

顺络电子 (002138.SZ)

国内片式电感龙头，一体成型及 LTCC 等新品进入放量期

买入

核心观点

国内片式电感龙头，大浪淘沙下的优质企业。顺络电子是全球前三、国内第一的片式电感厂商，十年如一日地高强度研发，研发支出占比常年在 7% 以上。公司业绩穿越周期，2007 年上市后，15 年间营收 CAGR 27%，仅 22 年出现盈利下滑。公司是被历史证明的优质龙头企业，拥有各领域全球领先的标杆客户，但不依赖单一客户，23 年第一大客户仅占营收 5.48%。公司产品覆盖全面，应用领域覆盖手机、ICT、汽车、储能等高增长赛道，产品包括 EMC 元件、电感、变压器等，储备充足，料号全面，具备长期成长能力。

3Q23 以来手机备货加速，消费电子景气回升。22 年公司业绩受到疫情及地缘政治影响，首次出现下滑，直至 3Q23 进入消费电子传统旺季，叠加华为手机回归，带动安卓手机全面复苏。根据 Canalys 数据，4Q23 全球智能手机市场同比增长 8%，达到 3.2 亿部，终止了连续七个季度的下滑，消费电子板块景气回暖。基于传统产品稼动率回升以及多种新品放量，公司 2Q23 至 4Q23 连续 3 个季度营收创历史新高，毛利率连续 4 个季度提升。

LTCC、一体成型电感进入放量期，日本地震冲击下国际客户加速导入。公司从 2005 年开始研发 LTCC，19 年开始批量化供应，此后持续扩产，23 年配套大客户新品推出，LTCC 销量同比大幅提升。一体化成型电感也于 22 年实现大批量供应，并布局大尺寸、小尺寸型号以及 WTX 产品类型，23 年以来产品销售放量明显。此外，24 年初日本地震导致村田六水工厂停产，影响电感产品供应，村田的部分客户出现转单需求，公司有望抓住验证窗口，加速海外大客户导入，推动全球份额提升。

多元化布局，汽车、光储渐成公司中长期成长主要动能。新能源汽车是磁性器件增长最快的市场，TDK 预测 2030 年全球汽车电感需求将达到 2020 年的两倍。公司布局汽车多年，产品种类不断丰富，已涵盖汽车电池管理系统、自动驾驶系统、OBC、车联网、大灯控制系统等，客户包括博世、法雷奥等全球领先的 Tier1 企业和汽车厂商。光储方面，公司产品涵盖各式功率变压器，功率电感等，已取得国内外标杆企业认可。汽车和光储业务营收占比稳步提升，19-22 年占比从 5% 提升至 14%，有望成为公司远期成长主要动能。

盈利预测与估值：考虑到公司在消费电子景气上行周期中，持续导入 LTCC、一体化成型电感等高端新品，同时布局多年的新能源汽车、光储等业务放量，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.3/11.5/14.3 亿元，给予公司 24 年 30-31x PE，对应目标价 34.70-37.01 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险、新产品拓展不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,238	5,040	6,257	7,603	9,242
(+/-%)	-7.4%	18.9%	24.1%	21.5%	21.6%
净利润(百万元)	433	641	933	1153	1428
(+/-%)	-44.8%	47.9%	45.6%	23.6%	23.9%
每股收益(元)	0.54	0.79	1.16	1.43	1.77
EBIT Margin	15.4%	18.6%	20.8%	21.0%	21.3%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	10.7%	14.3%	16.1%	17.7%
市盈率 (PE)	50.8	34.4	23.6	19.1	15.4
EV/EBITDA	23.7	19.2	15.4	13.0	11.0
市净率 (PB)	3.96	3.69	3.38	3.07	2.72

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 深度报告

电子 · 元件

证券分析师: 胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师: 周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人: 詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人: 连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人: 李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

买入(维持)

34.70 - 37.01 元

27.60 元

22254/20880 百万元

30.73/20.73 元

259.79 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《顺络电子 (002138.SZ) - 公司产品量价齐升, 下半年盈利能力显著改善》——2024-01-29

《顺络电子 (002138.SZ) - 单季度营收创历史新高, LTCC 等新产品表现亮眼》——2023-08-07

《顺络电子 (002138.SZ) - 消费电子业务承压, 汽车电子、光伏储能新业务持续扩张》——2023-03-01

《顺络电子 (002138.SZ) - 3Q22 消费电子及通讯业务承压, 汽车电子营收同比增长 48%》——2022-11-01

《顺络电子 (002138.SZ) - 上半年业绩承压, 汽车电子等新业务表现亮眼》——2022-08-02

内容目录

全球片式电感龙头，新品加速扩张	5
公司片式电感产品全球领先，高端产品进入放量期	5
立足通讯、消费电子市场，公司持续拓展产品线及产品应用领域	6
技术和产能规模持续提升，新工业园将陆续建成	7
公司业绩持续快速增长，汽车等新应用领域营收占比提升	8
受益新能源与 AI 行业成长，国产替代进行时	10
消费电子仍为最大下游，日系厂商占主导	10
日系厂商战略性收缩电感产能，国内厂商持续国产替代	11
手机网络升级、汽车智能化等应用推动电感市场稳定增长	12
5G 手机单机用量大幅提升	12
汽车电子：汽车电动化、智能化大幅提高电感用量	14
一体成型电感替代传统绕线工艺，成功率电感主流	16
LTCC 无源集成主流技术，适用于射频领域	18
顺络技术水平、盈利能力领先	19
叠层、LTCC、一体成型电感技术领先	19
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	23
盈利预测情景分析	23
估值与投资建议	24
投资建议	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图 1: 公司股权结构	6
图 2: 公司电子元器件产品品类	6
图 3: 公司电子元器件产品应用领域	7
图 4: 截止 3Q23 公司子公司和孙公司情况	7
图 5: 公司营业收入及同比增速	8
图 6: 公司归母净利润及同比增速	8
图 7: 公司汽车电子业务收入占比逐步提升	9
图 8: 2023 年公司各业务线收入占比	9
图 9: 公司综合毛利率、期间费用率、归母净利率	9
图 10: 公司销售、管理、研发、财务费用率	9
图 11: 全球电感器市场规模及同比增速	10
图 12: 2020 年全球电感器市场规模按功能划分	10
图 13: 2020 年全球电感器市场规模按应用领域划分	10
图 14: 电感的四种常见分类方式	11
图 15: 2019 全球电感器市场企业占比情况	11
图 16: 太阳诱电营收结构	11
图 17: 全球 5G 手机出货量及渗透率	13
图 18: 中国 5G 手机出货量及渗透率	13
图 19: 全球智能手机电感市场规模及同比增速	14
图 20: 我国新能源汽车渗透率持续提升	14
图 21: 22-23 年乘用车智能驾驶 L1、L2 及以上渗透率	14
图 22: 按类别划分的汽车电子控制单元	15
图 23: 汽车功率电感全球市场规模	15
图 24: 一台设备所需的被动件数量估算	15
图 25: 叠层电感	16
图 26: 薄膜电感	16
图 27: 一体成型电感主要参与者	17
图 28: 2020 年一体成型电感市场份额	17
图 29: LTCC 结构示意图	18
图 30: 村田用 LTCC 技术做的 LC 滤波器	18
图 31: LTCC 技术优势	18
图 32: 中国 LTCC 市场规模预测	18
图 33: 全球 LTCC 产地分布	19
图 34: 全球 LTCC 市场份额	19
图 35: 公司 01005 超高 Q 射频电感 UHQ0402H 系列外观及尺寸	19
图 36: 顺络 MWTC 系列功率电感助力手机实现小型化、高可靠	20
图 37: 高通 SM8650	20

图 38: 顺络电子在高通平台的认证信息	20
图 39: 绕线共模扼流器在 CAN BUS 总线上的应用	21
图 40: 汽车 LED 中的 DC/DC 电路	21
图 41: 全球前五大电感厂商毛利率水平	21
图 42: 全球前五大电感厂商净利率水平	21
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 2023 年公司重要在建工程项目变动情况	8
表 3: 村田 2019 年末关停旗下两家电感器工厂	12
表 4: 4G 手机、5G 手机电感用量对比	13
表 5: 乘用车用磁性元件市场规模测算与预测	15
表 6: 电感屏蔽方式效果差异	16
表 7: 顺络电子业务拆分	22
表 8: 未来 3 年盈利预测表	23
表 9: 情景分析（乐观、中性、悲观）	23
表 10: 可比公司估值比较（股价为 2024 年 3 月 8 日数据）	24

全球片式电感龙头，新品加速扩张

公司片式电感产品全球领先，高端产品进入放量期

顺络电子主要从事被动电子元器件细分行业新型电子元器件产品的研发、设计、生产、销售以及提供一站式技术解决服务方案。公司产品主要包括磁性器件、微波器件、传感及敏感器件以及精密陶瓷产品，广泛应用于通讯、消费类电子、计算机、汽车电子、新能源、网通和工业电子等领域。公司连续十五年评为“中国电子元器件百强企业”，“制造业单项冠军企业”，是国内第一，全球前三的片式电感厂商。

公司专注产品品质，高端产品逐年突破。公司成立于2000年，并于2007年在深交所上市；2015年以前，公司始终专注于核心产品片式电感的技术研发及规模扩张；2016~2018年公司积极推动汽车电子、LTCC、精细陶瓷等新业务、新产品的扩张。2018年以来公司新品陆续“开花结果”，2023年公司汽车电子或储能专用元件占总营收的比例达到13.5%，LTCC营收实现同比翻倍以上增长，公司迈入产品品类扩张的发力期。

