

业绩短期承压，新兴业务布局成效显著

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。
- **下游需求疲软导致业绩短期承压，23Q1 毛利率环比改善。**公司 2022 年实现营收 42.4 亿元，同比下滑 7%；归母净利润 4.3 亿元，同比下滑 45%，主要系消费电子以及通讯行业市场景气度不高，终端应用订单同比下降所导致。23Q1 公司实现营收 10.3 亿元，同比略增 2%；归母净利润 0.8 亿元，同比下降 51%，环比增长 214%。23Q1 实现毛利率 32.2%，同比下降 4.2 pct，环比增长 1.8 pct。目前公司处于大客户订单修复阶段，订单量有望逐步回稳。随着消费市场景气度回暖，加之公司对汽车电子、新能源等领域的战略布局，公司业绩有望逐季回升。
- **汽车电子或储能专用逆势增长，新兴产业布局成效显著。**公司布局汽车电子、光伏储能等新兴产业，打开电子元件海量市场空间。2022 年汽车电子或储能专用领域实现营收 4.91 亿元，同比增长 62%。**1) 汽车电子：**公司汽车电子产品涵盖汽车电池管理系统、自动驾驶系统、车载充电系统等领域，车用高可靠性电子变压器、BMS 变压器、高可靠性电感等产品已得到海内外众多知名车企批量采购，高端客户新项目持续推进。**2) 光伏储能：**公司在光伏产业尤其是微逆变领域深耕多年，产品取得行业标杆企业认可，目前光伏产业正处爆发成长期，公司专设业务下属公司布局长远发展。**3) 云计算及大数据：**服务器极大拉动了电子元件需求量，公司产品能够满足服务器高端客户不断发展的需求，并得到了高端客户持续认可。
- **研发创新+管理变革+优化激励，持续完善治理体系助力长效发展。**2022 年公司研发投入持续加大，研发费用同比增长 2%、研发人员同比增加 3%。公司长期致力于新材料、新技术和新产品开发，通过持续创新为客户提供高精尖产品和技术解决方案。公司高度重视优秀管理团队的培养，持续完善管理体系，经营效率显著提升。为鼓励汽车电子新兴产业发展，2022 年公司发布顺络汽车电子第三期核心员工持股方案，核心高管与骨干员工参与认购，为公司可持续发展奠定了坚实基础。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.89、1.20、1.55 元（原 23-24 年预测分别为 1.52、1.90 元，主要下调了营收及毛利率，上调了费用率和少数股东损益），根据可比公司 23 年 30 倍 PE 估值，对应目标价为 26.7 元，维持买入评级。

风险提示

- 新市场开拓不及预期风险；下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,577	4,238	5,307	6,546	7,896
同比增长(%)	31.7%	-7.4%	25.2%	23.3%	20.6%
营业利润(百万元)	945	581	922	1,210	1,543
同比增长(%)	36.5%	-38.5%	58.6%	31.2%	27.5%
归属母公司净利润(百万元)	785	433	718	965	1,246
同比增长(%)	33.3%	-44.8%	65.8%	34.4%	29.1%
每股收益(元)	0.97	0.54	0.89	1.20	1.55
毛利率(%)	35.1%	33.0%	34.0%	34.7%	35.2%
净利率(%)	17.1%	10.2%	13.5%	14.7%	15.8%
净资产收益率(%)	15.1%	7.8%	11.9%	14.1%	16.3%
市盈率	22.5	40.7	24.6	18.3	14.2
市净率	3.2	3.2	2.7	2.5	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月24日）	21.88 元
目标价格	26.7 元
52 周最高价/最低价	29.84/18.47 元
总股本/流通 A 股（万股）	80,632/72,530
A 股市值（百万元）	17,642
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-11.74	-16.73	-23.86	-4.87
相对表现	-7.72	-15.63	-19.1	-4.11
沪深 300	-4.02	-1.1	-4.76	-0.76



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

相关报告

短期业绩受制于疫情，新产品成长动力足	2022-05-23
5G 驱动电感业务成长，汽车电子进入业绩释放期	2021-05-27

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们根据公司 22 年报及 23 年一季报业绩情况，结合行业展望，对盈利预测做出一定调整：

