

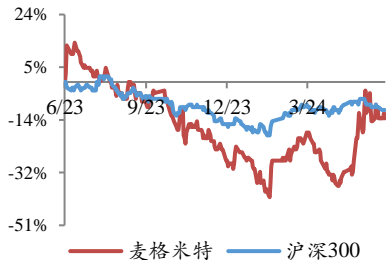
高研发平台型企业，多元布局驱动成长

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-07-09

收盘价(元) 24.65
近12个月最高/最低(元) 37.11/18.00
总股本(百万股) 503
流通股本(百万股) 415
流通股比例(%) 82.44
总市值(亿元) 124
流通市值(亿元) 102

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002
邮箱：liuqianlin@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 聚焦电能变换与控制，多元布局打造平台型企业

公司围绕电能的变换、控制和应用，构建了功率变换硬件、数字化电源控制、系统控制与通讯软件三大核心技术平台，持续推进研发与产品拓展，目前已成长为拥有智能家电电控、电源产品、新能源及轨道交通部件、工业自动化、智能装备、精密连接六大事业群的平台型企业，公司在强协同效应与强抗风险能力加持下实现多级增长。

● 下游应用多点开花，新兴业务贡献增量

1) 新能源汽车：已形成涵盖 PEU+MCU+OBC+DCDC 在内的产品矩阵，供应北汽、哪吒等头部客户，布局 800V 快充、多合一等前沿产品。23 年底以来 800V 高压平台加速渗透带来汽车电气部件升级，公司涉及产品迎来量价齐升。**2) 工控：**除经典的变频器+伺服+PLC 三件套通用产品外，公司针对性开发工程机械行业专机，充分受益于工程机械电动化，同时 24H2 工控行业或迎来补库周期，阿尔法与贝塔共振向上。**3) 电源：**英伟达引领 AI GPU 向超高算力升级，或带动服务器电源用量及价值量提升，公司加速国际头部客户订单交付，有望逐步贡献业绩增量。**4) 人形机器人：**公司布局关键球形电机技术，空间与成长潜力可观。

● 全球化布局成果显著，出海打开盈利空间

公司“研发+制造+销售”三管齐下进行全球化布局，已在美国、德国、泰国等地区设立多个研发中心/生产基地/代表处，2023 年公司海外收入（直接+间接）占比提升至 40%，毛利率高出国内 6.4pct。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.98/9.87/11.89 亿元，对应 PE 分别为 15.54/12.56/10.43，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；汇率波动风险；原材料价格波动风险；

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6754	8383	10391	12938
收入同比(%)	23.3%	24.1%	24.0%	24.5%
归属母公司净利润	629	798	987	1189
净利润同比(%)	33.1%	26.8%	23.7%	20.5%
毛利率(%)	24.9%	25.0%	25.4%	25.2%
ROE(%)	14.2%	15.6%	16.6%	17.1%
每股收益(元)	1.27	1.59	1.96	2.36
P/E	19.39	15.54	12.56	10.43
P/B	2.79	2.43	2.09	1.78
EV/EBITDA	21.92	12.49	10.24	8.55

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 财务分析：业绩稳步增长，盈利能力回升	4
2 核心竞争力：电力电子技术领先，多元布局打造平台型企业	5
3 增长点：新兴赛道高景气，出海增厚利润空间	7
3.1 新能源&轨交：800V 高压平台产业化加速，量价齐升可期	7
3.2 工控：2024 年 H2 有望进入上行周期，工程机械电动化收获期将至	9
3.3 电源：全球 AI 服务器出货高速增长，配套电源价值量有望提升	10
3.4 人形机器人：市场空间广阔，公司布局球形关键技术	12
3.5 出海：全球化布局成果显著，高毛利海外市场占有率提升	13
4 投资建议	14
5 风险提示	14
财务报表与盈利预测	15

图表目录

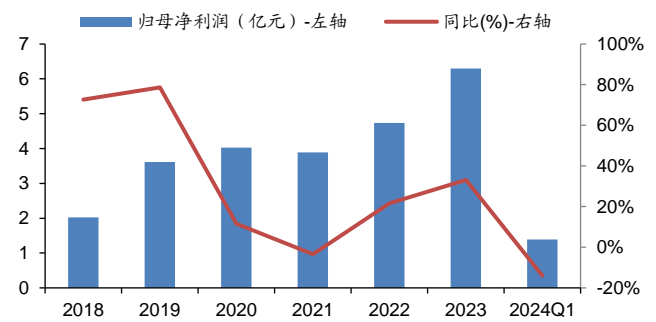
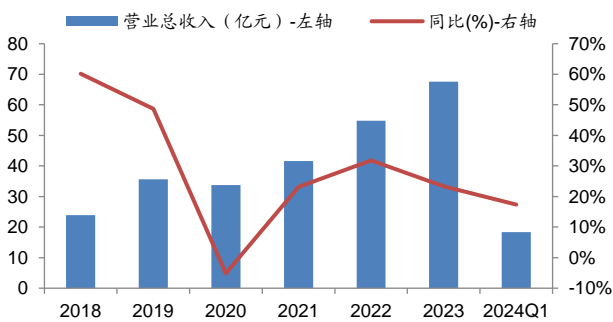
图表 1 公司 2019-2024Q1 营业收入及同比增速	4
图表 2 公司 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速	4
图表 3 公司 2018-2024Q1 毛利率/净利率情况	4
图表 4 公司 2019-2024Q1 期间各项费用率情况	4
图表 5 公司 2018-2023 年分产品收入 (亿元)	5
图表 6 公司 2018-2023 年各产品毛利率	5
图表 7 公司管理团队主要成员履历	5
图表 8 公司三大核心技术平台对应核心功能及技术	6
图表 9 公司 2018-2023 年研发人员数量占比及同业比较	6
图表 10 公司 2018-2023 年研发费用率及同业比较	6
图表 11 公司产品矩阵及下游应用领域	7
图表 12 公司新能源汽车领域产品矩阵	7
图表 13 公司车载电源产品规划	8
图表 14 公司电机控制器产品规划	8
图表 15 公司产品批量应用车型	8
图表 16 2023 年底至今主要新上市搭载 800V 高压平台的车型情况	9
图表 17 高压平台下, 电池、电驱动、压缩机、PTC 等部件需调整	9
图表 18 基钦周期模型说明	10
图表 19 2019-2026 全球服务器出货量及预测	10
图表 20 2022-2026 全球 AI 服务器出货量及预测	10
图表 21 2023 年全球数据中心 GPU 竞争格局 (万块%)	11
图表 22 英伟达 BLACKWELL GPU 芯片性能大幅提升	11
图表 23 AI 服务器与通用服务器电源方案对比	11
图表 24 2024-2030 年全球人形机器人市场规模 (亿美元)	12
图表 25 2024-2030 年中国人形机器人市场规模 (亿元)	12
图表 26 公司球形电机结构示意图	13
图表 27 公司全球化布局情况	13
图表 28 2016-2023 年公司不同地区收入占比	14
图表 29 2016-2023 年公司不同地区毛利率	14

