

顺络电子 (002138.SZ)

上半年业绩承压，汽车电子等新业务表现亮眼

买入

核心观点

上半年营收同比下降 7.6%，归母净利润同比下降 28.6%。公司发布中报，1H22 营收 21.36 亿元 (YoY -7.6%)，归母净利润 2.94 亿元 (YoY -28.6%)，毛利率 34.95% (YoY -2.41pct)；2Q22 营收 11.28 亿元 (QoQ +11.9%，YoY -10.1%)，归母净利润 1.31 亿元 (QoQ -19.7%，YoY -40.5%)，毛利率 33.66% (QoQ -2.74pct，YoY -4.53pct)。1H22 公司汽车电子、储能等新业务营收实现同比高增长，但整体业绩仍承受较大压力，主要系：1) 全球疫情反复不断，消费电子和通讯市场需求低迷，公司传统产品订单同比下降；2) 新产线产能利用率短期内未达预期；3) 汇率变化及俄乌冲突导致原材料、物流等成本上涨。

上半年汽车电子及储能业务营收同比增长 63.2%，延续快速扩张态势。1H22 公司汽车电子或储能专用业务营收 2.10 亿元 (YoY +63.2%)，占比 9.8% (YoY +4.3pct)；其中 2Q22 营收 1.20 亿元 (QoQ +31.9%，YoY +73.6%)，占比 10.6% (QoQ +1.6pct，YoY +5.1pct)。公司汽车用高可靠性电子变压器、电动汽车 BMS 变压器、高可靠性各类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，同时大量新业务正在设计导入过程中。此外，公司已在光伏产业尤其是微逆变领域耕耘多年，目前已取得国内外行业标杆企业认可，公司拟专设相关业务下属公司紧抓光伏产业快速成长的机遇。

消费及通讯市场需求低迷，上半年公司传统业务营收同比下滑。1H22 受疫情、全球通胀等因素影响，消费及通讯市场景气度不高，公司射频信号处理业务营收 9.38 亿元 (YoY -7.9%)，其中 2Q22 营收 5.21 亿元 (YoY -5.1%)；1H22 电源管理处理业务营收 7.91 亿元 (YoY -6.1%)，其中 2Q22 营收 4.41 亿元 (YoY -5.0%)；1H22 陶瓷、PCB、传感及其他业务营收 1.96 亿元 (YoY -38.9%)，其中 2Q22 营收 0.46 亿元 (YoY -73.3%)。随着下半年消费电子市场进入旺季，公司产能利用率及人工效率预计将有所提升，传统业务业绩有望逐步回暖。

投资建议：我们继续看好公司汽车电子、储能、光伏等新业务持续快速增长，但考虑到消费电子、通讯等传统业务的经营压力仍然存在，我们下调 22-24 年公司归母净利润预期至 7.43/9.15/11.09 亿元 (前值：10.21/12.96/16.01 亿元)，对应 22-24 年 PE 分别为 29.4/23.9/19.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电感需求不及预期，产能提升不及预期，新品扩张不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,477	4,577	4,892	5,806	6,806
(+/-%)	29.1%	31.7%	6.9%	18.7%	17.2%
净利润 (百万元)	588	785	743	915	1109
(+/-%)	46.5%	33.3%	-5.3%	23.1%	21.3%
每股收益 (元)	0.73	0.97	0.92	1.13	1.38
EBIT Margin	21.2%	20.2%	19.4%	19.8%	20.2%
净资产收益率 (ROE)	12.1%	14.2%	12.2%	13.6%	14.7%
市盈率 (PE)	37.1	27.8	29.4	23.9	19.7
EV/EBITDA	22.5	19.3	18.3	15.3	13.2
市净率 (PB)	4.51	3.95	3.60	3.24	2.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 元件

