

顺络电子 (002138.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023年04月23日

评级：买入（维持）

市场价格：22.54元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

研究助理：刘博文

Email: liubw@zts.com.cn

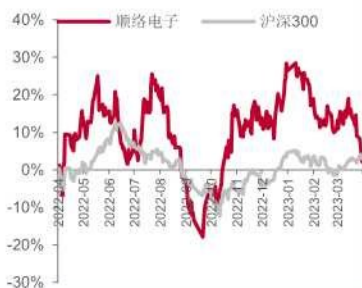
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,577 | 4,238 | 5,185 | 6,712 | 8,486 |
| 增长率 yoy% | 32% | -7% | 22% | 29% | 26% |
| 净利润(百万元) | 785 | 433 | 724 | 1,006 | 1,292 |
| 增长率 yoy% | 33% | -45% | 67% | 39% | 28% |
| 每股收益(元) | 0.97 | 0.54 | 0.90 | 1.25 | 1.60 |
| 每股现金流量 | 1.31 | 1.32 | 1.26 | 1.46 | 1.73 |
| 净资产收益率 | 13% | 7% | 11% | 13% | 14% |
| P/E | 23.2 | 42.0 | 25.1 | 18.1 | 14.1 |
| P/B | 3.3 | 3.3 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |

备注：收盘价取自2023年4月21日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 806 |
| 流通股本(百万股) | 725 |
| 市价(元) | 22.54 |
| 市值(百万元) | 18,174 |
| 流通市值(百万元) | 16,348 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《顺络电子深度报告：汽车+新能源带来新成长，电感龙头再启航》

《顺络电子：2022 业绩承压，电感龙头有望率先复苏》

投资要点
■ 事件概述

公司发布 2023 年一季报，2023 年 Q1 实现营业收入 10.25 亿元，同比提升 1.66%，环比下降 3.03%，归母净利润 0.81 亿元，同比下降 50.52%，扣非归母净利润 0.61 亿元，同比下降 59.09%，毛利率 32.18%，同比下降 4.21pct，环比提升 1.83pct。

■ 23Q1 营收同比略有增长，净利润有所下滑

2023Q1 外部环境压力仍较大，公司依靠新兴市场大客户不断实现突破、新产品线逐步系列化供应，份额持续增长，实现营收 10.25 亿元，同比提升 1.66%；毛利率 32.18%，同比下降 4.21pct，主要受稼动率不足及产品销售结构影响；归母净利润 0.81 亿元，同比下降 50.52%，主要系人工成本上涨致使管理费用率提升，23Q1 管理费用率 5.3%，同比提升 1.7pct，同时公司加大研发投入，23Q1 研发费用率 8.7%，同比提升 3pct，同时由于上年同期备货，产成品及材料增加，因今年市场不达预期公司计提资产减值损失 0.27 亿元，致使净利润有所下滑。

■ 电感复苏在即，汽车电子、新能源等领域持续提供增长动能

1) 公司 23Q1 收入同比已有所提升，库存也持续去化，被动元件行业产业链相对较短，下游需求传导更快，我们预计顺络电子作为国内电感龙头有望率先复苏；2) 公司已经战略性布局汽车电子、储能、光伏、大数据、工业控制、物联网、模块模组等新兴产业；在汽车电子领域，公司产品应用领域广泛，涵盖汽车电池管理系统、自动驾驶系统、OBC、车联网等领域，在技术性能及质量、管理上已得到了客户的高度认可，已经被海内外众多知名汽车电子企业和新能源汽车企业批量采购，大量新业务正在设计导入过程中，为公司产品在全球汽车电子市场的全面推广打下了坚实基础。在新能源领域，公司在光伏产业尤其是微逆变领域耕耘多年，目前已经取得了国内外行业标杆企业认可，光伏产业正处于爆发成长时期，未来亦将为公司成长提供新动能。

■ 投资建议

考虑到宏观经济不确定性，我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 7.24/10.06/12.92 亿元（此前预计 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 8/10.8/14 亿元），按照 2023/4/21 收盘价，PE 为 25/18/14 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

