仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

顺络电子（002138）

AI 算力浪潮下的电感龙头，服务器与光模块打开成长天花板

2026 年 10 月 20 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,897	6,745	8,342	10,293	12,662
同比（%）	16.99	14.39	23.67	23.39	23.02
归母净利润（百万元）	832.08	1,021.02	1,256.09	1,662.17	2,119.27
同比（%）	29.91	22.71	23.02	32.33	27.50
EPS-最新摊薄（元/股）	1.03	1.27	1.56	2.06	2.63
P/E（现价&最新摊薄）	38.82	31.64	25.72	19.43	15.24

证券分析师 陈海进
执业证书：S0600525020001
chenhj@dwzq.com.cn
证券分析师 解承堯
执业证书：S0600526070002
xiechy@dwzq.com.cn
研究助理 闫春旭
执业证书：S0600126070030
yanchx@dwzq.com.cn

投资要点

- **顺络电子：深耕被动元件赛道，国内电感行业领军者。**深圳顺络电子股份有限公司成立于 2000 年，2007 年上市，是专业从事各类片式电子元器件研发、生产和销售的高新技术企业。公司产品包括磁性器件、微波器件、敏感器件、精密陶瓷四大产业，广泛运用于通讯、消费类电子、计算机、汽车电子、新能源、网通和工业电子等领域。

- **被动元件是电子产业的基础支撑，被称为“工业大米”。**被动元件无需外部电源即可工作，是保障信号传输、能量管理与电路稳定的基础，被称为“工业大米”，主要包括电容器、电感器、电阻器及滤波器、变压器等。电容器以 MLCC、铝电解、钽电容等为代表，占市场最大份额；电感器主打磁能存储、滤波、谐振、抗 EMI，广泛用于车载电源、数据中心、工业控制；电阻器用于限流分压等。电感按工艺可分为插装和片式，片式又包括绕线、叠层、薄膜、编织型。QYResearch 预测，全球电感元件市场规模有望从 2023 年 585.69 亿元增至 2032 年 1321.53 亿元。钽电容具备体积小、容量密度高、漏电流低、温度稳定性好等特点，根据华经产业研究院数据,全球市场规模预计从 2024 年 24 亿美元增至 2031 年 36 亿美元。全球钽电容市场竞争格局高度集中，KEMET 和 AVX 份额领先，国内厂商布局有望推动国产替代。

- **顺络电子面向 AI 服务器供电和光模块提供多类高性能元器件，TLVR、铜磁共烧、钽电容及光模块产品矩阵有望打开成长空间。**顺络电子面向 AI 服务器 xPU 供电场景推出系列高性能电感和电容解决方案，覆盖 VRM、TLVR、多相、耦合等应用。TLVR 通过耦合电感提升多相电源动态响应，具有瞬态响应快、降低输出电容需求、优化效率与频率等优势。公司 TLVR 产品已完成多次迭代，组装式电感大批量量产，模压类产品支持单相至 5 相，部分产品可 Pin to Pin，并已导入芯片端参考设计、电源模块厂商及终端服务器厂商。公司铜磁共烧 HTF 系列厚度低至 1mm，具备高饱和电流、低 DCR、低损耗及可定制优势。聚合物钽电容高温与电压稳定性好，公司新结构无引线框产品同体积容量更高，适配 AI 服务器及加速卡小型化、薄型化需求。光模块方面，公司覆盖功率电感、高频/抗硫化磁珠、板载 NTC、HTCC 管壳/陶瓷基板，针对 800G 及 1.6T 平台推出成熟可量产配套产品。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2026-2028 年营业收入 83.4/102.9/126.6 亿元，增速分别为 23.7%/23.4%/23.0%，归母净利润 12.6/16.6/21.2 亿元，同比增速分别为 23.0%/32.3%/27.5%。考虑到公司作为国内电感龙头，具备从磁性材料到电感器件的垂直一体化能力，在 TLVR 电感、钽电容等领域拥有较强竞争力，首次覆盖给予"买入"评级。

- **风险提示：**下游需求波动风险，原材料价格波动风险，竞争格局恶化风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.06
一年最低/最高价	32.01/79.72
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(百万元)	30,699.77
总市值(百万元)	32,301.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.14
资产负债率(%,LF)	49.06
总股本(百万股)	806.32
流通 A 股(百万股)	766.34

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 顺络电子：深耕被动元件赛道，AI 打开成长天花板 4
1.1. 深耕被动元件赛道二十年，国内电感领军者 4
1.2. 公司股权架构稳定，经营管理完善 5
1.3. 公司营收稳健增长，研发投入持续提升 6
2. 被动元件：工业电子的“大米” 7
3. AI 持续赋能，服务器/光模块打开公司成长空间 13
4. 盈利预测与投资建议 18
4.1. 盈利预测 18
4.2. 投资建议 19
5. 风险提示 20

图表目录

图 1: 顺络电子发展历史沿革.....4
图 2: 顺络电子股权架构图（截至 2026 年 9 月 28 日）.....5
图 3: 公司营收及增速情况（2021-2026H1）.....6
图 4: 公司归母净利润及增速情况（2021-2026H1）.....6
图 5: 公司收入结构（2023-2026H1）.....6
图 6: 公司销售毛利率及销售净利率（2021-2026H1）.....6
图 7: 公司三费费率情况（2021-2026H1）.....7
图 8: 公司研发费用及增速情况（2021-2026H1）.....7
图 9: 电感的种类及发展趋势.....8
图 10: 片式电感与传统插装电感性能对比.....10
图 11: 电感器件产业链.....10
图 12: 全球电感元件市场规模（2023-2032E）.....11
图 13: 钽电容产业链.....12
图 14: 全球钽电容市场规模（2024-2031E）.....13
图 15: 顺络电子 AI 服务器相关产品布局.....14
图 16: 顺络电子 TLVR 供电方案电感规格参数表.....15
图 17: 多相共烧功率电感 HTF-MP 系列产品.....15
图 18: 公司新型无引线框钽电容产品参数.....16
图 19: 光模块应用框架.....16
图 20: 顺络电子高速光模块激光驱动器推荐的超高频磁珠规格.....17
图 21: 公司光模块管壳产品类型.....17
图 22: 公司 Al2O3/AlN 多层布线陶瓷基板.....18
图 23: 可比公司估值表（截至 2026 年 10 月 20 日）.....20

表 1: 顺络电子主要产品情况.....5
表 2: 被动元件分类.....8
表 3: 电容器分类及应用.....11
表 4: TLVR 方案的关键优势.....14
表 5: 公司分产品预测（2025-2028E）.....19

1. 顺络电子：深耕被动元件赛道，AI 打开成长天花板

1.1. 深耕被动元件赛道二十年，国内电感领军者

深圳顺络电子股份有限公司成立于 2000 年，2007 年上市， 是专业从事各类片式电子元器件研发、生产和销售的高新技术企业。公司产品包括磁性器件、微波器件、敏感器件、精密陶瓷四大产业，广泛运用于通讯、消费类电子、 计算机、汽车电子、新能源、网通和工业电子等领域。

