

联合研究 | 公司深度 | 麦格米特 (002851.SZ)

麦格米特：厚积薄发，为“AI”发电

报告要点

麦格米特历史经营业绩整体保持稳健增长，公司深耕传统主业电源产品、家电电控的同时，不断通过收并购，横向拓展行业、产品种类，同时加速布局海外市场，推动自身成长。公司依托于自身特有的基因特点已经找到了一条适合自己的发展道路。立足长期，伴随 AIDC 放量，电源远期市场空间广阔；公司的 AIDC 供电业务平台化未来可期，一方面是基于品类增加持续提升业务范围，另一方面基于卡位优势有广阔的市占率提升空间。因此，我们认为公司的 AIDC 供电体系综合解决方案正逐步形成，有望成为公司平台化之路的新增长点。

分析师及联系人



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



司鸿历

SAC: S0490520080002

SFC: BUD284



曹小敏

SAC: S0490521050001

麦格米特 (002851.SZ)

麦格米特：厚积薄发，为“AI”发电

产品不断丰富，业务呈现“抗震”架构

麦格米特近几年经营业绩整体保持稳健增长，2014-2023 年复合增速超过 30%，经营效率在行业内维持前列。2024 年前三季度公司实现营收 59.03 亿元，同比增长 21.1%，非车板块各产品均取得较快增长。公司依托自身的核心技术平台和成熟管理体系，不断进行横向产品种类拓展，以此推动自身不断成长。传统主业方面公司深耕电源产品，体量不断扩张，同时公司通过收并购不断丰富产品种类并且形成具备成长性和抗震能力的业务架构，内外并举，带动公司经营规模取得了快速增长。海外市场方面公司加速布局，近些年海外业务占比不断提升，国际影响力增强。

台达路径叠加华为/艾默生基因奠定成功基础

发展路径方面，公司凭借产品类别的丰富化来形成具备成长性和抗震性的业务架构，这一路径类似全球电源龙头台达集团，产品由一至多并且把并购作为重要战略之一。但具体分析来看，我们认为麦格米特已依托于自身特有的基因特点寻找到了适合自己的发展道路：1) 公司学习华为的运营架构，技术领先并且产品研发响应迅速，通过“孵化-收购”的并购战略，专注开拓新兴下游领域，与台达差异化竞争；2) 公司一直深耕电力电子行业，所有的产品品类延伸都是围绕电力电子技术展开，并且公司始终坚持标杆大客户的销售策略，这使得公司在研发、原料采购、生产、销售多个方面实现业务协同，也保证了整体生产经营的高效运转；3) 公司目前已经完成核心研发、生产、管理体系的构建，能够对未来的持续快速成长形成较好的支撑，其中尤其是董事长承用艾默生的多部门管理体系是核心基因之一。

直面全球龙头，AI 服务器业务平台化可期

当前 AI 大模型发展驱动算力呈指数级增长，进而推动电力需求增长。从需求量角度，总算力、芯片单位功耗、冗余因素奠定需求基础，从供给侧角度，高功率密度、高效率构筑行业高壁垒。

功率密度持续提升，机房&机柜供电新方案不断迭代。伴随英伟达芯片功率持续增长，AIDC 服务器单机柜功率预计将从目前最高的 130~250kW 提升至远期的 1000+kW，带动机柜电源设计功率密度提升、向一体化发展，同时机房供电体系也逐步多元化，HVDC 渗透率有望提升。

在此背景下，麦格米特的核心成长逻辑在于：机柜产品拓展+机房产品延伸，供电业务平台化可期。1) 在机柜端，公司目前除了 Power Shelf，也已推出 BBU Shelf、Power Capacitor Shelf、800V/570kW Side Rack 等产品，公司能够供应的价值量持续提升。2) 麦格米特供电产品从机柜延伸至机房 HVDC，解决方案能力进一步提升。目前已推出 HVDC 系列的重要产品——800V/570kW Side Rack。3) HVDC 方案的前道供电侧还潜在光伏、储能等需求，而公司现有产品能够实现在光储充全链覆盖，公司在机房端业务范围有望持续扩大。4) 基于公司现有产品布局，进一步可以展望在 48-12v 的二次电源（GPU 输入侧）部分。

维持“买入”评级。麦格米特目前为大陆地区唯一与英伟达进行电源合作的企业，我们认为公司的 AIDC 供电体系综合解决方案正逐步形成，有望成为公司新增长点。预计公司 24-26 年归母净利润 5.62、9.51、13.83 亿，对应当前 PE 48.9x、28.9x、19.9x，维持“买入”评级。

