

## 积极布局新能源、光伏等新兴领域

### 核心观点

- 公司一季度实现营业收入 6.7 亿元，同比下降 16%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 7%。环比来看，一季度较上一季度收入下降 10%，归母净利润增长 33%。盈利水平方面，公司一季度综合毛利率为 17.7%，同比增长 1.2pct，环比下降 0.2pct；净利率为 7.7%，同比增长 1.7pct，环比增长 2.4pct。
- **去库存周期下积极布局新能源、光伏等新兴领域。**2022 年消费电子市场遭遇需求滑坡，各品牌商进入去库存周期。公司本部实现营收 9.3 亿元，同比下降 10%，实现净利润 0.8 亿元，同比下降 67%。公司加大了转型新能源、汽车电子的客户拓展力度。通过产品研发设计转型、设备投入、车间布局调整等一系列举措，将重点全面转向开拓比亚迪、吉利等汽车电子客户，同时也加大了汇川、威迈斯、英博尔等汽车核心供应链客户和储能、光伏等新能源拓展，未来公司将获得更广阔的成长空间。
- **子公司净利率稳定，与本部形成协同效应。**22 年 LCM 模组业务子公司星源电子实现营收 16.9 亿元，同比下降 11%，实现净利润 0.8 亿元，同比增长 56%。星源通过与关键客户的技术和研发协同，积极探索 Mini-LED、Micro-LED 等新型显示技术，寻求在 Mini-LED 等新产品的关键性突破，整体经营情况稳健积极。电感变压器业务子公司金之川实现营收 5.7 亿元，同比增长 33.7%，实现净利润 0.6 亿元，同比增长 43.2%。受益于原材料管控、优化议价机制等有效降本措施、产品质量深受客户认可，子公司净利率水平较为稳定。同时，公司加强本部与金之川子公司的技术和客户协同力度，初步建立了以软磁金属材料、陶瓷材料、铁氧体材料等为基础的材料研发中心，正开拓导入汽车电子、新能源品牌厂商更多客户资源。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.36/0.48/0.55 元（原 23-24 年预测分别为 0.62/0.79 元，主要根据市场情况调整了收入、毛利率及费用率预测），根据可比公司 23 年 30 倍 PE 估值水平，对应目标价为 10.80 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 扩产进度不及预期风险、毛利率波动风险、资产减值风险。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,318	3,152	3,562	4,107	4,624
同比增长(%)	42.5%	-5.0%	13.0%	15.3%	12.6%
营业利润(百万元)	347	252	376	500	570
同比增长(%)	546.2%	-27.4%	48.9%	33.2%	14.0%
归属母公司净利润(百万元)	304	199	311	418	476
同比增长(%)	752.0%	-34.4%	56.1%	34.4%	13.9%
每股收益(元)	0.35	0.23	0.36	0.48	0.55
毛利率(%)	21.1%	18.1%	20.2%	21.9%	22.9%
净利率(%)	9.2%	6.3%	8.7%	10.2%	10.3%
净资产收益率(%)	10.4%	5.2%	7.6%	9.6%	10.3%
市盈率	25.8	39.3	25.2	18.7	16.4
市净率	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6

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06月05日）	9.06元
目标价格	10.80元
52周最高价/最低价	11.4/7.11元
总股本/流通A股（万股）	86,419/82,246
A股市值（百万元）	7,830
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年06月06日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.62	9.96	-8.76	1.58
相对表现	4.35	14.26	-1.83	7.58
沪深300	0.27	-4.3	-6.93	-6



### 证券分析师

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

证券分析师 李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860522090002

### 联系人

联系人 杨宇轩  
yangyuxuan@orientsec.com.cn

联系人 韩潇锐

联系人 hanxiaorui@orientsec.com.cn  
张释文

联系人 zhangshiwen@orientsec.com.cn  
薛宏伟

xuehongwei@orientsec.com.cn

### 相关报告

业绩符合预期，产品结构持续优化 2022-04-24  
Q3 业绩略超预期，滤波器和电感业务持续高增长 2021-10-26  
滤波器和电感双轮驱动，迎来业绩释放 2021-09-23

