

# 顺络电子 (002138)

 证券研究报告  
 2023年05月08日

## 短期业绩承压，新兴产业布局扩展成长空间

**事件：**公司发布 2023 年一季报，23Q1 公司实现营收 10.25 亿元，yoy+1.66%，实现归母净利润 0.81 亿元，yoy-50.52%。

**点评：**23Q1 收入基本持平，库存压力改善，整体盈利能力受到产能利用率不足&人力成本增加&研发投入增加&存货跌价准备计提增加承压；**1) 收入&收入结构：**2023Q1 实现营收 10.25 亿元，yoy+1.66%。分产品线来看，信号处理收入 4.20 亿元，yoy+0.72%；电源管理收入 4.11 亿元，yoy+0.49%；汽车电子或储能收入 0.98 亿元，yoy+8.32%；陶瓷和 PCB 等收入 0.96 亿元，yoy+4.57%；**2) 毛利率：**毛利率为 32.18%，yoy-4.21pct，qoq+1.83pct，毛利率环比改善的原因是通讯及消费类产品产能利用率回升，毛利率同比下降的原因是：①消费市场及通讯市场景气度回升仍需要时间，主要原有产品产能利用率虽有所回升，但总体仍然不足，固定成本及人均效率分摊，新投入产线产能利用率短期内未达预期；②产品销售结构发生变化；③少部分产品出现降价；**3) 净利润：**2023Q1 实现归母净利润 0.81 亿元，yoy-50.52%，扣非归母净利润 0.61 亿元，yoy-59.09%。净利率 9.81%，yoy-9.79pct，净利率较去年同期有明显下滑的原因主要是：①人员薪资成本同比上涨，②计提存货跌价增加，资产减值损失 22Q1 为-261 万元，23Q1 为 2667 万元，yoy+1121%；③研发项目投入持续增加，23Q1 研发费用为 0.9 亿元，yoy+56.33%；④前期产能扩张&厂房投入使用，折旧和设施使用的费用较去年同期有增加，但是产能利用率不充分；**4) 存货：**2023Q1 期末存货为 8.52 亿，yoy-18.04%，qoq-8.34%，伴随着消费和通讯市场景气度回升，存货压力下降。

**国内优质电感龙头，我们预计有望受益于下游需求复苏&新兴产业多元化布局提升核心竞争力：**

**国内优质电感龙头，有望受益于消费&通信需求弱复苏。**2023 国内经济弱复苏背景下，公司通讯及消费类的产品平均产能利用率逐步回升，环比同比都有所增加，我们认为整体将延续逐季度改善的趋势，对于公司产能利用率&利润率有正向拉动作用。

**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多元全面布局打开成长空间：**1) **汽车：**现有产品应用领域广泛，涵盖汽车电池管理系统、自动驾驶系统、车载充电系统 (OBC)、车联网等，目前产品涵盖变压器、功率电感、功率磁性器件、共模电感、叠层电感等多种品类，其中 ADAS 用 EP 变压器、BMS 电池管理用磁环电感、OBC 用、DC-DC 模块用等各式变压器产品及功率电感等产品已经实现大规模批量化交付，子公司深圳顺络汽车电子有限公司 22 年营业收入 4.64 亿元，净利率 14.03%；2) **光伏：**公司已经在光伏产业尤其是微逆变领域取得国内外行业标杆企业认可，积极行动抓住当下光伏产业成长期；3) **云计算、大数据及元宇宙领域：**公司产品专注于满足服务器高端客户不断发展的需求，元宇宙市场规模应用，各类信息交互、处理等相关电子产品为公司带来增量市场；4) **精细陶瓷：**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 23 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。公司精细陶瓷产品前期已经完成市场布局、技术布局，与国内外多家知名企业的未来项目上保持着深度合作，技术水平领先；在光伏储能市场、消费市场有广阔应用空间；5) **模块模组业务：**通讯模组、电源模组是公司重要业务领域。目前 PA 模组主要由海外行业巨头企业提供，国内厂商快速成长。PA 模组对产品尺寸、性能和质量要求严苛，公司产品已经得到了海内外重要客户群的认可，产品份额或将持续提升。目前电源模组产品和通讯模组产品已实现批量交付。

