

# 电感龙头迈入产品品类扩张的发力期

华泰研究

2021年2月18日 | 中国内地

深度研究

科技/电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

42.66

研究员

SAC No. S0570518080001  
SFC No. BPX762

胡剑

hujian@htsc.com  
+86-21-28972072

研究员

SAC No. S0570519060003  
SFC No. BKS183

刘叶

liuye@htsc.com  
+86-21-38476703

联系人

SAC No. S0570120090023

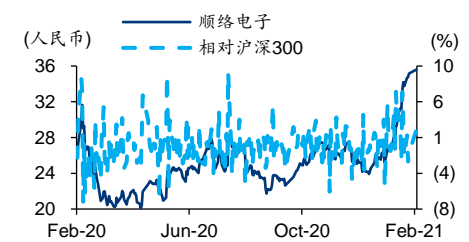
李梓澎

lizipeng@htsc.com

## 基本数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 目标价(人民币)         | 42.66       |
| 收盘价(人民币 截至2月18日) | 35.60       |
| 市值(人民币百万)        | 28,705      |
| 6个月平均日成交额(人民币百万) | 471.08      |
| 52周价格范围(人民币)     | 20.08-35.60 |
| BVPS(人民币)        | 5.78        |

## 股价走势图



资料来源: Wind

电感行业景气上行, LTCC、汽车电子等新品齐发力, 公司迈入扩张新阶段。顺络成立于2000年, 是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。电感是公司传统的优势产品, 我们看好在村田等日系厂商逐步退出、“疫情剪刀差”效应、5G升级等因素的催化下, 电感行业景气度持续提升、国产替代进程加速, 公司有望凭借电感产品领先的技术水平及较强的盈利能力实现业绩高速增长。此外, 公司已正式迈入产品品类扩张的发力期, 除电感外, 公司LTCC滤波器、LTCC天线、汽车电子等新产品、新业务呈“百花齐放”状态。我们看好公司业绩高速增长的持续性, 预计公司20-22年EPS为0.72/0.95/1.23元, 给予目标价42.66元, 维持买入评级。

## 5G 电感需求“量价齐升”, 电感行业景气向上、国产替代正当时

全球电感市场稳步增长, CECA 预测全球电感行业市场规模将由2019年的529.9亿元增至2024年的761.5亿元, 对应20-24年CAGR为7.5%。我们看好顺络作为全球电感龙头实现业绩持续高速增长, 基于: 1)村田等日系电感龙头企业逐步退出低附加值电感产品生产, 为公司全球市场份额提升打开了空间; 2)“疫情剪刀差”持续演绎, 电感产品货期延长、价格上涨, 公司有望借此机会加速电感器国产替代进程; 3)根据调研反馈, 5G手机的电感用量较4G手机提升约25%, 其中单价更高的01005电感用量从4G手机的0-40颗提升至5G手机的80-100颗, 公司作为全球片式电感龙头有望受益。

## 新产品、新业务“百花齐放”, 公司正式迈入产品品类扩张的发力期

公司坚持让市场需求促进新品开发, 让新品推动市场应用领域开拓。除电感产品外, 5G为公司LTCC滤波器、LTCC天线等新品带来较大增量需求; 同时公司可提供宏基站、微基站相关元器件方案, 有望充分受益于国内5G基站建设的加速推进。此外, 在汽车电子领域, 公司可为汽车BMS、48V启停系统、信息娱乐系统、车灯照明系统、智能驾驶辅助系统、无线充电系统等提供元器件方案, 公司已成为博世、法雷奥、电装、宁德时代、科博达等全球知名汽车电子企业、新能源企业的正式供应商。

## 上调2021-2022年盈利预测, 上调目标价至42.66元, 维持买入评级

考虑到5G手机持续渗透、国内新基建加速推进、“电子+”方兴未艾, 我们调整公司通信、消费、工业、汽车类业务营收预期, 对应20-22年公司EPS预期调整至0.72/0.95/1.23元(前值: 0.72/0.90/1.15元)。参考可比公司2021年Wind一致预期均值36.83倍PE估值, 考虑到公司电感行业的全球领先地位及公司多品类产品百花齐放的优势, 给予公司2021年45倍PE估值, 对应目标价42.66元(前值: 35.01元), 维持买入评级。

风险提示: 电感产品国产替代进度低于预期, 国内5G商用进度低于预期。

## 经营预测指标与估值

| 会计年度            | 2018   | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币百万)     | 2,362  | 2,693   | 3,851  | 4,898  | 6,062  |
| +/-%            | 18.84  | 14.02   | 43.00  | 27.17  | 23.77  |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 478.58 | 401.69  | 581.24 | 764.31 | 995.27 |
| +/-%            | 40.23  | (16.07) | 44.70  | 31.50  | 30.22  |
| EPS(人民币, 最新摊薄)  | 0.59   | 0.50    | 0.72   | 0.95   | 1.23   |
| ROE(%)          | 11.08  | 9.00    | 11.89  | 13.92  | 15.73  |
| PE(倍)           | 59.98  | 71.46   | 49.39  | 37.56  | 28.84  |
| PB(倍)           | 6.68   | 6.50    | 5.93   | 5.28   | 4.57   |
| EV EBITDA(倍)    | 35.45  | 37.40   | 30.46  | 23.88  | 19.33  |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 正文目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>核心观点及报告亮点</b> .....                        | <b>3</b>  |
| 核心观点.....                                     | 3         |
| 区别于市场的观点.....                                 | 3         |
| <b>以电感为核心，顺络迈入新产品、新领域加速开拓的新阶段</b> .....       | <b>4</b>  |
| 公司成立于 2000 年，2018 年以来迈入新品“百花齐放”的发展新阶段.....    | 4         |
| 立足于通讯、消费电子市场，公司汽车电子、新能源等市场拓展见成效.....          | 4         |
| 2007 年上市以来，公司业绩实现持续快速增长，利润率水平总体较稳定.....       | 5         |
| <b>5G 电感需求“量价齐升”，电感行业景气向上、国产替代正当时</b> .....   | <b>7</b>  |
| 全球电感市场稳步增长，日系退出、“疫情剪刀差”、5G 驱动行业景气向上.....      | 7         |
| 村田等日系企业“收缩战线”，有望驱动行业景气向上，国内企业有望迎来国产替代机遇.....  | 8         |
| “疫情剪刀差”持续演绎，新冠疫情冲击全球被动元件产能，“宅经济”带动需求兴起.....   | 9         |
| 在村田“收缩战线”及“疫情剪刀差”的催化下，2020 年以来电感产品“缺货涨价”..... | 10        |
| 5G 手机对于电感的需求“量价齐升”，5G 持续渗透为全球电感行业注入增长动力.....  | 11        |
| 顺络电感产品技术水平领先、盈利能力较强，加速国产替代正当时.....            | 13        |
| <b>顺络新品百花齐放，正式迈入产品品类扩张的发力期</b> .....          | <b>15</b> |
| 5G 时代 LTCC 工艺受青睐，公司 LTCC 滤波器、LTCC 天线迎机遇.....  | 15        |
| 与 SAW、BAW 滤波器相比，LTCC 滤波器更适用于 5G 高频、宽频场景.....  | 15        |
| LTCC 天线具备体积小、便于表面贴装、可靠性高、成本低等优势.....          | 16        |
| 5G 将采用“宏站+小站”组网模式，公司可提供小基站相关元器件方案.....        | 17        |
| 汽车电子市场前景广阔，公司汽车电子业务全面布局、有序推进.....             | 18        |
| <b>盈利预测及估值</b> .....                          | <b>19</b> |
| 盈利预测.....                                     | 19        |
| 投资建议.....                                     | 20        |
| 风险提示.....                                     | 21        |

## 核心观点及报告亮点

### 核心观点

顺络电子成立于 2000 年,是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。电感是公司的“拳头”产品,我们认为:1)以村田为代表的日系电感厂商逐步退出低附加值电感产品的“收缩战线”的战略将为顺络进一步提升全球市场份额打开空间;2)日系退出、“疫情剪刀差”效应有望带动全球电感行业景气上行,电感产品迎来“缺货涨价”行情,同时被动元件国产替代的进程有望加速;3)5G 手机对于电感的需求“量价齐升”,我们测算得 2020 年全球智能手机领域电感器市场规模为 154.26 亿元,预计 2024 年将达到 230.44 亿元,对应 2021-2024 年 CAGR 为 10.56%;同时伴随着顺络市场份额的提升,我们预测 2020-2024 年顺络手机业务营收 15.15/19.21/24.29/29.59/34.99 亿元(CAGR: 23.28%)。

公司坚持让市场需求促进新产品开发,让新产品推动市场应用领域开拓。除传统的电感产品外,2016-2018 年公司积极推动精密陶瓷、汽车电子、LTCC 等新产品的扩张;2018 年至今公司基于对陶瓷材料、滤波材料的深刻理解,凭借叠层平台、绕线平台的领先技术积累,迈进产品品类扩张新阶段。我们认为,5G 为公司 LTCC 滤波器、LTCC 天线等新品带来较大增量需求,同时公司变压器、微波器件、敏感器件和车载电子等新品有望快速实现商业化。公司 LTCC、汽车电子等新产品、新业务呈现“百花齐放”的状态,我们看好公司新产品、新业务逐步开始贡献较大的增量营收。

### 区别于市场的观点

2021 年 1 月 27 日顺络电子发布业绩预告,预计 2020 年实现归母净利润 5.62~6.03 亿元(YoY 40%~50%),超出 Wind 一致预期的 5.56 亿元(截至 1 月 27 日数据)。我们认为,公司归母净利润超出市场预期的背后,反映了市场对于公司传统电感业务增长空间的低估以及市场对于公司新业务、新市场开拓能力的低估。

顺络在村田等日系厂商采取“收缩战线”战略、“疫情剪刀差”导致被动元件供不应求、5G 手机对于电感需求“量价齐升”的催化下有望实现业绩持续高速增长。我们认为:1)以村田为代表的日系厂商退出低附加值电感产品生产,采取“收缩战线”战略,顺络有望借此机会提升全球市场份额;2)新冠疫情海外蔓延使得全球被动元件产能受到较大冲击,同时中美贸易摩擦使得国内终端企业使用国产供应链的意愿较强,顺络有望凭借国内对于新冠疫情的良好控制以及国内终端厂商使用国产供应链的强烈诉求加速电感产品国产替代的进程;3)5G 手机单机电感用量大幅提升,根据调研反馈,5G 手机电感用量 130-200 颗,按中位数计算较 4G 手机(95-170 颗)提升约 25%,顺络作为全球领先的片式电感龙头有望受益。

顺络 LTCC、汽车电子等新产品、新业务前景广阔,公司正式迈入产品品类扩张的发力期。我们认为:5G 时代 LTCC 工艺备受青睐,LTCC 滤波器较 SAW、BAW 滤波器更适用于 5G 高频、宽频的场景,LTCC 天线具备体积小、便于表面贴装、可靠性高、成本低等优势,公司 LTCC 滤波器、LTCC 天线等产品迎来机遇。5G 建设将采用“宏站+小站”的组网模式,公司可提供宏基站、小基站相关元器件方案。汽车电动化、智能化推动汽车电子行业稳定发展,公司汽车用高可靠性电子变压器、电动汽车 BMS 变压器、OBC 应用管理,高可靠性电感等产品已经被博世、法雷奥等海内外众多全球知名汽车电子企业和新能源汽车企业批量采购,同时大量汽车电子新项目处于设计、导入的过程中。

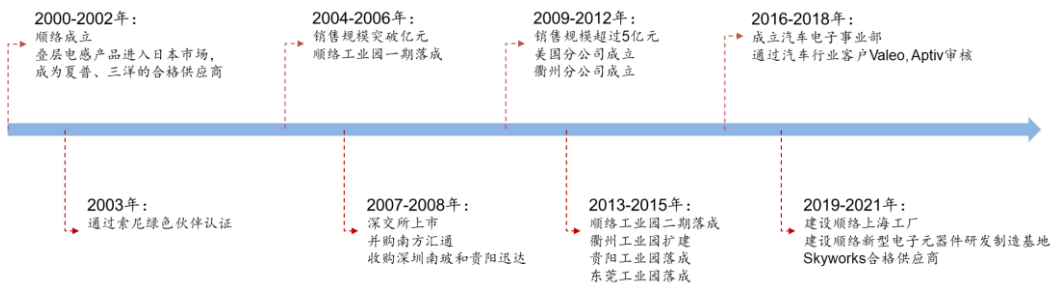
## 以电感为核心，顺络迈入新产品、新领域加速开拓的新阶段

### 公司成立于2000年，2018年以来迈入新品“百花齐放”的发展新阶段

顺络电子成立于2000年，是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。电感是公司的“拳头”产品，根据公司2020中报，在电感细分领域公司在中国以及国际市场上均占有较高的市场占有率，高端产品市场份额持续提升，技术和规模处于领先地位；同时公司持续丰富产品线，除电感外，明确微波器件、敏感及传感器件、模块和组件、精细陶瓷四大产业发展方向。公司积极拓展新产品的同时持续扩展产品应用领域，由通讯、消费电子领域逐步向汽车电子、5G、物联网、新能源、工业互联网等领域扩展。