风险提示

1、原材料大幅涨价的风险；2、新领域拓展速度不及预期的风险；3、AI 数据中心投资规划不及预期风险；4、电源技术革新的风险；5、盈利预测不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	50.37
总股本(万股)	54,565
流通A股/B股(万股)	45,651/0
每股净资产(元)	9.04
近12月最高/最低价(元)	75.66/20.06

注：股价为 2025 年 4 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《麦格米特：收入保持较快增长，盈利能力稳定》
2024-11-17
- 《麦格米特：归母净利较快增长，毛利率同比修复》
2024-05-31
- 《麦格米特：业绩同比增长，经营现金流环比改善》
2024-01-12



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

产品不断丰富，业务呈现“抗震”架构	6
业绩稳健增长，经营效率相对较优	6
内外并举，平台化为业务赋能	7
台达路径叠加华为/艾默生基因奠定成功基础	10
基因 1：研发响应迅速，与台达差异化竞争	13
基因 2：多重协同效应，经营效率高	14
基因 3：基础体系完善，具备成长支撑	16
直面全球龙头，AI 服务器业务平台化可期	17
AIDC 终端放量，服务器电源市场空间广阔	17
功率密度持续提升，机房&机柜供电新方案不断迭代	22
麦格米特：机柜产品拓展+机房产品延伸，供电业务平台化可期	26
风险提示	30

图表目录

图 1：公司营业收入整体保持稳健增长（亿元）	6
图 2：过去几年公司归母净利润整体保持稳健增长（亿元）	6
图 3：麦格米特营收构成（亿元）	6
图 4：公司维持高经营效率（万元/人）	7
图 5：公司智能家电电控产品和工业电源营收持续增长（亿元）	7
图 6：公司深耕电源产品多领域布局，产品种类持续扩充	8
图 7：公司重点布局新能源、EV&轻型电动车和供应链安全业务板块	8
图 8：拓品类是公司成长的路径（亿元）	9
图 9：浙江怡和营收及净利润持续增长	9
图 10：2015 年以来公司海外收入占比呈提升趋势	10
图 11：2024 年上半年海外总收入占比（直接+间接）合计约达 45%	10
图 12：台达集团发展历程	11
图 13：台达的经营情况	11
图 14：台达业务布局与麦格米特相似	12
图 15：麦格米特与台达均在纵向进行产业链布局	12
图 16：麦格米特运营架构示意	13
图 17：公司产品共享技术平台	14
图 18：公司大部分产品原材料、生产流程协同	15
图 19：麦格米特整体经营效率快速提升且位于前列（万元/人）	15
图 20：麦格米特销售效率在工控自动化行业位于前列（万元/人）	15
图 21：麦格米特期间费用率近几年维持平稳	15
图 22：麦格米特近几年净利率整体保持稳定，2023 年小幅回升	15
图 23：公司研发投入体量持续增长	16
图 24：公司技术人员持续快速增加	16

图 25: 公司持续加大资本开支 (亿元)	16
图 26: 大模型算力呈指数级增长	17
图 27: 数据中心走向智算数据中心 AIDC	18
图 28: 典型数据中心的电力分配及 PUE 示意图	18
图 29: 全球大型数据中心的 PUE 下降速度趋缓并逐步稳定	19
图 30: 不同 PUE 的能耗分布	19
图 31: 预计 2031 年 AI 服务器电源供应市场规模达 608.1 亿美元	20
图 32: 从超级芯片到 GB200 NVL72 服务器机柜的架构图	21
图 33: 微软首个 NVL72 集群现场布置图	22
图 34: AIDC 服务器单机柜功率预计将持续增加, 远期有望达 1000+kW	23
图 35: 英飞凌 AI 数据中心 PSU 解决方案路线图	23
图 36: 传统 AI Rack 存在的问题及台达解决方案	24
图 37: 台达 HVDC 传输方案的变化过程	24
图 38: SST 方案示意图	24
图 39: 从 MW 级到 GW 级, 台达的数据中心远期供电解决方案	25
图 40: 台达电源类产品示意图	25
图 41: 麦格米特 Power Rack 方案示意图	26
图 42: BBU 机架图形用户界面	26
图 43: BBU 模块 GUI 简介	26
图 44: 超级电容工作原理图	27
图 45: 麦格米特 800V/570kW Side Rack 产品示意图	28
图 46: 麦格米特 800V/570kW Side Rack 产品特点	28
图 47: 麦格米特光储充全链覆盖, 具备三位一体核心能力	29
表 1: 麦格米特采取积极的并购战略加速业务扩张	9
表 2: 台达集团先后并购多家知名企业	12
表 3: 公司发布招股说明书时的管理层多为华为/艾默生背景	12
表 4: 深圳控制成立时出资情况	13
表 5: 英伟达不同架构 GPU 功耗对比	22
表 6: 台达电源类产品在 NVIDIA GTC 2025 展示情况	25
表 7: 公司收入及利润敏感性分析 (百万元)	30