**投资建议：**考虑到公司 23 年一季度盈利能力承压&消费市场整体呈现弱复苏态势，将 23/24 年归母净利润由 8.6/11.8 下调至 6.4/8.6 亿，新增 25 年 11.4 亿归母净利润的盈利预测，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求恢复不及预期、新市场开拓不及预期、产能利用率提升不及预期、新产品导入不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,577.32	4,238.21	5,170.62	6,463.27	8,079.09
增长率(%)	31.66	(7.41)	22.00	25.00	25.00
EBITDA(百万元)	1,699.55	1,554.14	1,503.95	1,814.71	2,224.28
归属母公司净利润(百万元)	784.63	433.05	640.81	864.73	1,137.72
增长率(%)	33.33	(44.81)	47.98	34.94	31.57
EPS(元/股)	0.97	0.54	0.79	1.07	1.41
市盈率(P/E)	21.84	39.57	26.74	19.81	15.06
市净率(P/B)	3.10	3.08	2.79	2.57	2.31
市销率(P/S)	3.74	4.04	3.31	2.65	2.12
EV/EBITDA	18.96	15.40	12.88	10.82	8.64

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	21.25 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	806.32
流通 A 股股本(百万股)	725.30
A 股总市值(百万元)	17,134.27
流通 A 股市值(百万元)	15,412.69
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	45.85
一年内最高/最低(元)	30.07/18.61

### 作者

**潘暕** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517070005  
 panjian@tfzq.com

**俞文静** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110521070003  
 yuwenjing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《顺络电子-年报点评报告:季度业绩连创新高，盈利能力持续提升》2021-04-08
- 《顺络电子-公司点评:业绩超预期，受益于扩产+新品交付顺利》2021-01-28
- 《顺络电子-半年报点评:19H1 业绩短期承压，5G+汽车长期成长逻辑不变》2019-08-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	493.30	451.39	568.77	710.96	888.70
应收票据及应收账款	1,462.55	1,616.21	1,778.65	2,484.73	3,016.12
预付账款	13.50	17.57	14.81	25.82	27.13
存货	1,048.01	929.55	1,137.98	1,520.68	1,882.80
其他	707.22	635.22	605.53	644.84	647.92
<b>流动资产合计</b>	<b>3,724.58</b>	<b>3,649.95</b>	<b>4,105.73</b>	<b>5,387.03</b>	<b>6,462.67</b>
长期股权投资	127.92	166.18	166.18	166.18	166.18
固定资产	3,746.06	4,633.89	5,114.01	5,459.85	5,640.11
在建工程	1,059.13	1,304.46	818.68	539.21	353.52
无形资产	443.20	523.05	505.04	487.03	469.02
其他	640.26	660.93	605.77	618.09	598.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,016.58</b>	<b>7,288.50</b>	<b>7,209.68</b>	<b>7,270.35</b>	<b>7,227.07</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,741.16</b>	<b>10,938.45</b>	<b>11,315.41</b>	<b>12,657.38</b>	<b>13,689.74</b>
短期借款	553.33	819.05	1,108.16	1,522.33	1,303.67
应付票据及应付账款	889.04	613.06	1,218.54	1,050.61	1,772.00
其他	775.52	946.12	639.04	1,186.18	1,034.78
<b>流动负债合计</b>	<b>2,217.88</b>	<b>2,378.23</b>	<b>2,965.74</b>	<b>3,759.12</b>	<b>4,110.45</b>
长期借款	1,225.98	1,999.58	1,198.48	1,025.61	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	428.96	447.90	379.26	418.71	415.29
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,654.94</b>	<b>2,447.47</b>	<b>1,577.74</b>	<b>1,444.31</b>	<b>1,215.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,891.42</b>	<b>4,838.74</b>	<b>4,543.48</b>	<b>5,203.43</b>	<b>5,325.73</b>
少数股东权益	317.71	540.79	637.17	774.53	951.58
股本	806.32	806.32	806.32	806.32	806.32
资本公积	2,115.83	2,115.92	2,115.92	2,115.92	2,115.92
留存收益	2,826.45	3,019.44	3,458.73	4,039.02	4,793.78
其他	(216.56)	(382.77)	(246.20)	(281.84)	(303.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,849.74</b>	<b>6,099.71</b>	<b>6,771.93</b>	<b>7,453.95</b>	<b>8,364.00</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,741.16</b>	<b>10,938.45</b>	<b>11,315.41</b>	<b>12,657.38</b>	<b>13,689.74</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	849.91	525.03	640.81	864.73	1,137.72
折旧摊销	415.47	492.75	583.67	631.64	673.43
财务费用	54.39	81.15	69.16	63.19	58.22
投资损失	2.38	11.58	(30.00)	(25.00)	(45.00)
营运资金变动	(433.80)	(122.43)	39.56	(768.43)	(323.07)
其它	170.01	76.01	135.91	205.48	267.91
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,058.36</b>	<b>1,064.09</b>	<b>1,439.11</b>	<b>971.62</b>	<b>1,769.22</b>
资本支出	1,260.30	1,713.15	628.64	640.55	653.42
长期投资	27.62	38.25	0.00	0.00	0.00
其他	(2,773.89)	(3,271.72)	(1,149.28)	(1,297.11)	(1,260.50)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,485.97)</b>	<b>(1,520.31)</b>	<b>(520.64)</b>	<b>(656.56)</b>	<b>(607.08)</b>
债权融资	588.28	1,100.56	(691.93)	214.55	(489.85)
股权融资	(178.12)	(324.77)	(109.17)	(387.42)	(494.55)
其他	184.74	(362.12)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>594.90</b>	<b>413.67</b>	<b>(801.10)</b>	<b>(172.87)</b>	<b>(984.40)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>167.29</b>	<b>(42.55)</b>	<b>117.37</b>	<b>142.19</b>	<b>177.74</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4,577.32</b>	<b>4,238.21</b>	<b>5,170.62</b>	<b>6,463.27</b>	<b>8,079.09</b>
营业成本	2,972.78	2,839.66	3,474.65	4,304.54	5,348.36
营业税金及附加	39.89	51.07	51.94	66.38	87.17
销售费用	87.57	81.89	103.41	125.93	145.42
管理费用	206.99	261.26	237.85	297.31	371.64
研发费用	344.29	352.32	387.80	471.82	581.69
财务费用	56.74	50.98	69.16	63.19	58.22
资产/信用减值损失	(34.89)	(92.67)	7.51	29.45	28.70
公允价值变动收益	0.00	0.02	(4.68)	0.78	1.04
投资净收益	(5.41)	(12.83)	30.00	25.00	45.00
其他	(35.56)	125.02	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>944.93</b>	<b>581.49</b>	<b>878.63</b>	<b>1,189.33</b>	<b>1,561.33</b>
营业外收入	0.19	0.04	0.08	0.10	0.07
营业外支出	5.88	4.26	5.37	5.17	4.93
<b>利润总额</b>	<b>939.24</b>	<b>577.26</b>	<b>873.35</b>	<b>1,184.26</b>	<b>1,556.47</b>
所得税	89.33	52.23	91.95	114.83	151.88
<b>净利润</b>	<b>849.91</b>	<b>525.03</b>	<b>781.40</b>	<b>1,069.44</b>	<b>1,404.60</b>
少数股东损益	65.28	91.97	140.59	204.70	266.87
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>784.63</b>	<b>433.05</b>	<b>640.81</b>	<b>864.73</b>	<b>1,137.72</b>
每股收益(元)	0.97	0.54	0.79	1.07	1.41

