

2025年02月27日

# 业绩创历史新高，新兴业务助力业绩加速

## 顺络电子(002138)

### 事件概述

公司发布2024年年报。2024年公司实现营收58.97亿元，同比+16.99%；归母净利润8.32亿元，同比+29.91%；扣非归母净利润7.81亿元，同比+31.96%。

### 业绩创历史新高

2024年，公司全年销售收入创历史新高，第二、三、四季度营收连续创造单季度历史新高。主要得益于：1) 在手机通讯、消费电子等传统存量市场应用领域内不断拓宽产品线种类，新产品线延续了高速增长，份额提升明显。2) 在汽车电子、数据中心等新兴战略市场不断拓展客户，取得了多位全球顶级客户的一致认可，实现了持续强劲的高速增长。

分季度看，24Q4公司实现营收17.02亿元，同比+24.72%，环比+13.16%；归母净利润为2.08亿元，同比+27.54%，环比-18.77%。

分产品看，2024年信号处理、电源管理、汽车电子或储能专用、陶瓷&PCB及其他收入分别为22.70、19.46、11.04、5.78亿元，同比+10.12%、+4.31%、+62.10%、+33.35%。

### 毛利率同比提升，期间费用率相对稳定

毛利率：2024年公司毛利率为36.50%，同比+1.15pct。毛利率同比提升主要得益于：1) 精密电子元件业务发展顺利，市场订单增加，产能利用率持续提升，边际利润持续提升，人工效率提升所致；2) 汽车电子、数据中心等新兴战略市场实现了持续强劲的高速增长。单季度看，24Q4毛利率为34.49%，同比-2.47pct，环比-3.44pct。24Q4毛利率下降主要因Q4销售结构变化，全年绩效奖金及客户销售价格调整影响，后续有望实现修复。

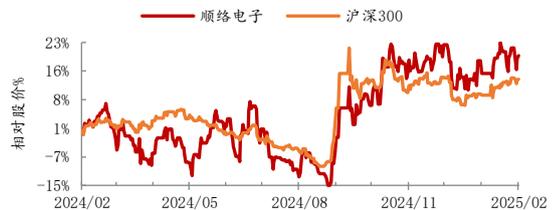
期间费用率：2024年公司期间费用率为16.96%，同比+0.20pct。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为1.75%、5.15%、8.56%、1.50%，同比-0.36、-0.43、+0.95、+0.05pct。

### 消费电子需求改善，新兴业务持续放量

消费电子：元器件主要的产品方向是进一步小型化、集成化，公司在高精密度电感领域具有行业领先优势。AI端侧应用加速上行，AI赋能手机、PC、可穿戴设备等应用场景，将对各类元器件带来增量市场机遇，公司目前已实现消费电子领域客户的全

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	31.94
股票代码：	002138
52周最高价/最低价：	34.04/22.5
总市值(亿)	257.54
自由流通市值(亿)	240.63
自由流通股数(百万)	753.39



分析师：单慧伟  
邮箱：shanhw@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120524120004  
联系电话：

联系人：陈天然  
邮箱：chentn1@hx168.com.cn  
SAC NO：  
联系电话：

相关研究

面覆盖，新产品份额持续提升。

**汽车电子：**公司产品在汽车电子具体应用十分广泛，通过不断探索产品组合，截止目前，公司产品已实现三电系统等电动化场景全面覆盖，并且延伸至智能驾驶、域控制器、智能座舱等全方位智能化应用场景覆盖。

**数据中心：**公司密切与头部企业保持合作与联系，凭借自身的工艺平台多样性，在 AI 服务器、DDR5、企业级 SSD 等应用场景为客户提供多种节能降耗的产品组合与方案。

**氢燃料电池：**公司积极推动氢燃料电池项目的项目预研及业务发展，为公司未来成长打开新的应用市场。

### 投资建议

我们预计 2025-27 年营业收入分别为 70.95、82.03、93.59 亿元，同比+20.32%、+15.61%、+14.10%；归母净利润分别为 10.50、13.13、15.81 亿元，同比+26.1%、+25.1%、+20.3%；EPS 分别为 1.30、1.63、1.96 元。2025 年 2 月 27 日股价为 31.94 元，对应 PE 分别为 24.54x、19.61x、16.29x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

