

顺络电子 (002138.SZ)

强烈推荐 (维持)

25Q1 收入及业绩创历史同期新高，新兴业务增长显著

事件：公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现销售收入 14.61 亿元，同比 +16.03%/环比-14.16%；2025Q1 归母净利润 2.33 亿元，同比+37.02%/环比+12.09%，经营业绩逐季连创历史同期新高。我们点评如下：

□ 25Q1 收入及归母净利润创历史同期新高，通讯及消费电子业务略显平淡，汽车电子、数据中心等新兴市场领域增速显著。公司 2025Q1 实现销售收入 14.61 亿元，同比+16.03%/环比-14.16%；分业务来看，信号处理/电源管理/汽车电子或储能专用/陶瓷、PCB 及其他板块的收入分别为 5.37/4.10/1.90/1.22 亿元，同比-4.95%/+23.87%/+65.46%/+5.02%。报告期内，通讯及消费电子业务略显平淡，我们认为主要因为一季度为传统淡季而去年同期手机业务线的业绩基数比较高，汽车电子、数据中心等新兴市场领域增速显著，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，整体销售业务结构进一步改善。

□ 25Q1 毛利率环比改善，经营效率持续提升。2025Q1 归母净利润 2.33 亿元，同比+37.02%/环比+12.09%，扣非净利润 2.20 亿元，同比+39.76%/环比+18.95%。2025Q1 毛利率 36.56%，同比-0.39pcts/环比+2.07pcts，2024Q4 毛利率环比下行主要因销售结构变化、全年绩效奖金及客户销售价格调整影响，受阶段性因素影响较大，2025Q1 已经环比成功恢复增长。公司经营效率持续提升持续降本增效，24Q1/25Q1 销售、管理、研发、财务费用总额分别为 2.26/2.36 亿元，费用率为 17.95%/16.15%。

□ 展望未来，建议关注公司电感等业务在 AI 端侧的潜在价值增量，同时关注汽车/数据中心/精细陶瓷等新兴业务的发展潜力。1) 在 AI 端侧创新趋势下，超薄、高功率密度、低功耗的磁性器件与高频率、小型化的射频器件将在 AI 时代大有可为，建议关注公司电感等业务在 AI 端侧的潜在价值增量；2) 汽车电子业务新产品导入进度加速，各类变压器产品迅速放量，功率电感及共模等产品迅速导入，拉动国内头部客户份额迅速提升；3) 关注储能/数据中心/精细陶瓷等新兴业务的多元发展潜力。

□ 维持“强烈推荐”评级。公司作为国产电感龙头，传统业务受益 AI 终端创新及需求复苏，汽车电子、数据中心等新兴赛道进入加速放量期，同时前瞻布局氢燃料电池、人形机器人等前瞻领域，长期成长路径清晰。预测 2025-2027 年营收为 70.23/83.33/97.58 亿元，归母净利润 10.67/13.55/16.76 亿元，对应 EPS 1.32/1.68/2.08 元，对应当前股价 PE 为 20.7/16.3/13.2 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：下游需求复苏不及预期；行业竞争加剧；技术发展路径不确定性等。

TMT 及中小盘/电子
当前股价：27.44 元

基础数据

总股本 (百万股)	806
已上市流通股 (百万股)	753
总市值 (十亿元)	22.1
流通市值 (十亿元)	20.7
每股净资产 (MRQ)	7.4
ROE (TTM)	15.1
资产负债率	47.7%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	7.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	0	11
相对表现	-5	4	5



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《顺络电子 (002138) —Q3 收入及净利再创历史新高，关注 AI 催化及新品进展》2024-10-28
- 《顺络电子 (002138) —Q2 营收创历史新高，AI 应用及新业务打开成长空间》2024-07-31
- 《顺络电子 (002138) —Q2 单季度收入创历史新高，关注 AI 催化及新品进展》2024-07-10

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

王恬 S1090522090002

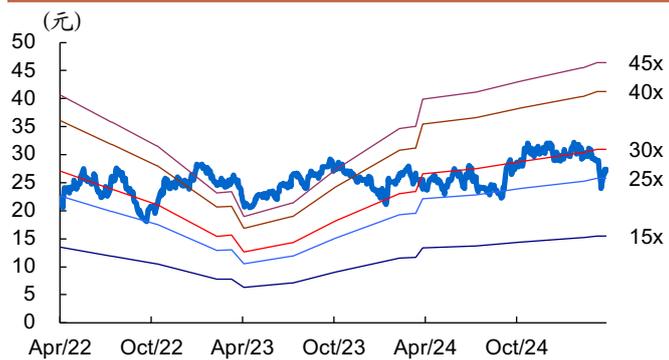
wangtian2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5040	5897	7023	8333	9758
同比增长	19%	17%	19%	19%	17%
营业利润(百万元)	844	1091	1397	1771	2188
同比增长	45%	29%	28%	27%	24%
归母净利润(百万元)	641	832	1067	1355	1676
同比增长	48%	30%	28%	27%	24%
每股收益(元)	0.79	1.03	1.32	1.68	2.08
PE	34.5	26.6	20.7	16.3	13.2
PB	3.7	3.5	3.2	2.8	2.4