证券分析师：胡剑
 021-60893306
 hujian1@guosen.com.cn
 S0980521080001

联系人：周靖翔
 021-60375402
 zhoujingxiang@guosen.com.cn

联系人：詹浏洋
 010-88005307
 zhanliuyang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
 021-60871321
 huhui2@guosen.com.cn
 S0980521080002

联系人：李梓澎
 0755-81981181

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	24.63 元
总市值/流通市值	19852/17857 百万元
52 周最高价/最低价	43.17/20.35 元
近 3 个月日均成交额	178.56 百万元

市场走势

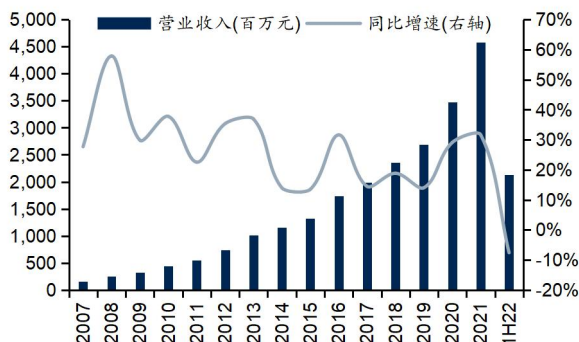


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

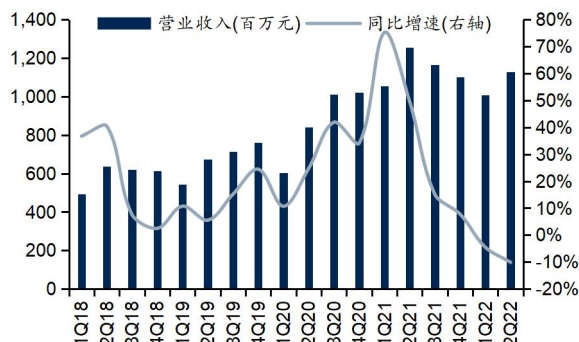
《顺络电子 (002138.SZ) ——2021 年报点评-21 年业绩稳健增长，汽车电子等新品快速扩张》——2022-03-01
 《顺络电子-002138-2021 年三季报预告：新品持续发力，3Q21 业绩稳中向好》——2021-10-17
 《顺络电子-002138-深度报告：国产电感龙头进入业绩爆发周期》——2021-03-15
 《顺络电子-002138-财报点评：5G 换机及汽车电子带动业绩超预期》——2021-01-28
 《顺络电子-002138-重大事件快评：优化股权结构，公司蓄力新一轮成长》——2020-05-29

图1: 公司营业收入及同比增速



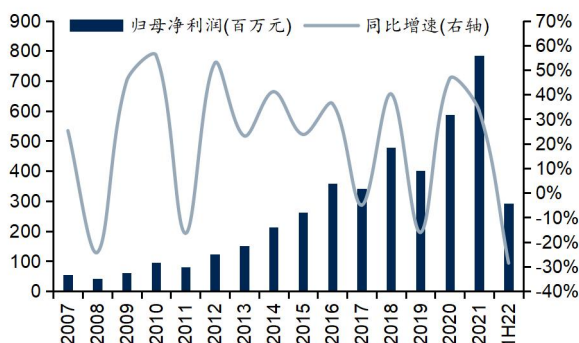
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



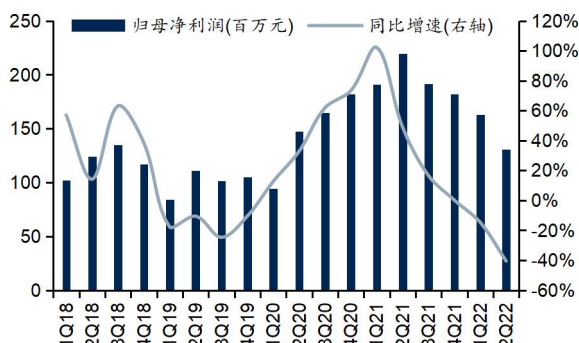
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



