



Research and
Development Center

三大业务高速增长，电源市场稳定扩容

—欧陆通(300870)公司深度报告

2021年07月28日

王舫朝 首席研究员
S1500519120002
010-83326877
wangfangzhao@cindasc.com

证券研究报告

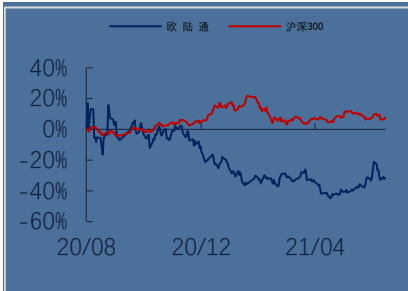
公司研究

公司深度报告

欧陆通(300870)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	55.00
52周内股价波动区间(元)	46.19-113.24
最近一月涨跌幅(%)	-17.97
总股本(亿股)	1.01
流通A股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	55.66

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

三大业务高速增长，电源市场稳定扩容

2021年07月28日

本期内容提要：

◆**业务发展历程**：公司起家于灯具电源，2004年切入电源适配器领域，遇美国加州能源法案提高电器产品能效规范，公司率先推出一系列符合标准的产品，迅速打开电源适配器市场。2014年开始研发服务器电源，经历研发、认证，目前已经进入国内多家服务器集成商的验证阶段，放量在即。此外，受益于电池技术的发展，动力设备、家居消费等领域呈现无绳化趋势，公司快速响应客户需求，推出相应充电器产品，成为近年营收增长的驱动因素之一。公司自成立以来专注电源事业，目前各项业务处于不同成长阶段，电源适配器是业务基盘，其他电源是目前的增长引擎，服务器电源是长期战略方向。

◆**行业竞争格局**：电源是用电设备的刚需，将市电转化为适合负载端工作的形式。目前台资企业占据主要市场份额，但行业技术较为成熟，在成本与产业链上下游转移双重驱动下，近年来大陆逐渐成为重要的电源生产基地。公司是领先的陆资供应商，具备全瓦数段产品布局、精细化标准产品平台、粘性强的优质客户、丰富的研发成果与产品认证，技术水平已与台资厂相当，凭借可靠的产品与快速响应的服务正在抢夺市场份额。目前行业正处产业转移、国产替代的机遇期，公司近年高速增长已从行业中脱颖而出，未来随市场份额扩张与规模化优势显现，盈利能力有望更进一步。

◆公司三大业务：

◆1) 电源适配器业务是基盘，长期具备空间：公司深耕多年，技术水平与台资厂相当，是领先的陆资供应商。大陆已经形成了较为完善的电子产业集群，电源适配器产业转移趋势不断加强，公司正处扩规模机遇期。

◆2) 服务器电源是战略布局方向：目前市场上的主要供应商是台资厂和中国长城，受益于服务器国产化趋势与电子行业对供应链安全的重视，公司服务器电源发展正当良机。目前已经进入多家核心服务器厂商的验证期，其中，公司自2015年开始与浪潮合作项目，未来有望成为浪潮的核心电源供应商之一。

◆3) 其他电源业务是增长引擎：近年公司其他电源业务高速增长，分拆收入后我们发现家电等领域业务增长较稳定，高增速主要由动力设备充电器贡献。动力设备无绳化趋势带来市场机遇，一方面促进了设备的更新换代，另一方面提高了动力设备的便携度，催生了新的消费群体。公司为动力设备供应配套充电器，受益于无绳化趋势。

◆**盈利预测与投资评级**：我们认为电源是用电设备的刚需，应用领域广阔，需求规模大，且随经济发展与技术进步其需求长期景气。尽管目前台资企业占据电源市场主要份额，但是公司是陆资厂中的领先者，技术水平已与台资厂相当，凭借可靠的产品与快速响应的服务正在抢夺市场份额。目前行业正处产业转移、国产替代的机遇期，公司近年高速增长已从行业中脱颖而出，未来随市场份额扩张与规模化优势显现，盈利能力有望更进一步。我们预计公司2021-23年归母净利润分别为2.09亿元、3.86亿元、5.55亿元，同比分别+8.0%、+84.6%、+43.7%，当前股价对应21年PE26.6x。21年利润增速较低主要是受原材料急涨拖累，公司具备转嫁成本能力，下半年逐步改善，预计22年可恢复正常盈利水平。行业规模大，公司体量小，未来三年高增长无虞，预计20-23年归母净利润CAGR为42%，21年PE对应PEG为0.63，低于行业平均水平，给予“买入”评级。

◆**风险因素**：疫情影响海外工厂，原材料价格剧烈波动，汇率风险，下游市

场拓展、服务器客户拓展、其他电源业务增长不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,313	2,083	2,808	4,010	5,138
增长率 YoY %	19.1%	58.7%	34.8%	42.8%	28.2%
归属母公司净利润 (百万元)	112	194	209	386	555
增长率 YoY%	92.0%	72.5%	8.0%	84.6%	43.7%
毛利率%	21.5%	21.6%	17.8%	20.3%	21.7%
净资产收益率ROE%	24.3%	12.9%	12.3%	18.4%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	1.48	2.30	2.07	3.82	5.49
市盈率 P/E(倍)	0.00	29.83	26.58	14.40	10.02
市净率 P/B(倍)	0.00	4.63	3.26	2.66	2.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年07月28日收盘价

目录

一、核心逻辑.....	6
二、业务发展历程：把握时代机遇，拓展应用市场.....	7
三、行业情况简析：应用领域广阔，产业转移进行时.....	9
3.1 市场空间：电源是用电设备的刚需，整体市场规模持续增长.....	9
3.2 竞争格局：台资企业占据主要市场份额，大陆逐渐成为重要生产基地.....	10
3.3 为何我们认为公司能够成为行业整合中的优胜者？.....	10
四、三大业务.....	12
4.1 电源适配器业务是基盘，长期具备空间.....	12
4.2 服务器电源是战略布局方向.....	13
4.3 其他电源业务是增长引擎.....	16
五、盈利预测及假设.....	18
六、估值与投资建议.....	19
风险提示.....	19

表目录

表 1：分业务盈利预测.....	18
表 2：可比公司估值.....	19

图目录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司产品布局情况.....	7
图 3：电源是用电设备的刚需，下游应用领域广阔.....	8
图 4：分业务营收占比.....	8
图 5：分业务营收增速.....	8
图 6：分业务毛利率.....	9
图 7：我国开关电源占电源总体规模的 58%，2018 年.....	9
图 8：开关电源市场规模平稳增长.....	9
图 9：开关电源产业链分析.....	10
图 10：可比业务营收规模，2020 年.....	10
图 11：可比业务营收增速情况.....	10
图 12：公司产品布局全瓦数段.....	11
图 13：精细的标准产品平台提高定制化响应速度.....	11
图 14：公司是众多下游领域头部企业的供应商.....	11
图 15：研发投入高速增长.....	12
图 16：2020 年研发团队大幅增员，公司整体规模扩张.....	12
图 17：产品通过多个国家地区的产品安全及电磁兼容认证.....	12
图 18：2020 年境外业务占营收比例超过 60%.....	12
图 19：公司电源适配器业务稳定增长，亿元.....	13
图 20：电源适配器分应用领域分布情况，2019.....	13
图 21：显示器出货量回暖.....	13
图 22：办公电子具有长期需求.....	13
图 23：全球电视机顶盒市场规模预测.....	13
图 24：安防镜头销量持续增长.....	13
图 25：服务器电源从研发到进入客户供应商体系历时 5-6 年.....	14
图 26：目前服务器电源业务体量小，增速快.....	14
图 27：全球服务器出货量回暖.....	14
图 28：中国服务器出货量同比增长.....	14
图 29：2019-2025 年中国服务器市场规模预测，IDC.....	15
图 30：全球服务器厂商份额排名.....	15
图 31：2020 年中国服务器厂商市场份额.....	15
图 32：浪潮是国内最大的服务器厂商，保持高速增长.....	15
图 33：浪潮资本开支维持高位.....	15
图 34：目前公司服务器电源平均售价较低.....	16
图 35：市场铺垫期毛利率较低，具有提升空间.....	16
图 36：中国长城服务器电源报价，部分列举.....	16
图 37：台达电子服务器电源报价，部分列举.....	16
图 38：其他电源业务高速增长，亿元.....	17
图 39：2020 年其他电源营收利润占比跃升.....	17

