

顺络电子（002138.SZ）

应用结构迈向复合化，AI 算力产品进入加速兑现期

优于大市

核心观点

服务器、AIoT 增长强劲，公司产品结构丰富平抑季度波动。公司 2025 年实现营收 67.54 亿元 (YoY +14.39%)，归母净利润 10.21 亿元 (YoY +22.71%)。对应 4Q25 实现营收 17.13 亿 (YoY +0.68%，QoQ -5.23%)，归母净利润 2.52 亿 (YoY +21.12%，QoQ -11.04%)。分功能来看，2025 年信号处理/电源管理/汽车电子或储能/其他板块营收分别同比+4.59%/+19.34%/+38.10%/-9.14%。分业务看，新增量主要来自汽车电子、数据中心、AIoT。近年来，随着公司在新兴市场领域的开拓，已经从以消费电子为主体的市场结构，逐步转变为更为复合的应用市场领域结构，得益于应用领域的多元化布局，公司平滑了消费电子的季节性波动，呈现出“淡季不淡、稳健经营”的特征。

新兴领域：数据中心与 AI 相关业务开始从布局期迈向兑现期。公司已围绕数据中心进行了充分的产业布局和产品布局，实现 GPU、CPU、ASIC 类等芯片端供电模组类核心客户的全覆盖。2025 年数据中心板块全年营收超过 2 亿元，是增速最快的板块之一。这一增长主要受益于两方面因素：一是国产算力客户的快速发展，二是海外头部客户对算力芯片供电模块化电感方案的需求快速增长。产品上看，公司已布局一体成型电感、组装式功率电感、铜磁共烧功率电感以及钽电容等。公司还前瞻布局 TLVR 电感，其价值量与技术壁垒显著高于传统方案，目前已进入批量出货阶段，有望贡献显著增量。

钽电容供不应求，原材料价格上涨驱动产品涨价。钽电容是 AI 领域重要元器件之一，根据我们的测算，钽电容 2026 年整体市场增速超 20%，且均为高端需求。市场由海外的 KEMET（国巨）、AVX、Vishay、松下等客户主导，国巨多次法说会中提到，由于 AI 服务器对聚合物钽电容的使用量是普通服务器的 10 倍以上，公司正加快提升高端钽电容的产出。叠加供给端，受鲁巴亚（Rubaya）矿区停产影响，原材料供应收紧支撑价格上行。公司布局钽电容多年，已经开发出采用全新工艺的新型结构钽电容产品，覆盖高端消费电子、AI 数据中心、企业级 eSSD 等多个场景，已为客户配套供应产品线。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于季度业绩发布，我们微调盈利预测，预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 13.0/16.6/20.6 亿元（26-27 年前值为 13.5/16.3），同比增长 28%/27%/24%，对应当前市值 PE 为 24/19/15 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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,897	6,745	8,270	10,261	12,513
(+/-%)	17.0%	14.4%	22.6%	24.1%	21.9%
净利润(百万元)	832	1021	1301	1655	2057
(+/-%)	29.9%	22.7%	27.5%	27.2%	24.3%
每股收益(元)	1.03	1.27	1.61	2.05	2.55
EBIT Margin	19.7%	19.4%	20.5%	20.7%	21.1%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	15.1%	17.4%	19.6%	21.2%
市盈率 (PE)	40.5	33.0	25.9	20.4	16.4
EV/EBITDA	22.8	20.9	18.0	14.8	12.5
市净率 (PB)	5.38	4.97	4.51	3.99	3.48

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：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

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

38.28 元

总市值/流通市值

30866/28959 百万元

52 周最高价/最低价

44.44/23.18 元

近 3 个月日均成交额

882.62 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）-季度业绩创历史新高，AI 算力需求爆发》——2025-10-30

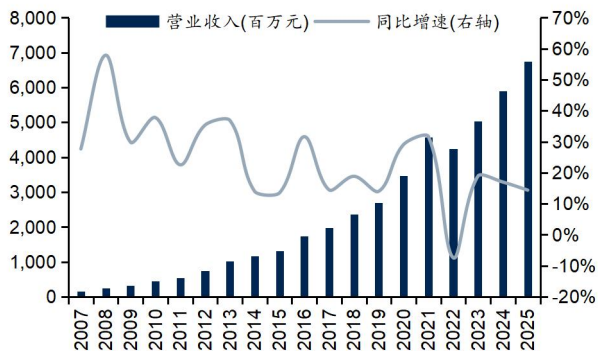
《顺络电子（002138.SZ）-季度营收创历史新高，汽车、算力业务高增》——2025-08-04

《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》——2025-03-03

《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

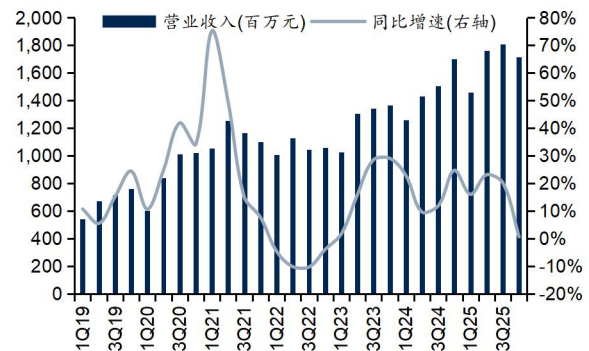
《顺络电子（002138.SZ）-营收创历史新高，毛利率环比提升》——2024-08-03