新建产能不及预期，下游需求不及预期，未及时筹足项目建设资金风险、外围环境波动风险。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 451 | 1,048 | 1,531 | 2,271 | 营业收入 | 4,238 | 5,185 | 6,712 | 8,486 |
| 应收票据 | 70 | 1 | 1 | 1 | 营业成本 | 2,840 | 3,487 | 4,457 | 5,643 |
| 应收账款 | 1,546 | 1,815 | 2,349 | 2,970 | 税金及附加 | 51 | 52 | 67 | 85 |
| 预付账款 | 18 | 9 | 11 | 14 | 销售费用 | 82 | 93 | 121 | 153 |
| 存货 | 930 | 1,139 | 1,456 | 1,843 | 管理费用 | 261 | 233 | 302 | 382 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 352 | 373 | 483 | 602 |
| 其他流动资产 | 635 | 736 | 950 | 1,198 | 财务费用 | 51 | 141 | 140 | 146 |
| 流动资产合计 | 3,650 | 4,747 | 6,298 | 8,298 | 信用减值损失 | -11 | -5 | -5 | -5 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -82 | -30 | -30 | -30 |
| 长期股权投资 | 166 | 130 | 130 | 130 | 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 6 | 9 |
| 固定资产 | 4,634 | 4,531 | 4,499 | 4,530 | 投资收益 | -13 | 5 | 5 | 7 |
| 在建工程 | 1,304 | 1,404 | 1,404 | 1,304 | 其他收益 | 86 | 100 | 100 | 110 |
| 无形资产 | 523 | 567 | 607 | 643 | 营业利润 | 581 | 872 | 1,214 | 1,562 |
| 其他非流动资产 | 661 | 316 | 335 | 350 | 营业外收入 | 0 | 15 | 15 | 16 |
| 非流动资产合计 | 7,289 | 6,948 | 6,975 | 6,957 | 营业外支出 | 4 | 2 | 1 | 1 |
| 资产合计 | 10,938 | 11,695 | 13,273 | 15,255 | 利润总额 | 577 | 885 | 1,228 | 1,577 |
| 短期借款 | 819 | 800 | 800 | 800 | 所得税 | 52 | 80 | 110 | 142 |
| 应付票据 | 219 | 418 | 535 | 677 | 净利润 | 525 | 805 | 1,118 | 1,435 |
| 应付账款 | 394 | 697 | 891 | 1,129 | 少数股东损益 | 92 | 81 | 112 | 143 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 433 | 724 | 1,006 | 1,292 |
| 合同负债 | 13 | 21 | 27 | 34 | NOPLAT | 571 | 934 | 1,245 | 1,567 |
| 其他应付款 | 499 | 0 | 0 | 0 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.54 | 0.90 | 1.25 | 1.60 |
| 一年内到期的非流动负债 | 227 | 10 | 10 | 10 | | | | | |
| 其他流动负债 | 220 | 388 | 493 | 616 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 2,391 | 2,335 | 2,757 | 3,266 | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 2,000 | 2,200 | 2,400 | 2,600 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | -7.4% | 22.3% | 29.5% | 26.4% |
| 其他非流动负债 | 448 | 398 | 398 | 398 | EBIT增长率 | -36.9% | 63.4% | 33.3% | 25.9% |
| 非流动负债合计 | 2,447 | 2,598 | 2,798 | 2,998 | 归母公司净利润增长率 | -44.8% | 67.3% | 38.8% | 28.4% |
| 负债合计 | 4,839 | 4,933 | 5,554 | 6,263 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 5,559 | 6,141 | 6,986 | 8,116 | 毛利率 | 33.0% | 32.7% | 33.6% | 33.5% |
| 少数股东权益 | 541 | 621 | 733 | 877 | 净利率 | 12.4% | 15.5% | 16.7% | 16.9% |
| 所有者权益合计 | 6,100 | 6,762 | 7,719 | 8,992 | ROE | 7.1% | 10.7% | 13.0% | 14.4% |
| 负债和股东权益 | 10,938 | 11,695 | 13,273 | 15,255 | ROIC | 7.2% | 10.4% | 12.4% | 13.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 资产负债率 | 44.2% | 42.2% | 41.8% | 41.1% |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 债务权益比 | 57.3% | 50.4% | 46.7% | 42.3% |
| 经营活动现金流 | 1,064 | 1,015 | 1,174 | 1,392 | 流动比率 | 1.5 | 2.0 | 2.3 | 2.5 |
| 现金收益 | 1,069 | 1,523 | 1,832 | 2,159 | 速动比率 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 2.0 |
| 存货影响 | 118 | -210 | -317 | -387 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -76 | -160 | -507 | -594 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 经营性应付影响 | -133 | 3 | 310 | 379 | 应收账款周转天数 | 126 | 117 | 112 | 113 |
| 其他影响 | 86 | -142 | -144 | -165 | 应付账款周转天数 | 58 | 56 | 64 | 64 |
| 投资活动现金流 | -1,520 | -274 | -590 | -545 | 存货周转天数 | 125 | 107 | 105 | 105 |
| 资本支出 | -1,706 | -617 | -582 | -546 | 每股指标(元) | | | | |
| 股权投资 | -38 | 36 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.54 | 0.90 | 1.25 | 1.60 |
| 其他长期资产变化 | 224 | 307 | -8 | 1 | 每股经营现金流 | 1.32 | 1.26 | 1.46 | 1.73 |
| 融资活动现金流 | 414 | -145 | -101 | -107 | 每股净资产 | 6.89 | 7.62 | 8.66 | 10.07 |
| 借款增加 | 1,152 | -36 | 200 | 200 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -345 | -446 | -569 | -694 | P/E | 42 | 25 | 18 | 14 |
| 股东融资 | 21 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3 | 3 | 3 | 2 |
| 其他影响 | -414 | 337 | 268 | 387 | EV/EBITDA | 87 | 61 | 50 | 42 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|-------------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。