

➤ **全球电感行业第一梯队，国内被动元件领军企业。**顺络电子是国内电感行业龙头厂商，可提供多品类精密电子与功率电子元器件产品。公司片式电感产销量所占份额居国内第一、全球前三。2016年以来，顺络提前布局“汽车电子+数据中心”高增长赛道，未来成长空间较大。公司现无实际控制人，新余市恒顺通电子科技开发有限公司作为第一大股东持股 6.88%，董事长袁金珏作为第二大股东持股 6.64%。2024Q3 公司实现单季度营业收入 15.04 亿元，同比增长 11.86%，同年 1-9 月累计营业收入 41.95 亿元，同比增长 14.13%，主要得益于通讯、汽车电子和数据中心等业务保持高速增长。展望未来，随着公司大客户份额持续提升以及在 AI、汽车等新兴领域带来增量，公司业绩有望进一步成长。

➤ **电感下游应用不断拓深，中国市场规模优势明显。**随着传统下游应用领域需求复苏以及新兴市场需求激增，通讯、工控、新能源汽车、AI 与数据中心等下游市场的增长均为电感行业带来高速发展机会。同时，5G 及 AI 导入带来的高端产品换机需求大幅提升电感单机价值量，助推一体成型电感、纳米级高精度电感等高端产品的研发与应用。得益于国内日渐广阔的应用市场以及近年来日系厂商战略性收缩电感产能，2019-2023 年，中国电感器行业市场规模由 160.1 亿元增长至 420.7 亿元，期间 CAGR 为 27.3%，预计将持续增长。目前日系和台系占据过半市场份额，前五厂商中大陆仅有顺络电子上榜，顺络电子将成为国产替代的中坚力量。

➤ **传统优势板块持续加码，多个领域已具先发优势。**公司长期将通讯、消费电子领域作为核心业务，同时提前布局新能源汽车与数据中心等新兴板块，以期为公司提供全新增长动力。同时，公司深耕微波和射频领域 23 年，位居全球微小尺寸射频电感第一梯队。高端产品方面，公司长期布局一体成型电感并实现量产，稳步推进客户导入，成功量产 01005 与 008004 尺寸高精度电感，达到国际先进水平。产能方面，公司目前拥有七大生产园区，24 年有两个工业园区及一个研发中心在建。得益于公司在新应用领域业务发展顺利、订单增加，公司产品正配合市场节奏不断放量。

➤ **投资建议：**考虑到顺络电子作为国内被动元器件行业龙头公司，随着新兴业务持续成长、公司战略规划逐步实施以及产品研发成果逐步释放，公司整体竞争实力将持续提升，预计公司 24-26 年营收分别为 58.93/71.87/86.19 亿元，归母净利润分别为 8.85/11.17/13.53 亿元，所对应 PE 估值分别为 28/22/19 倍。我们看好公司长期的发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**研发与技术升级迭代风险；海外局势波动可能影响上游原材料供应；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,040	5,893	7,187	8,619
增长率 (%)	18.9	16.9	22.0	19.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	641	885	1,117	1,353
增长率 (%)	48.0	38.2	26.2	21.2
每股收益 (元)	0.79	1.10	1.39	1.68
PE	39	28	22	19
PB	4.2	3.9	3.4	3.1

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 11 月 15 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

31.14 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李萌

执业证书：S0100522080001

邮箱：limeng@mszq.com

相关研究

1. 顺络电子 (002138.SZ) 2023 年中报点评：二季度营收创历史新高，新兴业务多方位布局 -2023/09/26

目录

1 国内电感行业龙头，砥砺前行二十余载	3
1.1 国内被动元器件领军者，片式电感世界第一梯队	3
1.2 公司无实际控制人，实施股份回购及员工持股	4
1.3 营业收入稳步提升，行业需求逐步回暖	5
2 新兴市场提振需求，国产替代迎来机会	9
2.1 电子行业基石，作用不容忽视	9
2.2 上游材料供应稳定待提升，下游终端应用场景持续拓宽	10
2.3 中国市场规模优势明显，大陆厂商寻求替代机会	13
3 广泛覆盖新兴市场，高端产品持续突破	16
3.1 耕耘微波及射频领域二十三载，多项产品已具先发优势	16
3.2 优势板块持续领跑，存量市场寻求突破	16
3.3 新兴行业板块持续加码，业务领域开拓全新增长曲线	17
3.4 产能结构布局合理，高端品类加速扩产	19
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 费用率预测	23
4.3 估值分析与投资建议	23
5 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 国内电感行业龙头，砥砺前行二十余载

1.1 国内被动元器件领军者，片式电感世界第一梯队

国产电感龙头，片式电感产销量份额居国内第一、全球前三。公司主要从事多品类精密电子与功率电子元器件的研发、生产和销售，始终贯行“产品开发+市场开拓双驱动”战略推动发展。公司主要产品包括磁性器件、微波器件、传感及敏感器件以及精密陶瓷产品，涵盖信号处理、电源管理、汽车电子或储能专用元件、陶瓷/PCB 及其他四大业务线，广泛应用于通信、消费、汽车电子、工业及自动化控制、数据中心、物联网、新能源及智能家居等领域。公司始终坚持大客户战略，拥有全球领先的大客户群体，覆盖通讯、汽车电子、新能源、消费等行业，成功取得多行业头部企业认可。公司系“中国第一批制造业单项冠军示范企业”，连续十七年被评为“中国电子元器件百强企业”（现为：“中国电子元器件行业骨干企业”）。公司致力于成为在全球被动电子元器件及技术解决方案领域中具有技术领先和核心竞争优势的国际化企业。

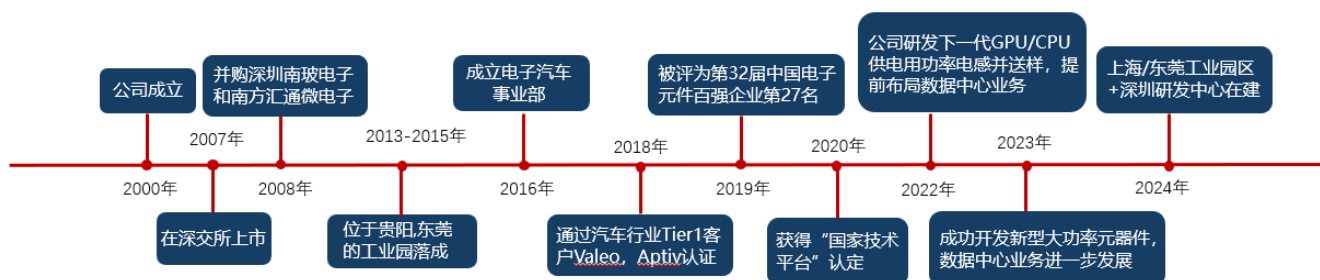
图1：公司大客户



资料来源：顺络电子官网，民生证券研究院整理

深耕电感领域二十余载，积极布局新兴领域。公司成立于 2000 年，并于 2007 年在深交所上市；2008 年通过并购深圳南玻电子、南方汇通微电子逐步切入通讯供应链。2013-2015 年，公司位于贵阳、东莞的工业园落成。2016 年公司成立汽车电子事业部；2018 年顺络通过汽车行业 Tier1 客户 Valeo、Aptiv 认证；2019 年被评为第 32 届中国电子元件百强企业第二十七名；2020 年，顺络获得“国家技术平台”认定；2022 年，公司投入研发下一代 GPU/CPU 供电用功率电感并进入送样阶段，提前布局数据中心业务；2023 年，公司研发车载 IGBT 可用磁性元件及其他车规级元件并实现大批量出货，公司成功开发专用新型大功率元器件，数据中心的进一步发展为公司开拓较大的增量市场和全新的应用场景。2024 年，公司仍有上海、东莞两大工业园区以及深圳研发中心在建，产能与研发能力将进一步上升。