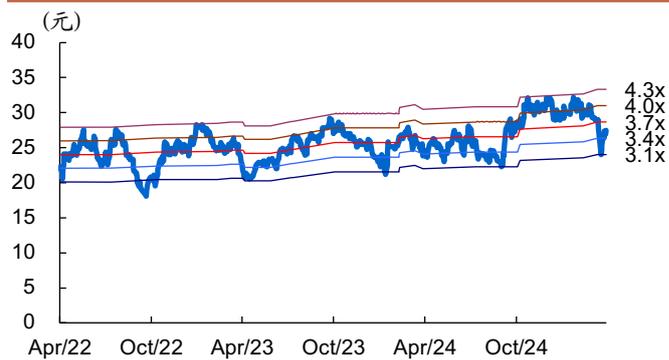
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 顺络电子历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 顺络电子历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4645	4700	5804	6843	8027
现金	779	302	566	634	760
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	69	53	63	75	87
应收款项	1955	2346	2794	3315	3882
其它应收款	8	7	8	10	11
存货	865	997	1187	1404	1639
其他	970	995	1185	1406	1646
非流动资产	7923	8006	7995	7986	7980
长期股权投资	203	218	218	218	218
固定资产	5690	5781	5864	5938	6005
无形资产商誉	851	799	719	647	583
其他	1179	1208	1194	1183	1174
资产总计	12568	12706	13798	14830	16007
流动负债	3399	3214	3572	3376	3046
短期借款	1006	631	1421	1021	471
应付账款	803	900	1072	1268	1480
预收账款	10	16	20	23	27
其他	1579	1667	1059	1063	1068
长期负债	2630	2539	2539	2539	2539
长期借款	2116	2039	2039	2039	2039
其他	514	500	500	500	500
负债合计	6029	5753	6111	5915	5585
股本	806	806	806	806	806
资本公积金	1675	1380	1380	1380	1380
留存收益	3482	4077	4660	5695	6964
少数股东权益	576	690	842	1034	1272
归属于母公司所有者权益	5964	6263	6846	7881	9150
负债及权益合计	12568	12706	13798	14830	16007

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1144	1431	1186	1404	1696
净利润	740	950	1219	1547	1914
折旧摊销	543	596	648	645	643
财务费用	82	91	95	105	110
投资收益	4	3	(114)	(124)	(134)
营运资金变动	(220)	(236)	(661)	(769)	(836)
其它	(4)	27	0	0	0
投资活动现金流	(1175)	(865)	(522)	(512)	(502)
资本支出	(1101)	(819)	(636)	(636)	(636)
其他投资	(74)	(46)	114	124	134
筹资活动现金流	346	(1043)	(400)	(825)	(1067)
借款变动	610	(417)	179	(400)	(551)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(77)	(295)	0	0	0
股利分配	(161)	(242)	(484)	(320)	(406)
其他	(26)	(89)	(95)	(105)	(110)
现金净增加额	316	(477)	264	68	127

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5040	5897	7023	8333	9758
营业成本	3259	3745	4460	5275	6157
营业税金及附加	73	79	84	100	117
营业费用	106	103	116	125	137
管理费用	282	304	330	350	371
研发费用	384	505	576	642	712
财务费用	73	88	95	105	110
资产减值损失	(97)	(80)	(80)	(90)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	81	104	120	130	140
投资收益	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
营业利润	844	1091	1397	1771	2188
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	7	8	8	8	8
利润总额	840	1083	1389	1763	2181
所得税	100	133	170	216	267
少数股东损益	99	118	152	192	238
归属于母公司净利润	641	832	1067	1355	1676

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	19%	17%	19%	19%	17%
营业利润	45%	29%	28%	27%	24%
归母净利润	48%	30%	28%	27%	24%
获利能力					
毛利率	35.3%	36.5%	36.5%	36.7%	36.9%
净利率	12.7%	14.1%	15.2%	16.3%	17.2%
ROE	11.1%	13.6%	16.3%	18.4%	19.7%
ROIC	8.3%	10.1%	12.2%	14.2%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	45.3%	44.3%	39.9%	34.9%
净负债比率	29.8%	25.8%	25.1%	20.6%	15.7%
流动比率	1.4	1.5	1.6	2.0	2.6
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.6	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.6	4.0	4.1	4.1	4.0
应收账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	4.6	4.4	4.5	4.5	4.5
每股资料(元)					
EPS	0.79	1.03	1.32	1.68	2.08
每股经营净现金	1.42	1.77	1.47	1.74	2.10
每股净资产	7.40	7.77	8.49	9.77	11.35
每股股利	0.30	0.60	0.40	0.50	0.62
估值比率					
PE	34.5	26.6	20.7	16.3	13.2
PB	3.7	3.5	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	21.5	17.8	14.3	12.1	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。