

麦格米特 (002851)

证券研究报告

2024年12月14日

多极布局行稳致远，AI 服务器电源贡献高弹性

多元布局打造协同效应，突破周期稳健前进。公司业务主要分类为智能家电电控产品、电源产品、新能源及轨道交通部件、工业自动化、智能装备、精密连接六大类，致力于成为全球一流的电气控制与节能领域的方案提供者。公司强调多极增长、平衡风险，着力均衡各业务板块的总体规模和发展趋势，在行业整体下行情况下仍能够稳健前进，抗周期波动能力较强。

聚焦主业多极布局，主业持续增长

- 智能家电市场规模庞大，变频空调与智能卫浴成为公司营收主力。**印度由于环境因素变频空调市场前景广阔，公司有望营收 45-50 亿元；智能卫浴国内市场渗透率尚低，公司专注产品部件，有望维持高增。2024H1 智能家电电控占比公司营收达 50%，我们预计 2024-2026 年智能家电业务整体营收为 36.3/47.2/60.4 亿元，同比增长 39%/30%/28%。
- 网络能源、光储充及新能源车产品高速增长。**公司大功率电源技术储备丰富，获英伟达供货资格或实现超额收益；充电桩远未饱和，光储充市场持续贡献增量；新能源车产品下游竞争激烈，各车厂增速差异大，公司积极扩增下游客户，利用产品优势，匹配精密连接等部件一体化销售，单车价值量提升，该业务有望短期下滑后快速恢复增速。
- 医疗与显示电源、工业自动化、轨交、智能装备及精密连接稳步发展。**公司的稳健性业务主要聚焦在该五大板块，各板块均以对国内外知名企业提供产品和研发及生产服务为主。其业务的共同点在于增速保持稳定，平衡公司风险，为公司贡献源源不断的现金流。
- 盈利能力趋稳走高，竞争水平保持强健。**多元化布局成效显著，营收保持稳健增长，2020-2023 年 CAGR 为 26%。随着公司保持稳健经营、贯彻“多级增长平衡风险”战略、坚持内生增长与外延扩张相结合，将步入新的发展阶段，有效平衡周期波动，未来盈利水平有望趋稳走高。

高性能 AI 服务器电源高速增长，公司把握稀缺性机遇有望迎高弹性

- AI 服务器电源面临广阔的发展空间。**AI 服务器耗电量增大，电源在多方面的性能得到提升；AI 服务器电源成为服务器电源市场新增量，英伟达在 AI 服务器 GPU 市场占有率超 90%，占据主导地位，故我们通过英伟达 B 系列服务器电源测算，2026 年 AC-DC 市场有望达 53 亿美元。
- 麦格米特拿到英伟达 AI 服务器电源供货资格。**公司与台达、光宝相比均存在一定差距，但注重研发加速追赶。同时与国际头部客户有持续合作经验，目前拿到英伟达 AI 服务器电源供货资格，2026 年 AI 服务器电源有望为公司带来约 6~9 亿利润增量。

盈利预测与估值：预计 24-26 年公司总收入分别为 86.9/ 109.3/ 134.6 亿元，同增 29%/ 26%/ 23%；归母净利润分别为 6.5/ 8.3/ 10.2 亿元，同增 3%/27%/23%，我们给予主业 25 年 25 倍 PE 估值，对应主业目标市值 177.5 亿元；AI 新业务预计年化利润增量 5+亿元，给予 30 倍 PE。主业+AI 新业务合计目标市值 327.5 亿元，目标价 64.97 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险；新能源汽车销量不及预期；AI 服务器电源销量波动风险；费用控制不及预期风险；测算主观风险；股价波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,477.76	6,754.24	8,685.58	10,925.38	13,457.64
增长率(%)	31.81	23.30	28.59	25.79	23.18
EBITDA(百万元)	1,236.97	1,570.94	872.69	1,051.91	1,249.90
归属母公司净利润(百万元)	472.70	629.32	650.47	828.39	1,017.42
增长率(%)	21.56	33.13	3.36	27.35	22.82
EPS(元/股)	0.87	1.15	1.19	1.52	1.87
市盈率(P/E)	47.95	36.01	34.84	27.36	22.28
市净率(P/B)	6.12	5.13	4.56	3.96	3.44
市销率(P/S)	4.14	3.36	2.61	2.07	1.68
EV/EBITDA	9.62	7.08	24.55	19.64	15.95

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业 电力设备/其他电源设备 II

6 个月评级 买入 (首次评级)

当前价格 40.13 元

目标价格 64.97 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	545.22
流通 A 股股本(百万股)	456.93
A 股总市值(百万元)	21,879.85
流通 A 股市值(百万元)	18,336.52
每股净资产(元)	9.04
资产负债率(%)	57.70
一年内最高/最低(元)	51.51/18.00

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com高鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523080001
gaoxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《麦格米特-首次覆盖报告:多元化战略持续兑现，发力新能源、工业电源及工控》 2023-02-10
- 《麦格米特-半年报点评:三大业务持续增长，新能源汽车业务将加速发展》 2017-08-29
- 《麦格米特-公司点评:电机驱动器需求及工控下游复苏，产能释放带来高速增长预期》 2017-04-20

内容目录

1. 电气自动化先行者，多极成长破局出圈.....	
1.1. 多元布局打造协同效应，突破周期稳健前进.....	
1.2. 高弹性业务：变频空调、智能卫浴、网络能源、光储充及新能源车产品或将迎来高速增长期.....	
1.2.1. 智能家电规模庞大，印度变频空调市场前景广阔，有望营收 45-50 亿元.....	
1.2.2. 智能卫浴国内市场渗透率尚低，麦格米特专注产品部件，有望维持高增.....	
1.2.3. 大功率电源技术储备丰富，获英伟达供货资格有望实现超额收益.....	1
1.2.4. 光伏与储能已初见成效，充电桩保有量远未饱和，或将持续贡献增量.....	1
1.2.5. 新能源汽车下游竞争激烈，公司凭借优势有望短期下滑后继续实现高增.....	1
1.3. 稳健型业务：医疗与显示电源、工业自动化、轨交、智能装备及精密连接稳步发展，实现稳定收益.....	1
1.4. 盈利能力趋稳走高，竞争水平保持强健.....	2
2. AI 技术迅速发展带来高性能服务器电源增长机遇.....	2
2.1. AI 服务器电源面临广阔的发展空间.....	2
2.1.1. 服务器架构复杂应用场景广泛，电源价值占比约为 3%.....	2
2.1.2. AI 服务器耗电量增大，电源在多方面的性能得到提升.....	2
2.1.3. AI 服务器电源成为服务器电源市场新增量，2026 年市场有望达 53 亿美元.....	3
2.2. 麦格米特与台达、光宝相比均存在一定差距，但注重研发加速追赶.....	3
2.3. 大功率+多海外厂+头部客户合作助力麦格米特拿到英伟达 AI 服务器电源供货资格.....	3
2.4. 2026 年 AI 服务器电源有望为公司带来约 6~9 亿利润增量.....	3
3. 盈利预测.....	3
4. 风险提示.....	3

图表目录

图 1：公司六大业务产品布局情况.....	
图 2：2024 H1 公司主营业务收入构成.....	
图 3：中国智能家电市场规模趋势.....	
图 4：智能家电房屋示意图.....	
图 5：麦格米特变频家电收入趋势.....	
图 6：智能卫浴产业链.....	1
图 7：智能马桶产品零售情况.....	1
图 8：智能马桶与普通马桶功能对比图.....	1
图 9：麦格米特智能马桶产品.....	1
图 10：麦格米特智能卫浴收入趋势.....	1
图 11：中国 5G 基站数量.....	1
图 12：麦格米特电源产品示意图.....	1
图 13：全球服务器出货量趋势.....	1
图 14：麦格米特服务器电源产品示意图.....	1

图 15: 麦格米特电源产品收入趋势	1
图 16: 中国光伏新增装机	1
图 17: 中国储能累计趋势	1
图 18: 中国充电桩市场规模趋势	1
图 19: 麦格米特充电模块示意图	1
图 20: 24 年 1-3 月全国新能源汽车市场份额与 22 年新能源车配件成本拆分	1
图 21: 北汽/哪吒/零跑交付量趋势与新能源车配件拆分示意图	1
图 22: 麦格米特新能源产品收入趋势	1
图 23: 2020-2024E 中国电源市场规模 (单位: 亿元)	1
图 24: 公司医疗电源产品	1
图 25: 公司 OA 电源产品	1
图 26: 2017-2026E 中国工业自动化市场规模 (单位: 亿元)	2
图 27: 2021-2024H1 公司工业自动化业务营业收入与增速	2
图 28: 公司 MV100G 变频器产品	2
图 29: 公司 M6 标准型伺服系统产品	2
图 30: 公司轨道交通解决方案	2
图 31: 2019-2024E 中国智能制造装备市场规模与增速	2
图 32: 2021-2024H1 公司智能装备业务营业收入与增速	2
图 33: 2021-2024H1 公司精密连接业务营业收入与增速	2
图 34: 2020-2024Q1-Q3 公司营收及增速变化情况	2
图 35: 2020-2024Q1-Q3 年公司归母净利润变化情况	2
图 36: 2020-2024Q1-Q3 公司毛利率变化情况	2
图 37: 2018-2022 IGBT 价格变动情况	2
图 38: 2020-2024Q1-Q3 公司销售、管理、财务费用率	2
图 39: 2020-2024Q1-Q3 公司研发费用率情况	2
图 40: 2019-2022 年公司研发人员变化情况	2
图 41: 2020-2024Q1-Q3 公司净利润与营业收入增速变化对比情况	2
图 42: 服务器架构与主要构件	2
图 43: AI 服务器电源功率发展趋势	2
图 44: 英伟达不同芯片功率对比 (单位: w)	2
图 45: HotRod 互连封装(引线框上倒装芯片)QFN 封装	2
图 46: 带有外露焊盘的标准键合线 QFN 封装	2
图 47: 使用 GaN 开关的飞跨电容四电平转换器拓扑	2
图 48: 80PLUS 等级标准	3
图 49: 冗余电源布局示例图 (每个刀片服务器由 A、B 总线共同供电, 这两个电源总线由 N+1 只电源组成)	3
图 50: AI 服务器电源快速增长带动服务器电源行业上升	3
图 51: 2023 年电源厂商 Top16 比较	3
图 52: 三家厂商研发费用占收入比重对比 (台达给出的范围为 6%-9%)	3
表 1: 公司成长性业务简介	

表 2: AI 服务器分类	2
表 3: AI 服务器电源市场规模测算	3
表 4: 麦格米特与台达、光宝对比	3
表 5: 麦格米特与中国大陆电源企业对比优势显著	3
表 6: AI 服务器电源业务为公司带来的增量业绩测算	3
表 7: 公司盈利预测	3
表 8: 可比公司 PE 估值对比 (可比公司估值选取同花顺 iFinD 一致预期, 股价截至 2024 年 12 月 11 日收盘)	3

1. 电气自动化先行者，多极成长破局出圈

1.1. 多元布局打造协同效应，突破周期稳健前进

公司聚焦主业多边布局，产品矩阵丰富。目前公司根据应用场景将业务主要分类为智能家电电控产品、电源产品、新能源及轨道交通部件、工业自动化、智能装备、精密连接六大类。

1) **智能家电电控**：公司的优势在于将成熟的工业级技术积累，嫁接并应用于传统电器类产品，将数字化、智能化真正植入传统电器行业。智能家电电控产品的主要细分产品包括各类变频家电功率控制器、空气源热泵控制器、智能卫浴整机及部件等。

2) **电源产品**：公司电源业务主要包括医疗电源、通信及服务器电源等网络能源产品、电力电源、工业导轨电源、光伏&储能&充电桩核心部件、LED显示电源、显示设备相关电源及OA电源等产品。目前公司与飞利浦、迈瑞医疗、爱立信、富士康、思科、魏德米勒、西门子等国内外知名企业建立了合作，具有一定的市场地位及品牌声誉。

3) **工业自动化**：产品主要包括变频器、伺服、可编程逻辑控制器（PLC）、液压伺服泵、直线电机、编码器等。目前，公司产品已获得三一、徐工、中联等众多业内知名客户的认可。

4) **新能源汽车及轨道交通**：公司已向市场批量销售PEU产品、MCU模块、OBC模块、DC-DC模块等新能源汽车相关产品，以及轨道交通电机驱动器、轨道交通空调控制器等轨交相关产品，并在车载压缩机、热管理系统核心部件等方向不断探索和突破。目前，公司产品和技术已经得到包括北汽新能源、宁波菲仕、国祥（中车旗下）等市场主流客户的认可。

5) **智能制造**：公司智能装备业务主要包括数字化智能焊机、工业微波设备、智能采油电潜螺杆泵设备等产品，目前客户包括中集、中国化学、中石油、中石化等。

6) **精密连接**：公司精密连接业务主要包括异形电磁线、同轴线、超微细扁线、FFC、FPC等产品，目前已与华为、联想等众多业内知名客户达成合作。

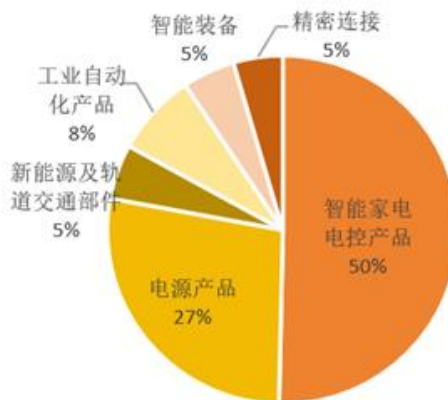
图 1：公司六大业务产品布局情况

业务板块	细分产品	下游行业	主要客户
智能家电电控	变频空调控制器、功率转换器	变频空调	新科、长虹、VIDEOCON INDUSTRIES等
	智能卫浴整机及部件	智能卫浴	惠达、小米、美标等
电源	变频微波炉功率转换器	变频微波炉	格兰仕等
	医疗电源	医疗设备	飞利浦、迈瑞医疗、GE等
	通信电源	通信设备	爱立信、诺基亚、珠江电信等
	电力电源	电力系统、工业制造设备	-
	LED显示电源	大功率LED设备	洲明科技、光祥科技等
	工业导轨电源	工业导轨	西门子、魏德米勒等
	显示电源	-	长虹、小米、TCL等
	OA电源	-	-
工业自动化	光储充核心部件	光储充	-
	变频器	-	-
	PLC	-	-
	伺服	工程机械、机床、注塑机等	三一、中联、沈阳机床、海迈克等
	直线电机	-	-
新能源及轨道交通	编码器	-	-
	电力电子集成模块（PEU）	-	-
	电机驱动器（MCU）	新能源汽车	北汽新能源、菲仕、零跑等
智能装备	车载充电器（OBC）	-	-
	轨道交通空调控制器、驱动器	轨道交通	国祥（中车）等
	数字化智能焊机	机器人焊接、造车、造船等	发那科、比亚迪等
	工业微波设备	材料、医药、食品等	中国化学、泰山玻纤等
	智能采油电潜螺杆泵	石油开采	中石化、中石油、中海油等
精密连接	异形电磁线	-	-
	同轴线	通讯、3C电子、工业、智能办公、安防设备等	联想、华为、索尼、飞利浦、欧姆龙、格力等
	超微细扁线	-	-
	柔性扁平软排线（FFC）	-	-
	柔性电路板（FPC）	-	-