图2：公司发展历程



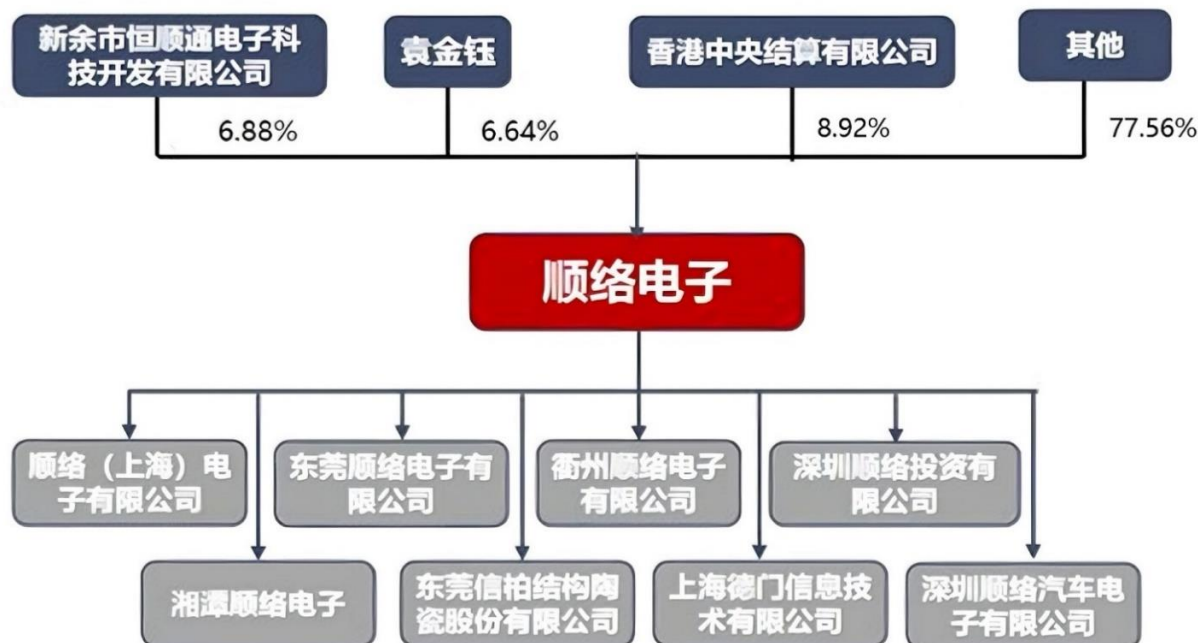
资料来源：顺络电子官网，民生证券研究院整理

提前布局“汽车电子+数据中心”赛道，未来增长空间广阔。汽车电子方面，纵观顺络电子发展沿革，公司于2016年成立汽车电子事业部，公司在新能源汽车电动化和智能化领域布局多年，为客户提供车载IGBT的驱动变压器、精密电感、陶瓷件等产品，业务板块营收稳步提升。截止目前，顺络仍是少数在全球汽车电子市场活跃的中国元器件企业。公司产品在汽车电子具体应用十分广泛，不断深入探索产品组合，ADAS、OBC、智能座舱等均为公司重点开拓的汽车电子应用。得益于近年来市场持续增长的特性，该板块有望为公司总营收做出更大贡献。数据中心方面，公司数据中心业务归属于电源管理板块，于2022年研发计划中首次提出开发下一代CPU/GPU供电用功率电感以拓展数据中心相关业务；截至23年，公司研发产品AI服务器专用精密功率电感，主要应用于数据中心的电源部分。公司密切与头部企业保持合作与联系，在DDR5、企业级SSD、AI服务器等应用场景为客户提供了节能降耗的产品与方案。

1.2 公司无实际控制人，实施股份回购及员工持股

公司股权分散，无实际控制人。截至2024年10月25日，第一大股东为新余市恒顺通电子科技开发有限公司，持股6.88%；第二大持股人为董事长袁金珏，持股6.64%；兴业银行股份有限公司持股4.88%；设立中量投成长10号私募证券投资基金作为管理层及员工持股平台，持股3.07%。

图3：公司股权结构



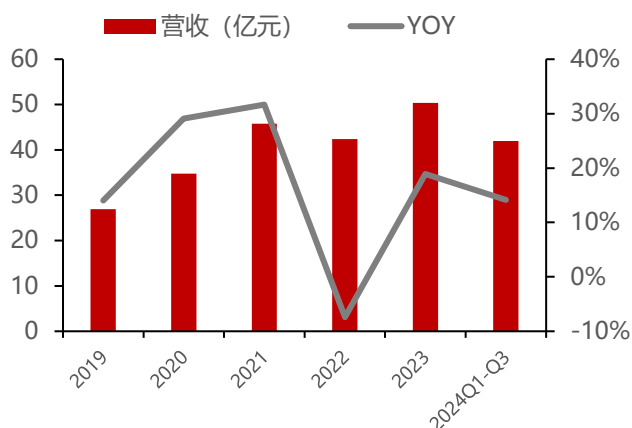
资料来源：iFinD，民生证券研究院，股权结构截至 24 年 10 月 25 日

采用核心员工持股控股公司的方式将管理层与员工和公司的利益绑定。公司近年来没有在上市公司层面实施股权激励，而是通过核心员工持股控股公司的方式进行激励。2021 年，公司通过截至该年的员工激励计划，通过回购的方式令公司董事、技术骨干、研发人员等 94 名员工持有 856 万股，占总体股本 1.1%。截至 24H1，公司第二期员工持股计划尚持有公司股份 250.4 万股。2024 年 2 月 19 日至 2024 年 8 月 6 日公司以自有资金通过深圳证券交易所交易系统回购专用证券账户以集中竞价交易方式进行股份回购。截至 2024 年 8 月 6 日，公司通过回购股份专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 439.36 万股，占公司总股本的 0.5%，最高成交价为 26.18 元/股，最低成交价为 23.681 元/股，已使用资金总额 1.09 亿元；本次回购的股份将全部用于员工持股计划或者股权激励，以推动公司长期可持续发展和价值增长，增强投资者对公司的投资信心。同时，由于功率器件业务快速发展，公司拟自其控股公司深圳顺络汽车电子有限公司业务线抽调核心人员组建专职功率器件产业团队，因此公司计划对顺络汽车之员工持股平台所持有的顺络汽车股权进行回购，并搭建功率器件产业员工持股平台。

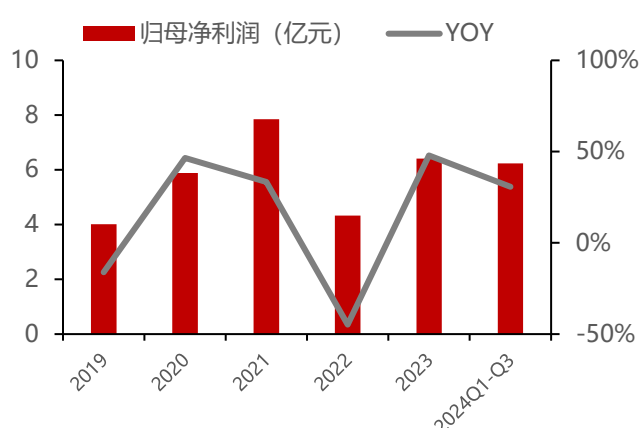
1.3 营业收入稳步提升，行业需求逐步回暖

营收稳步提升，24Q3 营收创历史新高。2019-2023 年，公司营收从 26.9 亿元增长至 50.4 亿元，期间 CAGR 约达 17.0%，主要得益于下游终端对被动元器件需求提升以及公司品类的拓展。其中，公司 22 年同比下滑近 7.4%，22Q4 开始

逐步回升。2023 年公司营收同比增长 18.9%，重新恢复增长。23Q3 及 Q4 营收连续创单季度最高，主要源于下游消费电子领域需求复苏以及汽车电子、5G 等新兴市场增长需求的拉动。具体来看，公司 23 年电子元件产品销售量超 1400 亿只，同比增长 36.9%。2024Q3 公司实现单季度营业收入 15.04 亿元，同比增长 11.86%，同年 1-9 月累计营业收入 41.95 亿元，同比增长 14.13%，主要得益于通讯、汽车电子和数据中心等业务保持高速增长。展望未来，随着公司在大客户份额持续提升以及 AI、汽车等新兴领域带来增量，有望进一步拉动公司业绩成长。

图4：2019-2024Q1-3 公司营收 (亿元) 及增速


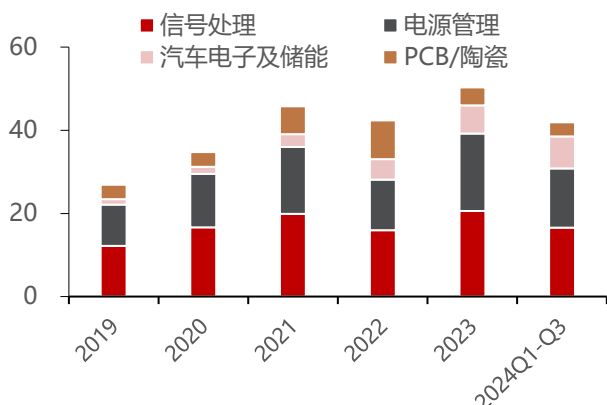
资料来源：顺络电子官网，iFinD，民生证券研究院

图5：2019-2024Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及增速


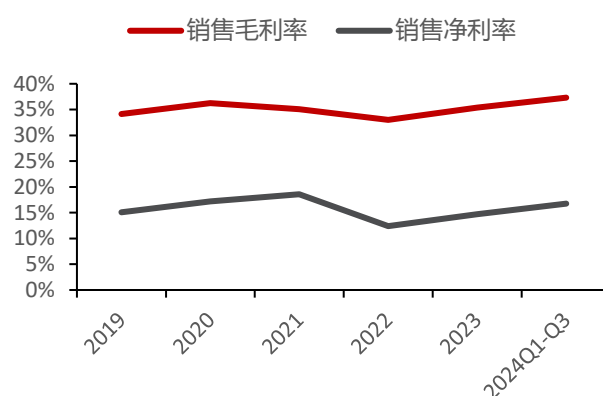
资料来源：顺络电子官网，iFinD，民生证券研究院

归母净利润 23 年提升显著，24Q3 维持高增。2019-2023 年公司净利润由 4.06 亿元增长至 7.4 亿元，期间 GAGR 约为 16.26%。2023 年下游终端市场需求虽未完全恢复，但公司净利润仍同比增长 41%，主要得益于汽车电子及储能领域的强力支撑。24Q3 实现单季度归母净利润 2.56 亿元，同比增长 15.57%，同年 1-9 月累计归母净利润 6.24 亿元，同比增长 30.71%；单季度扣非归母净利润 2.48 亿元，同比增长 49.5%，同年累计扣非归母净利润 5.96 亿元，同比增长 33.41%，实现单季度，累计双增长。公司跨越电感领域，构建的产品多维、市场多维的发展态势有望推动公司的新兴业务及未来业务增长。