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.66%	-7.41%	22.00%	25.00%	25.00%
营业利润	36.46%	-38.46%	51.10%	35.36%	31.28%
归属于母公司净利润	33.33%	-44.81%	47.98%	34.94%	31.57%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.05%	33.00%	32.80%	33.40%	33.80%
净利率	17.14%	10.22%	12.39%	13.38%	14.08%
ROE	14.18%	7.79%	10.45%	12.95%	15.35%
ROIC	15.84%	8.25%	10.11%	13.50%	15.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.95%	44.24%	40.15%	41.11%	38.90%
净负债率	23.95%	42.53%	27.38%	26.69%	16.50%
流动比率	1.67	1.53	1.38	1.43	1.57
速动比率	1.20	1.14	1.00	1.03	1.11
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.36	2.75	3.05	3.03	2.94
存货周转率	5.48	4.29	5.00	4.86	4.75
总资产周转率	0.53	0.41	0.46	0.54	0.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.97	0.54	0.79	1.07	1.41
每股经营现金流	1.31	1.32	1.78	1.21	2.19
每股净资产	6.86	6.89	7.61	8.28	9.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.84	39.57	26.74	19.81	15.06
市净率	3.10	3.08	2.79	2.57	2.31
EV/EBITDA	18.96	15.40	12.88	10.82	8.64
EV/EBIT	24.95	22.30	21.06	16.60	12.40

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com