图 40: 其他电源业务拆分: 动力设备充电器或为主要推动力	17
图 41: 其他电源业务提升公司整体盈利水平	17
图 42: 动力设备市场规模大	17
图 43: 无绳化是发展趋势	17
图 44: TTI 动力设备业务保持较高增速	18
图 45: TTI 动力设备市占率稳步提升	18
图 46: 欧陆通上市以来估值变化情况	19

一、核心逻辑

公司经营电源适配器（20 年营收占比 75%，增速 35%）、服务器电源（占比 6%，增速 84%）、其他电源（占比 18%，增速 400%），目前三大业务处于不同发展阶段，电源适配器是公司的基盘，服务器电源是战略布局方向，其他电源是近年增长引擎。

对电源行业的判断：1）下游应用广阔，千亿市场长期稳定扩容。2）技术壁垒不高但企业留存率也不高，头部企业享受行业空间。3）行业发展成熟但产业转移正在发生，陆资厂发展正处机遇期。

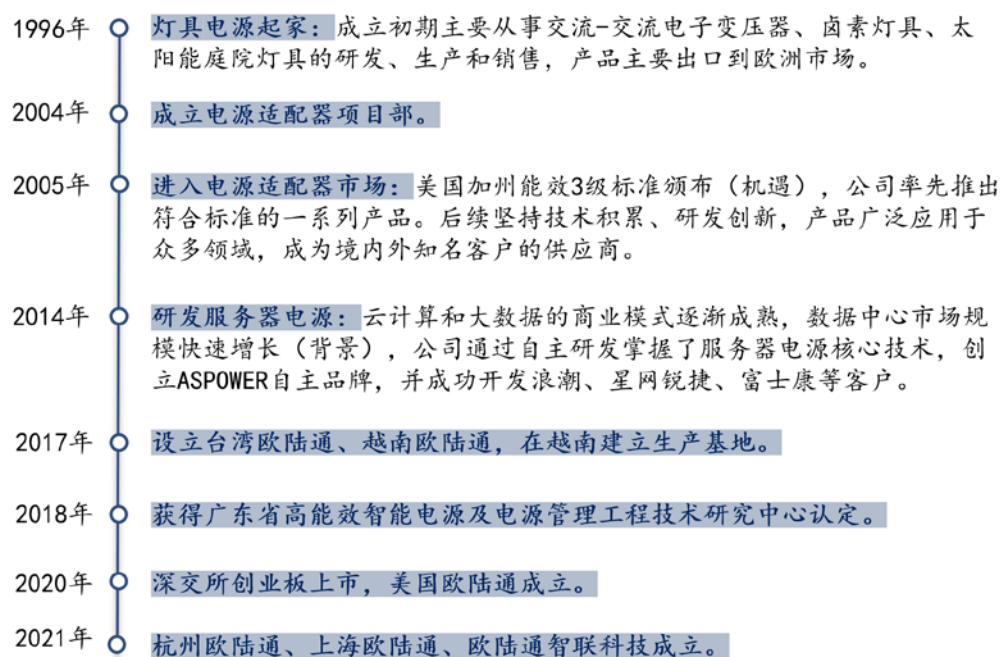
对公司成长的分析：1）行业正处产业转移、国产替代的机遇期，公司是陆资厂中的领先者，技术水平已与台资厂相当，凭借可靠的产品与快速响应的服务正在抢夺市场份额。2）短期看，市场规模大，公司体量尚小，高速成长无忧；公司近年高速增长已经从行业中脱颖而出，未来随市场份额扩张与规模化优势显现，盈利能力有望逐步提升。3）长期看，公司具备制造业龙头潜质，有全瓦数段产品布局、精细化标准产品平台、粘性强的优质客户、高端化的业务结构取向（大瓦数产品）。

二、业务发展历程：把握时代机遇，拓展应用市场

公司做灯具电源起家，管理层战略研判信息技术是更广阔的市场，因此于 2004 年成立电源适配器项目部。2005 年美国加州能源法案提高电器产品能效规范是公司的发展机遇，公司率先推出一系列符合标准的产品，迅速打开电源适配器市场。

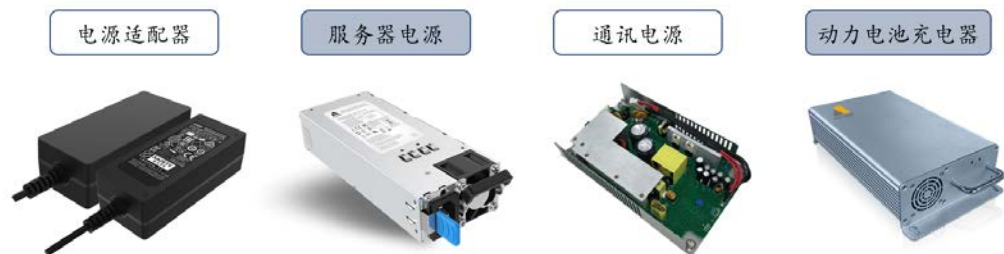
电源是用电设备的刚需，下游应用领域广阔，公司把握时代机遇，积极拓展应用市场。近年来云市场快速增长，数据中心大量建设，对服务器电源的需求相应增加，公司 2014 年开始研发服务器电源，创立 ASPOWER 自主品牌，目前已成功开发浪潮、星网锐捷等客户，未来有望持续受益于服务器国产化替代。此外，受益于电池技术的发展，动力设备、家居消费市场等领域呈现无绳化趋势，公司快速响应客户需求，推出相应充电器产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 2：公司产品布局情况



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：电源是用电设备的刚需，下游应用领域广阔

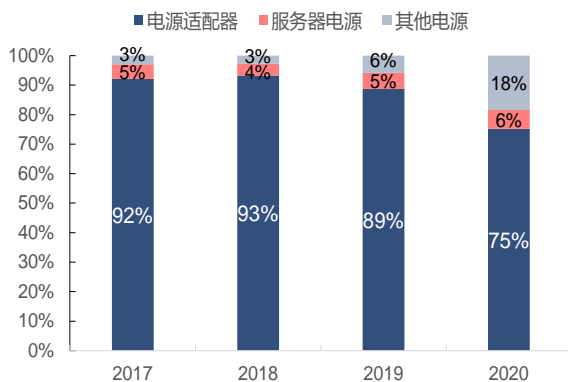

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司自成立以来专注电源事业，目前各项业务处于不同成长阶段，营收占比尚不具备代表性，我们更偏好从成长速度看待公司各项业务。具体来看，

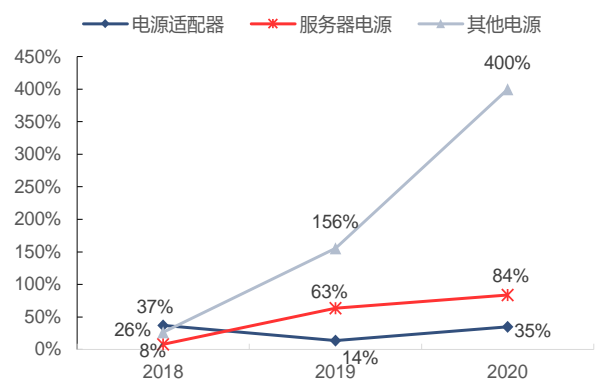
1) **电源适配器是公司的业务基盘**。其技术门槛相对较低，行业发展较为成熟，但下游容量巨大，应用领域包括办公电子、机顶盒、网络通信、安防监控、音响等。2018-20 年公司电源适配器业务保持双位数增长，未来伴随下游领域的活跃与产业转移的推进，公司作为头部企业仍有望持续实现 20-30% 的增长。

2) **服务器电源是长期战略方向**。2020 年公司服务器电源业务实现收入 1.3 亿元，同比 +84%。服务器国产化已由政策驱动转为成本驱动，国产服务器电源厂商也逐步得到市场认可。目前公司服务器电源业务规模尚小，未来有望受益于数据中心建设进度加快与国产化替代，高速增长。