资料来源：公司公告、公司可转债募集说明书、天风证券研究所

主业持续成长，支撑强劲。2024 年 H1 主营业务实现营收 39.84 亿元，该六类业务占总营收 99.32%。其中智能家电电控与电源产品占比较大，合计占比超 70%。1) 智能家电电控产品实现收入 20.1 亿元，占主营业务收入比重 50.4%，同比增长 43.55%；2) 电源产品实现收入 10.97 亿元，占比 27%，同比增长 13.05%；3) 新能源及轨道交通部件实现收入 2.02 亿元，占比 5%，同比下滑 35.86%；4) 工业自动化产品实现收入 3.04 亿元，占比 8%，同比增长 7.49%；5) 智能装备实现收入 1.93 亿元，占比 5%，同比增长 14.34%；6) 精密连接实现收入 1.81 亿元，占比 5%，同比增长 30.08%。

图 2：2024 H1 公司主营业务收入构成



资料来源：公司财报、天风证券研究所

多元化分散风险，逆周期波动强势成长。公司强调多极增长、平衡风险，着力均衡各业务板块的总体规模和发展趋势，规避任一产品线的周期波动或业务变化可能给公司带来的风险。主要出于两个原因：一方面公司曾因业务单一受到市场冲击，于是着手降低单一产品依赖性，在聚焦电力电子及相关控制核心技术的基础上，不断向与核心技术相关的交叉领域和新兴领域延伸，以增强抗风险能力；另一方面公司核心高管团队出自华为电气-艾默生系，沿袭了艾默生的全球化、多元化的基因，通过“并购+孵化”不断拓展业务领域，完成多产业布局的目的。当前公司产品广泛应用于家用及商业显示、变频家电、智能卫浴、医疗、通信、数据中心、可再生能源应用等消费和工业的众多行业，同时在印度、东南亚、欧洲、美国、日韩等地均有业务布局，主业收入来源多元分散，所以公司在当前行业整体下行情况下仍能够稳健前进，抗周期波动能力较强。

1.2. 高弹性业务：变频空调、智能卫浴、网络能源、光储充及新能源车产品或将迎来高速增长期

表 1：公司成长性业务简介

成长性业务板块	增量来源	远期空间
智能家电电控 (变频空调)	变频空调：以印度为代表的海外市场变频家电的需求加大，同时国内客户的需求也持续提升。	以印度为代表的新兴市场国家变频家电普及率较低，其中印度市场空调普及率仅 10%左右。

智能家电电控 (智能卫浴) 智能卫浴：公司新斩获多家国际龙头厂商的定点及订单，并开始陆续进入批量交付阶段，智能卫浴业务有望持续维持较高的增速水平。 国内 2021 年智能马桶渗透率不足 10%，参考日本 90%，韩国 60%渗透率。

网络能源产品 (通信电源&服务器电源) 持续获得爱立信、Cisco、施耐德等头部国际客户订单。 拿到英伟达 B 系列 AI 服务器电源供货资格，我们预计未来进入 AI 领域有望增长。

新能源产品 (光储充) 光储充：公司在充电桩领域坚持被集成战略，定位于做好充电模块，近年来持续丰富和优化相关产品，也已具备整机生产能力，并持续交付中。公司对充电桩业务会坚持长期投入，以支持行业内不同客户及车型的充电需求。 麦格米特布局光伏、储能、充电桩等新能源行业核心部件产品，与产业共同成长。近年来在政策引导和市场需求双轮驱动下，国内光伏与储能产业发展向好，带动公司相关核心部件产品增速也大幅上升。在手订单充足，公司以服务 B 端客户为定位，未来将持续扩大客户覆盖。

新能源产品 (新能源车产品) 新能源车产品：1) 品类除之前已有的 OBD、DC-DC、电控外，布局了热管理系统、悬架系统部件、分布式动力部件、连接件等；2) 客户除已有的北汽、零跑外，新开拓吉利、金康、东风、一汽等。 依托公司平台化优势及电力电子技术积累，持续拓品类、快速迭代产品，布局更全面的细分领域，单车价值量有望提升，有望进一步扩大销售收入规模。

资料来源：每经网、浪潮新消费公众号、四象工作室公众号、电器微刊公众号、公司公告等、天风证券研究所

1.2.1. 智能家电规模庞大，印度变频空调市场前景广阔，有望营收 45-50 亿元

全球家用电器消费规模庞大，中国 2023 年智能家电出口超 800 亿美元。根据 GfK 近十年的数据显示，全球智能家电市场份额已超过 25%，预计 2024 年仍将保持增长态势。2023 年，拉美、欧洲、中东非以及一些新兴亚洲国家，智能家电的份额在 10%-18% 左右，其他一些亚洲国家智能家电的销售明显处于领先水平。尤其是中国，2023 年智能家电的份额高达 47%。根据海关总署的数据显示，2023 年 1—11 月中国家电出口额达到 804.7 亿美元，同比增长 2.8%；出口量方面，2023 年 1—11 月中国累计出口家电 338717 万台，同比增长 9.6%。

图 3：中国智能家电市场规模趋势

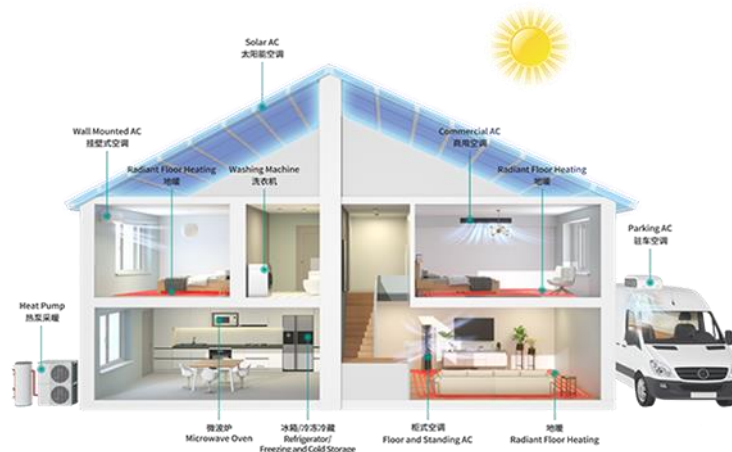


资料来源：中商产业研究院公众号、天风证券研究所

受益于全球范围内的节能减排需求，变频渗透率有望逐步提升，变频空调海外市场空间仍旧广阔。现阶段变频化渗透率最高的家电品类为家用空调，近年来在政策推动下，我国变频空调销售量得到了快速扩张，截至到 2022 年年末，国内的家用变频空调渗透率已经在 97% 以上，成为变频空调的产销大国。在全球范围内，中国家用空调总产量占到全球 80% 左右的市场份额，中国每年出口的空调规模已经在 6000 多万台。在出口市场中，变频空调的渗透率已超 30%，从近几年的发展趋势来看，变频产品整体呈现较为稳定增长的线性发展趋势。

麦格米特的优势在于将成熟的工业级技术积累，嫁接并应用于传统电器类产品，将数字化、智能化真正植入传统电器行业。近 10 年以来，公司持续投入系统级的全场景研发平台建设，进一步为全球家用电器产业的智能化转型助力，也不断拓展在平台技术的应用，包括商用空调、空气源热泵等，并进一步布局热泵型洗干一体机驱控系统等新领域。在全球化逆行及产业链重构的大背景下，各个行业的竞争进一步加剧，都在呼唤变革与创新，团队多年持续投入的系统级创新平台进一步发挥力量，在海内外市场实现多年快速发展。

图 4：智能家电房屋示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

麦格米特受益于以印度为代表的海外市场对变频家电的需求加大，公司变频家电业务实现了较好增长。据央视新闻消息，当地时间 2024 年 5 月 28 日，印度首都新德里的气温达到 49.9 摄氏度，5 月 29 日新德里气温飙升至 52.3℃。印度气象部门（IMD）称，5 月 25 日至 29 日，印度北部持续处于严重高温热浪天气中，多地气温突破 50℃。而以印度为代表的新兴市场国家变频家电普及率较低，其中印度市场空调普及率仅 10%。今年公司变频家电业务的高速增长受益于以印度为代表的海外市场对变频家电的消费需求突增，同时，国内市场的政府政策及整机厂的海外需求，也进一步促进了家电部件的需求。

智能家电电控占比营收达 50%，我们预计变频家电业务 2026 年营收可达约 45 亿元。2024 年上半年，麦格米特智能家电电控产品销售收入 20.06 亿元，同比增长 43.55%，占公司营业收入的 50.00%，各消费类产品均实现超行业平均增速的增长趋势。根据 Statista 的数据，2024 年印度空调市场的规模预计将达到 58.8 亿卢比，预计从 2024 年到 2029 年将以 16.56% 的复合年增长率增长。据此假设麦格米特变频家电增速逐年接近该复合增速，且 24 年维持上半年同比增速，并假设麦格米特 22-23 年变频家电占比智能家电电控业务 65%，我们预计 2026 年麦格米特变频家电营业收入可达约 45 亿元。

图 5：麦格米特变频家电收入趋势



资料来源：Statista、公司财报、天风证券研究所

1.2.2. 智能卫浴国内市场渗透率尚低，麦格米特专注产品部件，有望维持高增

智能卫浴高频的迭代需求为面向 B 端的研发、制造提供了较好的市场机遇。智能坐便器主要分为智能马桶盖和智能一体机两个品类，相比普通马桶具有座圈加热、自动清洗、自动冲水、除臭杀菌、感应翻盖等功能，是卫浴智能化的代表单品。同时，由于市场渗透率低、更新需求高，近年来随着居民生活水平提高、装修理念的转变，消费者对智能坐便器的接受程度和需求快速提升，市场规模持续增长。并且，智能卫浴品类需要持续功能迭代，产品推新周期更短，根据奥维云网数据，智能马桶一体机主流品牌产品结构中 1 年内新品占了 1/3。

图 6：智能卫浴产业链



资料来源：智研咨询官网、天风证券研究所

我国智能卫浴行业处于发展初期，行业高速发展。近年来，随着我国国民经济的不断发展，生活水平的不断提高，消费升级使得大众对于居家品质方面的要求在不断提升，同时也促进智能家居行业的快速升级。2019 年和 2020 年，国内智能坐便器零售量分别为 340 万台、430 万台，零售额分别为 124 亿元、146 亿元，市场增幅明显。2022 年我国智能坐便器零售量和零售额约为 558.8 万台和 177.1 亿元，2023 年我国智能坐便器全渠道零售量和零售额突破 600 万台、190 亿元。

图 7：智能马桶产品零售情况



资料来源：智研产业研究院公众号、天风证券研究所

我国智能坐便器渗透率尚低，预计 25 年市场规模达 189 亿元。根据奥维云网数据，2017-2022 年共 5 年复合增速快于整体卫浴市场的增速，智能马桶市场增长核心由渗透率提升带动量增驱动。长期看，智能马桶渗透空间大，以销售额计 2022 年渗透率 18%，以保有

量计 2021 年渗透率为 4%，相比海外成熟国家日本/韩国渗透率 90%/60%还有很大空间，根据第七次人口普查数据，当前全国共计有家庭户 4.9 亿户，因此，我国的智能坐便器家庭普及率每提升一个百分点，市场将迎来接近 500 万的新销量，市场前景极为广阔。另外，根据智研咨询预计，2025 年我国智能马桶市场规模将达到 189 亿元左右。

图 8：智能马桶与普通马桶功能对比图

		智能马桶与普通马桶功能对比			
		普通马桶	智能马桶	普通马桶	智能马桶
智能马桶	按形态	一体式	分体式		
	按功能	清洁	使用卫生纸	冲洗功能，包括妇洗、臀部清洗、助便清洗等多种细分清洗功能	
		座圈	冬天冰冷	加热保温	
		除菌	无	高科技抗菌材料	
	按用户群体	便秘患者	除臭	无	喷头自洁、内置活性炭等去除异味
		女性	开盖	手动	感应开盖
		儿童	照明	无	智能夜灯
		所有人群			

资料来源：华经情报网、天风证券研究所

麦格米特将继续发挥大客户群优势，不断扩大在各客户采购体系内的供应份额，智能卫浴业务有望持续维持较高的增速水平。其全资子公司怡和卫浴作为国内智能卫浴主流解决方案 ODM 服务厂商，近年来在国内外品牌商和电商方面的客户覆盖越来越广泛，加之智能坐便器品类在国内市场的渗透率正逐年上升，2023 年公司智能卫浴业务实现了较快增长，也为公司贡献了超行业平均增速的业绩增量。从核心控制部件出发，经过多年的深耕研发与市场应用，公司现已具备完善的智能马桶全产业链优势，真正成为了“智能卫浴一站式、全流程解决方案”的深度服务商。2023 年期间公司新获得多家国际龙头厂商的定点及订单。

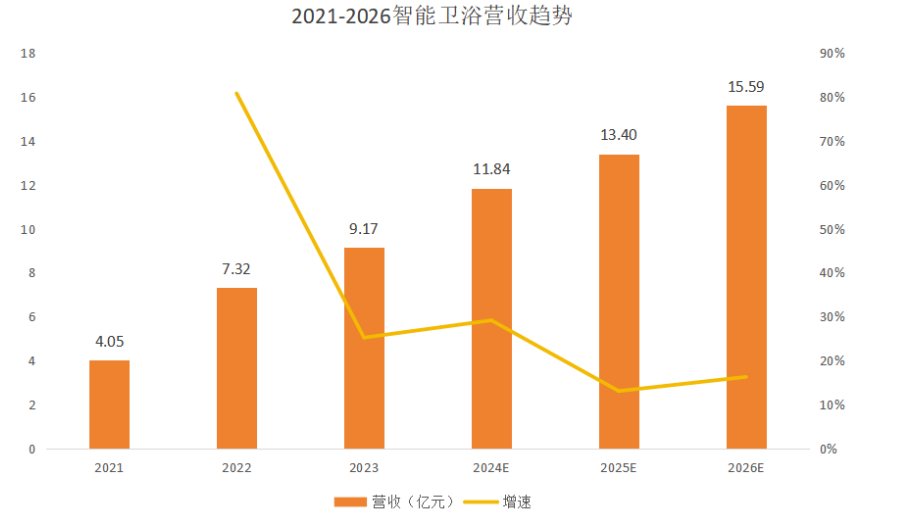
图 9：麦格米特智能马桶产品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

麦格米特智能卫浴专注产品部件，利用头部客户优势，我们预计 2026 年有望营收达 16 亿元。尽管 2024 年上半年国内智能马桶消费市场比较平淡，但公司智能卫浴业务凭借头部客户的不断拓展和产品部件的纵向深度整合，继续实现较快增长，也为公司贡献了超行业平均增速的业绩增量。根据奥维云网数据，假设麦格米特智能卫浴业务增速逐年趋于行业复合增速，结合渗透率增长假设行业复合增速保持 8.2%，且假设 22-23 年智能卫浴占智能家电电控业务 35%，我们预计麦格米特智能卫浴业务 2026 年营业收入达 16 亿元。