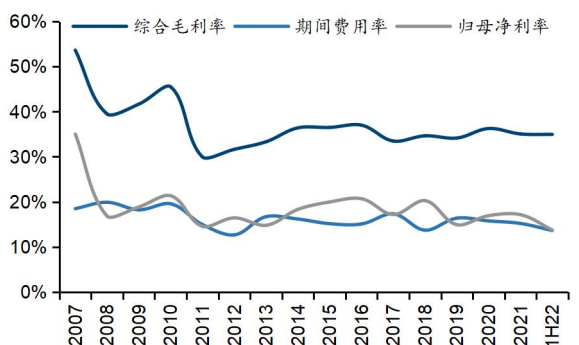
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



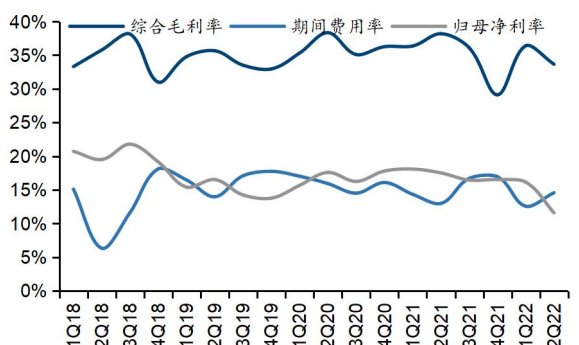
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



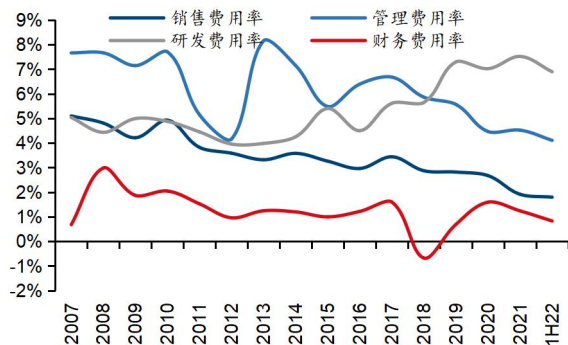
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



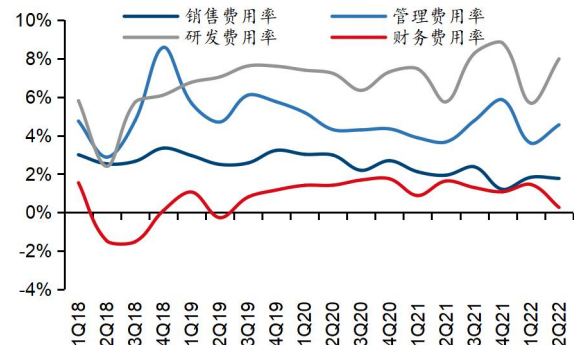
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司销售、管理、研发、财务费用率



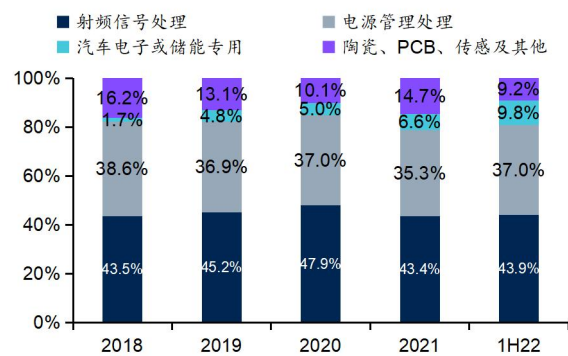
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



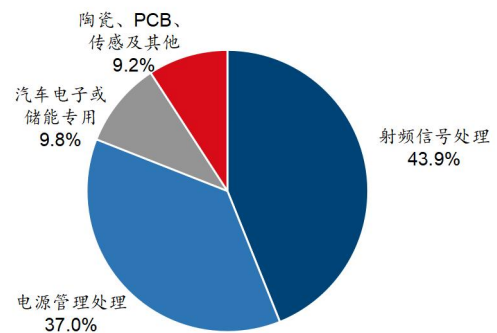
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司汽车电子及储能业务收入占比逐步提升



