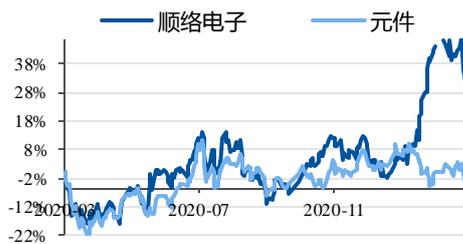


公司调研点评(历史报告)
顺络电子
电子 | 元件
国内电感龙头，国产替代进程迅猛
2021年03月11日
评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 35.70-41.65 元
交易数据

当前价格(元)	32.04
52周价格区间(元)	19.70-36.85
总市值(百万)	25834.44
流通市值(百万)	22695.72
总股本(万股)	80631.84
流通股(万股)	70835.59

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
顺络电子	-5.12	19.33	26.22
元件	-4.47	-8.28	-3.92

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

邓果一

denggy@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理
相关报告

- 《顺络电子：新产品持续推出，创新推动高速增长》 2021-03-01
- 《顺络电子：国内电感龙头，创新推动持续成长》 2021-02-01
- 《顺络电子：顺络电子(002138.SZ)调研点评：5G产品表现亮眼，汽车电子迈入收获期》 2019-11-27

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	2693.23	3476.61	4519.59	5620.99	6745.19
净利润(百万元)	401.69	588.49	742.16	956.15	1186.43
每股收益(元)	0.50	0.73	0.92	1.19	1.47
每股净资产(元)	5.48	6.01	6.79	7.58	8.58
P/E	69.33	47.33	37.53	29.13	23.47
P/B	6.30	5.75	5.09	4.56	4.02

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- 国内电感龙头：**公司成立于2000年，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、绕线片式电感、LTCC器件、高精陶瓷灯电子元件，产品广泛应用于通讯、消费电子、安防、智能电网、汽车电子等领域。公司叠层电感产能位于全球第二位，是我国电感领域的龙头企业。公司2020年营业收入34.77亿元，同比增长29.1%；归属于上市公司股东的净利润5.88亿元，同比增长46.5%。主要原因是积极开拓市场，快速提升产能，推动管理变革、加快技术和管理创新，持续开发具有核心竞争力的新产品以及下游需求旺盛。
- 市占率持续攀升，国产替代持续进行。**电感下游应用广泛，但核心需求来自于消费电子尤其是手机。手机行业格局相对集中，作为上游元器件的电感行业大客户效应显著。我国是全球电感主要市场，在日本电感厂商纷纷开始产品和战略转型的背景下，我国本土优质电感厂商有利于发挥产业链优势获得更高的市场份额。公司是国内电感龙头，产品技术实力不断接近国际龙头，01005产品已经实现批量供货，是与村田齐肩的全球少数具备大规模量产能力的厂商。自从中美贸易摩擦以来，自主可控的进程逐步加快，利好上游国内产业链。全球电感行业呈现寡头垄断的竞争格局，高端电感产能集中于日本龙头厂商，未来国产替代空间巨大。公司目前在小米、OPPO、vivo等手机厂商份额不高，未来会在核心客户中持续提升份额以及行业市占率仍有进一步提升的空间。

- 盈利预测：**预计2021-2023年公司净利润分别为7.42亿元、9.56亿元和11.86亿元，EPS分别为0.92元、1.19元和1.47元，对应PE倍数为37.53、29.13和23.47倍。给予公司2022年30-35倍PE估值，对应价格区间35.70-41.65元给予“推荐”评级。
- 风险提示：**公司经营不及预期，业务拓展不及预期，宏观经济风险。

1 国内电感龙头

公司成立于 2000 年，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、绕线片式电感、LTCC 器件、高精度陶瓷灯电子元件，产品广泛应用于通讯、消费电子、安防、智能电网、汽车电子等领域。公司叠层电感产能位于全球第二位，是我国电感领域的龙头企业。

