

2023年04月13日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 全年利润承压，汽车电子+光储新兴业务不断突破

## —顺络电子（002138.SZ）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：毛正 S1050521120001  
maozheng@cfsc.com.cn

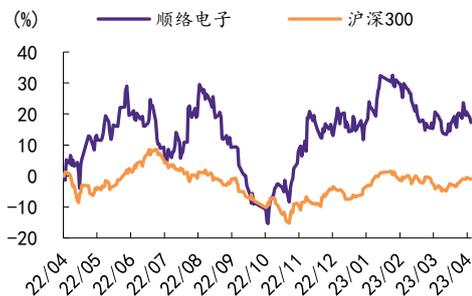
顺络电子发布 2022 年年度报告：公司 2022 年实现营业收入 42.38 亿元，同比减少 7.41%；实现归母净利润 4.33 亿元，同比减少 44.81%；实现扣非后归母净利润 3.68 亿元，同比减少 46.87%。

### 基本数据

2023-04-12

|             |            |
|-------------|------------|
| 当前股价（元）     | 26.25      |
| 总市值（亿元）     | 212        |
| 总股本（百万股）    | 806        |
| 流通股本（百万股）   | 725        |
| 52 周价格范围（元） | 18.8-29.43 |
| 日均成交额（百万元）  | 221.12     |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 投资要点

#### 2022 年利润承压，静待行业景气修复

2022 年度实现销售毛利 13.98 亿元，同比下降 12.84%；实现毛利率 33.00%，同比下降 2.06%。这一下降主要受疫情影响，消费市场和通讯市场订单量明显下降，导致通讯和消费领域产品的利用率不足，固定成本折旧增加，人工效率下滑。此外，公司前期扩产的产品线产能利用率短期未达预期。预计随着 2023 年消费场景景气度逐步回升、新兴市场持续增长，大客户份额持续提升，产能利用率及人工效率将逐步恢复，管理变革及创新带来的运营效益将逐步体现，公司毛利率有望逐步提升。

公司销售、管理、财务费用分别同比 -6.48%、26.22%、-10.14%，其中管理费用大幅上升，主要系子公司业绩增长，公司给予奖励及激励金，此外公司管理变革投入增加也有影响。研发费用同比增长 2.33%，反映公司高度重视基础研发投入，符合公司研发发展策略。

#### 新业务不断突破，为长期发展奠定基础

公司战略性布局汽车电子、储能、光伏、大数据、工业控制、物联网、模块模组等新兴产业，并获得全球各行业标杆企业认可，大客户不断突破，新兴产业发展将为公司成长创造广阔空间。其中，汽车电子是公司重要新兴业务领域之一，公司在汽车电子新能源电动化和智能化应用领域布局多年并专设下属公司。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，在技术性能及质量、管理上已得到了客户的高度认可，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，大量新业务正在设计导入过程中，为公司产品在全球汽车电子市场的全面推广打下了坚实基础。光伏储能（微逆变）是公司另一重要的新兴业务领域，目前已经取得了国内外行业标杆企业认

### 相关研究

- 1、《华鑫证券\*公司报告\*顺络电子（002138）：半年度业绩承压，汽车储能业务加快拓展\*20220802\*毛正，赵心怡》2022-08-02
- 2、《华鑫证券\*公司报告\*顺络电子（002138）：一季度业绩保持稳定，股份回购与增持计划增强发展信心\*20220420\*毛正，赵心怡》2022-04-20
- 3、《华鑫证券\*公司报告\*公司点评报告\*顺络电子（002138）\*业绩略低于预期，汽车电子业务打开成长天花板\*毛正，刘煜\*220301》2022-03-01

可。汽车电子和储能专用领域 2022 年收入 4.91 亿，同比增加 62.05%。

公司精细陶瓷产品未来发展市场广阔。氧化锆、氧化铝产品是公司的重点产品，公司持续研究粉体技术 22 年，积累了丰富的材料技术和工艺技术，有助于精细陶瓷新产品的持续开发。陶瓷、PCB 等领域 2022 年收入 9.33 亿，同比增加 38.84%。

公司通过长期的技术创新和市场耕耘，不仅电感类产品，汽车电子、敏感及传感器、变压器、微波器件、精密陶瓷等产品，都获得了主流客户的普遍认同，公司已经从单一的电感企业发展成为多品类电子元器件研发制造企业。随着这些产品的市场应用的持续推广及系列化产品的开发，将为公司的持续发展提供更多的机会，公司核心竞争力将继续提升。

### ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 53.16、67.27、84.68 亿元，EPS 分别为 0.89、1.24、1.62 元，当前股价对应 PE 分别为 29、21、16 倍，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