表1：公司发展历程

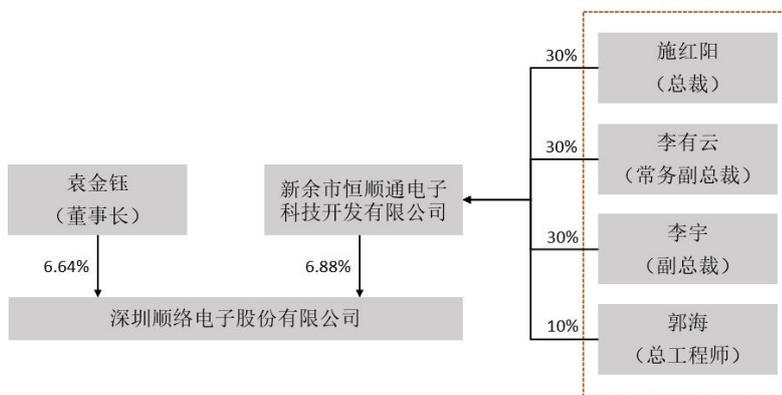
时间	事件
2021年	投资设立控股孙公司东莞顺络钽电容电子有限公司，子公司东莞顺络出资比例70% 顺络上海工厂在建中
2020年	顺络新型电子元器件研发制造基地在建中 Skyworks 合格供应商
2019年	7184万元购买上海市松江区松开区IV-169号地块，拟打造亚太总部及先进制造基地 在日本投资设立全资子公司 16710万元竞得位于塘厦镇凤凰岗社区的国有建设用地使用权，拟用于新型电子元件及精密陶瓷项目
2018年	通过汽车行业客户Valeo, Aptiv 审核 成立汽车电子事业部
2016-2017年	收购东莞信柏陶瓷（前身东莞南玻陶瓷）57.57%股权，年底增资1.23亿元，累计持股85.74%
2015年	贵阳工业园落成 东莞工业园落成 荣获华为合作伙伴金奖
2014年	衢州工业园扩建
2013年	顺络工业园二期落成
2010-2011年	通过EICC、OHSAS18001认证 美国分公司成立 销售规模超过5亿元
2009年	通过TS16949认证 电感生产设备自动化技术 在深圳证券交易所上市
2007-2008年	通过QC080000认证 并购南方汇通微电子分公司 收购深圳南玻电子有限公司100%股权和贵阳迅达电器有限公司
2005-2006年	销售规模突破亿元 顺络工业园一期落成 公司整体搬迁至深圳观澜顺络工业园
2004年	被评定为中国华录松下优秀供应商
2003年	通过索尼绿色伙伴认证
2000-2002年	公司创立于深圳三九机电大厦 通过ISO9001、ISO14001认证 叠层电感产品首次进入日本市场，成为夏普、三洋的合格供应商

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司无控股股东与实际控制人，袁金钰先生为公司第一大自然人股东及董事长。截至2024年1月30日，香港中央结算有限公司为公司第一大股东，持股9.45%；新余市恒顺通电子科技开发有限公司（“恒顺通”）为公司第二大股东，持股6.88%；

董事长袁金钰先生为公司第三大股东，持股比例 6.64%。此外，公司高级管理人员及核心技术人员施红阳、李有云、李宇、郭海分别持有恒顺通 30%、30%、30%、10%股份。

图1: 公司股权结构

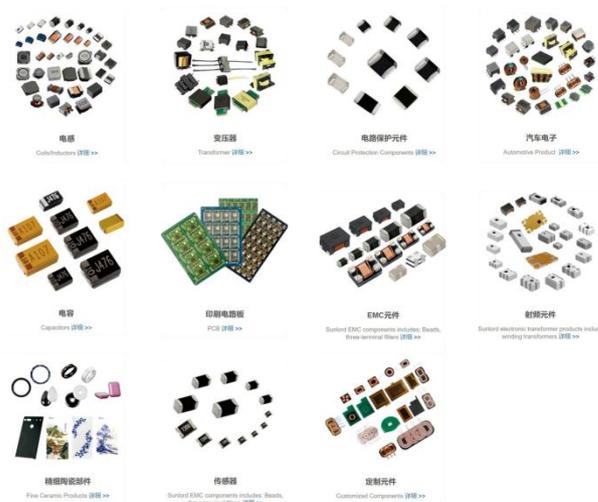


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

立足通讯、消费电子市场，公司持续拓展产品线及产品应用领域

公司产品可以分为四大类：片式电感、片式敏感器件、LTCC 器件和其他（钽电容、PCB、陶瓷等）。公司高精度电感产品的技术、产能处于全球领先地位，公司叠层平台用的 0201 电感产品占据目前全球高精度电感市场较高部分的市场份额，目前国内高端手机仍主要使用 0201 叠层电感；此外，01005、008004 电感产品属于纳米级小型化、高精度电感，可广泛应用于小型化需求的供应链端及模块端，公司将根据市场需求扩充 01005 产能，同时公司已成功开发 008004 电感，目前处于客户开拓过程。除电感外，2016 年以来公司持续开拓汽车电子、LTCC、精细陶瓷等新产品，产品品类不断扩张。

图2: 公司电子元器件产品品类



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司在积极开发新产品的同时，持续扩展产品应用领域。2016年以来，公司积极推进新业务、新产品的扩张，公司产品应用领域由原有的通讯、消费类电子应用正向汽车电子、市场、云计算及云服务、物联网、新能源、工业互联网等领域持续拓展。其中：通讯仍是目前公司重要业务领域，公司在通讯领域的布局包括手机终端、通讯基站、其他智能通讯终端以及各类通讯模块领域等；汽车电子是公司新的重要业务领域之一，公司汽车用高可靠性电子变压器、电动汽车 BMS 变压器、高可靠性电感等产品已得到了客户的高度认可。

图3：公司电子元器件产品应用领域

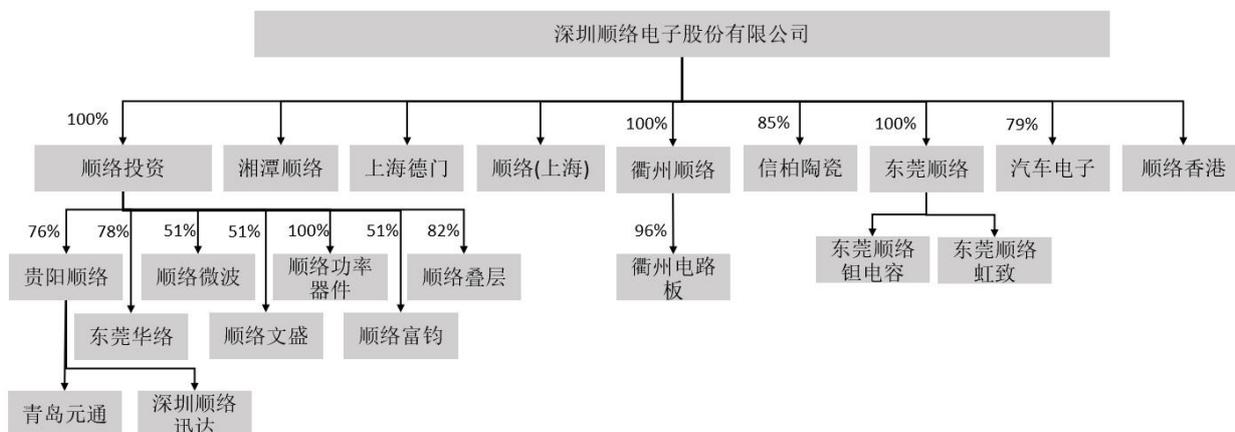


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

技术和产能规模持续提升，新工业园将陆续建成

目前公司共 7 大园区：深圳总部（叠层、绕线、LTCC 等）、东莞信柏结构陶瓷、贵阳顺络（军品为主，功率电感、变压器等）、衢州顺络电路板（PCB）、江苏顺络富钧新能源（大功率磁性器件）、淮安顺络文盛（磁性器件）、湘潭顺络（为东莞信柏结构陶瓷公司配套原材料供应）。

图4：截止 3Q23 公司子公司和孙公司情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

为满足消费电子、汽车电子、云计算、物联网等领域对于电子元件的旺盛需求，公司一方面依托于长期的基础技术研究和技术创新投入，不断推出满足市场所需的新产品；另一方面持续投入资金建设生产园区，产能规模不断扩增。目前公司还有 2 个工业园和 1 个研发中心在建设中：

上海工业园：2017 年 11 月 28 日公司与上海市松江区人民政府签署战略合作框架协议，公司拟未来 10 年在松江投资人民币 100 亿元建设亚太区总部以及先进制造基地，打造长三角地区汽车电子、精细陶瓷、5G 通讯以及物联网先进制造领域的新高地。截止 2023 年 12 月，上海松江工业园一期主体处于验收、装修阶段。

东莞顺络工业园：2017 年 12 月 13 日公司与东莞市塘厦镇人民政府签署投资意向协议，于东莞市塘厦镇投资建设顺络新型电子元件及精密陶瓷项目，项目投资总额 45 亿元，其中一期投资 23 亿元，二期投资 22 亿元。截至 23 年 12 月末，东莞凤凰工业园建设的智慧园区，一期、二期已建成，三期在建中，部分产线已投产。

深圳研发中心：深圳研发中心截止 2023 年 12 月已经建成，正处于装修阶段，建设进度继续按照计划推进中。

表2: 2023 年公司重要在建工程项目变动情况

项目名称	期初余额	本期增加金额	本期转固金额	期末余额	工程进度	资金来源
上海工业园	419,880,193.90	47,982,904.33	461,048,137.07	6,814,961.16	部分完工	自有资金+借款
东莞顺络工业园	451,649,048.78	534,660,046.59	575,024,174.33	411,284,921.04	部分完工	自有资金+借款
深圳研发中心	277,078,264.71	13,993,639.86	58,074,971.02	232,996,933.55	未完工	自有资金
合计	305,680,807.60	596,636,590.78	1,094,147,282.42	651,096,815.75	--	--