图1：顺络电子发展历史沿革



数据来源：顺络电子官网，东吴证券研究所

顺络电子产品组合按应用领域可分为信号处理、电源管理、汽车电子或储能专用元件、陶瓷及 PCB 等四大板块。其中，信号处理领域涵盖精密信号类电感、滤波器、天线、耦合器、传感器、功分器、巴伦及 NFC 天线等；电源管理领域包括精密绕线功率型电感、高可靠性精密功率电感、一体成型功率电感、AI 服务器专用精密功率电感，以及开关电源平面变压器、开关电源变压器、通讯变压器、聚合物钽电容、锰氧钽电容等；汽车电子或储能专用元件包含专为汽车电子开发的小信号类变压器、大功率变压器、磁环、精密电感、车用陶瓷件，以及新能源光伏、储能应用领域的各类元件和陶瓷件；陶瓷及 PCB 等板块则覆盖模块模组、氧化锆陶瓷产品、陶瓷基板、陶瓷精密备件、HDI 线路板、多层线路板及非车载用无线充电线圈等。

表1：顺络电子主要产品情况

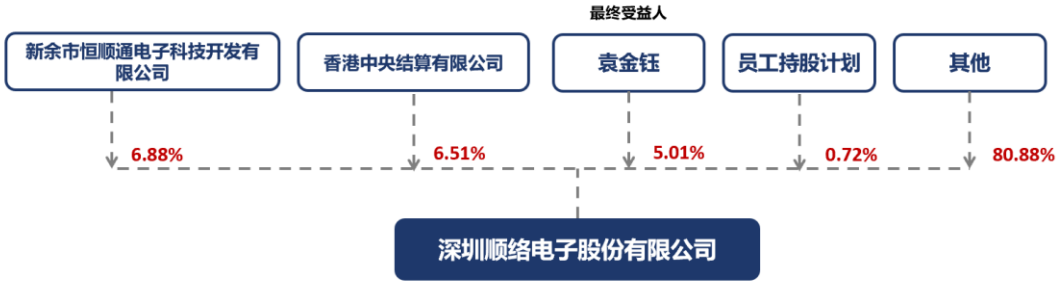
应用领域	产品组合
信号处理	精密信号类电感、滤波器、天线、耦合器、传感器、功分器、巴伦、NFC 天线等
电源管理	精密绕线功率型电感、高可靠性精密功率电感、一体成型功率电感、AI 服务器专用精密功率电感、开关电源平面变压器、开关电源变压器、通讯变压器、聚合物钽电容、锰氧钽电容等
汽车电子或储能专用元件	1、专为汽车电子开发的小信号类变压器、大功率变压器、磁环、精密电感、车用陶瓷件等； 2、新能源产业涉及到光伏、储能等应用领域专门开发的各类元件、陶瓷件等。
陶瓷、模块模组、传感、PCB 及其他	模块模组、氧化锆陶瓷产品、陶瓷基板、陶瓷精密备件、HDI 线路板、多层线路板、非车载用的无线充电线圈等

数据来源：顺络电子 2026 年半年报，东吴证券研究所

1.2. 公司股权架构稳定，经营管理完善

股权结构方面，顺络电子股权较为分散，无实际控制人。截至 2026 年 9 月 28 日，新余市恒顺通电子科技开发有限公司持股 6.88%，为公司第一大股东；香港中央结算有限公司持股 6.51%；最终受益人袁金钰直接持股 5.01%；员工持股计划持股 0.72%；其他股东合计持股 80.88%。整体看，公司通过员工持股平台绑定核心团队，治理结构相对稳定，有利于长期战略推进。

图2：顺络电子股权架构图（截至 2026 年 9 月 28 日）

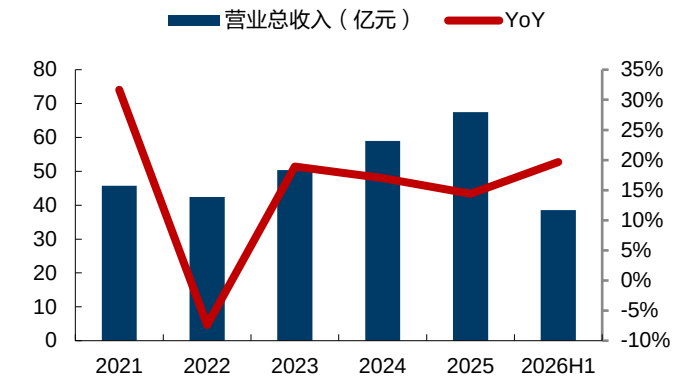


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司营收稳健增长，研发投入持续提升

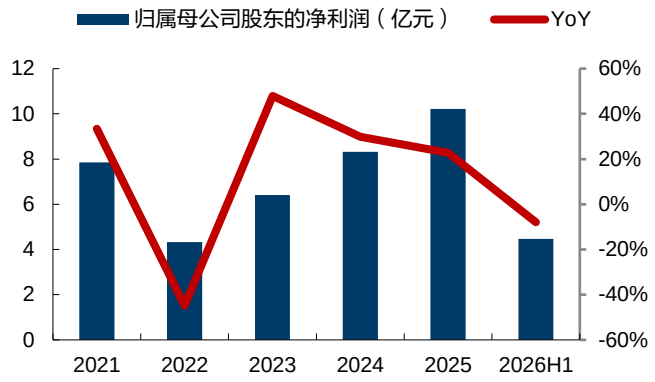
公司营收及归母净利润整体呈稳健增长态势。收入端，2021-2025 年公司营业总收入由 46 亿元增至 67 亿元，年复合增长率达 10%，整体增速较为稳健。利润端，公司 2022 年利润承压，主要在于消费与通讯市场需求疲软，叠加前期扩产带来的固定成本压力。2022-2025 年，公司归母净利润由 4 亿元增至 10 亿元，年复合增长率高达 33%。2026H1 公司实现营收 39 亿元，同比增长 20%；实现归母净利润 4 亿元，同比下降 8%，利润端短期承压主要因为上游金属原材料价格上涨。

图3：公司营收及增速情况（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

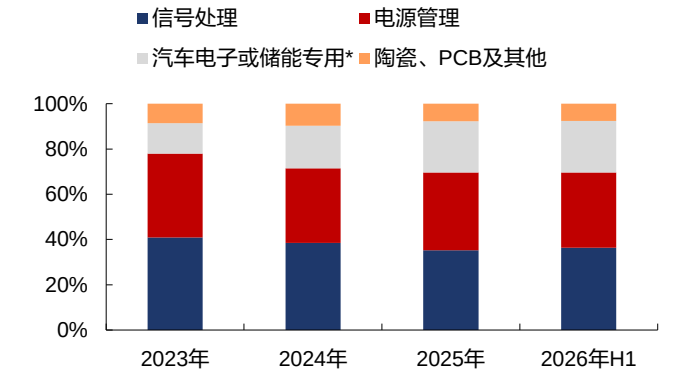
图4：公司归母净利润及增速情况（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