图 10：麦格米特智能卫浴收入趋势



资料来源：公司财报、天风证券研究所

1.2.3. 大功率电源技术储备丰富，获英伟达供货资格有望实现超额收益

通信电源是整个通信网络的关键基础设施，2025 年我国通信电源市场规模有望达到 218 亿元。稳定可靠的通信电源供电系统，是保证通信系统安全、可靠运行的关键，一旦故障，就会造成通信电路中断、通信系统瘫痪，从而造成极大的经济和社会效益损失。因此，通信电源系统在通信系统中占据十分重要的位置。截至 2023 年底，全国移动通信基站总数达 1162 万个，全年净增 87 万个。其中 5G 基站为 337.7 万个，全年新建 5G 基站 106.5 万个，5G 基站占移动基站总数的 29.1%，占比较上年末提升 7.8 个百分点。根据中国电源学会统计，随着全球 5G 建设的加速推进，2025 年我国通信电源市场规模有望达到 218 亿元。

图 11：中国 5G 基站数量

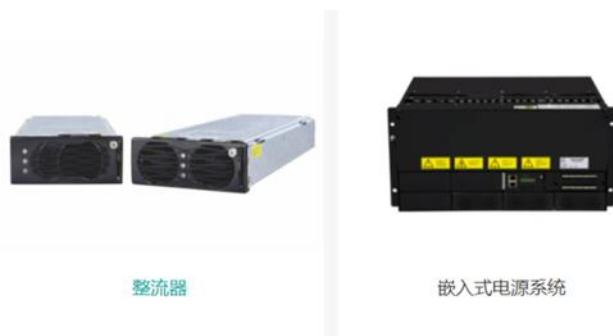


资料来源：中华人民共和国工业和信息化部官网、天风证券研究所

麦格米特最新一代通信电源产品依托公司最新的开关电源技术和强大的 DPS 软件控制技术，实现体积小、电能运用效率高、可靠、成本低的优势。此外，公司针对偏远地区电网设施

落后特点开发出混合供电系统；针对 5G 应用的特点，公司推出多款防护等级高达 IP65，自然冷却的高可靠通信电源，满足 5G 快速部署的要求。根据《数字中国发展报告（2021）》，截至 2021 年中国已经建成 142.5 万个 5G 基站，占全球总量 60%以上，庞大的国内市场足以满足公司通信电源业务发展，使其可以国内市场支撑持续研发投入，增强产品国际竞争力。

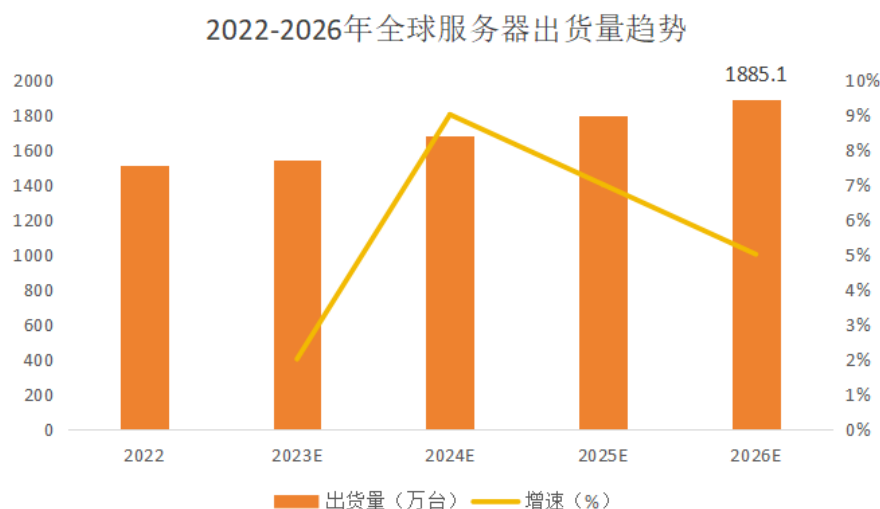
图 12：麦格米特电源产品示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

服务器作为云计算的上游产业，其发展受到云计算产业发展的极大促进，而服务器稳定性的首要影响因素便是电源。因此，在大数据时代开启后，市场对服务器电源的需求也在逐年增长。5G 时代下的服务器电源主要特点是高功率密度，因此对其结构设计及材料材质有更高的要求。随着训练数据规模和模型复杂度提升，算力需求推动 AI 服务器需求快速增长，对于电源的需求也将同步提升。公司在服务器电源模块有着长时间的技术积累，目前已向国内外市场批量出货。根据华经情报网预计，全球服务器出货量将保持持续增长，2026 年全球服务器出货量将达到 1885.1 万台。

图 13：全球服务器出货量趋势



资料来源：华经情报网、天风证券研究所

麦格米特大功率（3-4KW 以上）电源技术储备丰富，成为获得英伟达服务器 ACDC 供货资格的电源企业。AI 服务器对电源产品最高功率具有一定要求，麦格米特具备业界领先的高功率高效率网络电源的技术水平及产品研发与供应能力。公司电源产品业务目前已与爱立信、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、创维等国内外知名企业建立了合作，并与英伟达对接 AI 服务器电源相关需求，预计未来将会对公司 AI 服务器电源业务在国内外的市场发展带来更大的市场空间及增长潜力。

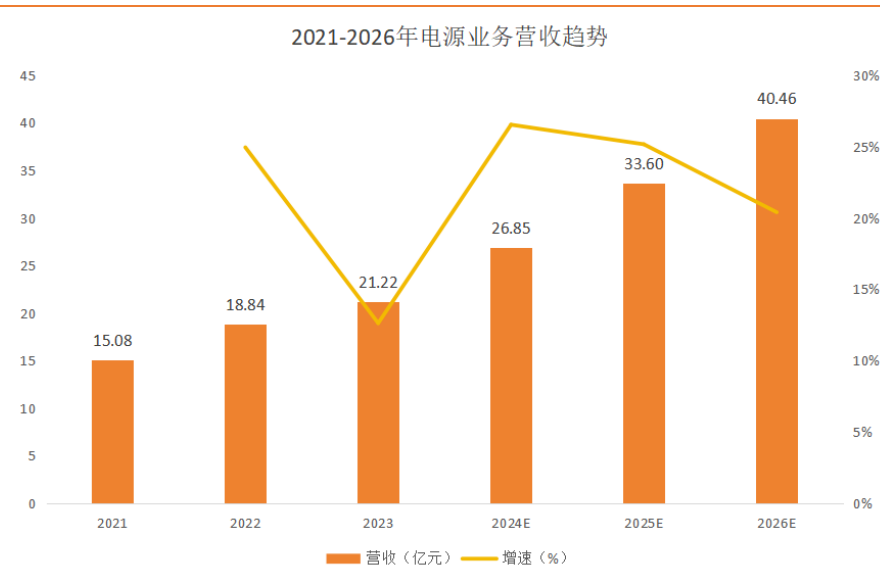
图 14：麦格米特服务器电源产品示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

麦格米特电源或将迎来高增，我们预计 2026 年营收超 40 亿元。2024 年上半年，麦格米特电源产品销售收入 10.97 亿元，同比增长 13.05%，占公司营业收入的 27.36%。结合下游市场增速，根据中国电源学会与前瞻产业研究院预测，近年电源平均增速约为 8%；AI 服务器电源呈高速增长趋势，未来增量广阔。结合公司近年电源业务增速较行业增速平均领先约 10%-11%，且公司下游客户充足：日本 OA 电源市场增势较好；公司 PC 电源获准进入供应链的头部客户，有望陆续获得订单落地。故假设麦格米特 24-26 年增速为 26.5%/25.2%/20.4%，且不包含 AI 服务器电源的增量，我们预计麦格米特电源业务 2026 年营收超 40 亿元，若考虑与英伟达的供货合作，有望带来稳定且超额的收益。

图 15：麦格米特电源产品收入趋势



资料来源：公司财报、前瞻产业研究院、天风证券研究所

1.2.4. 光伏与储能已初见成效，充电桩保有量远未饱和，或将持续贡献增量

2023 年全球光伏新增装机超 400GW，储能超 100GWh，光储市场持续快速增长。根据国

际可再生能源机构预测，2030 年光伏装机将达到 5200GW，2050 年达到 14000GW，可再生能源比例达 90%以上，其中光伏将成为绝对主力。为了实现“双碳”目标，国家推出多项政策促进能源改革，推动可再生能源发展，国内需求持续向好。同时，2021 年全国出台与储能相关政策约 300 项，政策力度空前。根据华经情报网，2023 年中国集中式光伏电站新增装机容量达 120GW。

图 16：中国光伏新增装机



资料来源：华经情报网、天风证券研究所

其中光伏配储政策将直接为储能行业带来增量。据光伏产业网整理的数据，截至 2022 年 9 月底，全国共有 24 个省区发布了新能源配储政策，对分布式光伏配套建设储能提出了明确要求。光伏及储能行业整体市场规模大、行业增速以及政策前景良好，公司光伏及储能核心部件产品受益于下游行业的蓬勃发展，也将迎来更大的发展空间。中商产业研究院分析师预测，2024 年中国新型储能累计装机规模将达 36GW。

图 17：中国储能累计趋势



资料来源：深圳市电子商会官网、中商产业研究院、天风证券研究所

充电桩是新能源汽车基础设施建设的重要组成部分，2024 年市场规模或将达到 517 亿元。一个完整的充电桩主要包括充电系统、监控系统、计量计费系统等。在政策和市场双重驱动下，充电桩产业迎来加速发展，市场规模实现快速增长。中商产业研究院发布的《2023-2028

年中国充电桩专题研究及发展前景预测评估报告》显示，按终端销售口径统计，2022 年中国充电桩市场规模为 372 亿元，同比增长 69.1%，2023 年约为 431 亿元。根据中商产业研究院，2024 年市场规模将达 517 亿元。

图 18：中国充电桩市场规模趋势



资料来源：深圳市电子商会官网、中商产业研究院、天风证券研究所

我国充电桩建设整体保持高增长，桩车比近年稳定在 1：2.6 左右。公共桩建设高增长，直流桩占比提升。根据中华人民共和国中央人民政府官网，2023 年我国充电基础设施新增 338.6 万台，同比增长 30.6%；新能源汽车国内销量 829.2 万辆，同比增长 33.5%，桩车增量比为 1：2.4。根据 IT 之家，2024 年 1-9 月充电基础设施增量为 283.7 万台，新能源汽车国内销量 739.2 万辆，充电基础设施与新能源汽车继续快速增长。桩车增量比为 1：2.6，充电基础设施建设能够基本满足新能源汽车的快速发展。

麦格米特布局光伏、储能、充电桩等新能源行业核心部件产品，与产业共同成长。近年来在政策引导和市场需求双轮驱动下，国内光伏与储能产业发展向好，带动公司相关核心部件产品增速也大幅上升，在手订单充足，公司以服务 B 端客户为定位，未来将持续扩大客户覆盖。公司在充电桩领域坚持被集成战略，定位于做好充电模块，近年来持续丰富和优化相关产品，也已具备整机生产能力，并持续交付中。公司对充电桩业务会坚持长期投入，以支持行业内不同客户及车型的充电需求。

图 19：麦格米特充电模块示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2.5. 新能源汽车下游竞争激烈，公司凭借优势有望短期下滑后继续实现高增

新能源汽车行业是国家重点支持的行业，在相关政策推动下，近些年我国新能源汽车快速增长。据中国汽车工业协会分析，2024年9月，新能源汽车月度产销创历史新高。2024年1-9月，新能源汽车产销分别完成831.6万辆和832万辆，同比分别增长31.7%和32.5%。从新能源汽车价值的拆解看，整车大约一半的成本在于电池、电机及电控，后者是公司技术平台的优势所在，麦格米特有望依靠成熟技术优势形成单车价值的高渗透。

图 20：24 年 1-3 月全国新能源汽车市场份额与 22 年新能源车配件成本拆分

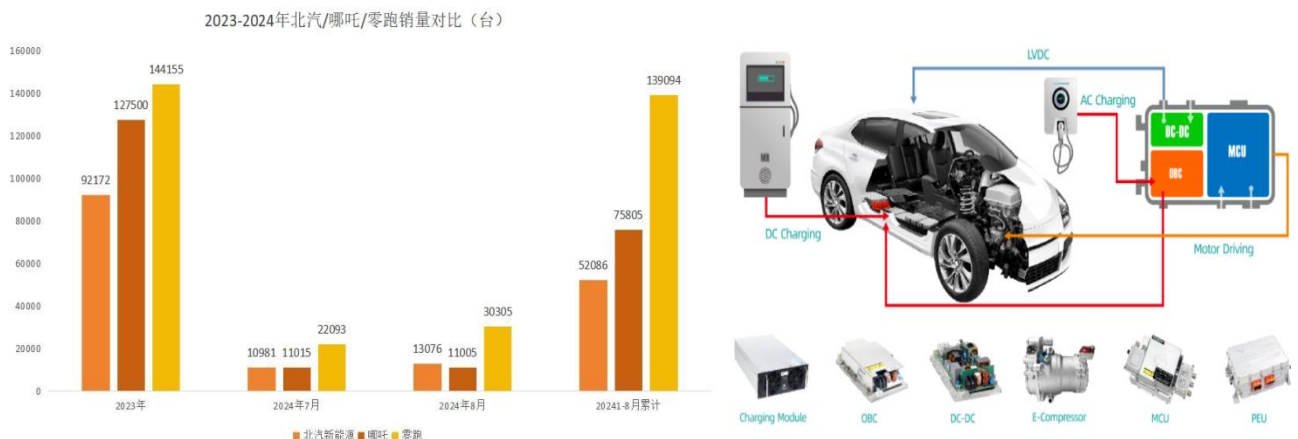


资料来源：懂车帝、华经产业研究院、智研咨询、天风证券研究所

新能源汽车的海内外出口业务也迎来了高速增长，2023年出口数量较2022年进一步提升，各车厂均加大了海外投入。根据中汽协预计，2024年零部件价格会进一步下降，车厂优惠力度会继续加大，新能源汽车市场持续向好，根据中国汽车流通协会，2024年1-9月新能源车自主品牌市场渗透率达到40.2%。2023年新能源汽车出口120.3万辆，同比增长77.2%；2024年1-9月新能源汽车出口92.8万辆，同比增长12.5%。新能源汽车企业在海外市场布局持续发力，中国新能源汽车产业逐步拓展海外市场，继续向高质量发展迈进。

麦格米特新能源车业务由于下游竞争激烈导致2024年上半年营收下滑，未来持续拓展客户有望恢复。公司作为新能源纯电乘用车主流供应商，为客户提供车载OBC、DC-DC、MCU电机控制器及PEU功率集成单元等产品。目前公司下游客户拓展顺利，除北汽新能源外，目前已开拓了哪吒汽车、零跑汽车等客户；2024年1-8月累计，北汽新能源/哪吒/零跑分别交付5.2/7.6/13.9万台新能源车，其中北汽新能源/哪吒交付量不及预期，零跑有望争得更高交付量。麦格米特营收受下游销量影响，但积极引进国内外新客户，目前在手项目及订单充裕，有望恢复收入规模。