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业绩持续快速增长，汽车等新应用领域营收占比提升

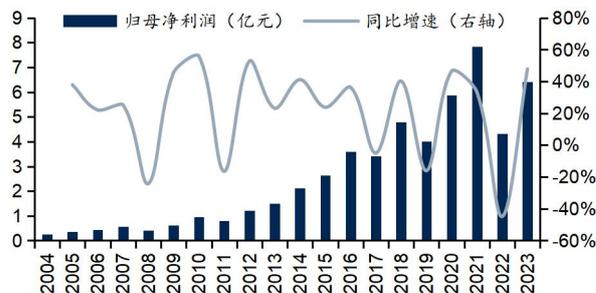
2007 年上市以来公司营收及归母净利润持续高增长，22 年受到后疫情时期以及宏观环境恶化的影响首次负增长，23 年重振旗鼓。公司营收从 2007 年的 1.59 亿元增长至 2021 年的 45.77 亿元（CAGR：27%），22 年下滑 7.4%至 42.38 亿，2023 年公司营收同比增长 18.93%。归母净利润从 2017 年的 0.56 亿元增长至 2021 年的 7.85 亿元（CAGR：21%），22 年下滑 44.81%至 4.33 亿元，23 年公司归母净利润同比增长 47.98%，重回高速增长，主要得益于：1）消费电子旺季叠加下游大客户新机拉货，稼动率提升；2）LTCC 滤波器、一体化成型电感、车规类等新产品推广顺利，产品结构升级带动利润率提升。

图5: 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

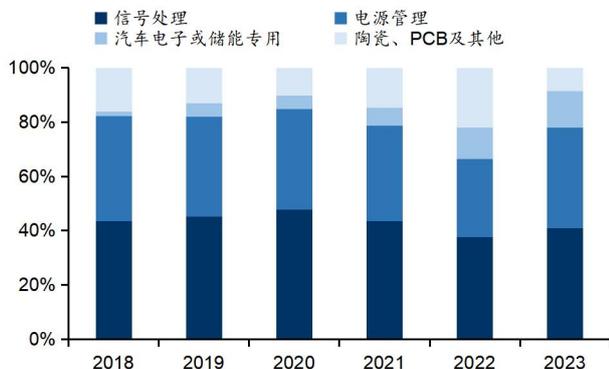
图6: 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

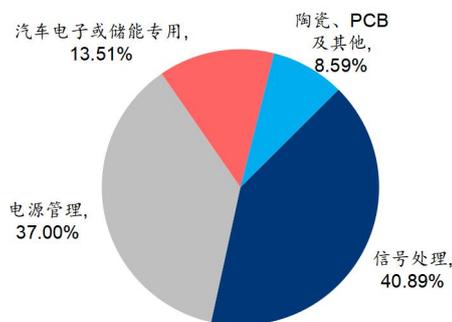
公司汽车电子、LTCC 等新产品营收占比逐步提升。2023 年信号处理业务实现营收 20.6 亿元，占比 40.1%；电源管理业务营收 18.7 亿元，占比 37.0%；汽车电子或储能专用业务营收 6.8 亿元，占比 13.5%，占比提升 2.85pct；陶瓷、PCB 及其他业务营收 4.3 亿元，占比 8.6%。

图7: 公司汽车电子业务收入占比逐步提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 2023 年公司各业务线收入占比

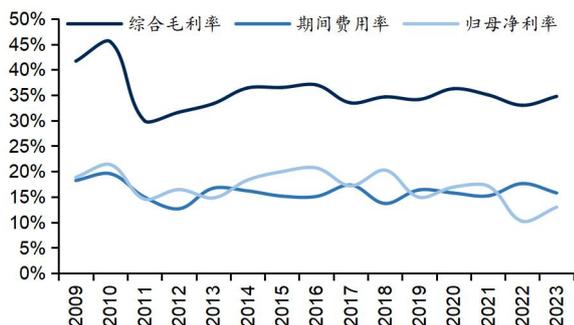


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2011 年以来公司利润率稳重有升。公司毛利率从 2011 年的 29.95% 提升至 2023 年的 35.35%，主要得益于：1) 公司高端片式电感器产能和技术的持续提升；2) 公司产品结构的持续改善。2011 年以来公司期间费用率在 16% 上下波动，主要是研发费用占比较高。净利率在 22 年下滑较多，但很快调整，2023 年净利率回复至 12.71%。

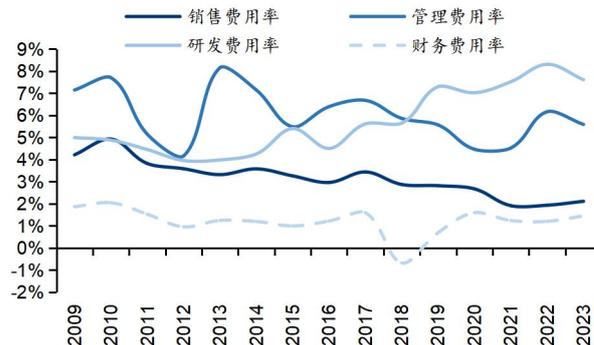
费用率拆分来看，2007 年上市以来公司销售费用率持续下降，从 2007 年的 5.10% 下降至 2023 年的 2.11%；公司研发支出 100% 费用化，研发费用率逐步提升，从 2007 年的 5.04% 提升至 2023 年前三季度的 7.61%；公司管理费用率也呈下降趋势，从 2013 年的 8.16% 下降至 2023 年的 5.59%；除 2018 年外（2018 年汇兑收益较大），公司财务费用率基本维持在 1.0%-1.5% 区间。

图9: 公司综合毛利率、期间费用率、归母净利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

受益新能源与 AI 行业成长，国产替代进行时

消费电子仍为最大下游，日系厂商占主导

电感是能够把电能转化为磁能的元器件，主要作用是筛选信号、过滤噪声、稳定电流和抑制电磁屏蔽等。根据 Mordor Intelligence，2020 年全球电感器市场规模为 83.6 亿美元，预计 2021 将达到 86.6 亿美元 (YoY: 3.59%)，预计 2026 年将达到 107.1 亿美元 (2020-2021 CAGR: 4.22%)。全球电感市场有望在新能源汽车、5G、物联网等新兴产业的带动下实现稳定增长。

图11: 全球电感器市场规模及同比增速

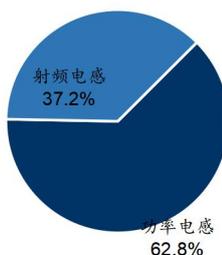


资料来源: Mordor Intelligence, 国信证券经济研究所整理

电感器有很多种分类方式，按功能可分为功率电感和射频电感两大类。其中，功率电感的功能包括扼流、滤波、振荡等，应用于各类电子产品中；射频电感的功能包括耦合、共振、扼流等，主要用于手机及无线 LAN 等移动通信设备等高频电路。根据 Mordor Intelligence 数据，2020 年全球功率电感市场规模 52.5 亿美元，占比 62.85%；2020 年全球射频电感市场规模 31.1 亿美元，占比 37.15%。

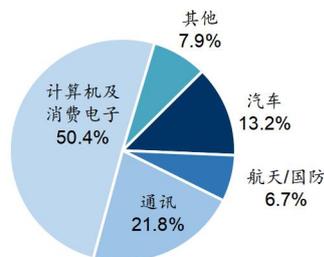
电感器按应用领域划分，主要可应用于计算机和消费电子、通讯、汽车、航天/国防等领域。根据 Mordor Intelligence 数据，计算机及消费电子是 2020 年全球电感器市场的第一大应用领域，占比 50.40%；通讯、汽车、航天/国防分别占比 21.82%、13.13%、6.75% 位居二至四位。Mordor Intelligence 预测 20-26 年汽车电感市场将实现较高的复合增速，达到 5.8%；随后是计算机及消费电子领域，复合增速预计为 4.7%。

图12: 2020 年全球电感器市场规模按功能划分



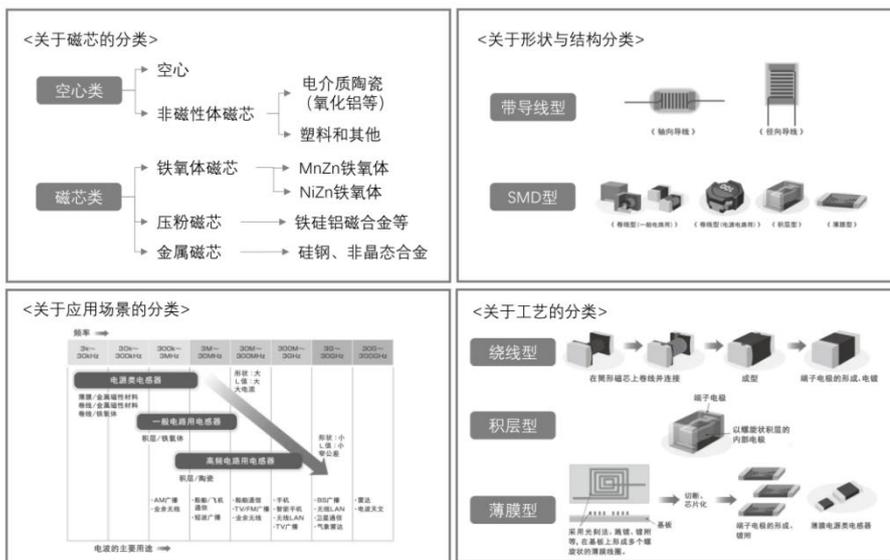
资料来源: Mordor Intelligence, 国信证券经济研究所整理

图13: 2020 年全球电感器市场规模按应用领域划分



资料来源: Mordor Intelligence, 国信证券经济研究所整理

图14: 电感的四种常见分类方式



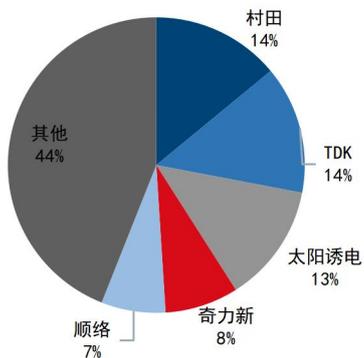
资料来源: TDK, 国信证券经济研究所整理

日系厂商战略性收缩电感产能，国内厂商持续国产替代

与电容、电阻相比，电感定制化程度更高，因此市场集中度更低。目前，全球的电感器市场仍以日本为主导，日系电感占全球近一半的市场份额，2019 年全球前五大电感供应商市场份额高达 56%。其中村田、TDK、太阳诱电，三家日本厂商占全球电感产值 40%。