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.36/0.48/0.55 元（原 23-24 年预测分别为 0.62/0.79 元，主要根据市场情况调整了收入、毛利率及费用率预测），根据可比公司 23 年 30 倍 PE 估值水平，对应目标价为 10.80 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2023/6/5	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
顺络电子	002138	23.80	0.54	0.84	1.19	1.55	44.31	28.18	20.07	15.38
法拉电子	600563	135.93	4.47	5.61	7.18	9.03	30.38	24.23	18.94	15.05
卓胜微	300782	99.72	2.00	2.49	3.38	4.18	49.79	40.07	29.47	23.83
可立克	002782	15.14	0.23	0.80	1.17	1.56	66.73	19.02	12.96	9.74
国瓷材料	300285	27.10	0.50	0.74	0.98	1.20	54.73	36.41	27.77	22.52
	最大值						66.73	40.07	29.47	23.83
	最小值						30.38	19.02	12.96	9.74
	平均数						49.19	29.58	21.84	17.30
	调整后平均						49.61	29.61	22.26	17.65

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 2：主要财务信息变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,857	5,548	3,562	4,107
<b>变动幅度</b>			<b>-26.7%</b>	<b>-26.0%</b>
营业利润(百万元)	656	831	376	500
<b>变动幅度</b>			<b>-42.7%</b>	<b>-39.8%</b>
归属母公司净利润(百万元)	537	680	311	418
<b>变动幅度</b>			<b>-42.1%</b>	<b>-38.5%</b>
每股收益(元)	0.62	0.79	0.36	0.48
<b>变动幅度</b>			<b>-41.9%</b>	<b>-38.8%</b>
毛利率(%)	23.7%	24.4%	20.2%	21.9%
<b>变动幅度</b>			<b>-3.5%</b>	<b>-2.5%</b>
净利率(%)	11.1%	12.3%	8.7%	10.2%
<b>变动幅度</b>			<b>-2.4%</b>	<b>-2.1%</b>

数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 3：收入分类预测变动分析表

	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
<b>电感</b>				
销售收入(百万元)	1,194	1,424	861	1,096
<b>变动幅度</b>			<b>-27.9%</b>	<b>-23.0%</b>
毛利率	35.6%	34.3%	28.9%	29.1%
<b>变动幅度</b>			<b>-6.7%</b>	<b>-5.2%</b>

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

<b>滤波器及模组</b>				
销售收入（百万元）	1,012	1,363	398	618
<b>变动幅度</b>			<b>-60.7%</b>	<b>-54.7%</b>
毛利率	41.0%	40.0%	35.7%	38.7%
<b>变动幅度</b>			<b>-5.3%</b>	<b>-1.3%</b>
<b>电感变压器</b>				
销售收入（百万元）	550	660	597	686
<b>变动幅度</b>			<b>8.6%</b>	<b>4.1%</b>
毛利率	18.0%	18.0%	25.4%	25.4%
<b>变动幅度</b>			<b>7.4%</b>	<b>7.4%</b>
<b>LCM 模组</b>				
销售收入（百万元）	2,098	2,098	1,694	1,694
<b>变动幅度</b>			<b>-19.3%</b>	<b>-19.3%</b>
毛利率	10.0%	9.5%	10.0%	9.5%
<b>变动幅度</b>			<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>其他业务</b>				
销售收入（百万元）	3	3	12	13
<b>变动幅度</b>			<b>321.8%</b>	<b>314.3%</b>
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>变动幅度</b>			<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>合计</b>	<b>4,857</b>	<b>5,548</b>	<b>3,562</b>	<b>4,107</b>
<b>变动幅度</b>			<b>-26.7%</b>	<b>-26.0%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>23.7%</b>	<b>24.4%</b>	<b>20.2%</b>	<b>21.9%</b>
<b>变动幅度</b>			<b>-3.5%</b>	<b>-2.5%</b>