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图10：1H22 公司各业务线收入占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	326	493	509	415	445	营业收入	3477	4577	4892	5806	6806
应收款项	1284	1471	1340	1591	1865	营业成本	2216	2973	3203	3781	4409
存货净额	621	1048	1075	1169	1365	营业税金及附加	33	40	43	52	60
其他流动资产	423	712	633	787	954	销售费用	93	88	95	113	134
流动资产合计	2654	3725	3557	3962	4629	管理费用	155	207	232	265	299
固定资产	3864	4805	5549	6290	7002	研发费用	244	344	372	445	527
无形资产及其他	422	443	425	408	390	财务费用	55	57	83	86	89
投资性房地产	482	640	640	640	640	投资收益	(3)	(5)	(4)	(4)	(5)
长期股权投资	100	128	162	201	235	资产减值及公允价值变动	(45)	(27)	(31)	(37)	(33)
资产总计	7522	9741	10334	11502	12897	其他收入	61	108	65	78	84
短期借款及交易性金融负债	934	668	684	745	817	营业利润	692	945	895	1101	1333
应付款项	673	889	845	989	1155	营业外净收支	(6)	(6)	(5)	(6)	(5)
其他流动负债	390	679	619	747	904	利润总额	687	939	890	1095	1328
流动负债合计	1997	2236	2148	2482	2877	所得税费用	89	89	85	104	126
长期借款及应付债券	315	1226	1226	1226	1226	少数股东损益	9	65	62	76	92
其他长期负债	261	429	525	637	762	归属于母公司净利润	588	785	743	915	1109
长期负债合计	576	1655	1751	1863	1988	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2573	3891	3898	4344	4864	净利润	597	850	805	991	1202
少数股东权益	104	318	363	418	485	资产减值准备	44	(37)	11	5	5
股东权益	4845	5532	6073	6739	7547	折旧摊销	349	408	461	568	654
负债和股东权益总计	7522	9741	10334	11502	12897	公允价值变动损失	45	27	31	37	33
						财务费用	55	57	83	86	89
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(127)	(425)	185	(110)	(184)
每股收益	0.73	0.97	0.92	1.13	1.38	其它	(151)	179	(110)	(111)	(119)
每股红利	0.25	0.26	0.25	0.31	0.37	经营活动现金流	813	1058	1466	1465	1679
每股净资产	6.01	6.86	7.53	8.36	9.36	资本开支	(1160)	(1372)	(1229)	(1332)	(1386)
ROIC	12%	12%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(45)	(114)	(34)	(39)	(34)
ROE	12%	14%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(1205)	(1486)	(1263)	(1371)	(1420)
毛利率	36%	35%	35%	35%	35%	权益性融资	(5)	382	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	19%	20%	20%	负债净变化	185	911	0	0	0
EBITDA Margin	31%	29%	29%	30%	30%	支付股利、利息	(199)	(213)	(202)	(249)	(302)
收入增长	29%	32%	7%	19%	17%	其它融资现金流	279	(484)	15	61	72
净利润增长率	47%	33%	-5%	23%	21%	融资活动现金流	260	595	(187)	(187)	(229)
资产负债率	36%	43%	41%	41%	41%	现金净变动	(137)	162	16	(94)	30
息率	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	458	321	483	499	405
P/E	37.1	27.8	29.4	23.9	19.7	货币资金的期末余额	321	483	499	405	435
P/B	4.5	3.9	3.6	3.2	2.9	企业自由现金流	0	(552)	275	166	329
EV/EBITDA	22.5	19.3	18.3	15.3	13.2	权益自由现金流	0	(125)	215	150	321

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032