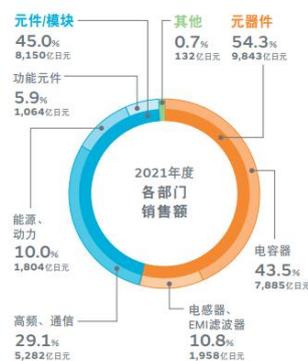
但近年国产替代进程较快，电感国产化率高于电阻和电容。电感通常不属于日系电子元件大厂的核心业务，村田、TDK、太阳诱电等电感业务占比约 10%，其盈利性不及 MLCC，太阳诱电的电感业务在 2019 年甚至出现亏损。

图15: 2019 全球电感器市场企业占比情况



资料来源: 中国电子元件行业协会, 国信证券经济研究所整理

图16: 太阳诱电营收结构



资料来源: 太阳诱电, 国信证券经济研究所整理

此外，2019 年 12 月 12 日村田宣布关停旗下两家电感器工厂。根据国际电子商情，村田于 2019 年内关停了旗下在华子公司华建电子、华钜科技，其中：华建电子主要从事中频变压器及其它变压器、线圈、调谐器、滤波器、线圈模组、电源供应

器、电感器、升压模组、片式电感及无线网络卡的生产加工及售后服务；华钜科技主要从事多层片式电感的生产、加工及售后服务。村田关停两家电感器工厂的理由是出现了对产品类的需求急剧减少、价格竞争加剧等情况。

表3: 村田 2019 年末关停旗下两家电感器工厂

	华建电子	华钜科技
名称	汕头经济特区华建电子有限公司	汕头华钜科技有限公司
所在地	广东省汕头市	广东省汕头市
设立年月	1991 年 4 月 1 日	2000 年 9 月 20 日
资本金	103,835 千港币	1,910 万美元
主要股东	琦玉村田制作所持股 100%	琦玉村田制作所持股 100%

资料来源：国际电子商情，国信证券经济研究所整理

村田关停旗下两家电感器工厂并非由于电感行业不景气，而是出于“收缩战线”的考虑。根据满天芯报道，2019 年末电感需求旺盛、处于景气上行阶段，其中村田 0201 高频电感的交期为 2-3 个月，顺络电子 0201 高频电感的交期也长达 3 个月，由此可见村田关停旗下两家电感器工厂并非行业不景气所致。我们认为，智能手机电感市场具有多样化、开发周期缩短、竞争较激烈等特点，村田此举主要是出于“收缩战线”的考虑，即淡出低附加值电感产品，专注于工业、医疗、汽车等高附加值电感产品的发展战略。

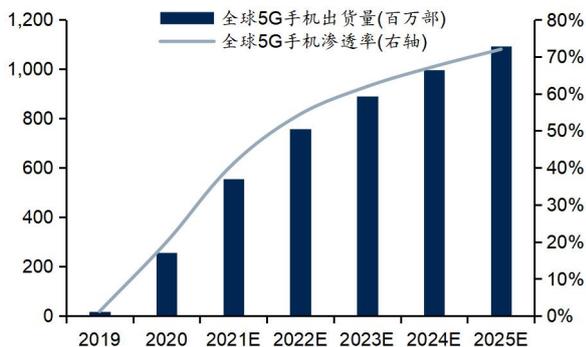
在村田等日系厂商“收缩战线”战略的背景下，顺络电子等国内龙头厂商迎来国产替代的发展机遇。我们看好以顺络电子为代表的国内电感龙头企业实现市场份额的逐步提升，主要基于：1) 村田、太阳诱电等日系电感厂商逐步退出低附加值电感产品，为国内电感厂商市场份额的提升打开空间；2) 2024 年 1 月，日本地震导致村田六水电感厂停产，最早将于 2024 年 5 月恢复供应，建议相关客户及时转单，顺络有望抓住村田供应缺口期，在大客户处实现加速放量；3) 在全球地缘政治紧张的宏观背景下，国内终端企业出于供应链安全考虑采用国产供应链的意愿较强，国内电感企业有望紧抓机遇加速中高端产品国产替代的进程。

手机网络升级、汽车智能化等应用推动电感市场稳定增长

5G 手机单机用量大幅提升

2020 年全球 5G 手机出货量 2.55 亿部，2025 年有望超过 10 亿部。与 4G 网络相比，5G 网络峰值速率 10-20Gbps，提升 10-20 倍；用户体验速率 0.1Gbps-1Gbps，提升 10-100 倍。根据 IDC 数据，2020 年全球 5G 手机出货量 2.55 亿部，渗透率 19.92%；IDC 预计 2025 年全球 5G 手机出货量达到 10.94 亿部，渗透率达到 72.00%。根据 IDC 数据，2020 年中国 5G 手机出货量 1.67 亿部，渗透率 51.43%；IDC 预计 2025 年中国 5G 手机出货量达到 3.34 亿部，渗透率达到 99.57%。

图17: 全球 5G 手机出货量及渗透率



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图18: 中国 5G 手机出货量及渗透率



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

与 4G 手机相比，5G 手机电感需求“量价齐升”。由于支持频段的数目增加以及需要支持 6GHz 以上的毫米波频段，5G 手机射频前端集成度提升，对片式电感尤其是 01005 等小型化电感的需求激增。根据产业链反馈，以安卓手机为例，5G 手机射频电感用量 110-160 颗，较 4G 手机（80-140 颗）提升 14.3%-37.5%，其中单价较高的 01005 小型化电感用量从 4G 手机的 0-40 颗提升至 5G 手机的 80-100 颗；5G 手机功率电感用量 20-40 颗，较 4G 手机（15-30 颗）提升约 33.3%。

表4: 4G 手机、5G 手机电感用量对比

	4G 手机		5G 手机	
	安卓	苹果	安卓	苹果
射频电感	80-140	100-150	110-160	130-190
01005 数量	0-40	40-80	80-100	100-150
其他尺寸数量	80-100	60-70	30-60	30-40
功率电感	15-30	20-35	20-40	30-40
合计	95-170	120-185	130-200	160-230

资料来源: 产业链反馈, 国信证券经济研究所整理

我们测算得 2025 年全球智能手机电感市场规模为 259.99 亿元。我们假设单部 3G 手机、4G 手机、5G 手机的电感用量分别为 60、135、165 颗（其中假设 01005 型号电感用量分别为 0、20、90 颗）；根据国际电子商情，01005 电感单价约为 0.17 元/颗，0201 电感单价约为 0.06/颗。基于 IDC 关于全球智能手机出货量的预测数据，我们测算得 2025 年全球智能手机电感市场规模为 259.99 亿元，对应 20-25 年复合增速为 10.99%。

图19: 全球智能手机电感市场规模及同比增速



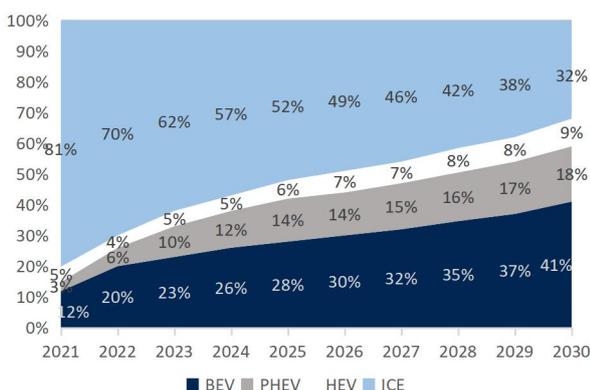
资料来源: IDC, 国际电子商情, 国信证券经济研究所整理及预测

汽车电子：汽车电动化、智能化大幅提高电感用量

我国新能源汽车消费已从政策驱动转向消费驱动，整体渗透率水平持续提升。根据中汽协数据预测，我国新能源汽车 2023 年 BEV 渗透率 23%，PHEV 渗透率 10%，预计到 2025 年 BEV 渗透率将提高到 28%，PHEV 提高到 14%。

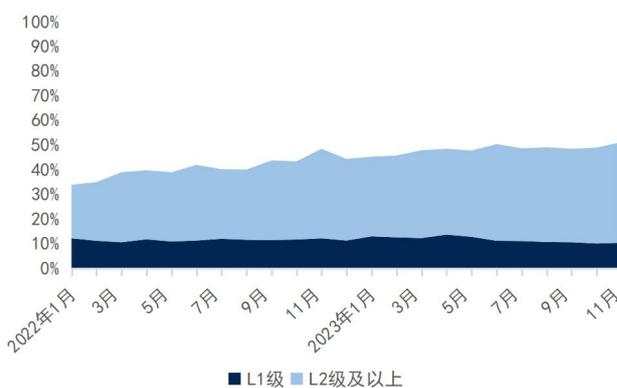
汽车智能化在新能源汽车上的应用显著领先于传统汽车，新能源汽车渗透率和汽车智能化程度高度绑定。自 2020 年以来，中国的自动驾驶技术市场渗透率有了显著提高，根据高工智能汽车数据，截止 2023 年 11 月，具备 L1 和 L2 及以上驾驶辅助功能的乘用车的市场渗透率已经达到了 51.2%。

