

顺络电子（002138.SZ）

营收连续三个季度创历史新高，汽车敞口快速提升

优于大市

核心观点

连续三个季度营收创历史新高，四季度利润率阶段性下滑。公司 2024 年实现营收 58.97 亿元 (YoY +16.99%)，归母净利润 8.32 亿元 (YoY +29.91%)，公司第二、三、四季度营收连续创顺络单季度历史新高，毛利率同比提升 1.15pct。对应 4Q24 实现营收 17.02 亿元 (YoY +24.72%，QoQ +13.16%)，归母净利润 2.08 亿元 (YoY +27.54%，QoQ -18.77%)，毛利率 34.49% (YoY -2.47pct，QoQ -3.44pct)，毛利率下滑主要系：1) 陶瓷类产品毛利率较低，出货集中在四季度，公司出货结构改变；2) 全年绩效奖金部分影响毛利率；3) 部分客户销售价格调整，以上影响均属于阶段性影响因素，长期来看公司通过生产效率、经营效率持续提升，毛利率存在逐步回升的机会。

AI 手机单机价值量提升，公司高端品渗透率提升。2024 年公司信号处理类产品实现营收 22.70 亿元 (YoY +10.12%)。一方面，3Q23 以来全球手机需求复苏，根据 Canalys 数据，2024 年全球智能手机销量同比增长 7%，达到 12.2 亿部，公司份额也稳健增长。此外，随着 AI 功能升级，手机中的磁性元件用量进一步增加，01005、LTCC、一体成型等高端料号渗透率持续提升。

汽车业务开启高增时代，智驾提升非变压器类需求。2024 年，公司汽车电子或储能专用业务收入 11.04 亿元 (YoY +62.10%)。汽车方面公司 2009 年开始设想规划，客户涵盖海内外顶级汽车供应链厂商，包括比亚迪、德赛西威等，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。公司产品主要分为变压器类和非变压器类，随着汽车电气架构向 800V 升级，以及智能驾驶带来对域控制器、雷达要求提升、数量增加也会推动相关产品需求。

新技术发展离不开磁性元件支持，公司积极布局数据中心和人形机器人。AI 服务器方面，GPU 主板供电及电源模块封装垂直供电应用场景，对磁性元件产品提出更为极致的要求，公司与头部企业保持密切合作。此外，公司还布局了氢燃料电池、人形机器人等新兴领域。特别是机器人领域，磁性元件在其动力系统、传感与控制、通信等核心模块中扮演着关键支撑角色，有望成为继 5G、新能源车后的电子元件行业核心增长赛道之一。

投资建议：微调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于公司年报数据更新，我们微调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 11.0/13.5/16.2 亿元 (25-26 年前值为 11.3/14.6 亿元)，同比增长 32.2%/22.3%/20.5%，对应当前市值 PE 为 22/18/15 倍，维持“优于大市”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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,040	5,897	7,117	8,618	10,409
(+/-%)	18.9%	17.0%	20.7%	21.1%	20.8%
净利润(百万元)	641	832	1100	1345	1621
(+/-%)	47.9%	29.9%	32.2%	22.3%	20.5%
每股收益(元)	0.79	1.03	1.36	1.67	2.01
EBIT Margin	18.6%	19.7%	20.4%	20.5%	20.4%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	13.3%	16.0%	17.5%	18.5%
市盈率 (PE)	37.5	28.9	21.8	17.9	14.8
EV/EBITDA	20.6	17.2	15.1	12.6	10.8
市净率 (PB)	4.03	3.84	3.51	3.12	2.74

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

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

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：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.81 元
总市值/流通市值	24036/22459 百万元
52 周最高价/最低价	34.04/22.50 元
近 3 个月日均成交额	405.70 百万元

市场走势

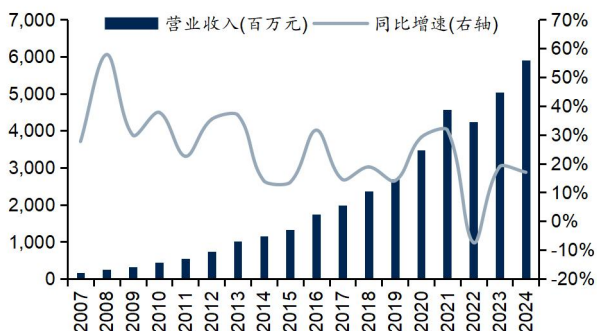


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《顺络电子（002138.SZ）-单季度营收、利润均创历史新高，盈利能力继续修复》——2024-11-08
- 《顺络电子（002138.SZ）-营收创历史新高，毛利率环比提升》——2024-08-03
- 《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》——2024-03-11
- 《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

图1: 顺络电子营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 顺络电子单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



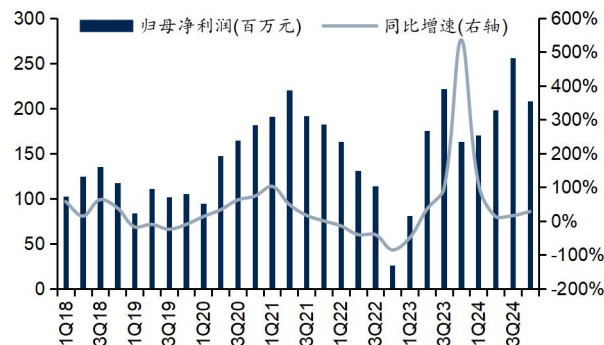
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 顺络电子归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



