顺络电子（002138）

证券研究报告
2025 年 08 月 06 日

业绩符合预期，持续看好优质电感龙头成长性

事件：公司发布 2025 年半年度报告，25H1 公司实现销售收入 32.24 亿元，较 24H2 环比增加 0.56%，yoy+19.80%；实现归母净利润 4.86 亿元，较 24H2 环比增加 4.74%，yoy+32.03%；实现扣非归母净利润 4.62 亿元，较 24H2 环比增加 6.70%，yoy+32.87%。

点评：通讯及消费电子业务保持稳步成长，数据中心业务订单为重要增长，半年度收入创新高。25H1 公司实现销售收入 32.24 亿元，yoy+19.80%，较 24H2 环比增加 0.56%，创半年度历史新高。其中 25Q2 单季度营收 17.63 亿元，yoy+23.12%，qoq+20.73%，创单季度历史新高。分产品品类看，25Q2 信号处理/电源管理/汽车电子或储能专用/陶瓷、PCB 及其他分别实现营收 6.53/6.41/3.27/1.42 亿元，yoy+19.88%/+27.24%/+19.33%/+29.64%，qoq+27.89%/+26.21%/+4.00%/+11.47%，数据中心业务订单为重要增长。25Q2 公司销售毛利率为 36.78%，yoy-0.20pct，qoq+0.22pct，毛利率环比持续提升。费用率层面，25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.83%/4.95%/9.17%/0.97%，yoy+0.11pct/-0.60pct/+1.03pct/-0.63pct，qoq+0.16pct/-0.11pct/+1.26pct/-0.52pct，整体费用率同比略有下降。25Q2 公司销售净利率为 16.90%，yoy+1.26pct，qoq-0.96pct。25H1 公司经营性现金流量净额为 7.97 亿元，yoy+21.31%，同比大幅改善。25H1 公司 capex 为 3.55 亿元，yoy-18.20%，同比有所收敛。

坚持底层基础技术研究，紧跟全球电子信息产业链发展，开发多元产品体系，战略性新兴市场高速发展：1）汽车电子：顺络电子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，通过不断深入探索产品组合，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、智能座舱、域控制器等全方位智能化应用场景覆盖。2025Q2 公司汽车电子或储能专用业务领域实现收入 3.27 亿元，yoy+19.33%，增长迅速；**2）消费电子：**消费电子主要含手机通讯、模块、其他消费电子等，元器件主要的产品方向是进一步小型化、集成化，公司在高精密电感领域具有行业领先优势；**3）AI 应用：**公司紧抓在数据中心、自动驾驶、人形机器人、消费电子 AI 端侧应用等应用场景的市场机遇。全球 AI 服务器渗透率持续提升，其采用板卡式 GPU，基于板卡式结构对大容值电容产品的尺寸薄型化、低 ESR、性能稳定有较高要求，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了多种节能降耗的产品组合与方案。自动驾驶汽车有望成为机器人技术的首个主要商业应用领域，公司作为目前国内车规电子元件规模排名前列的厂商，将最大受益于应用市场行业发展趋势。磁性元件在人形机器人市场中扮演着关键支撑角色，尤其在关节驱动模块、电源管理系统、传感器通信单元等核心模块中不可或缺。随着人形机器人产业化加速，将推动磁性元件持续向高频化、微型化、高可靠性全面升级，成为继 5G、新能源车后的电子元件行业核心增长赛道之一。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面覆盖，新产品份额持续提升。**4）氢燃料电池：**固体氧化物电池（SOFC）具有能源转化效率高、燃料适应性广等优势，在长时储能场景、分布式离网供电及热电联供市场领域有着广泛应用，在各类数据中心、移动终端设备如机器人领域也有着广泛应用前景。公司积极推动氢燃料电池项目的预研及业务发展，为公司未来成长打开新的应用市场。