图20: 我国新能源汽车渗透率持续提升



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图21: 22-23 年乘用车智能驾驶 L1、L2 及以上渗透率



资料来源: 高工智能汽车, 国信证券经济研究所整理

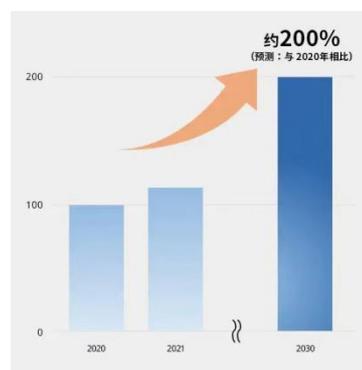
全球汽车企业正在以 CASE（联网、自动化、共享服务安全性、电动化）为核心，对汽车的功能和构造进行大规模革新。电子控制单元的使用数量正在逐年攀升，包括汽车的智能座舱系统、辅助驾驶系统、车身控制单元、车载照明系统、电池管理系统等，单车电感用量大幅提升。TDK 预测，全球汽车电感需求将持续增加，到 2030 年将达到 2020 年的两倍左右。

图22: 按类别划分的汽车电子控制单元



资料来源: TDK, 国信证券经济研究所整理

图23: 汽车功率电感全球市场规模



资料来源: TDK, 国信证券经济研究所整理

根绝村田的预测, 一辆车的电感用量 EMI 静噪滤波用量大约 270-400 颗, 绕线式电感器用量约 400-500 颗, 多层 LC 滤波器 2-8 颗。参考中汽协统计的汽车销量, 我们假设新能源单车磁性元件价值为 1400-1600 元, 平均以每辆新能源汽车磁性元件 1500 的价值量计算, 预计到 2025 年中国车用磁性器件市场规模将达到 156 亿元。

图24: 一台设备所需的被动件数量估算

产品名称	产品所需数量					
	智能手机	笔记本电脑	平板电脑	汽车	汽车数字电视机	智能手表
多层陶瓷电容器 (MLCC)	1,000	800	600	5,000-8,000	600	350
EMI静噪滤波器 (EMIFIL®)	60	60	90	270-400	50	30
电感器 (线圈)	300	30-50	200	400-500	30	30-50
表面波滤波器	4-70	-	4-70	-	-	-
多层LC滤波器 (滤波器、耦合器、巴伦器等)	2-20	2-4	2-20	2-8	2	3-6

资料来源: Muruta, 国信证券经济研究所整理

表5: 乘用车用磁性元件市场规模测算与预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源车销量 (万辆)	333	650	845	1099	1299
燃油乘用车 (万辆)	1815	1705	1416	1267	1131
燃油车单车用量 (元)	150	135	122	109	98
新能源车单车用量 (元)	1500	1350	1256	1180	1121
燃油车磁性器件市场	27.22	23.02	17.21	13.85	11.13
新能源车磁性器件市场	50.01	87.72	106.09	129.70	145.64
合计	77.2	110.7	123.3	143.6	156.8
增速		43.4%	11.3%	16.4%	9.2%

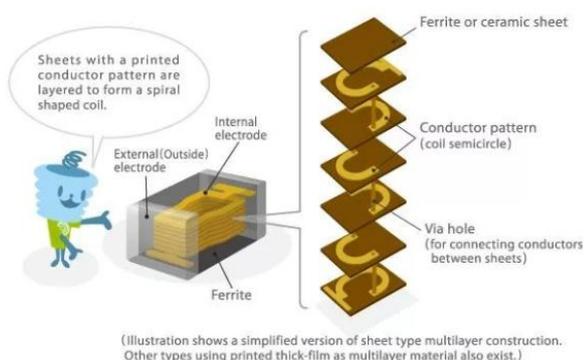
资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

一体成型电感替代传统绕线工艺，成功率电感主流

根据电感的工艺结构，大致可以分为：

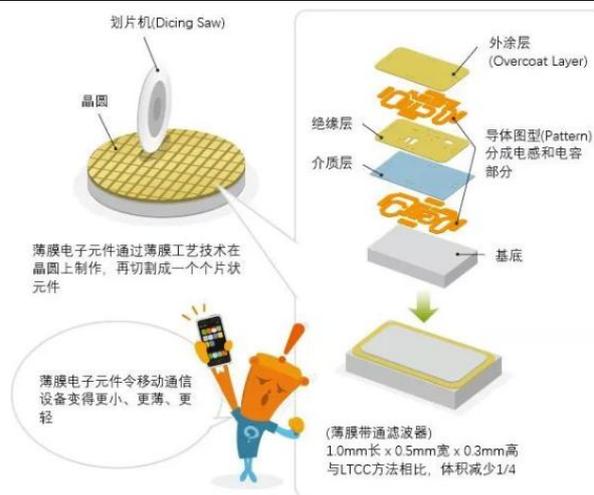
- 1) **绕线电感 (Wire Wound Type)**：绕线电阻即把铜线绕在一个磁芯上形成一个线圈，绕线方式分为圆柱式和平面形；陶瓷为芯的绕线型片电感器在高频电路中能够保持稳定的电感量和相当高的 Q 值，因而在高频回路中占据一席之地。
- 2) **叠层电感 (Multilayer Type)**：多层片状电感则是将铁氧体或陶瓷浆料干燥成型，交替印刷导电浆料，最后叠层、烧结成一体化结构，尺寸小、标化、可靠性好、耐热高。非常适合规模化量产，但是功率不高，功率电感的基材是铁氧体，高频电感的基材是陶瓷。
- 3) **薄膜电感 (Thin Film Type)**：薄膜电感采用的是类似于 IC 制作的工艺，在基底上镀一层导体膜，然后采用光刻工艺形成线圈，最后增加介质层、绝缘层、电极层，封装成型。适合小型化、大电流场景。

图25: 叠层电感



资料来源: The Wonders of Electromagnetism, 国信证券经济研究所整理

图26: 薄膜电感

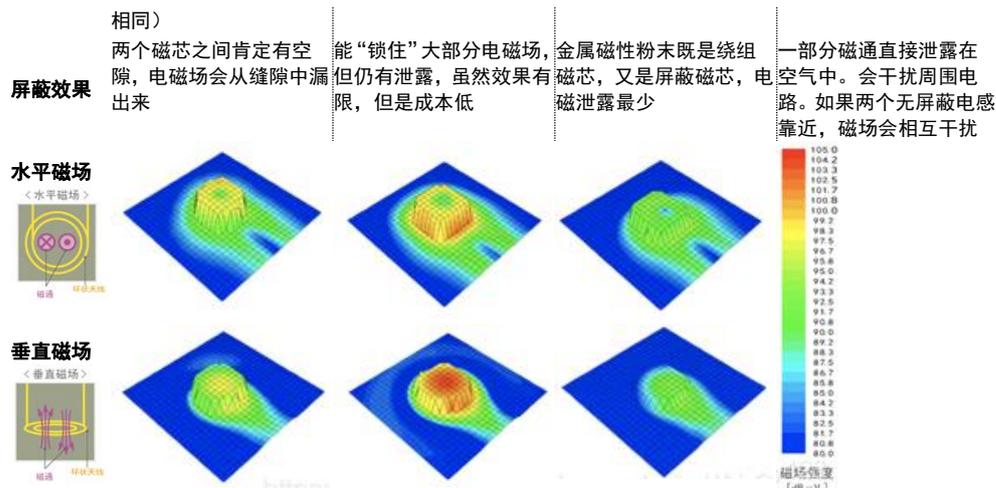


资料来源: The Wonders of Electromagnetism, 国信证券经济研究所整理

而根据电磁屏蔽方式，电感可以分为：无屏蔽电感、磁性粉树脂屏蔽电感、普通屏蔽、金属一体成型。其中，一体成型是最好的一种屏蔽方式，他是将已经绕好的绕组本体埋入金属磁性粉末内部，压铸成型，后置 SMD 引脚为绕组本体的引出脚直接成形于座体表面。金属磁性粉末既是绕组磁芯，又是屏蔽磁芯，电磁泄露最少。

表6: 电感屏蔽方式效果差异

	全屏蔽型	磁性粉树脂屏蔽电感 (半屏蔽)	金属一体成型	无屏蔽型
示意图				
结构特点	用屏蔽磁芯覆盖在绕线磁芯周围，形成接近闭合磁路结构的类型。(屏蔽磁芯和线绕磁芯的材料)	通过混炼了铁氧体或软磁性金属等磁性粉的树脂，在所卷绕的磁性周围填充成型	目前最好的屏蔽方式，已绕好的空心线圈埋在软磁性金属粉中，然后一体压铸成型	周围没有任何屏蔽



资料来源: TDK, CSDN, 国信证券经济研究所整理和预测

一体成型电具有具有耐大电流、电磁特性平稳、温升稳定、低可听噪声、低放射噪声、耐冲击等优势,适用于手机、汽车、航空、通信等多领域,逐步实现了对传统绕线电感的取代,成为功率电感市场的主流方向。三星手机 50%以上采用一体成型电感,苹果则几乎 100%采用一体成型电感,其他安卓系手机也在开始加大对一体成型电感的用量。微型一体成型功率电感的工艺也在不断优化,目前的一体成型功率电感常用规格有 1608、2016、2520、3216 型等。

