

2019年10月31日

顺络电子 (002138.SZ)

三季报符合预期，5G+国产替代核心标的，新产品放量业绩可期

■事件：10月30日晚，公司披露2019年第三季度报告。2019年前三季度实现营业收入19.31亿元，同比增长10.38%。实现归母净利润2.97亿元，同比下降17.87%。实现扣非后归母净利润2.75亿元，同比下降14.34%。业绩符合预期。

■受下游库存消化影响，产品短期毛利率承压，看好高研发投入带来的新产品落地和放量。前三季度收入19.31亿元，同比增长10.38%（上半年同比增长7.77%）；Q3单季度收入7.14亿元，同比增长15.14%，增速较上半年有所扩大，Q1和Q2收入增速分别为10.70%和5.50%。营收稳健增长，主要源于下游本土终端品牌华为等的订单贡献。收入增幅扩大的同时利润降幅也在扩大。前三季度归母净利润2.97亿元，同比下降17.87%（上半年同比下降13.80%）。Q3单季度归母净利润为1.02亿元，同比下降24.70%。归母净利润自今年Q1以来持续下降，Q1和Q2降幅分别为17.71%和10.59%。盈利承压，一方面，受到电感老产品价格下降新产品尚未放量的影响，毛利率同比/环比均出现下滑，三季报毛利率为34.62%，同比/环比下降1pct/0.64pct。另一方面，研发投入力度仍在加大，前三季度研发投入占收入的比重达到7.2%，而上半年仅不到5%，Q1~Q3单季度分别为6.79%、6.98%和7.56%。我们看好公司在基站射频器件和汽车电子领域的技术和产品布局，成长可期。

■电感小型化趋势明显，01005产品渗透率提升。为适应下游电子设备小型化和集成化的需求，电感尺寸不断缩小，并且该趋势仍将长期保持。公司是全球唯二掌握高端01005电感生产技术的供应商，并于今年1月实现01005产品的量产。目前公司01005的应用渗透率较低，随着5G手机持续放量，未来有望量价齐升。

■公司业务多点布局，未来成长空间很大。公司不断拓展业务，完善5G市场布局。公司收购南玻电子，引入LTCC工艺，5G发展拉动手机终端对LTCC微波器件需求增长，公司业务有望保持稳定增长；公司为5G基站专项开发的微波器件已陆续得到国际大厂认可并实现销售，将受益于5G市场蓬勃发展。另外，公司很早开始布局汽车电子业务，业已成为众多全球知名电动汽车企业供应商。公司汽车电子业务于今年上半年取得突破性进展，第三季度销售量持续上涨。公司将立足自身优势，收割汽车电子市场红利。

■投资建议：我们预计公司2019年~2021年的收入分别为28.11亿元(+19.0%)、36.54亿元(+30.0%)、46.77亿元(+28.0%)，归属

公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 **买入-A**

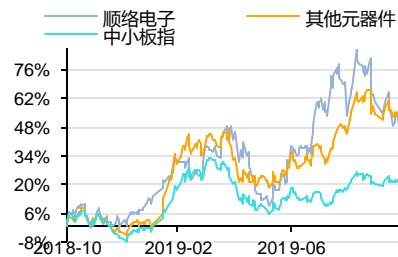
维持评级

6个月目标价：**22.8元**
股价(2019-10-30) **21.16元**

交易数据

总市值(百万元)	17,061.70
流通市值(百万元)	14,792.20
总股本(百万股)	806.32
流通股本(百万股)	699.06
12个月价格区间	13.55/25.26元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.55	-7.17	31.64
绝对收益	-2.53	-0.61	57.56

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
maliang2@essence.com.cn
021-35082935

薛辉蓉

报告联系人

xuehr@essence.com.cn

相关报告

- 顺络电子：扣非净利逆势增长，明星业务冉冉升起/孙远峰 2019-04-21
- 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

上市公司股东的净利润分别为 4.77 亿元 (-0.4%)、6.63 亿元 (+39.0%)、8.54 亿元 (+29.0%)，对应 EPS 分别为 0.59 元、0.82 元、1.06 元，对应 PE 分别为 36 倍、26 倍、20 倍。考虑到公司是国内电感龙头，有望充分受益于 5G 和国产替代，6 个月目标价 22.80 元，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：中美贸易摩擦对市场估值波动的影响，5G 收入占比仍较少。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,987.6	2,362.0	2,810.8	3,654.1	4,677.2
净利润	341.3	478.6	476.5	662.5	854.3
每股收益(元)	0.42	0.59	0.59	0.82	1.06
每股净资产(元)	4.97	5.33	5.76	6.11	6.69