产品不断丰富，业务呈现“抗震”架构

业绩稳健增长，经营效率相对较优

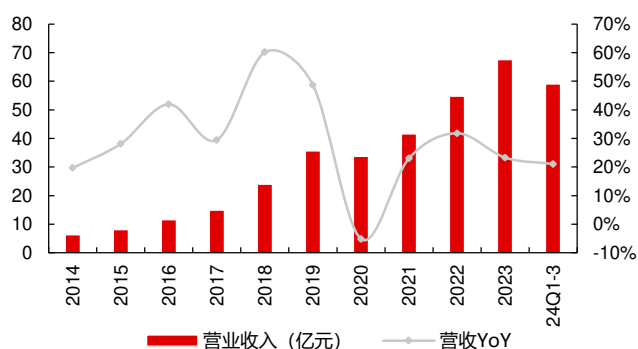
公司过往经营稳健，2014-2023 年营收及业绩整体保持稳健增长，复合增速均超过 30%。

公司营业收入从 2014 年的 6.35 亿元增长至 2023 年的 67.54 亿元，复合增速为 30.1%；

对应归母净利润从 2014 年的 0.38 亿元增长至 2023 年的 6.29 亿元，复合增速为 36.7%。

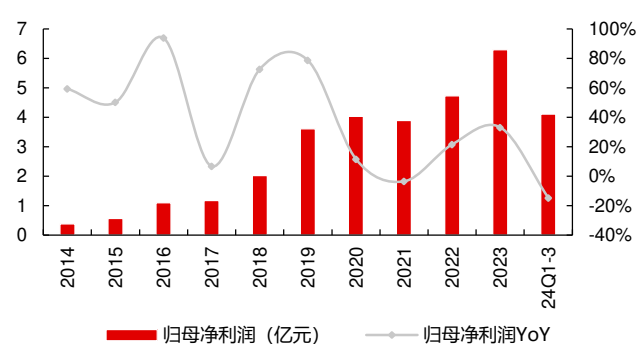
2024 年前三季度，公司实现营收 59.03 亿元，同比增长 21.1%，公司各业务板块除新能源及轨道交通产品外其他产品均实现较快增长。

图 1：公司营业收入整体保持稳健增长（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

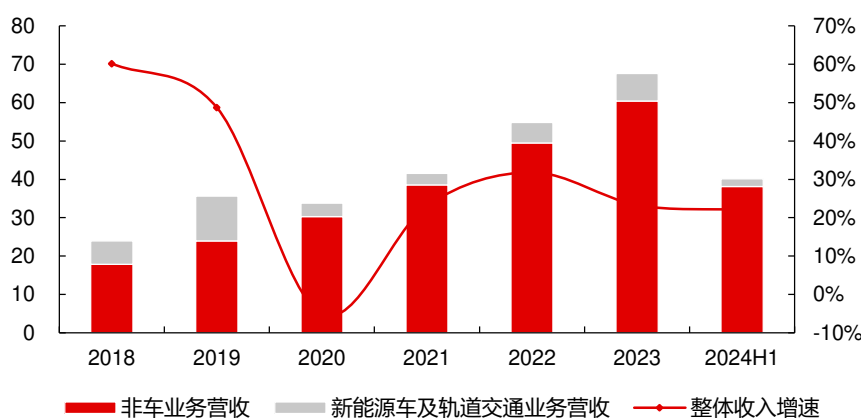
图 2：过去几年公司归母净利润整体保持稳健增长（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

非车业务 2018 年以来持续增长，受周期波动影响小，经营更加稳健。历史上来看新能源车及轨道交通业务经历了一定波动，2018-2019 年受北汽推出爆款新能源车型影响，新能源车及轨道交通业务达到高点，2019 年收入超 11 亿元。此后，北汽新能源整车的销售下滑，2020-2021 年公司新能源车及轨道交通业务年收入降至约 3 亿元，导致公司整体营收小幅下滑。剔除该业务波动的影响，非车业务营收从 2018 年的 17.85 亿元逐年增长至 2023 年的 60.44 亿元，CAGR 为 27.63%，在整体经济环境波动较大的年份依然保持了较高的增长，整体来看公司非车业务经营更加稳健。