2018年以来公司已迈进加速推动新品开拓的新阶段。顺络于2000年成立，成立以来一直从事以电感为核心的精密高端电子元器件的研发、生产和销售。公司于2007年上市，2015年以前公司专注于“拳头”产品片式电感的规模扩张和技术升级；2016-2018年公司积极推动精密陶瓷、汽车电子、LTCC等新产品的扩张；2018年至今公司基于对陶瓷材料、滤波材料的深刻理解，凭借叠层平台、绕线平台的领先技术积累，迈进产品品类扩张新阶段。

图表1：顺络电子发展历程



资料来源：顺络电子官网，华泰研究

## 立足于通讯、消费电子市场，公司汽车电子、新能源等市场拓展见成效

以电感为核心，公司产品包括磁性器件、微波器件、敏感及传感器件、模块和组件、精细陶瓷五大产业。在电感领域，根据公司2021年1月29日公告，目前国内高端手机主要使用0201叠层电感，公司0201高精密电感占据全球高精密电感市场较高的市场份额；公司01005电感产品属于纳米级小型化、高精度电感，可广泛应用于5G供应链端及模块端，公司将会根据市场需求继续扩充产能。2015年以来，公司持续开拓LTCC、精密陶瓷、汽车电子等新产品、新业务，形成以电感为核心的五大产业发展方向。

图表2：顺络产品包括磁性器件、微波器件、敏感及传感器件、模块和组件、精细陶瓷五大产业



资料来源：顺络电子官网，华泰研究

公司立足于通信、消费电子市场，正加速向汽车电子、新能源、物联网及模块、工业互联网等领域拓展。公司在通信领域的布局主要包括手机终端、通讯基站等各类通讯模块领域，5G时代手机终端对于电感、滤波器、天线等产品的单机用量大幅度增加；通讯基站对于电感的单机用量同样大幅提升，2020年3月27日公司在投资者互动平台上表示5G基站电感产品的用量较4G基站增长30%以上，同时在新基建带动下5G基站有望迎来建设高峰。此外，公司积极开拓汽车电子、新能源、工业互联网等领域，在汽车电子领域，公司产品已被众多全球知名汽车电子企业和新能源汽车企业批量采购。

图表3：立足于通信、消费电子市场，顺络持续扩展产品应用领域



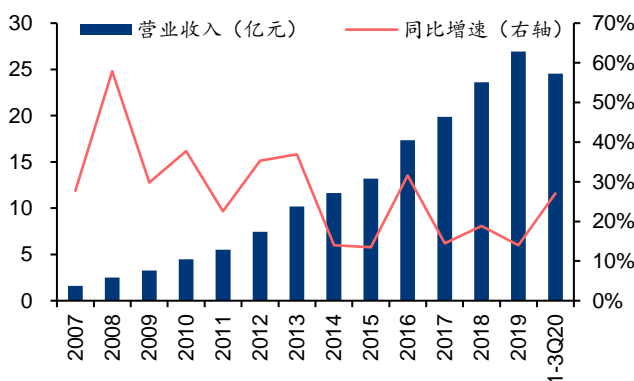
资料来源：顺络电子官网，华泰研究

### 2007年上市以来，公司业绩实现持续快速增长，利润率水平总体较稳定

2007年上市以来公司业绩实现快速增长。根据年报，公司营收从2007年的1.59亿元增长至2019年的26.93亿元，对应2008-2019年CAGR为26.59%；公司归母净利润从2007年的0.56亿元增长至2019年的4.02亿元，对应2008-2019年CAGR为17.90%。

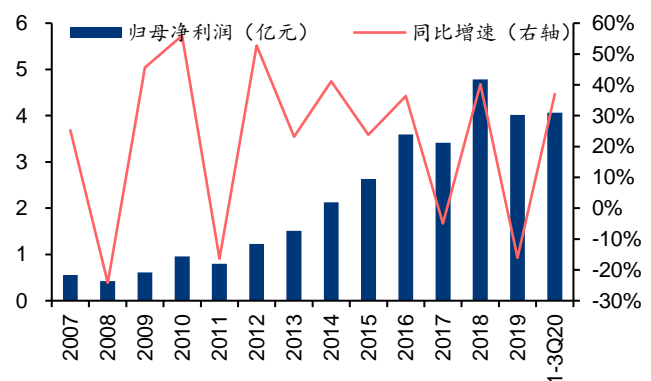
在新冠肺炎疫情全球蔓延等不利因素的影响下，公司2020年前三季度业绩仍实现快速增长。根据2020年三季报，公司2020年前三季度实现营收24.55亿元，同比增长27.11%；实现归母净利润4.07亿元，同比增长37.03%。根据2020年业绩预告，公司预计2020年实现归母净利润5.62-6.03亿元，同比增长40%-50%。2020年公司业绩快速增长，得益于：1)“疫情剪刀差”效应使被动元件景气上行，应用于信号处理和电源管理的元件需求快速增长，公司订单饱满；2)新冠肺炎疫情加速被动元件国产替代进程。

图表4：顺络电子营业收入及同比增速



资料来源：公司年报，Wind，华泰研究

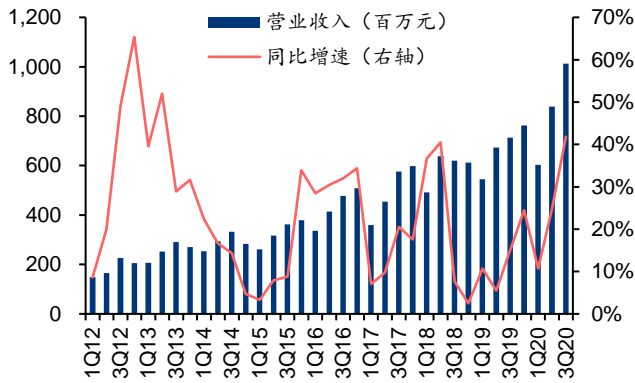
图表5：顺络电子归母净利润及同比增速



资料来源：公司年报，Wind，华泰研究

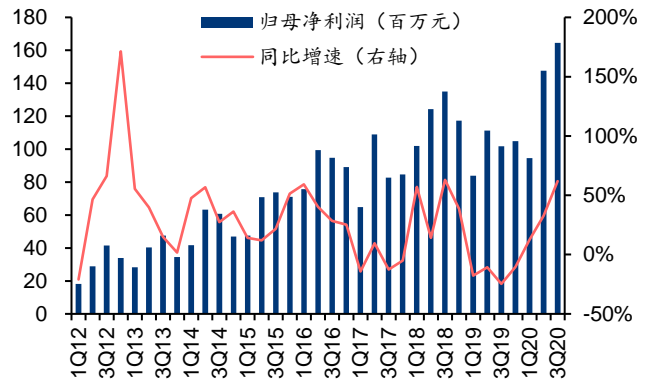
公司3Q20单季度营收首次突破10亿元，3Q20单季度归母净利润创历史新高。根据2020年三季报，公司3Q20营收10.13亿元，环比增长20.66%，同比增长41.87%，公司单季度营收首次突破10亿元；公司3Q20归母净利润1.65亿元，环比增长11.47%，同比增长61.84%，持续创历史新高。根据2020年业绩预告，公司预计4Q20实现归母净利润1.56-1.96亿元，同比增长48.4%-86.7%，有望再创单季度归母净利润历史新高。

图表6：顺络电子单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司年报，Wind，华泰研究

图表7：顺络电子单季度归母净利润及同比增速

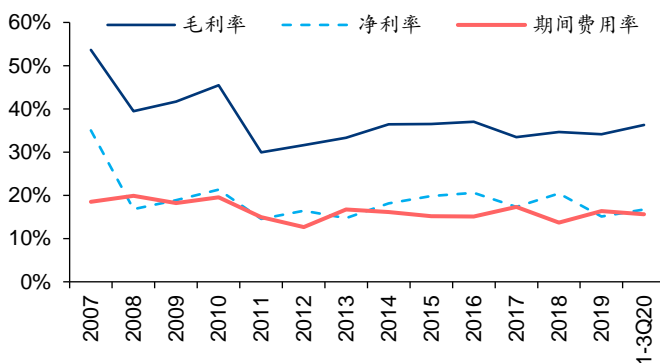


资料来源：公司年报，Wind，华泰研究

2011年以来公司利润率水平较稳定。根据年报，公司毛利率从2011年的29.95%提升至2020年前三季度的36.26%，我们认为主要得益于公司高端片式电感器产能和技术的持续提升、公司产品结构的持续改善；2011年以来公司期间费用率在15%左右波动，公司净利率维持在14%-21%区间，总体较稳定。

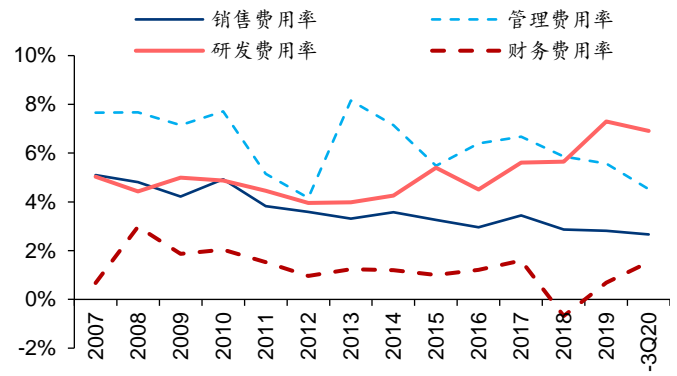
四项费用率拆分来看，根据公司年报，2007年上市以来公司销售费用率持续下降，从2007年的5.10%下降至2020年前三季度的2.67%；公司研发费用率稳步提升，从2007年的5.04%提升至2020年前三季度的6.91%，公司开展大量的新产品开发、新技术的研究，积累了大量的研究成果，为公司可持续发展打下了良好的技术基础。此外，根据公司年报，2013年以来公司管理费用率持续下降，从2013年的8.16%下降至2020年前三季度的4.52%；除2018年外(18年汇兑损失较大)，公司财务费用率大多维持在1.0%-1.5%左右。

图表8：顺络电子毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：公司年报，Wind，华泰研究

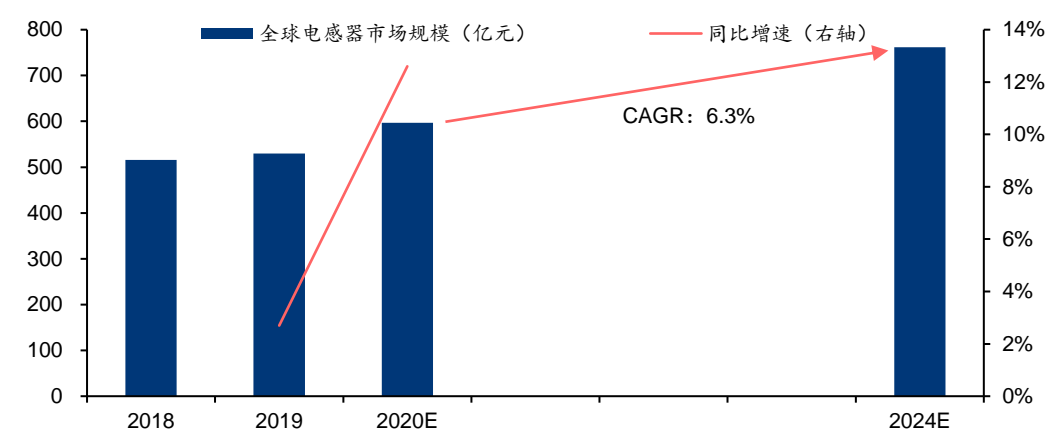
图表9：顺络电子期间费用率



资料来源：公司年报，Wind，华泰研究

**5G 电感需求“量价齐升”，电感行业景气向上、国产替代正当时**  
 全球电感市场稳步增长，日系退出、“疫情剪刀差”、5G 驱动行业景气向上  
 电感器是能够把电能转化为磁能的元器件，主要作用是筛选信号、过滤噪声、稳定电流和抑制电磁屏蔽等。根据中国电子元件行业协会（CECA）数据，2019 年全球电感行业市场规模 529.9 亿元，同比增长 2.7%；CECA 预计 2020 年，由于新冠疫情的影响，下游应用市场需求结构发生变化，在计算机、家电等市场的拉动下，全球电感器市场规模将同比增长 12.6%至 596.7 亿元；CECA 预计随着通讯技术快速更迭以及物联网、智慧城市等相关产业大规模建设，2024 年全球电感器市场规模将增至 761.5 亿元，21-24 年 CAGR 为 6.3%。