分应用领域来看，24 年前三季度信号处理、电源管理、汽车电子及储能、陶瓷/PCB 及其他四大业务线在总营收中占比分别为 39.5%、33.8%、18.3%、8.1%。汽车电子及储能类业务作为公司近年来的布局重点，2019-2022 年间营收增长迅速，由 19 年的 1.3 亿元占比 4.8%增长至 22 年的 5.4 亿元占比 12.7%，期间 CAGR 达 61.2%。2023 年，公司业务营收实现增长，有望伴随车规级电子元件的进一步发展以及新能源汽车带来的价值量提升而继续增长。

图6：2019-2024Q1-Q3 公司分应用营收拆分（亿元）


资料来源：顺络电子官网，iFinD，民生证券研究院

图7：2019-2024Q1-Q3 公司销售毛利率/净利率情况


资料来源：顺络电子官网，iFinD，民生证券研究院

分地区来看，国内仍为主要市场且份额占比逐年攀升。2023 年国内营收为 41.8 亿元，占比 82.9%，营收增长 4.7%；出口销售额为 8.6 亿元，占比 17.1%。随着公司进一步发掘国内市场，其战略布局也开始展现成效，预计未来公司在国内的营收将进一步增长。

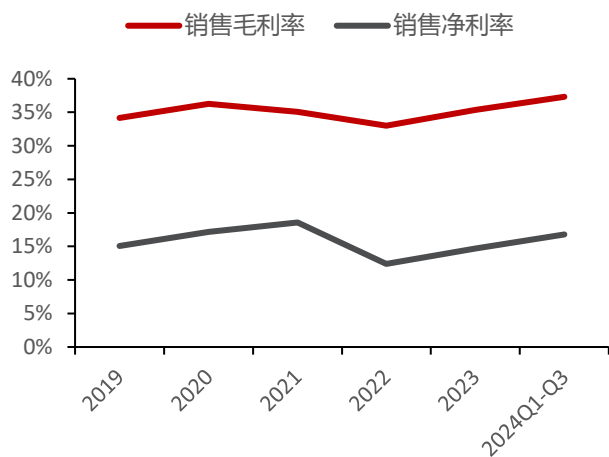
毛利率方面，2019-2024 前三季度毛利率由 34.2% 升至 37.3%。具体来看，23 年毛利率同比增长两个百分点且连续四个季度呈增长态势，修复明显；23Q3/Q4 毛利率分别为 36.3%/37.0%，修复至之前水平并进一步增长。2024Q3，公司实现单季度销售毛利 5.7 亿元，对比上年同期增长 17.0%。2024Q2 公司毛利/毛利率分别为 5.3 亿元/37.0%，与 Q1 毛利率基本持平。上述增长主要源于汽车电子业务布局完善、客户市场份额持续提升、光伏储能新产品迭代加快及 AI 发展有效提升电子整机智能化水平，预计今年毛利率将继续向好。

费用率方面，公司在 2019-2024 前三季度间销售费用率一直保持低位且波动幅度较小。2023 年公司销售、管理、财务费用率分别为 2.1%、5.6%、1.4%，基本维持前几年的费用水平，波动较小。24 年前三季度销售、管理、研发、财务费用同比增长率分别为 0.46%、6.64%、19.91%、8.00%，合计增长 28.71%，销售费用增加主要是公司加大市场开拓投入所致；管理费用增加主要是固定资产折旧、人员薪酬增加等原因所致；研发投入增加主要是由于研发人员薪酬以及研发项目中材料支出增加所致；财务费用增加主要是公司前三季度费用化利息支出增加以及汇兑收益减少所致，公司信用良好，风险整体可控。

公司致力于打造多元化解决方案与配套服务，研发投入总体保持较高水平。2021-2023 年间研发费用维持在 3 亿元以上。近年来顺络电子持续加大研发投入，推进产品技术升级步伐并不断扩大下游应用领域，从而提高市场份额并增强客户和股东对公司的信心，预计未来研发费用将继续呈现稳中有增的态势。2023 年公司共有 1125 名研发人员，占公司员工总数 15.2%。公司 23 年投入微波器件、汽车电子和储能及精密陶瓷领域，取得了包括多项车规级电子元件在内的诸

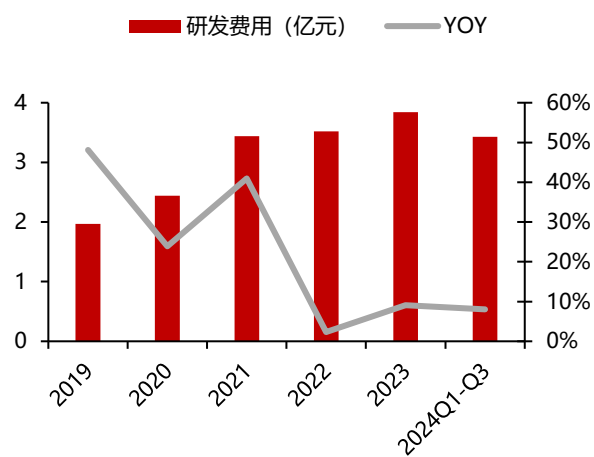
多成果；通过长期的研发投入和技术积累，公司已涵盖磁性器件、微波器件、敏感及传感期间、精细陶瓷四大产品发展方向。

图8：2019-2024Q1-3 公司费用率 (%)



