59%
经营营运资本增长率	38.42%	31.56%	15.96%	26.20%	33.45%	30.40%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	31.26%	11.79%	12.64%	16.25%	17.15%	17.80%
投资资本/总资产	82.23%	82.63%	83.89%	78.31%	71.37%	65.83%
带息债务/总负债	56.42%	0.76%	9.54%	27.94%	24.43%	21.50%
流动比率	1.14	2.95	2.78	3.71	4.28	4.73
速动比率	0.89	2.20	2.00	2.88	3.39	3.77
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%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	0.45	0.43	0.47	0.49	0.58	0.67
固定资产周转率	0.84	0.89	0.96	1.18	1.61	2.56
应收账款周转率	2.10	2.18	2.42	2.14	2.15	2.16
存货周转率	4.11	3.46	3.38	3.60	3.49	3.44

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，任何机构和個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。