

# 顺络：5G时代本土电感王者崛起

——顺络电子首次覆盖报告

公司深度

## ● 国内核心基础元件龙头：

顺络电子是国内基础元件龙头之一，主要包括磁性器件、微波器件、敏感器件、精密陶瓷四大产品发展方向的各种精密高端元器件产品，在局部领域已经成为全球行业领先者。

## ● 5G时代推动电子产业持续增长，汽车智能电动化有望驱动行业快速发展：

因5G时代万物互联和低时延的特点，应用场景不断向移动物联网拓展，电子产业在需求推动下将迎来新一轮的快速增长。5G基站建设持续推进，单站电感用量较4G基站将提升30%以上；智能移动终端方面5G手机渗透率持续提升，2021年1-2月国内5G手机出货量占比达到68.4%，在带动智能手机均价上涨的同时，5G手机电感用量将增长30%-50%；而受益于汽车电动化和智能化，电动车渗透率有望从2020年5.8%提升至2025年的20%左右，而电动车电子成本占比高达65%，汽车电子将成为行业发展核心驱动。

## ● 电感行业竞争格局改善，国产替代顺络深度受益

电感行业日企凭借其规模化的生产和先进制备技术，在电感行业中占据主导地位，村田、TDK、太阳诱电占全球电感市场50%的份额，但目前龙头日企纷纷开始产品和战略转型，行业竞争格局将逐步改善；而电子元器件的国产替代具有特别重要的现实意义，《中国制造2025》提出到2025年70%的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，顺络电子有望受益于本土的产业链配套优势在国产替代过程中获得更多的市场份额。

## ● 电子元器件龙头产能持续扩张，新品类带来新机遇

公司凭借长期系统的研发投入使得公司产品结构不断优化，新领域拓展顺利，目前已经在基础元件领域确立了全球竞争优势。而在电子元器件市场需求不断上升的情况下，公司作为国内基础核心元器件龙头，产能多次扩张。汽车电子目前已取得国内外多家汽车零部件供应商及终端车厂的认证并实现批量交付；LTCC器件已量产，订单不断释放，目前在持续扩产过程中。

● **盈利预测、估值与评级：**我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.97、1.30和1.68元，当前股价对应2021-2023年PE分别为37.8、28.3和21.9倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**市场需求不及预期，行业竞争加剧，国产替代不及预期

## 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,693	3,477	4,615	6,029	7,692
增长率(%)	14.0	29.1	32.8	30.6	27.6
净利润(百万元)	402	588	786	1,051	1,357
增长率(%)	-16.1	46.5	33.6	33.7	29.1
毛利率(%)	34.1	36.3	35.0	35.1	35.5
净利率(%)	14.9	16.9	17.0	17.4	17.6
ROE(%)	9.0	12.1	14.3	16.4	17.9
EPS(摊薄/元)	0.50	0.73	0.97	1.30	1.68
P/E	74.0	50.5	37.8	28.3	21.9
P/B	6.7	6.1	5.4	4.7	3.9

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年4月19日

## 强烈推荐（首次评级）

毛正（分析师）

证书编号：S0280520050002

邱懿峰（分析师）

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

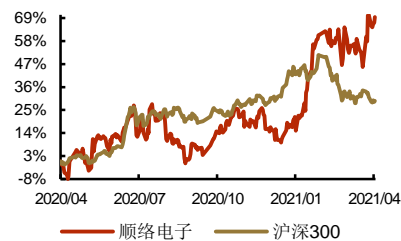
证书编号：S0280517080002

## 市场数据

时间 2021.04.16

收盘价(元):	36.85
一年最低/最高(元):	19.7/37.96
总股本(亿股):	8.06
总市值(亿元):	297.13
流通股本(亿股):	7.08
流通市值(亿元):	261.03
近3月换手率:	176.21%

## 股价一年走势



## 相关报告

### 盈利预测、估值与评级

1) 盈利预测: 我们预计公司 2021-2023 年的收入分别为 46.2、60.3、76.9 亿元, 对应的增速分别为 32.8%、30.6%、27.6%;

2) 估值指标: 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.97、1.30 和 1.68 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 37.8、28.3 和 21.9 倍;

3) 投资评级: 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### 关键假设

1) 智能移动终端 5G 手机渗透率将持续提升, 根据 IDC 预计 2021 年全球智能机市场涨幅为 5.5%, 到 2023 年全球 5G 手机市场份额将上升至 23.90%, 叠加 5G 手机电感用量较 4G 增长 30%-50%, 因此我们预计公司通讯业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 30.0%、25.0%、20.0%。

2) 得益于疫情影响和宅经济, 全球居家办公的需求增加, 笔电、平板等电子产品需求超预期, 数据服务器需求也在持续增长, 全球消费电子市场需求旺盛。考虑到全球疫苗覆盖进度, 因此我们认为未来消费电子增速将保持相对平缓, 预计消费电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 28.0%、25.0%、20.0%。

3) 受汽车电动化和智能化推动, 我们认为汽车电子将成为电子元件行业发展核心驱动; 电动车有望在 2025 年将达到新车销售量的 20%, 再加上电动车电子化程度高达 65% 的情况下, 我们预计汽车电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 65.0%、60.0%、55.0%。

4) 5G 基站建设持续增长, 根据工信部数据: 2020 年国内新增 5G 基站约 58 万个, 累计已建成 71.8 万个; 我们预计 2021 年将新建 5G 基站 60 万个以上, 将在 2022 年至 2023 年迎来建设高峰。根据《5G 产业发展白皮书》预测, 到 2030 年, 我国 5G 基站数量将达到 1500 万个。公司工业电子业务随着 5G 时代的到来保持持续增长, 我们预计工业电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 20.0%、30.0%、30.0%。

5) 特种电子方面, 公司持续投入做模块规划, 我们预计特种电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 40.0%、30.0%、30.0%。

所以, 我们预计公司 2021-2023 年的收入分别为 46.2、60.3、76.9 亿元, 对应的增速分别为 32.75%、30.64%、27.57%。

### 我们与市场的观点的差异

1, 市场观点认为基础元件行业壁垒不强。我们认为近年来行业进入门槛在不断提高, 一方面是电感行业需要坚实的成体系的研究支持, 电感的小型化、高频化、高精度化的发展趋势要求生产厂商必须具备较高的生产技术、工艺能力以及研发和管理水平, 因此对新进入者形成了较高的技术壁垒。此外, 电子基础元件产品进入国际大型电子企业供应链有很强的资质壁垒, 从资质审定到成为国际大型电子企业合格供应商需要 3-5 年的时间。

2, 市场观点认为行业竞争过于激烈。我们认为目前电感行业日企凭借其规模

化的生产和先进制备技术，在电感行业中占据有主导地位，村田、TDK、太阳诱电占全球电感市场 50% 的份额，但是目前龙头日企纷纷开始产品和战略转型，行业竞争格局将逐步改善，顺络电子有望受益于本土的产业链配套优势在国产替代过程中获得更多的市场份额。

3，市场观点认为 5G 基站建设放缓，担心 5G 建设进度。我们认为随着 5G 技术的普及，5G 基础设施建设将不断推进，同时也将带来电子产业将迎来新一轮的快速增长。而且根据《5G 产业发展白皮书》预测，到 2030 年，我国 5G 基站数量将达到 1500 万个。

### 股价上涨的催化因素

我们认为随着 5G 时代的到来，预计电子产业将迎来新一轮的快速增长。未来，移动智能终端、可穿戴设备等消费电子迎来更新升级需求，5G 通讯和汽车电子等行业的飞速发展也在进一步推升电子基础元件的需求。在电感下游主要应用如 5G、万物互联以及汽车电子的不断发展，电感市场需求不断增长，行业竞争格局改善，国产替代迎来机遇。在公司产能不断增加、新品类扩张情况下，将迎来快速发展时期。

### 投资风险

市场需求不及预期，行业竞争加剧，国产替代不及预期

表1: 顺络电子营盈利预测

		2020	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入 (亿元)	34.77	46.16	60.30	76.93
	YOY (%)	29.11%	32.75%	30.64%	27.57%
通讯	营业收入 (亿元)	15.99	20.79	25.99	31.19
	YOY (%)	23.73%	30.00%	25.00%	20.00%
消费电子	营业收入 (亿元)	8.69	11.13	13.91	16.69
	YOY (%)	46.72%	28.00%	25.00%	20.00%
汽车加新兴产业	营业收入 (亿元)	3.82	6.31	10.10	15.65
	YOY (%)	9.25%	65.00%	60.00%	55.00%
工业电子	营业收入 (亿元)	4.17	5.01	6.51	8.46
	YOY (%)	29.11%	20.00%	30.00%	30.00%
特种电子	营业收入 (亿元)	2.09	2.92	3.80	4.94
	YOY (%)	54.94%	40.00%	30.00%	30.00%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 目 录

1、 顺络电子——被动电子元器件行业领先龙头	6
1.1、 国内被动电子元器件龙头	6
1.2、 业绩稳定增长，长期系统研发体系确立竞争优势	7
2、 电感下游应用领域需求持续爆发，景气度高涨	10
2.1、 5G 促使电子产业快速发展，下游需求推动电感量价齐升	10
2.1.1、 5G 基站建设空间巨大，单站电感用量将提升 30%以上	11
2.1.2、 移动终端 5G 手机占比持续提升，5G 手机电感用量有望增长 30%-50%	12
2.1.3、 受益于汽车电动化和智能化，汽车电子将成为行业发展核心驱动	13
2.2、 电感行业竞争格局改善，国产替代顺络深度受益	15
2.3、 电感行业空间巨大，景气度高企	16
3、 核心电子元器件龙头产能持续扩张，新品类带来新机遇	18
3.1、 研发奠定关键基础元件龙头地位，核心电感产品全球领先	18
3.2、 新品类扩张产品格局优化，汽车电子、LTCC 有望带来新增长点	19
3.2.1、 汽车电子产品取得认证突破，订单即将放量	19
3.2.2、 LTCC 器件市场空间巨大，持续扩产满足市场需求的增长	20
3.3、 公司产能持续扩张，电子元器件小型化、高频化、高精度和集成化趋势及市场需求旺盛推升均价上升	21
4、 关键假设和盈利预测：	22
5、 估值分析	24
6、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

## 图表目录

图 1： 顺络电子发展历程	6
图 2： 顺络电子主要产品	7
图 3： 顺络电子上市以来营业收入 CAGR 为 26.78%	8
图 4： 顺络电子上市以来归母净利润 CAGR 为 19.83%	8
图 5： 顺络电子 ROE、毛利率和净利率稳中有升	8
图 6： 顺络电子多年来坚持长期系统化的研发投入	8
图 7： 顺络电子与国际厂商毛利润比较	9
图 8： 顺络电子多年来费用控制良好	9
图 9： 电感分类	10
图 10： 全球电感终端应用市场分布：按产值	11
图 11： 全球电感终端应用市场分布：按数量	11
图 12： 2020-2030 年中国 5G 基础设施建设情况	11
图 13： 2019 年-2025 年中国 5G 通信产业规模与增长	11
图 14： 全球智能手机出货量情况	12
图 15： 2021 年 1-2 月中国手机市场出货量同比大增	12
图 16： 中国 5G 手机出货量持续提升	13
图 17： 全球智能手机均价呈上涨趋势	13
图 18： 新能源乘用车销量不断增长	14
图 19： 全球新能源汽车保有量不断增长	14