资料来源：顺络电子官网，iFinD，民生证券研究院

图9：2019-2024Q1-3 公司研发费用情况



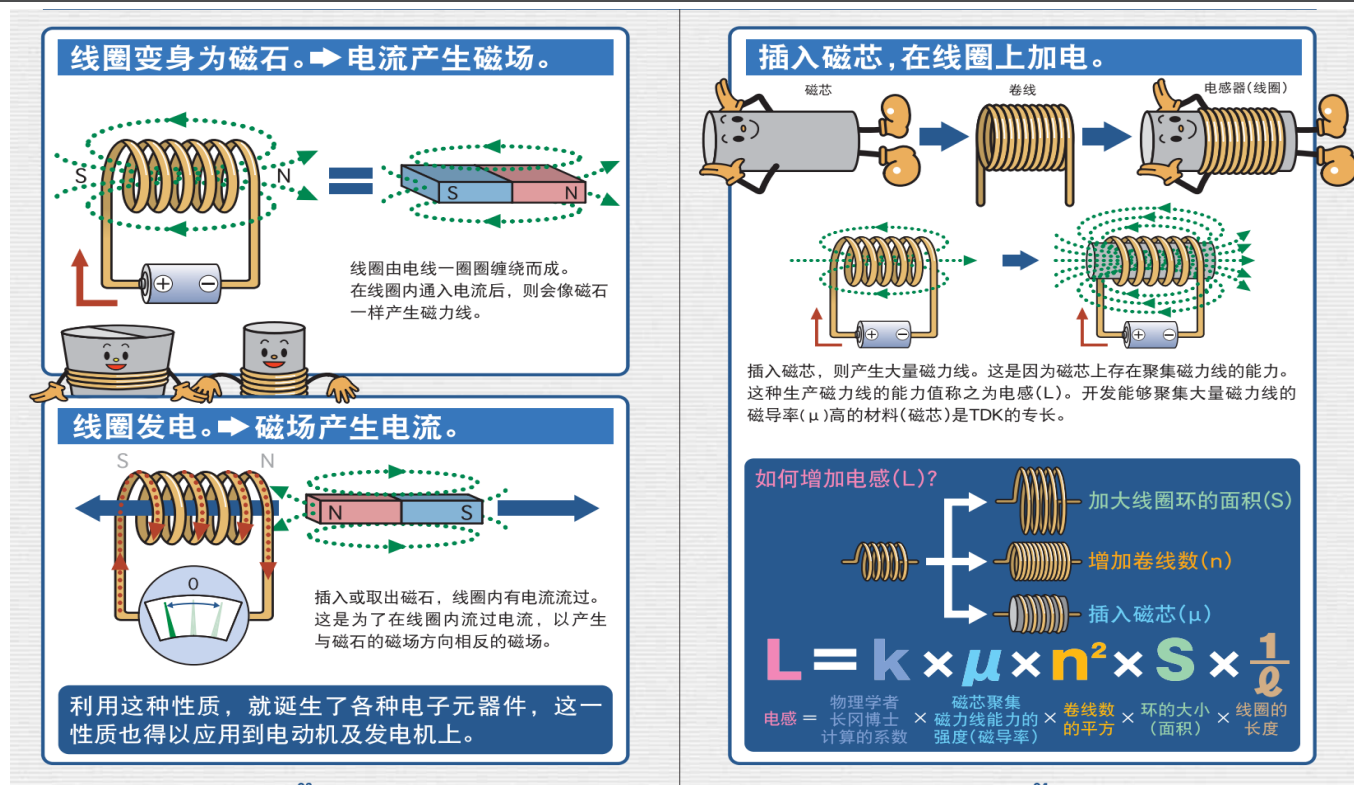
资料来源：顺络电子官网，iFinD，民生证券研究院

2 新兴市场提振需求，国产替代迎来机会

2.1 电子行业基石，作用不容忽视

电子元器件分为主动元件和被动元件，主动元件是指当获得能量供给时能够对电信号激发放大、振荡、控制电流或能量分配等主动功能的元件，被动元件是指不影响信号基本特征，仅令信号通过而不加以更改的电路元件，是不可缺少的基础元件。主动元件主要包括分立器件、集成电路（简称 IC），被动元件则包括 RCL 元件和被动射频元件等。电感属于三大被动元件之一，是电子产品制造中必不可少的一部分。根据 Mordor Intelligence 统计数据，2022 年电感在所有被动元器件中产值占比 21%，位列第二。

图10：电感原理图



资料来源：TDK 官网，民生证券研究院

电感的工作原理是根据电磁感应将电能转化为磁能进行储存，从而起到滤波、振荡、延迟、陷波、筛选信号、稳定电流及抑制电磁波干扰的作用。以制作工艺区分，电感可分为插装式电感和片式电感。片式电感具有体积小、用量大的特点，可分为绕线型、叠层型、薄膜型，其中绕线型与叠层型最常见，绕线型已出现一体成型电感改良版，解决了传统绕线式的尺寸标准化、线圈漏磁等问题，且体积更小、电流更大、温升电流更稳定，市场份额处于快速提升中。

2.2 上游材料供应稳定待提升,下游终端应用场景持续拓宽

电感器上连设备与材料产业,下接广泛的应用领域,依靠通讯消费、AI、汽车电子等终端应用场景的需求反促中游制造环节。同时电感具有定制化特性,需要根据不同客户的需求进行型号、尺寸、工艺的特殊设计。

图11: 电感上下游产业链



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院整理

2.2.1 设备端定制化属性明显, 材料端供应链稳定性待提升

电感器上游设备主要包括绕线机、成型机、折弯机、测包机等; 原材料主要包括银浆 (导电材料)、铁氧体粉 (电感材料)、导线、磁芯 (磁性材料) 等。

设备方面, 电感生产设备需要企业根据客户需求进行定制化, 工艺的精进源自 Know-how 积累。设备厂商的设备均为标准化产品, 需要电感厂根据客户的产品需求对设备进行调整与改造, 因此各大电感厂商对工艺与设备的积累至关重要。以绕线机为例, 为进一步满足市场需求, 2021 年顺络迅达公司积极与设备厂合作开发了尺寸更小的 0603 绕线电感, 能够进一步满足高端智能手机的轻薄化要求, 工艺技术达到行业领先水平。

基于国内视角, 中国电感设备市场规模与日俱增。以绕线机为例, 根据智研瞻发布的行业报告数据, 2022 年全球绕线机市场销售收入达 58.15 亿元, 中国作为重要市场贡献 12.19 亿元, 占据约 21.0% 的市场份额。与此同时, 国内厂商进一步发力抢占国内市场, 田中精机年报显示, 23 年公司致力于一体成型电感智能成套生产设备的研发, 并已接到相关订单, 该设备应用工业设备互联网互通技术实现数字化生产, 在进一步提高生产效率的同时提高了该产品的竞争力。

材料方面, 部分日美厂商在原材料环节为技术领跑者, 以生产中高端产品为主。磁性材料领域, 日本 TDK 等国外企业技术持续领先全球; 随着生产成本提高, 以 TDK 为代表的龙头厂商积极拓展至上游磁性行业, 主要以生产中高档产品为主, 而中低档产品的生产逐渐转移到发展中国家。银浆 (粉) 领域, 日本 DOWA 得益

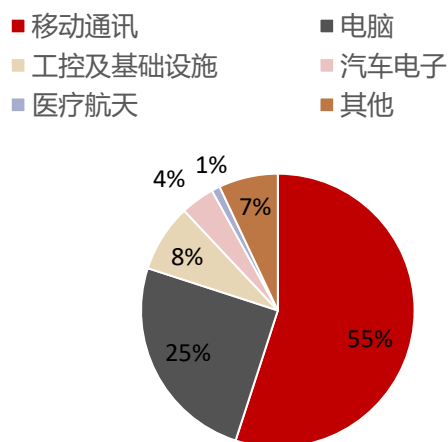
于其小范围产品粒径、良好的有机包覆、分散性与质量，形成了明显的垄断优势，占据全球约 50%、中国约 70%的银粉市场。

基于国内视角，中国在上述材料市场为产能领跑者，但在高端产品方面对进口依赖性强。根据中国电子材料行业协会磁性材料分会统计，中国的铁氧体永磁产量约占全球 75%以上，但整体来看，中国国内磁性材料生产企业主要为中小型企业，大部分企业依然存在产能规模偏小、产品档次低和自动化程度低的问题，从而导致我国永磁铁氧体材料行业大而不强，产能较为分散；银粉方面，我国银粉主要依赖进口，包括太阳能光伏电池主要原料超细银粉在内的高端产品 80%以上依赖进口。

2.2.2 下游应用持续拓深，电感价值量显著增加

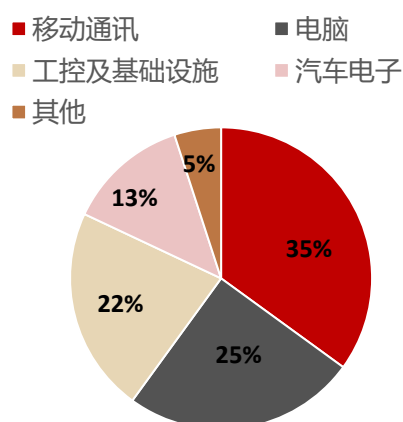
电感的下游应用环节主要包括移动通讯、消费电子、工业与基础设施、汽车电子、光伏储能等电子制造产业。Paumanok 前瞻产业研究院整理的数据显示，2021 年全球电感市场用量分布中，手机等移动通讯和电脑领域的占比分别为 55%/25%、产值占比分别为 35%/25%；工控和汽车电子领域分别以 8%、4%的电感用量贡献了约 22%/13%的产值，充分体现其高价值量。

图12：2021 年全球电感下游应用市场份额（按用量）



资料来源：Paumanok 前瞻产业研究院，前瞻网，民生证券研究院

图13：2021 年全球电感下游应用市场份额（按产值）



资料来源：Paumanok 前瞻产业研究院，前瞻网，民生证券研究院

2.2.2.1 通讯：手机市场趋于高端化，5G 手机单机及基站电感用量显著提升

高端手机市场规模不断扩大。高端机型会对相关电子元件带来质量与价值量上的提升，助推电感行业技术创新与产能释放。根据 Mordor Intelligence 预测，2024-2029 年全球 5G 市场规模由 280.3 亿美元增至 609.3 亿美元，CAGR16.8%；5G 基站建设数量逐年增长，截至 24 年六月，全球 5G 基站部署总量达到 594 万个，同比增长 32.6%，因此，高端机型换机市场和通信基站高频需求稳定扩张将为电感带来增长空间。

2.2.2.2 汽车电子：新能源汽车电感具有更高价值量，定制化特点保障需求稳定

电感是新能源汽车中重要部分，具有更高相对价值量。随着新能源汽车不断发展，纯电动汽车、燃料电池车等不同车型需要不同电压等级的电源系统，因此 A/D

转换器成为关键部件，而功率电感是 A/D 转换器的关键元器件，可为汽车能提供大电流并缓解电涌。据中国电子元件行业协会数据统计，新能源汽车电感量约 600 颗，为传统汽车电感用量两倍。