投资建议：维持 25/26 年归母净利润 10.5/12.8 亿盈利预测，新增 27 年 15.6 亿归母净利润预测，维持“买入”评级

风险提示：下游需求景气度不及预期、新产品和新领域放量节奏不及预期、部分下游应用市场竞争加剧影响价格和毛利率。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,040.42	5,896.91	7,282.26	8,740.45	10,478.42
增长率(%)	18.93	16.99	23.49	20.02	19.88
EBITDA(百万元)	1,927.49	2,296.57	2,159.29	2,512.67	2,941.06
归属母公司净利润(百万元)	640.53	832.08	1,051.97	1,282.15	1,561.05
增长率(%)	47.91	29.91	26.43	21.88	21.75
EPS(元/股)	0.79	1.03	1.30	1.59	1.94
市盈率(P/E)	36.86	28.37	22.44	18.41	15.12
市净率(P/B)	3.96	3.77	3.41	3.11	2.81
市销率(P/S)	4.68	4.00	3.24	2.70	2.25
EV/EBITDA	12.97	12.50	12.60	10.76	9.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	806.32
流通 A 股股本(百万股)	756.51
A 股总市值(百万元)	23,609.00
流通 A 股市值(百万元)	22,150.57
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	48.16
一年内最高/最低(元)	34.04/22.50

作者

潘暐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com
包恒星 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524100001
baohengxing@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《顺络电子-季报点评:单季度营收创新高，新产品和新市场持续拓展》2024-10-29
2 《顺络电子-公司点评:Q2 季度营收创历史新高，盈利能力稳健》2024-07-09
3 《顺络电子-季报点评:Q1 延续景气趋势，持续看好新业务放量成长》2024-04-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	778.84	302.27	801.05	961.45	1,152.63
应收票据及应收账款	2,024.02	2,398.55	2,938.41	3,485.99	4,260.61
预付账款	34.80	18.20	45.05	35.99	58.32
存货	864.61	997.04	1,682.89	1,321.52	2,274.93
其他	942.81	983.77	863.21	928.71	935.51
流动资产合计	**4,645.07**	**4,699.83**	**6,330.62**	**6,733.66**	**8,682.00**
长期股权投资	203.28	217.97	217.97	217.97	217.97
固定资产	5,690.31	5,781.37	6,490.37	7,040.09	7,461.25
在建工程	848.76	873.82	487.23	340.34	234.20
无形资产	510.59	497.19	471.80	446.42	421.03
其他	670.39	635.90	605.32	582.85	566.54
非流动资产合计	**7,923.32**	**8,006.24**	**8,272.69**	**8,627.67**	**8,901.01**
资产总计	**12,568.39**	**12,706.08**	**14,603.31**	**15,361.33**	**17,583.00**
短期借款	1,006.11	630.97	1,386.36	2,091.91	2,916.77
应付票据及应付账款	803.49	900.25	1,279.57	1,233.28	1,831.95
其他	1,589.01	1,683.10	1,694.93	1,940.17	2,172.91
流动负债合计	**3,398.61**	**3,214.31**	**4,360.86**	**5,265.36**	**6,921.63**
长期借款	2,115.93	2,039.23	2,059.08	1,127.70	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	514.24	499.59	487.24	500.36	495.73
非流动负债合计	**2,630.17**	**2,538.82**	**2,546.32**	**1,628.06**	**1,295.73**
负债合计	**6,028.78**	**5,753.13**	**6,907.18**	**6,893.42**	**8,217.36**
少数股东权益	575.92	690.18	771.17	865.86	974.94
股本	806.32	806.32	806.32	806.32	806.32
资本公积	2,074.90	1,863.57	1,863.57	1,863.57	1,863.57
留存收益	3,500.68	4,095.76	4,689.69	5,384.07	6,183.96
其他	(418.20)	(502.88)	(434.62)	(451.90)	(463.13)
股东权益合计	**6,539.61**	**6,952.95**	**7,696.13**	**8,467.91**	**9,365.64**
负债和股东权益总计	**12,568.39**	**12,706.08**	**14,603.31**	**15,361.33**	**17,583.00**