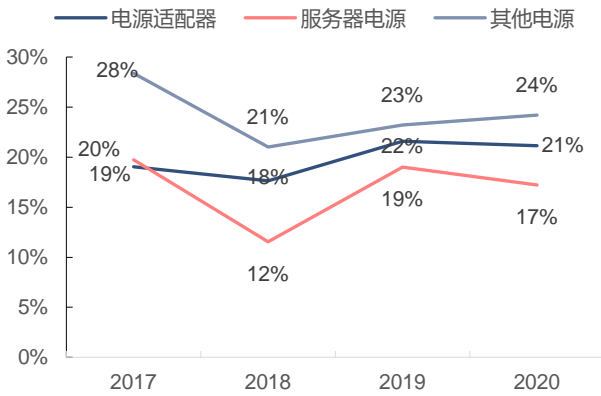
3) **其他电源是目前的增长引擎**。2018-20 年公司其他电源业务增长速度分别达到 26%、156%、400%，营收占比从 2017 年的 3% 跃升至 2020 年的 18%。动力设备、家居消费等领域“无绳化”趋势确立，公司已成为下游头部企业的充电器供应商，有望持续跟随下游出货量增长而增长。

图 4：分业务营收占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：分业务营收增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

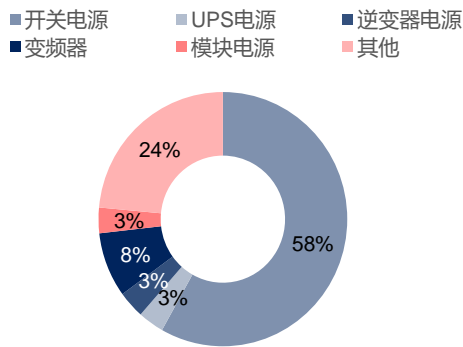
图 6: 分业务毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

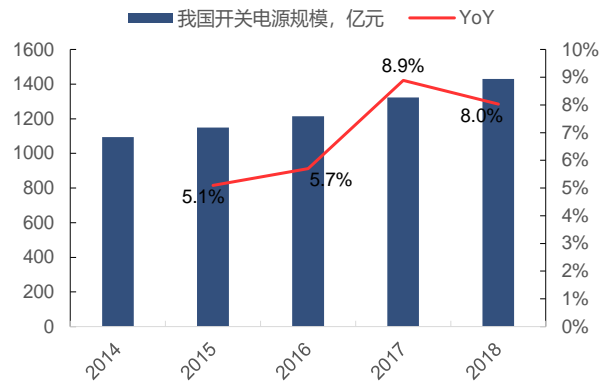
三、行业情况简析: 应用领域广阔, 产业转移进行时

3.1 市场空间: 电源是用电设备的刚需, 整体市场规模持续增长

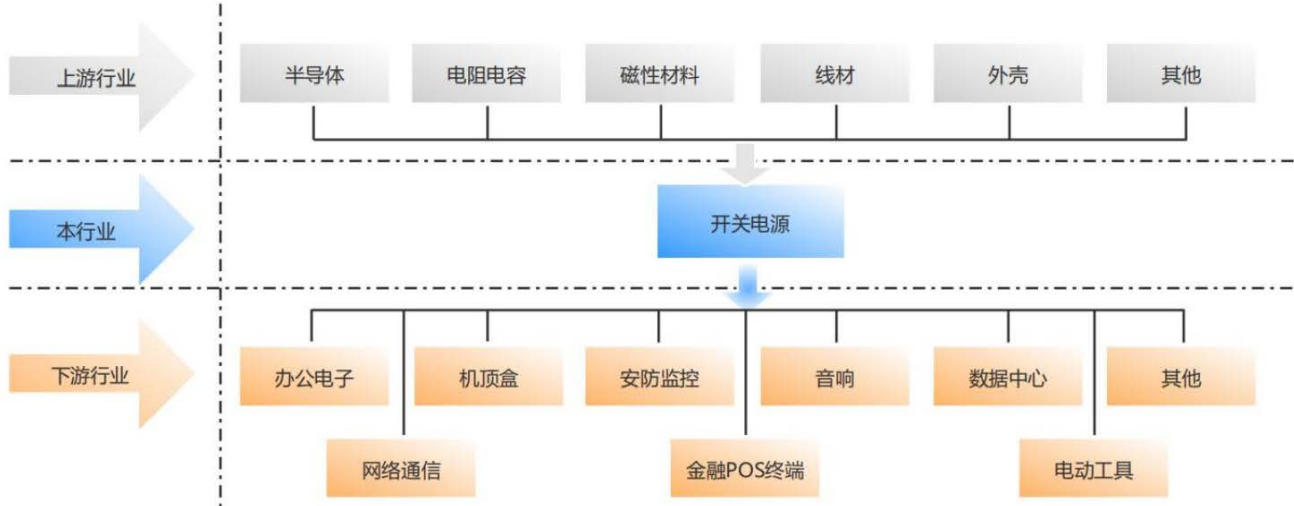
公司经营的电源适配器、服务器电源和其他电源都属于开关电源产品。开关电源是一种“电源供应器”，其本身不产生能量，而是完成不同形态电能的转化，将市电转化为适合负载端电力设备工作的形式。开关电源具备体积小、重量轻、效率高等优点，在产品安全、电磁兼容、环保认证、降低能耗等方面具备优势，目前已经成为主流的电源产品。根据中国电源学会数据，2018 年我国开关电源产值 1430 亿元，占电源总体规模已达 58%。电源是用电设备的刚需，其市场伴随经济增长与技术进步而持续扩张。2014-2018 年我国开关电源市场规模 CAGR 为 7%，未来整体市场规模有望持续高个位数增长。

图 7: 我国开关电源占电源总体规模的 58%，2018 年


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 开关电源市场规模平稳增长


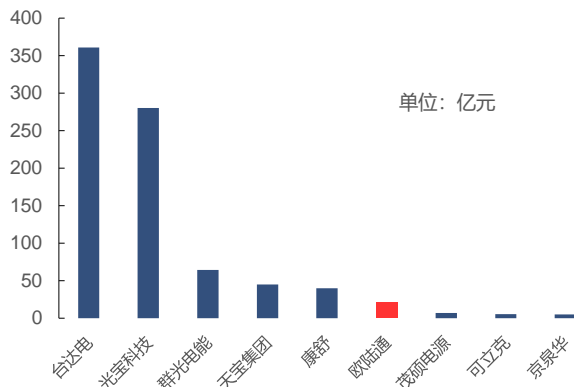
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 9：开关电源产业链分析


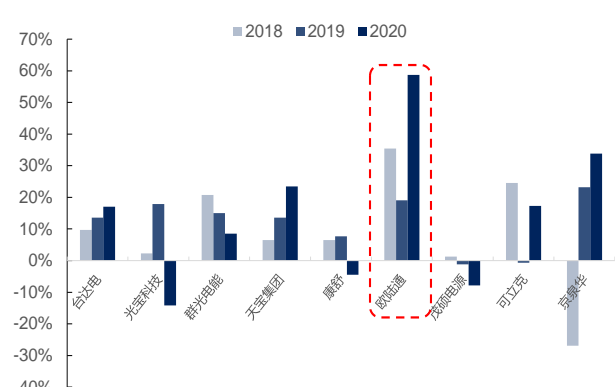
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 竞争格局：台资企业占据主要市场份额，大陆逐渐成为重要生产基地

目前台资企业占据主要市场份额，台达电子是行业的绝对龙头，其 2020 年电源及零组件收入超过 350 亿元。电源行业技术较为成熟，成本是产业转移的主要驱动力。在成本与产业链上下游转移双重驱动下，近年来大陆逐渐成为重要的电源生产基地。据中国电源协会统计，目前国内经营开关电源业务的企业超过 1000 家，呈现规模普遍较小、市场份额分散、技术水平不高、产品附加值较低的特点。随下游客户对电源节能环保要求的提高与优质企业技术水平与生产能力的提升，小规模厂商生存空间被挤压。公司近年营收增速突出，在行业整合中扩规模降成本，具备与台资企业竞争的能力。