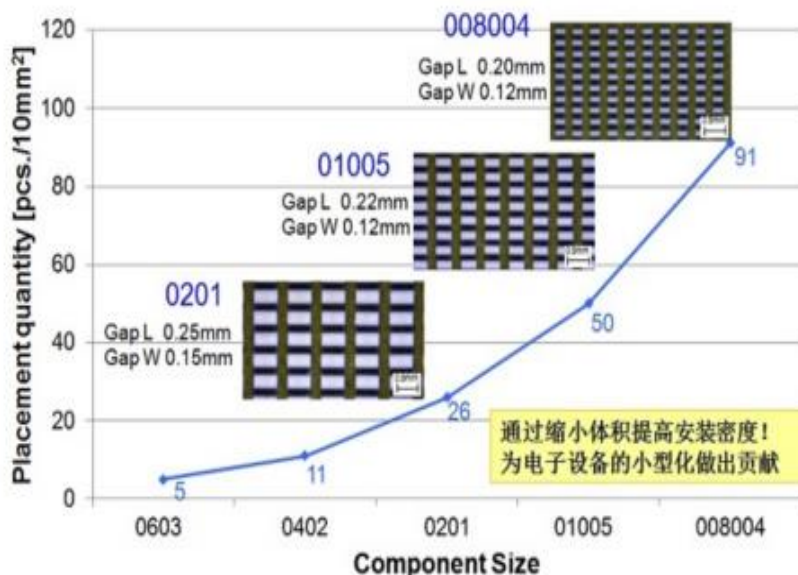
车规级电感具有认证周期长和定制化的特征，进入供应链后难以被替换。车载元器件通过 AEC-Q 认证是车用 ECU 质量和可靠性保障的前提，同时需满足 AEC-Q200 技术要求以保证其具有更好的电气特性以及更小的尺寸、通过质量管理标准 ISO/TS 16949、功能安全标准 ISO 26262 等。因此一款车规级芯片通常需要 2-3 年完成认证后才能进入汽车厂商供应链，进入之后一般拥有 5-10 年的供货周期，不易被替换。

2.2.2.3 AI：一体成型电感将受益，电感价值量大幅提升

电感是 AI 服务器及相关产业建设的基石。电感器在 AI 服务器、数据中心服务器电源、智能网关和物联网等设备中均有广泛的应用，能够起到提供更加稳定的电压和电流并确保智能设备的正常运行的作用；采用低损耗、高效率、高可靠性的优质电感器有助于提升转换能效并提高系统的稳定性。

AI 设备导入将提升电感单机价值量。相较于普通服务器/PC 产品，AI 设备的性能提升促使配套的电感数量增加。

图14：AI 设备导入促使电感趋于小型化、高功率



资料来源：村田制造所官网，民生证券研究院

AI 导入促使电感趋于小型化、高功率，一体成型电感将迎来较大需求。AI 设备的价值量提升为电子元件带来了更高的质量与数量需求；同时由于电子设备尺寸趋于小型化，实现电感小型化、提升封装集成度至关重要，由此逐步形成以 01005、008004 尺寸为主的发展趋势。高功率方面，AI 设备的高频需求也使得能够支持大电流、具有更高 Q 值的绕线电感、一体成型电感成为首选。以金属软磁粉芯为原料的一体成型电感具有高 Q 值、结构稳定、高效率、电流稳定性强的特

点,可在大电流条件下长期工作,为 CPU/GPU 稳定供电,因此成为 AI 服务器/手机/PC 和传统移动终端的核心元件,需求量将显著提升。根据 Canalsy 发布的数据预计,2024 年全球 AIPC 和 AI 手机的出货量达到 4800 万、2 亿部;而根据 Trendforce 发布的数据预计,2024 年全球 AI 服务器出货量将达到 200 万。同时,根据中国电子元件行业协会的统计,截至 2022 年底约 70%的功率电感将采用一体成型技术,全球一体成型功率电感的市场规模预计将达到 226 亿元人民币,国内市场规模将超过 100 亿元人民币。

表1: 绕线型&叠层型电感优缺点对比

企业名称	优点	缺点
绕线型电感	电感范围量广、损耗小 (Q 值大)、容许大电流通过、制作工艺继承性强、成本相对较低	在小型化方面受到一定限制
叠层型电感	良好的磁屏蔽性、尺寸小、磁路闭合不易干扰周边元器件、有利于元器件的高密度安装、耐热性好、适合自动化表面安装	合格率较低、Q 值小、电感量小

资料来源: 村田制造所官网, 民生证券研究院整理

基于上述技术趋势和发展方向,国内多家龙头厂商经过多年积累,实现部分领域的技术追赶与突破。在高端产品方面,顺络电子、风华高科等均成功实现 01005 尺寸量产;其中顺络电子成功突破 008004 尺寸并逐步实现量产,实现高端精密产品突破。在一体成型电感方面,以麦捷科技、顺络电子为首的龙头厂商已实现量产并积极布局扩产,美信科技等厂商紧随其后,正在部署产线并逐步放量。

2.3 中国市场规模优势明显,大陆厂商寻求替代机会

全球电感器市场 2023 年出现逆增长,经济回暖后看好后续稳中有升。根据中国电子元件行业协会公布的数据,2023 年,全球电感器市场规模约达 696 亿元,同比下降 3.7%。电子元器件市场研究机构智多星顾问预计 2024 年全球电感器市场规模将达到 741 亿元,同比将增长 6.4%;2023 年市场规模下降的主要由于受不良经济环境导致计算机与通信设备、工业设备等领域的电感器市场呈下降趋势。

2.3.1 中国市场增速领先全球,国内厂商迎来发展新机遇

日系和台系占据过半市场份额,前五厂商中大陆仅有顺络电子上榜。电感器制造商主要集中在日本、中国台湾、中国大陆、美国等拥有广阔市场和先进技术的国家和地区,呈现出集中化分布的特点。根据中国电子元器件行业协会发布的数据,2023 年按地区划分,日本企业占全球市场总额的 35.3%,中国台湾/中国大陆占总额的 23.3%/21.5%,美国约占总额的 11.0%;根据华经产业研究院 2022 年 11 月公布的数据,按企业划分,几大龙头厂商销售额差距较小,日本村田、TDK、太阳诱电占比均在 13-14%,相较于其他厂商具有一定的领先优势;顺络电子以 7% 的销售额占比排名第五。

中国是全球最大的电感市场，国内市场增速领先全球。中国是全球最大的电感器生产和消费国。根据智研瞻产业研究院发布的数据，2019-2023年，中国电感器行业市场规模由160.1亿元增长至420.7亿元，且预计随着自主可控重要性不断凸显，电感供应国产化率持续提升，电感供应逐渐国产化。

2.3.2 国内电感行业集中度高，国产化率有待提升

国内电感器市场的竞争集中于头部厂商，分为三个主要梯队。第一梯队以日系厂商为主，同时包括以国巨为主的中国台湾厂商和大陆厂商顺络电子；第二梯队主要为包括麦捷科技、风华高科等国内中大型厂商；第三梯队为其他中小型企业，企业规模和产值产能相对较小。

表2：国内电感市场高集中度的原因

具体原因	原因分析	代表厂商
头部企业主动整合上游产业链，降低材料成本	原材料高质量、稳数量对于电感器制造至关重要，头部厂商通过外延并购方式不断整合产业链技术并累积客户资源，以求降低成本并保障供应链安全稳定	以麦捷科技为例，其于2023年收购惠州市安可远磁性器件有限公司，该公司主要经营生产和销售磁性材料及期间、汽车配件、电力配件以及粉末冶金部件
头部企业逐步进入量产阶段，不断扩大市场份额	提前布局中高端产品，近年来进入量产阶段抢占市场份额	以顺络电子为例，公司率先实现01005超小尺寸电感的量产出货，国外仅两家日本厂商可实现；2019年麦捷科技紧随其后。得益于前瞻性的研发布局，顺络乘消费电子小型化、模块化浪潮，成为华为、OPPO供应链中的重要一环

资料来源：麦捷科技官网，中证网，民生证券研究院整理

国内市场的高集中度主要源于头部企业主动整合上游产业链以有效降低成本和进入量产阶段后扩大自身份额。

表3：半导体 vs 被动元器件行业对比分析

对比 1		对比 2	
半导体	被动元件	半导体	被动元件
<p>1) 半导体行业具有更强行业集中度与壁垒。半导体是典型的“技术-资本”密集型产业，从原材料/设备/技术均具有很高的行业壁垒，关键部件和原材料掌握在极少数企业中。</p> <p>2) 半导体行业地区专业化导致其更具有地缘政治色彩。美国、中国、日本等世界各国均在产业链中拥有优势环节，随之而来的是部分国家将在半导体生产和制作中面临“卡脖子”风险。</p>	<p>相对而言，我们认为被动元器件不易面对地缘政治风险，只要实现产品力超越就能迅速放量。</p>	<p>MLCC 市场集中度远高于电感器，导致其下游应用市场议价能力相对较差、价格波动风险更大。日韩厂商占据绝对优势，呈现出“一超多强”局面。2022年，日本村田占据全球30.1%MLCC市场份额，其他日本厂商亦占有较大市场份额。</p>	<p>相较而言，电感器市场集中度更低，2022年市场份额前五的厂商占比约56%。</p>

资料来源：华经产业研究院，厚德东方咨询公司，民生证券研究院整理

自身行业壁垒导致国内电感市场国产化率较低。全球约 50%的电感市场分布在中国，但中国大陆厂商份额却仅为 21.5%。国产化率较低源于电感行业特性导致的壁垒，主要包括 1) 市场壁垒 2) 材料壁垒 3) 周期壁垒。