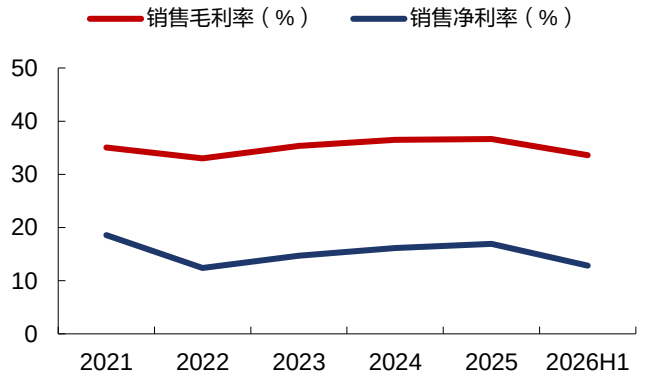
从收入结构看，信号处理、电源管理为公司两大主力业务，2026H1 营收占比分别为 36%、33%。从盈利能力看，2021-2025 年，公司毛利率整体保持稳健，在 33%-37%区间小幅波动。净利率波动大于毛利率，2022 年受行业需求疲软等因素影响，净利率由 19%大幅回落至 12%，为近年低点；此后逐年修复，2023-2025 年由 15%回升至 17%，盈利质量改善趋势明确。2026H1 公司毛利率、净利率分别为 34%和 13%，较 2025 年全年水平均有所回落，短期盈利能力受原材料价格上涨影响仍面临一定压力。

图5：公司收入结构（2023-2026H1）



数据来源：顺络电子 2026 年半年报，东吴证券研究所

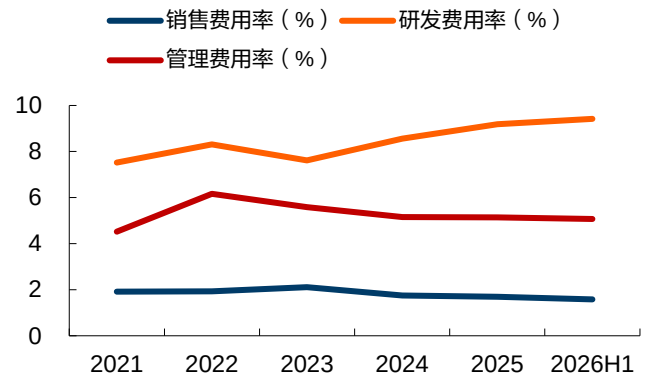
图6：公司销售毛利率及销售净利率（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

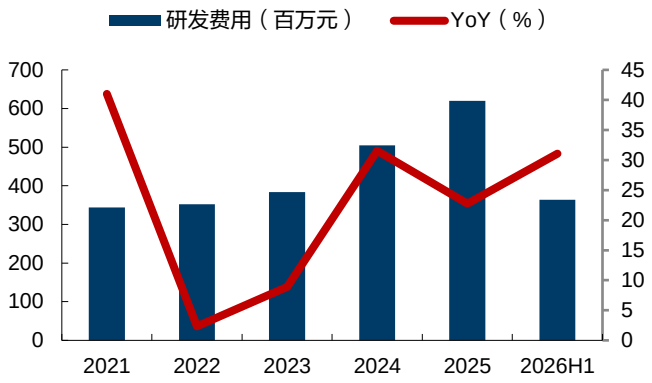
公司费用管控整体稳健，销售费用率长期维持在较低水平并小幅下行至 1.6%左右，管理费用率在经历阶段性抬升后亦回落至 5.1%，彰显内部管理效率持续优化。研发端则保持战略性强投入，研发费用从 2021 年的 3.4 亿元逐年攀升至 2025 年的 6.2 亿元，研发费用率同步由 7.5%提升至 9.4%。整体看，公司兼顾短期费用控制与长期技术积累，费用结构正向研发驱动型倾斜，为后续产品升级与市场拓展奠定坚实基础。

图7：公司三费费率情况（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：公司研发费用及增速情况（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 被动元件：工业电子的“大米”

被动元器件（无源元件）是无需外部电源即可工作，依靠电场、磁场、电阻效应等物理特性实现电流/电压调节、储能、滤波、阻抗匹配等功能的电子元件，无法对信号进行放大或能量增益，与主动元件（如晶体管、IC）共同构成电子设备的基础，被誉为“工业大米”。其核心价值在于保障信号传输、能量管理与电路稳定，是电子产业安全与供应链自主可控的关键支撑。被动元器件核心分为电容器、电感器、电阻器三大类及滤波器、变压器等其他品类，其中电容器以 MLCC、铝电解等为代表，承担储能、滤波等功能，占市场最大份额；电感器包含功率电感、叠层电感等，主打磁能存储、EMI 抑制，适配车载电源等场景；电阻器有金属膜、绕线等类型，核心作用是限流分压，满足不同功率与精度需求，其他品类则聚焦射频匹配、频率控制等专项功能，各类元件共同支撑电子电路的信号调节、能量管理与稳定运行。

仅供内部参考，请勿外传

表2：被动元件分类

类别	核心功能	主流类型	典型应用
电容器	储能、滤波、去耦、耦合	MLCC、铝电解、钽电容、薄膜电容	5G 手机、新能源汽车 BMS、AI 服务器
电感器	储能磁能、滤波、谐振、抗 EMI	功率电感、叠层电感、绕线电感、磁珠	车载电源、数据中心、工业控制
电阻器	限流、分压、分流、发热	金属膜、碳膜、绕线、贴片电阻	消费电子、仪器仪表、电源电路
其他	射频匹配、能量转换、频率控制	滤波器、变压器、晶振、热敏 / 压敏电阻	通信基站、汽车电子、安防设备

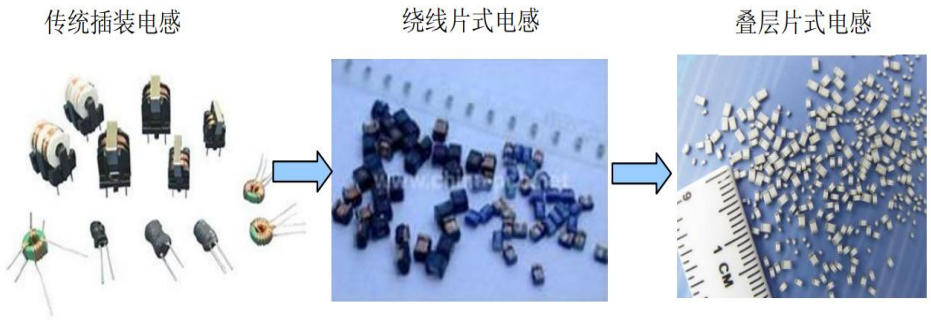
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

电感按工艺分，电感器可分为插装电感器、片式电感器两大类，其中片式电感还分为叠层片式电感、绕线片式电感、薄膜片式电感、编织型电感;按材料分为磁性电感和非磁性电感;按功能分为射频电感和功率电感。

- **传统插装电感：**

主要采用绕线工艺，即电流在磁芯上绕制的铜线中流动，例如环状电感、空心线圈等，其特点是电感量范围广、电感量精度高、损耗小、功率大、制作工艺简单、生产周期短、原材料供应充足，但存在生产自动化程度低、生产成本高，难以小型化等缺点。