微型一体成型功率电感对传统绕线电感(全球 300~350 亿颗的年产能)有 70%~80% 替代空间。根据中国电子元件行业协会的统计,到 2022 年底,预计将有 70%的功率电感采用一体成型电感,全球一体成型功率电感市场规模将达到 226 亿元,国内市场规模将超 100 亿元。国内市场规模增长的主要驱动力来源于汽车电子、5G 和物联网。

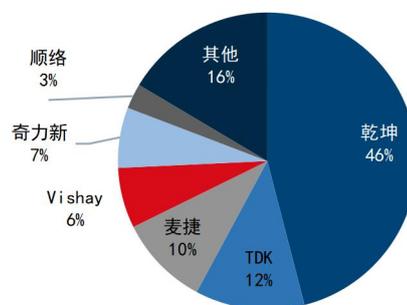
美、日、中国台厂商占据全球一体成型电感八成产能份额,中国除港澳台地区的厂商加速追赶。一体成型电感专利技术最早由美国 Vishay 掌握,并授权给日本、中国台湾等地厂商,目前美国 Vishay、日本 TOKO (已被村田收购)、中国台湾的乾坤和奇力新几家厂商占全球总产能 80%以上,行业集中度高,中国大陆拥有最大的市场,顺络电子等本土厂商于近年逐步开启国产化步伐。

图27: 一体成型电感主要参与者

项目指标	乾坤(中国台湾)	TDK(日本)	Vishay威世(美国)
市场区域	中国大陆、中国台湾	中国大陆、中国台湾、欧美	欧美
销售渠道	自销	自销	自销
技术优势	制程与材料性能优	线圈焊接技术优 材料性能优 制程技术优	线圈焊接技术优 材料性能优 制程技术优
关键技术掌握	粉末外购 模具自行设计	外购与自行生产粉末 焊接技术	外购与自行生产粉末 焊接技术
品质优势	优	优	优
其他优势	早期已占有市场,生产 各项设备已折旧完毕	性能与价格 具有竞争力优势	价格高,不具竞争力

资料来源: 安睿信杰, 国信证券经济研究所整理

图28: 2020 年一体成型电感市场份额

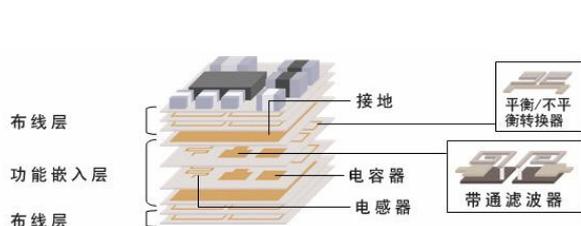


资料来源: 安睿信杰, 国信证券经济研究所整理

LTCC 无源集成主流技术，适用于射频领域

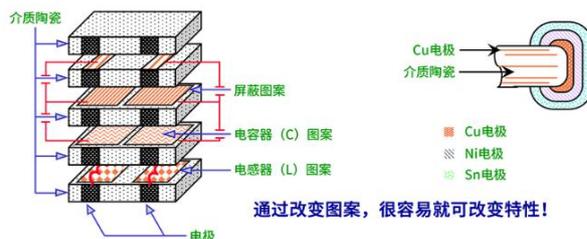
LTCC (Low Temperature Co-fired Ceramics, 低温共烧陶瓷), 通过在一般需要 1500°C 以上的高温下烧成的陶瓷材料中混合玻璃成分, 可以将烧成温度降低至 900°C 左右, 使得能够在内置布线中使用导体电阻较低的铜和银, 从而实现将多个被动组件埋入多层陶瓷基板中, 叠压在一起, 制成三维空间互不干扰的高密度电路, 也可制成内置无源元件的三维电路基板, 在其表面可以贴装 IC 和有源器件, 制成无源/有源集成的功能模块。

图29: LTCC 结构示意图



资料来源: 京瓷, 国信证券经济研究所整理

图30: 村田用 LTCC 技术做的 LC 滤波器



资料来源: 村田, 国信证券经济研究所整理

LTCC 技术是无源集成的主流技术。LTCC 可进一步将电路小型化与高密度化, 特别适合用于高频通讯用组件。LTCC 最重要的应用领域是射频和微波, 从微波低端频率的 GSM、CDMA、TDMA、蓝牙等, 大批量的应用于个人电子产品中。根据艾邦陶瓷的预测, 2023 年中国 LTCC 市场规模为 68.64 亿元, 未来两年市场 CAGR 为 14%。

图31: LTCC 技术优势

高频、高速传输和宽通道	陶瓷材料具有优良的高频、高速传输和宽通带的特性。根据配料不同, 材料介电常数大范围可调, 提高了电路设计的灵活性; 以高电导金属作为布线导体, 有利于提高电路系统的品质因数。
可靠性高	热膨胀系数低, 有利于高密度封装的可靠性; 绝缘性和温度稳定性好, 适应大电流和高温应用要求, 电路散热性好, 可靠性高。
有源无源集成	易于实现多层互连, 有利于小型化和低延时; 可形成空腔和阶梯结构, 并内埋多种无源元器件, 结合表面贴装技术, 实现有源无源集成, 有利于提高组装密度。
工艺兼容性好	工艺兼容性好, 可与不同特性的材料和元器件结合, 并与其他多层布线技术兼容, 开发混合多芯片组件技术。
降低成本, 缩短周期	非连续性生产, 有利于提高制品优良率和降低成本, 缩短生产周期。

资料来源: 艾邦陶瓷, 国信证券经济研究所整理及预测

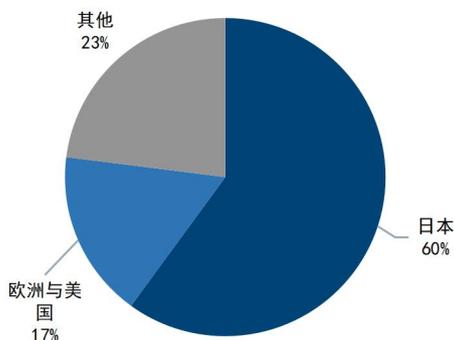
图32: 中国 LTCC 市场规模预测



资料来源: 艾邦陶瓷, 国信证券经济研究所整理及预测

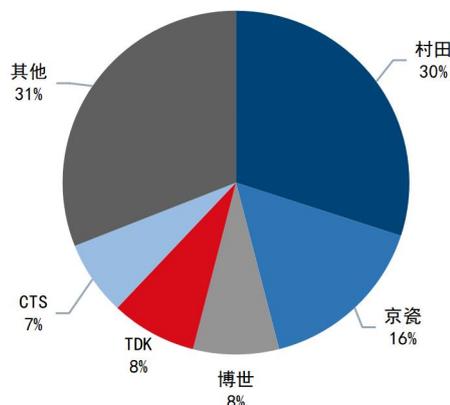
目前, LTCC 全球第一大产区为日本, 约占全球 LTCC 市场份额的 60%, 其次为欧洲与美国地区, 约占全球 LTCC 市场份额的 17%。LTCC 市场集中度较高, 排名前 5 的厂商占据近 70% 市场份额, 主要技术掌握在日本、美国和部分欧洲国家手中, 其中日本厂商位于全球 LTCC 产品市场与技术的主导地位。

图33: 全球 LTCC 产地分布



资料来源: 新材料在线, 国信证券经济研究所整理及预测

图34: 全球 LTCC 市场份额



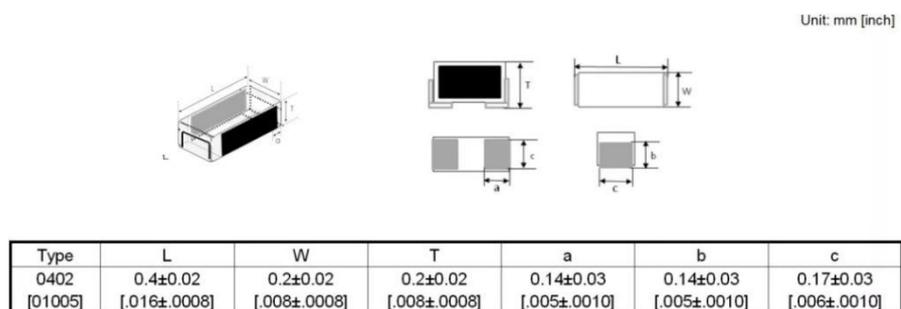
资料来源: 新材料在线, 国信证券经济研究所整理及预测

顺络技术水平、盈利能力领先

叠层、LTCC、一体成型电感技术领先

公司拥有领先的技术水平及综合服务实力, 不断推出具有高附加值的新产品。叠层电感方面, 公司于 2018 年 5 月量产了超高 Q 值英制 0201 叠层射频电感 HQ0603Q 系列, 进一步巩固了公司在 0201 叠层电感市场的领先地位。公司分别于 2017 年 9 月、2017 年 11 月、2020 年 9 月量产了 01005 高 Q 值叠层射频电感 HQ0402H 系列、01005 超高 Q 值叠层射频电感 HQ0402Q 系列、英制 01005 超高 Q 射频电感 UHQ0402H 系列, 公司通过创新的线圈设计、L 型电极构造、精细线圈制造技术, 实现超小封装的射频电感具有超高的 Q 值特性, 进一步满足了智能手机等消费电子产品对于小型化射频电感的需求, 填补了国内空白。