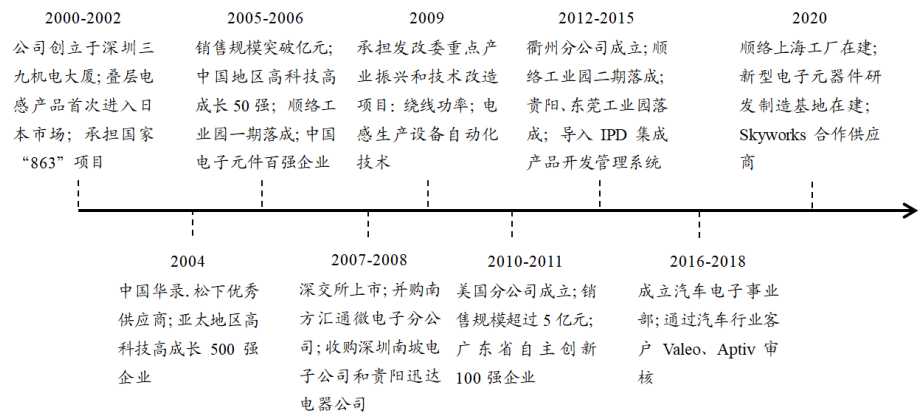
图 20: 新能源车渗透率不断提升.....	14
图 21: 2020 年-2025 年全球新能源汽车销量预测.....	14
图 22: 汽车电子占整车成本比预计到 2030 年将达 50%.....	15
图 23: 电动车汽车电子成本占比显著高于传统燃油车.....	15
图 24: 中国汽车电子行业规模不断增长.....	15
图 25: 全球汽车电子市场规模持续增长.....	15
图 26: 全球电感行业市场竞争格局.....	16
图 27: 全球电感行业规模稳步增长.....	17
图 28: 中国电感市场规模稳步增长.....	17
图 29: 2020 年公司研发占营收比已达 7.02%.....	18
图 30: 村田、TDK、太阳诱电与顺络电子研发费用率.....	18
图 31: 共烧陶瓷多层基板的典型结构.....	20
图 32: LTCC 工艺流程.....	20
图 33: 顺络电子历史估值变化.....	24
图 34: 顺络电子 PE-band.....	24
表 1: 顺络电子营盈利预测.....	3
表 1: 公司汽车电子产品.....	19
表 2: 顺络电子历年新增产能情况.....	21
表 2: 顺络电子营盈利预测.....	23
表 3: 可比公司估值情况.....	24

# 1、顺络电子——被动电子元器件行业领先龙头

## 1.1、国内被动电子元器件龙头

顺络电子成立于 2000 年，2007 年于深交所上市，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。多年来，公司一直深耕于被动核心元器件领域，已经完成从单一的电感企业向多品类电子元器件研发制造企业的转型。公司也凭借过去 20 年所积累的技术优势、客户优势、质量优势和品牌优势，在基础元件领域确立了全球相对竞争优势地位，获得了全球重要客户的认可；公司目前已经成为国内元件龙头之一，而且在局部领域已经成为全球行业领先者之一，公司也一直在朝着成为全球被动电子元器件及技术解决方案领域中具有技术领先和核心竞争优势的国际化企业前进。

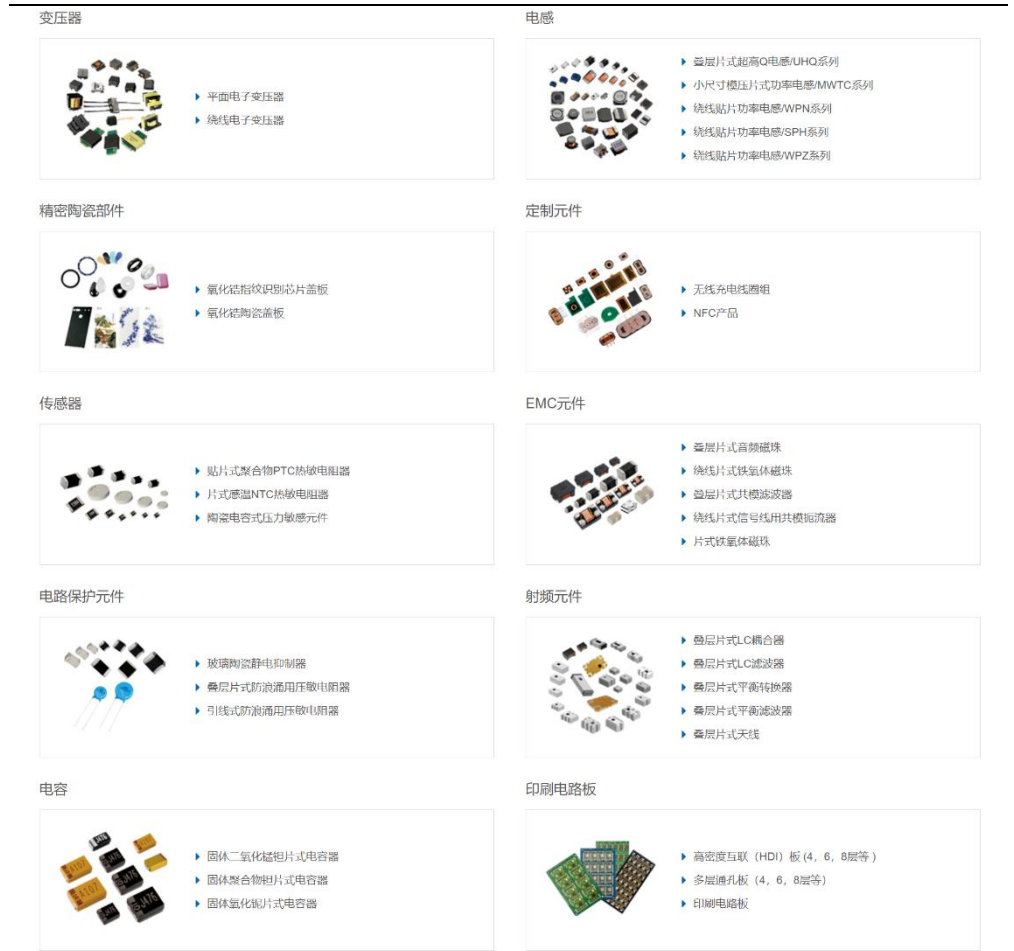
**图1：顺络电子发展历程**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

目前公司主要包括磁性器件、微波器件、敏感器件、精密陶瓷四大产品发展方向，其产品广泛运用于通讯、消费类电子、计算机、大数据、汽车电子、新能源、网通和工业电子等领域。在产品和应用结合方面，公司是用产品开发和市场开拓双驱动机制推动公司产品结构及市场应用多元化升级，聚集重点项目，加速新产业发展，聚集核心客户，拓展产品系列提高份额。其中，公司核心产品之一的微小尺寸射频电感产品是全球极少数、国内唯一具备批量供货能力的供应商，在市场上也获得全球客户的认可。新应用领域的不断开拓，打开了公司未来成长空间，为公司的持续成长奠定良好的市场基础。

此外，公司还是国家重点“火炬”计划和国家“863”计划项目承担企业、深圳市高新技术企业和深圳市首批信息化示范企业，多次参与国家重大项目科研工作，为各大重点工程项目提供关键元器件配套保障工作。公司还荣获“中国第一批制造业单项冠军示范企业”，并连续多年被评为中国电子元件百强企业等。

**图2： 顺络电子主要产品**

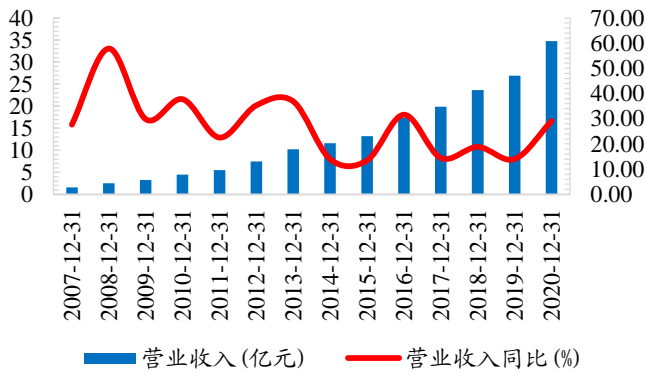
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

## 1.2、业绩稳定增长，长期系统研发体系确立竞争优势

从公司 2007 年上市之后，公司凭借技术创新和管理创新，经过长期沉淀和积累，获得了客户认可，公司业绩也一直维持稳健增长的趋势。营业总收入从 2009 年的 1.59 亿元增长到了 2020 年业绩快报的 34.77 亿元（CAGR 为 26.78%）；而其归母净利润的 CAGR 也达到 19.83%，于 2020 年达到了 5.88 亿元。总资产从 2007 年的 5.61 亿元增长到了 2020 年的 75.22 亿元（CAGR 为 22.10%）。

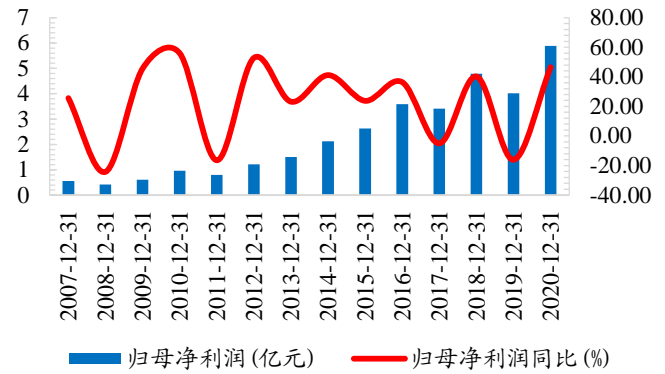
公司与 2021 年 4 月 6 日披露了 2021 年一季度业绩预告，预计 2021 年一季度归母净利润 1.85 亿元-1.98 亿元（同比增长 95%-110%），公司一季度业绩超预期。从历史上来看，一季度属于传统淡季，但今年行业景气度高涨，在下游应用领域不断扩张，市场需求持续增长的情况下淡季不淡。公司已经连续四个季度的单季销售收入和净利润创历史新高，并且在 2021 年一季度创造公司上市以来最快单季同比增长速度。

图3: 顺络电子上市以来营业收入 CAGR 为 26.78%



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 顺络电子上市以来归母净利润 CAGR 为 19.83%

