顺络电子（002138）

公司研究/点评报告

三季报业绩创新高，受益 5G 需求旺盛

点评报告/电子　　2020 年 10 月 21 日

一、事件概述

10 月 20 日，公司发布 2020 年三季报：前三季度营收 24.5 亿元，同比+27.1%，归母净利润 4.06 亿元，同比+37.03%，扣非后归母净利润 3.81 亿元，同比+38.52%；基本 EPS 为 0.51 元，同比+37.84%。其中 Q3 营收 10.1 亿元，同比+41.87%，环比+20.7%，归母净利润 1.65 亿元，同比+61.84%，环比+11.5%，扣非后归母净利润 1.50 亿元，同比+60.7%。

二、分析与判断

➢ 业绩符合预期，单季营收和净利润创新高

公司在三季报业绩预告中披露：预计 20Q3 归母净利润 1.65 亿元，实际业绩符合预期。**20Q3 毛利率 35.09%，同比+1.58pct，净利率 16.65%，同比+2.19pct，**销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.19%/4.29%/1.69%/6.35%，同比分别-0.38/-1.80/+0.89/-1.27pct，其中研发费用 0.64 亿元，同比增长 18%。三季度业绩高增长受益于：（1）受益 5G 基站、5G 终端、汽车电子等新领域需求拉动；（2）高端片式电感产能和技术进一步提升，新产品放量，毛利率提升；（3）实施成本管控和精细化管理，期间费用率下降。

➢ 5G 对电感用量大幅提升，通讯持续引领增长

5G 手机在滤波器、天线、电感等方面单机用量大幅提升，对电感元件要求提升，高频化、片式化、微型化、高精度成为发展方向。5G 基站由于信道数量从 32 增加到 64、天线扇面数量从 1 增加到 3 个，叠层片式射频电感用量提升 6 倍、功率电感提升 3 倍。公司在被动元器件具备全球竞争力，同时深化与海内外核心客户合作，份额持续提升，5G 业务持续贡献增量。

➢ 汽车电子打造新增长点，精细陶瓷等进展顺利

汽车电子在电子变压器、BMS 变压器、高可靠电感等产品量产出货，在客户认证和订单导入方面取得突破，海外汽车业务在三季度恢复并稳定增长；精细陶瓷产品与重要客户保持深度合作，智能穿戴产品和结构件领域持续发力，手机背板项目持续导入中。LTCC 等微波器件前期投入较大，目前具备量产能力，有望迎来国产替代。

➢ 拟定增加码主业，引入知名战投

1、公司拟向先进制造产业投资基金、小米产业基金、安鹏资本、荔园新导等定增募资不超过 14.8 亿元，发行价格 17.94 元/股，用于片式电感、微波器件、汽车电子化、精细陶瓷四大项目。引入知名战投将在业务协同、技术资源合作、产业链整合方面有望发挥协同作用。

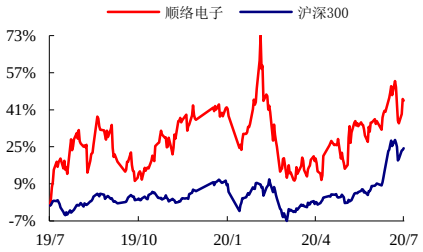
2、定增项目瞄准高端核心产品。片式电感达产后将新增 15.56 亿只一体成型功率电感、436 亿只高精密电感，达产后平均收入 8.56 亿元，税后净利润 1.19 亿元；微波器件扩充主要包括 LTCC 产品、双工器、耦合器等产品，面向 5G 基站和终端领域，达产后将新增产能 29 亿只、营收 4.29 亿元、税后净利润 1.4 亿元；汽车电子将新增产能 12.31 亿只，达产后收入 5 亿元、税后净利润 8383 万元；精细陶瓷扩产后将新增智能穿戴陶瓷底壳产能 500 万个、手机背板陶瓷底壳 125 万个，达产后营收 4.58 亿元、税后净利润 5915 万元。

推荐　维持评级

当前价格：　25.48 元

交易数据	2020-10-20
近 12 个月最高/最低(元)	31.65/20.08
总股本（百万股）	806
流通股本（百万股）	708
流通股比例（%）	87.85
总市值（亿元）	205
流通市值（亿元）	180