图9：电感的种类及发展趋势



数据来源：麦捷科技招股说明书，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **片式电感：**

根据性能和用途，片式电感可以分为片式普通电感和片式功率电感。片式功率电感的核心特点是耐受电流大、直流电阻小、适合电池供电的直流转直流电源模块，但生产用料更多、内部电路更复杂、单位成本更高；片式普通电感则更广泛应用于各类电子产品电路，单位成本相对更低。

根据制造工艺的不同，片式电感可以分为绕线型片式电感、叠层片式电感、编织型片式电感和薄膜片式电感。

绕线片式电感：绕线片式电感沿用传统插装电感元件的结构模式，将细的导线绕在软磁铁氧体磁芯上，然后将磁芯固定于基座并引出钩形短引线，再用树脂封固而成。绕线片式电感的特点是电感量范围广、精度高，功率高，损耗小，制作工艺简单、继承性强，特别是以陶瓷为芯的绕线片式电感在高频率下能够保持稳定的高精度电感量和较高的 Q 值，因而在高频回路中占据一席之地。缺点是制造成本较高，并且受绕线工艺的限制，其在进一步小型化方面受到限制。

叠层片式电感：叠层片式电感制造采用新型的电子材料及厚膜技术，将材料制成厚度约 10 微米～30 微米的薄膜，然后在薄膜上印制线圈图案，经交替印刷、叠层后形成一条螺旋式线圈，最后采用低温陶瓷共烧技术工艺对产品进行烧结，形成具有独石结构的叠层片式电感。电感工作时，电流是在印刷出来的导体材料（银、铜等）中流动，这有异于传统意义上的电感。**与绕线片式电感相比，叠层片式电感具有显著的优势，主要体现为：1）**成本低、尺寸小，有利于电路的小型化；**2）**磁路封闭，具有良好的磁屏蔽性、不会干扰周围的元器件，也不会受临近元器件的干扰，有利于元器件的高密度安装；**3）**一体化独石结构，烧结密度高、机械强度好、可靠性高；**4）**耐热性、可焊性好；**5）**形状规则、整齐，适合于自动化表面安装生产等。叠层片式电感的不足之处是制作工艺复杂、生产周期长、功率较小、高感值的制作难度大，因此在高频、大功率领域，绕线片式电感仍占据一定的市场份额。

薄膜片式电感：采用光刻腐蚀工艺，其内电极集中于同一层面，磁场分布集中，能确保装贴后的器件参数变化不大，在 100MHz 以上呈现良好的频率特性，具有在微波频段保持高 Q、高精度、高稳定性和小体积的特性。薄膜片式电感的优点是产品一致性高，性能参数好，但由于其制造采用光刻腐蚀的工艺，设备投资大，因而制作成本昂贵，只应用在一些尖端领域，目前只有少数日本厂商从事薄膜片式电感的研发生产。

编织型片式电感：以条状磁芯为经线，以导体作纬线编织起来的一种片式电感，该种电感理论上具备体积小、在 1MHz 下的单位体积电感量比其它片式电感大等特点。但由于该种工艺过于复杂、批量化生产存在困难，该种工艺在行业中实际应用很少。

图10：片式电感与传统插装电感性能对比

产品类别		性能特征		市场规模及生产规模化程度
		体积	成本	
传统插装式电感		大	高	难以大规模生产，且市场需求逐步萎缩
片式电感	绕线片式电感	中等	中等	进一步小型化、大规模化生产受限，市场规模大
	叠层片式电感	小	低	小型化程度高，大规模生产，市场规模巨大

数据来源：麦捷科技招股说明书，东吴证券研究所

电感器件产业链上游主要为电感材料、导电材料、封装材料和生产设备，其中电感材料包括铁氧体粉、介电陶瓷粉、磁芯和瓷芯，导电材料包括银浆、铜杆等;电感器件中游主要为电感器件的生产，从外形区分包括叠层片式电感器、绕线片式电感器和插式电感器，从功能区分包括功率电感、共模电感和射频电感;电感器件的下游主要为各个电子领域，包括通讯、消费电子、工业电子、汽车电子等。

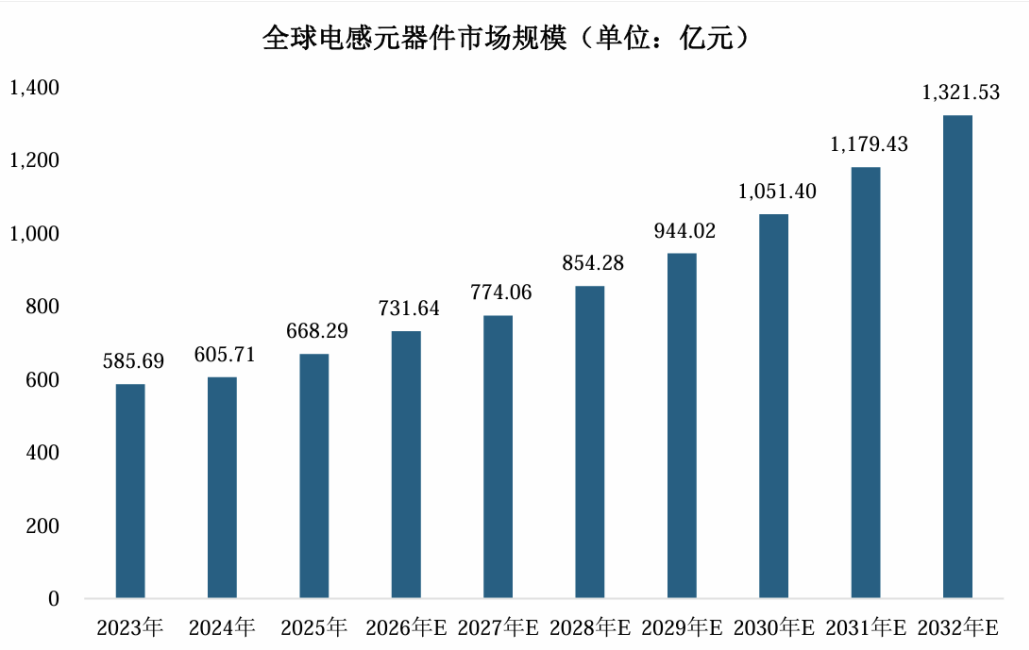
图11：电感器件产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

根据 QYResearch 数据，2025 年电感行业整体规模达 668.29 亿元并将在 2032 年达到 1,321.53 亿元，2025 年至 2032 年复合增长率约为 10.23%，电感行业市场规模较大且未来将保持良好增长趋势。

图12：全球电感元件市场规模（2023-2032E）



数据来源：QYResearch，东吴证券研究所

注：美元兑人民币汇率按 1:7 估算。

电容器的主要作用为电荷储存、交流滤波或者旁路、切断或阻止直流电压、提供调谐及振荡等，广泛应用于电路中的隔直通交、耦合、旁路、滤波、调谐回路、能量转换、控制等方面。电容器是重要的电子元件之一，根据材质不同可以分为钽电容器、铝电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器。钽电容器性质卓越，具有长寿命、高容量、体积小、可靠性高等特点，可适用于滤波、储能等电路，大量用于军工电子设备，具有铝电容、薄膜电容、陶瓷电容无可替代的优势。