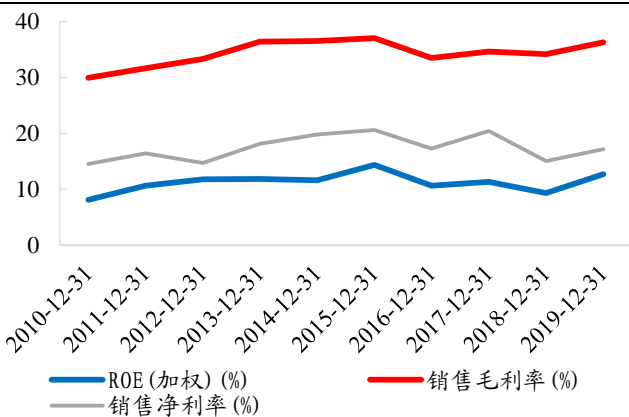


资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

在收入利润稳定增长的同时, 公司 ROE、毛利率和净利率也保持稳中有升的状态; 公司近十年的平均 ROE、销售毛利率、销售净利润分别为 11.24%、34.34%、17.43%。公司多年来坚持长期系统化的研发投入, 研发支出从十年前的 0.25 亿元提升至 2020 年的 2.44 亿元, 研发占营收比例也从 4.55% 提升至 7.02%, 而且 2020 年研发人员 1052 名, 占总员工比例高达 17.70%。

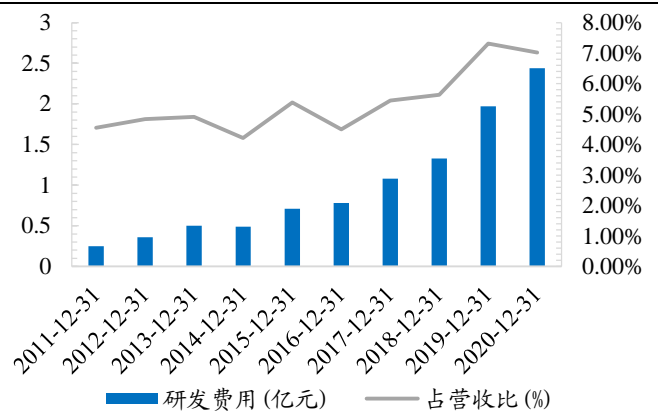
长期系统的研发投入使得公司获得了系统性的研究实力和团队, 而正是凭借自身雄厚的研发力量, 公司核心产品竞争力大增, 新领域拓展顺利, 产品结构不断优化, 目前已经在基础元件领域确立了全球竞争优势, 其中毛利率也从十年前的 29.95% 提升至 2020 年的 36.26%。目前顺络电子的毛利率相比全球主流厂商而言, 已经处于龙头水平, 其毛利率与村田接近, 高于 TDK 和太阳诱电。从总体费用情况来看, 顺络电子多年以来在研发费用持续上升的同时, 总体费用率呈现逐年下降的趋势, 证明了公司拥有一只优秀高效的运营管理团队, 具备专业化的管理体系, 能够实现管理能力和经营效率的持续提升。

图5: 顺络电子 ROE、毛利率和净利率稳中有升



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

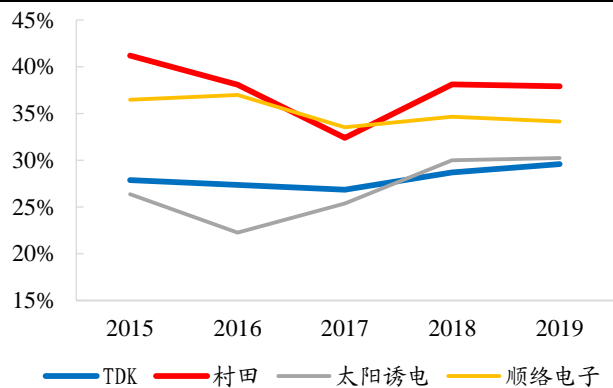
图6: 顺络电子多年来坚持长期系统化的研发投入



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

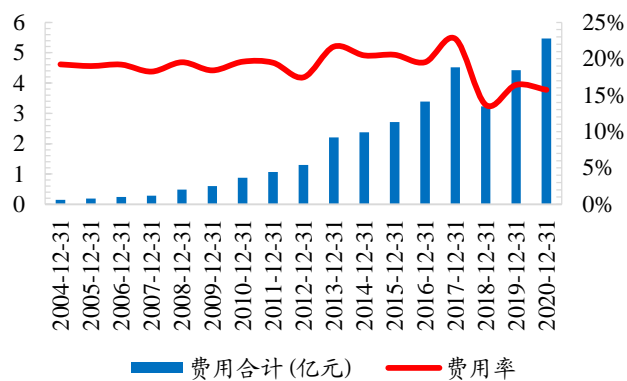


图7: 顺络电子与国际厂商毛利润比较



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图8: 顺络电子多年来费用控制良好



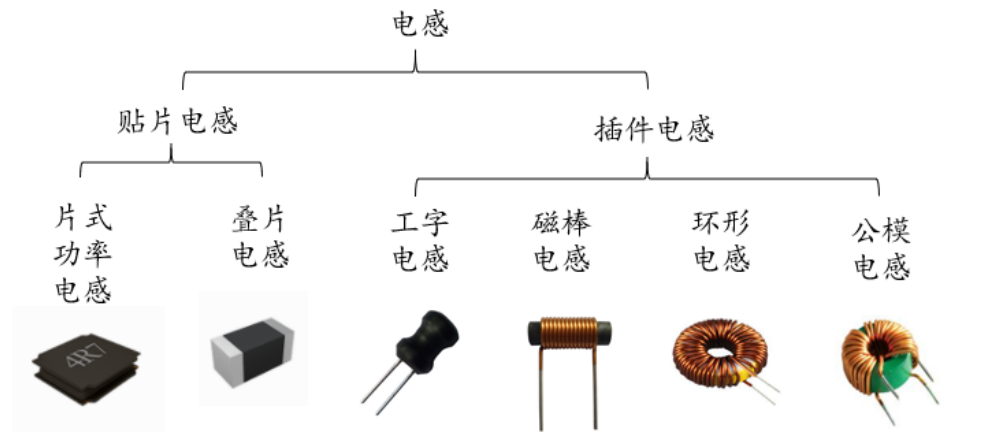
资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

## 2、电感下游应用领域需求持续爆发，景气度高涨

按照工作机制划分，电子元件可以分成无源元件和有源元件，而电感作为三大无源元件（电容、电感及电阻）之一，属于电子线路中必不可少的基础电子元器件。电感能够将电能以磁性的形式存储，其主要作用是筛选信号、过滤噪声、稳定电流及抑制电磁波干扰（EMI）。电感器可以分为插装电感器、片式电感器两大类，插装电感因体积大难以大规模生产的特点导致需求减少，与之相对应的片式电感用量逐渐增加。而片式电感器又可分为绕线式与叠层式两大类。

作为最为基础的电子元件，无源元件的总需求随着全球电子产品的迅速发展持续提升，目前片式化元件已经成为主力产品，其中，片式电容、片式电阻、片式电感三大无源元件已经占到元器件总产量的 85%-90%。而在整个电子元器件配套使用中，电感器大约占到总用量的 10%~15%。未来随着移动终端的更新换代、个人娱乐电子产品品类的新增、汽车电子产品持续强劲增长等等因素的影响，电子行业将快速发展，电子元件的需求也将持续提升。

**图9：电感分类**



资料来源：新时代证券研究所

### 2.1、5G 促使电子产业快速发展，下游需求推动电感量价齐升

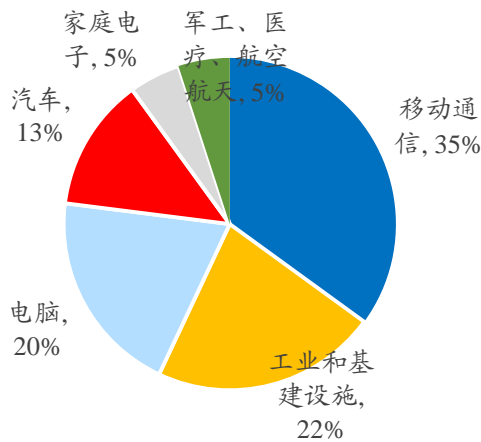
作为新一代移动通信网络的主要方向，5G 的发展已经列入国家发展战略当中。2019 年，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，标志着我国正式进入 5G 商用元年。随后我国 5G 产业快速发展，根据工信部数据显示，预计到 2020 年底，我国 5G 基站总数将超过 60 万个；而根据《5G 产业发展白皮书》预测，到 2030 年，我国 5G 基站数量将达到 1500 万个。

随着 5G 技术的普及和 5G 基础设施建设的不断推进，5G 时代已经到来，而由于 5G 时代万物互联，低时延的特点，其应用场景将由移动互联网向移动物联网拓展，我们预计电子产业将迎来新一轮的快速增长。未来，移动智能终端、可穿戴设备等消费电子迎来更新升级需求，5G 通讯和汽车电子等行业的飞速发展也在进一步推升电感的需求。

电感作为三大无源元件（电容、电感及电阻）之一，属于电子线路中必不可少的基础电子元器件，几乎每个电子产品都需要用上多颗电感。所以电感下游应用非

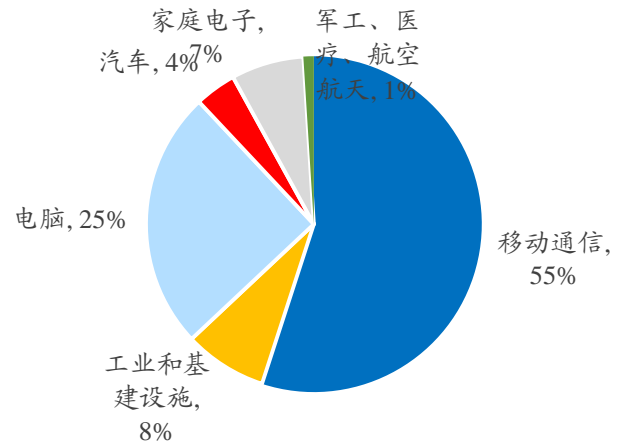
常广泛，而电感下游主要应用如 5G、万物互联以及汽车电子的不断发展都将成为未来电感市场增长的核心驱动力。

图10: 全球电感终端应用市场分布: 按产值



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图11: 全球电感终端应用市场分布: 按数量



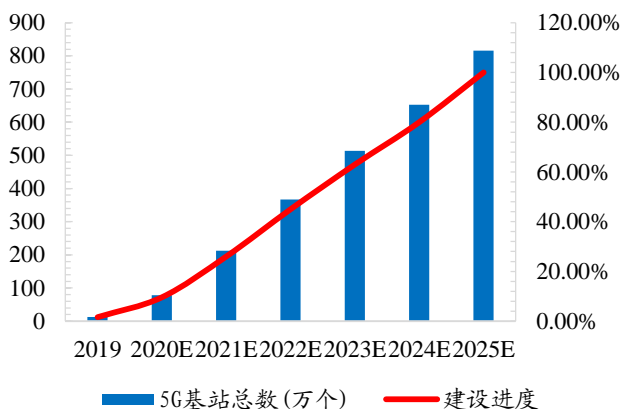
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