数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 风险提示

扩产进度不及预期风险、毛利率波动风险、资产减值风险。

**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	1,024	604	683	821	925	营业收入	3,318	3,152	3,562	4,107	4,624
应收票据、账款及款项融资	1,116	943	1,142	1,317	1,482	营业成本	2,619	2,582	2,844	3,207	3,568
预付账款	31	20	35	40	45	营业税金及附加	15	8	9	10	11
存货	584	466	569	706	892	营业费用	42	47	47	52	57
其他	417	581	546	555	563	管理费用及研发费用	233	279	281	312	390
<b>流动资产合计</b>	<b>3,171</b>	<b>2,614</b>	<b>2,974</b>	<b>3,438</b>	<b>3,907</b>	财务费用	11	(35)	(10)	(9)	(10)
长期股权投资	33	34	38	40	42	资产、信用减值损失	95	69	68	67	60
固定资产	1,417	1,885	2,002	2,091	2,104	公允价值变动收益	1	3	3	3	3
在建工程	443	205	303	301	251	投资净收益	(1)	1	0	0	0
无形资产	81	81	73	65	57	其他	43	47	50	30	20
其他	545	815	808	804	811	<b>营业利润</b>	<b>347</b>	<b>252</b>	<b>376</b>	<b>500</b>	<b>570</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,519</b>	<b>3,020</b>	<b>3,224</b>	<b>3,301</b>	<b>3,264</b>	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>5,690</b>	<b>5,634</b>	<b>6,198</b>	<b>6,739</b>	<b>7,171</b>	营业外支出	2	3	1	1	1
短期借款	156	1	158	285	301	<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>249</b>	<b>376</b>	<b>500</b>	<b>570</b>
应付票据及应付账款	1,174	1,020	1,123	1,267	1,409	所得税	30	31	45	60	68
其他	294	320	322	323	324	<b>净利润</b>	<b>316</b>	<b>219</b>	<b>331</b>	<b>440</b>	<b>502</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,624</b>	<b>1,341</b>	<b>1,603</b>	<b>1,875</b>	<b>2,034</b>	少数股东损益	12	19	19	22	26
长期借款	85	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>304</b>	<b>199</b>	<b>311</b>	<b>418</b>	<b>476</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.35	0.23	0.36	0.48	0.55
其他	151	215	215	215	215						
<b>非流动负债合计</b>	<b>236</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,859</b>	<b>1,556</b>	<b>1,818</b>	<b>2,089</b>	<b>2,249</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	88	108	127	150	175	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	861	860	864	864	864	营业收入	42.5%	-5.0%	13.0%	15.3%	12.6%
资本公积	2,422	2,503	2,580	2,580	2,580	营业利润	546.2%	-27.4%	48.9%	33.2%	14.0%
留存收益	459	607	808	1,055	1,303	归属于母公司净利润	752.0%	-34.4%	56.1%	34.4%	13.9%
其他	-0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,831</b>	<b>4,078</b>	<b>4,379</b>	<b>4,649</b>	<b>4,922</b>	毛利率	21.1%	18.1%	20.2%	21.9%	22.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,690</b>	<b>5,634</b>	<b>6,198</b>	<b>6,739</b>	<b>7,171</b>	净利率	9.2%	6.3%	8.7%	10.2%	10.3%
						ROE	10.4%	5.2%	7.6%	9.6%	10.3%
						ROIC	9.4%	4.6%	7.4%	9.0%	9.6%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.7%	27.6%	29.3%	31.0%	31.4%
净利润	316	219	331	440	502	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	125	197	207	235	248	流动比率	1.95	1.95	1.85	1.83	1.92
财务费用	11	-35	-10	-9	-10	速动比率	1.55	1.54	1.41	1.35	1.36
投资损失	1	-1	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	164	70	-244	-249	-283	应收账款周转率	3.7	3.1	3.4	3.3	3.3
其它	-17	244	58	55	48	存货周转率	3.9	4.3	4.5	4.0	3.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>599</b>	<b>695</b>	<b>342</b>	<b>473</b>	<b>506</b>	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
资本支出	-572	-414	-400	-300	-200	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2	-1	-4	-2	-2	每股收益	0.35	0.23	0.36	0.48	0.55
其他	-410	-394	3	3	3	每股经营现金流	0.70	0.81	0.40	0.55	0.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>-981</b>	<b>-809</b>	<b>-401</b>	<b>-299</b>	<b>-199</b>	每股净资产	4.33	4.59	4.92	5.21	5.49
债权融资	-1	-53	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,344	80	81	0	0	市盈率	25.8	39.3	25.2	18.7	16.4
其他	-557	-311	57	-35	-203	市净率	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>786</b>	<b>-284</b>	<b>138</b>	<b>-35</b>	<b>-203</b>	EV/EBITDA	14.3	16.7	12.1	9.5	8.6
汇率变动影响	2	8	0	0	0	EV/EBIT	19.3	31.8	18.9	14.1	12.4
<b>现金净增加额</b>	<b>405</b>	<b>-391</b>	<b>79</b>	<b>138</b>	<b>103</b>						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 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。