1 财务分析：业绩稳步增长，盈利能力回升

公司业绩稳步增长，多元布局提升抗风险能力。公司围绕电力电子技术持续丰富产品品类、巩固传统业务竞争力并拓展高景气新兴应用，对冲部分行业需求波动的风险，实现总体业绩的稳健增长，公司营业收入 2018-2023 年 CAGR 达 23.1%，归母净利润 2018-2023 年 CAGR 达 25.5%。公司 2024Q1 年实现营业收入 18.31 亿元，同比+17.3%；实现归母净利润 1.39 亿元，同比-14.0%，但扣非归母净利润仍实现同比增长 25.6%。

图表 1 公司 2019-2024Q1 营业收入及同比增速

图表 2 公司 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速



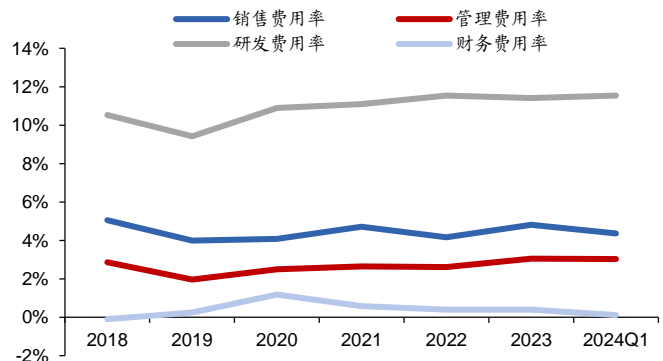
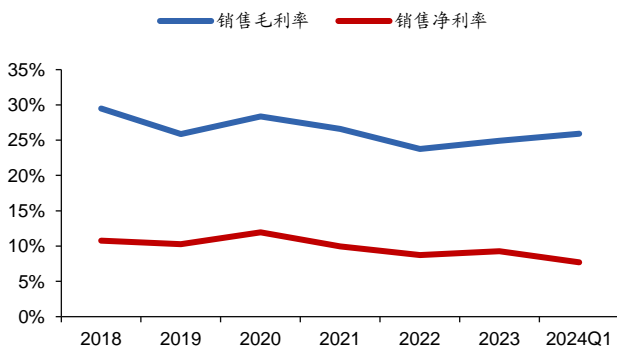
资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

盈利能力持续修复，重视研发投入。毛利率呈现稳中向好态势，公司近五年毛利率保持在 25% 左右，2021-2022 年受疫情反复、原材料价格上涨影响，公司毛利率小幅下滑，2022 年 H2 以来，受益于经济复苏、工程机械驱动产品、便携式储能逆变器等产品放量，公司毛利率持续修复，2024 年 Q1 公司毛利率达 25.91%，同/环比分别+1.81pct/1.36pct。公司费用率管控水平较为良好，近五年期间费用率保持在 20% 以下，同时保持高市场敏锐度，及时拓展智能装备、精密连接等应用，加速研发新品，常年保持 11% 左右的研发费用率。展望后续，未来随业务不断丰富，业务间协同效应增强，公司平台化优势有望强化，费用率仍具有一定摊薄空间。

图表 3 公司 2018-2024Q1 毛利率/净利率情况

图表 4 公司 2019-2024Q1 期间各项费用率情况



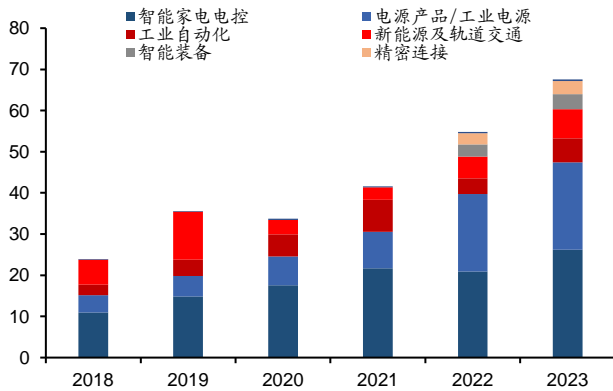
资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

存量业务稳中有增，新兴业务动能强劲。公司 2018-2021 年期间，受益于变频

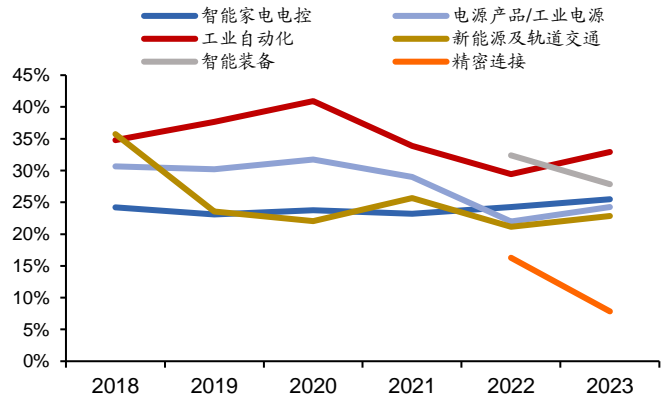
家电电控中高压电源产品线业务放量、日本办公自动化市场开拓，智能家电电控业务实现稳健较快增长，2018-2021 年收入 CAGR 达 26%。2023-2023 年，新能源及轨道交通、工业自动化、智能装备及精密等业务多点开花，加速成长。2023 年公司智能家电电控/电源产品/新能源及轨道交通/工业自动化/智能装备/精密连接业务实现收入 26.2/21.2/7.1/5.8/3.7/3.2 亿元，同比+25%/13%/35%/54%/23%/16%。