技术研发风险，行业竞争加剧，下游需求不及预期

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,040	5,897	7,095	8,203	9,359
YoY (%)	18.9%	17.0%	20.3%	15.6%	14.1%
归母净利润(百万元)	641	832	1,050	1,313	1,580
YoY (%)	48.0%	29.9%	26.1%	25.1%	20.3%
毛利率 (%)	35.3%	36.5%	36.4%	36.0%	35.5%
每股收益(元)	0.81	1.05	1.30	1.63	1.96
ROE	10.7%	13.3%	14.8%	15.6%	15.8%
市盈率	39.43	30.42	24.54	19.61	16.30

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 深耕行业二十余载，打造国内电感行业龙头 .....	4
2. 盈利预测与估值 .....	4
2.1. 盈利预测 .....	4
2.2. 相对估值 .....	5
3. 风险提示 .....	5

## 图表目录

表 1 主营业务预测 .....	4
表 2 可比公司 Wind 一致预期 .....	5

## 1. 深耕行业二十余载，打造国内电感行业龙头

**国内电感行业龙头。**顺络电子成立于2000年，2007年于深交所上市，主要从事各类片式电子元器件研发、生产和销售的高新技术企业。产品包括磁性器件、微波器件、敏感器件、精密陶瓷四大产业，广泛运用于通讯、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。其中，据公司2023年年报，片式电感产销量国内第一、全球前三。

## 2. 盈利预测与估值

### 2.1. 盈利预测

#### 基本假设：

**1、信号处理&电源管理：**公司产品主要应用于消费电子、数据中心等领域。在消费电子领域，公司在高精密电感领域具有行业领先优势。随着AI赋能手机、PC、可穿戴设备等应用场景，将对各类元器件带来增量市场机遇，公司目前已实现消费电子领域客户的全面覆盖，新产品份额持续提升。数据中心领域，全球AI服务器渗透率持续提升，公司密切与头部企业保持合作与联系，凭借自身的工艺平台多样性，在AI服务器、DDR5、企业级SSD等应用场景为客户提供多种节能降耗的产品组合与方案。因此，我们假设公司信号处理板块2025-27年营业收入分别为26.10、29.49、32.44亿元，同比+15.0%、+13.0%、+10.0%；电源管理板块2025-27年营业收入分别为20.43、21.45、22.52亿元，同比+5.0%、+5.0%、+5.0%。

**2、汽车电子&储能：**1) **汽车电子方面：**公司在汽车电子新能源电动化和智能化应用领域布局多年，产品主要包括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，目前已实现全球顶级汽车电子及新能源汽车头部客户的全面覆盖，且公司产品已实现三电系统等电动化场景全面覆盖，并且延伸至智能驾驶、域控制器、智能座舱等全方位智能化应用场景覆盖。2) **光伏储能方面：**公司产品主要包括专为光伏、储能等应用领域开发的各类元件、陶瓷件等，目前已取得国内外行业标杆企业认可，展望未来，随着产品线的丰富叠加市场份额的提升，该板块业务有望保持较快增长。因此，我们假设公司该板块2025-27年营业收入分别为16.56、21.53、27.99亿元，同比+50.0%、+30.0%、+30.0%。

**4、陶瓷、模块模组、传感、PCN及其他：**公司产品主要包括模块模组、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。精细陶瓷方面，公司精细陶瓷产品前期已经完成市场布局、技术布局，与国内外多家知名企业的未来项目上保持着深度合作，技术水平领先。模块模组方面，公司产品已经得到了海内外重要客户群的认可。随着产品线的丰富及产品份额的提升，该板块业务有望保持持续增长。因此，我们假设公司该板块2025-27年营业收入分别为7.86、9.55、10.64亿元，同比+36.07%、+21.56%、+11.34%。

