



## 买入（维持）

所属行业：电子/元件  
当前价格(元)：25.23

### 证券分析师

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001

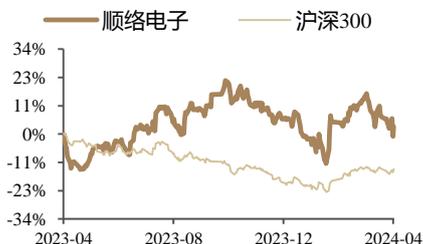
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

### 研究助理

张威震

邮箱：zhangwz5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.12	-2.01	3.79
相对涨幅(%)	-10.00	-7.97	-4.22

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《顺络电子(002138.SZ)：穿越周期的电感龙头，新能源助力再次腾飞》，2023.11.23

# 顺络电子（002138.SZ）：需求复苏与国产替代共振，新业务高速增长

## 投资要点

- 事件**：4月16日，顺络电子发布2024年一季度报告。2024年Q1，公司实现营业收入12.59亿元，同比增长22.86%；实现归母净利润1.70亿元，同比增长111.26%；实现扣非后归母净利润1.58亿元，同比增长156.73%。
- 1月收入创历史新高，利润水平维持高位，研发投入不断加强。**
  - 营收增速**：24Q1虽是消费电子传统淡季，但公司单季度收入延续23下半年以来趋势，连续第三个季度同比增速维持在20%以上高增长水平，其中1月份单月收入创历史新高，2月受春节效应影响，3月恢复增长。
  - 盈利能力**：公司24Q1毛利实现4.65亿元，同比增长41.05%，毛利增速显著超过收入增速；24Q1毛利率为36.95%，环比基本持平，同比提升4.77pct；24Q1净利率为15.65%，环比提升1.59pct，同比提升5.84pct。公司毛利率同比提升主要因精密电子元件及新领域业务进展顺利，市场订单增加，产能利用率持续提升，人工效率提升所致。
  - 研发投入**：24Q1公司研发费用约1.07亿元，同比增长19.92%，研发费用率约为8.53%。公司高度重视基础研究、重点应用领域研究和新产品研发及批量化应用，研发投入持续加强。
- 智能手机景气复苏叠加国产替代，驱动公司传统业务稳定增长。**
  - 24Q1公司信号处理类产品收入5.37亿元，同比增长27.87%，电源管理类产品收入4.10亿元，同比略降0.07%。信号与电源类产品24Q1合计收入占比约75.2%，是公司传统主业，主要用于智能手机等消费电子领域，产品形式主要为叠层信号类电感、绕线功率型电感、滤波器、变压器等。在片式电感领域，公司是全球前三、国内第一龙头。
  - 根据IDC于4月15日发布的数据，24Q1全球智能手机出货量2.89亿台（YoY+7.8%），连续第三个季度正增长，智能手机行业持续复苏。从市场份额看，24Q1三星/苹果出货量同比下降0.7%/9.6%，小米/传音则同比增长33.8%/84.9%，国内手机品牌市占率进一步提升。
  - 公司客户覆盖主流国内手机品牌、ODM厂商和海内外主流消费电子品牌，随着国产手机品牌市场份额回升和精密电感国产化替代需求持续渗透，以及公司一体成型电感、LTCC等高端新品和008004等小尺寸精密叠层电感投入量产（公司超小尺寸一体成型功率电感已导入高通骁龙8Gen3平台），我们认为公司信号类与电源类传统业务有望保持20%左右增速稳定增长。
- 汽车电子、光伏储能等新业务高速增长，大客户持续突破。**新业务方面，公司已战略性布局汽车电子、光伏、储能、数据中心、物联网、模块模组等新兴产业，并获得各行业全球标杆企业广泛认可，大客户持续突破。24Q1公司汽车电子和储能领域收入1.90亿元，同比增长93.42%，陶瓷、PCB及其他业务收入1.22亿元，同比增长26.82%。
  - 汽车电子领域**，公司从2012年开始布局，目前可提供各类变压器、磁环、精密电感、车用陶瓷件，已涵盖汽车电池管理、车载充电、车联网、车灯控制、车身控制、热管理、智能驾驶、智能座舱等汽车子系统，客户包括博世、法雷奥、安波福等海内外Tier1和比亚迪等主机厂。随着电动化、智能化持续渗透，汽车电子领域将为公司长期增长提供广阔空间。
  - 光伏和储能领域**，公司提供微型逆变器、关断器/优化器+组串式逆变器、储能BMS使用的功率元件、陶瓷件等产品，目前已成功开发专用新型大功率元器件，进入众多储能龙头企业的供应链，并实现批量交付。
  - 数据中心/物联网/工业/模块模组及其他**：数据中心/网通领域，公司提供服务器/交换机/存储系统使用的各类叠层电感、绕线功率电感、变压器等产品；物联网/工业领域，公司产品覆盖各类家用电器、医疗/保健、安防、无人机、打印机等设备；精细陶瓷产品方面，公司已完成前期市场和技术布局，在智能穿戴

电子终端产品应用市场份额占前列；模块模组业务方面，公司 PA 模组已得到海内外重要客户群认可，产品份额将持续提升。4) 从 2023 下半年开始，公司汽车电子产能利用率持续处于健康水平，产品销售情况持续好转。我们认为，以汽车电子、光伏储能为代表的公司新业务板块未来有望保持高于传统业务的长期增速水平，并为公司创造广阔成长空间。