表3：电容器分类及应用

类别	优点	缺点	主要应用范围
钽电容器	适宜贮存、寿命长、体积小容量大、漏电流小、可靠性高	钽为资源性材料，生产量小，单价较高；有极性	可适用于储能、滤波等电路，大量用于军工电子设备
铝电容器	电容量大、成本低、电压范围大	易受温度影响、高频特性差、等效串联电阻大、漏电流和介质损耗较大、有极性	适用于大容量、中低频率电路

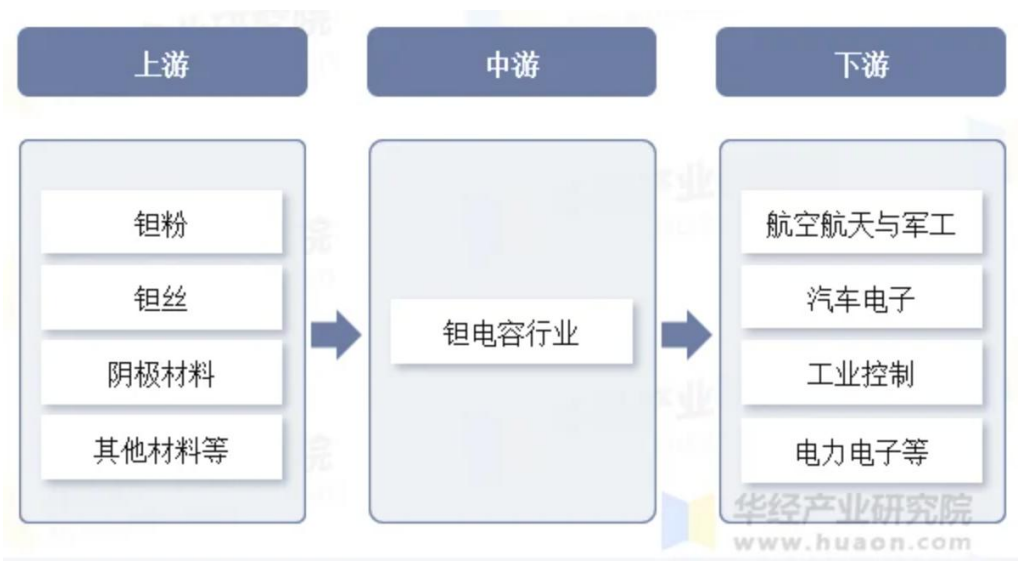
表3：电容器分类及应用

类别	优点	缺点	主要应用范围
陶瓷电容器	体积小、介质损耗小、相对价格较低、高频特性好、电压范围大	电容量小、受震动会引起容量变化、易碎	高频旁路，噪声旁路，电源滤波，振荡电路
薄膜电容器	损耗低、阻抗低、耐压能力强，高频特性好	耐热能力差，体积大难以小型化	滤波器，积分、振荡、定时、储能电路

数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

钽电容是一类以钽金属为阳极核心的电解电容，其核心结构由钽粉压制烧结的芯块阳极、氧化钽薄膜介质及二氧化锰固体阴极构成，具备体积小巧、容量密度高、漏电流低及温度稳定性优异的优势，封装形式以贴片和引线式为主。从产业链结构看，钽电容上游主要包括钽粉、钽丝、阴极材料及其他辅材，其中阴极材料涵盖二氧化锰与导电高分子聚合物，其他辅材涉及外壳、环氧树脂、引线框架等；中游为钽电容的制造与封装环节。凭借高可靠性、高稳定性、宽温幅及长寿命等特性，钽电容广泛应用于性能要求严苛的领域，主要包括航空航天与军工、汽车电子、工业控制、电力电子等。

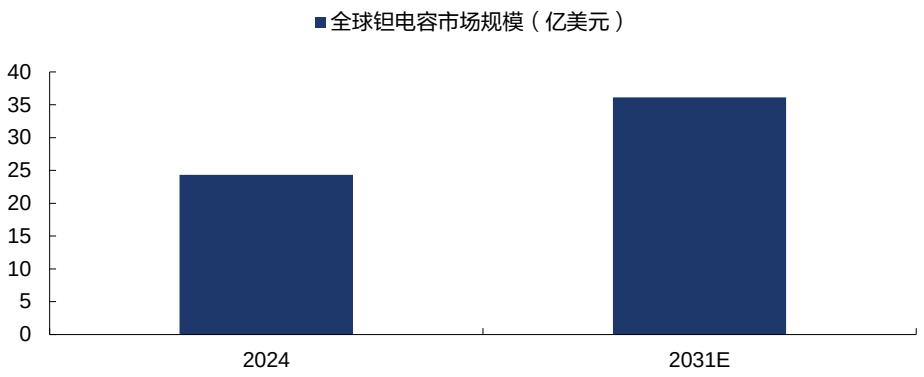
图13：钽电容产业链



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

全球钽电容市场稳健增长。根据华经产业研究院数据，2024 年全球钽电容市场规模为 24.32 亿美元，预计到 2031 年全球钽电容市场规模进一步增长至 36.12 亿美元，2024-2031 年 CAGR 为 5.8%。

图14：全球钽电容市场规模（2024-2031E）



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

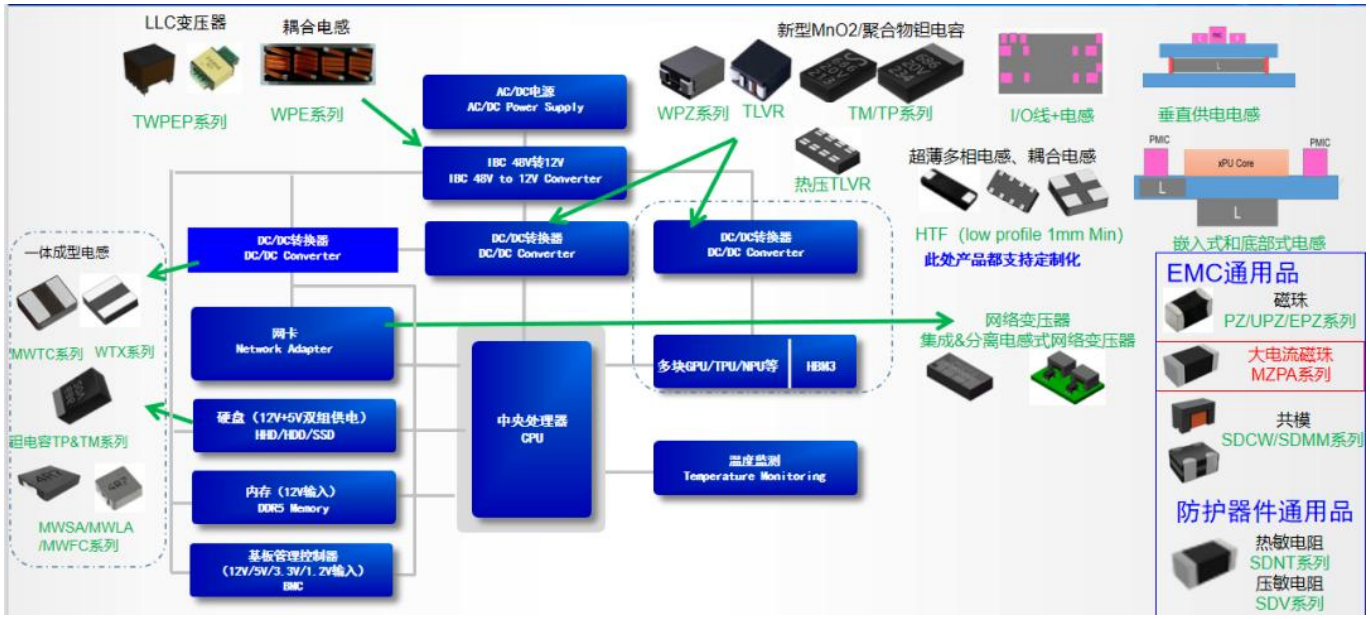
全球钽电容竞争格局高度集中，2024 年 KEMET（国巨旗下）以约 46%份额居首，AVX 以约 26%次之。头部厂商产品线覆盖消费级至军工级，掌握核心技术与关键专利，在高分子聚合物钽电容等高端领域优势突出，并拥有全球化产销网络与领先品牌影响力。我国厂商顺络电子、宏达电子、风华高科等亦围绕钽电容进行产品布局，钽电容国产替代进程有望加速。