### 2.1.1、5G 基站建设空间巨大，单站电感用量将提升 30%以上

5G 建设的推进带来的首要变动就是新一轮上游基础设施建设周期，特别是 5G 基站的建设。根据工信部数据：2020 年国内新增 5G 基站约 58 万个，累计已建成 71.8 万个；截至 2020 年底，我国 5G 终端连接数已超过 2 亿，预计 2021 年将新建 5G 基站 60 万个以上；我们预计 5G 基站预计将在 2022 年至 2023 年迎来建设高峰。而且根据《5G 产业发展白皮书》预测，到 2030 年，我国 5G 基站数量将达到 1500 万个。

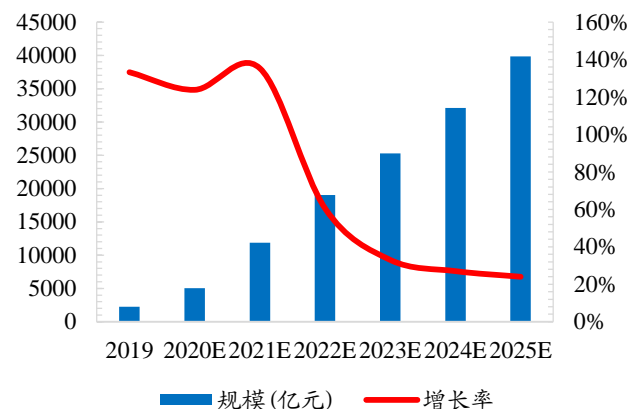
此外，作为技术门槛和投资规模双高的产业，5G 基站相比 4G 基站在投资规模和技术上有了更大的提升，所以一方面会导致 5G 基站单站的投资成本为 4G 基站价格的 2.5 倍左右；另一方面，从基站的电感用量来看，5G 基站的整体单站电感用量约为 1600-1700 颗，相比 4G 基站总电感用量的 1100-1300 颗左右提升了 30% 以上。所以 5G 基站数量快速增长叠加单站电感用量大增将进一步促进电感产品的需求增长。

图12: 2020-2030 年中国 5G 基础设施建设情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

图13: 2019 年-2025 年中国 5G 通信产业规模与增长



资料来源: 《5G 产业发展白皮书 (2020)》，新时代证券研究所

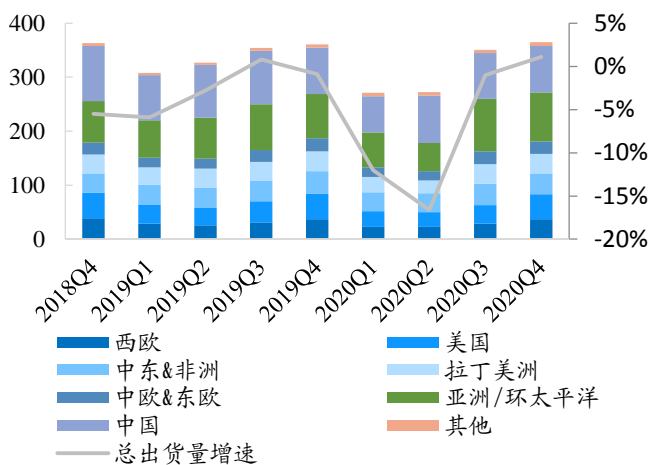
### 2.1.2、移动终端 5G 手机占比持续提升，5G 手机电感用量有望增长 30%-50%

从全球电感终端应用分布可以看出，移动通信领域从数量来看占 55%，从产值来看占 35%，是电感下游应用最大的领域，其中主要是来自于消费电子尤其是智能手机增长的驱动，而智能终端的增长也是未来拉动电子元器件产业发展的主要引擎。

从数量来看，根据 IDC 数据，2020 年全球智能手机出货量为 12.8 亿台（同比 -6.7%），但下半年市场需求情况好转，特别是第四季度重回正增长。展望未来，全球智能手机预计，IDC 预计 2021 年全球智能机市场涨幅为 5.5%，其主要增长将来自中国与新兴市场；到 2023 年，全球手机出货量将达到 15.42 亿部，其中 5G 手机的市场份额将从 2019 年的 0.50% 上升至 2023 年 23.90%。从国内情况来看，根据中国信通院数据，2021 年 1-2 月，国内手机出货量 6187.9 万部（同比 +127.5%）；从 5G 手机来看，2020 年国内市场 5G 手机累计出货量达 1.63 亿部，占全部手机比例达到 52.9%。2021 年 1-2 月，国内 5G 手机出货量 4234.9 万部，占全部手机比例达到 68.4%。

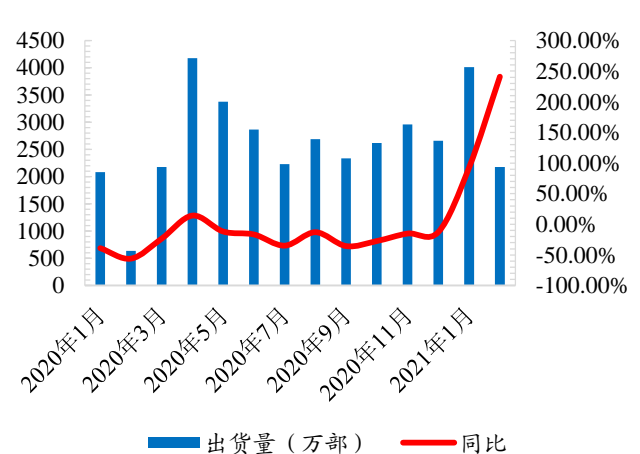
而随着 5G 时代的到来，智能手机均价呈现明显上涨趋势，智能终端正在向中高端迭代。随着智能终端的创新升级，产品功能变得更加复杂和多元，将导致被动元器件单机需求量持续提升，因为需要更多的元器件来稳压、稳流和滤杂波以保证设备的正常运作。根据顺络电子数据，顺络电子电感产品 5G 手机比 4G 手机用量 5G 手机相比 4G 手机电感用量增长比例根据方案不同会有不同的用量，预计将增长 30%-50% 的用量

图14：全球智能手机出货量情况



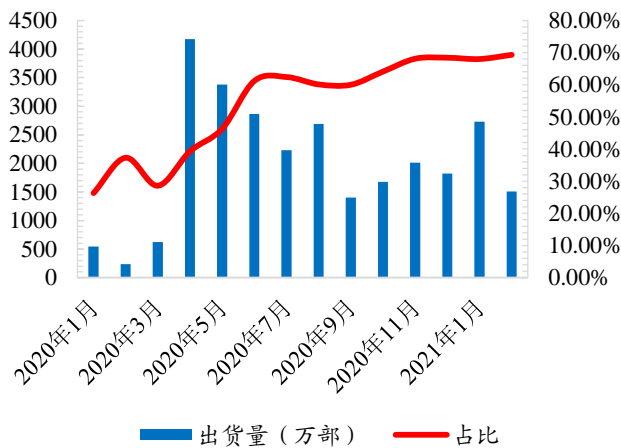
资料来源：IDC，新时代证券研究所

图15：2021年1-2月中国手机市场出货量同比大增



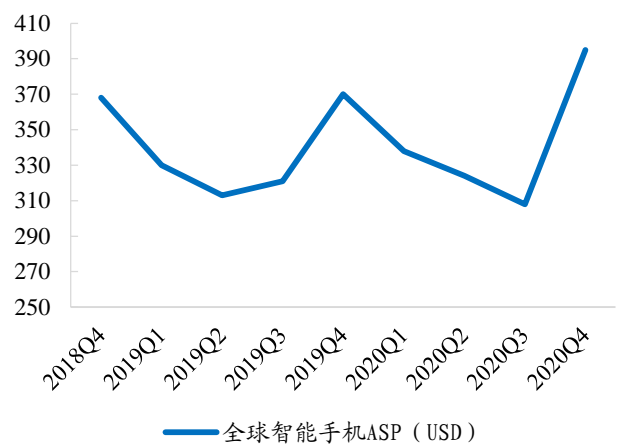
资料来源：中国信通院，新时代证券研究所

图16: 中国 5G 手机出货量持续提升



资料来源: 中国信通院, 新时代证券研究所

图17: 全球智能手机均价呈上涨趋势

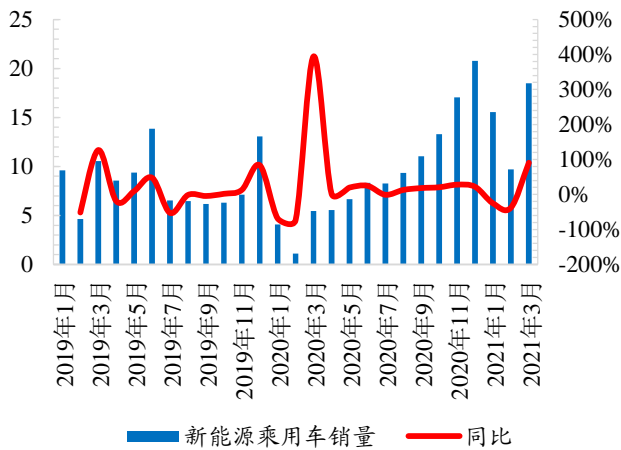


资料来源: IDC, 新时代证券研究所

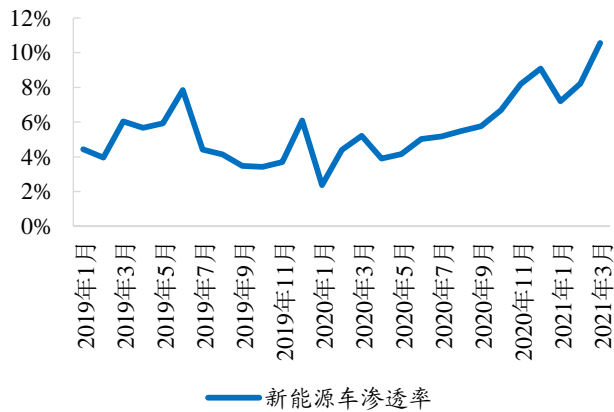
### 2.1.3、受益于汽车电动化和智能化，汽车电子将成为行业发展核心驱动

随着汽车电动化和智能化升级，新能源车的渗透率不断提升，汽车电子应用复杂功能的提升，汽车行业对汽车电子的需求正在持续提升，未来汽车电子化和智能化将是下一轮驱动电子元器件行业发展的重要动力。早期的燃油车汽车电子总体占比不高，后来随着汽车功能的增加，如车载娱乐信息系统、ADAS 自动驾驶系统以及电动控制系统，特别是汽车电动化的快速发展，都带动了汽车动力的电子化，进一步提高了汽车电子化的比例。