图 10：可比业务营收规模，2020 年


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 11：可比业务营收增速情况


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

3.3 为何我们认为公司能够成为行业整合中的优胜者？

1、**全瓦数段产品布局体现公司深耕的态度。**开关电源产品下游应用领域众多，公司三大主线产品系列完善，电源适配器覆盖 3W 到 300W 瓦数段，兼容办公电子、机顶盒、网络通信、安防监控、音响、金融 POS 终端等行业的电磁兼容与安全标准；服务器电源系列产品覆盖 60W 到 3000W 瓦数段，成功开发了浪潮、星网锐捷、富士康等客户；动力设备充电器覆盖 5W 到 1000W 瓦数段，是下游龙头的优质供应商。完善的产品线与合理的产品布局使公司具备全方位响应客户需求的能力，在新客户拓展与老客户新需求开发上都具备优势。

2、**精细的系列产品平台保障对客户需求的快速响应。**下游需求多为定制化需求，供应

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

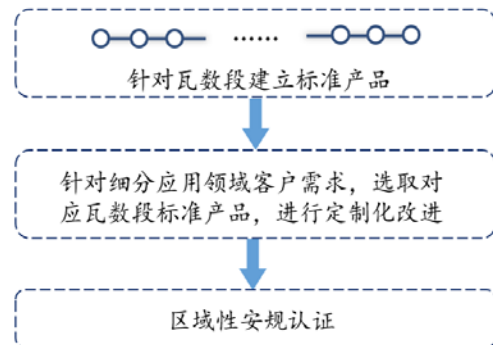
商需要与客户保持密切技术交流，按其特定的规格、结构、性能要求进行设计和制造。提高响应速度的秘诀是精细化的标准产品布局，公司目前已经建立了精细完善的系列产品平台，每隔几瓦就有对应瓦数段的标准产品，接到客户订单后以标准产品为基础进行定制化改造。全瓦数段布局与精细化标准产品有助于快速实现规模化，满足客户定制化需求能够获得更高的产品附加价值。

图 12: 公司产品布局全瓦数段

产品	瓦数布局
电源适配器	覆盖3W-400W
服务器电源	覆盖60W-4000W
动力设备充电器	覆盖5W-1000W

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 精细的标准产品平台提高定制化响应速度



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3、优质客户粘性较强。尽管电源在下游客户产品中的价值量占比并不高，但是其对电子产品安全、可靠工作产生重要影响，因此下游客户会对电源供应商进行严格认证，认证过程较为复杂且历时较长，一般需要 1-2 年的验证时间。考虑财务与时间成本，下游客户较少轻易更换供应商。目前公司已经成为众多下游领域头部企业的供应商，是公司稳步发展的基石，同时也在一定程度上为公司拓展新客户背书。

图 14: 公司是众多下游领域头部企业的供应商

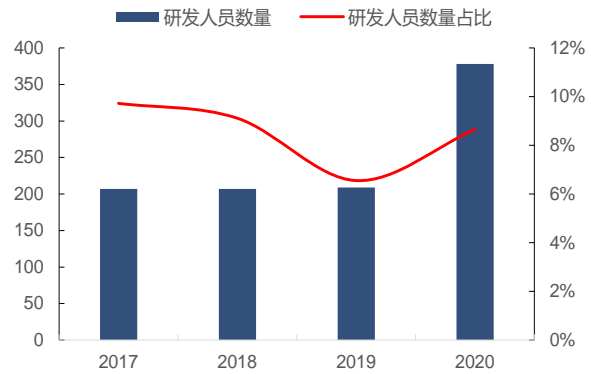


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4、研发实力强，产品认证丰富。尽管开关电源基础技术已较为成熟，但下游电子产品的更新换代对电源技术指标与生产工艺提出更高要求，电源需要不断提高性能。此外，开关电源整体市场规模随经济发展与技术进步不断扩大，提升产品定制化生产工艺与自动化制造水平是头部企业的必由之路。公司重视研发，近年研发投入高双位数增长，2020 年研发费用 0.69 亿元，同比+33%，占营收比例 3.3%；研发团队大幅增员，2020 年增长 81% 达到 378 人；研发成效显著，已建立了较为完备的实验室，可进行传导实验、辐射实验、可靠性实验、环境实验、雷击实验、电性测试、结构验证等多项检测，拥有 96 项专利技术、50 项软件著作权和多项专有技术。

图 15: 研发投入高速增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

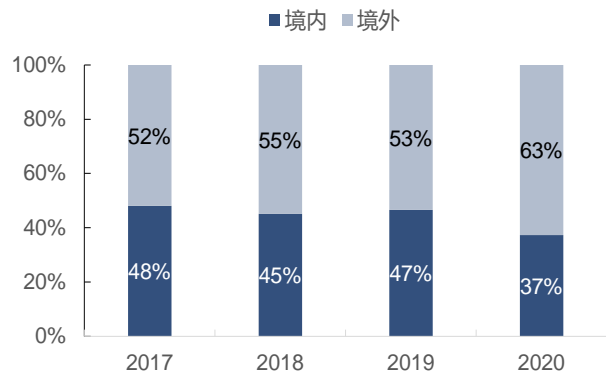
图 16: 2020 年研发团队大幅增员，公司整体规模扩张


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司注重业务的全球布局，产品通过中国 CCC、新加坡 PSB、韩国 KC、泰国 TISI、墨西哥 NOM、南非 NRCS、美国 UL、美国 FCC、德国 GS、欧盟 CE 等多国和地区的产品安全及电磁兼容认证，主要出口客户位于新加坡、香港、韩国、泰国、越南、北美、南非、欧盟等国家和地区。公司已在台湾、香港、美国设立销售机构，在越南建立生产基地（2020 年贡献营收 5.2 亿元），海外产能布局为公司打开了更广阔的市场空间。

图 17: 产品通过多个国家地区的产品安全及电磁兼容认证


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 18: 2020 年境外业务占营收比例超过 60%


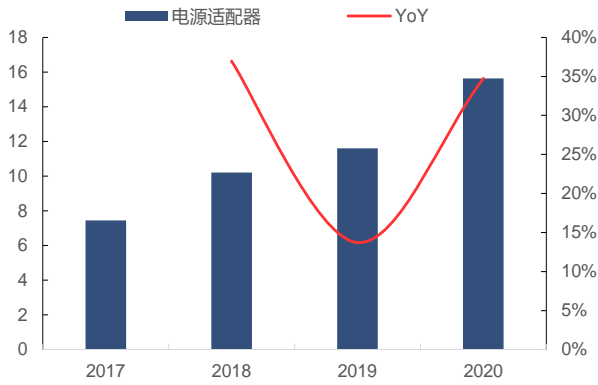
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、三大业务

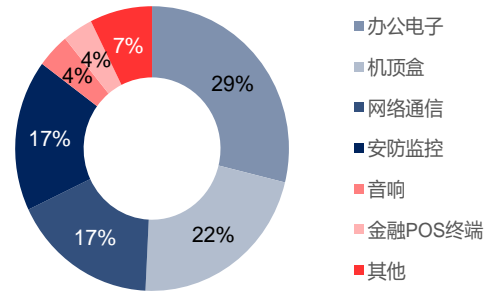
4.1 电源适配器业务是基盘，长期具备空间

电源适配器业务是公司过去的主业，也是未来发展的基盘，2020 年实现营收 15.6 亿元，同比+35%，占比 75%。电源适配器行业成熟度较高，目前台资企业占据主要市场份额；公司深耕多年，技术水平与台资厂相当，是领先的陆资供应商。大陆已经形成了较为完善的电子产业集群，电源适配器产业转移趋势不断加强，公司面临电源适配器业务扩规模的机遇。