3. AI 持续赋能，服务器/光模块打开公司成长空间

顺络电子依托多年技术积累，面向 AI 服务器 xPU 供电场景，推出了系列高性能电感和电容解决方案，以协助客户应对高效能计算带来的电源挑战。该系列方案涵盖组装式技术平台、铜磁共烧平台、冷热压平台及超低压模塑平台，可完整覆盖 VRM、TLVR、多相、耦合等多种应用场景。

仅供内部参考，请勿外传

图15：顺络电子 AI 服务器相关产品布局



数据来源：顺络电子官方公众号，东吴证券研究所

TLVR（Trans-Inductor Voltage Regulator）是一种通过耦合电感提升多相电源动态响应的技术，其核心在于利用变压器结构的电感，进行彼此耦合互联的多相电路替代传统分立式多相电路（VRM 模式）。TLVR 最初是主要用于 CPU 供电的高效电压调节技术，通过多相并联架构实现低纹波、高动态响应的电流输出。后面随着 AI 芯片算力密度呈指数级增长，TLVR 因其毫秒级负载响应能力和高转换效率，被逐步引入 GPU/ASIC 的供电设计。相较于传统 VRM 模式而言，TLVR 具有瞬态响应极快、输出电容需求更低、效率与频率更优的优势。

表4：TLVR 方案的关键优势

优势	详情
瞬态响应极快	尤其适合瞬时大电流需求（如 1000A/μs）。通过耦合电感与补偿电感串联，实现相位间电流共享，响应速度比传统 VRM 方案快 3-5 倍，可稳定处理负载跳变，电压波动控制大幅提升。
降低输出电容需求	减少后端电容数量，由于瞬态响应的改善，降低对稳压电容需求，从而可以节省 30%-50%电容成本，使占板面积减少，适配高密度服务器布局。
效率与频率优化	在相同瞬态性能下，TLVR 无需以提升工作频率方式来加快各相位导通，故此允许降低开关频率（如从 1MHz 降至 500kHz），从而减少开关损耗、提升转换效率。

数据来源：顺络电子官方公众号，东吴证券研究所

顺络电子在 TLVR 产品上已完成多次技术迭代，在转换效率、尺寸及 DCR 等关键

请务必阅读正文之后的免责声明部分

指标上具备较多优势。从产品布局来看：其一，公司拥有面向服务器市场大批量量产的组装式电感，覆盖 0906、1205、1206 等尺寸；其二，具备可定制化的新型高效率模压类 TLVR 产品，支持单相、2 相、3 相、4 相及 5 相；其三，拥有与 TLVR 电感 WPZ0906AS2 Pin to Pin 的单线圈产品 WPZ0906AS1，可同时满足 VRM 与 TLVR 在同一基板上的需求；其四，TLVR 电感 WPZ1206CS2 与 WPZ1205CS2 系列产品之间可实现彼此 Pin to Pin；其五，公司 TLVR 产品已在众多芯片端参考设计、电源模块厂商及终端服务器厂商中实现导入。

图16：顺络电子 TLVR 供电方案电感规格参数表

	P/N	OCL (nH)	DCR (mΩ)	Isat(A) @25℃	Isat(A) @100℃	Irms (A)
	WPZ1206CB2R12LT	120nH±15%	0.125±10%	108	93	75
	WPZ1206BS2R12LT	120nH±15%	0.143Max. (0.13Typ.)	94	83	78
	WPZ0906AS2R10LT	100nH±15%	0.125±10%	92	82	75
	WPZ1206CF2R12LT	120nH±15%	0.125Max. (0.11Typ.)	92	82	84
补偿	WPZ0606AF1R10KT	100±10%	0.17±10%	85	70	70
电感	WPZ0707BB1R10KT	100±10%	0.145±10%	93	79	76

数据来源：顺络电子官方公众号，东吴证券研究所

铜磁共烧电感属于一体成型电感的一种，将铜线圈和磁性材料在高温下共同烧结成型，可以使铜线圈与磁体之间形成良好的结合，提高电感的性能和可靠性，同时也有助于实现电感的小型化和集成化。公司 HTF 系列电感采用独有的铜磁共烧技术，具有高性能表现：厚度低至 1mm、高饱和电流、低 DCR、低损耗等；结构上可实现单相、多相等不同结构；可定制化程度高，支持灵活多样的布板形式，可支持 I/O 线集成在电感上、垂直供电、嵌入式和埋感式、背面贴装等多种结构。

图17：多相共烧功率电感 HTF-MP 系列产品



数据来源：顺络电子官网，东吴证券研究所

聚合物钽电容具备优异的高温稳定性与电压稳定性，高度契合服务器等高可靠应用场景。顺络电子新结构钽电容相较传统引线框结构，在相同体积下容量更高，有助于保障 PDN 电压稳定性并减少电容用量、优化空间布局；在相同容量与电压下，其体积更小、高度更低，精准适配 AI 服务器及加速卡小型化、薄型化需求，系统级竞争优势显著。