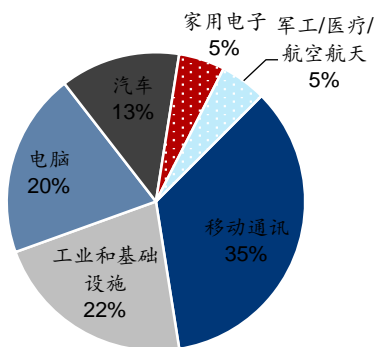
图表10： 预计 2020 年全球电感器市场规模将接近 600 亿元



资料来源：中国电子元件行业协会，华泰研究

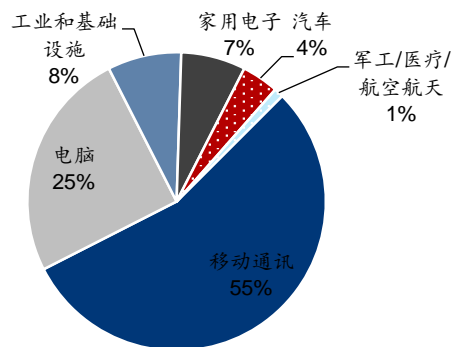
电感器主要应用领域于移动通讯、工业和基础设施、电脑、汽车等领域。根据国际电子商情数据，从产值的角度，2019 年移动通讯是全球电感市场的第一大应用领域，占比 35%；工业和基础设施、电脑、汽车、家用电器、军工/医疗/航空航天分别占比 22%、20%、13%、5%、5%，位居第二至六位。根据国际电子商情数据，从产量的角度，2019 年移动通讯以 55% 的占比位居全球电感市场应用领域的第一位；电脑、工业和基础设施、家用电器、汽车、军工/医疗/航空航天分别占比 25%、8%、7%、4%、1%，位居第二至六位。由此可见，移动通讯领域电感具有“用量较大，单价较低”的特点。

图表11： 2019 年全球电感终端应用市场分布（按产值）



资料来源：国际电子商情，华泰研究

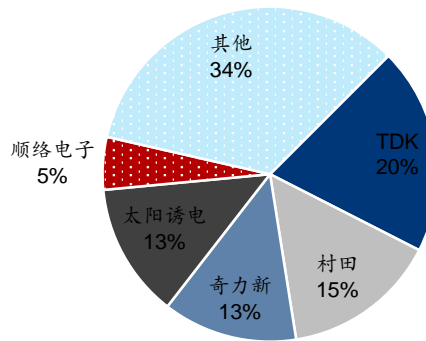
图表12： 2019 年全球电感终端应用市场分布（按产量）



资料来源：国际电子商情，华泰研究

全球电感市场集中度较高，日系厂商处于领先地位。根据国际电子商情及 CECA 统计，2019 年全球前五大电感厂商（按产值）为 TDK、村田、太阳诱电、奇力新和顺络电子，份额分别为 20%、15%、13%、13%、5%。根据国际电子商情统计，2019 年 TDK、村田、太阳诱电三大日系厂商市场份额合计为 48%，日系厂商在全球电感市场处于领先地位。

图表13： 2019 年全球电感行业竞争格局（按产值）



资料来源：国际电子商情，中国电子元件行业协会，华泰研究

**村田等日系企业“收缩战线”，有望驱动行业景气向上，国内企业有望迎来国产替代机遇**  
**村田 2019 年末关停旗下两家生产电感器的在华子公司。**根据国际电子商情报道，2019 年末村田以“出现了对生产品类的需求急剧减少、价格竞争加剧等情况”为由关停了旗下在华子公司华建电子、华钜科技。其中：华建电子主要涉及中频变压器及其它变压器、线圈、调谐器、滤波器、线圈模组、电源供应器、电感器、升压模组、片式电感及无线网络卡的生产加工及售后服务；华钜科技主要从事多层片式电感的生产、加工及售后服务。

图表14： 村田 2019 年末关停旗下两家生产电感器的在华子公司

|      | 华建电子                    | 华钜科技                    |
|------|-------------------------|-------------------------|
| 名称   | 汕头经济特区华建电子有限公司          | 汕头华钜科技有限公司              |
| 所在地  | 广东省汕头市                  | 广东省汕头市                  |
| 设立年月 | 1991 年 4 月 1 日          | 2000 年 9 月 20 日         |
| 资本金  | 103,835 千港币             | 1,910 万美元               |
| 主要股东 | 埼玉村田制作所（村田全资子公司）持股 100% | 埼玉村田制作所（村田全资子公司）持股 100% |

资料来源：国际电子商情，华泰研究

对于村田关停旗下两家生产电感器的在华子公司，我们认为：

**1)村田关停两家在华电感子公司并非电感行业不景气。**根据满天芯报道，2019 年末电感产品供需缺口较大，其中村田 0201 高频电感的交期拉长至 2-3 个月，顺络电子 0201 高频电感的交期也拉长至 3 个月。由此可见，在村田关停两家在华电感子公司的时间点电感行业处于景气上行阶段，村田关停子公司并非行业不景气所致。

**2)村田关停两家在华电感子公司主要是出于“收缩战线”的考虑。**根据满天芯报道，村田决定关停子公司的理由是：“近年来智能手机市场等主要市场的需求呈现多样化、开发周期缩短、与海外制造商的竞争加剧，因此处于非常艰难的经营环境之中。由于华建电子和华钜科技出现了对生产品类的需求急剧减少、价格竞争加剧等情况，因此决定停产并将公司关闭”。我们认为，村田主要是出于“收缩战线”的目的关停两家在华电感子公司，即淡出低附加值产品，专注于工业、医疗、汽车等高附加值产品的发展战略。

**3)村田关停两家在华电感子公司或将驱动被动元件行业景气向上，且将为国内企业加速被动元件国产替代提供机遇。**近年来村田等国际被动元件巨头纷纷实施产品和战略转型，退出部分低附加值的被动元件产品市场，我们认为，一方面将造成被动元件行业供需失衡，有望开启行业景气向上阶段；另一方面国内被动元件企业有望充分发挥国内产业链配套的优势，获得更多的市场份额，加速被动元件国产替代的进程。



以史为鉴，2016年TDK淡出低附加值MLCC开启被动元器件涨价潮。根据易容网报道，2016年6月日本MLCC大厂TDK向客户发函表示：1)TDK的MLCC订单交货期将延长至14周以上；2)TDK将停止推进低附加值的常规MLCC销售并要求客户不要在新产品开发上使用TDK的常规MLCC；3)要求客户不再以TDK为MLCC单一供应商。

在TDK淡出低附加值MLCC、MLCC产品供不应求的背景下，根据国际电子商情统计，2016年10月国巨发布调价函，对Chip-R 0201涨价5%、0603涨价5%、0805-1206涨价3%，并将交货周期延长一倍至8-10周，此后厚生、华新科技、旺詮陆续跟进。2017年4月，国巨再度上调0603(含)以上CHIP-R价格5%，并同时上调MLCC价格8-10%。

图表15：2016-2017年被动元件大厂陆续调整供应策略、提升价格

| 时间       | 厂商   | 所属地区 | 涨价信息                                   | 订单及交货信息          |
|----------|------|------|--|------------------|
| 2016年6月  | TDK  | 日本   | 淡出一般型MLCC市场                            | 交货期将延长至14周       |
| 2016年10月 | 国巨   | 台湾   | CHIP-R 0201涨价5%、0603涨价5%、0805-1206涨价3% | 交货期延至8-10周(延长一倍) |
| 2017年2月  | 厚生   | 台湾   | 0603(含)以上CHIP-R涨价10%                   |                  |
| 2017年3月  | 华新科技 | 台湾   | 发布MLCC及CHIP-R涨价函                       |                  |
| 2017年3月  | 旺詮   | 台湾   | 0603(含)以上CHIP-R涨价10%                   |                  |
| 2017年4月  | 国巨   | 台湾   | 0603(含)以上CHIP-R涨价5%，MLCC涨价8-10%        |                  |
| 2017年4月  | 风华高科 | 大陆   | 1-10R系列CHIP-R产品涨价10%                   |                  |
| 2017年5月  | TDK  | 日本   | 发布MLCC涨价函                              |                  |

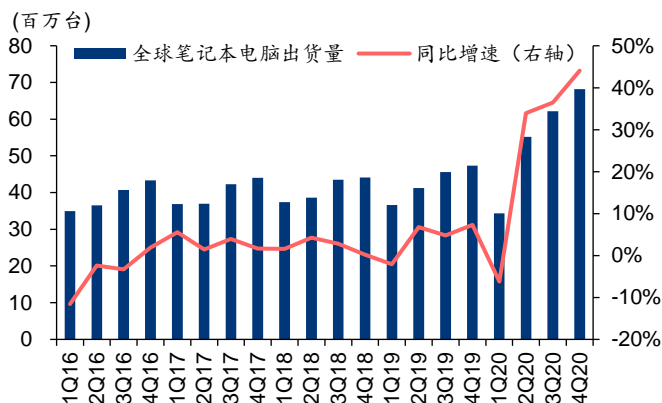
资料来源：国际电子商情，华泰研究

**“疫情剪刀差”持续演绎，新冠疫情冲击全球被动元件产能，“宅经济”带动需求兴起**

“疫情剪刀差”效应持续演绎，被动元件保持景气向上态势。我们提出的“疫情剪刀差”指的是疫情冲击部分行业全球供给、下游“宅经济”需求兴起导致供需失衡加剧、景气上行的效应持续演绎。2020年初以来被动元件等电子上游产品持续供不应求，2021年我们认为海外新冠肺炎疫情蔓延仍是被动元件供需格局中的重要变量，一方面“宅经济”带动了电脑、游戏机等电子产品热销，进而带动被动元件需求增长；另一方面菲律宾作为MLCC(被动元件的重要代表性产品)的重要制造基地，供应受到疫情等事件的较大制约。

“宅经济”驱动全球PC出货量快速增长。在新冠肺炎疫情全球蔓延的背景下，居家办公、上课、娱乐需求驱动全球PC出货量快速提升。根据IDC数据，4Q20全球PC(包括台式电脑、工作站、笔记本电脑、平板电脑)出货量1.43亿台，同比增长23.42%，同比增速较2Q20(15.46%)、3Q20(19.68%)扩大。其中：4Q20全球笔记本电脑出货量6819.39万台，同比增长44.07%，4Q20出货量创季度历史新高(数据追溯至2000年)；4Q20全球平板电脑出货量5219.67万台，同比增长19.59%。我们认为，PC畅销较大地促进了电感等被动元件需求增长，在海外新冠疫情仍较不明朗的催化下，叠加笔记本电脑、平板电脑等PC产品逐步向高性价比、高素质屏幕等方向发展，PC有望继续保持较高热度。

图表16：全球笔记本电脑出货量及同比增速



资料来源：IDC，华泰研究

图表17：全球平板电脑出货量及同比增速



资料来源：IDC，华泰研究

MLCC 是被动元件的重要代表性产品，菲律宾作为日韩 MLCC 厂商的重要制造基地，2020 年以来多个“黑天鹅”事件对其产能制约较大。根据国际电子商情数据，2020 年 3 月村田 MLCC 全球月产能约 1500 亿颗，在菲律宾的产能占比 15%；三星电机 MLCC 全球月产能约 1000 亿颗，在菲律宾的产能占比 40%。2020 年 1 月菲律宾火山爆发、2020 年 3 月菲律宾首都因疫情“封城”、2020 年 8 月菲律宾首都因疫情再次“封城”、2020 年 12 月菲律宾民都洛岛（全球前三大 MLCC 厂商村田、太阳诱电、三星等均在当地设有工厂）发生 6.3 级地震等一系列“黑天鹅”事件，对全球 MLCC 供应造成较大冲击。