图 21：北汽/哪吒/零跑交付量趋势与新能源车配件拆分示意图



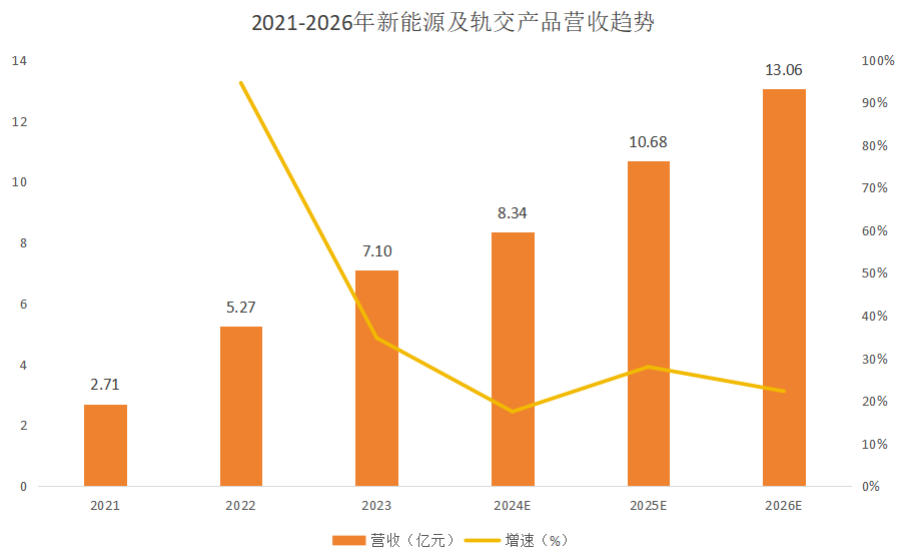
资料来源：公司官网、汽车消费网公众号、中国证券报公众号、中国汽车报公众号、销售与市场公众号、爱普搜汽车公众号、SUV大咖公众号、天风证券研究所

麦格米特 FFC 产品的重点发展方向已经覆盖新能源汽车领域，或将为新能源汽车产品带来增量。FFC (Flexible Flat Cable) 连接器主要应用于各种打印机打印头与主板之间的信号传输及板板连接。由于 FFC 的优良特性，未来 FFC 排线在新能源汽车领域的运用将更加广泛地应用在汽车仪表盘、车载娱乐系统、触控系统、电动座椅、转向装置、电动车窗门整车电子电器架构以及储能电池包等方向。FFC 作为目前新能源汽车电池包内的安全信号连接组件的全新方案，相较于目前广泛使用的 FPC 方案，具有成本低、生产全自动化、生产工艺环保等优势。

麦格米特注重新能源汽车电力电子零部件的多产品布局，2026 年新能源及轨交业务有望营收 13-15 亿元。1) 麦格米特现已与北汽新能源、零跑、吉利、金康、东风、一汽等整车厂客户建立合作；2) 产品覆盖电源、电控、热管理制冷制热部件、悬架系统部件、分布式动力部件、连接件等产品，可为客户提供最全面零部件和系统解决方案，单车价值量不断提升；3) 虽然存量客户因市场竞争销量下滑，但受益于不断拓展新车厂客户及单车价值提升两个优势，业务营收有望触底反弹。

根据中汽协近三年增速数据，我们预计 26 年公司新能源车业务增速可达 22.3%，且麦格米特正在进行客户及产品结构调整，24 年以获得多家国内外客户项目定点，此外下游客户吉利近期曝光新车型“星愿 Ultra”，与比亚迪“海鸥”等车型形成竞争。故假设麦格米特 24-26 年增速为 17.5%/28%/22.3%，我们预计麦格米特新能源车业务 26 年有望营收 13-15 亿元。

图 22：麦格米特新能源产品收入趋势



资料来源：中汽协会行业信息部，MEGMEET 麦米电气公众号等、公司财报、天风证券研究所

1.3. 稳健型业务：医疗与显示电源、工业自动化、轨交、智能装备及精密连接稳步发展，实现稳定收益

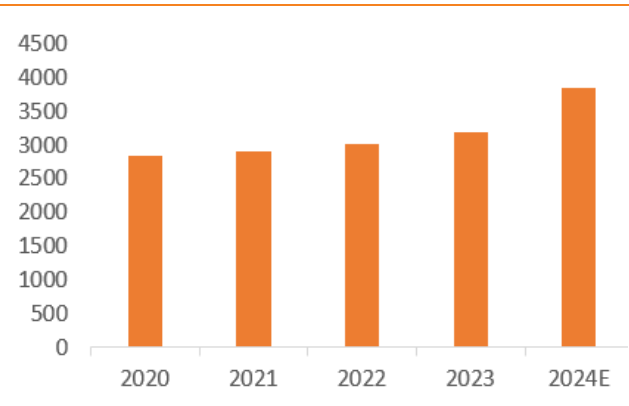
保守型业务稳中有健，强力维持长期竞争力。公司的防御性业务主要聚焦在电源（除通信电源外）、工业自动化、轨道交通、智能装备与精密连接几大板块。

- 1) 电源(除网络电源外)：主要包括医疗电源、电力电源、工业导轨电源、LED 显示电源、显示设备相关电源、OA 及 PC 电源等产品。

总体而言我国电源行业呈现良好的发展态势，稳速上升。其主要驱动因素有以下几个方

面：技术进步、社会电气化程度提高、新能源领域的快速发展及政策支持等。当前随着我国工业自动化、智能制造、新能源汽车、光伏发电、风力发电等领域的快速发展，电源产品的需求不断增加，推动了行业的快速增长。根据中国电源学会相关资料，2020年我国电源市场规模达 2834 亿元，预计到 2024 年该市场规模将增至 3853 亿元。

图 23：2020-2024E 中国电源市场规模（单位：亿元）

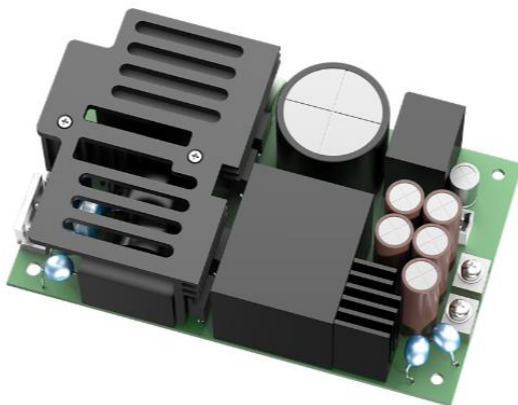


资料来源：前瞻产业研究院、中国电源学会，天风证券研究所

24 年 H1，公司电源产品事业群下各产品线业务发展呈现差异。

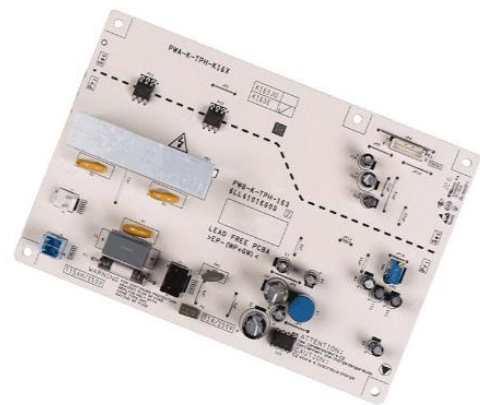
- 显示电源：显示电源作为公司创始业务，目前已发展成熟，在业内持续领先多年。日本 OA 市场开拓成果初显，OA 电源 2024 年增势较好，核心客户项目进展顺利，为将来的订单批量增长奠定了基础；商显电源继续保持行业头部，业务发展持续稳步向前；此外，公司此前在 PC 电源领域新获准进入供应链的头部客户在 2024 年开始陆续有正式订单落地，助力核心客户的国产化需求，为公司低功率电源业务的后续增长打开新的增长极。
- 医疗与工业电源：医疗电源因客户疫情后医疗设备采购下滑，以及新产品导入周期，增长不及预期，但订单有逐步恢复的趋势；工业电源因部分公司产品处于项目生命周期更替阶段内，销售收入增速表现一般。但公司在相关领域持续积累了较多优质的头部国际大客户资源，且客户合作关系较为紧密，在研项目及对接需求充分，未来供应份额提升的潜力较大，期待后续项目与订单的逐步落地交付。
- 下游客户上，公司持续为爱立信、诺基亚、GE、飞利浦、魏德米勒、西门子、ABB、Cisco、Juniper、Arista、Accton、施耐德、EnerSys、特变电工、小米、长虹、创维等国内外知名企业提供产品和研发及生产服务。当前公司该业务增长稳健，从投入期转向收获期，未来将不断巩固和发展与国内外大客户的业务合作关系。

图 24：公司医疗电源产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 25：公司 OA 电源产品



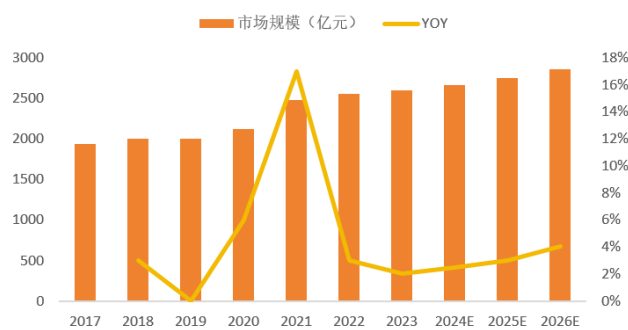
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2) 工业自动化

公司工业自动化业务主要包括变频器、伺服、可编程逻辑控制器（PLC）、液压伺服泵、直线电机、编码器等产品。

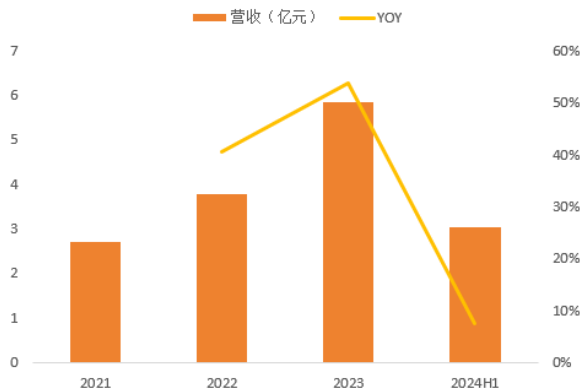
随着科技的不断进步和全球制造业的快速发展，工业自动化已成为现代工业生产的重要趋势。我国制造业持续向智能制造、制造业强国方向发展，下游市场生产制造自动化程度逐步提高，需求空间大。《2024 年中国工业自动化市场白皮书》数据显示：2017 年为 1938 亿元，此后增长率有一定起伏但总体持续增长。到 2023 年工业自动化市场规模已经到 2601 亿元，近几年增速较为稳定，预计 24/25/26 年将会达到 2666/2746/2856 亿元。

图 26：2017-2026E 中国工业自动化市场规模（单位：亿元）



资料来源：格物致胜《2024 年中国工业自动化市场白皮书》，天风证券研究所

图 27：2021-2024H1 公司工业自动化业务营业收入与增速



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

定制化+高性价比，多产业布局释放增长。2024 年上半年，公司工业自动化业务实现营收 3.04 亿元，同比增长 7.49%，占公司营业收入的 7.58%，我们预计 2024 全年该业务营业收入有望高于同期水平。公司以通用产品与技术为平台，针对多个细分行业推出更精细专业的定制化专用产品，并保持成本管控，维持产品高性价比的竞争力。近年来公司相继推出新产品，并发挥行业细分的积累和优势，在电液、工程机械、再生能源等行业都取得了新突破——聚焦机电液的系统整体解决方案；突破工程机械电动化的大客户应用、为行业核心客户批量供应风电变桨驱动器等成绩可

圈可点。公司目前已为国内一线龙头企业/核心客户提供产品及解决方案，海内外工业自动化市场空间巨大，随着公司产品力不断提升，预计未来还将保持较高增速的增长。下游主要销售客户有三一、中联、沈阳机床、海迈克等企业。

图 28：公司 MV100G 变频器产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 29：公司 M6 标准型伺服系统产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

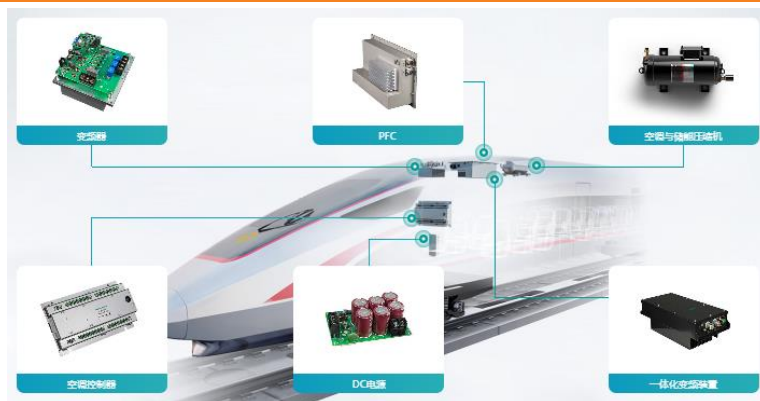
3) 轨道交通

轨道交通业务是为空调设备提供电气和电子部件，包括高铁、动车、城轨和地铁，部件包括电动压缩机、空调控制器、电机驱动器及空调电控柜。

在城镇化趋势下，城轨交通市场增速稳定。中国城市轨道交通协会数据显示，截至 2024 年 6 月 30 日，中国内地共有 58 个城市投运城轨道交通线路 11409.79 公里，其中，2024 年上半年新增城轨交通运营线路 194.06 公里，其中地铁占比 75.44%。中国城市轨道交通协会预计 2024 下半年还将开通城轨交通运营线路 600 公里，全年新投运城轨道交通线路总长度预计超 800 公里。

业务短期承压，长期仍有望强劲恢复。24 年 H1 内新能源及轨道交通业务均有所下滑，主系公司去年以来客户需求不及预期、开发与量产前测试周期较长，2024 年上半年暂未形成大批量订单落地。但在轨道交通领域公司产品的市场需求主要来自两个方面：一是增量市场需求，即因轨道交通行业每年新增运营里程而带来的核心部件的市场需求；二是存量市场需求，即前期投入的设备为满足日益提高的安全运营标准产生的产品更新和升级换代而带来的市场需求。随着我国城轨交通的持续稳定建设，未来仍有望拓展更多市场空间。

图 30：公司轨道交通解决方案



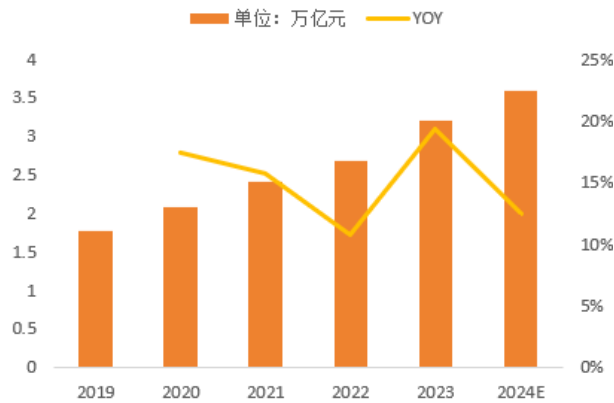
资料来源：公司官网、天风证券研究所

4) 智能装备

公司智能装备业务主要包括数字化智能焊机、工业微波设备、智能采油电潜螺杆泵设备等产品，在机器人焊接、造车、造船等领域有广泛运用。

随着多元化技术的融合和制造装备的智能化升级，智能制造装备行业将迎来广阔的发展前景。中商产业研究院数据显示，2023 年智能制造装备产业规模约为 3.2 万亿元，预测 2024 年中国智能制造装备产业规模将进一步增长至 3.6 万亿元。