图35: 公司 01005 超高 Q 射频电感 UHQ0402H 系列外观及尺寸



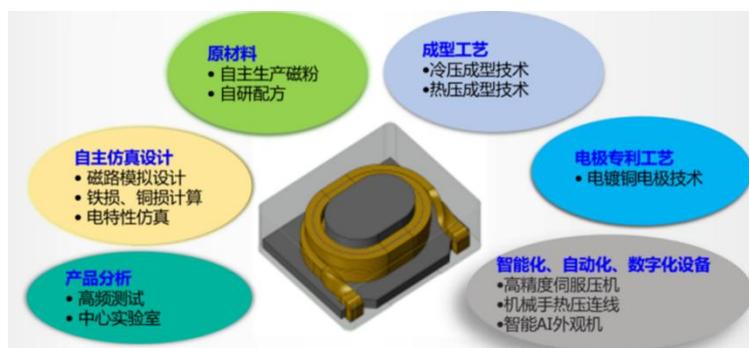
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司在 LTCC 平台上布局多年, 累积了大量自主知识产权专利技术。公司从 2005 年开始 LTCC 产品的开发、生产, LTCC 产品 2019 年实现批量供应, 随着 LTCC 产品应用领域的不断扩大, 需求量持续增长, 2020 年公司募资投入微波器件扩产项目。

公司的 LTCC 产品平台，目前有天线、LC 滤波器、双工器、耦合器、巴伦等产品。2023 年，LTCC 系列产品在行业领先大客户进一步放量，应用领域进一步扩展，目前应用市场包括智能手机、汽车电子、数据中心、射频前端模组、智慧医疗等，LTCC 平台类产品正保持着较为高速的复合增长率，随着高端电子元器件国产化替代市场应用需求不断增加，公司 LTCC 平台系列产品销量有望进一步提升。

一体成型电感经过前期布局，进入快速放量期。一体成型电感经过公司前期多年持续研发投入，自 2022 年已实现大批量供应，2023 年市场空间持续打开，增长快速，应用市场覆盖面广。公司目前已布局了大尺寸、小尺寸型号以及 WTX 产品类型等多品类的一体成型电感类产品。已在高端智能手机应用、汽车电子应用、工控应用、物联网模块端等多应用场景实现规模化销售，目前公司一体成型电感订单快速增长，客户推广顺利，新增产品销售放量明显，新的应用场景正在不断导入中。

图36: 顺络 MWTC 系列功率电感助力手机实现小型化、高可靠



资料来源：顺络电子，国信证券经济研究所整理

公司一体成型电感获高通金牌认证，体现产品实力。2023 年 10 月，在骁龙峰会期间，高通公司（Qualcomm）推出其全新旗舰移动平台——第三代骁龙®8（下称 SM8650），作为 Android 旗舰智能手机 SoC 领导者，SM8650 将在全球 OEM 厂商和智能手机品牌的终端上得到广泛采用，包括华硕、荣耀、iQOO、魅族、蔚来、努比亚、一加、OPPO、真我 realme、Redmi、红魔、索尼、vivo、Xiaomi 和中兴等。**顺络与美国高通合作紧密，并在其最新 SM8650 平台中成功导入超小尺寸一体成型功率电感 MWTC1412065SR33MT，获得美国高通金牌认证。**

图37: 高通 SM8650



资料来源：高通官网，国信证券经济研究所整理

图38: 顺络电子在高通平台的认证信息

Vendor	Power Inductor	Platform	link
Sunlord	MWTC1412065SR33MT	SM8650	https://createpoint.qti.qualcomm.com/hwcomponents/#component/29564/52515
Sunlord	MWTC1412065SR33MT	SM8550	https://createpoint.qti.qualcomm.com/hwcomponents/#component/29564/52498

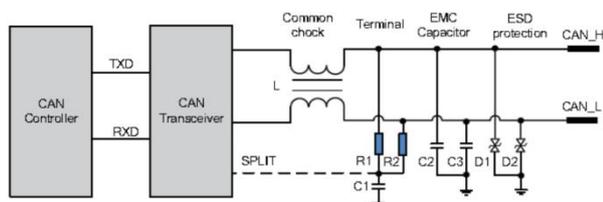
资料来源：顺络电子，国信证券晶技研究所整理

汽车电子领域，公司实现了覆盖智能座舱、功率电感、变压器全方位覆盖。智能

座舱方面，随着车载电子设备的增多、通讯线缆的增加、通讯速率的提高，电子设备间的**电磁干扰问题**越发重要，顺络电子推出多款绕线共模扼流线圈，可有效滤除共模噪音，确保在多样化的控制单元之间实施可靠通信，满足 AEC-Q200 车规品可靠性标准，适用于汽车 CAN BUS/CAN FD/Ethernet 等通讯接口。

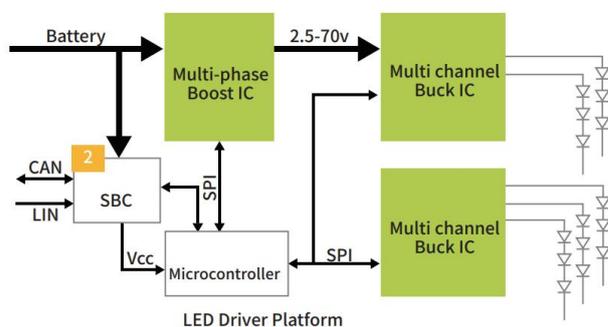
车载电子设备的增多，带来**功耗的增加**，也提高了对 DC/DC 供电系统的要求，磁性器件应在满足可靠性要求的前提下，转换效率更高，体积更小。顺络电子推出了满足 AEC-Q200 车规品可靠性标准的多款功率电感，通过工艺升级，提高了焊盘的附着力，增强了电感抗跌落抗冲击的能力，采用闭合磁路结构设计，减少电感漏磁。**变压器方面**，顺络电子凭借全自动化变压器生产工艺，严格的质量管控体系，变压器产品的可靠性、一致性大幅领先于同行，同时缩短了交付周期。

图39: 绕线共模扼流器在 CAN BUS 总线上的应用



资料来源：顺络电子，国信证券经济研究所整理

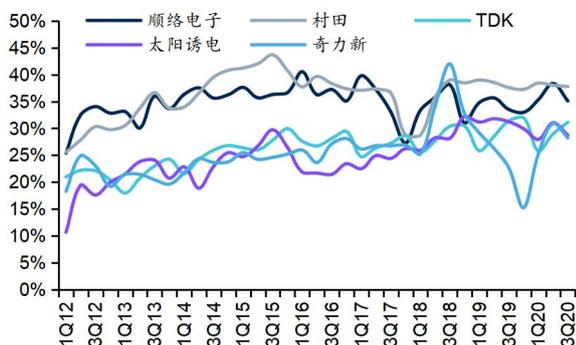
图40: 汽车 LED 中的 DC/DC 电路



资料来源：顺络电子，国信证券经济研究所整理

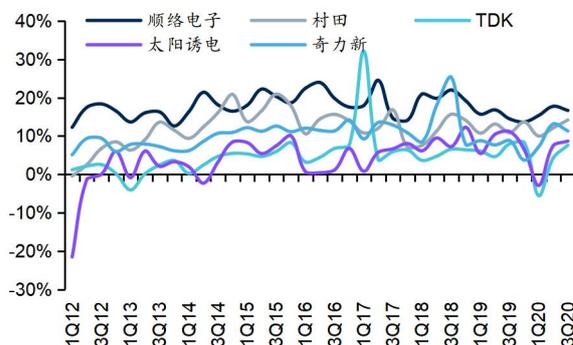
顺络盈利能力处于行业领先水平。对比全球前五大电感厂商（TDK、村田、太阳诱电、奇力新和顺络电子）的利润率水平，根据 Bloomberg 数据，2013 年以来，除 4Q17、2018 年外，顺络电子、村田的单季度毛利率均维持在 30%以上，高于 TDK、太阳诱电和奇力新；此外，顺络电子的单季度净利率在全球前五大电感厂商中同样处于领先位置。我们认为，顺络电子相对于同行更强的盈利能力主要得益于公司深耕通讯、工业、汽车等高端应用领域，且对于 0201、01005 等小型化、高附加值电感产品的布局较早、研发处于领先位置。

图41: 全球前五大电感厂商毛利率水平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图42: 全球前五大电感厂商净利率水平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

射频信号处理产品：公司射频信号处理产品主要应用于手机领域，有望受益于 AI 手机、5G 手机渗透率提升带来的单机用量提升，另外，华为作为公司的大客户之一，华为手机的回归有利于公司 LTCC 等高端产品市占率提升。我们预计公司射频信号处理业务 24-26 年营收增速为 14.0%/10.0%/6.5%，对应收入 23.5/25.8/27.5 亿元。

电源管理产品：公司一体成型电感在国内技术领先，对现有功率电感市场有较大的替代空间，我们看好公司对海外龙头的国产替代，以及对普通绕线电感的替代，预计公司电源管理类产品 24-26 年营收增速为 6.9%/7.2%/6.0%，对应收入 19.9/21.4/22.6 亿元。

汽车电子和储能专用元件：作为公司 55 规划的核心新型应用市场，汽车和储能磁性元件市场增速较快，公司布局多年，已进入快速放量期，我们预计 24-26 年营收增速为 100.9%/62.7%/54.7%，对应营收 13.7/22.3/34.4 亿元。

