

业绩符合预期，产品结构持续优化

核心观点

- **业绩高速增长，毛利率逐年提升。**公司 2021 年取得营收 33.2 亿元，同比增长 42%；实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 752%；扣非归母净利润 2.6 亿元，均较上年有明显改善。受益于产业升级和国产化替代浪潮，加之公司深厚积累，年度收入和利润双双创历史新高。毛利率在复杂外部环境下逆势增长，全年毛利率 21.1%，同比提升 2.4pct，其中电子元器件产品毛利率同比提升 3.6pct 至 32.3%，规模效应和良率提升驱动 SAW 滤波器毛利率显著改善，叠加一体成型电感持续放量，带动整体毛利率向上。
- **一体成型电感持续放量，产品结构&应用领域同步成长。**公司本部依托高端电感等磁性元器件及滤波器等射频器件，实现销售收入 10.3 亿元，同比增长 27%，实现净利润 2.3 亿元，同比增长 160%。核心产品一体成型电感、精密绕线电感、共模电感等高端电感持续放量，形成规模效应，并成功提升中高端产品销售占比。根据中国电子元件行业协会数据，25 年国内电感市场规模将达到 410 亿元，20-25E 年均复合增长率为 8%，其中本土电感企业将占据近 7 成份额。公司在消费电子端持续开发适用于电源管理需求的大电流、大功率、低功耗一体成型电感，同时积极开拓智能物联网、高端服务器及汽车电子市场，产品规格和应用逐步完善，瞄准国产替代机遇迎份额提升。
- **滤波器产品线不断向高端突破，多元化发展。**据 QYR Electronics Research Center 数据，23 年全球射频滤波器市场规模将达到 219 亿美元，18-23E 年均复合增速高达 21%，公司是国内少有的同时量产 SAW、双工器、LTCC 滤波器的企业，且产品良率国内领先。21 年公司 LTCC、SAW 滤波器出货量显著提升，主要产品毛利率水平稳定，并成功突破高附加值射频模组产品，应用于 4G 的 DiFEM 已有供货，针对 5G 研发的 L-FEM 今年也已通过部分客户认证。同时公司与射频行业资深技术专家、供应链专家共同设立麦捷瑞芯，未来有望实现 BAW 滤波器产品突破。凭借先进的生产技术和优异的产品性能，受益于射频芯片国产化浪潮，公司有望在国内滤波器蓝海市场中脱颖而出。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.43/0.62/0.79 元(原 22-23 年预测分别为 0.49/0.70 元，主要增加股权激励费用，小幅下调收入及毛利率预测)，根据可比公司 22 年 26 倍 PE 估值水平，对应目标价为 11.18 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,329	3,318	4,223	4,857	5,548
同比增长(%)	28.1%	42.5%	27.3%	15.0%	14.2%
营业利润(百万元)	54	347	435	656	831
同比增长(%)	-17.8%	546.2%	25.4%	50.7%	26.7%
归属母公司净利润(百万元)	36	304	369	537	680
同比增长(%)	-20.9%	752.0%	21.3%	45.6%	26.7%
每股收益(元)	0.04	0.35	0.43	0.62	0.79
毛利率(%)	18.6%	21.1%	22.2%	23.7%	24.4%
净利率(%)	1.5%	9.2%	8.7%	11.1%	12.3%
净资产收益率(%)	1.7%	10.4%	9.3%	12.1%	13.5%
市盈率	204.2	24.0	19.8	13.6	10.7
市净率	3.5	1.9	1.7	1.5	1.4

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(2022年04月22日)	8.15元
目标价格	11.18元
52周最高价/最低价	18.18/7.77元
总股本/流通A股(万股)	86,117/74,430
A股市值(百万元)	7,019
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022年04月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.67	-19.71	-35.01	-7.07
相对表现	0.42	-14	-17.68	21.16
沪深300	-4.09	-5.71	-17.33	-28.23



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
马天翼	021-63325888*6115 matianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518090001
唐权喜	021-63325888*6086 tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521070005

联系人

李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn

相关报告

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 22-24 年每股收益分别为 0.43/0.62/0.79 元(原 22-23 年预测分别为 0.49/0.70 元，主要增加股权激励费用，小幅下调收入及毛利率预测)，根据可比公司 22 年 26 倍 PE 估值水平，对应目标价为 11.18 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2022/4/22	每股收益(元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
顺络电子	002138	23.18	0.73	0.97	1.16	1.48	31.76	23.82	19.95	15.62
法拉电子	600563	149.28	2.47	3.69	4.83	6.26	60.46	40.44	30.89	23.83
卓胜微	300782	191.37	3.22	6.41	7.20	9.10	59.51	29.87	26.59	21.02
可立克	002782	9.50	0.43	0.19	0.44	0.69	21.99	50.00	21.59	13.77
国瓷材料	300285	30.29	0.57	0.79	1.05	1.31	52.98	38.24	28.90	23.07
	最大值						60.46	50.00	30.89	23.83
	最小值						21.99	23.82	19.95	13.77
	平均数						45.34	36.47	25.59	19.46
	调整后平均						48.08	36.18	25.70	19.90

