

持续投入产能建设，发力车规、服务器业务

核心观点

- 事件：公司公布 2025 年半年报。
- 二季度营收与净利润同环比双改善。2025 年上半年，公司实现总营业收入 18.0 亿元，同增约 24%，实现归母净利润 1.49 亿元，同增约 3%。其中，二季度实现营业收入 10.2 亿元，同增约 31%，实现归母净利润 0.87 亿元，同增约 5%。我们认为，二季度营收与净利润同环比双改善，体现业务加速放量趋势。
- 紧跟服务器、人工智能等重点市场发展，聚焦电感器拳头产品类别。在电感业务领域，公司具备多品类、多工艺产品的先进供应能力。目前，公司一体电感和绕线组合电感在浪潮、中兴、联想等国内企业均已量产供货，在摩尔线程、天数等企业也都批量供货。我们认为，TLVR 电感等定制化新品的技术壁垒及公司突破算力服务器领域关键客户的进展，将成为未来公司发展的关键驱动。
- 持续发力车规业务，客户不断拓展。公司在与国内龙头整车厂商稳定合作的基础上，相继拓展安波福、博世、大陆、联电、法雷奥等国际头部 Tier 1 厂商，众多料号通过车规认证、逐步实现批量供应。市场关注车规业务起量阶段受毛利水平有所承压，我们认为随着国内大客户产品放量，汽车业务将成关键增量。结合目前市场与客户端的反馈，预计下半年国内新能源汽车订单会恢复增长态势，公司将积极与国内头部整车厂商开展汽车电子业务深入合作，扎实做好车规订单交付。
- 持续投入产能建设，加速全球布局。25 年上半年，公司智慧园二期项目电感产线已投产，射频产线预计三季度投产；智慧园三期项目已完成基坑支护与桩基础工程施工，目前主体结构已进场建设。海外产能建设方面，25 年上半年越南工厂目前已完成第一期投资，主机台已铺设完成，预计下半年可以投入使用，并接受客户现场审核。通过持续的技术迭代和产能扩张，公司实现在高端电感领域的不断进步，并有望在 AI、新能源等领域对产品的长期技术革新中进一步突破现有行业地位。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.40、0.48、0.58 元（原 25-26 年预测分别为 0.47/0.51 元，主要根据市场情况调整了收入和毛利率预测），根据可比公司 26 年 36 倍 PE 估值水平，对应目标价为 17.28 元，维持买入评级。

风险提示

- 扩产进度不及预期风险、下游需求不及预期风险、资产减值风险。

公司主要财务信息

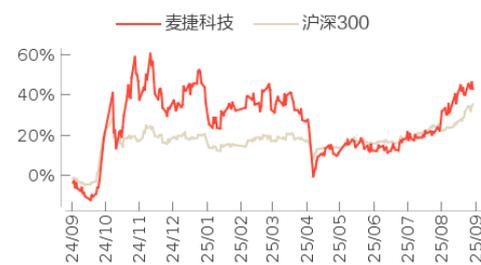
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,017	3,150	3,756	4,306	4,974
同比增长(%)	-4.3%	4.4%	19.2%	14.6%	15.5%
营业利润(百万元)	311	375	371	494	601
同比增长(%)	23.2%	20.7%	-0.9%	33.1%	21.6%
归属母公司净利润(百万元)	270	333	347	422	513
同比增长(%)	35.1%	23.5%	4.2%	21.6%	21.5%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.40	0.48	0.58
毛利率(%)	19.4%	20.5%	18.2%	19.5%	20.1%
净利率(%)	8.9%	10.6%	9.3%	9.8%	10.3%
净资产收益率(%)	6.6%	7.7%	7.5%	8.6%	9.8%
市盈率	42.3	34.3	32.9	27.1	22.3
市净率	2.7	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月29日）	13元
目标价格	17.28元
52周最高价/最低价	15.04/7.89元
总股本/流通A股（万股）	87,910/82,899
A股市值（百万元）	11,428
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年09月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	2.12	16.18	24.18	49.64
相对表现%	-0.59	7.88	7.64	12.45
沪深300%	2.71	8.3	16.54	37.19



证券分析师

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001
蒯剑	kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
李晋杰	lijinjie@orientsec.com.cn

相关报告

消费端业务复苏，持续发力汽车电子 2024-06-05

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.40、0.48、0.58 元（原 25-26 年预测分别为 0.47/0.51 元），主要根据 25 年半年报和近期市场情况，调整了收入和毛利率预测。根据可比公司 26 年 36 倍 PE 估值水平，对应目标价为 17.28 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/8/29	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
顺络电子	002138	32.58	1.03	1.33	1.65	2.03	31.57	24.46	19.73	16.02
法拉电子	600563	122.79	4.62	5.95	7.25	8.85	26.59	20.65	16.94	13.88
卓胜微	300782	82.79	0.75	0.57	1.35	2.08	110.21	146.19	61.25	39.89
臻镭科技	688270	80.25	0.08	0.65	1.08	1.57	962.23	123.37	74.09	50.98
国瓷材料	300285	22.90	0.61	0.74	0.89	1.07	37.75	30.79	25.66	21.48
	最大值						962.23	146.19	74.09	50.98
	最小值						26.59	20.65	16.94	13.88
	平均数						233.67	69.09	39.53	28.45
	调整后平均						59.84	59.54	35.55	25.80