图1: 顺络电子营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



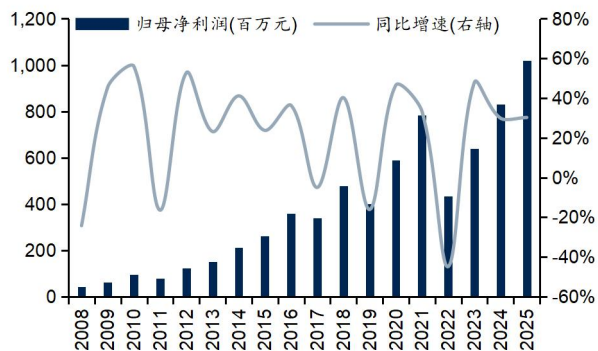
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)



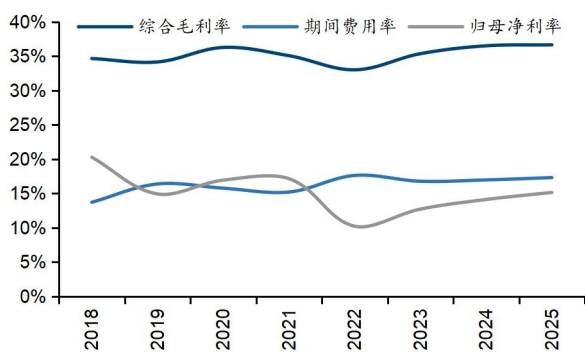
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 顺络电子单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



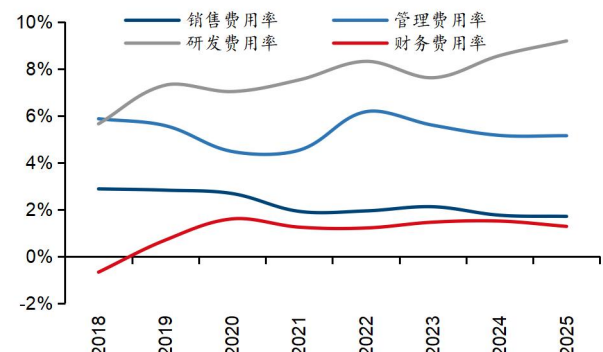
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	302	350	513	420	1021	营业收入	5897	6745	8270	10261	12513
应收款项	2405	2510	3262	4017	4830	营业成本	3745	4274	5218	6464	7871
存货净额	997	1322	1513	1935	2425	营业税金及附加	79	79	109	131	157
其他流动资产	995	1092	1442	1727	2104	销售费用	103	115	124	154	188
流动资产合计	4700	5274	6729	8099	10381	管理费用	304	347	400	481	582
固定资产	6655	6780	6910	6939	6884	研发费用	505	619	719	903	1076
无形资产及其他	497	485	466	446	427	财务费用	88	86	92	87	75
其他长期资产	636	531	531	531	531	投资收益	(6)	7	(1)	0	2
长期股权投资	218	224	243	256	269	资产减值及公允价值变动	(65)	(38)	(66)	(64)	(85)
资产总计	12706	13294	14879	16271	18492	其他	89	86	91	96	94
短期借款及交易性金融负债	1242	1041	1715	1276	1213	营业利润	1091	1282	1631	2073	2575
应付款项	900	1087	1353	1686	2089	营业外净收支	(8)	(8)	(7)	(7)	(7)
其他流动负债	1072	1267	1582	1964	2425	利润总额	1083	1274	1624	2066	2568
流动负债合计	3214	3396	4650	4926	5728	所得税费用	133	134	170	217	269
长期借款及应付债券	2039	2091	1591	1591	1591	少数股东损益	118	120	153	194	241
其他长期负债	500	384	363	312	250	归属于母公司净利润	832	1021	1301	1655	2057
长期负债合计	2539	2475	1954	1903	1841	现金流量表（百万元）					
负债合计	5753	5870	6604	6829	7569	净利润	950	1141	1454	1849	2299
少数股东权益	690	643	796	990	1231	资产减值准备	65	38	66	64	85
股东权益	6263	6780	7479	8452	9692	折旧摊销	571	585	545	614	666
负债和股东权益总计	12706	13294	14879	16271	18492	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	91	85	92	87	75
每股收益	1.03	1.27	1.61	2.05	2.55	营运资本变动	(270)	(155)	(732)	(799)	(879)
每股红利	0.48	0.78	0.75	0.85	1.01	其它	24	5	(159)	(151)	(161)
每股净资产	7.77	8.41	9.28	10.48	12.02	经营活动现金流	1431	1699	1267	1665	2086
ROIC	15%	17%	20%	23%	27%	资本开支	(819)	(729)	(656)	(623)	(592)
ROE	13%	15%	17%	20%	21%	其它投资现金流	(46)	6	(19)	(13)	(13)
毛利率	36%	37%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(865)	(723)	(675)	(637)	(605)
EBIT Margin	20%	19%	21%	21%	21%	权益性融资	85	28	0	0	0
EBITDA Margin	29%	28%	27%	27%	26%	负债净变化	(77)	52	(500)	0	0
收入增长	17%	14%	23%	24%	22%	支付股利、利息	(391)	(627)	(602)	(683)	(817)
净利润增长率	30%	23%	27%	27%	24%	其它融资现金流	(661)	(372)	674	(439)	(62)
资产负债率	51%	49%	50%	48%	48%	融资活动现金流	(1043)	(920)	(428)	(1122)	(879)
息率	1.2%	1.9%	1.8%	2.0%	2.4%	现金净变动	(471)	61	163	(93)	601
P/E	40.5	33.0	25.9	20.4	16.4	货币资金的期初余额	760	289	350	513	420
P/B	5.4	5.0	4.5	4.0	3.5	货币资金的期末余额	289	350	513	420	1021
EV/EBITDA	22.8	20.9	18.0	14.8	12.5	企业自由现金流	501	875	678	1097	1558
						权益自由现金流	(236)	555	769	580	1428

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

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