- 1) 下调了公司全年电感和精密陶瓷等业务的营收及毛利率；
- 2) 结合公司实际情况，上调了费用率和少数股东损益预测。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

收入分类预测表	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
电感				
销售收入（百万元）	3,556	4,028	2,410	2,788
变动幅度			-32.2%	-30.8%
毛利率	36.9%	37.4%	32.7%	33.7%
变动幅度			-4.3%	-3.8%
汽车电子				
销售收入（百万元）	827	1,313	889	1,383
变动幅度			7.6%	5.3%
毛利率	36.0%	36.5%	34.5%	35.0%
变动幅度			-1.5%	-1.5%
精密陶瓷				
销售收入（百万元）	636	763	323	387
变动幅度			-49.2%	-49.2%
毛利率	29.5%	29.5%	26.0%	27.0%
变动幅度			-3.5%	-2.5%
军工（钽电容等）				
销售收入（百万元）	519	614	752	916
变动幅度			44.8%	49.3%
毛利率	49.5%	49.5%	44.0%	43.0%
变动幅度			-5.5%	-6.5%
其他业务（微波器件、无线充电等）				
销售收入（百万元）	1,191	1,340	932	1,072
变动幅度			-21.8%	-20.0%
毛利率	33.1%	33.4%	31.7%	32.7%
变动幅度			-1.4%	-0.7%
合计				
销售收入	6,730	8,057	5,307	6,546
变动幅度			-21.1%	-18.8%
综合毛利率	36.4%	36.8%	34.0%	34.7%
变动幅度			-2.4%	-2.1%

数据来源：东方证券研究所

图 2：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,730	8,057	5,307	6,546
变动幅度			-21.1%	-18.8%
营业利润(百万元)	1,459	1,813	922	1,210
变动幅度			-36.8%	-33.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,229	1,529	718	965
变动幅度			-41.6%	-36.9%
每股收益(元)	1.52	1.90	0.89	1.20
变动幅度			-41.4%	-37.0%
毛利率(%)	36.4%	36.8%	34.0%	34.7%
变动幅度			-2.4%	-2.1%
净利率(%)	18.3%	19.0%	13.5%	14.7%
变动幅度			-4.8%	-4.3%

数据来源：东方证券研究所

投资建议

我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.89、1.20、1.55 元（原 23-24 年预测分别为 1.52、1.90 元，主要下调了营收及毛利率，上调了费用率和少数股东损益），根据可比公司 23 年 30 倍 PE 估值，对应目标价为 26.7 元，维持买入评级。

图 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/24	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
福晶科技	002222	33.10	0.45	0.53	0.64	0.79	73.95	62.50	51.83	41.88
法拉电子	600563	137.20	3.69	4.47	5.84	7.43	37.17	30.66	23.48	18.47
麦捷科技	300319	8.60	0.35	0.23	0.45	0.57	24.45	37.29	19.13	15.13
国瓷材料	300285	26.89	0.79	0.50	0.78	1.02	33.95	54.30	34.33	26.44
铂科新材	300811	89.35	1.09	1.78	2.71	3.82	81.64	50.32	32.92	23.41
	最大值						81.64	62.50	51.83	41.88
	最小值						24.45	30.66	19.13	15.13
	平均数						50.23	47.02	32.34	25.06
	调整后平均						48.35	47.30	30.24	22.77