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

扩产进度不及预期风险、下游需求不及预期风险、资产减值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	505	327	422	627	858	营业收入	3,017	3,150	3,756	4,306	4,974
应收票据、账款及款项融资	1,076	1,312	1,427	1,635	1,889	营业成本	2,431	2,503	3,070	3,467	3,977
预付账款	18	18	22	26	30	销售费用	50	41	34	37	43
存货	409	473	614	763	994	管理费用	85	99	96	107	122
其他	755	1,062	1,023	1,026	1,030	研发费用	143	151	168	184	208
流动资产合计	2,762	3,193	3,508	4,077	4,801	财务费用	(26)	(43)	(4)	(10)	(15)
长期股权投资	35	0	38	40	42	资产、信用减值损失	63	70	71	60	72
固定资产	1,816	1,943	2,063	2,099	2,088	公允价值变动收益	(1)	9	0	0	0
在建工程	211	412	306	253	227	投资净收益	10	5	10	5	5
无形资产	89	85	76	68	59	其他	30	31	41	29	28
其他	1,065	1,161	1,160	1,171	1,188	营业利润	311	375	371	494	601
非流动资产合计	3,215	3,601	3,643	3,631	3,603	营业外收入	1	1	36	1	1
资产总计	5,977	6,794	7,150	7,709	8,404	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	66	270	50	50	50	利润总额	311	375	406	494	601
应付票据及应付账款	1,099	1,428	1,752	1,978	2,269	所得税	30	35	49	59	72
其他	277	241	224	225	227	净利润	281	341	358	435	529
流动负债合计	1,442	1,939	2,026	2,253	2,546	少数股东损益	11	7	10	13	16
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	270	333	347	422	513
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.31	0.38	0.40	0.48	0.58
其他	235	255	255	255	255						
非流动负债合计	235	255	255	255	255	主要财务比率					
负债合计	1,677	2,194	2,280	2,508	2,800		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	119	126	137	149	165	成长能力					
实收资本(或股本)	867	867	879	879	879	营业收入	-4.3%	4.4%	19.2%	14.6%	15.5%
资本公积	2,547	2,599	2,587	2,587	2,587	营业利润	23.2%	20.7%	-0.9%	33.1%	21.6%
留存收益	767	1,019	1,267	1,586	1,973	归属于母公司净利润	35.1%	23.5%	4.2%	21.6%	21.5%
其他	-0	-11	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,300	4,601	4,870	5,201	5,604	毛利率	19.4%	20.5%	18.2%	19.5%	20.1%
负债和股东权益总计	5,977	6,794	7,150	7,709	8,404	净利率	8.9%	10.6%	9.3%	9.8%	10.3%
						ROE	6.6%	7.7%	7.5%	8.6%	9.8%
						ROIC	6.0%	6.5%	6.6%	8.4%	9.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	28.1%	32.3%	31.9%	32.5%	33.3%
净利润	281	341	358	435	529	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	238	243	217	230	247	流动比率	1.92	1.65	1.73	1.81	1.89
财务费用	-26	-43	-4	-10	-15	速动比率	1.56	1.34	1.33	1.36	1.38
投资损失	-10	-5	-10	-5	-5	营运能力					
营运资金变动	-369	19	11	-196	-273	应收账款周转率	3.4	3.1	3.2	3.3	3.3
其它	326	-119	66	43	55	存货周转率	4.6	4.5	4.4	3.8	3.5
经营活动现金流	440	435	638	496	538	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
资本支出	-157	-537	-200	-200	-200	每股指标(元)					
长期投资	-1	35	-38	-2	-2	每股收益	0.31	0.38	0.40	0.48	0.58
其他	-249	-170	10	5	5	每股经营现金流	0.51	0.50	0.73	0.56	0.61
投资活动现金流	-407	-673	-228	-197	-197	每股净资产	4.76	5.09	5.38	5.75	6.19
债权融资	-34	-8	0	0	0	估值比率					
股权融资	50	52	0	0	0	市盈率	42.3	34.3	32.9	27.1	22.3
其他	-67	1	-315	-94	-111	市净率	2.7	2.6	2.4	2.3	2.1
筹资活动现金流	-51	45	-315	-94	-111	EV/EBITDA	20.8	18.9	18.6	15.3	13.1
汇率变动影响	2	6	0	0	0	EV/EBIT	38.3	32.8	29.6	22.5	18.6
现金净增加额	-17	-187	94	206	230						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。