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王芳

执业证号：　S0100519090004

电话：　021-60876730

邮箱：　wangfang@mszq.com

分析师：胡独巍

执业证号：　S0100518100001

电话：　010-85127512

邮箱：　huduwei@mszq.com

相关研究

1.【民生电子】顺络电子（002138）公司点评：中报业绩靓丽，受益 5G 高景气

2.顺络电子（002138）一季报点评：受益于国产智能手机爆发

三、投资建议

预计 20/21/22 年净利润分别为 5.5/7.1/9.3 亿元，对应 PE 分别为 38X/29X/22X。参考 SW 被动元件行业 PE（TTM，中值）为 48 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

1、行业竞争加剧；2、下游需求复苏不及预期；3、新产能爬坡不及预期；4、5G 基建和 5G 手机换机不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,693	3,402	4,267	5,101
增长率（%）	14.0%	26.3%	25.4%	19.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	402	548	714	932
增长率（%）	-16.1%	36.4%	30.4%	30.5%
每股收益（元）	0.50	0.68	0.89	1.16
PE（现价）	51.0	37.5	28.8	22.0
PB	4.7	4.1	3.6	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,693	3,402	4,267	5,101
营业成本	1,774	2,223	2,751	3,267
营业税金及附加	22	34	40	49
销售费用	76	102	128	153
管理费用	150	197	247	296
研发费用	197	248	311	337
EBIT	476	597	789	1,000
财务费用	19	31	10	(4)
资产减值损失	(20)	(2)	12	(10)
投资收益	(3)	8	4	5
营业利润	461	612	808	1,056
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	457	628	818	1,068
所得税	51	74	95	125
净利润	406	554	722	943
归属于母公司净利润	402	548	714	932
EBITDA	765	931	1,160	1,413

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	462	1686	2502	3169
应收账款及票据	986	510	597	663
预付款项	9	13	16	19
存货	547	317	141	403
其他流动资产	290	290	290	290
流动资产合计	2311	2842	3576	4578
长期股权投资	44	51	56	61
固定资产	2831	3149	3483	3812
无形资产	404	580	785	972
非流动资产合计	3993	4219	4453	4626
资产合计	6304	7060	8028	9204
短期借款	666	666	666	666
应付账款及票据	495	580	735	866
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1476	1670	1916	2149
长期借款	130	130	130	130
其他长期负债	188	188	188	188
非流动负债合计	319	319	319	319
负债合计	1795	1989	2234	2467
股本	806	806	806	806
少数股东权益	91	98	106	116
股东权益合计	4509	5072	5794	6737
负债和股东权益合计	6304	7060	8028	9204

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.0%	26.3%	25.4%	19.5%
EBIT 增长率	6.7%	25.6%	32.1%	26.7%
净利润增长率	-16.1%	36.4%	30.4%	30.5%
盈利能力				
毛利率	34.1%	34.7%	35.5%	36.0%
净利润率	14.9%	16.1%	16.7%	18.3%
总资产收益率 ROA	6.4%	7.8%	8.9%	10.1%
净资产收益率 ROE	9.1%	11.0%	12.6%	14.1%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.5	1.8	1.9
现金比率	0.3	1.0	1.3	1.5
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	118.6	40.0	30.0	30.0
存货周转天数	101.9	70.0	30.0	30.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标（元）				
每股收益	0.5	0.7	0.9	1.2
每股净资产	5.5	6.2	7.1	8.2
每股经营现金流	0.8	2.2	1.8	1.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	51.0	37.5	28.8	22.0
PB	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	21.7	16.7	12.8	10.4
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	406	554	722	943
折旧和摊销	299	331	383	403
营运资金变动	(122)	889	316	(93)
经营活动现金流	643	1,790	1,446	1,275
资本开支	1,063	526	591	569
投资	(25)	0	0	0
投资活动现金流	(1,088)	(526)	(591)	(569)
股权募资	27	0	0	0
债务募资	734	0	0	0
筹资活动现金流	425	(39)	(39)	(39)
现金净流量	(20)	1,224	816	666

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。
胡独巍，电子组分析师，北京大学微电子学与固体电子学硕士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。