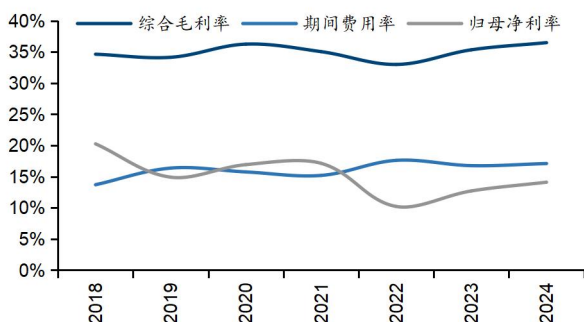
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 顺络电子单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



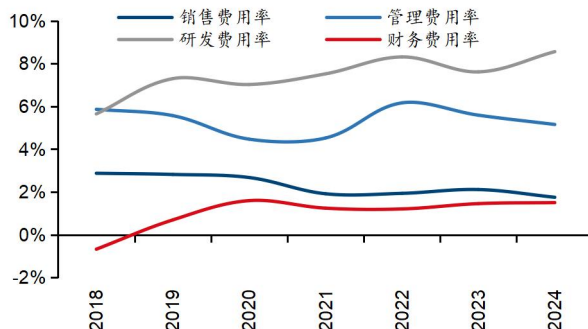
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 顺络电子毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 顺络电子费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	779	302	546	581	509	营业收入	5040	5897	7117	8618	10409
应收款项	2032	2405	2834	3474	4195	营业成本	3259	3745	4466	5412	6558
存货净额	865	997	1319	1516	1868	营业税金及附加	73	79	95	118	140
其他流动资产	970	995	1213	1527	1792	销售费用	106	103	121	142	172
流动资产合计	4645	4700	5912	7097	8365	管理费用	282	304	383	459	551
固定资产	6539	6655	7250	7654	7965	研发费用	384	505	598	720	869
无形资产及其他	511	497	477	457	438	财务费用	73	88	116	123	117
其他长期资产	670	636	636	636	636	投资收益	(5)	(6)	(8)	(6)	(6)
长期股权投资	203	218	248	275	299	资产减值及公允价值变动	(86)	(65)	(15)	(13)	(14)
资产总计	12568	12706	14524	16120	17702	其他	70	89	122	133	135
短期借款及交易性金融负债	1630	1242	2396	2362	2028	营业利润	844	1091	1438	1758	2117
应付款项	803	900	1078	1336	1618	营业外净收支	(5)	(8)	(6)	(6)	(6)
其他流动负债	965	1072	1283	1592	1926	利润总额	840	1083	1433	1752	2110
流动负债合计	3399	3214	4757	5290	5571	所得税费用	100	133	176	215	259
长期借款及应付债券	2116	2039	1539	1539	1539	少数股东损益	99	118	156	191	230
其他长期负债	514	500	523	548	560	归属于母公司净利润	641	832	1100	1345	1621
长期负债合计	2630	2539	2062	2087	2099	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6029	5753	6820	7377	7670	净利润	740	950	1257	1537	1851
少数股东权益	576	690	847	1038	1268	资产减值准备	86	65	15	13	14
股东权益	5964	6263	6857	7705	8764	折旧摊销	525	571	595	717	810
负债和股东权益总计	12568	12706	14524	16120	17702	公允价值变动损失	0	0	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	82	91	116	123	117
每股收益	0.79	1.03	1.36	1.67	2.01	营运资本变动	(135)	(324)	(555)	(557)	(711)
每股红利	0.36	0.48	0.63	0.62	0.70	其它	(154)	78	(131)	(136)	(131)
每股净资产	7.40	7.77	8.50	9.56	10.87	经营活动现金流	1144	1431	1297	1697	1951
ROIC	12%	15%	17%	18%	21%	资本开支	(1101)	(819)	(1171)	(1103)	(1102)
ROE	11%	13%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(74)	(46)	(30)	(27)	(24)
毛利率	35%	36%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(1175)	(865)	(1201)	(1130)	(1126)
EBIT Margin	19%	20%	20%	20%	20%	权益性融资	60	85	0	0	0
EBITDA Margin	29%	29%	29%	29%	28%	负债净变化	116	(77)	(500)	0	0
收入增长	19%	17%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(293)	(391)	(506)	(498)	(562)
净利润增长率	48%	30%	32%	22%	20%	其它融资现金流	463	(661)	1154	(35)	(334)
资产负债率	53%	51%	53%	52%	50%	融资活动现金流	346	(1043)	148	(533)	(896)
息率	1.2%	1.6%	2.1%	2.1%	2.3%	现金净变动	320	(471)	244	34	(71)
P/E	37.5	28.9	21.8	17.9	14.8	货币资金的期初余额	440	760	289	533	567
P/B	4.0	3.8	3.5	3.1	2.7	货币资金的期末余额	760	289	533	567	496
EV/EBITDA	20.6	17.2	15.1	12.6	10.8	企业自由现金流	116	447	145	607	856
						权益自由现金流	695	(291)	698	465	420

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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