数据来源：朝阳永续、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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	543	1,024	1,426	1,615	2,073	营业收入	2,329	3,318	4,223	4,857	5,548
应收票据、账款及款项融资	819	1,116	1,395	1,604	1,832	营业成本	1,896	2,619	3,285	3,706	4,194
预付账款	32	31	42	48	55	营业税金及附加	7	15	19	22	25
存货	527	584	821	927	1,049	营业费用	29	42	54	62	71
其他	28	417	93	103	114	管理费用及研发费用	161	233	380	368	394
流动资产合计	1,949	3,171	3,777	4,297	5,123	财务费用	46	11	15	23	20
长期股权投资	35	33	36	38	40	资产、信用减值损失	174	95	71	46	38
固定资产	1,162	1,417	1,682	1,906	2,040	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
在建工程	236	443	421	411	355	投资净收益	8	(1)	5	5	5
无形资产	84	123	112	101	89	其他	29	43	30	20	20
其他	384	503	496	492	491	营业利润	54	347	435	656	831
非流动资产合计	1,900	2,519	2,747	2,947	3,016	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	3,849	5,690	6,524	7,244	8,138	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	621	156	500	500	500	利润总额	53	346	435	656	831
应付票据及应付账款	721	1,174	1,248	1,408	1,594	所得税	6	30	52	98	125
其他	182	294	269	271	273	净利润	46	316	383	558	707
流动负债合计	1,525	1,624	2,017	2,179	2,367	少数股东损益	11	12	14	21	26
长期借款	75	85	85	85	85	归属于母公司净利润	36	304	369	537	680
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.04	0.35	0.43	0.62	0.79
其他	83	151	151	151	151						
非流动负债合计	158	236	236	236	236	主要财务比率					
负债合计	1,682	1,859	2,253	2,415	2,603		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	72	88	103	124	150	成长能力					
实收资本(或股本)	697	861	861	861	861	营业收入	28.1%	42.5%	27.3%	15.0%	14.2%
资本公积	1,243	2,422	2,479	2,479	2,479	营业利润	-17.8%	546.2%	25.4%	50.7%	26.7%
留存收益	155	459	828	1,365	2,045	归属于母公司净利润	-20.9%	752.0%	21.3%	45.6%	26.7%
其他	-0	-0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,166	3,831	4,271	4,829	5,536	毛利率	18.6%	21.1%	22.2%	23.7%	24.4%
负债和股东权益总计	3,849	5,690	6,524	7,244	8,138	净利率	1.5%	9.2%	8.7%	11.1%	12.3%
						ROE	1.7%	10.4%	9.3%	12.1%	13.5%
						ROIC	3.1%	9.4%	8.8%	11.2%	12.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	43.7%	32.7%	34.5%	33.3%	32.0%
净利润	46	316	383	558	707	净负债率	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	69	125	168	206	238	流动比率	1.28	1.95	1.87	1.97	2.16
财务费用	46	11	15	23	20	速动比率	0.82	1.55	1.41	1.48	1.66
投资损失	-8	1	-5	-5	-5	营运能力					
营运资金变动	208	164	-543	-213	-218	应收账款周转率	3.3	3.7	3.5	3.3	3.3
其它	18	-17	68	40	33	存货周转率	2.7	3.9	4.1	3.7	3.7
经营活动现金流	379	599	86	609	774	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	-336	-615	-400	-400	-300	每股指标(元)					
长期投资	-1	2	-3	-2	-2	每股收益	0.04	0.35	0.43	0.62	0.79
其他	29	-368	332	6	6	每股经营现金流	0.54	0.70	0.10	0.71	0.90
投资活动现金流	-308	-981	-71	-396	-296	每股净资产	2.43	4.35	4.84	5.46	6.25
债权融资	5	-1	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	1,344	57	0	0	市盈率	204.2	24.0	19.8	13.6	10.7
其他	207	-557	329	-23	-20	市净率	3.5	1.9	1.7	1.5	1.4
筹资活动现金流	212	786	386	-23	-20	EV/EBITDA	37.2	13.0	10.1	7.1	5.8
汇率变动影响	-8	2	0	0	0	EV/EBIT	62.7	17.5	13.9	9.2	7.4
现金净增加额	275	405	401	189	458						

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