图表 5 公司 2018-2023 年分产品收入 (亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 公司 2018-2023 年各产品毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 核心竞争力: 电力电子技术领先, 多元布局打造平台型企业

管理层具备深厚行业经验, 公司沿用华为-艾默生发展路线。公司高管及核心技术人员均在华为电气及艾默生网络能源有多年从业经验, 其中董事长童永胜先生具有博士学位和博士后研究工作经历, 在电力电子行业深耕二十余载, 是行业内享有广泛声誉的专家。公司风格与华为-艾默生相似, 整个发展历程不断涉足新兴领域, 进行多元化布局, 造血能力强, 具有前瞻视野。

图表 7 公司管理团队主要成员履历

姓名	职位	学历	工作经历
童永胜	董事长、总经理	博士	1996 年至 2001 年在深圳市华为电气技术有限公司任副总裁; 2001 年至 2005 年在艾默生网络能源有限公司任副总裁
张志	董事、副总经理	本科	1997 年至 1998 年在深圳市华为电气技术有限公司任研发部项目经理
王涛	首席财务官、董秘	硕士	1997 年至 2001 年在深圳市华为电气技术有限公司任成本及预算管理部经理, 财务总监助理; 2001 年至 2010 年在艾默生网络能源有限公司任司库及分支机构管理部总监
沈楚春	首席技术官	硕士	1996 年至 2001 年在深圳市华为电气技术有限公司任一次电源产品线产品经理, 成本经理, 总工程师; 2001 年至 2005 年在艾默生网络能源有限公司任 DC GLOBAL 部成本经理, 总工程师

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

构建三大核心技术平台，为跨领域经营奠定基础。公司的核心技术是电力电子技术，公司下游产品虽布局家电、新能源汽车、工业自动化等多个领域，但各类产品的核心功能主要是电能的变换、控制和应用。功率变换硬件技术平台、数字化电源控制技术平台和系统控制与通讯软件技术平台三大核心技术平台进行不同的技术组合应用于不同的设备，帮助公司实现业务拓展。

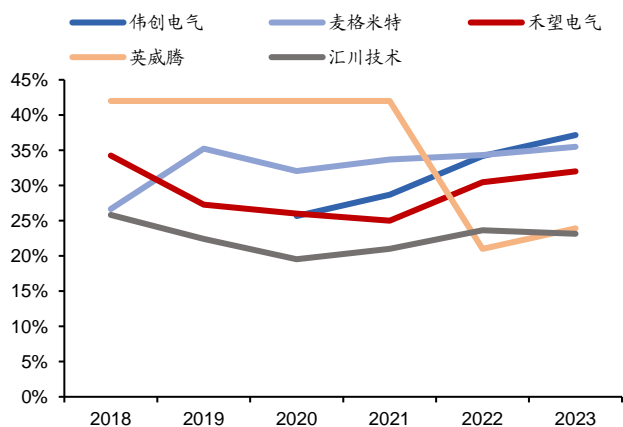
图表 8 公司三大核心技术平台对应核心功能及技术

平台	说明	核心技术
功率变换硬件技术平台	将一种形式的电能转换成另一种形式的电能。比如将交流电能转换成直流电能或将直流电能转换成交流电能；将工频电源（220V、50Hz）变换为设备所需频率的电源等	高效、高功率密度电源变换技术 KV 级高频高压输出变频谐振变换技术 高效变频电机驱动硬件技术
数字化电源控制技术平台	指以单片机（MCU）或数字信号处理器（DSP）为载体，把电源控制核心算法和控制的数学、物理模型以软件的方式植入芯片，在不改变或少改动硬件的条件下，通过软件修改相关参数，实现对各种常用拓扑结构的开关电源的数字化、软件化控制	数字化 DC/DC 拓扑算法技术 DSP 数字焊接控制技术 数字化电机变频驱动控制技术
系统控制与通信软件技术平台	系统控制指在电气设备中，实现接收、判断、处理和反馈等控制功能；通信软件技术指控制系统之间通过有线或无线的方式进行实时通信连接以实现“遥测、遥信、遥控”的功能	PLC 可编程逻辑控制技术 设备远程管理系统平台技术 电源系统管理控制技术 智能家电控制器软件处理平台技术

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

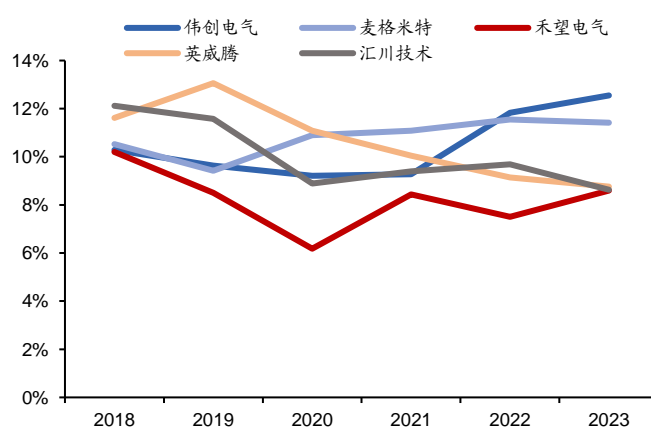
研发创新深植公司“DNA”，持续推进产品迭代。电力电子作为技术密集型行业，产品及应用场景均处于高速迭代的过程中，公司瞄准的不是单一行业或单一技术，因此，从电力电子领域来讲，公司依然处于布局期，在构建技术和产品体系的过程中，每一个技术方向，均需持续的研发投入和经营管理。公司已在长沙、武汉、西安等地区设立 10 个研发中心，研发费用率/研发人员数量占比保持在 10%/33%左右，位于行业前列，当前专利总数达 1700 以上，保障产品迭代的时效性及可靠性，支撑公司可持续发展。

图表 9 公司 2018-2023 年研发人员数量占比及同业比较



资料来源：Wind，禾望电气年报，华安证券研究所

图表 10 公司 2018-2023 年研发费用率及同业比较



资料来源：Wind，华安证券研究所

公司形成六大事业群，成长性、持续性及抗波动性良好。公司通过“外延+内生”