表4：电感行业壁垒分析

行业壁垒	原因分析	代表厂商
市场壁垒	大客户严格筛选供应商，整体市场由海外厂商主导，能通过调节产能利用率影响价格。	日本 TDK
材料壁垒	受产品和原材料供需关系变动影响，产品的原材料采购价格波动直接导致产品毛利率波动	顺络电子：2020 年新兴应用领域产品放量带动毛利率增长至 36.26%，同比增长 2.11pcts，2022 年原材料价格高企，毛利率同比下滑 2.05pcts 至 33.0%。
产能壁垒	从提前布局相关产业领域到该产业领域快速增长往往都有一个较长时间的时间周期，新产品的正常研发周期一般在三年左右	顺络电子：近年来投入三个工业园和研发中心基建项目，东莞凤凰工业园建设的智慧园区一期已建成，部分产线已投产；上海松江工业园一期主体处于装修阶段；深圳研发中心目前已经建成封顶，处于验收阶段。

资料来源：智研瞻产业研究院，电子元器件行业协会，iFinD，民生证券研究院整理

3 广泛覆盖新兴市场，高端产品持续突破

3.1 耕耘微波及射频领域二十三载，多项产品已具先发优势

全球微小尺寸射频电感第一梯队，23 年耕耘微波和射频领域。公司微小尺寸射频电感产品采用先进薄膜技术以大幅提升电感精度及 Q 值，适用于高频电路匹配及扼流情景，是全球极少数、国内唯一具备批量供货能力的供应商。产品方面，公司拥有多种类被动射频电感器产品，成功于 2017 年、2018 年、2020 年量产超小型 01005 封装叠层片式射频电感 HQ0402H 系列、超小型 0201 封装叠层射频电感 HQ0603Q 系列、英制 01005 超高 Q 射频电感—UHQ0402H 系列，进一步满足智能手机等消费电子对于射频电感小型化需求，填补国内空白；依托多年耕耘，公司在微波及射频领域积累多种适用于 5G/5.5G 时代的技术。

LTCC 技术获得高通认证，拥有深厚的技术积累。LTCC（低温共烧陶瓷）技术作为无源集成的主流技术，契合电子制造业小型化、集成化、高频化的发展方向，在高频通讯，特别是 5G 通信领域极具技术优势，被广泛应用于射频和微波领域。在技术层面，公司研发的 LTCC 双工器技术于 2023 年获得美国高通认证，证明其研发能力和产品质量。目前公司 LTCC 平台类产品目前仍保持着较高的增长率，主要产品包括蓝牙天线、滤波器、耦合器以及其他微波器件，逐步切入高端手机、工控类、物联网、汽车电子等领域。公司 2024 年 6 月 18 日于 iFinD 披露的投资者关系活动记录中显示，顺络始终积极投入创新，LTCC 类产品已与全球众多电子行业前沿技术领导企业建立了长期战略合作伙伴关系，客户资源稳定。

3.2 优势板块持续领跑，存量市场寻求突破

通讯是公司重要的存量业务领域，自 22 年需求触底以来至今仍处于恢复状态。以手机为主的通讯、消费电子领域长期为公司核心业务，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在内的多项产品。22 年由于下游消费电子领域需求疲软导致公司营收、毛利均同比下降；23 年以来随着行业景气度不断提升，预计 24 年该领域业务将进一步贡献营收。产能方面，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。

在产品技术与研发方面始终处于行业前列。顺络是研发并实现量产 01005、008004 尺寸电感的国内龙头厂商，在通讯领域具有先进技术优势。随着智能手机的快速发展、手机所需的电感数量日益增长，射频电路的复杂度也在不断增加，由于纳米级高精度电感 01005 拥有 Q 值高、损耗小、效率高等特点，有望在 5G 通讯技术、PA 模块端、小型化智能终端市场等广泛应用，将助力公司业绩进一步提升。

存量市场寻求突破，换机需求有望带来增量。据公司 2023 年 11 月 17 日于 iFinD 披露的投资者关系活动记录中显示，通讯领域的未来增长机会主要来自于新产品不断导入并实现批量化供应以及 AI 时代带来的换机需求，因此公司升级换代的新产品单位用量也将大幅增长。随着智能手机市场景气度提升、国产手机市占率走高等趋势，将驱动存量市场业务稳定增长。

客户群体涵盖行业标杆。公司拥有众多通讯电子产业链核心客户，包括英特尔、戴尔、索尼、松下、东芝、创维、华为、三星、中兴等国内外消费电子大厂，成功进入华为 Mate 60 及最新的 Pura 70 的供应链。

3.3 新兴行业板块持续加码，业务领域开拓全新增长曲线

近年来公司积极布局新能源汽车、光伏储能、AI 等新兴市场，随着下游应用市场空间的逐步提升与需求不断恢复，上述业务领域将持续助力营收提升，开辟全新增长曲线。虽然由于下游消费电子需求不振拖累公司增长速度，但随着上述新兴市场的拓深，将为公司提供全新的增长动力。

3.3.1 汽车电子领域

业绩增长迅速，营收持续提升。公司在 2009 年就开始布局汽车电子市场，2016 年正式成立汽车电子事业部，布局海外汽车电子市场，与海外知名 tier1 厂商建立了深度合作，并经过相关厂商的审核，获得了全球供应商的资格，让该事业部慢慢发展走上了快车道。2020-2023 年汽车电子及储能业务营业收入逐年增加，2023 年同比增速超 24%；24 年前三季度实现营收 7.7 亿元，同比增长率高达 90.5%。

产品覆盖广泛，依托创新研发向业内领先地位迈进。公司在汽车电子领域主要围绕“三电一化”相关应用布局多种产品，包括变压器、功率电感、功率磁性器件、共模电感、叠层电感等，成功实现批量化供应；2023 年新增研发车规级高可靠性片式元器件、高可靠性保护元件、高可靠性物料开发、高可靠性磁性器件、新型大功率磁性器件、新型大功率磁性器件等产品，整体进展顺利并实现部分批量交货。上述产品均广泛应用于智能驾驶系统、智能座舱、新能源汽车中的“电池、电机、电控”等，其中 ADAS 用 EP 变压器、BMS 电池管理用磁环网变、OBC 用、DC-DC 模块用等各式变压器产品及功率电感已实现大批量规模化交货。

表5：顺络电子于汽车电子领域布局多样产品

应用领域	应用模块	相关产品
智能座舱系统	DC-DC 模块	功率电感 ASWPA 系列、电子变压器 ATWPEP 系列、功率电感 AMP 系列等
	BT/FM/T-BOX 模块	射频电感 ASDCL 系列、射频电感 AWL-FP&ASDCL 系列
	中控娱乐系统	共模电感 AMCW 系列、功率电感 AMP 系列、功率电感 AMWPB 系列等
	车载无线充电	无线充电线圈 AMQK 系列、无线充电线圈 AMQC 系列
电池管理系统	DC-DC	功率电感 ASWPA 系列、功率电感 AMWPH 系列、功率电感 AMWPB 系列
	电量均衡	电流互感器 ATWPEP 系列、栅极驱动变压器 ATWPEP 系列、共模电感 AMCW 系列
驾驶辅助系统	环视全景系统	功率电感 ASWPA 系列、射频电感 AWL-FP 系列、功率电感 AMP 系列
	泊车辅助装置	超声波驱动变压器 ATWPEP 系列
	盲区监测	功率电感 AMWPB 系列、射频电感 AWL-FP 系列、功率电感 AMP 系列
车载充电系统	辅助电源	栅极驱动变压器 ATWPEF 系列、电子变压器 ATWPEP 系列
	栅极驱动	栅极驱动变压器 ATWPEP 系列
	EMC	绕线磁环 ARCDC 系列、大电流功率电感 AMWPQ 系列

资料来源：顺络电子官网，民生证券研究院整理

汽车电子领域进入壁垒相对较高，公司多年布局成功积累国内外优质客户，建立长期的合作关系。公司产品已通过博世等汽车行业 Tier 1 客户认证并成为合格供应商，与客户共创新产品，未来业绩稳定性高。

3.3.2 AI/数据中心领域

提前布局 AI 服务器和数据中心战略市场。2020 年顺络已将数据中心和服务器定位为新兴战略市场；面对新能源汽车、AI 数据中心、光伏储能等新兴市场应用领域正迎来快速增长的窗口期和对于大功率、低功耗、高稳定的磁性器件需求的快速增加，顺络在 2024 年新成立功率元器件团队，积极开拓新市场应用、构建多元化产品线布局，丰富产品种类，增加产品附加值，实现全面创新及管理变革，持续向客户提供有竞争力的产品、解决方案以及服务。经过多年积累，公司开发出多种可应用于 AI 服务器和数据中心电源管理模块的产品，包括一体成型电感、组装式电感、超薄铜磁共烧电感等。