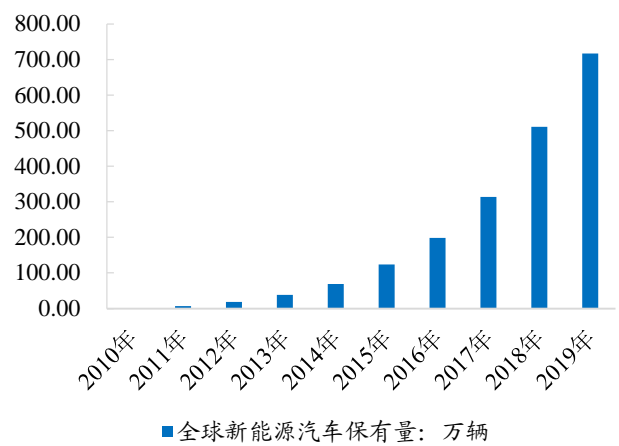
一方面，汽车电动化加速，新能源车的渗透率正在快速增长，根据乘联会最新数据显示：2021年1月份新能源车国内销售15.5万辆（同比+611.6%），2月9.7万辆（同比+1329.6%）；更值得一提的是，2021年2月新能源车国内零售渗透率已经达到了8.2%，1-2月渗透率为7.5%，较2020年全年的5.8%的渗透率提升更加明显。根据《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》，到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用，充换电服务便利性显著提高。而力争经过15年的持续努力，到2035年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流。根据EVTank和伊维经济研究院预测到2025年，全球新能源车的销量将由2019年的221万辆增长到2025年的1200万辆，CAGR将达到32.6%。新能源车的高速发展将让汽车电子化的渗透率加速提升，汽车电子产业有望得到快速增长，电子产业有望深度受益。

**图18: 新能源乘用车销量不断增长**

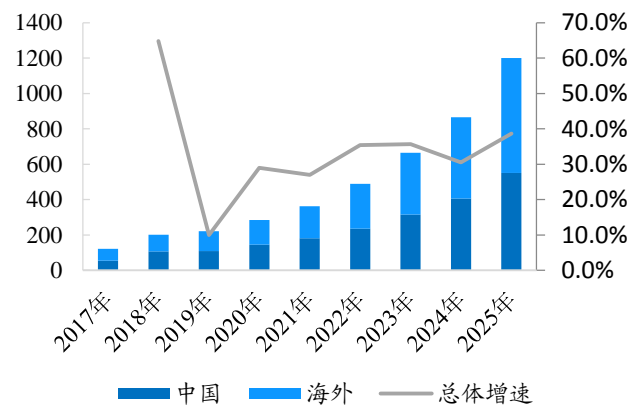
资料来源：乘联会，新时代证券研究所

**图20: 新能源车渗透率不断提升**

资料来源：乘联会，新时代证券研究所

**图19: 全球新能源汽车保有量不断增长**

资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

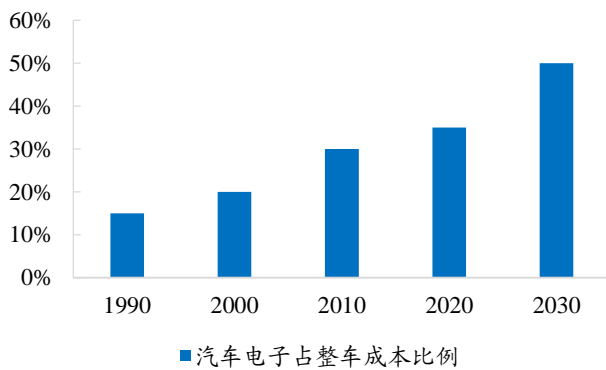
**图21: 2020年-2025年全球新能源汽车销量预测**

资料来源：EV Tank，伊维经济研究院，新时代证券研究所

另一方面，汽车电子成本占总整车成本比例提升，根据赛迪智库统计，目前汽车电子在整车成本中的占比预计为35%左右。分车型来看，根据智研咨询统计，纯电动车型汽车电子成本占比高达65%，相比紧凑型车型、中高档车型及混合动力车型占比分别为15%、28%、47%。可以预料的是，随着汽车电子化和智能化持续发展，汽车电子规模将不断增长，整体汽车电子占总成本规模将逐年提升，预计到2030年，汽车电子占整车成本比例有望达到50%。

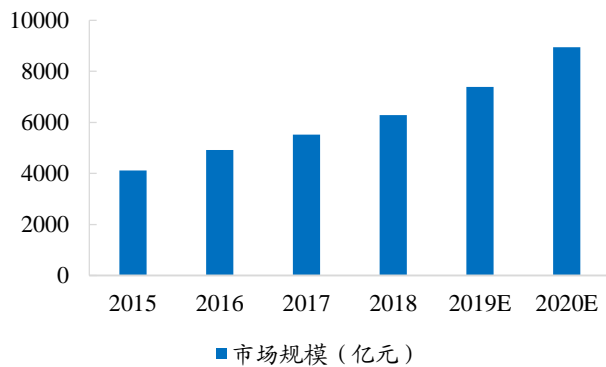
那么在汽车电子化和智能化的背景下，汽车电子元件的使用量也有望随之增长。根据顺络电子公告数据，据统计从每辆汽车使用的电子元件数量来说，纯电动汽车为14,000个，而中端车和高端车分别为6,300、8,200个，纯电动车使用的电子元件数量要远高于传统燃油车。所以随着汽车电子化和智能化的持续发展，新能源车的渗透率不断增长，汽车电器应用不断普及，这些都将成为下一轮驱动电子元器件行业发展的重要动力。

图22: 汽车电子占整车成本比预计到2030年将达50%



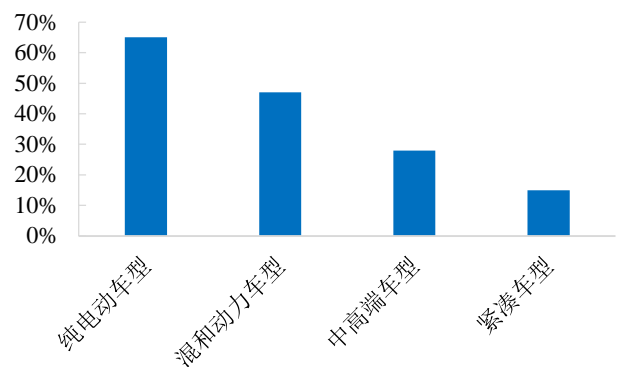
资料来源: 赛迪智库, 新时代证券研究所

图24: 中国汽车电子行业规模不断增长



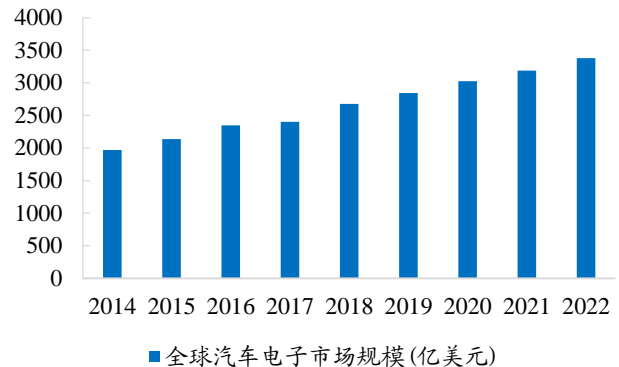
资料来源: 赛迪智库, 新时代证券研究所

图23: 电动车汽车电子成本占比显著高于传统燃油车



资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

图25: 全球汽车电子市场规模持续增长

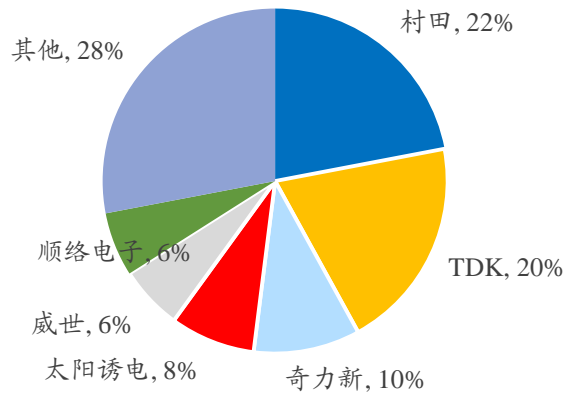


资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

## 2.2、电感行业竞争格局改善, 国产替代顺络深度受益

作为最基础的元器件之一, 电感行业已经接受了充分的市场化竞争, 从全球电感行业竞争格局来看, 日本凭借其规模化的生产和先进制备技术, 在电感行业中占据有主导地位, 村田、TDK、太阳诱电已经占全球电感市场 50% 的份额; 而且从技术水平看, 日本龙头企业处于世界的领先地位; 但与此同时, 顺络电子在片式电感器和低温共烧陶瓷 (LTCC) 产品方面在国际上仍然具有竞争优势, 全球市场占有率 6%, 排名第六。在竞争力上, 顺络电子的产品凭借系统化的研究实力在国际上具备较好的竞争优势, 顺络电子的毛利率相比全球主流厂商而言, 已经处于龙头水平, 其毛利率与村田接近, 高于 TDK 和太阳诱电。

另外, 2019 年, 村田旗下全资子公司“琦玉村田制作所”以电感行业竞争加剧为由关闭其在华电感企业华建电子和华钜科技。村田表示, 近年来电感主要下游应用市场的需求呈现多样化、开发周期缩短以及海外制造商竞争加剧的现象。而且华建电子和华钜科技出现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。在电感行业龙头日企纷纷开始产品和战略转型的背景下, 行业竞争格局得到逐步改善, 国内龙头企业如顺络电子是有望受益于本土的产业链配套优势从而获得更多的市场份额。

**图26: 全球电感行业市场竞争格局**

资料来源：中国产业信息网，公司公告，新时代证券研究所

我国电感器行业起步于 20 世纪 60 年代，并在 80 年代开始叠层电感的相关研究工作，随后通过引进国外相关技术和自身研发逐步发展。到现在为止，我国已经是电子元件大国，已经拥有了一批在全球市场都有一定竞争力的元器件产品生产基地，同时拥有全球最大的应用市场。所以我国即是电感器的主要生产地，同时又是电感器的主要消费地。

电子元件作为电子设备的基础单元，电子元件的性能、质量水平与供应可靠性直接关系到电子设备的应用普及和供应保障。所以新型电子元器件是信息技术的三大支柱之一，受到我国政府的重点支持，而且在进口电子元件存在可能的停产断档、出口限制或安全隐患等问题的情况下，电子元器件的国产替代具有特别重要的现实意义。