**盈利预测结果：**综上所述，我们预计公司2025-27年营业收入分别为70.95、82.03、93.59亿元，同比+20.32%、+15.61%、+14.10%；与此同时，随着下游市场的高景气度，产能利用率持续提升，毛利率保持小幅增长，分别为36.57%、36.75%、36.77%。

表1 主营业务预测

百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4577.32	4238.21	5040.42	5896.91	7095.01	8202.73	9359.22

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

yoy	31.66%	-7.41%	18.93%	16.99%	20.32%	15.61%	14.10%
毛利率	35.28%	33.00%	35.35%	36.50%	36.57%	36.75%	36.77%
信号处理	1986.37	1640.65	2061.04	2269.66	2610.11	2949.42	3244.37
yoy	19.34%	-17.40%	25.62%	13.00%	15.00%	13.00%	10.00%
电源管理	1615.74	1681.65	1865.12	1945.59	2042.87	2145.01	2252.26
yoy	25.62%	4.08%	10.91%	3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
汽车电子&储能	303.36	547.42	681.17	1104.16	1656.24	2153.11	2799.05
yoy	73.97%	80.45%	24.43%	90.00%	50.00%	30.00%	30.00%
陶瓷、PCB 及其他	671.85	368.49	433.09	577.50	785.80	955.18	1063.54
yoy	91.17%	-45.15%	17.53%	33.34%	36.07%	21.56%	11.34%

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2.2. 相对估值

我们选取被动元件相关公司三环集团、风华高科、洁美科技、顺络电子、泰晶科技作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 30.86x。我们预计 2025-27 年营业收入分别为 70.95、82.03、93.59 亿元，同比+20.32%、+15.61%、+14.10%；归母净利润分别为 10.50、13.13、15.81 亿元，同比+26.1%、+25.1%、+20.3%；EPS 分别为 1.30、1.63、1.96 元。2025 年 2 月 27 日股价为 31.94 元，对应 PE 分别为 24.54x、19.61x、16.29x。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2 可比公司 Wind 一致预期

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
三环集团	300408.SZ	40.60	1.14	1.45	1.76	35.71	27.95	23.10
洁美科技	002859.SZ	21.22	0.64	0.92	1.19	32.98	23.19	17.77
风华高科	000636.SZ	15.16	0.33	0.50	0.62	46.39	30.39	24.59
泰晶科技	603738.SH	17.91	0.31	0.43	0.54	58.26	41.92	33.26
平均						<b>43.34</b>	<b>30.86</b>	<b>24.68</b>
顺络电子	002138.SZ	31.94	1.30	1.63	1.96	24.54	19.61	16.29

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司数据均为 Wind 一致预期，时间截至 2025 年 2 月 27 日

## 3. 风险提示

1、技术研发风险。公司所处的相关行业属于技术密集型产业，新材料、新工艺不断涌现，下游产品更新换代速度越来越快，要求公司不断增强自主研发创新能力，敏捷地响应市场的需求变化。如果公司未来在技术研发方面不能跟上新技术、新应用的崛起速度，可能削弱公司产品的竞争优势，进而影响到公司业绩增长。同时，新技术、新工艺、新产品的研发策略需根据市场趋势和客户需求谨慎选择，如果公司的研发方向存在偏差，无法满足下游客户的需求，可能会对公司的经营造成不利的影响。

2、行业竞争加剧风险。被动元件行业处于产业转移阶段，进口替代空间大，国内市场参与者不断涌入，竞争日趋激烈，鉴于行业广阔的发展前景和国内资本市场的进一步开放，拥有强大竞争力和核心技术优势的企业才能迅速占领市场。如果公司不能紧跟技术发展趋势，及时调整发展战略，提高公司核心竞争力，未来将无法在激烈的市场竞争中占据有利地位。