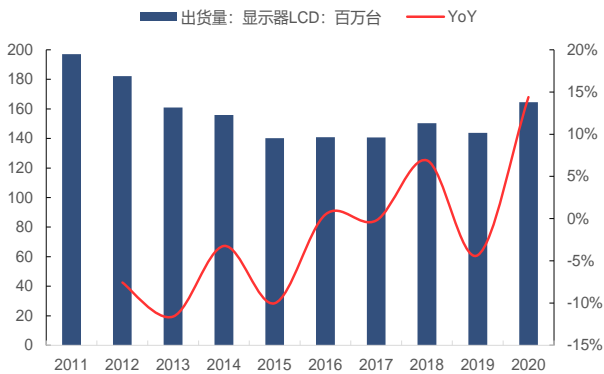
电源是用电设备的刚需，其下游应用领域广阔，产品更新换代与技术进步催生的新消费需求将保障电源需求长期稳步增长。目前公司电源适配器产品覆盖 3W-400W 瓦数段，主要应用于办公电子、机顶盒、网络通信、安防监控、音响、金融 POS 终端等领域，下游是消费品市场，整体长期景气。广泛的下游应用为供公司电源适配器业务持续、稳定、健康增长奠定了良好基础。

图 19: 公司电源适配器业务稳定增长, 亿元


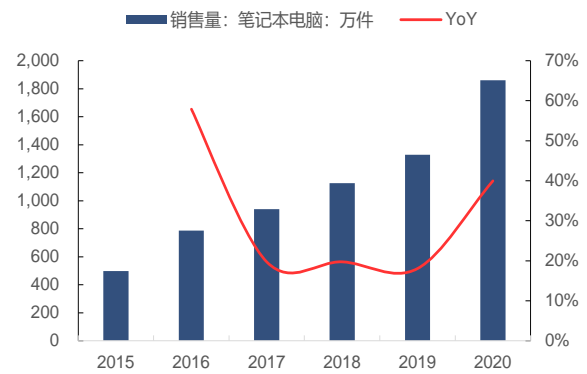
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 电源适配器分应用领域分布情况, 2019


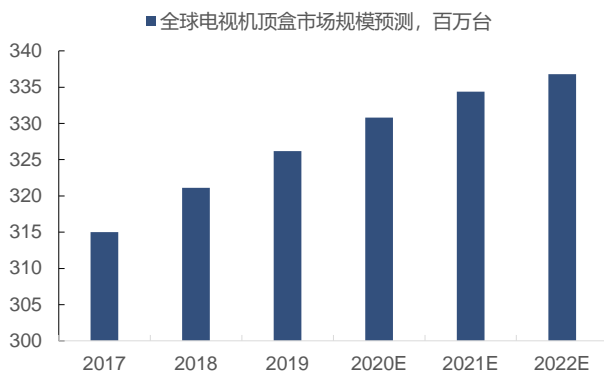
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 显示器出货量回暖


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 办公电子具有长期需求


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 全球电视机顶盒市场规模预测


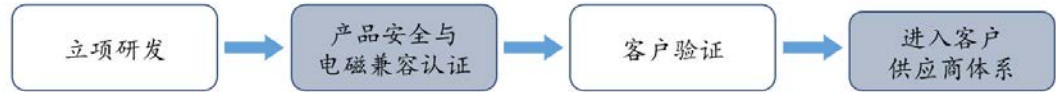
资料来源: 中商产业研究院, 信达证券研发中心

图 24: 安防镜头销量持续增长

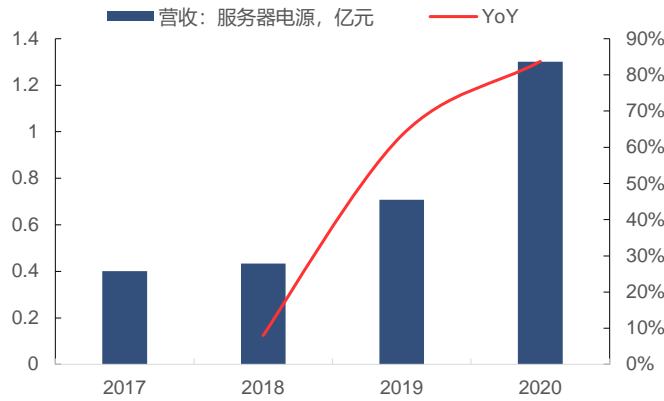

资料来源: 智研咨询, 头豹研究院, 信达证券研发中心

4.2 服务器电源是战略布局方向

服务器电源业务的开发经历四个阶段, 从研发立项到获得认证通常需要 2-3 年时间, 新品牌没有背书, 客户验证阶段通常需要再来 3 年时间。公司 2014 年开始研发服务器电源产品, 创立 ASPOWER 自主品牌, 历时 5-6 年, 目前已经向浪潮等客户小批量供货, 处于验证期。近年公司服务器电源业务体量小增长快, 2019-20 年营收增速分别为 63%、84%, 我们推测原因是公司产品进入多家服务器厂商验证期。

图 25: 服务器电源从研发到进入客户供应商体系历时 5-6 年


资料来源: 信达证券研发中心

图 26: 目前服务器电源业务体量小, 增速快


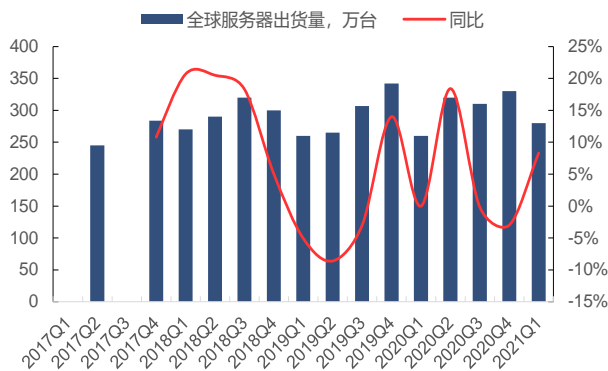
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

尽管目前服务器电源业务对营收的贡献尚小, 但放量指日可待, 主要原因:

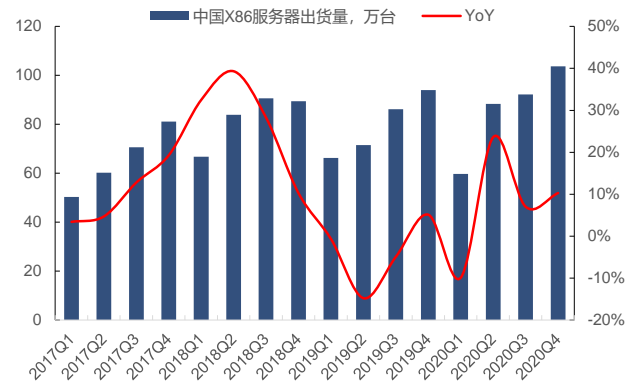
1) 国产替代释放空间。

服务器出货量回暖: 2020 年全球服务器出货量 1220 万台, 同比+3.9%; 中国服务器市场出货量 350 万台, 同比+9.8%。疫情刺激线上需求激增, 互联网巨头加入数据中心的建设, 使服务器出货量迅速走出了 2019 年的增长洼地。数据中心的建设主体从运营商向央企和互联网巨头转变, 给服务器产业链上的新进入者带来了机会。

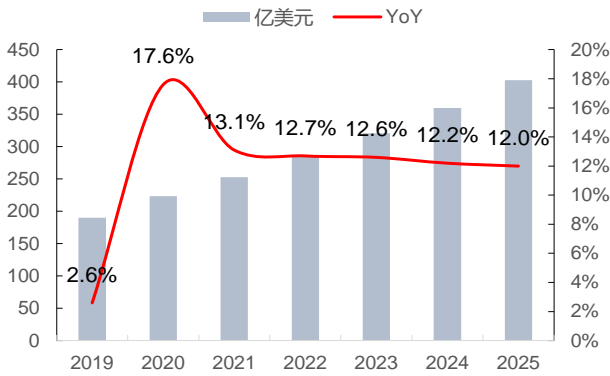
在服务器电源领域, 台资企业台达电子和光宝科技是主要供应商, 此外, 中国长城占据一定市场份额。考虑到数据与信息的安全问题, 服务器核心配件国产化是发展趋势。2020 年 5 月 6 日, 中国电信(2020 年)服务器集中采购项目首次将全国产化服务器列入招标目录, 占招标总量的 1/5, 服务器国产化进程加速。