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	50.0	35.7	35.8	25.8	20.0
市净率(倍)	4.3	4.0	3.7	3.5	3.2
净利润率	17.2%	20.3%	17.0%	18.1%	18.3%
净资产收益率	8.5%	11.1%	10.3%	13.5%	15.8%
股息收益率	1.9%	0.9%	1.2%	2.2%	2.2%
ROIC	12.4%	11.9%	12.0%	18.3%	21.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,987.6	2,362.0	2,810.8	3,654.1	4,677.2	成长性					
减:营业成本	1,322.2	1,543.8	1,836.0	2,367.8	3,012.1	营业收入增长率	14.5%	18.8%	19.0%	30.0%	28.0%
营业税费	28.4	32.7	39.4	49.3	56.1	营业利润增长率	4.4%	29.5%	5.9%	41.6%	28.2%
销售费用	68.3	67.8	80.4	109.6	131.0	净利润增长率	-5.0%	40.2%	-0.4%	39.0%	29.0%
管理费用	244.3	271.9	358.4	425.7	561.3	EBITDA 增长率	9.1%	13.5%	10.5%	28.3%	21.3%
财务费用	31.7	-16.1	0.6	-4.6	-8.1	EBIT 增长率	0.9%	14.0%	17.8%	40.5%	27.9%
资产减值损失	5.6	26.1	5.0	6.0	5.0	NOPLAT 增长率	4.2%	12.6%	8.9%	40.1%	28.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.0%	7.9%	-8.2%	7.9%	-4.1%
投资和汇兑收益	74.3	28.4	36.2	46.3	36.9	净资产增长率	52.0%	7.6%	8.0%	6.1%	9.5%
营业利润	384.6	498.0	527.2	746.5	956.8	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	56.9	26.2	27.7	36.9	毛利率	33.5%	34.6%	34.7%	35.2%	35.6%
利润总额	384.4	554.8	553.4	774.2	993.7	营业利润率	19.3%	21.1%	18.8%	20.4%	20.5%
减:所得税	40.4	71.9	74.7	106.8	133.3	净利润率	17.2%	20.3%	17.0%	18.1%	18.3%
净利润	341.3	478.6	476.5	662.5	854.3	EBITDA/营业收入	31.1%	29.7%	27.6%	27.2%	25.8%
						EBIT/营业收入	19.8%	19.0%	18.8%	20.3%	20.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	390	359	303	214	152
						流动营业资本周转天数	110	115	95	89	90
						流动资产周转天数	289	283	300	297	296
						应收帐款周转天数	129	118	124	124	122
						存货周转天数	59	64	57	59	59
						总资产周转天数	798	762	704	587	506
						投资资本周转天数	592	560	468	358	285
						投资回报率					
						ROE	8.5%	11.1%	10.3%	13.5%	15.8%
						ROA	7.2%	9.2%	8.3%	10.8%	12.3%
						ROIC	12.4%	11.9%	12.0%	18.3%	21.8%
						费用率					
						销售费用率	3.4%	2.9%	2.9%	3.0%	2.8%
						管理费用率	12.3%	11.5%	12.8%	11.7%	12.0%
						财务费用率	1.6%	-0.7%	0.0%	-0.1%	-0.2%
						三费/营业收入	17.3%	13.7%	15.6%	14.5%	14.6%
						偿债能力					
						资产负债率	15.0%	16.8%	18.3%	18.9%	21.9%
						负债权益比	17.7%	20.2%	22.4%	23.3%	28.0%
						流动比率	2.69	2.67	2.83	3.12	3.08
						速动比率	2.10	2.05	2.37	2.40	2.53
						利息保障倍数	12.39	-27.90	831.48	-159.71	-116.91
						分红指标					
						DPS(元)	0.41	0.20	0.25	0.47	0.47
						分红比率	95.7%	33.6%	43.1%	57.5%	44.7%
						股息收益率	1.9%	0.9%	1.2%	2.2%	2.2%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	409.8	471.5	1,110.8	1,109.1	1,744.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	740.5	807.3	1,121.5	1,388.2	1,774.0
应收票据	174.3	186.3	-	-	-
预付帐款	20.6	11.7	21.8	25.9	33.8
存货	382.2	456.7	440.7	761.1	784.8
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	2,271.8	2,075.3	1,873.5
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	5,759.2	6,153.1	6,996.9
短期债务	4.1	60.2	-	-	-
应付帐款	400.1	419.2	690.5	693.2	1,033.2
应付票据	130.1	146.4	149.4	249.3	261.5
其他流动负债	116.2	111.9	122.0	118.9	124.3
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	1,052.5	1,161.2	1,529.8
少数股东权益	47.2	59.4	61.6	66.5	72.5
股本	816.6	812.0	806.3	806.3	806.3
留存收益	3,280.2	3,555.5	3,838.7	4,119.0	4,588.2
股东权益	4,050.7	4,357.7	4,706.7	4,991.9	5,467.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	344.0	483.0	476.5	662.5	854.3
加:折旧和摊销	228.4	258.5	248.2	253.5	258.7
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	0.6	-4.6	-8.1
投资损失	-74.3	-28.4	-36.2	-46.3	-36.9
少数股东损益	2.8	4.4	2.3	4.9	6.0
营运资金的变动	-102.7	-149.5	159.2	-487.6	-52.2
经营活动产生现金流量	471.7	597.1	850.6	382.3	1,021.8
投资活动产生现金流量	-587.5	-376.1	-27.4	-2.1	-9.6
融资活动产生现金流量	245.7	-176.4	-183.9	-381.9	-376.3

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.42	0.59	0.59	0.82	1.06
BVPS(元)	4.97	5.33	5.76	6.11	6.69
PE(X)	50.0	35.7	35.8	25.8	20.0
PB(X)	4.3	4.0	3.7	3.5	3.2
P/FCF	-19.0	66.5	23.2	44.7	16.9
P/S	8.6	7.2	6.1	4.7	3.6
EV/EBITDA	21.1	15.3	20.5	16.0	12.7
CAGR(%)	24.7%	21.2%	10.2%	24.7%	21.2%
PEG	2.0	1.7	3.5	1.0	0.9
ROIC/WACC	1.2	1.1	1.1	1.7	2.1
REP	3.1	2.5	4.0	2.4	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

马良声明, 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
	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	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@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
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@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
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@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