《中国制造 2025》中的一项战略任务为强化工业基础能力，指出核心基础零部件（元器件）、先进基础工艺、关键基础材料和产业技术基础等工业基础能力薄弱，是制约我国制造业创新发展和质量提升的症结所在。同时提出工业强基工程，目标到 2020 年，40% 的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，受制于人的局面逐步缓解；到 2025 年，70% 的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，80 种标志性先进工艺得到推广应用，部分达到国际领先水平，建成较为完善的产业技术基础服务体系，逐步形成整机牵引和基础支撑协调互动的产业创新发展格局。而顺络电子作为拥有核心技术实力的核心基础电子元器件提供商，在国产替代的过程中有望深度受益。

### 2.3、电感行业空间巨大，景气度高企

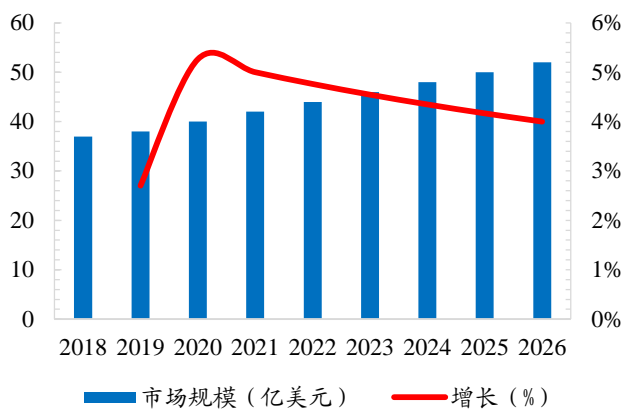
从行业规模来看，电子元件作为电子设备的基础单元，市场规模巨大，而且将随着全球下游电子应用如 5G、万物互联以及汽车电子的不断发展而增长。根据锐观网数据，全球电感器行业市场规模 2026 年将达到 52 亿美元。根据智研咨询数据显示中国电感器市场规模 2024 年也将达到 220.2 亿人民币的规模。

工信部印发的《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》提出到 2023 年，电子元器件销售总额要达到 21000 亿元，进一步巩固中国作为全球电子元器件生产大国的地位，充分满足信息技术市场规模需求。而且行动计划还提出到 2023 年要形成一批具有国际竞争优势的电子元器件企业，力争 15 家企业营收规模



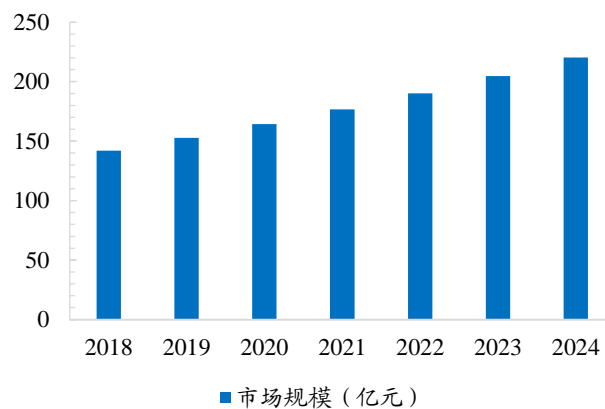
突破 100 亿元。顺络电子作为国内元器件绝对龙头，将深度受益于国家政策支持以及行业市场空间的不断扩展。

图27: 全球电感行业规模稳步增长



资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

图28: 中国电感市场规模稳步增长



资料来源：观研天下，新时代证券研究所

### 3、核心电子元器件龙头产能持续扩张，新品类带来新机遇

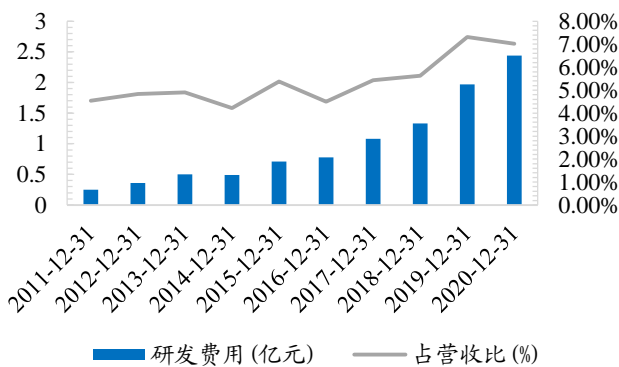
顺络电子是一家专业从事各类片式电子元件研发、生产和销售的高新技术企业。目前公司主要包括磁性器件、微波器件、敏感器件、精密陶瓷四大产品发展方向，其产品广泛运用于通讯、消费类电子、计算机、大数据、汽车电子、新能源、网通和工业电子等领域。多年来，公司一直深耕于被动核心元器件领域，已经完成从单一的电感企业向多品类电子元器件研发制造企业的转型。公司目前已经成为国内元件龙头之一，而且在局部领域已经成为全球行业领先者之一。

#### 3.1、研发奠定关键基础元件龙头地位，核心电感产品全球领先

顺络电子是一家具备研发基因的公司，从成立之初公司就设立了研发中心，一直以来都非常重视基础技术的研究，对磁性器件、微波元件、敏感与传感器和结构陶瓷等产业发展方向的材料及制造技术开展了长期、系统化、持续的研究和创新，搭建了从设计、材料、工艺、装备及控制等技术平台，从而使得公司拥有了强大的基础技术系统性研究实力，能够快速开发满足市场需要的新产品，也确立了公司产品持续竞争优势。

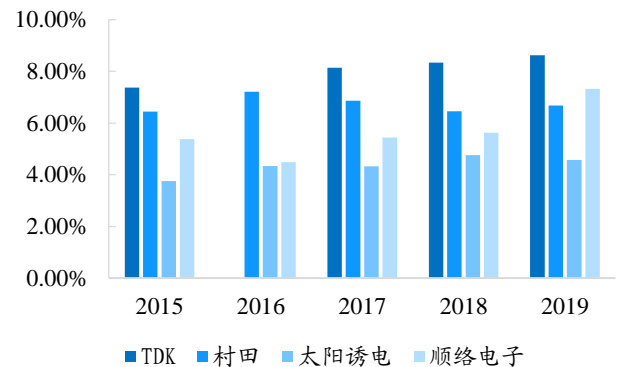
可以看到的是，公司多年来坚持长期系统化的研发投入，研发支出从十年前的0.25亿元提升至2020年的2.44亿元，研发占营收比例也从4.55%提升至7.02%，而且2020年研发人员1052名，占总员工比例高达17.70%。从全球电感龙头的研发投入情况来看，顺络电子每年研发投入占营收比例已经达到全球领先水平。

图29：2020年公司研发占营收比已达7.02%



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

图30：村田、TDK、太阳诱电与顺络电子研发费用率



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

长期系统的研发投入使得公司获得了系统性的研究实力和团队，拥有全球一流的材料开发平台、基础元件装备和测试平台、基础元件设计平台，能够广泛开发无线信号处理和电源信号处理的必备关键元件。而正是凭借自身雄厚的研发力量，公司核心产品竞争力大增，新领域拓展顺利，产品结构不断优化，目前已经在基础元件领域确立了全球竞争优势。

在强大的基础研发体系支持下，公司核心电感产品全球领先，在公司整体产品结构中绕线和叠层电感产品占比较高，是公司主要收入贡献来源。其中，公司在片式电感领域已经成长为全球领先的元件企业，产能规模全球前三。公司核心产品之一的微小尺寸射频电感产品是全球极少数、国内唯一具备批量供货能力的供应商，在市场上也获得全球客户的认可。

### 3.2、新品类扩张产品格局优化，汽车电子、LTCC有望带来新增长点

从公司收入结构来看，公司收入主要来源于通讯、消费电子、工业电子和汽车电子等应用领域；按产品来分的话，绕线和叠层产品合计占比较高，是公司收入贡献主力；此外，汽车电子、LTCC、精细陶瓷、敏感器件、PCB等产品在电子行业不断发展的情况下都取得良好进展，新应用领域的不断开拓，打开了公司未来成长空间，为公司的持续成长奠定良好的市场基础，有望在未来给公司带来稳定的增长点。

#### 3.2.1、汽车电子产品取得认证突破，订单即将放量

汽车电子是公司新的重要业务领域之一，一方面受益于汽车电动化和智能化，新能源车渗透率不断提升带动汽车相关电子元器件量价齐升，汽车电子将成为行业发展核心驱动，另一方面，公司已经通过坚实的技术积累优势和多年的市场耕耘已经在汽车电子领域获得了主流客户的普遍认可。公司目前汽车电子产品应用领域包括了汽车电池管理系统、自动驾驶系统、车载充电系统（OBC）、车联网、大灯控制系统、电机管理系统、车身控制系统、影音娱乐系统等。

表1：公司汽车电子产品

应用场景	功能应用	应用产品
电池	DC-DC 供电、温度管理、供电隔离、CAN-BUS、电理均衡	功率电感、绕线电子变压器 ATWP 系列、脉冲变压器
电机	汽车底盘与安全系统应用：仪表、警报器 ABS 控制单元、液力自动变速器 AT、电子力转向系统	ALTW 系列、PCB 平面变压器 ATPP 系列、温度传感器系列、压力传感器 ACCP、共模扼流器、无线充电线圈、天线及保护器件、EMC 元件功率电感、绕线电子变压器 ATWP 系列、脉冲变压器 ALTW 系列、PCB 平面变压器 ATPP 系列、温度传感器系列、压力传感器 ACCP、共模扼流器、无线充电线圈、天线及保护器件、EMC 元件
电控	充电桩：浪涌抑制回路、AC 电源、AC-DC 整流器、DC-DC 转换器、控制模块	ASWPA 系列车载绕线电感变压器，EMC 元件
车联网	汽车多媒体、车灯、安全气囊及无线连接： GNSS 装置、DC-DC 转换器、DC-DC 供电器、软电缆和连接槽、DVD-ROM、音响装置、卫星收音机、3G/4G 模块 车身与舒适系统中： HID/LED 灯、轮胎监控、ETC 系统、车用立体声组合、卫星传播收音机、车辆间距控制装置、防盗装置、无线充电、安全气囊、送风机、无线 LAN、泊车辅助装置	绕线片式陶瓷电感 ASDWLC 系列、变压器叠层片式电感 ASDL 系列、1D 线圈 ATRL 系列、无线充电器组 AMQK/AMQC 系列

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

汽车电子的特点是认证周期较长，有很高的进入壁垒。在成为主流客户的供应商之前，需要很长时间的开拓、严格的质量管理体系审核以及产品性能认证。一般情况下，从资质审定到成为合格供应商需要 3-5 年的时间。因此，严格的供应商资质认证对新进入者形成了较高的市场进入壁垒。