图 27: 全球服务器出货量回暖


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 28: 中国服务器出货量同比增长


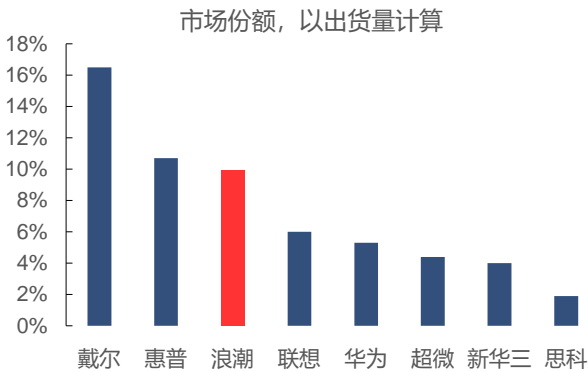
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 29：2019-2025 年中国服务器市场规模预测，IDC


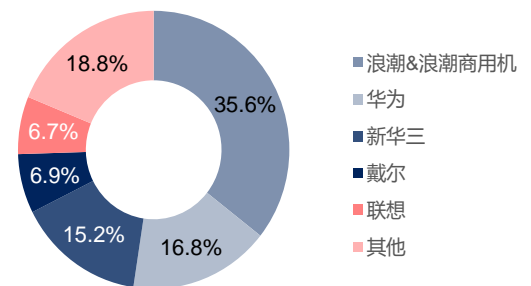
资料来源：IDC，信达证券研发中心

2) 触达下游核心客户。

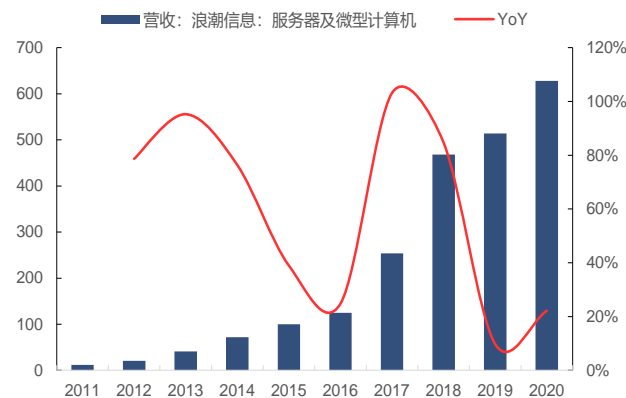
公司已经成功触达多个国内大客户，包括浪潮、星网锐捷、和硕等，目前正处小批量供货接受客户验证阶段，受到客户的重视与扶持。2020 年浪潮 x86 服务器出货量近 117 万台，全球市场份额近 10%；在国内，浪潮是最大的服务器厂商，市场份额近 36%，且其服务器营收保持强劲增长，资本开支维持高位。服务器产业链国产化趋势叠加电子行业重视供应链安全，服务器集成商急于扶持中国长城以外的电源供应商，公司服务器电源发展正当良机。公司 2015 年开始与浪潮合作项目研发，未来有望成为浪潮的核心电源供应商之一。

图 30：全球服务器厂商份额排名


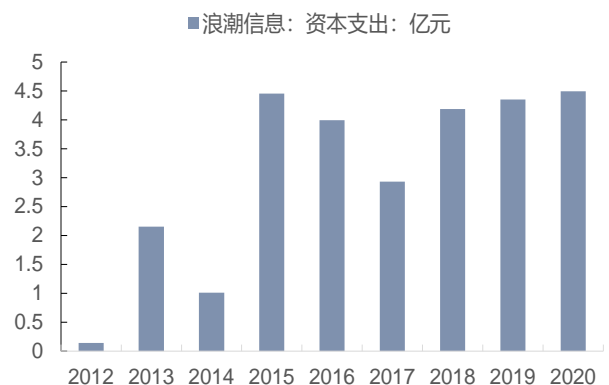
资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 31：2020 年中国服务器厂商市场份额


资料来源：IDC，信达证券研发中心

图 32：浪潮是国内最大的服务器厂商，保持高速增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

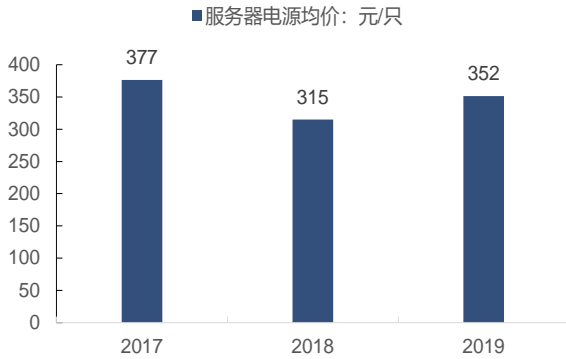
图 33：浪潮资本开支维持高位


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3) 前期以价格换市场，未来毛利率尚有提升空间。

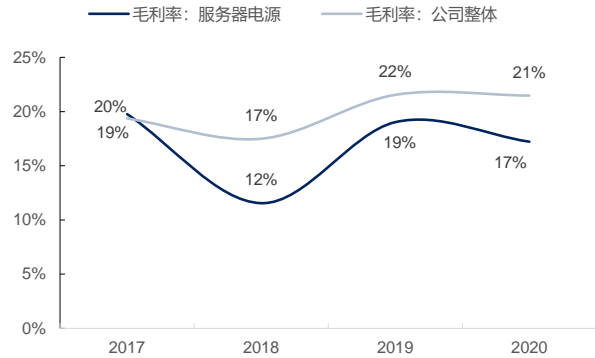
公司 2014 年开始推出服务器电源业务，经过研发、验证阶段，目前处于市场进入期。作为新的玩家，公司遇到了国产替代的政策机遇，但是面对技术成熟的台资厂，仍需以低价策略争取市场份额。根据招股书计算 2019 年公司服务器电源平均价格约 350 元/只，不同规格产品价格价差较大，但相较台资厂与中国长城售价偏低。此外，现阶段公司服务器电源业务毛利率低于公司整体水平。目前的售价与毛利水平适应当下市场铺垫与小批量出货的发展阶段，未来随市场份额的提升与规模化生产，毛利率尚有提升空间。

图 34：目前公司服务器电源平均售价较低



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 35：市场铺垫期毛利率较低，具有提升空间



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 36：中国长城服务器电源报价，部分列举

<p>服务器电源：1U金牌电源 报价报价：RMB 1080</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 标准Intel 1U结构，适应IPC（工控）服务器系统； 2. 全电网输入范围90-264V AC，适应全球电网； 3. 功率因数>0.95；提高电能利用率； 4. 主动式PFC+LLC软开关架构；同步整流技术； 5. 整机效率高达80plus金牌水平； 6. 智能温控； 7. 长*宽*高：227*100*40mm； 	<p>服务器电源：1U电源 报价报价：RMB 430</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 标准Intel 1U结构，适应IPC（工控）服务器系统。 2. 全电网输入范围90-264V AC，适应全球电网。 3. 功率因数>0.95；提高电能利用率。 4. 主动式PFC+LLC软开关架构；同步整流技术，整机效率高达80plus金牌技术水平。 6. 智能温控。
<p>服务器电源：1U电源 报价报价：RMB 385</p> 	<p>服务器电源：1U电源 报价报价：RMB 2680</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 全电网输入范围； 2. 参照TPS规范的76mm厚度设计；根据客户要求可金手指或取接插输出； 3. 采用软开关拓扑线路设计：主动DCCM PFC+PSFB全桥谐振架构线路； 4. N+1并联应用及热插拔功能； 5. 智能温控，功率校正自动调节散热技术； 6. 依PMBus1.2规范设计，具备PMBus通讯功能； 7. 最高效率达到94%； 8. 长*宽*高：345*76*40.4mm；

资料来源：中国长城官网，信达证券研发中心

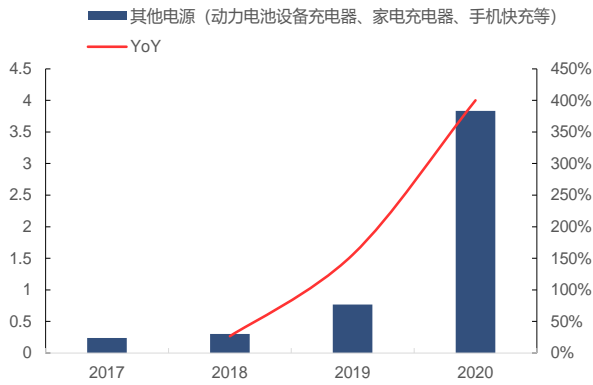
图 37：台达电子服务器电源报价，部分列举

 <p>¥399</p> <p>购买得积分</p> <p>台达全新1U额定350W电源服务器NAS机工作机FLEX静音电脑电源</p>	 <p>ANALTA 台达官方旗舰店</p> <p>五年质保 旗舰品质</p> <p>插拔式电源/散热静音/超高效转化</p> <p>¥350-1749</p> <p>购买得积分</p> <p>台达(Delta)冗余DPS-550服务器电源(插拔式电源/五年换新)</p>
--	---