**在村田“收缩战线”及“疫情剪刀差”的催化下，2020 年以来电感产品“缺货涨价”**

在“疫情剪刀差”的催化下，叠加村田 2019 年末关停旗下两家生产电感器的在华子公司，全球电感产品供给受限，2020 年全球电感“缺货涨价”，行业景气上行。根据富昌电子，2020 年 TDK（2019 年全球电感市占率 20%，位列第一）、村田（Murata，2019 年全球电感市占率 15%，位列第二）、伊顿（Eaton）、HALO Electronics、NIC Components、伍尔特（Würth Electronics）、胜美达（Sumida）电感产品货期延长；TDK、村田（Murata）、伍尔特（Würth Electronics）电感产品价格上涨。在“疫情剪刀差”效应及村田退出部分低附加值电感产品的冲击下，2020 年以来全球电感产品“缺货涨价”，行业景气上行。

**图表18：1Q20 全球代表性电感厂商电感产品货期趋势、价格趋势**

| 电感制造商             | 1Q20 交货期限（周） | 货期趋势 | 价格趋势 |
|-------------------|--------------|------|------|
| API Delevan       | 20-48        | 稳定   | 稳定   |
| Eaton             | 14-16        | 延长   | 稳定   |
| HALO Electronics  | 12-16        | 稳定   | 稳定   |
| Murata            | 8-16         | 延长   | 上涨   |
| NIC Components    | 14-18        | 延长   | 稳定   |
| Panasonic         | 20           | 稳定   | 稳定   |
| Sumida            | 16-26        | 延长   | 稳定   |
| TDK               | 12-20        | 延长   | 上涨   |
| Vishay            | 20-78        | 延长   | 稳定   |
| Würth Electronics | 16-30        | 延长   | 上涨   |

资料来源：富昌电子，华泰研究

**图表19：2Q20 全球代表性电感厂商电感产品货期趋势、价格趋势**

| 电感制造商            | 2Q20 交货期限（周） | 货期趋势 | 价格趋势 |
|------------------|--------------|------|------|
| Eaton            | 14-16        | 延长   | 稳定   |
| HALO Electronics | 14-18        | 延长   | 稳定   |
| Murata           | 12-22        | 延长   | 上涨   |
| Panasonic        | 20           | 稳定   | 稳定   |
| TDK              | 12-22        | 稳定   | 上涨   |
| Vishay           | 20-78        | 延长   | 稳定   |

资料来源：富昌电子，华泰研究

**图表20：3Q20 全球代表性电感厂商电感产品货期趋势、价格趋势**

| 电感制造商             | 3Q20 交货期限（周） | 货期趋势 | 价格趋势 |
|-------------------|--------------|------|------|
| API Delevan       | 20-48        | 稳定   | 稳定   |
| Eaton             | 14-16        | 稳定   | 稳定   |
| HALO Electronics  | 14-18        | 稳定   | 稳定   |
| Murata            | 12-22        | 延长   | 上涨   |
| NIC Components    | 14-18        | 稳定   | 稳定   |
| Panasonic         | 20-22        | 稳定   | 稳定   |
| Sumida            | 16-24        | 稳定   | 稳定   |
| TDK               | 12-22        | 稳定   | 上涨   |
| Vishay            | 12-20        | 缩短   | 稳定   |
| Würth Electronics | 16-22        | 稳定   | 上涨   |

资料来源：富昌电子，华泰研究

图表21: 4Q20 全球代表性电感厂商电感产品货期趋势、价格趋势

| 电感制造商             | 4Q20 交货期限(周) | 货期趋势 | 价格趋势 |
|-------------------|--------------|------|------|
| API Delevan       | 20-48        | 稳定   | 稳定   |
| Eaton             | 14-16        | 稳定   | 稳定   |
| HALO Electronics  | 14-18        | 稳定   | 稳定   |
| Murata            | 12-22        | 延长   | 上涨   |
| NIC Components    | 14-18        | 稳定   | 稳定   |
| Panasonic         | 20-22        | 稳定   | 稳定   |
| Sumida            | 16-24        | 稳定   | 稳定   |
| TDK               | 12-22        | 稳定   | 上涨   |
| Vishay            | 12-40        | 延长   | 稳定   |
| Würth Electronics | 16-32        | 延长   | 上涨   |

资料来源: 富昌电子, 华泰研究

1Q21 电感产品供不应求、缺货涨价趋势延续, 部分厂商电感产品仍处于交期延长、价格上涨状态。根据富昌电子统计, 1Q21 村田 (Murata, 2019 年全球电感市占率 15%, 位列第二) 电感货期延长至 12-20 周 (约 3-5 月), 价格处于上涨趋势; TDK (2019 年全球电感市占率 20%, 位列第一) 电感价格处于上涨趋势; 伍尔特 (Würth Elektronik) 电感货期延长至 16-32 周 (约 4-8 月), 价格处于上涨趋势。当前海外新冠疫情控制仍较不明朗, 村田、太阳诱电、TDK 等日系电感厂商“收缩战线”的发展战略仍持续, 因此我们看好 2021-2022 年全球电感行业“缺货涨价”的趋势或将延续。

图表22: 1Q21 部分厂商电感产品仍处于交期延长、价格上涨状态

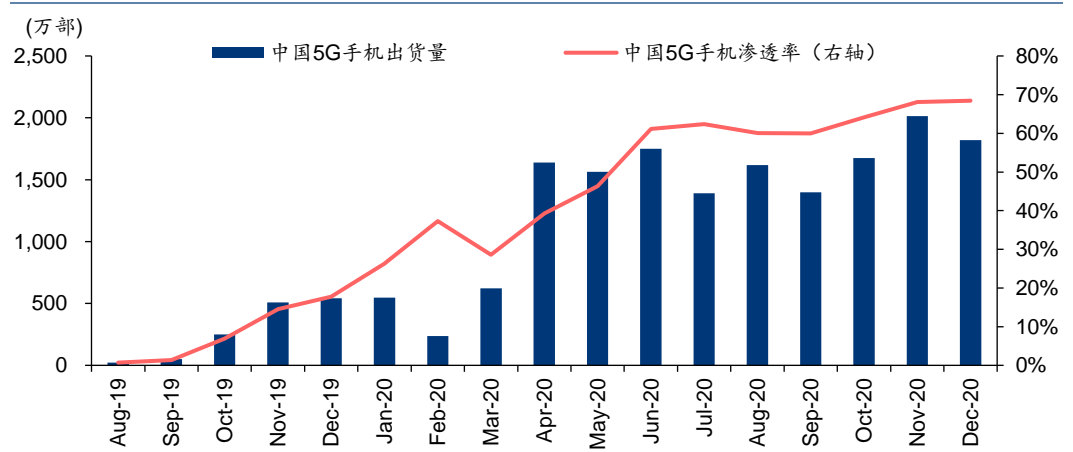
| 电感制造商             | 1Q21 交货期限(周) | 货期趋势 | 价格趋势 |
|-------------------|--------------|------|------|
| API Delevan       | 20-48        | 稳定   | 稳定   |
| Eaton             | 14-18        | 稳定   | 稳定   |
| HALO Electronics  | 14-18        | 稳定   | 稳定   |
| Murata            | 12-20        | 延长   | 上涨   |
| NIC Components    | 14-18        | 稳定   | 稳定   |
| Panasonic         | 20-22        | 稳定   | 稳定   |
| Sumida            | 20-30        | 稳定   | 稳定   |
| TDK               | 14-30        | 稳定   | 上涨   |
| Vishay            | 10-20        | 稳定   | 稳定   |
| Würth Electronics | 16-32        | 延长   | 上涨   |

资料来源: 富昌电子, 华泰研究

### 5G 手机对于电感的需求“量价齐升”, 5G 持续渗透为全球电感行业注入增长动力

2020 年国内 5G 手机渗透率超过 50%。自 2019 年 6 月 5G 正式商用以来, 国内 5G 手机渗透率持续提升。根据中国信通院数据, 2020 年 12 月国内 5G 手机出货量 1820.0 万部, 同比增长 236.17%; 12 月国内 5G 手机渗透率 68.43%, 环比提升 0.37pct, 同比提升 50.65pct; 2020 年国内 5G 手机出货量 1.63 亿部, 5G 手机渗透率达到 52.86%。

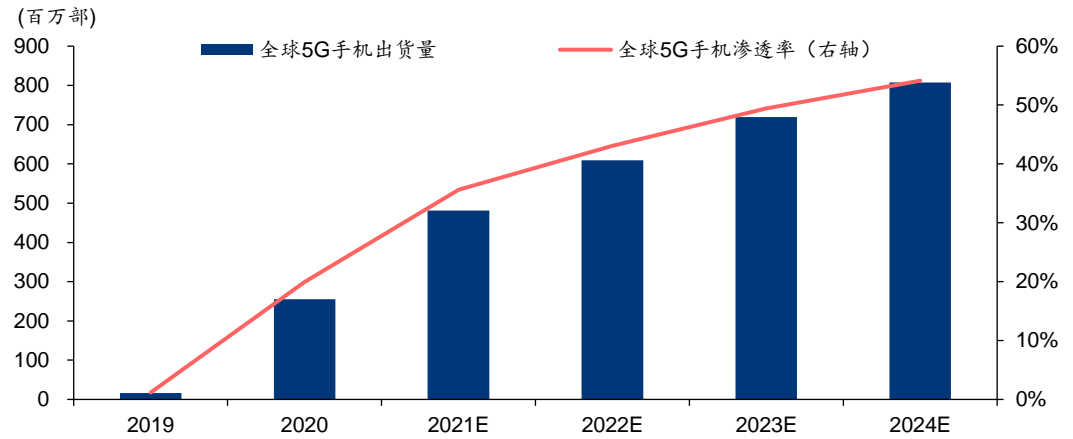
图表23: 中国 5G 手机月度出货量及 5G 手机月度渗透率



资料来源: 中国信通院, 华泰研究

**2020 年全球 5G 手机出货量 2.55 亿部，2024 年有望超过 8 亿部。**从全球范围看，根据 IDC 数据，2019 年全球 5G 手机出货量 1603.94 万部，渗透率 1.17%；2020 年全球 5G 手机出货量达到 2.55 亿部，渗透率达到 19.93%；此外，IDC 预计 2024 年全球 5G 手机出货量将达到 8.07 亿部，渗透率达到 54.13%。

**图表24： 全球 5G 手机出货量及 5G 手机渗透率**



资料来源：IDC，华泰研究

**5G 手机电感单机用量较 4G 手机大幅提升。**由于支持频段数量增加、射频前端集成度提升，5G 手机对于小型化片感的用量大幅提升，根据调研反馈，以安卓手机为例，5G 手机功率电感用量 20-40 颗，较 4G 手机（15-30 颗）提升约 33%；5G 手机射频电感用量 110-160 颗，较 4G 手机（80-140 颗）提升约 23%（按中位数），其中单价更高的 01005 型号电感用量从 4G 手机的 0-40 颗提升至 5G 手机的 80-100 颗。

**图表25： 5G 手机电感单机用量较 4G 手机大幅提升（单位：颗）**

|          | 4G     |         | 5G      |         |
|----------|--------|---------|---------|---------|
|          | 安卓     | 苹果      | 安卓      | 苹果      |
| 射频电感     | 80-140 | 100-150 | 110-160 | 130-190 |
| 01005 数量 | 0-40   | 40-80   | 80-100  | 100-150 |
| 其他尺寸数量   | 80-100 | 60-70   | 30-60   | 30-40   |
| 功率电感     | 15-30  | 20-35   | 20-40   | 30-40   |

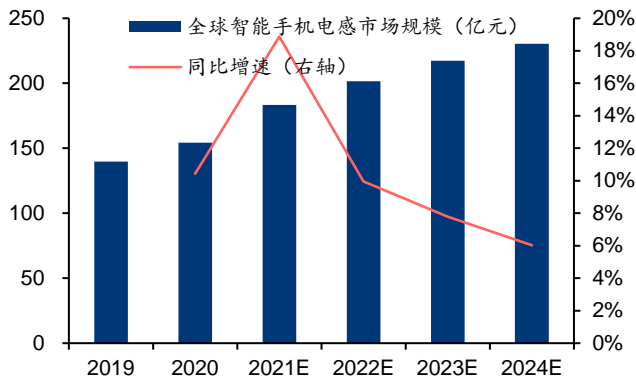
资料来源：华泰研究

我们假设 3G 手机、4G 手机、5G 手机的单机电感用量分别为 60、135、165 颗（其中 01005 型号电感用量假设分别为 0、20、90 颗）；假设 01005 电感单价为 0.17 元/颗，0201 等其他手机用电感单价为 0.06 元/颗（参考国际电子商情 2020 年 1 月数据）；基于 IDC 关于全球智能手机出货量的预测数据，我们测算得 2020 年全球智能手机领域电感器市场规模为 154.26 亿元，预计 2024 年将达到 230.44 亿元，对应 2021-2024 年 CAGR 为 10.56%。