3、下游需求不及预期风险。公司产品主要应用于电子、通信、消费类电子产品、工业用电子设备和新能源等领域。若下游需求不及预期，可能会对公司的经营业绩造成不利的影响。



## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,897	7,095	8,203	9,359	净利润	950	1,227	1,517	1,826
YoY (%)	17.0%	20.3%	15.6%	14.1%	折旧和摊销	603	155	298	289
营业成本	3,745	4,515	5,248	6,034	营运资金变动	-330	-479	-331	-419
营业税金及附加	79	94	112	126	经营活动现金流	1,431	1,072	1,654	1,789
销售费用	103	142	164	187	资本开支	-817	-1,446	-1,437	4
管理费用	304	355	394	421	投资	-48	0	0	0
财务费用	88	79	89	89	投资活动现金流	-865	-1,475	-1,463	-1
研发费用	505	568	615	655	股权募资	85	0	0	0
资产减值损失	-65	-80	-80	0	债务募资	-480	500	200	0
投资收益	-6	-5	-5	-5	筹资活动现金流	-1,043	208	111	-91
营业利润	1,091	1,369	1,655	1,991	现金净流量	-471	-188	302	1,697
营业外收支	-8	-6	-6	-6					
利润总额	1,083	1,364	1,649	1,985	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	133	136	132	159	<b>成长能力</b>				
净利润	950	1,227	1,517	1,826	营业收入增长率	17.0%	20.3%	15.6%	14.1%
归属于母公司净利润	832	1,050	1,313	1,580	净利润增长率	29.9%	26.1%	25.1%	20.3%
YoY (%)	29.9%	26.1%	25.1%	20.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.05	1.30	1.63	1.96	毛利率	36.5%	36.4%	36.0%	35.5%
					净利率	14.1%	14.8%	16.0%	16.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	7.5%	9.0%	9.7%	10.2%
货币资金	302	114	416	2,112	净资产收益率 ROE	13.3%	14.8%	15.6%	15.8%
预付款项	18	33	40	40	<b>偿债能力</b>				
存货	997	1,213	1,271	1,500	流动比率	1.46	1.40	1.42	1.83
其他流动资产	3,382	3,901	4,530	5,099	速动比率	<b>1.05</b>	<b>1.01</b>	<b>1.07</b>	<b>1.46</b>
流动资产合计	4,700	5,260	6,256	8,751	现金比率	0.09	0.03	0.09	0.44
长期股权投资	218	218	218	218	资产负债率	45.3%	45.3%	43.3%	40.3%
固定资产	5,781	7,105	8,296	8,074	<b>经营效率</b>				
无形资产	497	550	585	580	总资产周转率	0.47	0.52	0.52	0.52
非流动资产合计	8,006	9,317	10,482	10,193	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	12,706	14,578	16,739	18,944	每股收益	1.05	1.30	1.63	1.96
短期借款	631	831	1,031	1,031	每股净资产	7.77	8.81	10.44	12.40
应付账款及票据	900	1,058	1,262	1,438	每股经营现金流	1.77	1.33	2.05	2.22
其他流动负债	1,683	1,875	2,114	2,317	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,214	3,764	4,407	4,786	<b>估值分析</b>				
长期借款	2,039	2,339	2,339	2,339	PE	30.42	24.54	19.61	16.30
其他长期负债	500	500	500	500	PB	4.05	3.62	3.06	2.58
非流动负债合计	2,539	2,839	2,839	2,839					
负债合计	5,753	6,602	7,246	7,625					
股本	806	806	806	806					
少数股东权益	690	868	1,072	1,318					
股东权益合计	6,953	7,975	9,493	11,319					
负债和股东权益合计	12,706	14,578	16,739	18,944					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。