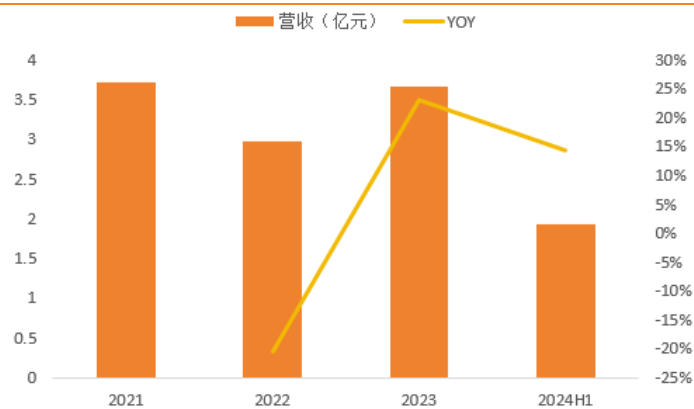
图 31：2019-2024E 中国智能制造装备市场规模与增速



资料来源：中商产业研究院、工信部、黑龙江省科学技术情报研究院、天风证券研究所

宏观冲击阶段已去，需求回升，业务企稳。2022 年，公司智能装备业务实现收入 2.97 亿元，受到国内经济形势整体下行和产业投资萎缩影响，同比下降 20.53%；2023 年，则实现收入 3.7 亿元，同比增长 23.19%。伴随国内市场继续回暖，未来可能迎来上升趋势。2024 年上半年，公司智能装备产品销售收入 1.93 亿元，同比增长 14.34%，占公司营业收入 4.81%，我们预计今年该板块全年营业收入略高于同期水平。

图 32：2021-2024H1 公司智能装备业务营业收入与增速



资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

抢抓行业风口，细分领域新突破或将释放新增量。2024 年，国内工业生产投资需求和制造业投资在船舶、钢构及部分涉及出口的高技术产业等领域表现较好，公司抓住相关行业机会，推出更适合客户需求的新产品，实现智能焊机的销售增长；激光焊机领域已取得初步进展和批量交付；智能采油设备业务实现高速增长，主系国内外油气行业对更

深层次的智能化、技术创新、专业软硬件平台开发以及智能信息系统的需求发展，但由于订单和交付周期较长，增量并未完全在 24 年上半年内体现，预计后续将持续放量。下游主要销售客户有优克雷（比亚迪）、中石油、中化学等企业。

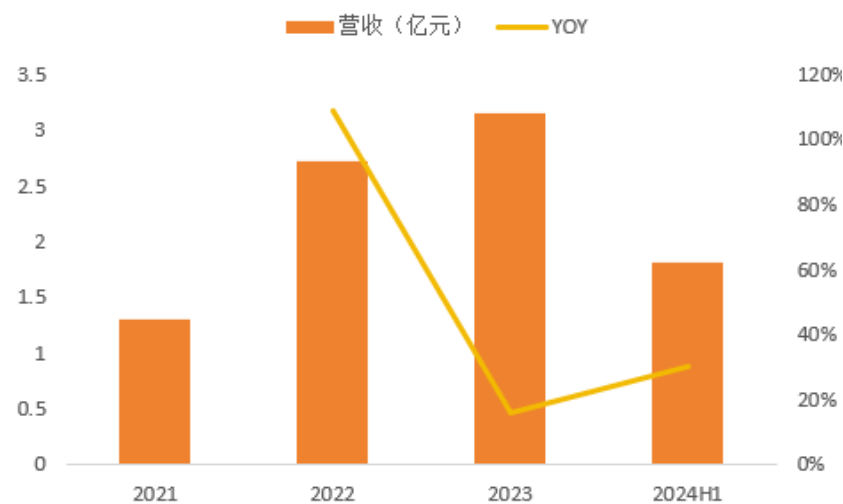
5) 精密连接

公司精密连接业务主要包括异形电磁线、同轴线、超微细扁线、FFC(柔性扁平软排线)、FPC(柔性电路板)等产品。

精密连接组件产品是电子系统设备之间电流或信号传输、交换的桥梁，是构成整个完整系统连接所必需的基础元件。作为电力电子行业上游产业链中的重要一环，产品可广泛应用于通讯、3C 电子、工业、汽车电子、光储充新能源、智能办公、安防设备等领域。

爆发期拐点已过，保持稳定驱动力。2022 年公司通过新控股子公司完成了从精密线材到精密连接的业务整合，实现一体化布局，当年精密连接业务营业收入实现同比强势增长 108.8%。2024 年上半年，公司精密连接产品销售收入 1.81 亿元，同比增长 30.08%，占公司营业收入的 4.52%。公司目前正在逐步整合精密连接业务，使其与公司企业业务形成联动，推动向新能源及消费类头部客户的发展，且相关业务项目逐步进入交付期。目前阶段来看，虽然已陆续与多个国际新能源行业及消费电子行业头部客户建立合作关系，市场空间广阔，但公司精密连接业务仍处于投入和整合期，产品的批量和客户的切换尚需更多时间。下游主要销售客户有联想、华为、格力等头部企业。

图 33：2021-2024H1 公司精密连接业务营业收入与增速

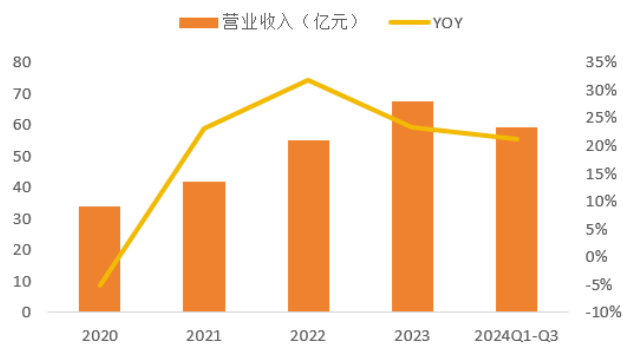


资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

1.4. 盈利能力趋稳走高，竞争水平保持强健

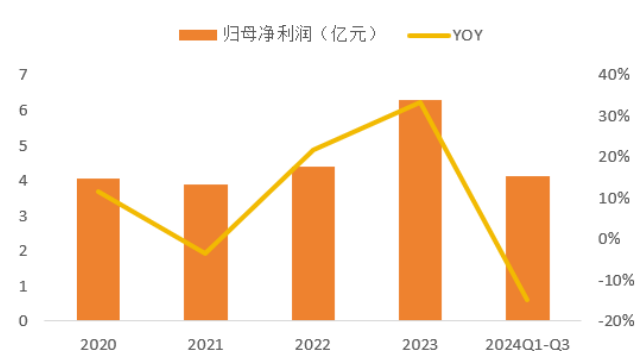
多元化布局成效显著，营收保持稳健增长。2024 年 Q1-Q3，公司实现营业收入 59.03 亿元，较上年同期上升 21.06%。总体来看公司营业收入增长较快，2020-2023 年 CAGR 为 26%。2022 年公司在国内消费需求低迷、国际地缘政治冲突、大宗物料价格大幅上涨及核心原材料供应紧张形势仍未完全缓解等各种不利因素下，营收仍延续稳步上升趋势，增速略有下降，平台化、多元化战略布局韧性显现。2022 年当年实现营收 54.78 亿元，同比增长 31.81%。2023-2024 Q1-Q3 公司仍保持强劲增长态势，分别实现营收 67.54 与 59.03 亿元，同比增长 23.3%与 21.06%。随着未来公司多极化布局不断发展、下游需求继续回暖，公司业绩仍有望进一步上扬。

图 34：2020-2024Q1-Q3 公司营收及增速变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

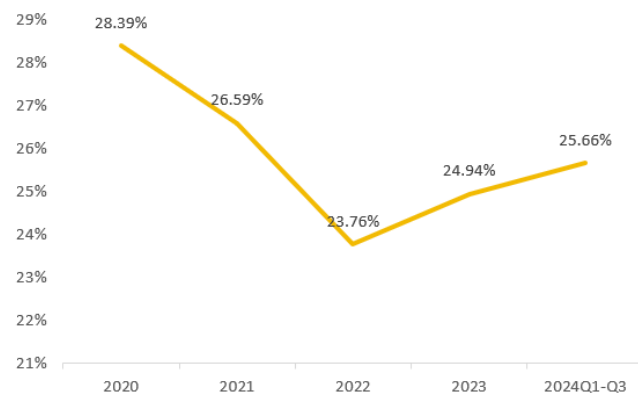
图 35：2020-2024Q1-Q3 年公司归母净利润变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

毛利逐步恢复，上升态势可观。2020-2022 年 IGBT 价格上涨较快，对公司毛利率产生一定冲击。而 22 年年中后原材价格有所回落，受产成时间的影响其反映在财务报表毛利率指标的时间将会滞后一定周期，所以 23 年以来公司毛利率有一定涨幅。

图 36：2020-2024Q1-Q3 公司毛利率变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

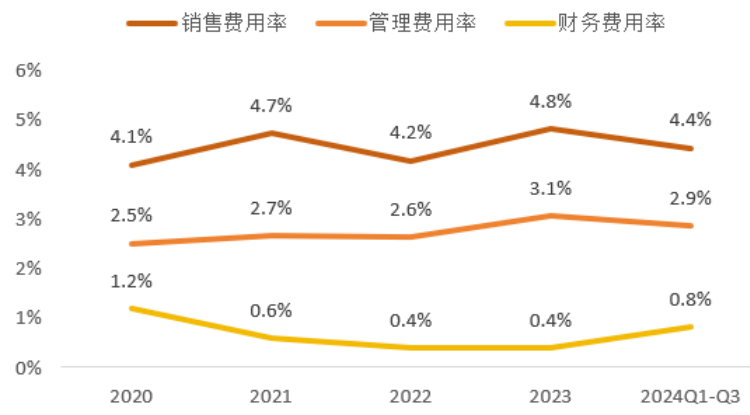
图 37：2018-2022 IGBT 价格变动情况



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

资本开支有所管控，费用率保持水准。2024Q1-Q3 年公司销售/管理费用率分别为 4.4%/2.9%，同比都有所降低，整体来看费用率维稳持低。公司积极采用“事业部+资源平台”相结合的矩阵化运营模式，通过平台化的管理模式达到管理效率最大化，助力公司实现“公司横向做大，事业部纵向做强”的目标。

图 38：2020-2024Q1-Q3 公司销售、管理、财务费用率

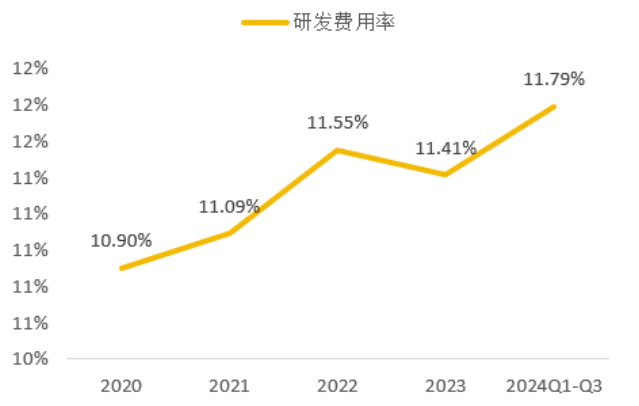


资料来源：同花顺 iFinD、天风证券研究所

重视研发是保有生命力与竞争力的关键。公司作为电气自动化平台型企业，高度重视技

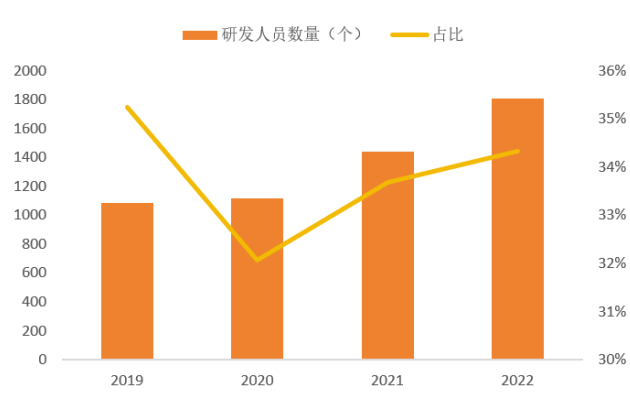
术研发投入，2020-2024Q1-Q3 年以来始终保持 10%以上研发费用率。2024 年 Q1-Q3 公司研发费用 69573.25 万元，同比增长 33.22%，占销售收入的 11.79%。研发人员数量也在不断上涨，2021 年同比增长 29%，2022 年已达 1808 人，但增速放缓至 25%，我们预计未来或将有所控制。

图 39：2020-2024Q1-Q3 公司研发费用率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

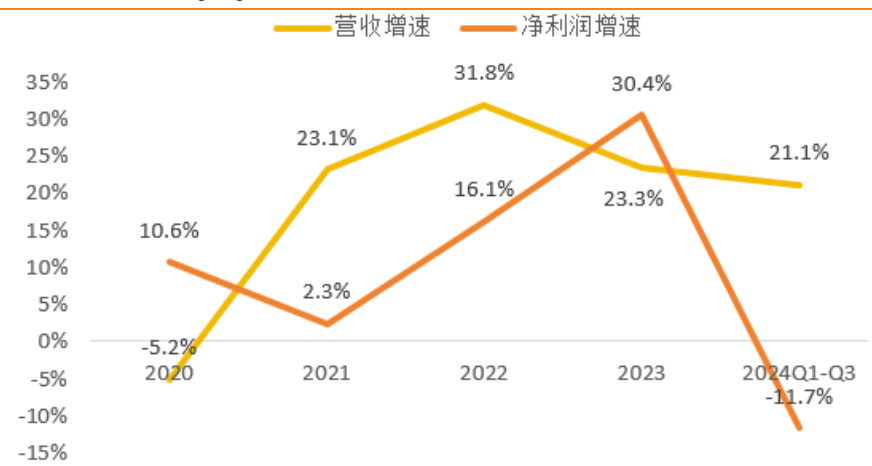
图 40：2019-2022 年公司研发人员变化情况



资料来源：同花顺 ifinD，天风证券研究所

盈利有望持续改善，增长蓄势待发。2024 年 Q1-Q3 公司实现净利润 4.11 亿元，较上年同期下降 14.82%，主系国内经济环境仍存在消费疲弱、固定资产投资不足、外贸摩擦增多等不利情形。但总体来看仍存一定增长潜力，2020-2023 年，公司净利润 CAGR 达 15.75%，营收 CAGR 达 26%。随着公司保持稳健经营、贯彻“多级增长平衡风险”战略、坚持内生增长与外延扩张相结合，将步入新的发展阶段，未来盈利水平有望趋稳走高。

图 41：2020-2024Q1-Q3 公司净利润与营业收入增速变化对比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

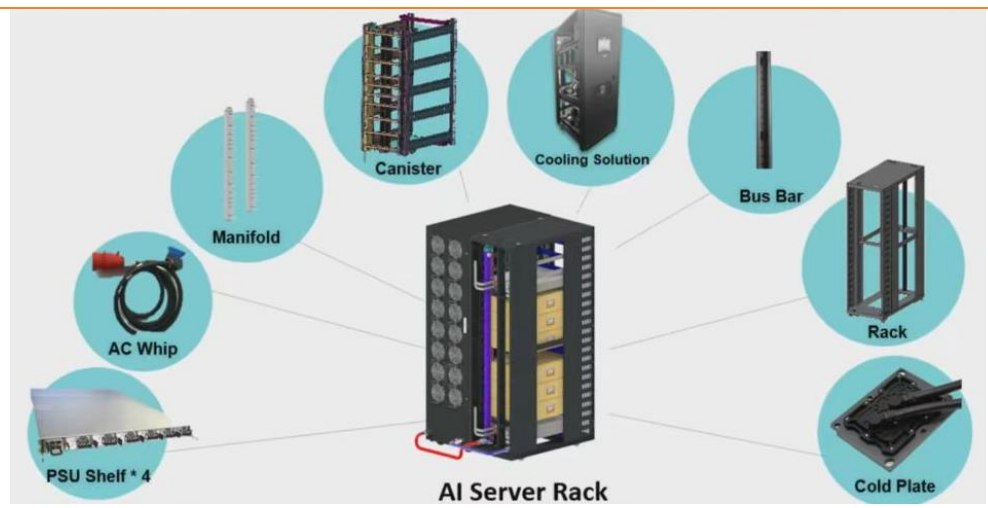
2. AI 技术迅速发展带来高性能服务器电源增长机遇

2.1. AI 服务器电源面临广阔的发展空间

2.1.1. 服务器架构复杂应用场景广泛，电源价值占比约为 3%

服务器是在网络环境中提供计算能力并运行软件应用程序的特定 IT 设备，它在网络中为其他客户机（如个人计算机、智能手机、ATM 机等终端设备）提供计算或者应用服务,一般来说服务器都具备承担响应服务请求、承担服务、保障服务的能力。服务器内部结构复杂，主要构件为处理器。相比普通计算机，服务器具有高速的 CPU 运算能力；长时间可靠运行能力；强大的 I/O 数据吞吐能力以及具备高扩展性。应用场景十分广泛，包括网络存储、网络通信、网站托管、数据库管理、游戏服务器等。

图 42：服务器架构与主要构件



资料来源：光宝科技官网、天风证券研究所

AI 服务器是一种能够提供人工智能（AI）的数据服务器，分为训练和推理两种。它既可以用来支持本地应用程序和网页，也可以为云和本地服务器提供复杂的 AI 模型和服务。AI 服务器有助于为各种实时 AI 应用提供实时计算服务。AI 服务器按应用场景可分为训练和推理两种，训练对芯片算力要求更高，推理对算力的要求偏低。推理负载占比有望持续提升。据华经情报网的数据，2021 年我国 AI 服务器推理负载占比约 55.5%，预计到 2025 年我国 AI 服务器推理负载占比将提高到 60.8%。2022 年全球 AI 服务器出货量约占整体服务器比重近 1%，约为 14.5 万台。

表 2：AI 服务器分类

	训练	推理
概念	指借助已有的大量数据样本进行学习，获得诸如更准确的识别和分类等能力的过程	对于新的数据，使用经过训练的算法完成特定任务
算力要求	要求训练芯片应具有强大的单芯片计算能力	对算力的要求较低
部署位置	训练芯片大多部署于云端	推理芯片大多会部署于云端和边缘侧

资料来源：华经情报网，天风证券研究所

服务器电源将交流电转换为计算机所需的直流电，在服务器中的价值占比约为 3%。服务器电源就是指使用在服务器上的一种开关电源，是一种利用现代电力电子技术，通过控制开关器件在高频状态下的工作，从而实现电能的转换和稳定输出的电源设备。与传统线性电源相比开关电源具有高效率、体积小、重量轻、热损耗低、输出稳定、适应性强、高频操作等特点。我们测算电源在服务器中的价值占比约为 3%。

2.1.2. AI 服务器耗电量增大，电源在多方面的性能得到提升

AI 大模型发展，服务器能耗成本大涨 3 倍。数字化和云服务的快速部署推动了全球数据中心的生长。元宇宙、增强现实和虚拟现实等行业趋势将继续消耗超出地球可持续生产的能源。随着 AI 服务器的市场规模不断扩大，其核心处理器，包括 CPU、GPU、NPU、ASIC、FPGA 等，以及内存、网络通信等芯片元器件的性能和功耗水平都在提升。耗能方面，中兴通讯股份有限公司研发总工熊勇表示，由于 AI 服务器的功率较普通服务器高 6-8 倍，电源的需求也将同步提升 6-8 倍。通用型服务器原来只需要 2 颗 800W 服务器电源，而 AI 服务器的需求直接提升为 4 颗 1800W 高功率电源，服务器能耗成本从 3100 元直接飙升到 12400 元，大涨 3 倍。

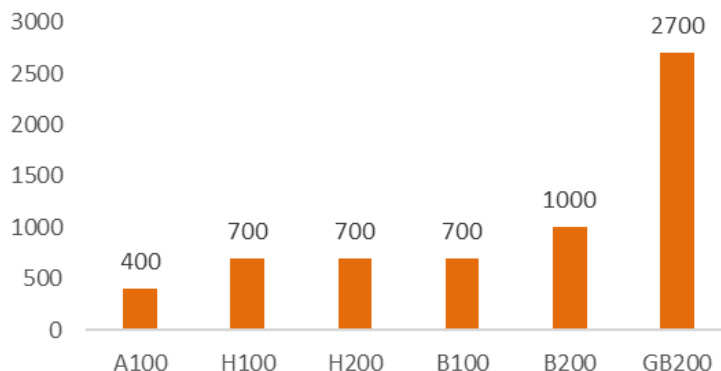
图 43：AI 服务器电源功率发展趋势



资料来源：纳微芯球公众号、天风证券研究所

英伟达芯片的额定功率呈递增趋势，基于不同芯片搭建的服务器电源功率也在上升。在 2024 年的 GTC 上，英伟达发布的基于 Blackwell 架构的 B200 GPU 功率则首次达到了 1000W，超级芯片 GB200 功率最高达到 2700w。而此前的芯片 B100 功率在 700W，和上代 H100 完全一致，更早的 A100 功率为 400W。英伟达基于不同芯片搭建的服务器电源功率也在上升。DGX A100 额定功率为 6*3kw，DGX H100/H200 额定功率为 6*3.3kw。而今年英伟达 GTC 大会上，发布了基于 GB200 芯片的 NVL72 架构，NVL 系列机架功耗可达 120KW。

图 44：英伟达不同芯片功率对比（单位：w）



资料来源：英伟达官网、丽科星公众号、cnBeta、天风证券研究所

AI 服务器电源作为高性能计算和数据中心的基础设备，担负着为服务器集群提供稳定、高效电能供应的任务。目前，AI 服务器电源产品已经具备高效率、低谐波、智能管理等特性，但在满足 AI 计算平台大规模、高并发、动态负载变化的需求方面，仍有改进空间。未来，AI 服务器电源将朝着更高功率密度、更优能效比、更强动态响应能力的方向发展。同时，随着边缘计算和分布式计算的兴起，电源模块的小型化和标准化设计将变得尤为重要。此外，电源管理系统将与 AI 算法深度融合，实现电源的智能预测、动态调度和故障预警，从而为数据中心的绿色运营和可持续发展提供强大支撑。

随着对更高计算能力的需求，服务器电源需要在有限空间内提供更多功率，这对功率密度提出了更高要求，对散热设计、元器件布局和效率提出了更高要求。随着服务器性能的改进，如何降低 AI 系统的能耗保证系统稳定工作成为产业难题。目前降低 AI 系统能耗主要两种思路：（1）降低 AI 系统核心处理器的能耗；（2）优化电源管理系统，提高 AI 核心处理器电源管理的效率。除了通过传统计算系统用到的 AC/DC、DC/DC、多相电源控制器和 DrMOS 功率级组合等方案来改进效率，也可以开发更先进的电源管理方案——如改进电源管理系统当中用到的无源器件（以电感和电容为主），性能优异的无源器件可以提供更加稳定的电压和电流，以确保 AI 服务器等 HPC 系统正常运行，保证快速的瞬态响应和较低的纹波。低损耗的无源器件可以提高 AI 服务器的能效，提升关键零部件的效率，节能环保。

AI 市场迅速扩张，电源需求增加，空间成本也在不断上升。现代数据中心包含成百上千个处理单元，因此设备大小非常重要。减小单个单元的尺寸会引发连锁反应：（1）可以在与大型解决方案相同的空间中应用更多设备，从而实现更高的处理能力密度；（2）可以极大地提高功率密度，并减小散热面积；（3）还可以使得物理材料更少、组件更少、成本结构更好、解决方案集成更多以及 总体拥有成本更低，从而实现成本的节省。

功率密度是在给定空间内可处理多少功率的度量，可量化为每单位体积处理的功率量。功率密度越高，表示在相同的体积内可以提供更多的功率。功率密度的概念在服务器电源设计中非常重要，原因在于：第一，数据中心和服务器机架的空间有限，随着处理器和服务器功率的增加，数据中心每个机架也将使用更多的电源。随着更高功率密度的发展趋势，数据中心每个模块在 2-4 kW。高功率密度的电源可以在有限的空间内提供更多的电力，从而支持更多的计算硬件。第二，功率密度和效率是紧密耦合的。功率密度越高，通常意味着电源转换效率越高，从而减少能量损耗和散热需求，有助于提高整个服务器系统的能效比。

AI 服务器电源通过组合开关性能、IC 封装、电路设计和集成等技术，显著提高功率密度。

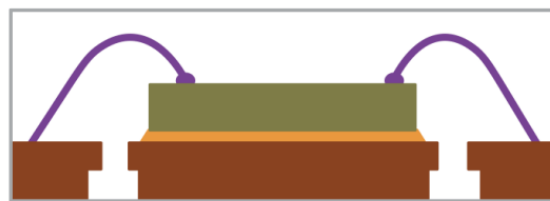
（1）**开关损耗创新**：为了获得出色的器件性能和 FoM，对半导体技术进行投资 很必要。这可能包括用于改进现有技术的创新，或者开发本质上性能更好的新材料，例如用于更高电压开关 的氮化镓 (GaN) 技术。（2）**封装散热创新**：将热量从集成电路 (IC) 封装中散发出来的能力将直接影响功率密度。随着封装尺寸的不断缩小，散热问题变得越来越重要。在典型的电源转换器中，半导体器件通常是解决方案中最热的部分。例如，德州仪器的投资开发并引入了 HotRod 封装，它用倒装芯片式封装（图 45）取代了典型的键合线四方扁平无引线封装 QFN（图 46），这样可以大大降低倒装芯片式封装中常见的寄生环路电感，同时还保留了 QFN 封装热性能的部分优势。

图 45：HotRod 互连封装(引线框上倒装芯片)QFN 封装



资料来源：德州仪器官网、天风证券研究所

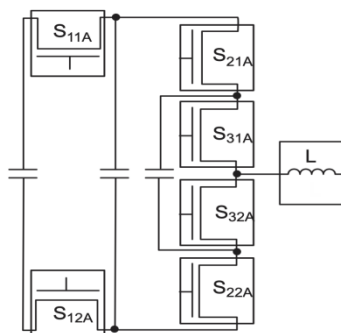
图 46：带有外露焊盘的标准键合线 QFN 封装



资料来源：德州仪器官网、天风证券研究所

(3) **先进的电路设计创新**：除了先进的栅极驱动器技术以外，还有大量机会可以通过拓扑创新来提高功率密度。例如飞跨电容四电平 (FC4L) (图 47) 转换器拓扑实现了许多关键的功率密度优势，包括通过降低器件额定电压、减小磁滤波器尺寸和改善热分布来提高器件 FoM。这些优势可转化为更高的功率密度。(4) **集成创新**：具有高性价比的集成减少了寄生效应，减少了物料清单，提高了效率并节省了空间。集成可适用于电源管理的多个方面，它可能需要在集成电路 IC 中添加更多的电路，在封装中添加更多的组件。

图 47：使用 GaN 开关的飞跨电容四电平转换器拓扑



资料来源：德州仪器官网、天风证券研究所

随着 AI 服务器的发展，AI 电源系统设计人员除了面临千瓦功率的挑战，转换效率也至关重要。因为计算系统是以全功率运行的复杂负载，系统必须在整个电力需求中保持尽可能高的效率。浪费的每一瓦能量都会作为热量消散，并转化为数据中心对散热系统的更高要求，这会增加运营成本以及碳足迹。转换效率是指服务器电源将输入的电能转换为实际输出电能的比例。它是衡量服务器能源利用效率的关键指标，直接影响服务器的运行成本和能源消耗。高效率的电源转化不仅可以减少能源浪费，降低运营成本，还能减少热量产生，提高服务器的可靠性和稳定性。80 PLUS 认证是衡量电源转换效率的一个重要标准，它由 Ecos Consulting 组织和美国 EPRI 电力研究所推行，目的是推广高效率节能电源。认证根据电源在不同负载（如 10%、20%、50%和 100%额定功率）下的转换效率和功率因数（PF 值）来评定等级，包括白牌、铜牌、银牌、金牌、白金牌和钛金牌，其中钛金牌为最高等级。能源政策机构 Energy Innovation 数据显示，效率每提升 1%，相当于每个数据中心节省了 1 兆瓦（或 800 户家庭用电）的总所有成本。

图 48：80PLUS 等级标准

80 加认证	115V 内部非冗余				115V 工业				
	% 额定负载	10%	20%	50%	100%	10%	25%	50%	100%
80加	-	80%	80%	80% PFC ≥ 0.90	-	-	-	-	-
80 PLUS 铜牌	-	82%	85% PFC ≥ 0.90	82%	-	-	-	-	-
80加黑	-	85%	88% PFC ≥ 0.90	85%	80%	85% PFC ≥ 0.90	88%	85%	-
80加金	-	87%	90% PFC ≥ 0.90	87%	82%	87% PFC ≥ 0.90	90%	87%	-
80 PLUS 白金	-	90%	92% PFC ≥ 0.95	89%	85%	90% PFC ≥ 0.95	92%	90%	-
80 PLUS 钛	90%	92% PFC ≥ 0.95	94%	90%	-	-	-	-	-

80 加认证	230V EU 内部非冗余				230V 内部冗余				
	% 额定负载	10%	20%	50%	100%	10%	20%	50%	100%
80加	-	82%	85% PFC ≥ 0.90	82%	-	-	-	-	-
80 PLUS 铜牌	-	85%	88% PFC ≥ 0.90	85%	-	81%	85% PFC ≥ 0.90	81%	-
80加黑	-	87%	90% PFC ≥ 0.90	87%	-	85%	89% PFC ≥ 0.90	85%	-
80加金	-	90%	92% PFC ≥ 0.90	89%	-	88%	92% PFC ≥ 0.90	88%	-
80 PLUS 白金	-	92%	94% PFC ≥ 0.95	90%	-	90%	94% PFC ≥ 0.95	91%	-
80 PLUS 钛	90%	94% PFC ≥ 0.95	96%	91%	90%	94% PFC ≥ 0.95	96%	91%	-

资料来源：倍科看世界公众号、天风证券研究所

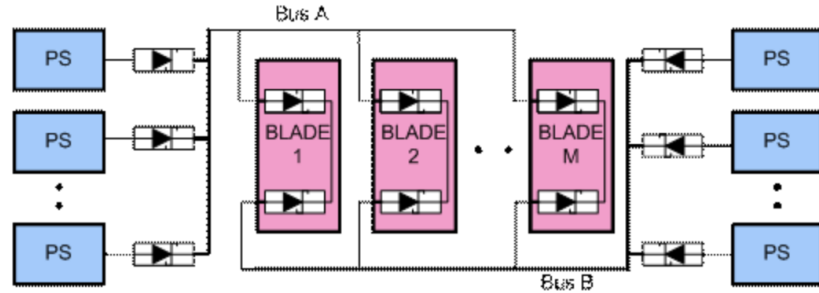
服务器电源通过高性能半导体功率器件及高效率的电路拓扑结构以下方法来提高转换效率。

(1) 使用高性能半导体功率器件：功率半导体是控制电力设备电能变换和进行电路控制的核心半导体器件，可对电路进行整流、分流、变压、逆变、稳压、变频、功率控制等。(2) 采用更高效率的电路拓扑结构：拓扑结构是服务器电源中的另一个重要因素。合理的拓扑结构可以提高电源的效率，降低能耗，同时也能保证服务器的稳定运行。常见的服务器电源拓扑结构有单端正激式、双端正激式、半桥式、全桥式。此外，无桥功率因数校正(PFC)通过减少导通路径的器件数来减小导通损耗，可以显著提高效率。无桥图腾柱(Totem-Pole) PFC 作为最简洁的无桥 PFC 拓扑，可以减少尺寸和元器件数量，以简化 PCB 电路，从而减小体积，提高功率密度。

AI 服务器电源具有 N+1 或 N+N 冗余，具体取决于系统可靠性和成本考量。服务器系统的可靠性和可用性非常重要，因此需要冗余 PSU。“N+1”冗余系统是一种设计方法，“N”代表正常运行所需的电源模块数量，而“+1”表示额外的备用电源模块，以确保系统的可靠性和容错能力。这种设计允许在其中一个组件发生故障时，系统仍然能够继续运行，而不会对服务或性能产生显著影响。

为了在需要更换 PSU 时保持系统正常运行，系统需要热插拔 (ORing 控制) 技术。由于在 N+1 或 N+N 系统中有多多个 PSU 同时供电，因此服务器 PSU 也需要使用电流共享技术。即使处于待机模式 (未从其主电源轨向输出端供电) 的 PSU 也需要在热插拔事件后即时提供全功率，因此需要功率级持续激活。为了降低待机模式下冗余电源的功耗，“冷冗余”功能正成为一种趋势。冷冗余旨在关闭主电源运行或在突发模式下运行，从而使冗余 PSU 更大限度减少待机功耗。

图 49：冗余电源布局示例图（每个刀片服务器由 A、B 总线共同供电，这两个电源总线由 N+1 只电源组成）



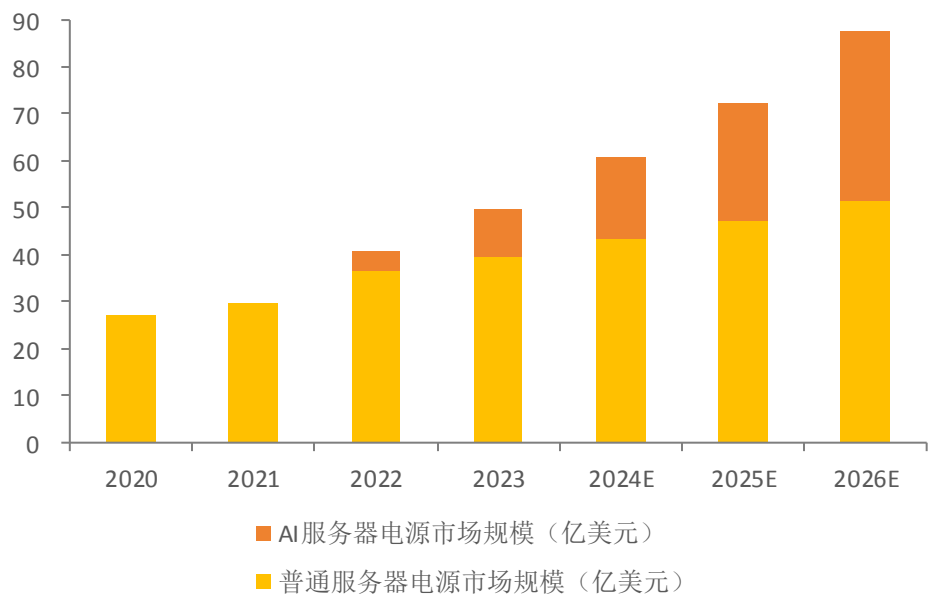
资料来源：德州仪器官网、天风证券研究所

2.1.3. AI 服务器电源成为服务器电源市场新增量，2026 年市场有望达 53 亿美元

AI 服务器电源仍然是电源组件市场的关键增长部分，而英伟达在 AI 服务器 GPU 市场占有率超 90%，占据绝对主导地位。我们据此测算 AI 服务器电源市场增量。根据 TechInsights 报告，英伟达在 2023 年数据中心 GPU 总计出货量约为 376 万块，相比于 2022 年的 264 万块增长了超百万块。

英伟达 B 系列服务器电源 2026 年市场空间有望达 53 亿美元。随着 AI 服务器电源功率密度提升，预计单瓦价值量会有明显提升；假设未来两年出货的 AC-DC 产品单瓦价格为 2-3 人民币/瓦，同时假设 25/26 年 GB200 NVL36 出货量分别为 6-8/9-14 万台（根据 GB200 芯片出货量预期全部折算为 NVL36），我们预计 25 年 AC-DC 市场空间可达 238-317 亿元人民币，26 年 AC-DC 市场空间可达 297-462 亿元人民币；AI 服务器电源呈高速增长趋势（25-26 年按照均值测算），未来增量广阔。

图 50：AI 服务器电源快速增长带动服务器电源行业上升



资料来源：IT之家，TechInsights，DIGITIMES，新智元，FSP，立鼎产业研究网，IDC，business research insights，中商情报网，算力狸公众号，36kr，天风证券研究所

表 3: AI 服务器电源市场规模测算

	2025E		2026E	
功率单价 (人民币/瓦)	3	3	2.5	2.5
CB200 NVL36 出货量 (万台)	6	8	9	14
GB200 NVL36 功耗(kw/台)	132	132	132	132
单台价格 (万人民币/台)	39.6	39.6	33	33
AC-DC 空间 (亿人民币)	238	317	297	462

资料来源: IT 之家, TechInsights, DIGITIMES, 新智元, FSP, 立鼎产业研究网, IDC, business research insights, 中商情报网, 36kr, 算力狸公众号, 天风证券研究所

2.2. 麦格米特与台达、光宝相比均存在一定差距，但注重研发加速追赶

全球电源市场中,中国台湾地区厂商占据主要市场份额。据 MTC,全球前 16 大电源厂商中,中国台湾地区厂商上榜 7 家,其中前五大有四家为中国台湾地区厂商,台达为断层第一,光宝第二。中国大陆企业仅有麦格米特(第 7)和欧陆通(第 12)上榜。台达是 AC/DC 电源供应器龙头,市占率过半。AC/DC 市场是半整合的,因为大多数顶级参与者,包括台达、Siemens AG、ABB、Murata Manufacturing 和 TDK 在市场上拥有长期信誉。市场渗透率也很高,供应商与分销的关系稳固。

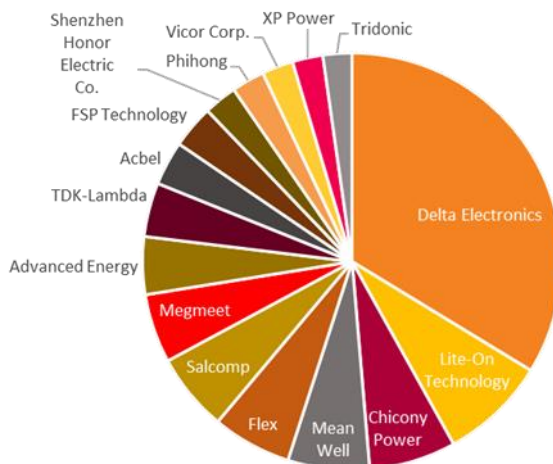
台达依靠技术领先和高度垂直整合优势,成为英伟达新 AI 芯片的电源大赢家。台达整合电源、散热及被动元件三大关键零组件优势,从电网一路做到芯片,提供全系列 AI 电源全方位整合方案,成为英伟达新 AI 芯片的电源大赢家,拿下英伟达 Blackwell 架构系列 B100、B200、GB200 服务器电源订单。AI 服务器电源 2023 年全年占台达营收比重约 2%,2024 年第一季已快速攀升到 4%至 5%。

台达具有高度垂直整合优势,全球独家电力完整解决方案企业。电源部分:台达是全球唯一能提供从 2 万伏特高压电,到 0.8 伏特芯片端用电,完整一条龙电力解决方案的企业;其产品线,从储能设施、数据中心不断电系统、备援系统到电源供应器、DC/DC 转换器实现全覆盖。散热部分:台达的散热业务有年营收数百亿规模,风扇、3DVC(风冷技术)、液冷、浸没式解决方案、机柜,台达都有生产。电感部分:子公司乾坤科技生产的电磁感应组件[电感],从英伟达 A100 芯片开始到最新的 B 系列都是供货商。台达整合电源、液冷模块与机柜设计,作为全球独家能够提供上游到下游电力完整解决方案的企业,为客户解决了匹配性问题。

台达在 AC/DC 电源与 DC/DC 转换器上技术领先,致力于为 AI 服务器电源节能增效。AC/DC 电源:台达推出符合第三代开放式机柜标准(ORV3)的机架式电源,首次登场的 66kW 与 33kW 机架式电源,能源效率高达 97.5%,将成下一代 AI 服务器的主流。DC/DC 电力转换:台达拥有多款输出功率介于 200W-2000W 的 DC/DC 转换器,能效高达 98.5%。垂直供电:即便在 AI 电源领域占据绝对领先,台达也持续研发探索省电空间,开发出独家的垂直供电技术,可以比水平供电提升 23%效率。

中国大陆电源厂商在成本控制和服务能力方面具有优势,未来有望快速抢占市场份额。根据中国电源学会相关资料,我国电源设备行业市场化程度较高,呈现完全竞争的市场格局。在开关电源领域,中国台湾地区厂商因进入市场时间较早,目前占据开关电源主要市场份额,而中国大陆电源厂商成本控制、服务能力更佳,未来有望快速抢占市场份额。

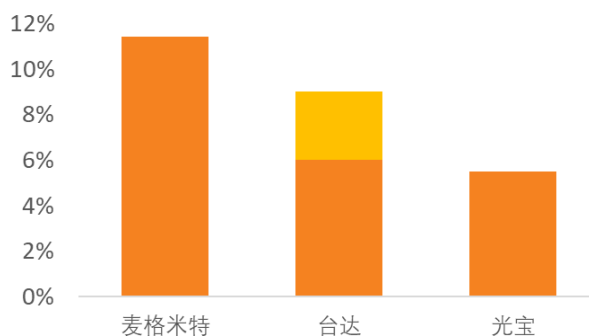
图 51：2023 年电源厂商 Top16 比较



资料来源：Micro-Tech Consultants、天风证券研究所

AI 服务器电源领域，台达仍稳居第一，麦格米特有望缩小技术差距。台达已拿下英伟达大订单，而麦格米特目前只拿到英伟达 AI 服务器电源供货资格，尚未传出批量供货的消息，存在不确定性。电源产品收入上，台达与光宝均在百亿人民币级别，而麦格米特目前尚在 20 亿人民币体量。但麦格米特研发费用超收入的 10%，有望缩小技术差距。2023 年，麦格米特研发费用占收入比重为 11.4%，而台达的研发投入为收入的 6-9%，光宝则为 5.5%。

图 52：三家厂商研发费用占收入比重对比（台达给出的范围为 6%-9%）



资料来源：台达 2023 年年报、光宝 2023 年年报、麦格米特 2023 年年报、天风证券研究所

4KW、2400W 钛金以及 33KW Powershelf 等最新技术突破产品将陆续亮相各大展会，可满足现阶段国内外行业头部客户对 AI 服务器的电源应用需求。麦格米特电源业务大多为定制项目，具体产品参数可视客户具体需求进行定制开发，公司是目前少数已具备行业领先的高功率高效率电源技术平台以及全产业链海外制造能力的综合型电源供应商，可满足现阶段国内外行业头部客户对 AI 服务器的电源应用需求。自 2024 年 9 月起，公司团队也将携带最新技术突破的网络电源产品阵容（包括 CRPS 系列电源、4KW、2400W 钛金以及 33KW Powershelf 等）亮相国内外各大行业技术展会。新推出的服务器电源具备高功率 5.5KW，高密度 100+ W/立方英寸，高效率钛金 96% Titanium 等优异性能特点。服务器电源标准 CRPS 系列产品，具有全数字电路设计，遵循英特尔 CRPS 冗余电源定义指标。产品满足 80PLUS 铂金和钛金能效效率，支持 N+1 冗余模式。可热插拔，PMBus 1.2 版本协议，符合 IEC60950/62368 标准。

表 4：麦格米特与台达、光宝对比

公司	基本情况	电源产品（大功率）	海外产能	AI 服务器电源产品覆盖	向英伟达供货情况
麦格米特	2023 年电源产品销售收入为 21.22 亿元，占公司总收入的 31.42%。	通信电源：2kw/3kW/6kW 的 IP65 电源和 50AH 的 IP65 电池，用于 5G 户外系统； 服务器电源：800-2200w CRPS 系列产品；最新 4KW、2400W 钛金以及 33KW Powershelf	印度和泰国建立海外工厂	-	正参与其 Blackwell GB200 系统的创新设计与合作建设，推出了适用于 NVIDIA MGX™平台的最新电源系统，但还未开始供货
台达电子	2023 年合并营业额 NT\$4012 亿（约 891.5 亿人民币），电源及零组件收入占比 62%，（约 553 亿人民币）。	66kW 与 33kW 第三代开放式机柜标准（ORV3）的机架式电源，能源效率高达 97.5%；DC/DC 电力转换：多款输出功率介于 200W-2000W 的 DC/DC 转换器，能效可高达 98.5%	海外工厂：泰国、印度、美国、东欧	AC-DC + DC-DC	目前美系 Tier 1CSP AI 服务器电源的最大供应商，拿下英伟达 Blackwell 架构系列 B100、B200、GB200 服务器电源订单；液冷等其他方面也有合作
光宝科技	2023 年营收 NT\$1483 亿（329 亿人民币），营业毛利率 22%，营业利润率 9.8%；云端及物联网部门收入占比 35%，服务器电源占比为个位数。	5.5KW 电源、33KW/power shelf（机柜式电源）已陆续交货；正开发 8KW 及更高功率密度和转换效率的电源解决方案	海外工厂：越南、美国、墨西哥等	-	与云达科技（QCT）于 2024 COMPUTEX 台北国际计算机展共同实机展示 NVIDIA GB200 NVL72 机柜电源解决方案。

资料来源：台达 2023 年年报，光宝 2023 年年报，麦格米特 2023 年年报，麦格米特 Power Products Catalogue，麦格米特官网，台达官网，光宝科技 2024 年法人说明会新闻稿，同花顺，雅虎股市，microled 网，LEDinside，爱集微，优分析，麦格米特公司公告，天风证券研究所

2.3. 大功率+多海外厂+头部客户合作助力麦格米特拿到英伟达 AI 服务器电源供货资格

麦格米特是电气自动化领域硬件和软件研发、生产、销售与服务的一站式解决方案提供商。以电力电子及自动控制为核心技术，业务涵盖电源产品、工业自动化、新能源&轨道交通、智能装备、智能家电电控、精密连接六大板块。2023 年，公司电源产品销售收入为 21.22 亿元，占公司总收入的 31.42%。

经过 20 多年电源行业技术积累，麦格米特为多领域提供高质量、高性能、高可靠性、高性价比的一站式电源解决方案，同时具备以下优势：

深耕电源领域，大功率（3-4kW 以上）电源技术储备丰富。 AI 服务器对电源产品最高功率具有一定要求，麦格米特在服务器电源模块有着长时间的技术积累，是具备业界领先的高功率高效率网络电源的技术水平及产品研发与供应能力。通信电源产品，有 2kw/3kW/6kW 的 IP65 电源和 50AH 的 IP65 电池，用于 5G 户外系统；服务器电源包括 800-2200w CRPS 系列产品。

海外布局产能快速增长，规避地缘风险。公司在印度和泰国建立海外工厂。泰国方面，租赁的场地及厂房已建设了部分产能，并已开始向海外客户交付；自有厂房也已开始建设，麦

格米特预计建成可实现 20 亿人民币年产值。

国际头部客户有持续合作经验，拿到英伟达 B 系列 AI 服务器电源供货资格。公司电源产品业务目前已逐步从投入期走向收获期，与爱立信、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、创维等国内外知名企业建立了合作，具有一定的市场地位及品牌声誉。2024 年，通过与英伟达合作以高姿态进入 AI 服务器电源行业，麦格米特有望打开国内外更大市场。

表 5：麦格米特与中国大陆电源企业对比优势显著

公司	基本情况	电源产品（大功率）	海外产能	客户（是否有海外头部客户合作经验）	麦格米特的独特优势
麦格米特	2023 年，公司电源产品销售收入为 21.22 亿元，占公司总收入的 31.42%	通信电源：2kw/3kW/6kW 的 IP65 电源和 50AH 的 IP65 电池，用于 5G 户外系统；服务器电源：800-2200w CRPS 系列产品；最新 4KW、2400W 钛金以及 33KW Powershelf	公司在印度和泰国建立海外工厂	公司在电源产品领域经过多年积累，持续为爱立信、诺基亚、Cisco、Juniper 等海外知名企业提供产品和研发及生产服务	（1）大功率（3-4KW 以上）电源技术储备丰富；（2）海外产能布局规避地缘风险；（3）与国际头部客户有持续合作经验
欧陆通	2023 年，电源适配器收入 16 亿元，占比 56%；服务器电源收入 8 亿元，占比 28.25%	已有包括 800W-3200W 全系列 CRPS 电源、1300W-4000W 高功率风冷服务器电源、1600W-3500W 分布式浸没式液冷服务器电源以及 30KW 集中式浸没式液冷服务器电源等核心产品	在越南设立生产基地	服务器电源主要为国内客户：富士康、浪潮信息、星网锐捷、新华三、华勤、联想等	服务器电源主要为国内客户
中国长城	公司从事的主要业务包括：计算产业、系统装备及其他业务。服务器电源国内市占率第一。国内单体功率最大的塔式服务器电源。CRPS 系列服务器电源出货量全球第一	4800W 和 3200W 两款高功率 CRPS 服务器电源，能量密度高，稳定性强，有着 80plus 钛金能效	-	2023 年，前五大客户有浪潮、宏基股份、新华三信息技术有限公司等	-
奥海科技	业务布局涵盖智能终端充电、新能源汽车电控、数字能源等领域。其中，手机充电器 2023 年全球市占率近 17%，稳居全球第一	2023 年，CRPS 服务器电源已形成系列化产品（550W/800W/1300W/1600W/2000W）量产供货；大功率服务器电源部分应用于 AI 服务器	在印度、印尼有制造基地，越南基地已顺利完成基本布局	在手机充电器领域与国内知名客户建立了长期稳定的合作关系，主要客户包括主流知名手机品牌商，涵盖各大品牌的国内外市场	产品最高功率为 2kw
泰嘉股份	主营“锯切+电源”双业务。大功率电源业务包含服务器电源模块产品，大功率电源业务尚处在产能爬坡期在手订单有保障	-	-	2023 年电源事业部海外收入约占 28%，控股子公司罗定雅达专注于电源产品，与全球一线品牌客户长期保持合作和供应关系	相对其他竞争对手布局稍晚

资料来源:麦格米特2023年年报、欧陆通2023年年报、中国长城2023年年报、中国长城官网、奥海科技官网、泰嘉股份2023年年报、麦格米特Power Products Catalogue、麦格米特官网、CGT 中国长城公众号、奥海科技 2023 年年报、icspec、贝恩公司、每日经济新闻、36 氪、天风证券研究所

2.4. 2026 年 AI 服务器电源有望为公司带来约 6~9 亿利润增量

延续前文对 AI 服务器电源市场规模的预测，麦格米特在 2024 年拿到英伟达 AI 服务器电源供货资格，切入 AI 服务器电源供应商市场，目前尚未传出供货消息。预计到 2026 年，为公司带来的增量业绩可望达 5.9~9.2 亿人民币净利润，相较于 25 年预期扣非业绩的弹性为 84%~130%。

表 6：AI 服务器电源业务为公司带来的增量业绩测算

	2025E		2026E	
功率单价 (人民币/瓦)	3	3	2.5	2.5
CB200 NVL36 出货量 (万台)	6	8	9	14
GB200 NVL36 功耗(kw/台)	132	132	132	132
单台价格 (万人民币/台)	39.6	39.6	33	33
AC-DC 空间 (亿人民币)	238	317	297	462
初期份额假设	10%	10%	10%	10%
营收 (亿人民币)	23.8	31.7	29.7	46.2
净利率预期	20%	20%	20%	20%
增量业绩 (亿人民币)	4.8	6.3	5.9	9.2
弹性 (相较于 24、25 年主业扣非业绩)	92%	122%	84%	130%

资料来源: IT 之家, TechInsights, DIGITIMES, 新智元, FSP, 立鼎产业研究网, IDC, business research insights, 中商情报网, 36kr, 天风证券研究所

3. 盈利预测

智能家电电控业务：主要分变频家电和智能卫浴 2 个板块，其中变频家电控制器业务的主要市场在印度，受益于印度市场变频家电渗透率及需求的快速上升（公司供给印度本土家电厂商），以及松下、三星、大金等国际品牌制造商在印度建厂（公司在印度直接发货给大厂），预计 24-26 年智能家电电控业务整体营收为 36.3/ 47.2/ 60.4 亿元，同增 39%/ 30%/ 28%，毛利率为 25%/ 24.5%/ 24.5%。

电源产品：传统市场相对稳定（大客户供应链体系认证严格、流程复杂），增长平稳；光储充客户开拓顺利、在手订单充足，有望快速增长。预计 24-26 年电源产品业务收入达 26.9/ 33.6/ 40.5 亿元，同增 27%/ 25%/ 20%，毛利率为 24.3%/ 25%/ 25%。

工业自动化：公司发挥行业细分的积累和优势，在风电、工程机械、再生能源等行业都取得了新突破，目前已为国内一线龙头企业/核心客户提供产品及解决方案。海内外工业自动化市场空间巨大，随着公司产品力不断提升，预计未来还将保持较高增速的增长。预计 24-26 年工业自动化整体营收为 7.0/ 8.4/ 10.1 亿元，同增 20%/ 20%/ 20%，毛利率为 32%/ 31%/ 31%。

新能源与轨道交通产品：主要为新能源汽车电控等产品，目前北汽、哪吒、零跑等三家新能源车厂已成为公司大客户，公司新能源业务将迎来高速发展。预计 24-26 年新能源与轨道交通产品整体营收为 8.3/ 10.7/ 13.1 亿元，同增 18%/ 28%/ 22%，毛利率为 22.5%/ 24.5%/ 24.5%。

智能装备：国内政策带动下工业生产投资需求出现复苏迹象，公司智能焊机、微波装备和智能采油设备市场需求回暖。目前公司在新兴装备领域已初步形成阶梯布局，未来随国内生产智能化改造深入推进，公司有望逐步打开市场规模。预计 24-26 年智能装备业务整体营收为 4.4/ 5.1/ 5.8 亿元，同增 20%/ 15%/ 15%，毛利率为 28%/ 30%/ 30%。

精密连接：按应用领域划分，公司精密连接产品可广泛应用于通讯、3C 电子、工业、智能办公、安防设备等领域。由公司控股子公司广东田津开发的应用于新能源汽车动力及储能电池包中的安全信号连接组件，目前已与某知名新能源汽车动力电池厂商建立合作关系，市场空间广阔，预计未来将为公司带来新的收入增长点。预计 24-26 年精密连接业务收入达 3.6/ 4.0/ 4.4 亿元，同增 15%/ 10%/ 10%，毛利率为 10%/ 12%/ 12%。

表 7：公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能家电电控产品					
收入（亿元）	20.91	26.19	36.28	47.16	60.41
YoY	32.2%	25.3%	38.5%	30.0%	28.1%
毛利率	24.3%	25.5%	25.0%	24.5%	24.5%
电源产品					
收入（亿元）	18.84	21.22	26.85	33.60	40.46
YoY	25.0%	12.6%	26.5%	25.2%	20.4%
毛利率	22.0%	24.3%	24.3%	25.0%	25.0%
新能源及轨道交通产品					
收入（亿元）	5.27	7.10	8.34	10.68	13.06
YoY	94.6%	34.8%	17.5%	28.0%	22.3%
毛利率	21.2%	22.9%	22.5%	24.5%	24.5%
工业自动化产品					
收入（亿元）	3.80	5.84	7.01	8.41	10.09
YoY	40.6%	53.7%	20.0%	20.0%	20.0%

毛利率	29.4%	32.9%	32.0%	31.0%	31.0%
智能装备					
收入 (亿元)	2.97	3.66	4.39	5.05	5.81
YoY	-20.5%	23.2%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.4%	27.8%	28.0%	30.0%	30.0%
精密连接					
收入 (亿元)	2.73	3.16	3.63	4.00	4.40
YoY	108.8%	15.9%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	16.3%	7.8%	10.0%	12.0%	12.0%
总收入 (亿元)	54.78	67.54	86.86	109.26	134.58
YoY	31.8%	23.3%	28.6%	25.8%	23.2%
综合毛利率	23.8%	24.9%	24.8%	25.1%	25.1%
归母净利润 (亿元)	4.73	6.29	6.50	8.28	10.17
YoY	21.6%	33.1%	3.4%	27.4%	22.8%
扣非归母净利润 (亿元)	2.56	3.55	5.20	7.08	9.17
YoY	-2.4%	39.0%	46.4%	36.1%	29.5%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

预计 24-26 年公司总收入分别为 86.9/ 109.3/ 134.6 亿元, 同增 29%/ 26%/ 23%; 归母净利润分别为 6.5/ 8.3/ 10.2 亿元, 同增 3%/27%/23%; 扣非归母净利润 5.2/ 7.1/ 9.2 亿元, 同增 46%/ 36%/ 30%。

表 8: 可比公司 PE 估值对比 (可比公司估值选取同花顺 iFinD 一致预期, 股价截至 2024 年 12 月 11 日收盘)

日期	公司	代码	收盘价 (元)	EPS			PE (X)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2024/12/11	汇川技术	300124.SZ	61.57	1.89	2.26	2.68	32.84	27.38	23.09
2024/12/11	雷赛智能	002979.SZ	34.99	0.70	0.89	1.12	50.25	39.21	31.37
2024/12/11	伟创电气	688698.SH	50.00	1.28	1.61	2.04	39.17	30.99	24.58
2024/12/11	信捷电气	603416.SH	43.64	1.75	2.11	2.56	24.96	20.66	17.02
算术平均							36.8	29.6	24.0

资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

公司整体经营稳健, 智能家电电控、工业电源、新能源车产品均保持较高增速发展, 同时对于 AI 服务器电源产品, 公司获得英伟达电源供货资格, 我们预计未来公司销量迎来高增长, 未来几年公司营收和利润增速有望进一步提升, 我们认为可以给予处在快速成长期的麦格米特一定估值溢价; 主业参考可比公司平均 PE, 我们给予公司 25 年 25XPE 估值, 对应主业目标市值 177.5 亿元;

AI 新业务增量: 按照 25 年英伟达出货量预期, GB200 系列对应的电源空间在 250-300 亿元以上, 目前仅台达、光宝、麦格米特 3 家进入终局, 保守情况按照 10%的份额假设, 约 25-30 亿增量营收; 预计 20%+净利率, 预计可新增年化约 5 亿+增量利润, 根据台湾证券交易所, 台达电目前 PE 为 29.68X, 我们给予新业务 30X PE, 可新增约 150 亿市值。

主业+AI 新业务合计 25 年目标市值约 327.5 亿元, 对应目标价 64.97 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

市场竞争加剧风险：公司所处的智能家电电控、工业自动化及新能源汽车电控领域相关企业较多，竞争较为激烈；若行业竞争持续加剧可能引发价格战，对公司业绩产生较大影响。

新能源汽车销量不及预期：公司新能源汽车电控业务与新能源车厂的销量密切相关，如果未来全球经济受宏观环境影响大幅放缓，可能会对相关企业汽车销售造成冲击。

AI 服务器电源销量波动风险：公司 AI 服务器电源业务与 AI 服务器的销量密切相关，如果未来全球经济受宏观环境影响波动，可能会对相关企业 AI 服务器销售造成冲击。

费用控制不及预期风险：随着公司营收规模持续扩大，利润对费用率的敏感度提高；若未来公司期间费用率控制不当，可能会使公司利润不及预期。

测算主观风险：报告中涉及的部分测算，如市场规模、盈利情况、公司估值等内容的测算具有主观性，可能与未来实际情况存在一定偏差。

股价波动风险：近期公司股价波动幅度较大，可能会使部分二级市场投资者面临相关风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com