**5G 手机电感需求“量价齐升”，顺络作为全球领先的片式电感龙头有望充分受益。**根据公司年报，2019 年公司营收 26.93 亿元，我们推测其中 10.35 亿元来自于手机业务（营收占比 38.43%），在我们测算的 2019 年全球智能手机电感市场规模（139.69 亿元）中占比 7.4%。我们预测公司 2020 年营收 38.51 亿元，其中 15.15 亿元来自于手机业务（营收占比 39.33%），在我们测算的 2020 年全球智能手机电感市场规模（154.26 亿元）中占比 9.8%。

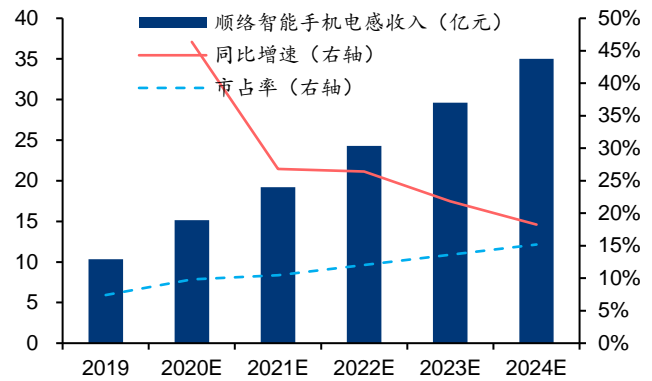
考虑到日系厂商产品和战略调整、“疫情剪刀差”效应有望加速被动元件国产替代进程，我们看好顺络在小米、OPPO、vivo 等终端厂商中的份额提升，预测 2021-2024 年顺络在全球智能手机电感市场的市场份额分别为 10.5%、12.0%、13.6%、15.2%，对应 2021-2024 年顺络手机业务营收 19.21、24.29、29.59、34.99 亿元，对应 2021-2024 年 CAGR 为 23.28%。

图表26: 全球智能手机领域电感器市场规模



资料来源: IDC, 国际电子商情, 华泰研究预测

图表27: 顺络电子智能手机领域电感器收入及市占率预测



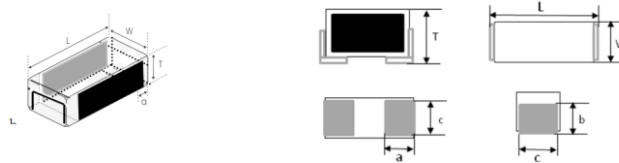
资料来源: IDC, 国际电子商情, 华泰研究预测

### 顺络电感产品技术水平领先、盈利能力较强, 加速国产替代正当时

顺络凭借丰富的开发经验以及先进的制造平台, 分别于2017年9月、2017年11月、2020年9月成功量产了01005尺寸高Q值叠层片式射频电感HQ0402H系列、01005尺寸超高Q特性射频电感HQ0402Q系列、英制01005尺寸超高Q射频电感UHQ0402H系列以满足市场需求。公司的HQ0402H、HQ0402Q系列产品通过创新的线圈设计、L型电极构造、精细线圈制造技术, 实现超小封装的射频电感具有超高的Q值特性, 填补了国内空白; 公司的UHQ0402H系列产品将HQ0402H系列性能进一步提升, Q值提高。

图表28: 顺络英制01005尺寸超高Q射频电感UHQ0402H系列产品参数

Unit: mm [inch]

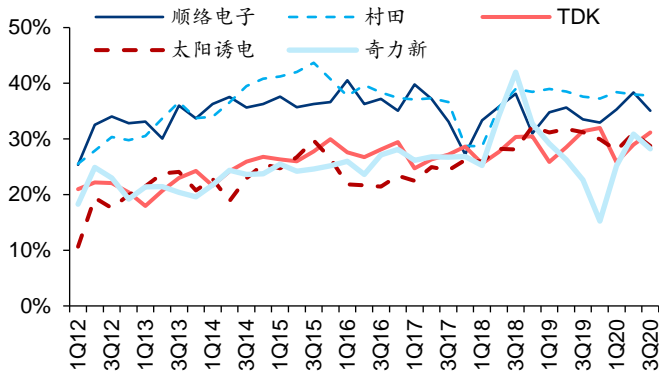


| Type            | L                        | W                        | T                        | a                         | b                         | c                         |
|-----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 0402<br>[01005] | 0.4±0.02<br>[.016±.0008] | 0.2±0.02<br>[.008±.0008] | 0.2±0.02<br>[.008±.0008] | 0.14±0.03<br>[.005±.0010] | 0.14±0.03<br>[.005±.0010] | 0.17±0.03<br>[.006±.0010] |

资料来源: 顺络电子官网, 华泰研究

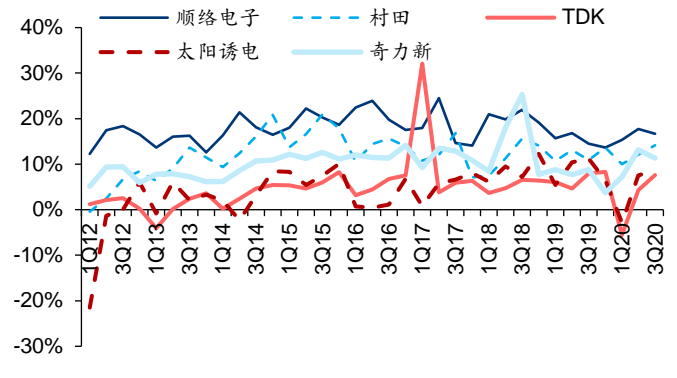
顺络盈利能力处于行业领先水平。根据国际电子商情统计, 2019年全球前五大电感厂商(按产值)分别为TDK、村田、太阳诱电、奇力新和顺络电子。根据Bloomberg数据, 2013年以来, 除4Q17、2018年外, 顺络、村田的单季度毛利率水平平均维持在30%以上, 高于TDK、太阳诱电和奇力新; 顺络的单季度净利率水平同样较为稳定, 高于村田、TDK、太阳诱电、奇力新。我们认为, 顺络、村田具备相较于同行更强的盈利能力, 主要得益于这两家厂商在通讯、汽车等高端领域的营收占比相对较高, 且对于01005等高端电感产品的研发时间较早、处于领先地位。

图表29: 全球前五大电感厂商毛利率水平



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表30: 全球前五大电感厂商净利率水平

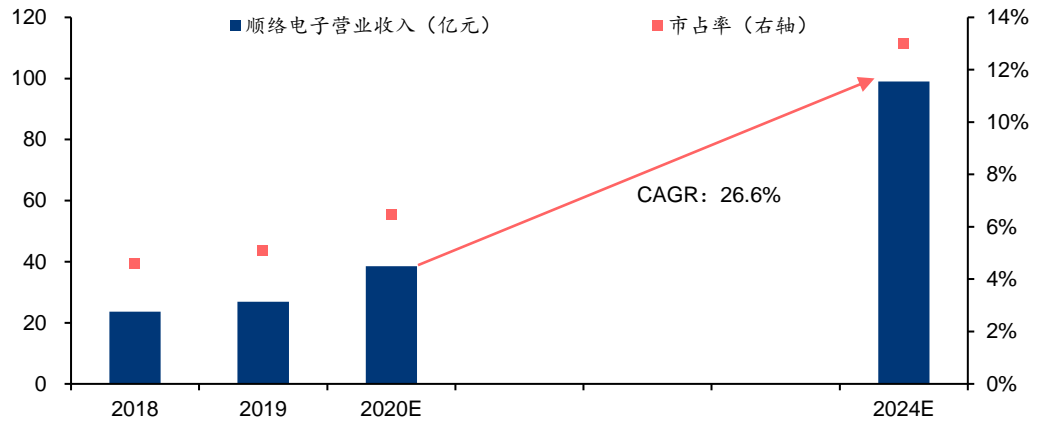


资料来源: Bloomberg, 华泰研究

我们认为, 新冠疫情海外蔓延的背景下, 海外被动元件产能受到较大冲击, 同时中美贸易摩擦背景下国内终端企业使用国产供应链的意愿较强, 顺络等国内企业有望凭借国内对于新冠疫情的良好控制以及终端厂商使用国产元器件的强烈诉求加速被动元件国产替代进程。此外, 我们看好以村田为代表的日系电感厂商退出低附加值电感产品为国内电感厂商打开市场份额提升的空间, 顺络有望凭借领先的技术实力和高于同行的盈利能力率先受益。

根据国际电子商情统计, 2019年全球前三大电感厂商(按产值)TDK、村田、太阳诱电均为日系厂商, 份额为20%、15%、13%。根据顺络年报及CECA数据, 2018年顺络营收23.62亿元, 对应全球电感行业市占率为4.6%; 2019年顺络营收26.93亿元, 对应全球电感行业市占率为5.1%; 我们预测2020年顺络营收38.51亿元, 对应全球电感行业市占率为6.5%。以2019年太阳诱电全球电感行业13%的市占率为目标, 我们假设在村田等日系厂商逐步退出低附加值电感产品背景下2024年顺络在全球电感行业的市占率达到13%, 基于前文2024年全球电感器市场规模将达到761.5亿元的预测(中国电子元件行业协会预测), 我们推算得2024年顺络的营收将达到99.00亿元, 对应2021-2024年CAGR为26.6%。

图表31: 顺络电子营收及全球电感行业市占率预测



资料来源: 中国电子元件行业协会, 华泰研究预测

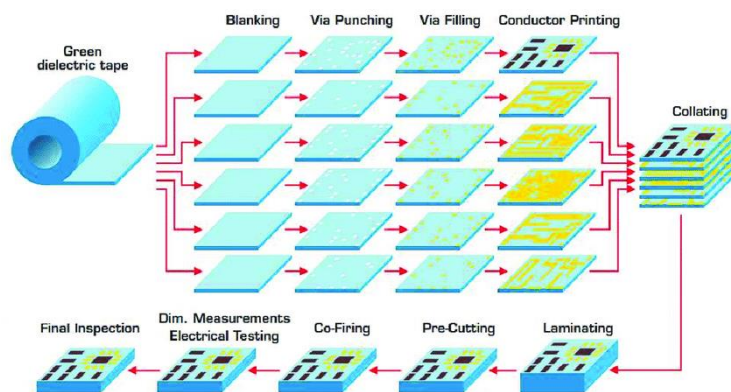
## 顺络新品百花齐放，正式迈入产品品类扩张的发力期

多品类产品呈现百花齐放局面，顺络正式迈入产品品类扩张的发力期。公司坚持让市场需求促进新产品开发，让新产品推动市场应用领域开拓。除传统的电感产品外，5G 为公司 LTCC 滤波器、射频天线等新品带来较大增量需求，同时公司变压器、微波器件、敏感器件和车载电子等新品快速实现商业化。公司基于对陶瓷材料、滤波材料的深刻理解，凭借叠层平台、绕线平台的领先技术积累，正式迈入产品品类扩张的发力期。

## 5G 时代 LTCC 工艺受青睐，公司 LTCC 滤波器、LTCC 天线迎机遇

LTCC (Low Temperature Co-fired Ceramic) 即低温共烧结陶瓷技术，是一种先进的无源集成及混合电路封装技术，是顺络陶瓷相关技术的重要下游应用，可实现三大无源元器件（电阻、电容、电感）以及各种无源组件（滤波器、变压器等）封装于多层布线基板中，并与有源器件（功率 MOS、晶体管、IC 电路模块等）共同集成为一完整的电路系统。顺络 LTCC 产品属于微波器件，包括滤波器、天线等，系属于低温共烧陶瓷平台工艺，天线和滤波器多属于定制化的小型模块产品，主要应用于智能手机、5G 基站、导航系统等领域。

图表32：LTCC 工艺流程

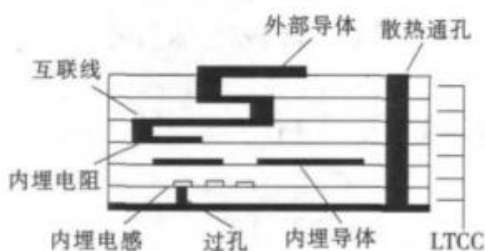


资料来源：DT-MICROCIRCUIT，华泰研究

## 与 SAW、BAW 滤波器相比，LTCC 滤波器更适用于 5G 高频、宽频场景

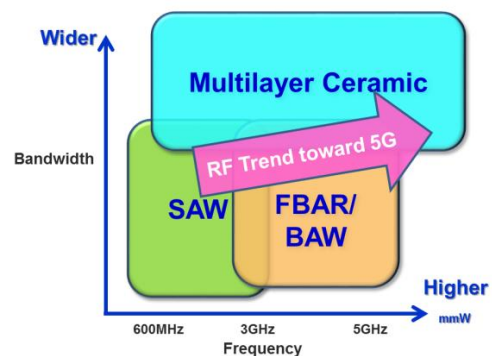
LTCC 滤波器更适用于 5G 高频、宽频场景。滤波器是一种对信号有处理作用的器件或电路，其主要作用是让有用信号尽可能无衰减的通过，对无用信号尽可能大的衰减抑制，不让其通过。目前滤波器技术主要分为 3 类：1)SAW 滤波器可涵盖此前主流的智能手机频段，由于 5G NR 包含了部分 LTE 频段，因此目前 SAW 滤波器仍可继续应用于 5G 中，但难以满足未来 5G 更高频和宽频的需求；2)FBAR/BAW 滤波器可用于满足更严格的阻带衰减要求及高频要求，可覆盖 3800MHz 甚至更高的频率范围以满足 5G 的要求；3)LTCC 滤波器能够涵盖更高频及更宽频的频段要求，相较于 SAW 和 BAW 滤波器更适用于 5G 应用场景。