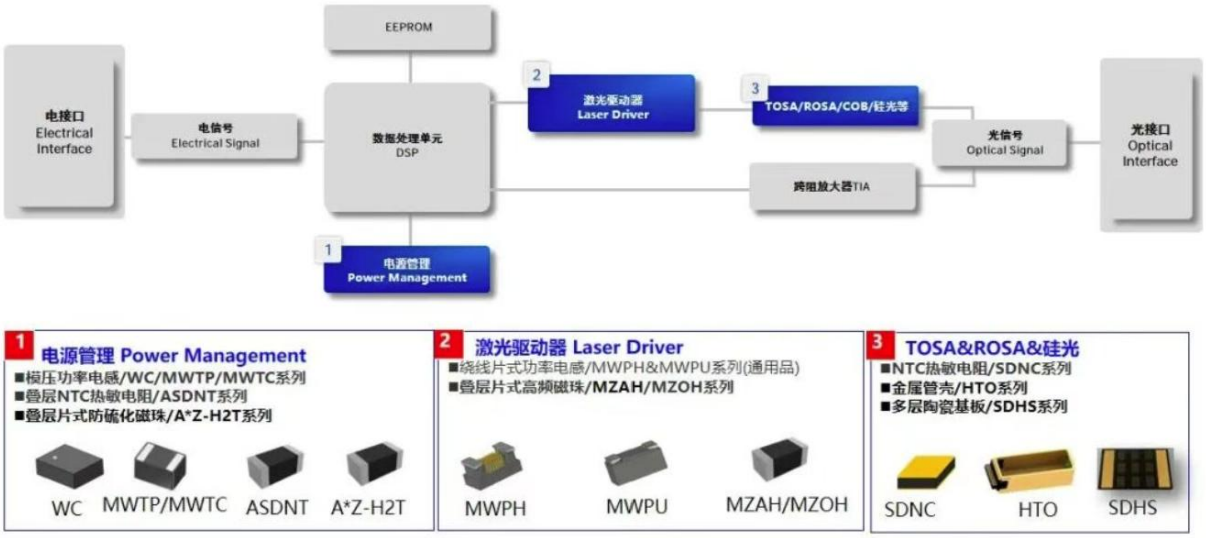
图18：公司新型无引线框钽电容产品参数

型号	额定电压(V)	额定电容(μF)	漏电流(μA) Max. +25℃	损耗(%) Max. +25℃, 120Hz	ESR(mΩ) Max. +25℃, 100kHz	纹波电流(mArms) +45℃, 100 kHz
TP686D20M025B070	25	68	170	10	70	1634
TP226B20M020B090	20	22	44	10	90	1188
TP107D20M016B050	16	100	160	10	50	1934

数据来源：顺络电子官方公众号，东吴证券研究所

顺络电子从 10G 开始就在光模块市场耕耘，已构建起覆盖功率电感、高频/抗硫化磁珠、板载式 NTC 热敏电阻及 HTCC 管壳/陶瓷基板的光模块一站式元器件矩阵。针对 800G 及 1.6T 主流迭代平台，顺络均已推出成熟、可量产的配套产品，以“材料+设计+工艺+测试”的全链条能力，成为 AI 数据中心高速互联国产化替代的中坚力量。

图19：光模块应用框架



数据来源：顺络电子官方公众号，东吴证券研究所

在激光驱动器模块，顺络电子不仅可提供用于隔离低频信号的铁氧体电感产品，还针对中高频信号隔离场景，推出了超高频磁珠解决方案，能够充分适配高速光模块的应用需求。公司通过采用纳米级高致密铁氧体材料，磁珠基体的致密性显著提升，可有效阻隔外部硫化物渗入，从根源上增强了抗硫化能力。同时，优化了端电极成型工艺，采用沾银+电镀 Cu/Ni/Sn 技术，杜绝了在高温高湿或长期负载条件下银离子沿电极迁移引发短路的隐患。两项技术协同作用，使磁珠在含硫、高温、高湿等严苛环境下仍能保持稳定的阻抗特性，极大提升了光模块等应用场景的长期可靠性。

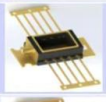
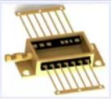
图20：顺络电子高速光模块激光驱动器推荐的超高频磁珠规格

料号	电性规格				
	Imdedance @100MHz	Imdedance @700MHz	3db带宽	DCR(Ω)	Ir(mA) Max.
MZAH0603D901TF	900±40%	1500±50%	20MHz~37.4GHz	2.3	100
MZOH0603G400TF	40±40%	/	20MHz~50GHz	1.6	150

数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

HTCC 光模块管壳产品依托高热导率材料（如 WCu10 等高热导率热沉），可高效满足器件散热需求；同时具备优异的气密性，能为敏感芯片提供可靠的环境防护，隔绝外界干扰；凭借陶瓷材料介电常数可控的特性，其射频性能表现突出，可适配不同速率光模块的管壳应用要求，整体在散热、防护与射频性能上均具备显著优势。

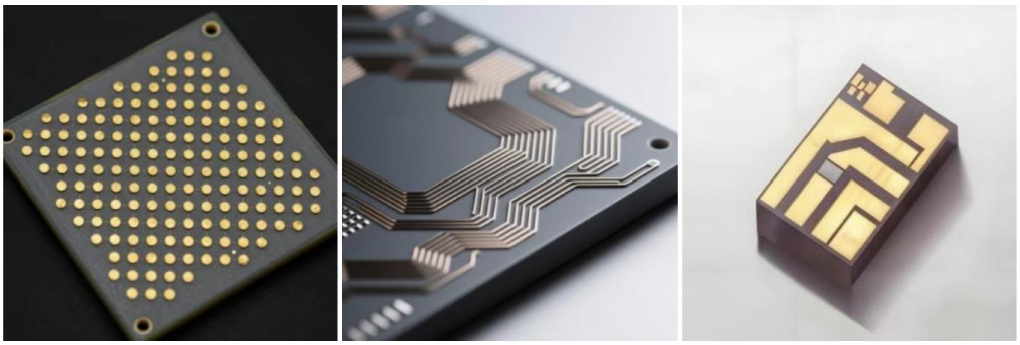
图21：公司光模块管壳产品类型

Structure	Type	Features	Impedance (Ω)	S21 (dB)	S11 (dB)	Size (mm)
	10G TOSA	9Pin MINI Package	Single-end 50±10%	≥-3dB@15GHz	≤-10dB@15GHz	9.5 x 5.7 x 5.2
	25G TOSA	9Pin MINI Package	Single-end 50±10%	≥-3dB@25GHz	≤-10dB@25GHz	9.5 x 5.7 x 5.2
	100G TOSA	4X25G CWDM Package	Diff 100±10%	≥-3dB@40GHz	≤-10dB@40GHz	17.35 x 6.7 x 5.4
	400G TOSA	4X100G CWDM Package	Single-end 50±10%	≥-3dB@55GHz	≤-10dB@55GHz	18.4 x 6.7 x 5.7
	10Pin butterfly	Special Ceramic Structure	/	/	/	24 x 10 x 4.6
	14Pin butterfly	Higher heat dissipation capacity	/	/	/	30 x 15.7 x 7.7

数据来源：顺络电子官方公众号，东吴证券研究所

顺络电子提供多种定制化陶瓷基板方案，材质可选氧化铝与氮化铝，依托高强度、高散热的多层陶瓷结构，实现器件小型化与高效散热，同时结合薄膜技术实现高精度图案化，满足高集成度应用需求。

图22：公司 Al2O3/AlN 多层布线陶瓷基板



数据来源：顺络电子官方公众号，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

考虑到 2026 下半年公司成本端持续改善以及汽车电子业务放量，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 83/103/127 亿元，增速分别为 24%/23%/23%，综合毛利率分别为 36%/36%/37%。分业务假设如下：

信号处理业务：受益于高频通信及消费电子需求稳健，精密电感、滤波器等产品持续渗透，预计 2026-2028 年收入分别为 26/28/30 亿元，同比增长 10%/9%/7%。