公司在 2016 年成立汽车事业部，其汽车电子产品在技术性能及质量、管理上已取得客户认证突破性进展，订单即将步入放量期。目前公司已向国际知名系统集成商供应 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也将进一步出货。而且公司新推出的具有核心竞争优势的高速共模、小磁环共模、车载网络变压器、OBC 等产品，目前均取得国内外多家汽车零部件供应商及终端车厂的认证并实现批量交付。应用于 LED 车灯控制系统的电感类产品也实

现了量产交付。为储能应用领域开发的 BMS 类元件已经实现批量交付。

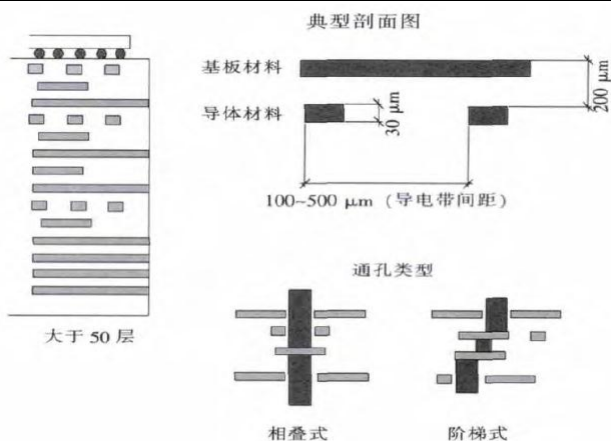
未来预计还将有更多新业务正在设计导入过程中，汽车电子未来市场空间巨大，有望给公司长期发展带来新的增长点。而目前公司汽车电子产业化项目正在持续推进，我们预计公司到 2025 年汽车电子业务将达到 20% 的收入占比。

### 3.2.2、LTCC 器件市场空间巨大，持续扩产满足市场需求的增长

低温共烧陶瓷技术 (LTCC) 是一种多层陶瓷微波材料技术，一种在低温条件 (1000℃) 下将低电阻率的金属导体和陶瓷基体材料共同烧结而成的多层结构。LTCC 技术最大的特点就是可以利用多层结构来制作三维结构，实现了传统材料无法获得的三维结构。

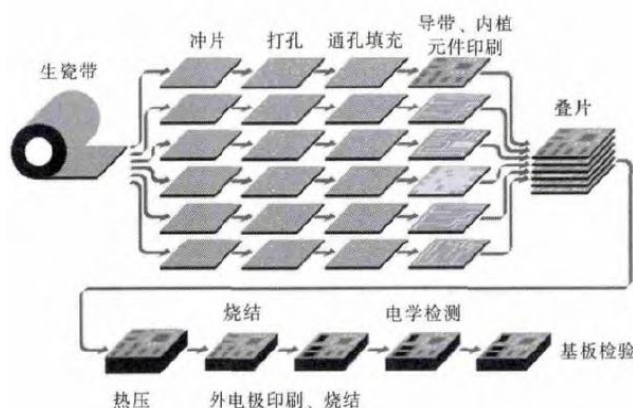
LTCC 可以将三大无源元器件及各种无源组件 (滤波器、变压器等) 封装于多层布线基板中，并将有源器件 (功率 MOS、晶体管、IC 电路模块等) 装在基板表面从而共同集成为一个电路系统。LTCC 是现阶段最先进的无源集成及混合电路封装技术，目前已经成为无源集成的主流技术，是无源元件领域的发展方向 and 新的元件产业的经济增长点。而且因为 LTCC 高集成性、高稳定性和高频特性，所以能够满足在电子组件性能和功能越来越高的情况下，而对产品尺寸越来越小的要求。因此 LTCC 的市场空间不断增长。

图31: 共烧陶瓷多层基板的典型结构



资料来源:《LTCC 技术简介及其发展现状》，新时代证券研究所

图32: LTCC 工艺流程



资料来源:《LTCC 技术简介及其发展现状》，新时代证券研究所

LTCC 项目技术门槛非常高，而顺络电子从 2005 年就已介入 LTCC 产品的开发和生产，在 2008 年收购南玻电子进一步开发 LTCC 研发项目，在经过长期系统性的研发投入，已经在 LTCC 领域取得了成果。公司目前滤波器、耦合器以及其他微波器件等 LTCC 器件已经量产，订单不断释放，目前在持续扩产过程中。公司 2017 年定增公布的微波器件产业化项目新增微波器件产能 6.4 亿只，其中 LTCC 产品 5.4 亿只；在 2020 年公告预计未来将推进的微波器件扩产项目更是新增微波器件产能 29 亿只。我们预计随着 5G 时代的到来，通讯领域 LTCC 产品需求不断增长，而且 LTCC 产品的应用领域还在不断扩大，下游需求量逐年增长，预计未来将成为公司持续增长点。

### 3.3、公司产能持续扩张，电子元器件小型化、高频化、高精度和集成化趋势及市场需求旺盛推升均价上升

随着 5G 时代的到来，各行各业的电子化程度持续上升，电子元器件下游应用领域不断爆发新的需求。电子产品复杂化和多功能化趋势在催生电子元件升级的同时，也对电子元件数量的需求不断增长。在电子元器件市场需求不断上升的情况下，公司作为国内基础核心元器件龙头，产能多次扩张。

2020 年公司在公告中公布了未来 4 个项目的产能建设规划：新型片式电感扩产项目达产后将实现年产 15.56 亿只一体成型功率电感，436.06 亿只高精密度电感；微波器件扩产项目达产后将新增微波器件产能 29 亿只；汽车电子产业化项目达产后将新增汽车电子产品产能 12.31 亿只；精细陶瓷扩产项目达产后将新增智能穿戴陶瓷底壳产能 500 万个，手机背板陶瓷底壳 125 万个。4 个项目新型片式电感扩产项目、微波器件扩产项目、汽车电子产业化项目和精细陶瓷扩产项目完全达产后预计能给公司分别带来税收利润 1.19 亿元、1.40 亿元、0.84 亿元、0.59 亿元。公司历年均在持续扩产，具体规划和进度会根据战略规划及市场应用进展、客户开拓情况有序进行。

表2：顺络电子历年新增产能情况

时间	项目名称	计划投资金额（亿元）	计划新增产能
2007	叠层片式电感扩产项目	1.67	片式电感器达 100 亿只
2007	片式压敏电阻扩产项目	1.51	片式电阻器达 50 亿只
2010	片式电感器扩产项目	3.06	叠层电感 60 亿只，绕线电感 7 亿只
2010	低温共烧陶瓷（LTCC）扩产	0.8	LTCC1.62 亿只
2013	片式电感器扩产项目	6.08	叠层电感 144 亿只，绕线功率电感 28 亿只
2013	电子变压器新建项目	0.29	电子变压器 4000 万只
2017	新式片式电感扩产项目	6.52	片式电感 279.66 亿只
2017	新型电子变压器扩产项目	1.36	电子变压器 2.54 亿只
2017	微波器件产业化项目	1.71	微波器件产能 6.4 亿只，其中 LTCC 产品 5.4 亿只，NFC 产品 1 亿只
2017	精细陶瓷产品产业化项目	1.55	精细陶瓷产品 10100 万片，其中陶瓷指纹片 10000 万片
2020	片式电感扩产项目	8.26	一体成型功率电感 15.56 亿只，高精密度电感 436 亿只
2020	微波器件产业化项目	5.58	微波器件 29 亿只
2020	汽车电子产业化项目	4.67	汽车电子产品 12.3 亿只
2020	精细陶瓷扩产项目	4.52	智能穿戴陶瓷底壳 500 万个，手机背板陶瓷底壳 125 万个

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

此外，从电子元件的技术发展趋势来看，随着电子产品小型化及高性能的发展，电子元件也正在向小型化、高频化、高精度和集成化方向发展。而且伴随着电子产品小型化进程的加快，电子元件复合化和集成化的步伐也在加快。在电子元件技术发展的趋势中可以看到，电子元件的小型化、高频化、高精度和集成化趋势都将导致电子元件均价上升。再加上电子行业下游应用市场需求持续扩张，我们预计 2021 年电子元件整体市场将处于高景气状态，而且根据产业链调研的情况来看，2021 年一季度市场供需保持高度紧张，核心电感产品产能持续紧张。

#### 4、关键假设和盈利预测:

随着 5G 时代的到来,我们预计电子产业将迎来新一轮的快速增长。未来,移动智能终端、可穿戴设备等消费电子迎来更新升级需求,5G 通讯和汽车电子等行业的飞速发展也在进一步推升电子基础元件的需求。在电感下游主要应用如 5G、万物互联以及汽车电子的不断发展,电感市场需求不断增长,行业竞争格局改善,国产替代迎来机遇。在公司产能不断增加、新品类扩张情况下,我们因此作出以下关键假设:

1) 智能移动终端 5G 手机渗透率将持续提升,根据 IDC 预计 2021 年全球智能机市场涨幅为 5.5%,到 2023 年全球 5G 手机市场份额将上升至 23.90%,叠加 5G 手机电感用量较 4G 增长 30%-50%,因此我们预计公司通讯业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 30.0%、25.0%、20.0%。

2) 得益于疫情影响和宅经济,全球居家办公的需求增加,笔电、平板等电子产品需求超预期,数据服务器需求也在持续增长,全球消费电子市场需求旺盛。考虑到全球疫苗覆盖进度,因此我们认为未来消费电子增速将保持相对平缓,预计消费电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 28.0%、25.0%、20.0%。

3) 受汽车电动化和智能化推动,我们认为汽车电子将成为电子元件行业发展核心驱动;电动车有望在 2025 年将达到新车销售量的 20%,再加上电动车电子化程度高达 65%的情况下,我们预计汽车电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 65.0%、60.0%、55.0%。

4) 5G 基站建设持续增长,根据工信部数据:2020 年国内新增 5G 基站约 58 万个,累计已建成 71.8 万个;我们预计 2021 年将新建 5G 基站 60 万个以上,将在 2022 年至 2023 年迎来建设高峰。根据《5G 产业发展白皮书》预测,到 2030 年,我国 5G 基站数量将达到 1500 万个。公司工业电子业务随着 5G 时代的到来保持持续增长,我们预计工业电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 20.0%、30.0%、30.0%。

5) 特种电子方面,公司持续投入做模块规划,我们预计特种电子业务营收在 2021/2022/2023 年的增速分别为 40.0%、30.0%、30.0%。

所以,我们预计公司 2021-2023 年的收入分别为 46.2、60.3、76.9 亿元,对应的增速分别为 32.75%、30.64%、27.57%。

表2: 顺络电子营盈利预测

		2020	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入 (亿元)	34.77	46.16	60.30	76.93
	YOY (%)	29.11%	32.75%	30.64%	27.57%
通讯	营业收入 (亿元)	15.99	20.79	25.99	31.19
	YOY (%)	23.73%	30.00%	25.00%	20.00%
消费电子	营业收入 (亿元)	8.69	11.13	13.91	16.69
	YOY (%)	46.72%	28.00%	25.00%	20.00%
汽车加新兴产业	营业收入 (亿元)	3.82	6.31	10.10	15.65
	YOY (%)	9.25%	65.00%	60.00%	55.00%
工业电子	营业收入 (亿元)	4.17	5.01	6.51	8.46
	YOY (%)	29.11%	20.00%	30.00%	30.00%
特种电子	营业收入 (亿元)	2.09	2.92	3.80	4.94
	YOY (%)	54.94%	40.00%	30.00%	30.00%