行业景气度下行风险、产品研发进度不及预期风险、行业竞争加剧风险、海外政策变化的风险等。

| 预测指标       | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 4,238  | 5,316 | 6,727 | 8,468 |
| 增长率（%）     | -7.4%  | 25.4% | 26.5% | 25.9% |
| 归母净利润（百万元） | 433    | 720   | 1,000 | 1,307 |
| 增长率（%）     | -44.8% | 66.3% | 38.8% | 30.7% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.54   | 0.89  | 1.24  | 1.62  |
| ROE（%）     | 7.1%   | 11.4% | 15.1% | 18.5% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表         | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产:</b>  |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物      | 451    | 372    | 201    | 169    |
| 应收款           | 1,625  | 2,038  | 2,579  | 3,016  |
| 存货            | 930    | 1,135  | 1,440  | 1,775  |
| 其他流动资产        | 644    | 806    | 1,018  | 1,279  |
| 流动资产合计        | 3,650  | 4,351  | 5,238  | 6,240  |
| <b>非流动资产:</b> |        |        |        |        |
| 金融类资产         | 7      | 7      | 7      | 7      |
| 固定资产          | 4,634  | 5,108  | 5,080  | 4,867  |
| 在建工程          | 1,304  | 522    | 209    | 83     |
| 无形资产          | 523    | 497    | 471    | 446    |
| 长期股权投资        | 166    | 166    | 166    | 166    |
| 其他非流动资产       | 661    | 661    | 661    | 661    |
| 非流动资产合计       | 7,289  | 6,953  | 6,587  | 6,223  |
| 资产总计          | 10,938 | 11,304 | 11,825 | 12,463 |
| <b>流动负债:</b>  |        |        |        |        |
| 短期借款          | 819    | 819    | 819    | 819    |
| 应付账款、票据       | 613    | 749    | 950    | 1,171  |
| 其他流动负债        | 946    | 946    | 946    | 946    |
| 流动负债合计        | 2,391  | 2,530  | 2,735  | 2,962  |
| <b>非流动负债:</b> |        |        |        |        |
| 长期借款          | 2,000  | 2,000  | 2,000  | 2,000  |
| 其他非流动负债       | 448    | 448    | 448    | 448    |
| 非流动负债合计       | 2,447  | 2,447  | 2,447  | 2,447  |
| 负债合计          | 4,839  | 4,978  | 5,183  | 5,410  |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |
| 股本            | 806    | 806    | 806    | 806    |
| 股东权益          | 6,100  | 6,327  | 6,642  | 7,053  |
| 负债和所有者权益      | 10,938 | 11,304 | 11,825 | 12,463 |

| 现金流量表     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 525   | 800   | 1111  | 1452  |
| 少数股东权益    | 92    | 80    | 111   | 145   |
| 折旧摊销      | 481   | 335   | 365   | 362   |
| 公允价值变动    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动    | -34   | -642  | -852  | -807  |
| 经营活动现金净流量 | 1064  | 573   | 735   | 1152  |
| 投资活动现金净流量 | -1520 | 309   | 341   | 339   |
| 筹资活动现金净流量 | 376   | -573  | -796  | -1040 |
| 现金流量净额    | -80   | 309   | 280   | 450   |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表          | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>4,238</b> | <b>5,316</b> | <b>6,727</b> | <b>8,468</b> |
| 营业成本         | 2,840        | 3,405        | 4,331        | 5,339        |
| 营业税金及附加      | 51           | 64           | 67           | 85           |
| 销售费用         | 82           | 103          | 130          | 164          |
| 管理费用         | 261          | 319          | 370          | 508          |
| 财务费用         | 51           | 112          | 117          | 118          |
| 研发费用         | 352          | 409          | 498          | 635          |
| 费用合计         | 746          | 943          | 1,115        | 1,425        |
| 资产减值损失       | -11          | -11          | -11          | -11          |
| 公允价值变动       | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益         | -13          | -13          | -13          | -13          |
| <b>营业利润</b>  | <b>581</b>   | <b>884</b>   | <b>1,226</b> | <b>1,600</b> |
| 加:营业外收入      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 减:营业外支出      | 4            | 4            | 4            | 4            |
| <b>利润总额</b>  | <b>577</b>   | <b>880</b>   | <b>1,221</b> | <b>1,596</b> |
| 所得税费用        | 52           | 80           | 111          | 144          |
| <b>净利润</b>   | <b>525</b>   | <b>800</b>   | <b>1,111</b> | <b>1,452</b> |
| 少数股东损益       | 92           | 80           | 111          | 145          |
| <b>归母净利润</b> | <b>433</b>   | <b>720</b>   | <b>1,000</b> | <b>1,307</b> |

| 主要财务指标           | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |        |       |       |       |
| 营业收入增长率          | -7.4%  | 25.4% | 26.5% | 25.9% |
| 归母净利润增长率         | -44.8% | 66.3% | 38.8% | 30.7% |
| <b>盈利能力</b>      |        |       |       |       |
| 毛利率              | 33.0%  | 35.9% | 35.6% | 37.0% |
| 四项费用/营收          | 17.6%  | 17.7% | 16.6% | 16.8% |
| 净利率              | 12.4%  | 15.1% | 16.5% | 17.1% |
| ROE              | 7.1%   | 11.4% | 15.1% | 18.5% |
| <b>偿债能力</b>      |        |       |       |       |
| 资产负债率            | 44.2%  | 44.0% | 43.8% | 43.4% |
| <b>营运能力</b>      |        |       |       |       |
| 总资产周转率           | 0.4    | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 应收账款周转率          | 2.6    | 2.6   | 2.6   | 2.8   |
| 存货周转率            | 3.1    | 3.1   | 3.1   | 3.1   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |        |       |       |       |
| EPS              | 0.54   | 0.89  | 1.24  | 1.62  |
| P/E              | 47.7   | 28.7  | 20.7  | 15.8  |
| P/S              | 4.9    | 3.9   | 3.1   | 2.4   |
| P/B              | 3.7    | 3.6   | 3.5   | 3.3   |

## ■ 电子组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**刘煜：**新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

**赵心怡：**香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。