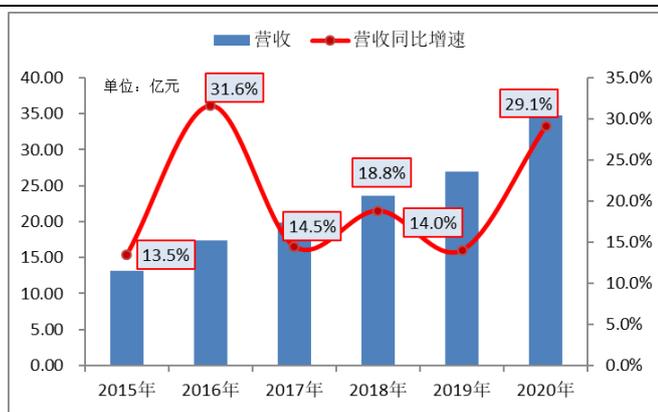
图 1：电感



资料来源：顺络电子，财信证券

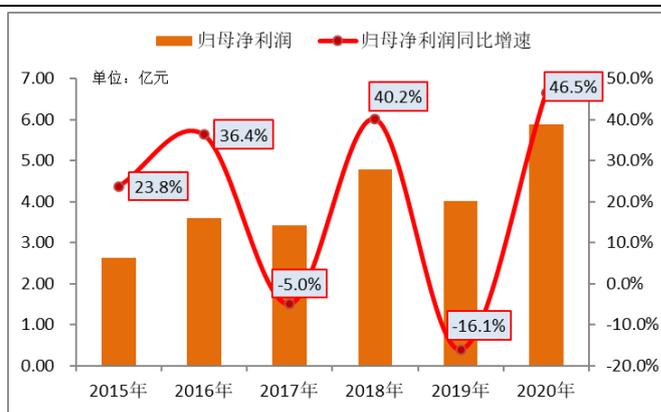
公司 2020 年营业收入 34.77 亿元，同比增长 29.1%；归属于上市公司股东的净利润 5.88 亿元，同比增长 46.5%。主要原因是积极开拓市场，快速提升产能，推动管理变革、加快技术和管理创新，持续开发具有核心竞争力的新产品以及下游需求旺盛。

图 2：顺络电子历年营收



资料来源：wind，财信证券

图 3：顺络电子历年归母净利润



资料来源：wind，财信证券

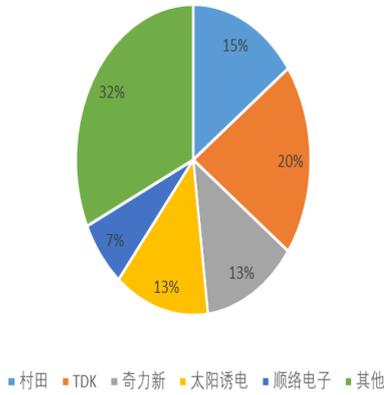
2 市占率持续攀升，国产替代持续进行

电感下游应用广泛，但核心需求来自于消费电子尤其是手机。手机行业格局相对集中，作为上游元器件的电感行业大客户效应显著。我国是全球电感主要市场，在日本电感厂商纷纷开始产品和战略转型的背景下，我国本土优质电感厂商有利于发挥产业链优势获得更高的市场份额。