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

新市场开拓不及预期风险；下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	493	451	565	697	841	营业收入	4,577	4,238	5,307	6,546	7,896
应收票据、账款及款项融资	1,986	2,109	2,607	3,216	3,880	营业成本	2,973	2,840	3,502	4,275	5,113
预付账款	13	18	22	27	33	营业税金及附加	40	51	64	79	95
存货	1,048	930	1,146	1,399	1,674	营业费用	88	82	98	117	136
其他	184	142	131	134	137	管理费用及研发费用	551	614	693	832	983
流动资产合计	3,725	3,650	4,472	5,473	6,564	财务费用	57	51	70	66	54
长期股权投资	128	166	166	166	166	资产、信用减值损失	35	93	33	43	47
固定资产	3,746	4,634	5,017	5,280	5,439	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,059	1,304	1,649	1,594	1,559	投资净收益	(5)	(13)	(5)	(5)	(5)
无形资产	443	523	507	491	476	其他	116	86	80	80	80
其他	640	661	687	719	759	营业利润	945	581	922	1,210	1,543
非流动资产合计	6,017	7,289	8,026	8,250	8,399	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	9,741	10,938	12,498	13,724	14,962	营业外支出	6	4	5	5	5
短期借款	553	819	1,082	1,195	1,074	利润总额	939	577	917	1,205	1,538
应付票据及应付账款	889	613	756	923	1,104	所得税	89	52	92	121	154
其他	794	959	992	1,034	1,084	净利润	850	525	825	1,085	1,384
流动负债合计	2,236	2,391	2,830	3,152	3,262	少数股东损益	65	92	107	119	138
长期借款	1,226	2,000	2,000	2,000	2,000	归属于母公司净利润	785	433	718	965	1,246
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.97	0.54	0.89	1.20	1.55
其他	429	448	521	607	709						
非流动负债合计	1,655	2,447	2,521	2,607	2,709	主要财务比率					
负债合计	3,891	4,839	5,351	5,759	5,971		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	318	541	648	767	906	成长能力					
实收资本(或股本)	806	806	806	806	806	营业收入	31.7%	-7.4%	25.2%	23.3%	20.6%
资本公积	1,916	1,752	2,116	2,116	2,116	营业利润	36.5%	-38.5%	58.6%	31.2%	27.5%
留存收益	2,826	3,019	3,576	4,276	5,164	归属于母公司净利润	33.3%	-44.8%	65.8%	34.4%	29.1%
其他	(17)	(19)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,850	6,100	7,147	7,965	8,992	毛利率	35.1%	33.0%	34.0%	34.7%	35.2%
负债和股东权益总计	9,741	10,938	12,498	13,724	14,962	净利率	17.1%	10.2%	13.5%	14.7%	15.8%
						ROE	15.1%	7.8%	11.9%	14.1%	16.3%
						ROIC	13.0%	6.8%	9.1%	10.5%	12.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.9%	44.2%	42.8%	42.0%	39.9%
净利润	850	525	825	1,085	1,384	净负债率	23.9%	42.5%	38.4%	34.2%	27.3%
折旧摊销	387	482	536	623	708	流动比率	1.67	1.53	1.58	1.74	2.01
财务费用	57	51	70	66	54	速动比率	1.15	1.07	1.11	1.22	1.41
投资损失	5	13	5	5	5	营运能力					
营运资金变动	(424)	(247)	(574)	(703)	(762)	应收账款周转率	3.4	2.9	3.0	3.0	3.0
其它	184	240	88	85	96	存货周转率	3.2	2.5	2.9	2.9	2.8
经营活动现金流	1,058	1,064	949	1,160	1,485	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
资本支出	(1,333)	(1,690)	(1,232)	(804)	(804)	每股指标(元)					
长期投资	(28)	(38)	0	0	0	每股收益	0.97	0.54	0.89	1.20	1.55
其他	(126)	208	2	(5)	(5)	每股经营现金流	1.31	1.32	1.18	1.44	1.84
投资活动现金流	(1,486)	(1,520)	(1,230)	(809)	(809)	每股净资产	6.86	6.89	8.06	8.93	10.03
债权融资	1,054	853	(3)	0	0	估值比率					
股权融资	79	(164)	364	0	0	市盈率	22.5	40.7	24.6	18.3	14.2
其他	(538)	(276)	32	(219)	(532)	市净率	3.2	3.2	2.7	2.5	2.2
筹资活动现金流	595	414	394	(219)	(532)	EV/EBITDA	14.9	18.6	13.6	10.9	9.0
汇率变动影响	(5)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.7	32.8	20.9	16.3	13.0
现金净增加额	162	(43)	114	132	144						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。