表6：顺络电子布局 AI 服务器相关产品

应用领域	公司产品	产品特点	技术/工艺
AI 服务器	WT 系列模塑一体成型电感	低 DCR/ACR、损耗小、散热系数优秀，转换效率高、导热系数高于同类产品	低压模塑成型技术+底面端电极结构——实现高密度贴装；低损耗磁性材料——优秀的饱和电流特性，操作温度范围宽，解决长时间高温带来的老化；Bottom 结构——实现线圈电极一体化，避免开路风险，线圈与焊盘直接连接，增加焊盘强度。
	HTF 系列超薄超大电流铜磁共烧型功率电感	同功耗下表面温度更低；同尺寸下电感感值/Q 值更高；超薄特性。该产品适于为 AI 服务器 VRM/TLVR 供电	铜磁共烧工艺——高通流、低损耗、散热良好；烧结合金粉——高磁导率、饱和磁感应强度大、高导热系数、超低磁芯损耗

资料来源：顺络电子官网，民生证券研究院整理

长期布局一体成型电感并实现量产，成功导入美国高通等大客户。一体成型电感是公司级重点开发的产品项目，经过公司前期持续研发投入并积极与大客户应用项目推动，得益于 AI 等新兴市场的扩大应用，市场空间需求持续提升，前景可期。在国内市场上，公司目前已顺利切入供应链，步入逐渐放量过程。据公司 2024 年 6 月 18 日于 iFinD 披露的投资者关系活动记录中显示，一体成型电感自推出后受到市场广泛欢迎，产品持续供不应求。2023 年，公司超小尺寸一体成型功率电感 MWTC1412065SR33M 成功导入美国高通 (Qualcomm) 最新的 SM8650 平台并获得金牌认证。该平台将广泛应用于包括蔚来、中兴、小米等在内的 OEM 及智能手机厂商。该型号电感具有多重优势，制作工艺方面，该电感为全自动化生产并采用电极专利工艺与新喷涂工艺，保证产品在具备更良好的一致性和感量精度的同时有效降低贴片加工底部误粘率并提升生产效率、提升耐腐蚀性；制作材料方面，该电感使用自研磁材和扁平漆包铜线，产品饱和性能较主流规格提升 15%，DCR 较主流规格降低 30%。

3.4 产能结构布局合理，高端品类加速扩产

产能利用率持续复苏，新兴领域份额持续提升。根据公司 24 年一季报显示，得益于精密电子元件及新应用领域业务发展顺利，市场订单增加，产能利用率持续提升，通讯及消费电子业务保持稳定增长，新产品和新市场领域的市场份额持续提升。

深化布局高端产品，研发、产能不断释放中。目前公司拥有包括深圳总部、贵阳顺络迅达有限公司、衢州顺络电路板有限公司、东莞信柏结构陶瓷有限公司、湘潭顺络电子有限公司、淮安顺络文盛有限公司、江苏顺络富均新能源有限公司在内的七大园区，2024 年有 2 座工业园和 1 个研发中心在建中。预计建成后将提升包

括一体成型电感在内的高端元器件产品研发与生产能力，有效改善目前国内市场高端电感产品需求无法满足的现状。

上海工业园：公司在 2017 年 11 月 28 日与上海市松江区人民政府签署战略合作框架协议，拟未来 10 年在松江投资超过百亿元人民币建设亚太地区总部以及先进制造基地，创造长三角地区先进制造领域的新高地，包括汽车电子、精细陶瓷、5G 通讯以及互联网。本次合作将对公司的业务发展及主业核心竞争能力产生积极影响，有利于公司优化产结构，增强公司综合竞争能力，促进公司长期可持续发展。目前一期主体正在装修中。

东莞工业园：公司在 2017 年 12 月 13 日与东莞市塘厦镇人民政府签署投资意向协议，该项目将从事研发、生产、销售电子变压器、新型片式电感器、精密陶瓷产品等，投资主要目的是为了促进公司产业升级，进一步提高核心竞争力，保证公司发展战略的顺利实施；项目总投资额 45 亿元人民币，第一期投资 23 亿元，第二期投资 22 亿元。东莞工业园一期已建成，部分产线已投产。

深圳研发中心：深圳研发中心已基本建成，目前处于验收、装修阶段，建设进度继续按照计划推进中。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

顺络电子营收来源于信号处理、电源管理、汽车电子/储能专用、陶瓷/PCB 及其他四大业务板块，我们基于以下假设对公司四大业务做出如下预测：

信号处理：公司信号处理业务产品组合主要有精密信号类电感、滤波器、天线、耦合器、传感器、功分器、巴伦、NFC 天线等，主要用于以智能手机为主的消费电子领域。得益于手机市场高端产品的换机需求以及 AI 设备的逐步导入，电感单机价值量将不断提升。公司拥有众多手机通讯、消费电子产业链核心客户，拥有过硬的配套产品技术、质量及服务，在终端客户供应链中具有较高粘性，新产品批量化向行业头部大客户供应，同时现有的产品的采购份额也在持续增长。从 2024 年度来看，一二季度订单呈现了淡季不淡的趋势，来到第三季度，进入旺季节奏，目前订单情况继续保持稳定，产能利用率情况较为健康。凭借在技术、服务、质量管理等多方面的综合优势，公司在客户中的新产品份额持续提升，单机产品用量处于持续增长状态，整体趋势向好。24 年前三季度，公司信号处理业务实现收入 16.6 亿元，同比增长 12.1%，我们预测信号处理业务将在 2024 年的基础上稳步逐年增长，预计 2024-2026 年营收分别为 23.3/25.6/28.2 亿元，同比分别提升 13.0%/10.0%/10.0%。

电源管理：公司电源管理业务产品组合主要有精密绕线功率型电感、高可靠性精密功率电感、一体成型功率电感、AI 服务器专用精密功率电感、开关电源平面变压器、开关电源变压器、通讯变压器、聚合物钽电容、锰氧钽电容等，可广泛应用于 AI 服务器及数据中心电源管理模块领域。虽然 AI 领域收入增长较快，但体量不大。24 年前三季度，受传统领域景气度影响，公司电源管理业务整体实现收入 14.2 亿元，同比略微下滑 0.3%。公司提前多年布局 AI 及数据中心市场，已通过行业众多头部客户认证并共同开发新产品。同时公司一体成型电感已实现量产并成功导入行业大客户，预计从 24 年四季度开始，拉动业务逐步回归增长。展望未来，随着 AI 领域需求不断提升，我们预计公司电源管理业务恢复稳定增长。我们预计电源管理业务 2024-2026 年营收为 18.7/20.1/21.8 亿元，同比分别增长 0.0%/8.0%/8.0%。

汽车电子/储能专用：公司汽车电子/储能专用元件业务产品组合主要有：1) 专为汽车电子开发的小信号类变压器、大功率变压器、磁环、精密电感、车用陶瓷件等；2) 新能源产业涉及到光伏、储能等应用领域专门开发的各类元件、陶瓷件等。公司已布局汽车电子领域多年，拥有良好的客户认证基础，份额不断提升。得益于汽车电子市场自身的准入门槛以及近年来不断增长的市场空间，我们认为公司汽车电子及储能业务将进入快速放量期，24 年前三季度，公司汽车电子/储能业务实现收入 7.7 亿元，同比增长 90.5%。目前公司汽车电子产品供应具有高可靠性，公司汽车电子产品在技术性能、质量及管理上已得到了海内外头部大客户的高

度认可,已经被众多知名汽车电子企业和新能源汽车企业批量采购。目前,智能驾驶、新能源电池、电机、电控等应用方向的新产品不断推出,国内销售占比进一步增加,产品应用结构也在持续变化。我们预测汽车电子/储能业务未来三年将会快速增长,增速随着体量扩大逐年递减,预计 2024-2026 年营收分别为 12.8/21.5/31.2 亿元,同比分别提升 88.0%/68.0%/45.0%。

陶瓷/PCB 及其他: 公司陶瓷/PCB 及其他业务产品组合主要有: 模块模组、氧化锆陶瓷产品、陶瓷基板、陶瓷精密备件、HDI 线路板、多层线路板、非车载用的无线充电线圈等。受细分行业景气度影响, 24 年前三季度, 受传统行业景气度影响, 公司陶瓷/PCB 及其他业务实现收入 3.4 亿元, 同比下滑 6.6%。展望未来, 公司精细陶瓷产品已完成前期市场布局与技术布局, 并与国内外多家智能企业保持深度合作关系, 拥有行业领先的技术水平, 我们预计随着新品放量, 明年开始恢复稳定增长。我们预计公司陶瓷/PCB 及其他业务版块 2024-2026 年营收分别为 4.2/4.6/5.1 亿元, 同比分别增长-3.0%/10.0%/10.0%。

综上, 对于顺络电子 2024-2026 年公司营收情况, 我们预计分别为 58.9/71.9/86.2 亿元, 同比分别增长 16.9%/22.0%/19.9%。

毛利率方面, 公司前三季度毛利率 37.3%, 其中第三季度毛利率为 37.9%, 环比持续提升。同时, 受益于下游传统应用领域需求恢复, AI 新增需求持续拉动, 公司产能利用率有望维持在健康水平。**我们预计公司整体毛利率将稳步提升, 预计 2024-2026 年分别为 38.0%/38.5%/39.5%。**