两种方式进行产业布局,目前已形成智能家电电控、电源产品、新能源及轨道交通部件、工业自动化、智能装备、精密连接六大事业群,由单一业务结构企业逐步发展成为多元化平台型企业,强化公司核心竞争力,其竞争优势体现在:**1) 强抗风险能力:**公司布局家电/新能源/工业自动化等多应用领域,规避任一产品线的周期波动或业务变化带来的风险。**2) 高成长性:**拓展新能源汽车小三电、储能、AI服务器电源等新兴高增长赛道,为公司带来高成长性。**3) 协同效应突出:**通过矩阵化布局形成业务网络,产品之间形成软硬件的互相协同、产品技术的交流融合、供应链和市场资源的共享。

图表 11 公司产品矩阵及下游应用领域

电源产品	工业自动化	新能源&轨道交通	智能装备	智能家电电控	精密连接
 <ul style="list-style-type: none"> 通信及服务器电源 电力电源 医疗电源 显示电源 光伏储能系统 充电桩部件 OA电源 平板电源 ... 	 <ul style="list-style-type: none"> 变频器 伺服系统 控制系统 传感器 内啮合齿轮泵 工业物联网IOT 电梯一体化控制器 工程车辆控制器 ... 	 <ul style="list-style-type: none"> 车载集成充电系统 电机控制器 多合一高压集成驱动器 电动压缩机 热管理系统 轨交空调控制器 轨交变频器 ... 	 <ul style="list-style-type: none"> 智能数字化焊机 工业微波设备 潜油螺杆泵智能采油系统 ... 	 <ul style="list-style-type: none"> 家用/商用空调控制器 热泵/暖风机控制器 车载空调控制器 太阳能空调控制器 微型压缩机控制器 冰箱/洗衣机控制器 家用/工业微波电源 智能卫浴整机及部件 ... 	 <ul style="list-style-type: none"> FFC柔性扁平排线 FPC 同轴线 漆包线 SQ共膜电感 ...

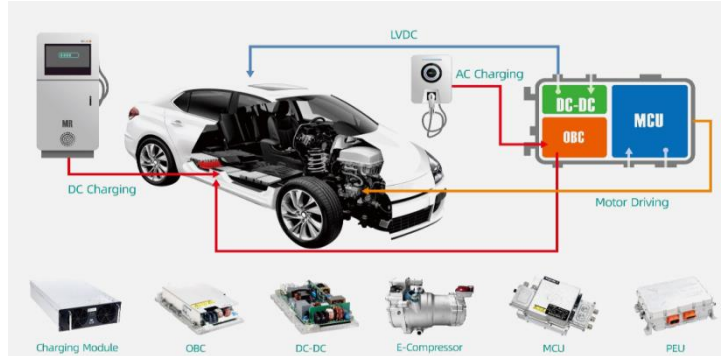
资料来源:公司官网,华安证券研究所

3 增长点: 新兴赛道高景气, 出海增厚利润空间

3.1 新能源&轨交: 800V 高压平台产业化加速, 量价齐升可期

公司新能源小三电产品矩阵丰富,持续推进产品迭代。在新能源汽车&轨交领域,公司现有产品包括电力电子集成模块(PEU)、电机驱动器(MCU)、车载充电器(OBC)、DCDC 电源及轨道交通车辆空调电气部件等,其中包括800V版本的OBC&DCDC模块,已批量交付混动双电机控制器。同时,公司紧跟电动汽车高电压、高集成度、高能量密度、低成本的趋势,推动产品迭代,前瞻布局 SiC 功率器件、第三代及第四代 OBC&DCDC 产品,四合一/五合一/六合一模块。

图表 12 公司新能源汽车领域产品矩阵



资料来源:公司官网,华安证券研究所

图表 13 公司车载电源产品规划



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 14 公司电机控制器产品规划



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司车企客户资源优质，在手订单充裕。公司于 2010 年进入新能源汽车行业以来，十余年期间积累了优质的客户资源。在乘用车领域，公司已与北汽新能源、哪吒、零跑、东风等车企建立合作，产品已应用于北汽 LITE、北汽 EU5 等车型。在商用车 & 轨交领域，公司产品已供应金龙客车、少林客车、三一集团等客户。同时，公司目前新能源汽车在手订单充裕，持续导入新客户，有望充分受益于新能源汽车及 800V 平台渗透率提升。

图表 15 公司产品批量应用车型



资料来源：公司官网，华安证券研究所

800V 平台开启上车周期，向低价格带车型加速渗透。800V 高压平台是解决新能源汽车里程及充电焦虑的重要工具，2023 年为放量元年，据高工锂电数据，国内 2023 年 800V 车型渗透率约 2%，2023 年底至今 800V 高压平台加速上车，截至 2024 年 1 月，800V 车型渗透率已快速提升至 6%，渗透率快速提升的拐点初现。同时，2024 年以来，800V 高压平台车型“高端车型标配”逐步转向“中高端车型标配”，价格带逐渐向 20-30 万元渗透，如比亚迪海狮 07EV、零跑 C16、小米 SU7 等新车型。展望后续，随成本下降、技术进步及消费者市场认知度提升，800V 高压平台有望进一步加速渗透，据华为《中国高压平台快充产业发展报告（2023-2025）》预测，到 2026 年 800V 高压车型在电动汽车的渗透率有望达 50%。

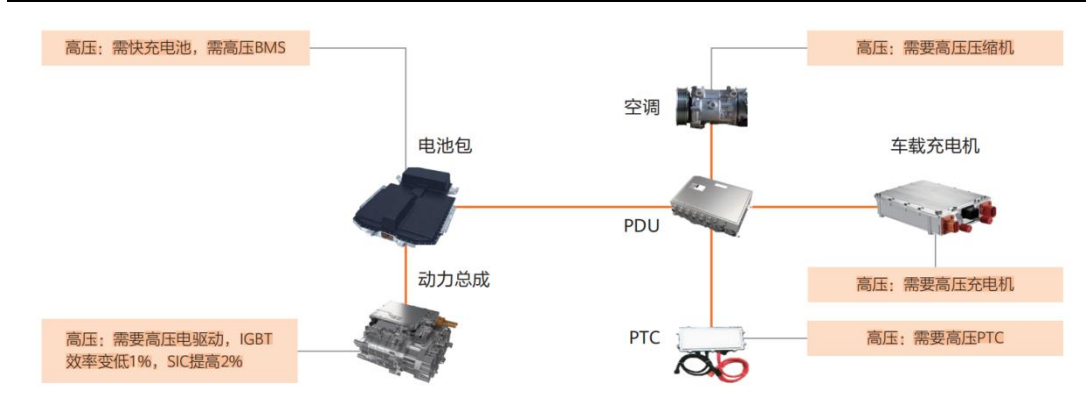
图表 16 2023 年底至今主要新上市搭载 800V 高压平台的车型情况

车型	快充速率	上市时间	价格带 (万元)
比亚迪海狮 07EV	25 分钟 (10%-80%)	2024/5/11	19.98-23.98
零跑 C16	15 分钟 (30%-80%)	2024/4/25	预计满配 20 万
小米 SU7 Max	15 分钟补能 510km	2024/3/28	29.99
新极氪 001	5C	2024/2/27	26.9-32.9
极氪 007	4.5C	2023/12/27	20.99-29.99
问界 M9 EV	15 分钟 (30%-80%)	2023/12/26	50.98-56.98
智界 S7	3.2C	2023/11/9	24.98-34.98

资料来源: 各车企官网及公众号, 华安证券研究所

高压架构有望带动汽车电子零部件升级, 公司涉及产品价值增量达 3000 元以上。根据华为《中国高压平台快充产业发展报告 (2023-2025)》采用“千伏”高压架构, 整车需变动充配电、电池、电驱等系统, 相应价值量也有所提升。其中, 相对于 450Vdc (基于 IGBT) 电压平台, 公司涉及的 OBC+DCDC/电机电控/热管理系统 (压缩机、空调、暖风) 950Vdc 版本 (基于 SiC MOS) 单车价值量分别提升 800/2000/400 元。

图表 17 高压平台下, 电池、电驱动、压缩机、PTC 等部件需调整



资料来源: 华为, 华安证券研究所

3.2 工控: 2024 年 H2 有望进入上行周期, 工程机械电动化收获期将至

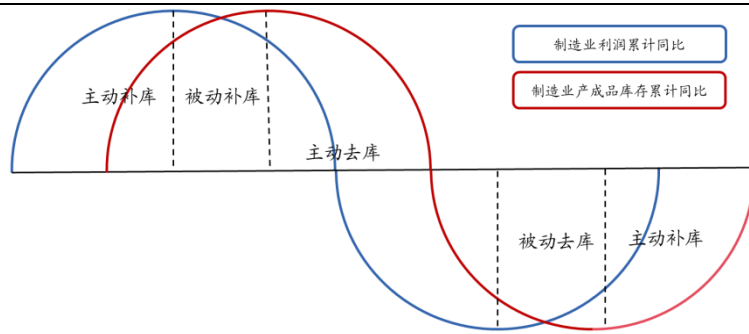
公司工控产品品类齐全, 同时覆盖工厂自动化和过程自动化。公司工业自动化产品包括变频器、伺服、PLC、液压伺服泵、直线电机、编码器等产品, 解决方案既包括金属焊接与加工、数控机床、橡塑机械、物流及仓储设备、机械手/机器人、纺织等工厂自动化行业, 也包括定制化程度和控制要求更高的节能环保、石油石化、建材水泥、食品药品等过程自动化行业。

工程机械电动化领域为公司强项, 有望充分受益于需求增长。公司专门针对工程车辆行业定制化开发了 L6 系列电驱控制器, 对电动叉车的陡坡缓降、双驱差速、高空臂车的抱闸控制等特殊工况做了特殊的算法处理, 能够最大限度的发挥出电机的控制性能, 输出频率调节范围 0~300Hz, 峰值运行电流可达 200~600A, 解决了传统低速燃油车的不易操作、高污染、能耗高、不易维护等问题, 广泛应用于智能仓储物流车, 电动叉车, 高空作业车, 电动挖掘机、装载机等。目前公司结合新能源汽车行业的积累, 利用整体

平台的优势，在工程机械电动化的大客户应用上取得突破，为国内一线企业提供系统解决方案，有望充分受益于工程机械电动化趋势。

边际改善信号初现，工控上行周期渐行渐近。 工控需求一般符合基钦周期规律，可分为主动补库、被动补库、主动去库和被动去库四个阶段，一般一个周期持续时间在 40 个月左右。从 2021 年 9 月起至 2024 年 5 月计算，下行周期已持续近 32 个月，当前已接近底部。边际变化看，4 月全国规模以上工业企业利润同比转正，实现增长 4.0%，下游需求已率先回暖，工业企业预期及信心好转。我们认为，后续随传统行业弱复苏、大规模设备更新方案落地、新质生产力发展，工控行业有望于 24H2 迎来新一轮上行周期。

图表 18 基钦周期模型说明

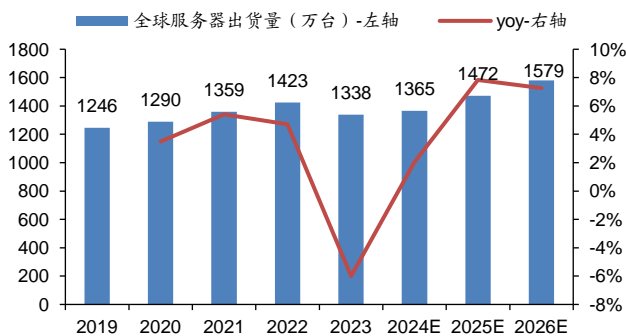


资料来源：华安证券研究所绘制

3.3 电源：全球 AI 服务器出货高速增长，配套电源价值量有望提升

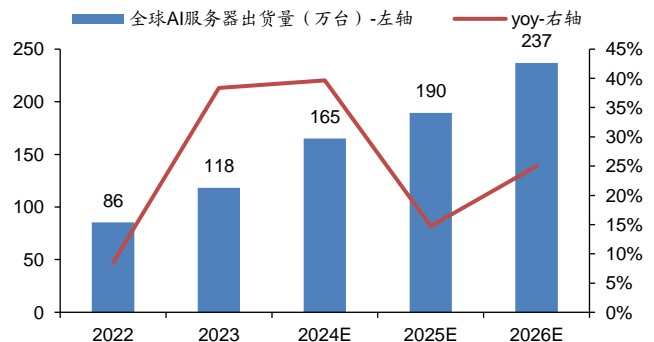
全球服务器出货回暖，AI 服务器需求快速增长。 受通货膨胀、融资成本高企影响，企业压缩资本支出影响，2023 年服务器需求承压，而 2024 年在美系 CSP 拉动下需求有望回暖，据 TrendForce 集邦咨询，全球 2023 年服务器整机出货量约 1338 万台，同比下滑 6%，预计 2024 年将达 1365 万台，同比增长 2%。受益于 AI 大模型快速发展，算力需求快速提升，而 AI 服务器作为算力承载的核心基础设施，其出货量有望快速增长，根据 TrendForce 数据，2023 年全球 AI 服务器出货量近 120 万台（包含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等），同比增长 38.4%，2024 年有望加速增长至 165 万台，同比增速达 39.7%，2022-2026 年 CAGR 达 29%。

图表 19 2019-2026 全球服务器出货量及预测



资料来源：TrendForce，华安证券研究所

图表 20 2022-2026 全球 AI 服务器出货量及预测

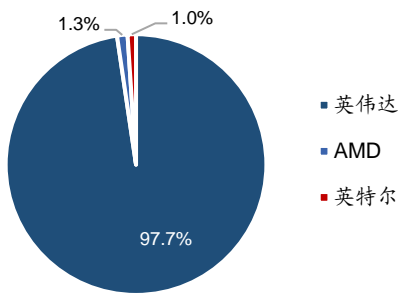


资料来源：TrendForce，华安证券研究所

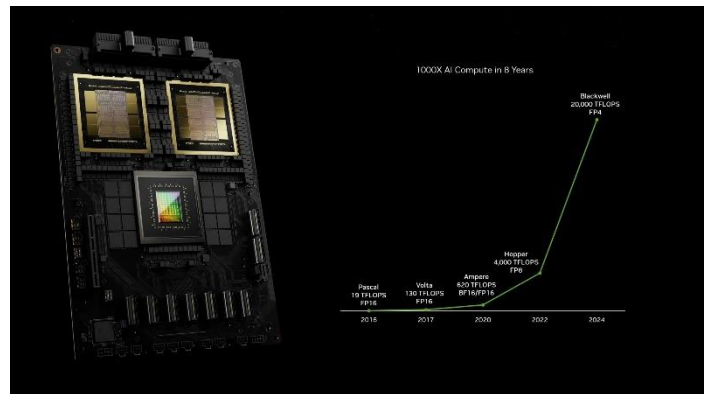
英伟达 GPU 成为数据中心标配，AI 服务器新品 GB200 有望于 2025 年放量。据 TechInsights，英伟达 2023 年数据中心 GPU 出货量约为 376 万块，同比增长 42%，市场份额高达 98%，英伟达 GPU 几乎成为数据中心标配。

英伟达于 24 年 3 月 18 日在 GTC 大会上发布新一代 AI 芯片 Blackwell GPU，基于该 GPU 组成的 GB200 性能达到了 H100 的 7 倍，同时显著降低成本和功耗。据 TrendForce 预测，GB200 将于 2024 年底以结构相对简单的 NVL 36 率先导入，而 NVL72 将以主推形式于 2025 年放量，从当前 CSP 导入情况看，以 Microsoft、Meta、AWS 较为积极，预期 2025 年 GB200 方案合计出货量有望超过 3 万柜。

图表 21 2023 年全球数据中心 GPU 竞争格局 (万块%)



图表 22 英伟达 Blackwell GPU 芯片性能大幅提升



资料来源: TechInsights, 华安证券研究所

资料来源: 澎湃新闻, 英伟达 GTC 直播截图, 华安证券研究所

AI 服务器对电源要求更高，有望提升服务器电源价值量。大模型 AI 训练服务器因对算力需求更高，其服务器电源功率和配置数量明显提升，而服务器电源价格通常与其功率成正相关，故价值量或有所提升。参考浪潮信息产品来看，其通用服务器 NF5170G7 支持 1+1 冗余 550W/800W/1300W CRPS 标准电源，而其 AI 服务器 NF5468G7 却需要 4 个 1600W/2000W/2200W/3000W 80Plus 铂金/钛金 PSU，电源数量及功率要求均有明显提升，后者价值量自然更高。

图表 23 AI 服务器与通用服务器电源方案对比

品牌	服务器类型	服务器名称/型号	电源数量 (个)	电源功率 (KW)
华为	AI 服务器	Atlas 800 训练服务器-9000	4 (2+2 冗余)	2000/3000
		Atlas 800 训练服务器-9010	4 (2+2 冗余)	2000/3000
	通用服务器	TaiShan 200 服务器-2480 高性能型	2 (1+1 冗余)	900/1200/1500/2000
		TaiShan 100 服务器-2280 均衡型	2 (1+1 冗余)	460/750
浪潮	AI 服务器	元脑 AI 服务器 NF5688G7	8 (N+N 冗余)	2700/3200
		元脑 AI 服务器 NF5468G7	4 (N+N 冗余)	1600/2000/2200/3000
	通用服务器	元脑通用服务器 NF5170G7	2 (1+1 冗余)	550/800/1300
		元脑通用服务器 NF5466G7	2 (1+1 冗余)	1300/1600/2000/2700

资料来源: 华为官网, 浪潮信息官网, 华安证券研究所

公司服务器电源领域优势明显，有望受益于国产替代趋势。在服务器电源领域，台

达电子、光宝科技等中国台湾地区企业长期占据主要市场份额，目前，我国大陆服务器电源企业生产工艺及技术水平与国际先进水平差距逐步缩小，欧陆通、麦格米特、中国长城等大陆供应商市场份额不断提升，国产替代趋势明确。公司深耕电源行业多年，竞争优势明显，主要体现在：

1) **技术与行业 know-how 积累深厚。**电源是公司的传统强项，公司 2003 年起家于平板电源，2007 年进入工业电源领域，2022 年位居全球电源供应商销量第 7 名。当前已覆盖医疗电源、通信及服务器电源等网络电源、电力电源、工业导轨电源、光储充逆变器、显示电源等众多细分领域，实现多元化布局。

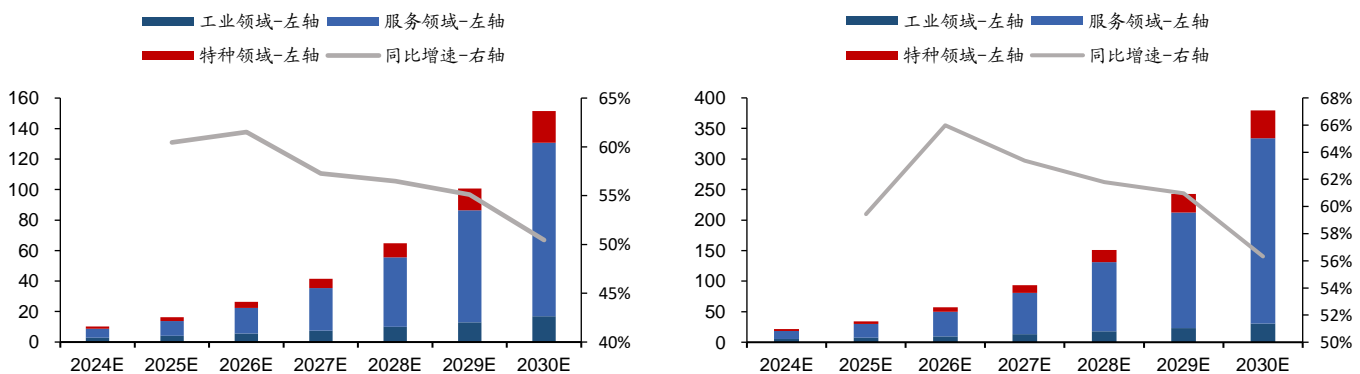
2) **电源产品认可度高，与头部客户合作稳定。**公司在电源产品领域经过多年积累，持续为爱立信、诺基亚、GE、飞利浦、魏德米勒、西门子、ABB、Cisco、Juniper、施耐德、EnerSys、特变电工、小米、长虹等国内外知名企业提供产品、研发及生产服务。

3) **服务器电源产品性能优异，已获国际头部客户多项订单。**在服务器电源领域，公司基于 inter CRPS 的标准要求研发、生产的 CRPS 系列服务器电源，产品具有高可靠性、高稳定性、高适用性，功率覆盖 550W/800W/1300W/1600W/2200W，器件国产化占比达到 96% 以上，完全匹配国产芯片和主板如海光、申威、龙芯以及飞腾，适用于互联网、运营商、政府和企业等领域 IDC，并满足在液冷和边缘计算的特种条件下工作要求，目前已向国内外市场批量出货。2023 年公司持续获得爱立信、思科等头部国际客户的多项目需求与订单，并加速批量交付进度，收入规模逐步兑现。

3.4 人形机器人：市场空间广阔，公司布局球形关键技术

人形机器人是当今世界科技领域最具潜力和前景的产业之一，市场空间极为广阔。需求端看，人形机器人可广泛应用于智能制造、医疗、服务等各种场景，实现对劳动力的解放从而提升人类生活质量。供给端看，在 AI 大模型、高端制造、新材料等多行业快速发展、交叉融合背景下，人形机器人产业迎来发展机遇。据高工机器人产业研究所预测，2024 年全球/中国人形机器人市场规模分别达 10 亿美元/22 亿元，到 2030 年达 150 亿美元/380 亿元，全球/中国 2024-2030 年 CAGR 分别达 56%/61%。

图表 24 2024-2030 年全球人形机器人市场规模 (亿美元) 图表 25 2024-2030 年中国人形机器人市场规模 (亿元)



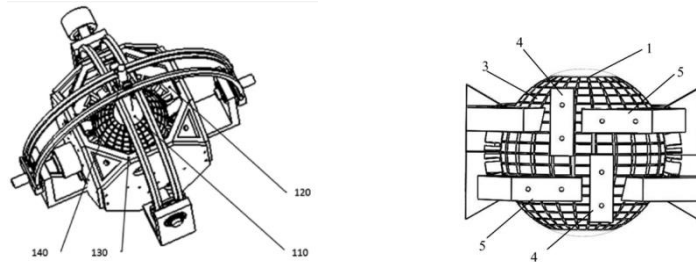
资料来源：GGII，华安证券研究所

资料来源：GGII，华安证券研究所

公司人形机器人目前处于早期布局阶段，未来有望充分受益于产业发展红利，成长潜力可期。公司控股子公司苏州直为精驱控制技术有限公司在多年前已有球形电机的相

关专利布局, 苏州直为董事长刘吉柱于 2019 年 6 月申请了“一种用于机器人一体化关节结构的球形电机”的专利, 该球形电机可实现单关节多自由度的运动和控制, 针对现有技术中需要多个 DD 马达直驱、尺寸大、响应速度慢、动态性能差、可靠性差等技术问题做出了优化。我们认为, 公司在电机领域技术积累深厚, 与人形机器人执行器技术同源性较强, 公司切入人形机器人领域具备基础, 且公司有多年与国际知名客户的合作经验, 有望充分受益于产业发展红利。

图表 26 公司球形电机结构示意图



资料来源: 国家知识产权局, 华安证券研究所

3.5 出海: 全球化布局成果显著, 高毛利海外市场占比提升

高度重视全球化布局, 拓展海外产能与市场资源。公司已将“加速海外布局、扩展海外市场”作为未来发展的重要战略方向, 产能建设与市场开拓同步推进。产能端, 公司已在泰国、印度、美国投入产能建设, 完善全球供应链布局, 及时满足海外交付需求。研发端, 公司已在美国、德国建立海外研发中心, 专精前瞻技术研发。销售端, 公司积极开拓欧美高利润市场及高增速新兴市场, 目前已在美国、德国、波兰、罗马尼亚、土耳其、韩国、日本、印度、泰国、南非等地建立代表处, 积极寻求与各地区、各行业国际一线客户建立深度合作的机会。

图表 27 公司全球化布局情况

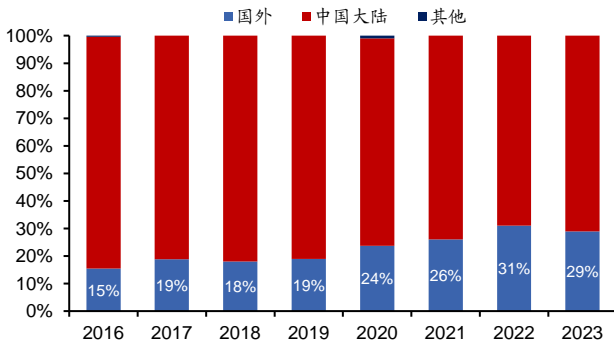


资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

海外业务进入收获期, 直接+间接收入占比达 40%, 增厚公司盈利空间。在经济全球化提速、国内竞争加剧背景下, “出海”成为中国企业新机遇。收入端看, 公司凭借性价比、响应速度、服务与技术方案的优势在海外市场立足, 海外直接收入占比由 2016

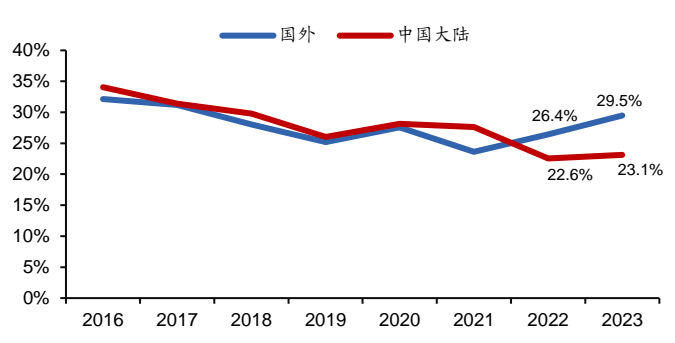
年的 15% 快速提升至 2023 年的 29%。2023 年公司实现直接海外收入 19.5 亿元，间接海外收入约 7.5 亿元，合计占比达 40%，海外市场已成为公司收入的重要增长引擎。利润端看，国内竞争加剧，价格战频发压缩国内利润空间，而海外市场在资质认证、技术、服务等方面的高壁垒带来高溢价与高盈利，2023 年公司海外地区毛利率达 29.5%，较国内地区毛利率高出 6.4pct，预计随国际客户订单提升、泰国基地建成投产，公司海外收入占比有望进一步提升，带动整体毛利率提升。

图表 28 2016-2023 年公司不同地区收入占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 29 2016-2023 年公司不同地区毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

4 投资建议

麦格米特是电能变换与控制的专家，通过跨领域多元化布局，发展成为领先的平台型企业，产品、技术、管理优势突出。从边际变化来看，公司多个下游领域迎来需求景气共振，新能源汽车电驱电控、工业自动化、服务器电源等多产品有望支撑公司业绩增长。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.98/9.87/11.89 亿元，对应 PE 分别为 15.54/12.56/10.43，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

下游需求不及预期；汇率波动风险；原材料价格波动风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6141	7516	9410	11932	营业收入	6754	8383	10391	12938
现金	596	513	765	1238	营业成本	5070	6286	7756	9673
应收账款	2229	2678	3319	4133	营业税金及附加	36	42	52	65
其他应收款	27	34	42	52	销售费用	325	377	459	563
预付账款	69	94	116	145	管理费用	206	251	312	388
存货	1918	2407	2938	3643	财务费用	26	-1	7	6
其他流动资产	1303	1790	2229	2721	资产减值损失	-37	-38	-40	-41
非流动资产	3972	4399	4756	5049	公允价值变动收益	281	290	295	310
长期投资	182	242	302	362	投资净收益	-8	8	10	13
固定资产	1265	1618	1920	2208	营业利润	633	808	1000	1206
无形资产	289	284	279	274	营业外收入	9	10	11	12
其他非流动资产	2236	2255	2255	2206	营业外支出	4	6	7	8
资产总计	10113	11915	14166	16981	利润总额	637	812	1004	1210
流动负债	4182	5063	6198	7677	所得税	12	16	20	24
短期借款	324	300	348	412	净利润	625	795	984	1186
应付账款	2210	2706	3340	4165	少数股东损益	-4	-2	-3	-4
其他流动负债	1648	2056	2510	3100	归属母公司净利润	629	798	987	1189
非流动负债	1391	1623	1903	2233	EBITDA	615	1108	1359	1618
长期借款	162	312	462	612	EPS (元)	1.27	1.59	1.96	2.36
其他非流动负债	1229	1311	1441	1621					
负债合计	5573	6687	8101	9910					
少数股东权益	123	121	118	114					
股本	501	503	503	503					
资本公积	1144	1153	1153	1153					
留存收益	2772	3451	4290	5301					
归属母公司股东权益	4417	5107	5946	6957					
负债和股东权益	10113	11915	14166	16981					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	310	626	787	969	成长能力				
净利润	625	795	984	1186	营业收入	23.3%	24.1%	24.0%	24.5%
折旧摊销	204	298	348	402	营业利润	25.0%	27.6%	23.8%	20.6%
财务费用	30	19	25	33	归属于母公司净利	33.1%	26.8%	23.7%	20.5%
投资损失	-3	-8	-10	-13	获利能力				
营运资金变动	-258	-210	-301	-365	毛利率 (%)	24.9%	25.0%	25.4%	25.2%
其他经营现金流	594	738	1025	1278	净利率 (%)	9.3%	9.5%	9.5%	9.2%
投资活动现金流	-292	-795	-691	-679	ROE (%)	14.2%	15.6%	16.6%	17.1%
资本支出	-393	-611	-641	-632	ROIC (%)	6.4%	11.1%	11.9%	12.2%
长期投资	88	-60	-60	-60	偿债能力				
其他投资现金流	14	-124	10	13	资产负债率 (%)	55.1%	56.1%	57.2%	58.4%
筹资活动现金流	82	86	155	183	净负债比率 (%)	122.7%	127.9%	133.6%	140.1%
短期借款	-73	-24	48	64	流动比率	1.47	1.48	1.52	1.55
长期借款	162	150	150	150	速动比率	0.97	0.95	0.99	1.03
普通股增加	4	2	0	0	营运能力				
资本公积增加	105	9	0	0	总资产周转率	0.73	0.76	0.80	0.83
其他筹资现金流	-115	-51	-43	-31	应收账款周转率	3.44	3.42	3.47	3.47
现金净增加额	107	-82	251	473	应付账款周转率	2.64	2.56	2.57	2.58
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.27	1.59	1.96	2.36
					每股经营现金流薄)	0.62	1.25	1.57	1.93
					每股净资产	8.81	10.15	11.82	13.83
					估值比率				
					P/E	19.39	15.54	12.56	10.43
					P/B	2.79	2.43	2.09	1.78
					EV/EBITDA	21.92	12.49	10.24	8.55

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验。

分析师：刘千琳，华安证券电新行业研究助理，凯斯西储大学金融学硕士，8 年行业研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。