图表33：LTCC 滤波器的横截面图



资料来源：《LTCC 无源滤波器的研究现状及进展》（作者：刘海文等，刊物：《微电子器件与技术》，期数：2009 年 08 期），华泰研究

图表34：LTCC 滤波器更适用于 5G 高频、宽频场景



资料来源：GTI，华泰研究

顺络 LTCC 滤波器采用低温共烧陶瓷材料制成，LTCC 团队具备多年制作经验。目前公司 LTCC 滤波器产品系列丰富，覆盖 N41、N77、N78、N79 等主流频段，具有适应大电流、耐高温、低插损，高抑制等优势，其中：5G 手机用滤波器由高 Q 低介陶瓷材料制成，产品尺寸最小达到 0.6\*0.5mm；5G 基站用滤波器由高 Q 低介陶瓷材料制成，针对 5G 宏基站、微基站均有推出不同尺寸、不同系列的 LTCC 基站滤波器产品。

图表35：顺络电子 LTCC 滤波器产品

| 产品照片  | 用途  | 分类                             | 尺寸代码 (LxWxT)mm    | 系列      |
|---|---|--------------------------------|-------------------|---------|
|    | for 2.4GHz W-LAN/Bluetooth, 5.0GHz W-LAN, 3.6GHz WIMAX, Base Station, etc | Band-pass                      | 1.0*0.5*0.38      | SLFB15  |
|   |   |                                | 1.6*0.8*0.60      | SLFB18  |
|   |   |                                | 2.0*1.2*0.95      | SLFB21  |
|   |   |                                | 2.5*2.0*0.90/1.20 | SLFB22  |
|   |   |                                | 3.2*2.5*1.50      | SLFB32  |
|    | for 2.4GHz W-LAN/Bluetooth, 5.0GHz W-LAN, 3.6GHz WIMAX, etc               | Low-pass                       | 0.6*0.5*0.6       | SLFL06  |
|   |   |                                | 1.0*0.5*0.38      | SLFL15  |
|   |   |                                | 1.6*0.8*0.60      | SLFL18  |
|   |   |                                | 2.0*1.2*0.95      | SLFL21  |
|   |   |                                | 4.5*3.2*1.50      | SLFL43  |
|    | for 2.4GHz W-LAN/Bluetooth  | Multilayer Chip Balance Filter | 2.0*1.2*0.95      | SLFBF21 |
|  | for GSM850/DCS/PCS 2.4GHz/5GHz  | Multilayer Chip Diplexer       | 1.6*0.8*0.60      | SLFD18  |
|   |   |                                | 2.0*1.2*0.95      | SLFD21  |
|  | for GPS 2.4GHz/5GHz   | Multilayer Chip Triplexer      | 2.0*1.2*0.95      | SLFT21  |
|  | for Low-band/Middle-band/High-band  | Coupler                        | 1.6*0.8*0.60      | SLCP18  |

资料来源：顺络电子官网，华泰研究

**LTCC 天线具备体积小、便于表面贴装、可靠性高、成本低等优势**

天线的基本功能是辐射和接收无线电波，发射时，把高频电流转换为电磁波；接收时，把电磁波转换为高频电流。天线是无线通信不可缺少的一部分，随着非电子产品电子化、简单电子产品智能化的“电子+”时代来临，无线通讯在越来越多的电子产品中得到应用。可穿戴设备及部分便携式电子产品对空间的限制、性能的要求更加严苛，为具备更小尺寸，更高性能的天线产品提供了较好的发展机遇。

由 LTCC 制备的片式天线具有体积小、便于表面贴装、可靠性高、成本低等优势，常见的 LTCC 天线有超宽带 LTCC 天线、毫米波 LTCC 天线、LTCC 蓝牙天线、LTCC GPS 及 RFID 天线等。顺络的 LTCC 天线的特点在于：1) 较佳的尺寸精度和一致性；2) 高 Q 陶瓷材料和高电导率金属导体，提高电路系统质量因子；3) 适应大电流、耐高温，相比 PCB 具有更好的热传导性；4) 将无源组件埋入多层电路基板中，提高电路密度，减小尺寸；5) 具有较好的温度特性，较小的热膨胀系数和温度系数，可以制作层数极高的电路基板；6) LTCC 基板广泛应用于射频行业，特别是小型高密度模块基板；7) 全自动化生产，合格率一致性高。

图表36：LTCC 天线应用领域及顺络电子对应产品型号

| 市场应用    | 终端产品            | 顺络对应产品型号                              |
|---------|-----------------|---------------------------------------|
| 智能运动    | 运动手环、防丢手表等      | SLDA31-3R400G-S1、SLDA31-2R400G-S2TF   |
| 蓝牙耳机    | 音响设备、耳机等        | SLDA31-2R400G-S2TF、SLDA52-2R540G-S1TF |
| 智能医疗设备  | 心率检测、智能贴片等      | SLDA52-2R540G-S1TF、SLDA21-2R450G-S1TF |
| WiFi 模块 | 移动设备、通讯模块、数码产品等 | SLDA92-2R400G-S2TF、SLDA31-3R400G-S2TF |
| 其他智能设备  | 智能眼镜、遥控装置、智能家居等 | SLDA 系列天线                             |

资料来源：顺络电子官网，华泰研究



图表37: 顺络电子 LTCC 天线产品

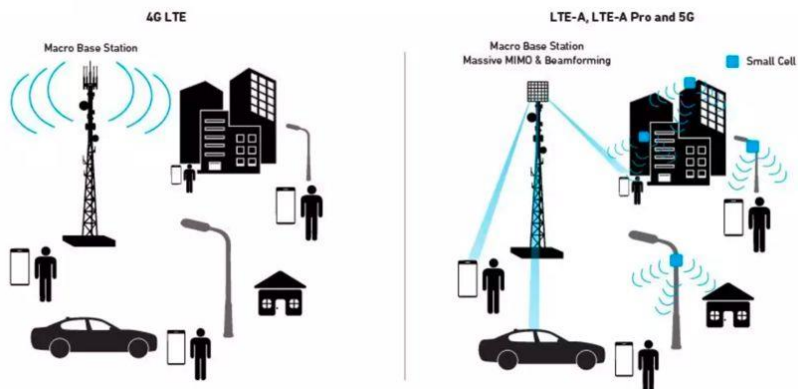
| 产品照片  | 用途                         | 分类                      | 尺寸代码 (LxWxT)mm    | 系列     |
|---|----------------------------|-------------------------|-------------------|--------|
|  | for 2.4GHz W-LAN/Bluetooth | Multilayer Chip Antenna | 2.0×1.2×0.85      | SLDA21 |
|   |                            |                         | 3.2×1.6×1.20/0.77 | SLDA31 |
|   |                            |                         | 5.2×2.1×1.0       | SLDA52 |
|   |                            |                         | 6.0×2.0×1.0       | SLDA62 |
|   |                            |                         | 7.0×2.0×1.0       | SLDA72 |
|   |                            |                         | 8.0×1.0×1.0       | SLDA81 |
|   |                            |                         | 9.0×2.0×1.0       | SLDA92 |

资料来源: 顺络电子官网, 华泰研究

### 5G 将采用“宏站+小站”组网模式, 公司可提供小基站相关元器件方案

从 5G 网络的建设方式来看, 5G 将会采取“宏站+小站”组网覆盖的模式, 主要场景由宏基站负责, 大量的小、微基站实现网络的无缝衔接和覆盖。由于 5G 毫米波频段的波长小, 传播距离短、穿透能力差, 5G 微基站应运而生。相比于宏基站, 微基站在站址的选择和基站的安装上更为便捷, 因此更适宜高人流、建筑密度地区的 5G 网络铺设, 用于解决宏基站难以解决的室内场景、覆盖盲区等场景。

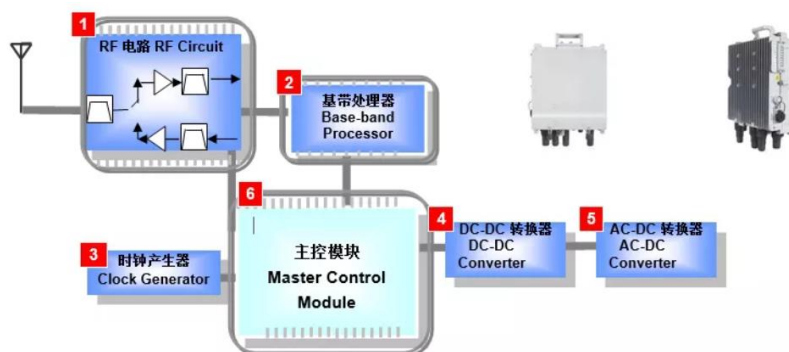
图表38: 5G 将会采取“宏站+小站”组网覆盖的模式



资料来源: EEWorld, 华泰研究

根据顺络电子官网, 微基站包含 RF 电路、基带处理器、时钟产生器、DC-DC 转换器、AC-DC 转换器、主控模块等组成部分, 顺络叠层片式压敏电阻、POE 变压器、陶瓷介质滤波器、LTCC 滤波器、射频电感、功率电感等产品可以用于 5G 小基站的部署中。

图表39: 小基站组成部分

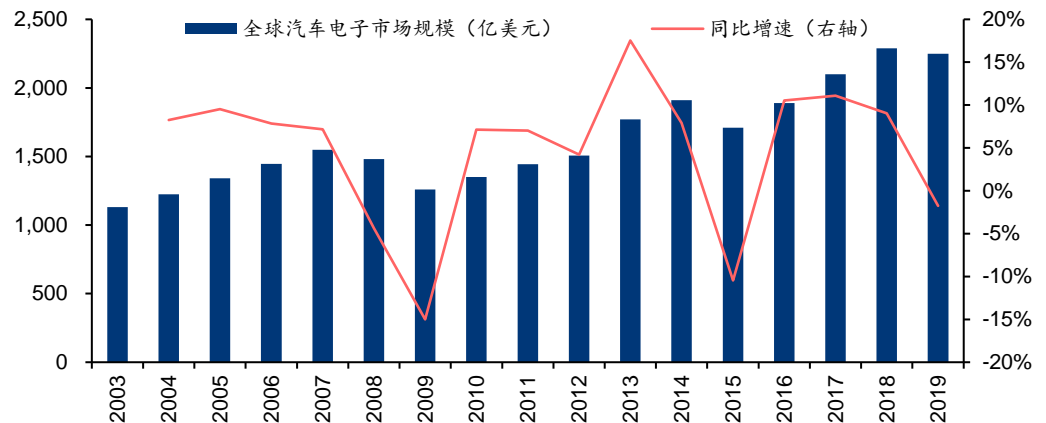


资料来源: 顺络电子官网, 华泰研究

### 汽车电子市场前景广阔，公司汽车电子业务全面布局、有序推进

汽车电动化、智能化推动汽车电子行业稳定发展。汽车电子系统一般分为车体电子控制系统和车载电子系统两类。车体电子控制系统一般与机械装置配合使用，直接影响汽车的整车性能、安全性和舒适性；车载电子装置一般不直接影响汽车的运行性能，而是通过提高智能化、信息化和娱乐化程度来增加汽车附加值。根据 Strategy Analytics 及 PrismaMark 数据，全球汽车电子市场规模从 2003 年的 1131 亿美元增长至 2019 年的 2250 亿美元，对应年平均复合增长率为 4.39%。随着新能源汽车渗透率的提升、汽车智能化程度的提升以及车联网的普及，汽车电子行业有望保持稳定增长。