陶瓷、PCB 及其他：随着相关产业园和研发中心投入使用，公司精密陶瓷业务增速较快。我们 23-25 年该板块营收为 5.5/6.6/7.8 亿元。

表7: 顺络电子业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
射频信号处理						
收入（亿元）	19.86	16.41	20.61	23.49	25.84	27.53
增速	19.3%	-17.4%	25.6%	14.0%	10.0%	6.5%
营收占比	43.4%	38.7%	40.9%	37.5%	34.0%	29.8%
电源管理						
收入（亿元）	16.16	16.82	18.65	19.93	21.36	22.65
增速	25.6%	4.1%	10.9%	6.9%	7.2%	6.0%
营收占比	35.3%	39.7%	37.0%	31.9%	28.1%	24.5%
汽车电子或储能专用元件						
收入（亿元）	3.03	5.47	6.81	13.68	22.27	34.44
增速	74.0%	80.5%	24.4%	100.9%	62.7%	54.7%
营收占比	6.6%	12.9%	13.5%	21.9%	29.3%	37.3%
陶瓷、PCB 及其他						
收入（亿元）	6.72	3.68	4.33	5.46	6.55	7.80
增速	91.2%	-45.2%	17.5%	26.1%	20.0%	19.0%
营收占比	14.7%	8.7%	8.6%	8.7%	8.6%	8.4%
合计						
总营收（亿元）	45.77	42.38	50.40	62.57	76.03	92.42
增速	31.7%	-7.4%	18.9%	24.1%	21.5%	21.6%
综合毛利率	35.1%	33.0%	35.4%	36.5%	36.8%	37.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 62.57/76.03/92.42/亿元，同比 24.1%/21.5%/21.6%，毛利率 36.5%/36.8%/37.1%。

未来 3 年业绩预测

表8: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5040	6257	7603	9242
营业成本	3259	3973	4805	5813
营业税金及附加	73	73	97	120
销售费用	106	119	146	179
管理费用	282	346	416	501
研发费用	384	444	540	656
财务费用	73	168	189	202
营业利润	844	1227	1516	1877
利润总额	840	1223	1511	1872
归属于母公司净利润	641	933	1153	1428
EPS	0.79	1.16	1.43	1.77
ROE	11%	14%	16%	18%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 24-26 年收入分别为 62.57/76.03/92.42 亿元, 归属母公司净利润 9.33/11.53/14.28 亿元, 利润年增速分别为 45.6%/23.6%/23.9%。每股收益 24-26 年分别为 1.16/1.43/1.77 元。

盈利预测情景分析

表9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	4,238	5,040	6,318	7,745	9,498
(+/-%)	-7.4%	18.9%	25.3%	22.6%	22.6%
净利润(百万元)	433	641	1143	1424	1778
(+/-%)	-44.8%	47.9%	78.4%	24.6%	24.9%
摊薄 EPS	0.54	0.79	1.42	1.77	2.21
中性预测					
营业收入(百万元)	4,238	5,040	6,257	7,603	9,242
(+/-%)	-7.4%	18.9%	24.1%	21.5%	21.6%
净利润(百万元)	433	641	933	1153	1428
(+/-%)	-44.8%	47.9%	45.6%	23.6%	23.9%
摊薄 EPS(元)	0.54	0.79	1.16	1.43	1.77
悲观的预测					
营业收入(百万元)	4,238	5,040	6,196	7,462	8,990
(+/-%)	-7.4%	18.9%	22.9%	20.4%	20.5%
净利润(百万元)	433	641	729	894	1099
(+/-%)	-44.8%	47.9%	13.8%	22.6%	23.0%
摊薄 EPS	0.54	0.79	0.90	1.11	1.36
总股本(百万股)	806	806	806	806	806

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值来估算公司的合理价值区间。

相对估值：34.70-37.01 元

考虑到公司产品种类丰富，包括叠层、绕线电感、PCB、陶瓷、电容等，且行业地位领先，我们选择在被动件行业同样具有相对领先地位的企业作为可比公司，包括三环集团、洁美科技、麦捷科技。行业 24 年平均 PE 23 倍，对应 PEG 平均 0.79，根据公司产能规划和新品放量节奏，预计 22-25 年公司盈利年复合增长 39%，则对应公司 2024 年合理估值为 30.5xPE，我们给予公司 2024 年 30-31x PE，对应股价区间 34.70-37.01 元。

表10: 可比公司估值比较（股价为 2024 年 3 月 8 日数据）

代码	简称	股价 (元)	EPS(元)				CAGR (22-25E)	PE(倍)				PEG (2023E)	总市值 (亿元)
			2022A	2023A/E	2024E	2025E		2022A	2023A/E	2024E	2025E		
002138	顺络电子	26.27	0.54	0.79	1.16	1.43	38.6%	51.39	34.74	23.86	19.31	0.62	223
可比公司:													
000636	风华高科	12.09	0.31	0.23	0.44	0.67	29.0%	39.00	52.73	27.47	18.18	0.95	140
300408	三环集团	25.80	0.79	0.81	1.08	1.38	20.6%	32.66	31.67	23.97	18.64	1.17	494
300319	麦捷科技	8.22	0.23	0.37	0.46	0.54	32.1%	35.20	21.99	17.78	15.27	0.55	71
002859	洁美科技	22.38	0.41	0.59	0.95	1.31	47.3%	54.59	37.91	23.62	17.09	0.50	97
	平均	-	0.44	0.50	0.73	0.97	32.2%	40.36	30.52	23.21	17.29	0.79	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

投资建议

综上所述，我们认为公司股票合理估值区间在 34.70-37.01 元之间，2024 年动态市盈率 30-31 倍，相对于公司目前股价有 25.71%-34.09%溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 34.70–37.01 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说我们选取了与公司归属同一行业的，且具有行业领先地位的企业，比如风华高科、三环集团、洁美科技、麦捷科技等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PEG 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性给予一定溢价空间，最终给予公司 24 年 30–31 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 24.1%/21.5%/21.6%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 36.5%/36.8%/37.1%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

需求不及预期的风险：公司产品主要应用于消费电子行业，受到全球宏观经济影响，同时也受到消费电子创新周期影响。公司新开拓了新能源汽车、储能等应用领域，也进入出货量增速放缓的阶段，公司可能面临下游需求不及预期，从而导致公司产品销量下滑的风险。

行业竞争加剧的风险：公司片式电感全球占比第三，随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

新产品的研发及市场推广的风险：公司十年如一日的高强度研发，近几年陆续推出了 LTCC、一体化成型电感、车规级电感等新产品；另一方面，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来市场竞争预计会更加激烈，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得头部客户认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司产品外销占比达 20%以上，若国际贸易摩擦加剧，境外客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，

这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	451	779	621	661	736	营业收入	4238	5040	6257	7603	9242
应收款项	1625	2032	2311	2929	3566	营业成本	2840	3259	3973	4805	5813
存货净额	930	865	1272	1483	1751	营业税金及附加	51	73	73	97	120
其他流动资产	644	970	1039	1289	1627	销售费用	82	106	119	146	179
流动资产合计	3650	4645	5243	6363	7680	管理费用	261	282	346	416	501
固定资产	5938	6539	7378	8080	8677	研发费用	352	384	444	540	656
无形资产及其他	523	511	490	470	449	财务费用	51	73	168	189	202
其他长期资产	661	670	670	670	670	投资收益	(13)	(5)	(8)	(8)	(7)
长期股权投资	166	203	238	274	310	资产减值及公允价值变动	(82)	(86)	(16)	(14)	(15)
资产总计	10938	12568	14019	15857	17787	其他	75	70	117	128	128
短期借款及交易性金融负债	1046	1630	1987	2530	2629	营业利润	581	844	1227	1516	1877
应付款项	613	803	1024	1169	1464	营业外净收支	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	732	965	1056	1329	1644	利润总额	577	840	1223	1511	1872
流动负债合计	2391	3399	4067	5027	5737	所得税费用	52	100	145	179	222
长期借款及应付债券	2000	2116	2116	2116	2116	少数股东损益	92	99	145	179	222
其他长期负债	448	514	599	655	724	归属于母公司净利润	433	641	933	1153	1428
长期负债合计	2447	2630	2715	2771	2840	现金流量表（百万元）					
负债合计	4839	6029	6782	7798	8577	净利润	525	740	1077	1332	1650
少数股东权益	541	576	721	900	1122	资产减值准备	82	86	16	14	15
股东权益	5559	5964	6517	7159	8089	折旧摊销	481	525	563	694	801
负债和股东权益总计	10938	12568	14019	15857	17787	公允价值变动损失	(0)	0	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	81	82	168	189	202
每股收益	0.54	0.79	1.16	1.43	1.77	营运资本变动	(130)	(189)	(359)	(604)	(561)
每股红利	0.43	0.36	0.47	0.63	0.62	其它	25	(100)	(183)	(204)	(217)
每股净资产	6.89	7.40	8.08	8.88	10.03	经营活动现金流	1064	1144	1282	1421	1890
ROIC	11%	12%	15%	16%	18%	资本开支	(1368)	(1101)	(1383)	(1376)	(1379)
ROE	8%	11%	14%	16%	18%	其它投资现金流	(153)	(74)	(34)	(37)	(36)
毛利率	33%	35%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(1520)	(1175)	(1418)	(1413)	(1415)
EBIT Margin	15%	19%	21%	21%	21%	权益性融资	21	60	0	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	30%	30%	30%	负债净变化	774	116	0	0	0
收入增长	-7%	19%	24%	22%	22%	支付股利、利息	(345)	(293)	(380)	(511)	(498)
净利润增长率	-45%	48%	46%	24%	24%	其它融资现金流	(36)	463	358	543	99
资产负债率	49%	53%	54%	55%	55%	融资活动现金流	414	346	(22)	32	(399)
息率	1.6%	1.3%	1.7%	2.3%	2.3%	现金净变动	(43)	320	(158)	41	75
P/E	50.8	34.4	23.6	19.1	15.4	货币资金的期初余额	483	440	760	602	642
P/B	4.0	3.7	3.4	3.1	2.7	货币资金的期末余额	440	760	602	642	717
EV/EBITDA	23.7	19.2	15.4	13.0	11.0	企业自由现金流	(424)	61	(32)	123	599
						权益自由现金流	314	641	178	499	519

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032