公司是国内电感龙头，产品技术实力不断接近国际龙头，01005 产品已经实现批量供货，是与村田齐肩的全球少数具备大规模量产能力的厂商。自从中美贸易摩擦以来，自

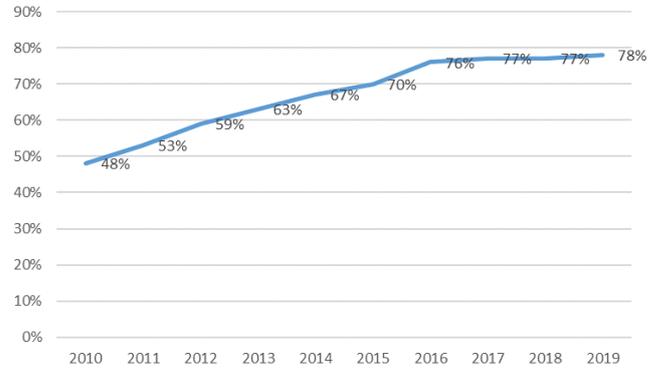
主可控的进程逐步加快，利好上游国内产业链。全球电感行业呈现寡头垄断的竞争格局，高端电感产能集中于日本龙头厂商。目前，公司与日本厂商在核心客户上同台竞争，未来国产替代空间巨大。公司在小米、OPPO、vivo 等手机厂商份额不高，未来会在核心客户中持续提升份额以及行业市占率仍有进一步提升的空间。

图 4：电感市场竞争格局



资料来源：Paumanok，财信证券

图 5：顺络电子国内营收占比



资料来源：顺络电子，财信证券

3 盈利预测

预计 2021-2023 年公司净利润分别为 7.42 亿元、9.56 亿元和 11.86 亿元，EPS 分别为 0.92 元、1.19 元和 1.47 元，对应 PE 倍数为 37.53、29.13 和 23.47 倍。给予公司 2022 年 30-35 倍 PE 估值，对应价格区间 35.70-41.65 元给予“推荐”评级。