电源管理业务：受益于 AI 服务器需求爆发及 TLVR 电感加速放量，高功率密度产品结构持续优化，预计 2026-2028 年收入分别为 30/39/49 亿元，同比增长 30%/29%/27%。

汽车电子或储能专用业务：依托车规级产品认证突破及新能源储能市场高景气，公司汽车电子产品迎高速放量，预计 2026-2028 年收入分别为 21/29/40 亿元，同比增长 40%/38%/36%。

陶瓷、PCB 及其他业务：模块模组、陶瓷基板及精密备件保持稳定增长，预计 2026-2028 年收入分别为 6/6/7 亿元，同比增长 10%/10%/10%。

表5：公司分产品预测（2025-2028E）

	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入（亿元）	67	83	103	127
YoY	14%	24%	23%	23%
毛利率	37%	36%	36%	37%
毛利（亿元）	25	30	37	46
营业成本（亿元）	43	54	66	80
信号处理				
占营收比	35%	31%	28%	24%
营业收入（亿元）	24	26	28	30
YoY	5%	10%	9%	7%
电源管理				
占营收比	34%	36%	38%	39%
营业收入（亿元）	23	30	39	49
YoY	19%	30%	29%	27%
汽车电子或储能专用				
占营收比	23%	26%	29%	32%
营业收入（亿元）	15	21	29	40
YoY	38%	40%	38%	36%
陶瓷、PCB 及其他				
占营收比	8%	7%	6%	6%
营业收入（亿元）	5	6	6	7
YoY	-9%	10%	10%	10%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

我们选取法拉电子、铂科新材、麦捷科技、火炬电子等被动元件及磁性材料公司作为顺络电子的可比公司，计算出 2026/2027/2028 年可比公司平均 PE 分别为 31.1/24.3/19.5 倍。公司是国内片式电感及被动元件龙头，在一体成型电感、LTCC、TLVR 电感、钽电容等产品领域具备领先优势，有望深度受益于 AI 算力需求提升、汽车电动化智能化等大趋势。当前 2026–2028 年 PE 均低于可比公司平均，估值具备性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传

图23：可比公司估值表（截至 2026 年 10 月 20 日）

代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600563.SH	法拉电子	232	11.9	13.6	16.0	18.6	19.5	17.1	14.6	12.5
300811.SZ	铂科新材	267	4.2	5.9	8.1	10.7	63.9	45.1	33.1	24.9
300319.SZ	麦捷科技	138	3.2	4.2	5.1	5.9	43.5	33.2	27.2	23.4
603678.SH	火炬电子	166	3.2	5.7	7.4	9.5	51.8	29.1	22.5	17.4
平均值								31.1	24.3	19.5
002138.SZ	顺络电子	323	10.2	12.6	16.6	21.2	31.6	25.7	19.4	15.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：法拉电子、铂科新材、麦捷科技、火炬电子盈利预测取自 2026 年 10 月 20 日 Wind 一致预期

5. 风险提示

下游需求波动风险。电感行业景气度与消费电子、AI 服务器及新能源汽车等下游领域高度相关，若 AI 算力基础设施建设节奏放缓或消费电子终端需求持续疲软，可能对行业整体需求形成压制。

原材料价格波动风险。软磁材料、铜线、磁性合金粉末等上游原材料成本占比较高，贵金属及磁性材料价格的大幅波动可能对行业盈利水平造成显著影响。

竞争格局恶化风险。高端电感赛道的高景气可能吸引更多企业入局，叠加日系台系厂商在高端市场的防守策略，行业竞争强度可能超出预期，对产品价格及毛利率形成压力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

顺络电子三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**5,274**	**6,352**	**7,742**	**9,656**
货币资金及交易性金融资产	350	286	406	695
经营性应收款项	3,347	4,339	5,272	6,446
存货	1,322	1,468	1,804	2,251
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	256	258	260	263
非流动资产	**8,020**	**8,378**	**8,605**	**8,732**
长期股权投资	224	232	240	248
固定资产及使用权资产	6,300	6,614	6,828	6,943
在建工程	504	515	526	535
无形资产	485	472	459	445
商誉	302	302	302	302
长期待摊费用	84	92	100	108
其他非流动资产	121	151	151	151
资产总计	**13,294**	**14,729**	**16,347**	**18,387**
流动负债	**3,396**	**4,165**	**4,900**	**5,830**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,041	1,270	1,370	1,470
经营性应付款项	1,087	1,325	1,621	2,007
合同负债	11	18	23	26
其他流动负债	1,256	1,551	1,885	2,327
非流动负债	**2,475**	**2,519**	**2,574**	**2,629**
长期借款	2,091	2,141	2,191	2,241
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	8	13	18	23
其他非流动负债	376	365	365	365
负债合计	**5,870**	**6,683**	**7,474**	**8,458**
归属母公司股东权益	6,780	7,248	7,870	8,663
少数股东权益	643	799	1,004	1,266
所有者权益合计	**7,423**	**8,046**	**8,874**	**9,929**
负债和股东权益	**13,294**	**14,729**	**16,347**	**18,387**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**6,745**	**8,342**	**10,293**	**12,662**
营业成本(含金融类)	4,274	5,364	6,556	8,041
税金及附加	79	83	103	127
销售费用	115	142	175	215
管理费用	347	430	530	652
研发费用	619	759	885	1,051
财务费用	86	70	74	76
加:其他收益	92	113	139	171
投资净收益	7	8	10	13
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(42)	(39)	(35)	(30)
资产处置收益	(1)	8	10	13
营业利润	**1,282**	**1,584**	**2,094**	**2,667**
营业外净收支	(8)	(8)	(7)	(7)
利润总额	**1,274**	**1,577**	**2,087**	**2,661**
减:所得税	134	166	219	279
净利润	**1,141**	**1,411**	**1,868**	**2,381**
减:少数股东损益	120	155	205	262
归属母公司净利润	**1,021**	**1,256**	**1,662**	**2,119**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.56	2.06	2.63
EBIT	1,362	1,646	2,161	2,737
EBITDA	1,986	2,433	3,049	3,725
毛利率(%)	36.64	35.70	36.30	36.50
归母净利率(%)	15.14	15.06	16.15	16.74
收入增长率(%)	14.39	23.67	23.39	23.02
归母净利润增长率(%)	22.71	23.02	32.33	27.50

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,699	1,657	2,185	2,639
投资活动现金流	(723)	(1,135)	(1,102)	(1,096)
筹资活动现金流	(920)	(582)	(963)	(1,253)
现金净增加额	61	(64)	120	289
折旧和摊销	624	787	888	989
资本开支	(728)	(1,071)	(1,069)	(1,066)
营运资本变动	(183)	(641)	(670)	(825)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	8.41	8.99	9.76	10.74
最新发行在外股份（百万股）	806	806	806	806
ROIC(%)	11.71	13.38	16.17	18.76
ROE-摊薄(%)	15.06	17.33	21.12	24.46
资产负债率(%)	44.16	45.37	45.72	46.00
P/E（现价&最新股本摊薄）	31.64	25.72	19.43	15.24
P/B（现价）	4.76	4.46	4.10	3.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn