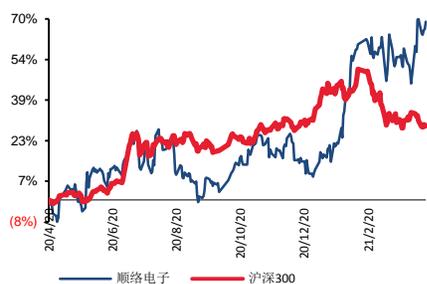


信息技术 技术硬件与设备

行业持续高景气，国产替代打开成长空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	806/708
总市值/流通(百万元)	29,713/26,103
12个月最高/最低(元)	37.09/20.08

相关研究报告:

证券分析师: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

事件: 2021年第一季度,公司实现营业收入10.56亿元,同比增长75.17%,归母净利润1.91亿元,同比增长102.17%,扣非归母净利润1.83亿元,同比增长106.96%。

一季度再创新高,产品供不应求。今年一季度,公司主要产品需求一改往年淡季情况,呈现供不应求状态,公司营收及净利润环比分别增长3.33%和5.04%,再创历史新高。全球电感市场持续扩容、中美贸易摩擦和疫情等因素加速的国产替代、以及公司自身强大的技术研究实力所确立的竞争优势,是公司最近两年快速成长的重要依托。此外,公司一季报中已明确提及,当前主要产品的产能不足是制约业务增长速度的主要因素,在行业持续高景气情况下,预计公司会进行相应的投资扩产,打破成长瓶颈。

用量增加及小型化是电感主要趋势,国产替代是国产供应商成长核心依托。电感的下游应用领域较为广泛,但不管按照产值还是使用量而言,移动通信是最核心的应用领域,随着5G的到来,手机中电源电路、射频电路、摄像模组和逻辑电路等模块的电感用量均有不同程度的增加,举例而言,iPhone 12 Pro SoC芯片的电源管理芯片(PMIC)外部匹配电路的复杂度与iPhone 11 Pro相比提升非常明显,电感增量明确;另一方面,用量的增加以及内部集成度要求的提升,往往伴随着产品小型化趋势,顺络在01005叠层电感以及一体成型电感(绕线电感)方面的技术储备和客户卡位领先大部分国内同行,与日本村田、TDK等全球被动元器件龙头的差距正逐步缩小。未来几年,智能手机、消费电子、基站、汽车电子和家电等多个领域内,国产终端和品牌厂商将成为全球电感需求消化的主力。尤其是智能手机和基站端,在进入5G时代之后,对电感的需求量将有较为显著的提升,但内资电感企业总体的全球市占率仍非常低,供给与需求的错配,正是国产替代的明确空间,亦正是顺络未来成长的核心倚仗。

电感的参数较多,较为重要的包括电感值、额定电流、工作温度、封装尺寸、自谐振频率(SFR)、Q值、电感值容差和电感值频率稳定性等,不同制备方式制得的电感在各项参数上有各自的偏重,不同功用的电感需要综合各项参数性能进行选择,整体而言,对于供应商,掌握各类制备工艺、并实现产品参数性能的广覆盖、打造平台型供货企业,尤为重要,而国产供应商中,顺络已是其中的佼佼者。

汽车电子业务快速成长。汽车电子是公司近两年重点布局的业务领域，产品已从博世、法雷奥的变压器产品，延拓至储能等应用领域，诸如 BMS 类元件、车载设备用无线充电线圈、用于 LED 车灯控制系统的电感类产品、高速共模、小磁环共模等。2019-2020 年，汽车电子收入快速成长，2021 年第一季度，汽车电子收入占比进一步提升，未来有望成为公司重要的利润贡献端，进一步增厚公司业绩。

盈利预测和评级：首次覆盖，给予买入评级。公司在电感相关技术（磁性粉体制备和绕线等）方面具备较强的实力，是公司未来发展的重要倚仗，公司近两年积极布局的诸如 LTCC 天线/滤波器、陶瓷介质滤波器、变压器和陶瓷背板等新业务，正逐渐迎来收获期，有望打破发展的天花板，预计公司 2021-2023 年分别实现净利润 8.22 亿、10.70 亿和 13.30 亿元，当前股价对应 PE 分别为 36.17、27.77 和 22.34 倍，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：（1）中美贸易摩擦出现反复；（2）5G 进度有所放缓；（3）公司新产品导入情况不顺利。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3477	4556	5875	7229
(+/-%)	29.11	31.03	28.95	23.05
净利润(百万元)	588	822	1070	1330
(+/-%)	47.16	39.61	30.24	24.33
摊薄每股收益(元)	0.73	1.02	1.33	1.65
市盈率(PE)	50.49	36.17	27.77	22.34

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	462	326	490	697	1,016	营业收入	2,693	3,477	4,556	5,875	7,229
应收和预付款项	1,214	1,603	1,724	2,336	3,113	营业成本	1,774	2,216	2,900	3,737	4,594
存货	547	621	721	807	828	营业税金及附加	22	33	41	50	67
其他流动资产	87	104	121	131	142	销售费用	76	93	117	152	189
流动资产合计	2,311	2,654	3,057	3,971	5,099	管理费用	346	399	435	575	708
长期股权投资	44	100	100	100	100	财务费用	19	55	86	87	91
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-20	-45	-33	-30	-34
固定资产	2,831	3,084	3,330	3,702	3,807	投资收益	-3	-3	0	0	0
在建工程	250	780	1,009	821	835	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	734	752	703	654	605	营业利润	461	697	989	1,284	1,594
长期待摊费用	30	27	14	0	0	其他非经营损益	-4	-10	-8	-7	-6
其他非流动资产	104	124	132	146	152	利润总额	457	687	981	1,277	1,588
资产总计	6,304	7,522	8,345	9,394	10,598	所得税	51	89	147	192	238
短期借款	666	927	915	903	901	净利润	406	597	834	1,086	1,350
应付和预收款项	810	1,043	1,251	1,508	1,717	少数股东损益	4	9	12	16	20
长期借款	130	315	315	315	315	归母股东净利润	402	588	822	1,070	1,330
其他负债	188	288	303	313	322						
负债合计	1,795	2,573	2,785	3,039	3,254						
股本	806	806	806	806	806						
资本公积	1,840	1,837	1,837	1,837	1,837						
留存收益	1,771	2,202	2,801	3,581	4,550						
归母公司股东权益	4,418	4,845	5,444	6,224	7,193						
少数股东权益	91	104	116	131	151						
股东权益合计	4,509	4,949	5,559	6,355	7,344						
负债和股东权益	6,304	7,522	8,345	9,394	10,598						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	654	833	1,465	1,394	1,568	毛利率	34.15%	36.26%	36.35%	36.38%	36.45%
投资性现金流	-1,088	-1,205	-1,008	-832	-840	销售净利率	15.07%	17.18%	18.30%	18.48%	18.67%
融资性现金流	425	260	-292	-356	-410	销售收入增长率	14.02%	29.09%	31.05%	28.94%	23.05%
现金增加额	-7	-117	165	207	319	EBIT 增长率	-14.10%	52.18%	43.95%	28.09%	22.88%
						净利润增长率	-15.99%	47.16%	39.61%	30.24%	24.33%
						ROE	0.09	0.12	0.15	0.17	0.18
						ROA	0.08	0.1	0.12	0.14	0.15
						ROIC	0.1	0.13	0.15	0.18	0.2
						EPS(X)	0.5	0.73	1.02	1.33	1.65
						PE(X)	73.97	50.49	36.17	27.77	22.34
						PB(X)	6.73	6.13	5.46	4.77	4.13
						PS(X)	11.03	8.55	6.52	5.06	4.11
						EV/EBITDA(X)	39.62	28.65	18.44	14.85	12.47

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。