4 风险提示

公司经营不及预期，业务拓展不及预期，宏观经济风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2693.23	3476.61	4519.59	5620.99	6745.19	成长性					
减:营业成本	1,773.59	2,216.04	2,937.73	3,646.06	4,353.04	营业收入增长率	14.0%	29.1%	30.0%	24.4%	20.0%
营业税费	21.67	32.59	47.12	52.17	65.38	营业利润增长率	-7.4%	50.2%	20.9%	31.1%	24.0%
销售费用	75.88	92.92	126.55	155.32	185.18	净利润增长率	-16.1%	46.5%	26.1%	28.8%	24.1%
管理费用	346.50	399.50	542.35	674.52	809.42	EBITDA 增长率	-7.1%	45.1%	8.4%	19.1%	16.7%
财务费用	18.56	55.36	49.30	22.08	0.66	EBIT 增长率	-15.2%	57.7%	14.0%	26.3%	21.6%
资产减值损失	-20.05	-45.40	-13.12	-26.19	-28.23	NOPLAT 增长率	1.5%	52.8%	19.9%	26.3%	21.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.5%	21.5%	7.5%	-3.4%	0.3%
投资和汇兑收益	-2.54	-3.26	7.52	0.57	1.61	净资产增长率	3.5%	9.7%	12.9%	11.5%	13.2%
营业利润	461.05	692.47	837.18	1,097.60	1,361.36	利润率					
加:营业外净收支	-3.80	-5.93	15.72	2.00	3.93	毛利率	34.1%	36.3%	35.0%	35.1%	35.5%
利润总额	457.25	686.54	852.90	1,099.60	1,365.29	营业利润率	17.1%	19.9%	18.5%	19.5%	20.2%
减:所得税	51.50	89.43	102.35	131.95	163.83	净利润率	14.9%	16.9%	16.4%	17.0%	17.6%
净利润	401.69	588.49	742.16	956.15	1186.43	EBITDA/营业收入	28.8%	32.4%	27.0%	25.9%	25.2%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	18.3%	22.4%	19.6%	19.9%	20.2%
货币资金	462.24	325.73	361.57	449.68	975.93	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	354	306	233	167	122
应收账款	1,002.72	1,265.07	1,694.65	2,000.58	2,416.53	流动营业资本周转天数	124	119	129	131	122
应收票据	-	-	334.23	134.09	139.45	流动资产周转天数	286	257	252	243	245
预付账款	9.41	10.45	30.53	11.81	38.28	应收账款周转天数	120	117	118	118	118
存货	547.15	621.15	981.44	1,010.15	1,338.98	存货周转天数	67	60	64	64	63
其他流动资产	289.74	431.43	259.06	326.74	339.07	总资产周转天数	771	716	625	521	459
可供出售金融资产	-	-	1.20	0.40	0.53	投资资本周转天数	570	540	473	387	318
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	43.57	100.30	100.30	100.30	100.30	ROE	9.1%	12.1%	13.6%	15.7%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	7.9%	9.2%	11.9%	13.2%
固定资产	2,830.65	3,084.29	2,766.41	2,448.54	2,130.66	ROIC	11.2%	13.8%	13.6%	16.0%	20.2%
在建工程	250.31	779.70	779.70	779.70	779.70	费用率					
无形资产	403.75	421.71	404.42	387.13	369.84	销售费用率	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%	2.7%
其他非流动资产	464.87	481.88	463.00	457.85	454.28	管理费用率	12.9%	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%
资产总额	6,304.41	7,521.71	8,176.51	8,106.98	9,083.58	财务费用率	0.7%	1.6%	1.1%	0.4%	0.0%
短期债务	666.03	927.01	1,056.82	285.08	-	三费/营业收入	16.4%	15.8%	15.9%	15.2%	14.8%
应付账款	437.07	453.67	672.21	718.57	974.26	偿债能力					
应付票据	224.48	219.04	357.19	378.62	489.23	资产负债率	28.5%	34.2%	31.7%	23.1%	22.3%
其他流动负债	148.80	397.27	305.00	277.48	338.39	负债权益比	39.8%	52.0%	46.3%	30.1%	28.7%
长期借款	130.40	315.17	-	-	-	流动比率	1.57	1.33	1.53	2.37	2.91
其他非流动负债	188.47	260.93	197.11	215.50	224.51	速动比率	1.19	1.02	1.12	1.76	2.17
负债总额	1,795.26	2,573.09	2,588.34	1,875.25	2,026.39	利息保障倍数	26.57	14.05	17.98	50.71	2,066.89
少数股东权益	91.42	103.61	111.58	122.89	137.58	分红指标					
股本	806.32	806.32	806.32	806.32	806.32	DPS(元)	0.20	0.20	0.31	0.40	0.47
留存收益	3,750.64	4,177.98	4,670.28	5,302.52	6,113.28	分红比率	40.1%	27.4%	33.8%	33.8%	31.7%
股东权益	4,509.15	4,948.62	5,588.18	6,231.73	7,057.18	股息收益率	0.6%	0.6%	0.9%	1.2%	1.3%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	405.76	597.11	742.16	956.15	1,186.43	EPS(元)	0.50	0.73	0.92	1.19	1.47
加:折旧和摊销	289.25	356.05	335.16	335.16	335.16	BVPS(元)	5.48	6.01	6.79	7.58	8.58
资产减值准备	20.05	63.72	-	-	-	PE(X)	69.33	47.33	37.53	29.13	23.47
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.30	5.75	5.09	4.56	4.02
财务费用	13.24	38.45	49.30	22.08	0.66	P/FCF	114.47	943.87	230.63	70.55	31.51
投资收益	2.54	3.26	-7.52	-0.57	-1.61	P/S	10.34	8.01	6.16	4.95	4.13
少数股东损益	4.07	8.63	8.39	11.50	15.03	EV/EBITDA	36.23	25.49	23.35	19.03	15.84
营运资金的变动	-488.89	-126.35	-747.63	-120.44	-350.20	CAGR(%)	33.6%	26.2%	15.8%	33.6%	26.2%
经营活动产生现金流量	662.72	812.70	379.86	1,203.88	1,185.47	PEG	2.06	1.80	2.37	0.87	0.89
投资活动产生现金流量	-1,087.80	-1,205.00	6.32	1.37	1.48	ROIC/WACC	1.09	1.35	1.33	1.57	1.97
融资活动产生现金流量	424.93	259.80	-350.34	-1,117.14	-660.69	REP	5.48	3.72	3.48	2.98	2.29

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438