图表40： 2019 年全球汽车电子市场规模超过 2000 亿美元

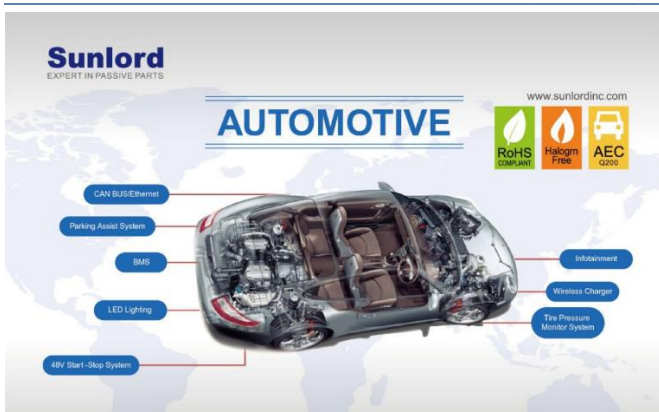


资料来源：Strategy Analytics, PrismaMark, 华泰研究

公司介入汽车电子市场领域多年，生产的汽车电子产品广泛应用于汽车信息娱乐系统、驾驶辅助系统、车身控制单元、充电桩与车载电机系统、电池管理系统、电机驱动系统及 48V 混动系统等多个模块。根据公司 2019 年 11 月 18 日公告，公司已成为博世、法雷奥、电装、宁德时代、科博达等全球知名汽车电子企业、新能源企业的正式供应商。根据公司 2020 年 5 月 28 日公告，公司已向博世、法雷奥供应 ADAS 倒车雷达使用的变压器等产品，未来 BMS 用的新型变压器与智能产品亦将进一步出货。

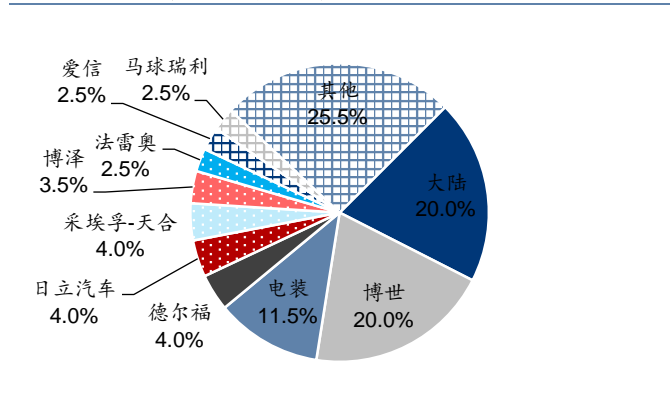
公司汽车电子业务客户优质，彰显公司汽车电子产品的竞争力。根据中国产业信息网数据，博世、电装、法雷奥为 2019 年全球第二大、第三大、第八大汽车电子企业，市场份额分别为 20.0%、11.5%、2.5%，公司产品向博世、电装、法雷奥等全球知名汽车电子企业出货彰显公司汽车电子新品的较强竞争力。根据我们 2021 年 1 月的调研反馈，目前公司所有车载产品如全部导入，单车价值量为 500-1000 元；随着公司汽车电子业务的进一步开拓，未来公司汽车电子产品的单车价值量有望达到 3000 元以上。基于公司汽车电子业务优质的客户及广阔的发展前景，我们看好未来汽车电子业务为公司收入快速增长提供动力。

图表41： 顺络产品可应用于 BMS、48V 启停系统等汽车电子系统中



资料来源：顺络电子官网，华泰研究

图表42： 2019 年全球汽车电子市场格局



资料来源：中国产业信息网，华泰研究

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

**手机类：**根据调研反馈，以安卓手机为例，5G手机电感用量130-200颗，较4G手机的（95-170颗）提升约25%（按中位数计算），其中单价更高的01005型号电感用量从4G手机的0-40颗提升至5G手机的80-100颗。基于5G手机对于电感用量“量价齐升”，考虑到5G手机的渗透率逐步提升，参考前文（图表27）的测算，我们维持2020年公司手机类业务营收同比增速46.4%的预期，上调2021-2022年公司手机类业务营收同比增速至26.8%/26.4%（前值：9.8%/20.3%）。

**消费电子类：**公司消费电子类业务的增长主要基于非电子产品电子化、简单电子产品智能化的“电子+”的渗透，基于IDC对于全球智能家居设备出货量2020-2024年CAGR为11.94%的预测，考虑到2020年“宅经济”带动全球NB出货量同比增长28.8%，我们上调2020-2022年公司消费电子类业务营收同比增速预测至20.5%/13.5%/11.1%（前值：12.7%/7.8%/7.3%）。

**工业类：**公司工业类业务与5G基站、工业互联网等新基建项目相关度较高，根据赛迪预测，中国工业互联网投资规模将从2019年的700亿元增长至2022年的1060亿元（CAGR：14.8%），中国5G基站建设投资金额将从2019年的520亿元增长至2022年的5000亿元（CAGR：112.6%）。顺络的电感产品已成功跻身世界领先地位，是工控类元器件国产替代的重点突破口，参考5G、工业互联网等新基建项目的投资规模增速，我们上调2020-2022年公司工业类业务营收同比增速至28.8%/21.9%/18.3%（前值：15.8%/11.7%/10.0%）。

**汽车电子类：**根据公司公告，公司汽车用高可靠性电子变压器、电动汽车BMS变压器、OBC应用管理，高可靠性电感等产品已经被海内外众多知名汽车电子企业和新能源汽车企业批量采购，同时大量新业务新项目正在设计逐步导入过程中。作为公司重点布局的新业务之一，我们看好公司汽车电子业务实现营收高速增长，但考虑到新冠疫情对全球汽车销量造成较大冲击，因此调整2020年公司汽车电子业务营收同比增速至62.9%（前值：112.7%），维持2021-2022年营收同比增速85.7%/58.2%的预测。

**精细陶瓷：**公司LTCC产品属于微波器件，包括滤波器、天线等，主要应用于智能手机、5G基站、导航系统等领域。考虑到LTCC滤波器更适用于5G高频、宽频场景，且LTCC天线具有体积小、便于表面贴装、可靠性高、成本低等优势，我们看好公司精细陶瓷业务发展前景，维持2020-2022年公司精细陶瓷业务营收同比增速42.7%/25.2%/18.5%的预测。

**PCB：**PCB作为“电子产品之母”，持续受益于“电子+”趋势。公司PCB业务主要由衢州顺络承担，基于公司多元下游客户的引流作用，我们看好PCB作为公司新业务之一快速发展壮大，维持2020-2022年公司PCB业务营收同比增速154.2%/15.5%/0.0%的预测。

图表43：顺络电子营收拆分（营收单位：亿元）

|      | 2017 | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E | 2022E |
|------|------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 手机   | 7.57 | 8.87   | 10.35  | 15.15  | 19.21 | 24.29 |
| YoY  |      | 17.2%  | 16.7%  | 46.4%  | 26.8% | 26.4% |
| 消费电子 | 4.38 | 4.95   | 5.35   | 6.44   | 7.31  | 8.12  |
| YoY  |      | 12.9%  | 8.1%   | 20.5%  | 13.5% | 11.1% |
| 工业   | 3.98 | 4.28   | 4.51   | 5.81   | 7.08  | 8.38  |
| YoY  |      | 7.5%   | 5.4%   | 28.8%  | 21.9% | 18.3% |
| 汽车电子 | 0.28 | 0.65   | 2.01   | 3.27   | 6.08  | 9.61  |
| YoY  |      | 130.5% | 208.9% | 62.9%  | 85.7% | 58.2% |
| 精细陶瓷 | 1.50 | 2.08   | 2.20   | 3.14   | 3.93  | 4.66  |
| YoY  |      | 38.7%  | 5.8%   | 42.7%  | 25.2% | 18.5% |
| PCB  | 1.50 | 1.20   | 1.18   | 3.00   | 3.47  | 3.47  |
| YoY  |      | -20.0% | -1.7%  | 154.2% | 15.5% | 0.0%  |
| 其他   | 0.67 | 1.60   | 1.34   | 1.70   | 1.90  | 2.09  |
| YoY  |      | 140.4% | -16.4% | 27.3%  | 11.7% | 10.0% |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**图表44： 顺络电子营收及毛利率预测**

|           | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 19.88 | 23.62 | 26.93 | 38.51 | 48.98 | 60.62 |
| YoY       | 14.5% | 18.8% | 14.0% | 43.0% | 27.2% | 23.8% |
| 毛利率 (%)   | 33.5% | 34.6% | 34.1% | 35.5% | 35.8% | 35.8% |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

由于公司年报并未披露分产品毛利率，所以我们仅就公司整体毛利率情况进行盈利预测，考虑到“疫情剪刀差”效应及被动元件国产替代进程加速，我们认为2020-2021年顺络产品订单将较充足、产能利用率将维持较高水平，因此预计2020-2021年公司毛利率将逐年同比提升，维持2020-2021年35.5%/35.8%的毛利率预期；考虑到2022年“疫情剪刀差”效应的影响或将趋于缓和，5G手机渗透率或将达到较高水平，我们预计2022年公司毛利率同比保持稳定，维持2022年公司毛利率35.8%的预期。

期间费用率方面，2007年上市以来公司销售费用率持续下降，从2007年的5.1%下降至2019年的2.8%（图表9），基于审慎原则我们预测2020-2022年公司销售费用率为2.8%，与2019年一致。随着2015年以来公司布局的新产品、新业务陆续开花结果，公司迈入新品落地的收获期，我们预测2020-2022年公司管理费用率、研发费用率呈现逐步下降趋势，其中预测2020-2022年公司管理费用率为5.3%/5.2%/4.8%，预测2020-2022年公司研发费用率为7.3%/7.2%/6.9%。2020年公司在保证资产结构安全的前提下，适当提升了财务杠杆，我们预测2020年公司财务费用率为1.4%，预测2021-2022年下降至1.2%/1.0%。

综上，我们预计2020-2022年公司营收同比增长43.0%/27.2%/23.8%至38.51/48.98/60.62亿元（前值：38.51/46.19/56.16亿元），归母净利润同比增长44.7%/31.5%/30.2%至5.81/7.64/9.95亿元（前值：5.81/7.24/9.26亿元）。

**图表45： 顺络电子盈利预测表**

|            | 2017  | 2018  | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元)  | 19.88 | 23.62 | 26.93  | 38.51 | 48.98 | 60.62 |
| YoY        | 14.5% | 18.8% | 14.0%  | 43.0% | 27.2% | 23.8% |
| 销售费用 (亿元)  | 0.68  | 0.68  | 0.76   | 1.07  | 1.39  | 1.67  |
| 销售费用率      | 3.4%  | 2.9%  | 2.8%   | 2.8%  | 2.8%  | 2.8%  |
| 管理费用 (亿元)  | 1.33  | 1.38  | 1.50   | 2.04  | 2.56  | 2.91  |
| 管理费用率      | 6.7%  | 5.9%  | 5.6%   | 5.3%  | 5.2%  | 4.8%  |
| 研发费用 (亿元)  | 1.12  | 1.33  | 1.97   | 2.81  | 3.50  | 4.15  |
| 研发费用率      | 5.6%  | 5.6%  | 7.3%   | 7.3%  | 7.2%  | 6.9%  |
| 财务费用 (亿元)  | 0.32  | -0.16 | 0.19   | 0.54  | 0.58  | 0.63  |
| 财务费用率      | 1.6%  | -0.7% | 0.7%   | 1.4%  | 1.2%  | 1.0%  |
| 归母净利润 (亿元) | 3.41  | 4.79  | 4.02   | 5.81  | 7.64  | 9.95  |
| YoY        | -5.0% | 40.2% | -16.1% | 44.7% | 31.5% | 30.2% |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 投资建议

我们预计2020-2022年公司归母净利润5.81/7.64/9.95亿元（前值：5.81/7.24/9.26亿元），参考可比公司2021年Wind一致预期均值36.83倍PE估值，考虑到顺络片感技术的全球领先地位有望支撑其在村田等日系电感厂商逐步退出低附加值电感产品、被动元件国产替代进程加速的背景下快速提升市场份额，以及考虑到与可比公司相比顺络产品结构更丰富、具备多品类产品百花齐放的优势，我们给予公司2021年45倍PE估值，对应目标价42.66元（前值：35.01元），维持买入评级。

图表46: 可比公司 Wind 一致预期估值表 (截至 2021 年 2 月 18 日)

| 证券代码      | 可比公司 | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       |            | PE (倍) |       |       |       |
|-----------|------|------------|-------------|------------|-------|-------|-------|------------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |            |             | 2019A      | 2020E | 2021E | 2022E | 20-22 CAGR | 2019A  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 000733 CH | 振华科技 | 61.35      | 315.83      | 2.98       | 5.23  | 8.24  | 10.92 | 54.25%     | 106.12 | 60.44 | 38.35 | 28.92 |
| 002389 CH | 航天彩虹 | 26.38      | 249.57      | 2.32       | 3.84  | 5.23  | 6.90  | 43.83%     | 107.63 | 65.00 | 47.74 | 36.17 |
| 300408 CH | 三环集团 | 43.28      | 786.36      | 8.71       | 13.77 | 19.02 | 24.54 | 41.22%     | 90.26  | 57.12 | 41.34 | 32.05 |
| 603678 CH | 火炬电子 | 63.41      | 291.59      | 3.81       | 5.90  | 8.10  | 10.76 | 41.29%     | 76.44  | 49.41 | 36.02 | 27.10 |
| 603989 CH | 艾华集团 | 25.45      | 100.85      | 3.38       | 3.83  | 4.87  | 5.80  | 19.74%     | 29.87  | 26.30 | 20.69 | 17.40 |
| 平均        |      |            |             | 4.24       | 6.51  | 9.09  | 11.78 | 40.06%     | 82.06  | 51.66 | 36.83 | 28.33 |

注: 艾华集团 (603989CH) 2020 年预期归母净利润来源于公司 2021 年 1 月 19 日发布的业绩快报  
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表47: 报告中提及公司信息概览

| 上市公司 |           | 非上市公司 |           |
|------|-----------|-------|-----------|
| 公司简称 | 股票代码      | 公司简称  | 股票代码      |
| 风华高科 | 000636 CH | TDK   | 6762 JP   |
| 振华科技 | 000733 CH | 村田    | 6981 JP   |
| 航天彩虹 | 002389 CH | 太阳诱电  | 6976 JP   |
| 三环集团 | 300408 CH | 松下    | 6752 JP   |
| 火炬电子 | 603678 CH | 胜美达   | 6817 JP   |
| 艾华集团 | 603989 CH | 三星电机  | 009150 KS |
| 国巨   | 2327 TT   | 伊顿公司  | ETN US    |
| 厚生   | 2107 TT   | 威世科技  | VSH US    |
| 华新科  | 2492 TT   |       |           |
| 旺诠   | 2437 TT   |       |           |
| 奇力新  | 2456 TT   |       |           |

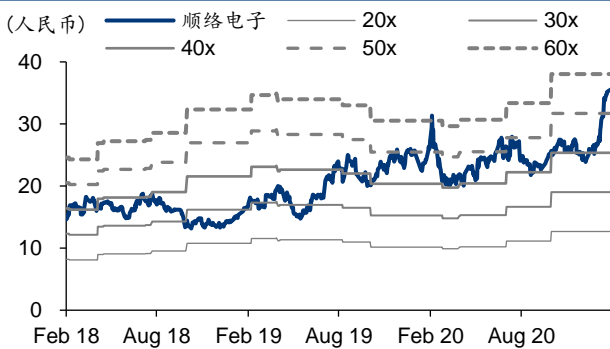
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

### 风险提示

**电感产品国产替代进度低于预期。**公司电感类产品在本土品牌手机厂商中实现国产替代是业绩增长的重要逻辑,但是在客户供应链中的份额提升进度仍存在不确定性。

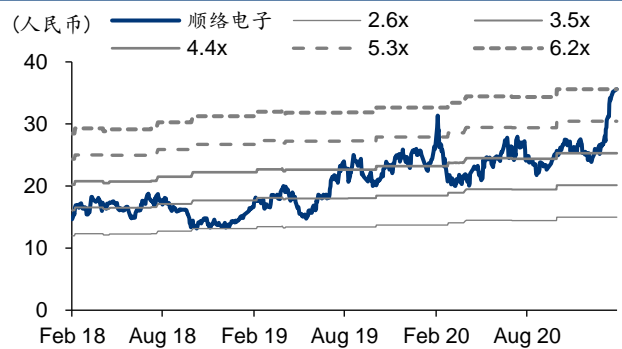
**国内 5G 商用进度低于预期。**5G 是世界通信产业强国重要的角力场,尽管我国目前在技术储备上仍处于领先地位,具备弯道超车的潜力,但是在贸易战的大环境中,商用进程仍存在低于预期的风险。

图表48: 顺络电子 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表49: 顺络电子 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万)   | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 1,971  | 2,311  | 3,603  | 3,818  | 5,267  |
| 现金             | 471.45 | 462.24 | 696.89 | 913.71 | 1,146  |
| 应收账款           | 788.36 | 985.59 | 1,280  | 1,519  | 1,849  |
| 其他应收账款         | 18.94  | 17.14  | 21.78  | 29.36  | 33.15  |
| 预付账款           | 11.75  | 9.41   | 29.64  | 19.86  | 44.79  |
| 存货             | 456.66 | 547.15 | 692.73 | 885.39 | 1,133  |
| 其他流动资产         | 223.37 | 289.74 | 882.25 | 450.72 | 1,061  |
| <b>非流动资产</b>   | 3,267  | 3,993  | 4,155  | 4,310  | 4,438  |
| 长期投资           | 26.10  | 43.57  | 58.78  | 73.61  | 88.60  |
| 固定投资           | 2,463  | 2,831  | 2,950  | 3,039  | 3,098  |
| 无形资产           | 106.51 | 403.75 | 447.34 | 500.41 | 564.13 |
| 其他非流动资产        | 671.23 | 715.18 | 698.36 | 696.93 | 687.20 |
| <b>资产总计</b>    | 5,237  | 6,304  | 7,758  | 8,128  | 9,705  |
| <b>流动负债</b>    | 737.77 | 1,476  | 2,570  | 2,344  | 3,096  |
| 短期借款           | 60.19  | 666.03 | 1,265  | 1,059  | 1,265  |
| 应付账款           | 199.90 | 270.82 | 383.24 | 443.56 | 566.76 |
| 其他流动负债         | 477.68 | 539.54 | 921.42 | 840.85 | 1,264  |
| <b>非流动负债</b>   | 141.93 | 318.87 | 253.53 | 239.88 | 220.34 |
| 长期借款           | 0.00   | 130.40 | 106.14 | 81.39  | 55.56  |
| 其他非流动负债        | 141.93 | 188.47 | 147.39 | 158.49 | 164.78 |
| <b>负债合计</b>    | 879.70 | 1,795  | 2,824  | 2,583  | 3,316  |
| 少数股东权益         | 59.39  | 91.42  | 96.73  | 103.97 | 113.50 |
| 股本             | 812.04 | 806.32 | 806.32 | 806.32 | 806.32 |
| 资本公积           | 2,026  | 1,980  | 1,980  | 1,980  | 1,980  |
| 留存公积           | 1,530  | 1,771  | 2,119  | 2,595  | 3,201  |
| 归属母公司股东权益      | 4,298  | 4,418  | 4,838  | 5,441  | 6,275  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,237  | 6,304  | 7,758  | 8,128  | 9,705  |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金</b> | 597.11   | 662.72   | 283.72   | 1,118    | 734.11   |
| 净利润           | 482.97   | 405.76   | 586.55   | 771.55   | 1,005    |
| 折旧摊销          | 258.48   | 289.25   | 263.66   | 295.84   | 328.60   |
| 财务费用          | (16.06)  | 18.56    | 53.71    | 58.24    | 63.12    |
| 投资损失          | (28.35)  | 2.54     | 2.25     | 2.63     | 2.47     |
| 营运资金变动        | (164.29) | (121.68) | (575.10) | (0.26)   | (647.77) |
| 其他经营现金        | 64.37    | 68.29    | (47.34)  | (9.57)   | (17.10)  |
| <b>投资活动现金</b> | (376.12) | (1,088)  | (435.69) | (451.57) | (458.15) |
| 资本支出          | 428.76   | 1,072    | 460.09   | 417.91   | 438.39   |
| 长期投资          | 50.00    | (25.00)  | (15.22)  | (14.83)  | (14.99)  |
| 其他投资现金        | 2.65     | 9.19     | 39.62    | (18.82)  | (4.77)   |
| <b>筹资活动现金</b> | (176.43) | 424.93   | (878.73) | (243.81) | (249.93) |
| 短期借款          | 56.09    | 605.84   | 599.31   | (206.23) | 205.86   |
| 长期借款          | 0.00     | 130.40   | (24.26)  | (24.75)  | (25.84)  |
| 普通股增加         | (4.58)   | (5.72)   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加        | (39.96)  | (45.75)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金        | (187.99) | (259.84) | (1,454)  | (12.82)  | (429.96) |
| 现金净增加额        | 48.97    | 1.25     | (1,031)  | 423.06   | 26.03    |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>   | 2,362   | 2,693   | 3,851   | 4,898   | 6,062   |
| 营业成本          | 1,544   | 1,774   | 2,484   | 3,144   | 3,892   |
| 营业税金及附加       | 32.73   | 21.67   | 46.47   | 55.45   | 63.52   |
| 营业费用          | 67.83   | 75.88   | 107.45  | 138.60  | 166.70  |
| 管理费用          | 138.49  | 149.95  | 204.12  | 255.66  | 290.97  |
| 财务费用          | (16.06) | 18.56   | 53.71   | 58.24   | 63.12   |
| 资产减值损失        | (26.10) | (20.05) | (23.75) | (30.20) | (40.77) |
| 公允价值变动收益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益         | 28.35   | (2.54)  | (2.25)  | (2.63)  | (2.47)  |
| <b>营业利润</b>   | 497.95  | 461.05  | 665.21  | 878.03  | 1,139   |
| 营业外收入         | 59.45   | 0.01    | 0.01    | 0.01    | 0.01    |
| 营业外支出         | 2.55    | 3.81    | 1.89    | 1.97    | 2.18    |
| <b>利润总额</b>   | 554.85  | 457.25  | 663.33  | 876.07  | 1,137   |
| 所得税           | 71.88   | 51.50   | 76.78   | 104.52  | 131.71  |
| <b>净利润</b>    | 482.97  | 405.76  | 586.55  | 771.55  | 1,005   |
| 少数股东损益        | 4.39    | 4.07    | 5.31    | 7.24    | 9.53    |
| 归属母公司净利润      | 478.58  | 401.69  | 581.24  | 764.31  | 995.27  |
| EBITDA        | 802.83  | 781.61  | 972.03  | 1,221   | 1,507   |
| EPS (人民币, 基本) | 0.59    | 0.50    | 0.72    | 0.95    | 1.23    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2018   | 2019    | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |        |         |       |       |       |
| 营业收入              | 18.84  | 14.02   | 43.00 | 27.17 | 23.77 |
| 营业利润              | 29.49  | (7.41)  | 44.28 | 31.99 | 29.69 |
| 归属母公司净利润          | 40.23  | (16.07) | 44.70 | 31.50 | 30.22 |
| <b>获利能力 (%)</b>   |        |         |       |       |       |
| 毛利率               | 34.64  | 34.15   | 35.50 | 35.80 | 35.80 |
| 净利率               | 20.45  | 15.07   | 15.23 | 15.75 | 16.58 |
| ROE               | 11.08  | 9.00    | 11.89 | 13.92 | 15.73 |
| ROIC              | 12.20  | 9.19    | 11.34 | 14.40 | 16.20 |
| <b>偿债能力</b>       |        |         |       |       |       |
| 资产负债率 (%)         | 16.80  | 28.48   | 36.40 | 31.78 | 34.17 |
| 净负债比率 (%)         | (7.03) | 9.68    | 16.28 | 6.42  | 4.77  |
| 流动比率              | 2.67   | 1.57    | 1.40  | 1.63  | 1.70  |
| 流动比率              | 1.99   | 1.13    | 1.09  | 1.21  | 1.29  |
| <b>营运能力</b>       |        |         |       |       |       |
| 总资产周转率            | 0.47   | 0.47    | 0.55  | 0.62  | 0.68  |
| 应收账款周转率           | 3.10   | 3.04    | 3.40  | 3.50  | 3.60  |
| 应付账款周转率           | 8.29   | 7.54    | 7.60  | 7.61  | 7.70  |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |        |         |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.59   | 0.50    | 0.72  | 0.95  | 1.23  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.74   | 0.82    | 0.35  | 1.39  | 0.91  |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 5.33   | 5.48    | 6.00  | 6.75  | 7.78  |
| <b>估值比率</b>       |        |         |       |       |       |
| PE (倍)            | 59.98  | 71.46   | 49.39 | 37.56 | 28.84 |
| PB (倍)            | 6.68   | 6.50    | 5.93  | 5.28  | 4.57  |
| EV EBITDA (倍)     | 35.45  | 37.40   | 30.46 | 23.88 | 19.33 |

## 免责声明

### 分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司