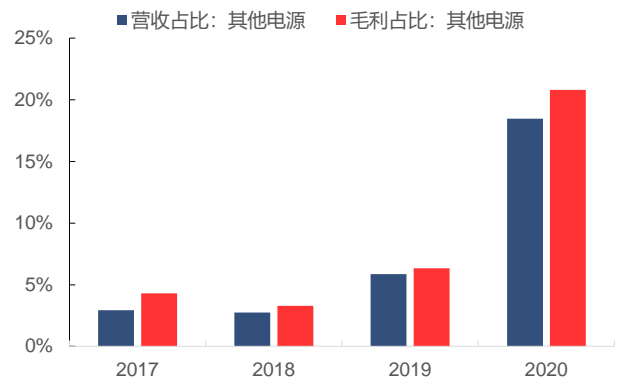
资料来源：淘宝台达旗舰店，信达证券研发中心

4.3 其他电源业务是增长引擎

近年公司其他电源业务高速增长，2018-20 年分别实现营收 0.3 亿元、0.77 亿元、3.83 亿元，同比分别+26%、+156%、+400%，2020 年其占营收比例+13pct 至 18%，占毛利比例+14pct 至 21%，是公司增长的重要驱动因素之一。分拆其他电源业务收入，我们发现家电等领域业务增长较稳定，高增速主要由动力设备充电器贡献。

图 38: 其他电源业务高速增长, 亿元


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

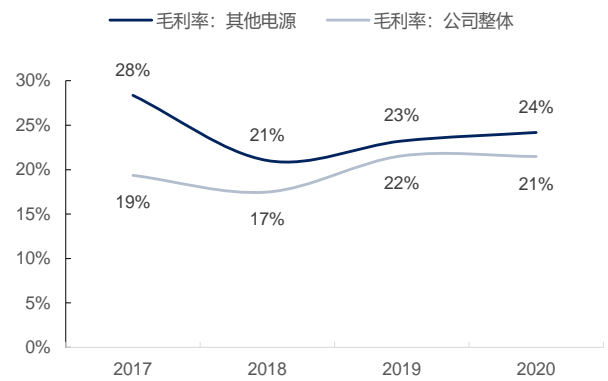
图 39: 2020 年其他电源营收利润占比跃升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 其他电源业务拆分: 动力设备充电器或为主要推动力

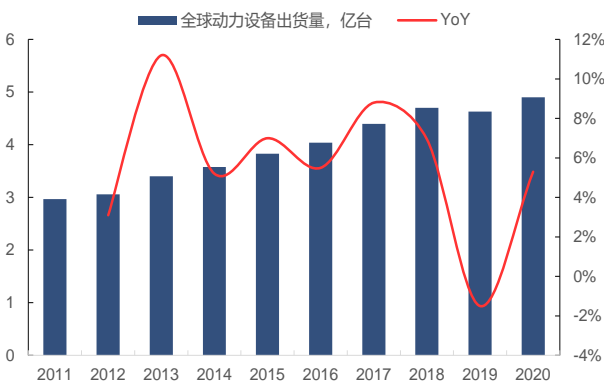
单位: 万元	2017	2018	2019	2020
1、动力设备充电器	-	-	4,517	-
2、吸尘器、矿机及电源配件等	2,373	3,000	3,149	-
YoY		26%	5%	
合计	2,373	3,000	7,666	38,333
YoY		26%	156%	400%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

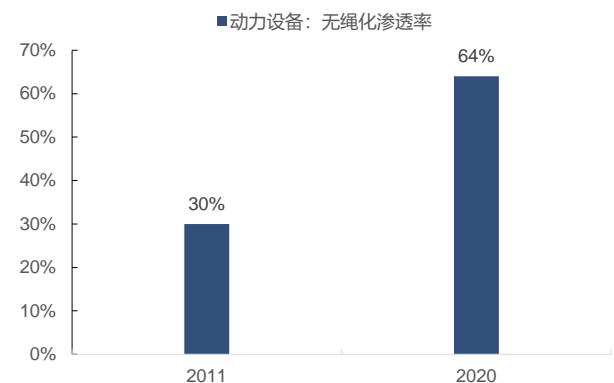
图 41: 其他电源业务提升公司整体盈利水平


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

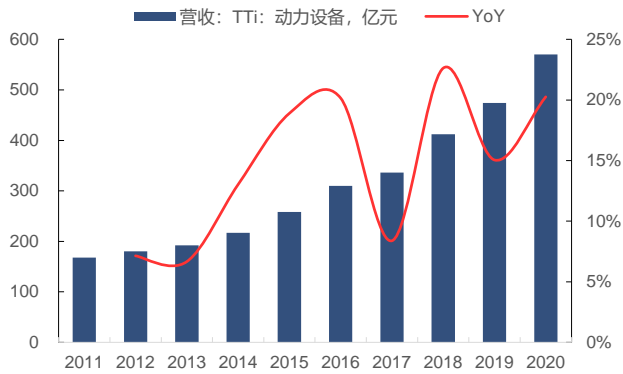
动力设备无绳化趋势带来市场机遇, 公司充电器业务快速增长。除 2019 年外, 全球动力设备出货量保持稳定增长, 2020 年达到 4.9 亿元。无绳化趋势是近年来动力设备出货量增长的因素之一, 一方面促进了设备的更新换代, 另一方面无绳化提高了动力设备的便携度, 催生了新的消费群体。TTi 长期关注电池技术, 率先进入无绳工具市场, 在友商陷入负增长的情况下仍保持双位数增长, 市占率不断提升。公司为动力设备供应配套充电器, 受益于无绳化趋势。

图 42: 动力设备市场规模大


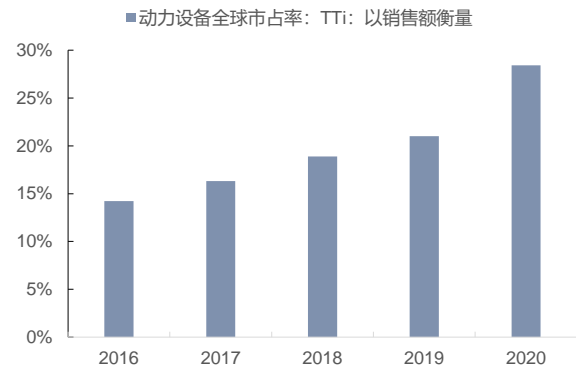
资料来源: EVTank, 伊维经济研究院, 信达证券研发中心

图 43: 无绳化是发展趋势


资料来源: EVTank, 伊维经济研究院, 信达证券研发中心

图 44: TTI 动力设备业务保持较高增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 45: TTI 动力设备市占率稳步提升


资料来源: Wind, Grandview Research, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

五、盈利预测及假设

我们预计 2021-23 年公司营收分别为 28.08 亿元、40.1 亿元、51.38 亿元，同比分别 +34.8%、+42.8%、+28.2%。

1、电源适配器下游应用领域广阔，需求随经济增长与技术进步稳定增长。行业发展已较为成熟，市场主要由台资企业占据，公司目前份额尚小，但是技术水平已与台资厂相当，凭借可靠的产品与快速响应的服务正在抢夺台资厂份额。预计将以高于行业增长的速度成长，毛利率较为稳定。

2、服务器电源方面，公司处于国产化的机遇期，受到下游客户的重视与扶持。经过研发认证，目前公司已经进入国内多个集成商的验证期，放量在即。市场进入期公司采取以价格换份额的策略，未来随规模扩张与竞争格局稳定，毛利率有上升空间。