表7: 公司分业务盈利预测

项目/年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
信号处理	19.9	16.4	20.6	23.3	25.6	28.2
YOY		-17.4%	25.6%	13.0%	10.0%	10.0%
电源管理	16.2	16.8	18.7	18.7	20.1	21.8
YOY		4.1%	10.9%	0.0%	8.0%	8.0%
汽车电子及储能	3.0	5.5	6.8	12.8	21.5	31.2
YOY		80.5%	24.4%	88.0%	68.0%	45.0%
陶瓷、PCB 及其他	6.7	3.7	4.3	4.2	4.6	5.1
YOY		-45.2%	16.9%	-3.0%	10.0%	10.0%
合计	45.8	42.4	50.4	58.9	71.9	86.2
YOY		-7.4%	18.9%	16.9%	22.0%	19.9%
综合毛利率	35.05%	33.00%	35.40%	38.00%	38.50%	39.50%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测

4.2 费用率预测

销售费用率：随着公司营收的逐年上涨，公司可能会扩大销售团队规模，寻求拓展新的销售渠道，以更好地满足市场需求、拓展客户基础并加强客户关系，这可能需要更多的销售费用，但公司将通过优化运营和提高效率来平衡这一增长。因此我们预计公司的销售费用率将保持稳定，2024-2026 年销售费用率分别为 2.1%/2.1%/2.1%。

管理费用率：随着公司规模扩大，管理人员数量随之增加，同时薪资也有所提升，管理费用增加的同时公司营收同样维持较快增长，预计顺络电子 2024 年到 2026 年的管理费用率相对稳定，分别为 5.6%/5.6%/5.6%。

研发费用率：公司自成立以来高度重视研发，坚持自主研发战略，因此我们预计公司 2024 年到 2026 年的研发费用率将保持相对平稳，预计公司 2024-2026 年研发费用率分别为 8.0%/8.0%/8.0%。

表8：费用率预测

项目/年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.9%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用率	4.5%	6.2%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用率	7.5%	8.3%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

4.3 估值分析与投资建议

公司主要产品线涵盖磁性器件、微波器件、传感及敏感器件等产品，产品广泛应用在通信、消费、汽车电子、工业及控制自动化、数据中心、物联网、新能源、储能、光伏、数据中心、模组及智能家居等领域。考虑到风华高科同样属于电子元器件行业，产品亦应用于汽车电子、工业及控制自动化、消费电子、通讯、物联网、新能源领域；三环集团同样专注电子元件领域，产品亦覆盖电子、新能源、通信等领域。故我们选取风华高科、三环集团两家具备相似业务的 A 股上市公司作为可比公司，可比公司对应 2024-2026 年 PE 均值为 39/29/23 倍。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 8.85/11.17/13.53 亿元，对应 2024 年-2026 年 PE 为 28/22/19 倍，24/25/26 年均低于可比公司均值水平。公司核心产品之一的片式电感目前产销量所占市场份额位列国内第一、全球综合排名前三，是在全球被动电子元器件及技术解决方案领域中具有技术领先和核心竞争优势的国际化企业。我们看好公司随着新兴产业的持续成长、公司战略规划逐步实施以及产品研发成果逐步释放，公司整体竞争实力将持续提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表9：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000636.SZ	风华高科	16.20	0.36	0.53	0.68	45	31	24
300408.SZ	三环集团	35.53	1.08	1.37	1.66	32	26	21
	可比公司均值					39	29	23
002138.SZ	顺络电子	31.14	1.10	1.39	1.68	28	22	19

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测（注：可比公司数据采用 iFinD 一致预期，股价时间为 2024 年 11 月 15 日）

5 风险提示

1) 研发与技术升级迭代风险。公司坚持自主研发, 如果公司未来技术研发的投入不足, 不能支撑技术升级的需要, 可能导致公司技术被赶超或替代, 进而对公司的持续竞争力产生不利影响。

2) 海外局势波动可能影响上游原材料供应。材料方面, 部分日美厂商在原材料环节为技术领跑者, 以生产中高端产品为主, 在银粉等原材料中占据垄断优势。海外局势波动可能对全球供应链稳定带来不确定风险, 进而对公司的研发、生产、经营、业务造成不利影响。

3) 下游需求不及预期。受到全球宏观经济的波动、行业景气度等因素影响, 被动元件行业存在一定的周期性。如果宏观经济波动较大或长期处于低谷, 相关下游领域的市场需求也将随之受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,040	5,893	7,187	8,619
营业成本	3,259	3,653	4,420	5,214
营业税金及附加	73	88	108	129
销售费用	106	124	151	181
管理费用	282	330	402	483
研发费用	384	471	575	690
EBIT	936	1,299	1,612	1,985
财务费用	73	134	131	126
资产减值损失	-86	-10	-24	-28
投资收益	-5	0	0	0
营业利润	844	1,162	1,464	1,839
营业外收支	-5	-6	-5	-9
利润总额	840	1,156	1,459	1,830
所得税	100	127	161	238
净利润	740	1,029	1,299	1,592
归属于母公司净利润	641	885	1,117	1,353
EBITDA	1,494	1,876	2,221	2,617

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	779	443	833	1,413
应收账款及票据	2,024	2,353	2,875	3,448
预付款项	35	37	44	52
存货	865	965	1,155	1,363
其他流动资产	943	1,088	1,273	1,478
流动资产合计	4,645	4,886	6,181	7,753
长期股权投资	203	203	203	203
固定资产	5,690	6,173	6,462	6,638
无形资产	511	511	511	511
非流动资产合计	7,923	8,176	8,270	8,312
资产合计	12,568	13,062	14,451	16,066
短期借款	1,006	487	487	487
应付账款及票据	803	903	1,093	1,289
其他流动负债	1,589	1,480	1,709	1,950
流动负债合计	3,399	2,870	3,289	3,726
长期借款	2,116	2,455	2,455	2,455
其他长期负债	514	514	514	514
非流动负债合计	2,630	2,969	2,969	2,969
负债合计	6,029	5,839	6,258	6,695
股本	806	806	806	806
少数股东权益	576	720	902	1,141
股东权益合计	6,540	7,222	8,193	9,371
负债和股东权益合计	12,568	13,062	14,451	16,066

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.93	16.91	21.97	19.92
EBIT 增长率	44.83	38.86	24.06	23.12
净利润增长率	47.98	38.17	26.21	21.15
盈利能力 (%)				
毛利率	35.35	38.00	38.50	39.50
净利润率	12.71	15.02	15.54	15.70
总资产收益率 ROA	5.10	6.78	7.73	8.42
净资产收益率 ROE	10.74	13.61	15.32	16.44
偿债能力				
流动比率	1.37	1.70	1.88	2.08
速动比率	0.83	0.98	1.13	1.31
现金比率	0.23	0.15	0.25	0.38
资产负债率 (%)	47.97	44.70	43.30	41.67
经营效率				
应收账款周转天数	125.03	129.08	126.38	127.48
存货周转天数	99.10	90.12	86.32	86.92
总资产周转率	0.43	0.46	0.52	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.10	1.39	1.68
每股净资产	7.40	8.06	9.04	10.21
每股经营现金流	1.42	1.72	1.93	2.24
每股股利	0.30	0.41	0.51	0.62
估值分析				
PE	39	28	22	19
PB	4.2	3.9	3.4	3.1
EV/EBITDA	18.82	14.99	12.66	10.75
股息收益率 (%)	0.96	1.31	1.65	2.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	740	1,029	1,299	1,592
折旧和摊销	558	577	609	632
营运资金变动	-338	-373	-530	-607
经营活动现金流	1,144	1,389	1,555	1,805
资本开支	-1,091	-758	-685	-659
投资	-87	-5	0	0
投资活动现金流	-1,175	-808	-685	-659
股权募资	60	0	0	0
债务募资	741	-423	0	0
筹资活动现金流	346	-916	-480	-566
现金净流量	320	-335	390	580

插图目录

图 1: 公司大客户	3
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 2019-2024Q1-3 公司营收 (亿元) 及增速	6
图 5: 2019-2024Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及增速	6
图 6: 2019-2024Q1-Q3 公司分应用营收拆分 (亿元)	7
图 7: 2019-2024Q1-Q3 公司销售毛利率/净利率情况	7
图 8: 2019-2024Q1-3 公司费用率 (%)	8
图 9: 2019-2024Q1-3 公司研发费用情况	8
图 10: 电感原理图	9
图 11: 电感上下游产业链	10
图 12: 2021 年全球电感下游应用市场份额 (按用量)	11
图 13: 2021 年全球电感下游应用市场份额 (按产值)	11
图 14: AI 设备导入促使电感趋于小型化、高功率	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 绕线型&叠层型电感优缺点对比	13
表 2: 国内电感市场高集中度的原因	14
表 3: 半导体 vs 被动元器件行业对比分析	14
表 4: 电感行业壁垒分析	15
表 5: 顺络电子于汽车电子领域布局多样产品	18
表 6: 顺络电子布局 AI 服务器相关产品	19
表 7: 公司分业务盈利预测	22
表 8: 费用率预测	23
表 9: 可比公司估值对比	24
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026