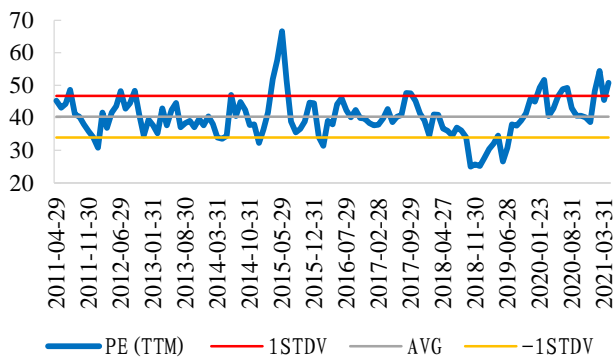
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 5、估值分析

从顺络电子历史估值变化的角度来看，公司近 10 年估值中枢 PE (TTM) 为 40.35 倍，2021 年 4 月 19 日 PE (TTM) 为 44.09 倍，高于公司估值中枢，处于略微超过均值一个标准差的位置。我们认为公司业绩长期稳定增长，营业总收入从 2009 年到 2020 年 CAGR 为 26.78%，期间归母净利润的 CAGR 也达到 19.83%；总资产从 2007 年的 5.61 亿元增长到了 2020 年的 75.22 亿元 (CAGR 为 22.10%)。

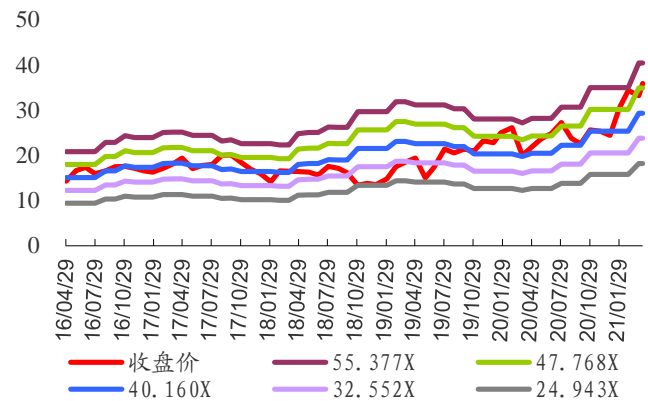
公司还披露了 2021 年一季度业绩预告，预计 2021 年一季度归母净利润 1.85 亿元-1.98 亿元 (同比增长 95%-110%)，一季度业绩超预期，公司已经连续四个季度的单季销售收入和净利润创历史新高，并且在 2021 年一季度创造公司上市以来最快单季同比增长速度。我们认为电子元器件行业正处于高景气状态，而公司凭借长期的基础技术研究体系，随着 5G 时代的到来，电子下游应用领域不断扩张，公司新产品市场应用得到快速成长，产品销售供不应求。而随着公司业绩的快速增长，公司估值有望快速消化。

图33: 顺络电子历史估值变化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图34: 顺络电子 PE-band



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从可比公司的角度来看，我们选取了 A 股 4 家代表性电子元器件公司来做对比，2021 年 A 股可比上市公司的估值均值为 29.95 倍，顺络电子在估值上有吸引力。而且从毛利率角度来看，相比国际竞争对手，顺络电子毛利率显著高于 TDK 和太阳诱电，与村田的毛利率水平相近，我们认为未来顺络电子在研发体系上的优势将逐步显现，公司竞争力将持续提升。

表3: 可比公司估值情况

代码	简称	总市值(亿元)	收盘价	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002138.SZ	顺络电子	302.05	37.46	0.74	0.97	1.30	50.62	37.83	28.30
300408.SZ	三环集团	771.46	42.46	0.82	1.13	1.49	51.78	37.62	28.44
000636.SZ	风华高科	257.83	28.80	0.40	1.25	1.86	72.00	23.08	15.49
300319.SZ	麦捷科技	61.60	8.85	0.17	0.37	0.52	52.06	24.06	17.06
000733.SZ	振华科技	268.52	52.16	1.18	1.65	2.20	44.20	31.61	23.72

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (注: 数据时间为 2020 年 4 月 19 日收盘价, 顺络电子采用新时代电子团队预测, 其他公司使用 wind 一致预期)

我们认为随着 5G 时代的到来, 预计电子产业将迎来新一轮的快速增长。未来, 移动智能终端、可穿戴设备等消费电子迎来更新升级需求, 5G 通讯和汽车电子等



行业的飞速发展也在进一步推升电子基础元件的需求。在电感下游主要应用如 5G、万物互联以及汽车电子的不断发展，电感市场需求不断增长，行业竞争格局改善，国产替代迎来机遇。在公司产能不断增加、新品类扩张情况下，将迎来快速发展时期。

最终我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.97、1.30 和 1.68 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 37.8、28.3 和 21.9 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 6、风险提示

市场需求不及预期，行业竞争加剧，国产替代不及预期

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2311</b>	<b>2654</b>	<b>3716</b>	<b>5010</b>	<b>6579</b>	<b>营业收入</b>	<b>2693</b>	<b>3477</b>	<b>4615</b>	<b>6029</b>	<b>7692</b>
现金	462	326	441	960	1282	营业成本	1774	2216	2999	3911	4963
应收票据及应收账款合计	986	1265	1723	2181	2799	营业税金及附加	22	33	43	57	72
其他应收款	17	19	29	34	46	营业费用	76	93	123	161	206
预付账款	9	10	16	19	25	管理费用	150	155	206	269	344
存货	547	621	960	1102	1515	研发费用	197	244	328	434	554
其他流动资产	290	412	547	715	912	财务费用	19	55	61	78	84
<b>非流动资产</b>	<b>3993</b>	<b>4868</b>	<b>5085</b>	<b>5362</b>	<b>5731</b>	资产减值损失	-20	-45	-15	-48	-62
长期投资	44	100	121	151	185	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2831	3084	3260	3421	3606	其他收益	37	84	36	43	47
无形资产	404	422	469	525	591	投资净收益	-3	-3	18	23	13
其他非流动资产	715	1262	1235	1265	1348	<b>营业利润</b>	<b>461</b>	<b>692</b>	<b>921</b>	<b>1231</b>	<b>1588</b>
<b>资产总计</b>	<b>6304</b>	<b>7522</b>	<b>8800</b>	<b>10372</b>	<b>12310</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1476</b>	<b>1997</b>	<b>2491</b>	<b>3000</b>	<b>3533</b>	营业外支出	4	6	4	5	5
短期借款	666	927	1066	1226	1410	<b>利润总额</b>	<b>457</b>	<b>687</b>	<b>917</b>	<b>1226</b>	<b>1583</b>
应付票据及应付账款合计	495	673	908	1153	1463	所得税	51	89	119	160	206
其他流动负债	315	397	517	621	660	<b>净利润</b>	<b>406</b>	<b>597</b>	<b>797</b>	<b>1067</b>	<b>1377</b>
<b>非流动负债</b>	<b>319</b>	<b>576</b>	<b>724</b>	<b>881</b>	<b>1071</b>	少数股东损益	4	9	12	15	20
长期借款	130	315	448	593	743	<b>归属母公司净利润</b>	<b>402</b>	<b>588</b>	<b>786</b>	<b>1051</b>	<b>1357</b>
其他非流动负债	188	261	276	289	328	EBITDA	782	1110	1297	1657	2068
<b>负债合计</b>	<b>1795</b>	<b>2573</b>	<b>3216</b>	<b>3881</b>	<b>4604</b>	EPS(元)	0.50	0.73	0.97	1.30	1.68
少数股东权益	91	104	115	131	150						
股本	806	806	806	806	806	<b>主要财务比率</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	1980	1977	1977	1977	1977	<b>成长能力</b>					
留存收益	1771	2201	2780	3555	4554	营业收入(%)	14.0	29.1	32.8	30.6	27.6
归属母公司股东权益	4418	4845	5470	6360	7555	营业利润(%)	-7.4	50.2	33.0	33.7	29.0
<b>负债和股东权益</b>	<b>6304</b>	<b>7522</b>	<b>8800</b>	<b>10372</b>	<b>12310</b>	归属于母公司净利润(%)	-16.1	46.5	33.6	33.7	29.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	34.1	36.3	35.0	35.1	35.5
						净利率(%)	14.9	16.9	17.0	17.4	17.6
						ROE(%)	9.0	12.1	14.3	16.4	17.9
						ROIC(%)	9.2	11.4	12.8	15.3	16.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	28.5	34.2	36.5	37.4	37.4
						净负债比率(%)	9.7	21.2	24.2	18.5	17.4
						流动比率	1.6	1.3	1.5	1.7	1.9
						速动比率	1.0	0.8	0.9	1.1	1.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
						应付账款周转率	4.2	3.8	3.8	3.8	3.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.50	0.73	0.97	1.30	1.68
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.02	0.54	1.25	1.09
						每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.01	6.78	7.89	9.37
						<b>估值比率</b>					
						P/E	74.0	50.5	37.8	28.3	21.9
						P/B	6.7	6.1	5.4	4.7	3.9
						EV/EBITDA	38.7	27.8	24.0	18.7	15.1

现金流量表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>663</b>	<b>813</b>	<b>438</b>	<b>1011</b>	<b>880</b>
净利润	406	597	797	1067	1377
折旧摊销	289	356	318	365	416
财务费用	19	55	61	78	84
投资损失	3	3	-18	-23	-13
营运资金变动	-122	-284	-697	-490	-981
其他经营现金流	68	85	-24	15	-4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1088</b>	<b>-1205</b>	<b>-519</b>	<b>-621</b>	<b>-775</b>
资本支出	1072	1160	222	235	340
长期投资	-25	-55	-21	-28	-35
其他投资现金流	-41	-100	-317	-415	-469
<b>筹资活动现金流</b>	<b>425</b>	<b>260</b>	<b>195</b>	<b>129</b>	<b>217</b>
短期借款	606	261	139	160	184
长期借款	130	185	133	144	151
普通股增加	-6	0	0	0	0
资本公积增加	-46	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-260	-183	-77	-175	-118
<b>现金净增加额</b>	<b>1</b>	<b>-137</b>	<b>115</b>	<b>519</b>	<b>322</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**毛正**，复旦大学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，五年商品证券领域投研经验。曾就职于国元证券研究所，担任电子行业分析师，2020年加入新时代证券，任电子行业首席分析师。

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任电子行业分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>梁爽</b> 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	<b>阎喜蒙</b> 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	<b>丁培培</b> 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>