3、其他电源方面，无绳化是动力电池设备、智能家居等领域的长期发展方向，给公司充电器业务带来大量市场机遇，预计长期保持高双位数增长。

表 1: 分业务盈利预测

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
电源适配器	营收: 百万元	11.60	15.63	20.21	25.39	30.63
	YoY: %	13.7%	34.7%	29.4%	25.6%	20.6%
	毛利率: %	21.6%	21.2%	17.5%	20.0%	21.5%
服务器电源	营收: 百万元	0.71	1.30	2.36	4.70	7.76
	YoY: %	63.3%	83.7%	81.5%	99.1%	65.0%
	毛利率: %	19.0%	17.2%	15.5%	17.0%	18.5%
其他电源	营收: 百万元	0.77	3.83	5.50	10.00	13.00
	YoY: %	155.5%	400.0%	43.5%	81.8%	30.0%
	毛利率: %	23.2%	24.2%	20.0%	22.5%	24.0%
公司整体	营收: 百万元	13.13	20.83	28.08	40.10	51.38
	YoY: %	19.1%	58.7%	34.8%	42.8%	28.2%
	毛利率: %	21.5%	21.6%	17.8%	20.3%	21.7%

资料来源: 信达证券研发中心预测

六、估值与投资建议

我们认为电源是用电设备的刚需，应用领域广阔，需求规模大，且随经济发展与技术进步其需求长期景气。尽管目前台资企业占据电源市场主要份额，但是公司是陆资厂中的领先者，技术水平已与台资厂相当，凭借可靠的产品与快速响应的服务正在抢夺市场份额。目前行业正处产业转移、国产替代的机遇期，公司近年高速增长已从行业中脱颖而出，未来随市场份额扩张与规模化优势显现，盈利能力有望更进一步。

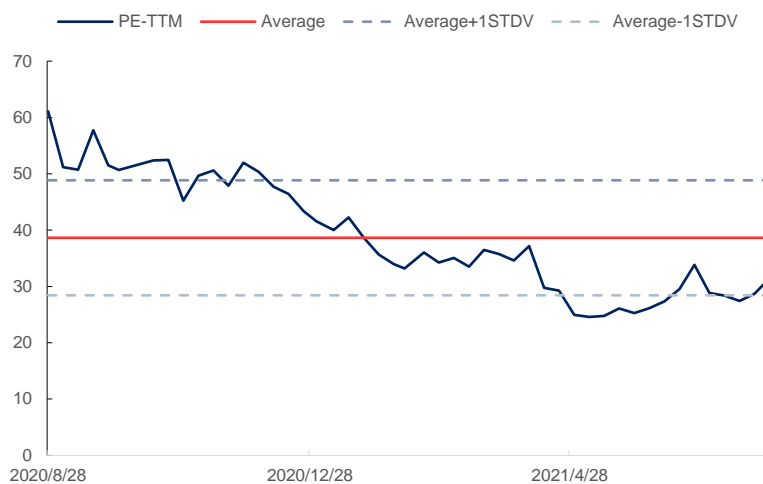
我们预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 2.09 亿元、3.86 亿元、5.55 亿元，同比分别+8.0%、+84.6%、+43.7%；EPS 分别为 2.07 元、3.82 元、5.49 元，当前股价对应 21 年 PE26.6x。21 年利润增速较低主要是受原材料急涨拖累，公司具备转嫁成本能力，下半年逐步改善，预计 22 年可恢复正常盈利水平。行业规模大，公司体量小，未来三年高增长无虞，预计 20-23 年归母净利润 CAGR 为 42%，21 年 PE 对应 PEG 为 0.63，低于行业平均水平，给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

证券简称	股价 (元)	EPS				PE				20-23 年归母 净利润 CAGR	PEG (21 年 PE)
		2020	2021E	2021E	2021E	2020	2021E	2021E	2021E		
奥海科技	38.1	1.8	2.1	3.0	3.9	19.7	17.0	12.0	9.2	40.5%	0.42
中国长城	14.8	0.3	0.4	0.5	0.5	45.0	33.5	27.7	28.8	26.7%	1.26
平均						32.3	25.2	19.8	19.0		0.8
欧陆通	54.3	2.3	2.1	3.8	5.5	23.9	26.6	14.4	10.0	42.0%	0.63

资料来源: Wind 一致预测, 信达证券研发中心 (注: 股价为 2021 年 7 月 28 日收盘价)

图 46: 欧陆通上市以来估值变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险提示

- 1、疫情影响海外工厂出货: 公司在越南建有生产基地, 2020 年贡献营收 5.2 亿元, 占比 25%, 东南亚国家新冠疫情反复或致工厂停工。此外公司下游客户多在东南亚地区建有生产基地, 同样受到疫情影响, 间接影响公司产品需求。
- 2、原材料价格剧烈波动: 公司产品原材料主要包括半导体、电阻电容、磁性材料、线材、

外壳等，2020年直接材料占营业成本比重为76%。21年原材料价格上涨对公司毛利率产生一定影响，目前公司已经陆续向下游提价。公司具备转嫁成本压力的能力，但有一定的时滞，未来原材料价格剧烈波动将对公司经营稳定性带来不利影响。

- 3、汇率风险：2020年公司境外业务营收占比为63%，主要采用美元、港币等结算，汇兑损益对公司经营业绩产生影响。
- 4、业务风险：下游市场拓展不及预期、服务器客户拓展不及预期、其他电源业务增长不及预期。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	796	2,115	2,302	3,088	4,045
货币资金	156	458	482	787	1,208
应收票据	15	18	28	37	50
应收账款	436	691	931	1,330	1,704
预付账款	0	0	0	1	1
存货	160	273	373	526	656
其他	29	674	488	407	427
非流动资产	221	344	674	798	819
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	168	194	462	554	565
无形资产	24	52	62	72	82
其他	29	97	150	172	172
资产总计	1,017	2,458	2,976	3,886	4,864
流动负债	547	940	1,249	1,772	2,195
短期借款	30	20	20	20	20
应付票据	90	201	242	364	440
应付账款	386	651	892	1,255	1,568
其他	42	69	95	133	168
非流动负债	7	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	19	19	19	19
负债合计	554	959	1,268	1,791	2,214
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	462	1,499	1,708	2,095	2,650
负债和股东权益	1,017	2,458	2,976	3,886	4,864

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,313	2,083	2,808	4,010	5,138
同比(%)	19.1%	58.7%	34.8%	42.8%	28.2%
归属母公司净利润	112	194	209	386	555
同比(%)	92.0%	72.5%	8.0%	84.6%	43.7%
毛利率(%)	21.5%	21.6%	17.8%	20.3%	21.7%
ROE%	24.3%	12.9%	12.3%	18.4%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	1.48	2.30	2.07	3.82	5.49
P/E	0.00	29.83	26.58	14.40	10.02
P/B	0.00	4.63	3.26	2.66	2.10
EV/EBITDA	-0.79	21.54	19.59	10.27	6.63

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,313	2,083	2,808	4,010	5,138
营业成本	1,030	1,634	2,307	3,197	4,024
营业税金及附加	8	7	10	14	18
销售费用	44	44	70	100	134
管理费用	50	66	93	130	164
研发费用	52	69	98	140	180
财务费用	-4	33	-6	-6	-9
减值损失合计	-7	-13	0	0	0
投资净收益	0	0	1	1	1
其他	1	1	1	2	3
营业利润	126	219	237	437	631
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	126	219	237	437	631
所得税	13	25	27	50	76
净利润	112	194	209	386	555
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	112	194	209	386	555
EBITDA	160	302	261	467	661
EPS(当年)(元)	1.48	2.30	2.07	3.82	5.49

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	92	196	183	364	480
净利润	112	194	209	386	555
折旧摊销	31	38	29	36	39
财务费用	1	9	0	0	0
投资损失	0	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-68	-72	-55	-58	-114
其它	16	27	0	0	0
投资活动现金流	-74	-799	-159	-59	-59
资本支出	-84	-170	-360	-160	-60
长期投资	0	0	200	100	0
其他	10	-629	1	1	1
筹资活动现金流	4	845	0	0	0
吸收投资	0	868	0	0	0
借款	77	52	0	0	0
支付利息或股息	-2	0	0	0	0
现金流净增加额	23	230	24	305	421

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。