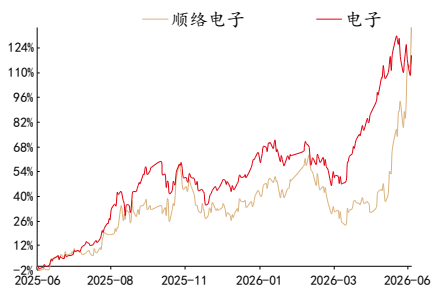


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	58.30
总股本/流通股本(亿股)	8.06 / 7.56
总市值/流通市值(亿元)	470 / 441
52周内最高/最低价	61.23 / 25.99
资产负债率(%)	44.2%
市盈率	44.85
第一大股东	香港中央结算有限公司

研究所

分析师: 万玮
 SAC 登记编号: S1340525030001
 Email: wanwei@cnpsec.com
 分析师: 吴文吉
 SAC 登记编号: S1340523050004
 Email: wuwenji@cnpsec.com

顺络电子(002138)
为智能而生, TLVR 电感赋能算力服务器
● 投资要点

成本压力逐步缓解, 盈利修复可期。2026 年 Q1 公司实现营业收入达 16.85 亿元, 同比增长 15.34%, 环比微降 1.66%; 毛利率为 32.53%, 同比下降 4.03pct, 环比下降 3.80pct; 归母净利润 1.78 亿元, 同比下降 23.71%, 环比下降 29.39%, 主要系 2025 年下半年起上游金属原材料价格持续走高, 推高了整体经营成本。进入 Q2, 从成本端来看, 当前贵重物料采购价格已低于 Q1 平均情况, 但仍远高于 2025 年初期价格水平, 价格传导正在落地进行中, 目前已经取得初步成效, 后续毛利率压力将逐步缓解。

AI 赛道高景气叠加车规业务扩容, 核心产品持续放量。AI 与高性能计算带动 CPU、GPU、ASIC 芯片功耗、电流大幅攀升, 给供电电路带来瞬态响应差、成本走高、系统稳定性不足等难题。TLVR 技术可有效解决传统 VRM 短板, 在响应速度、稳压、能效、空间与成本控制上优势显著, 未来在服务器主芯片电源领域渗透率将持续提升。公司拥有成熟的 TLVR 产品及定制化服务, 多款电感已实现规模化出货, 可全面适配 CPU、GPU、ASIC 及 AI 电源模块的供电需求。在汽车应用方面, 公司持续拓宽车规产品线, 智能驾驶、BMS 系统、电机电控等应用方向的新产品不断推出, 产品组合复合度进一步提升, 汽车电子领域将持续为公司业绩贡献增量。

● 投资建议:

我们预计公司 2026/2027/2028 年营收分别为 84/103/123 亿元, 归母净利润分别为 13/17/21 亿元, 维持“买入”评级。

● 风险提示:

技术迭代和研发投入不及预期的风险; 市场竞争加剧风险; 客户导入不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6745	8423	10268	12314
增长率(%)	14.39	24.87	21.91	19.93
EBITDA(百万元)	1985.79	3891.89	4301.39	4801.79
归属母公司净利润(百万元)	1021.02	1303.29	1651.78	2057.04
增长率(%)	22.71	27.65	26.74	24.54
EPS(元/股)	1.27	1.62	2.05	2.55
市盈率(P/E)	43.93	34.42	27.16	21.81
市净率(P/B)	6.62	5.65	4.76	3.98
EV/EBITDA	15.83	11.55	9.72	7.99

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	6745	8423	10268	12314	营业收入	14.4%	24.9%	21.9%	19.9%
营业成本	4274	5312	6466	7718	营业利润	17.5%	30.8%	26.0%	23.8%
税金及附加	79	98	118	135	归属于母公司净利润	22.7%	27.6%	26.7%	24.5%
销售费用	115	120	144	160	获利能力				
管理费用	347	458	554	653	毛利率	36.6%	36.9%	37.0%	37.3%
研发费用	619	841	1017	1207	净利率	15.1%	15.5%	16.1%	16.7%
财务费用	86	44	10	10	ROE	15.1%	16.4%	17.5%	18.3%
资产减值损失	-38	0	0	0	ROIC	11.5%	12.3%	13.4%	14.4%
营业利润	1282	1677	2112	2614	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	44.2%	43.8%	41.6%	39.3%
营业外支出	8	0	0	0	流动比率	1.55	2.39	3.02	3.54
利润总额	1274	1677	2112	2614	营运能力				
所得税	134	194	241	292	应收账款周转率	2.82	2.98	2.88	2.89
净利润	1141	1483	1870	2323	存货周转率	3.69	3.78	3.88	3.77
归母净利润	1021	1303	1652	2057	总资产周转率	0.52	0.58	0.61	0.64
每股收益(元)	1.27	1.62	2.05	2.55	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.27	1.62	2.05	2.55
货币资金	350	3502	6647	10110	每股净资产	8.41	9.85	11.68	13.96
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2502	3311	4007	4738	PE	43.93	34.42	27.16	21.81
预付款项	34	41	44	58	PB	6.62	5.65	4.76	3.98
存货	1322	1489	1844	2250	现金流量表				
流动资产合计	5274	9633	14018	18902	净利润	1141	1483	1870	2323
固定资产	6276	4285	2284	274	折旧和摊销	624	2171	2180	2178
在建工程	504	504	504	504	营运资本变动	-183	-696	-628	-718
无形资产	485	418	350	283	其他	117	30	-2	-4
非流动资产合计	8020	5966	3887	1809	经营活动现金流净额	1699	2989	3420	3778
资产总计	13294	15600	17905	20711	资本开支	-728	-97	-100	-99
短期借款	500	500	500	500	其他	6	-10	11	14
应付票据及应付账款	1087	1313	1599	1926	投资活动现金流净额	-723	-107	-88	-86
其他流动负债	1808	2215	2539	2914	股权融资	28	0	0	0
流动负债合计	3396	4028	4638	5340	债务融资	-147	458	0	0
其他	2475	2806	2806	2806	其他	-800	-186	-186	-229
非流动负债合计	2475	2806	2806	2806	筹资活动现金流净额	-920	272	-186	-229
负债合计	5870	6833	7444	8146	现金及现金等价物净增加额	61	3152	3146	3463
股本	806	806	806	806					
资本公积金	1779	1779	1779	1779					
未分配利润	4240	5207	6435	7965					
少数股东权益	643	823	1042	1307					
其他	-46	150	398	707					
所有者权益合计	7423	8766	10461	12564					
负债和所有者权益总计	13294	15600	17905	20711					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048