- **投资建议：**考虑到下游手机等消费电子领域的周期性和公司新业务的成长仍需要一定的时间，我们调整公司 2024-2026 年营业收入预测至 61.18 亿元/73.92 亿元/87.95 亿元，调整公司归母净利润预测至 8.77 亿元/10.34 亿元/12.75 亿元，以 4 月 17 日收盘价计算，对应 2024-2026 远期 PE 分别为 23.21 倍/19.67 倍/15.96 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格波动风险；下游消费电子等应用领域需求不及预期风险；被动元件行业竞争格局加剧风险；公司新业务开拓进展不及预期风险

股票数据		主要财务数据及预测				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	806.32					
流通 A 股(百万股):	756.51					
52 周内股价区间(元):	21.01-29.81					
总市值(百万元):	20,343.41					
总资产(百万元):	12,490.45					
每股净资产(元):	7.25					
营业收入(百万元)		4,238	5,040	6,118	7,392	8,795
(+/-)YOY(%)		-7.4%	18.9%	21.4%	20.8%	19.0%
净利润(百万元)		433	641	877	1,034	1,275
(+/-)YOY(%)		-44.8%	48.0%	36.9%	18.0%	23.3%
全面摊薄 EPS(元)		0.54	0.79	1.09	1.28	1.58
毛利率(%)		33.0%	35.3%	36.5%	36.0%	36.2%
净资产收益率(%)		7.8%	10.7%	12.8%	13.1%	13.9%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.81	1.09	1.28	1.58
每股净资产	7.40	8.49	9.78	11.36
每股经营现金流	1.42	2.20	2.09	2.53
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	33.35	23.21	19.67	15.96
P/B	3.65	2.97	2.58	2.22
P/S	4.04	3.33	2.75	2.31
EV/EBITDA	16.57	11.40	9.80	8.20
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.3%	36.5%	36.0%	36.2%
净利润率	14.7%	16.6%	16.3%	16.9%
净资产收益率	10.7%	12.8%	13.1%	13.9%
资产回报率	5.1%	6.6%	7.0%	7.5%
投资回报率	8.0%	10.2%	11.1%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.9%	21.4%	20.8%	19.0%
EBIT 增长率	44.8%	32.4%	19.0%	21.3%
净利润增长率	48.0%	36.9%	18.0%	23.3%
偿债能力指标				
资产负债率	48.0%	43.4%	41.0%	39.8%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.6
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
现金比率	0.2	0.1	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	125.0	123.3	121.1	122.5
存货周转天数	99.1	82.3	80.3	87.9
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	641	877	1,034	1,275
少数股东损益	99	141	173	208
非现金支出	661	866	962	1,084
非经营收益	82	121	138	138
营运资金变动	-338	-235	-621	-663
经营活动现金流	1,144	1,770	1,686	2,041
资产	-1,091	-1,395	-1,550	-1,596
投资	-87	-37	-37	-37
其他	3	-63	-13	-15
投资活动现金流	-1,175	-1,495	-1,601	-1,649
债权募资	741	-479	-154	197
股权募资	60	2	0	0
其他	-455	-89	-126	-127
融资活动现金流	346	-567	-280	70
现金净流量	320	-290	-195	463

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,040	6,118	7,392	8,795
营业成本	3,259	3,885	4,731	5,611
毛利率%	35.3%	36.5%	36.0%	36.2%
营业税金及附加	73	78	96	113
营业税金率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	106	125	146	171
营业费用率%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%
管理费用	282	343	421	496
管理费用率%	5.6%	5.6%	5.7%	5.6%
研发费用	384	479	577	677
研发费用率%	7.6%	7.8%	7.8%	7.7%
EBIT	936	1,239	1,474	1,788
财务费用	73	101	121	124
财务费用率%	1.5%	1.7%	1.6%	1.4%
资产减值损失	-86	-62	-57	-62
投资收益	-5	-10	-12	-13
营业利润	844	1,142	1,357	1,668
营业外收支	-5	-5	-5	-5
利润总额	840	1,137	1,352	1,664
EBITDA	1,494	2,030	2,365	2,794
所得税	100	120	145	181
有效所得税率%	11.9%	10.6%	10.7%	10.9%
少数股东损益	99	141	173	208
归属母公司所有者净利润	641	877	1,034	1,275

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	779	488	294	756
应收账款及应收票据	2,024	2,320	2,842	3,372
存货	865	911	1,199	1,540
其它流动资产	978	1,037	1,221	1,416
流动资产合计	4,645	4,757	5,556	7,084
长期股权投资	203	241	278	316
固定资产	5,690	6,617	7,414	8,070
在建工程	849	524	402	351
无形资产	511	529	537	548
非流动资产合计	7,923	8,614	9,312	9,943
资产总计	12,568	13,371	14,868	17,028
短期借款	1,006	856	906	1,006
应付票据及应付账款	803	952	1,139	1,364
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,589	1,555	1,810	2,062
流动负债合计	3,399	3,363	3,855	4,433
长期借款	2,116	1,916	1,716	1,816
其它长期负债	514	530	526	523
非流动负债合计	2,630	2,446	2,242	2,339
负债总计	6,029	5,808	6,097	6,771
实收资本	806	806	806	806
普通股股东权益	5,964	6,846	7,882	9,159
少数股东权益	576	717	890	1,098
负债和所有者权益合计	12,568	13,371	14,868	17,028

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈蓉芳，电子组长，南开大学本科，香港中文大学硕士，电子板块全覆盖，对于汽车电子、消费电子等板块跟踪紧密，个股动态反馈迅速，推票脉络清晰。曾任职于民生证券、国金证券，2022年5月加入德邦证券。

张威震，电子研究员，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。曾任职于欧菲光证券部、安永战略咨询部门，4年行业研究经验，2022年10月加入德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。