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5,040.42**	**5,896.91**	**7,282.26**	**8,740.45**	**10,478.42**
营业成本	3,258.71	3,744.77	4,609.67	5,532.71	6,653.79
营业税金及附加	72.70	79.14	94.67	119.00	139.84
销售费用	106.37	103.11	116.52	131.11	157.18
管理费用	281.67	303.92	371.40	445.76	513.44
研发费用	383.76	504.75	622.63	747.31	885.43
财务费用	73.19	88.39	99.80	107.07	110.57
资产/信用减值损失	(102.51)	(80.24)	(70.30)	(68.45)	(73.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	2.34	(1.56)	0.26
投资净收益	(4.51)	(5.54)	(7.63)	(5.89)	(6.35)
其他	87.39	104.01	72.00	81.00	85.67
营业利润	**844.38**	**1,091.06**	**1,363.98**	**1,662.60**	**2,024.75**
营业外收入	2.06	0.03	0.71	0.93	0.56
营业外支出	6.67	7.84	6.26	6.92	7.01
利润总额	**839.76**	**1,083.25**	**1,358.43**	**1,656.61**	**2,018.30**
所得税	99.73	132.96	163.01	199.62	244.37
净利润	**740.03**	**950.29**	**1,195.42**	**1,456.99**	**1,773.92**
少数股东损益	99.50	118.21	143.45	174.84	212.87
归属于母公司净利润	**640.53**	**832.08**	**1,051.97**	**1,282.15**	**1,561.05**
每股收益（元）	0.79	1.03	1.30	1.59	1.94

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	740.03	950.29	1,051.97	1,282.15	1,561.05
折旧摊销	542.56	595.86	641.21	702.55	760.36
财务费用	82.33	90.88	99.80	107.07	110.57
投资损失	3.86	3.44	7.63	5.89	6.35
营运资金变动	(483.32)	(323.85)	(596.34)	(96.39)	(897.31)
其它	259.02	114.56	145.79	173.28	213.13
经营活动现金流	**1,144.49**	**1,431.19**	**1,350.05**	**2,174.55**	**1,754.16**
资本支出	1,064.97	664.41	950.57	1,066.88	1,054.63
长期投资	37.10	14.69	0.00	0.00	0.00
其他	(2,276.85)	(1,544.42)	(1,901.11)	(2,149.66)	(2,111.50)
投资活动现金流	**(1,174.78)**	**(865.32)**	**(950.54)**	**(1,082.77)**	**(1,056.87)**
债权融资	626.62	(552.52)	551.49	(246.17)	370.08
股权融资	(314.04)	(769.43)	(452.24)	(685.21)	(876.19)
其他	33.70	279.23	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	**346.29**	**(1,042.72)**	**99.26**	**(931.37)**	**(506.11)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**315.99**	**(476.85)**	**498.77**	**160.40**	**191.18**

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	18.93%	16.99%	23.49%	20.02%	19.88%
营业利润	45.21%	29.21%	25.02%	21.89%	21.78%
归属于母公司净利润	47.91%	29.91%	26.43%	21.88%	21.75%
获利能力					
毛利率	35.35%	36.50%	36.70%	36.70%	36.50%
净利率	12.71%	14.11%	14.45%	14.67%	14.90%
ROE	10.74%	13.29%	15.19%	16.87%	18.60%
ROIC	9.64%	11.28%	13.42%	14.79%	17.03%
偿债能力					
资产负债率	47.97%	45.28%	47.30%	44.88%	46.73%
净负债率	45.37%	42.85%	40.69%	33.45%	33.33%
流动比率	1.37	1.46	1.45	1.28	1.25
速动比率	1.11	1.15	1.07	1.03	0.93
营运能力					
应收账款周转率	2.77	2.67	2.73	2.72	2.71
存货周转率	5.62	6.34	5.43	5.82	5.83
总资产周转率	0.43	0.47	0.53	0.58	0.64
每股指标（元）					
每股收益	0.79	1.03	1.30	1.59	1.94
每股经营现金流	1.42	1.77	1.67	2.70	2.18
每股净资产	7.40	7.77	8.59	9.43	10.41
估值比率					
市盈率	36.86	28.37	22.44	18.41	15.12
市净率	3.96	3.77	3.41	3.11	2.81
EV/EBITDA	12.97	12.50	12.60	10.76	9.33
EV/EBIT	17.83	16.64	17.92	14.93	12.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com