图 3：麦格米特营收构成（亿元）

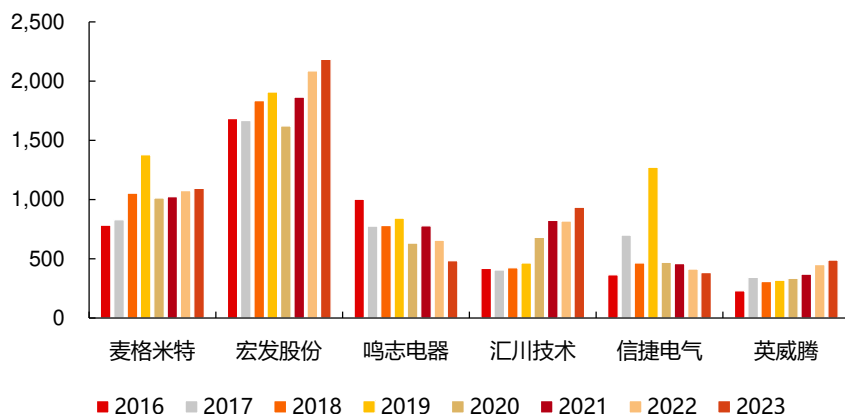


资料来源：Wind，长江证券研究所

以人均销售额（营收/销售人数）衡量公司的经营效率可以发现，公司人均销售额 2023 年达到 1095 万元/人，在行业内仅次于宏发。考虑不同公司产品集中度的差异（例如宏

麦继电器营收占比高达 90%，产品类型高度相似利于销售；而汇川产品分散且差异较大，人均销售较低）和销售模式（信捷等分销为主），公司在产品集中度较低、采用直销的情况下仍实现较好的人均销售额，进一步反应公司较优的经营效率。

图 4：公司维持高经营效率（万元/人）



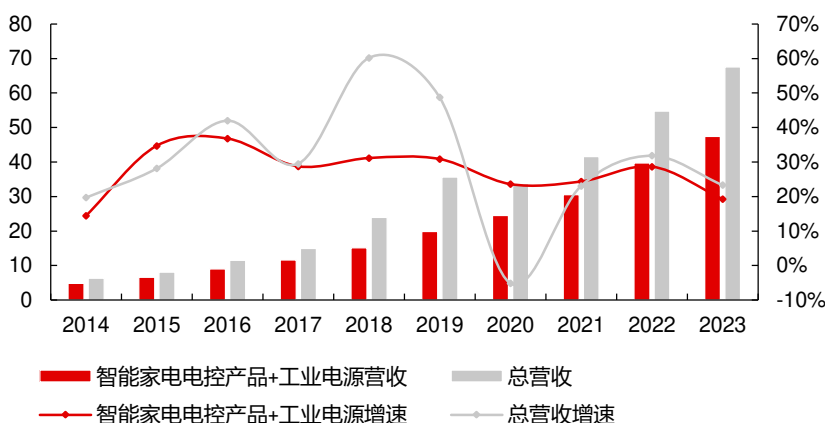
资料来源：Wind，长江证券研究所

内外并举，平台化为业务赋能

麦格米特经营稳健，主要系公司依托自身的电力电子核心技术平台和成熟的管理体系，不断进行横向产品种类拓展延伸，以此来推动自身不断成长。

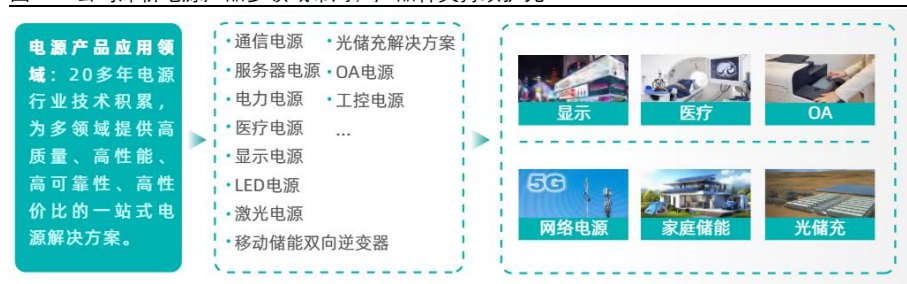
1) 传统主业方面，公司不断深耕电源产品，电源相关业务未来有望成为公司营收规模主要增长点。公司凭借电源行业深厚的技术积累，不断向下游多领域拓展，截至目前公司电源产品包括通信电源、服务器电源、医疗电源、电力电源、工业导轨电源、光伏、储能及充电桩核心部件、LED 显示电源、显示设备电源、OA 电源等，产品已逐步覆盖工业、商业、消费等多领域众多一线龙头客户。公司持续增大研发投入力度，加速产品布局，电源业务有望步入收获期。

图 5：公司智能家电电控产品和工业电源营收持续增长（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所（2022 年公司业务口径变化，原本的智能家电电控、工业电源、工业自动化、新能源汽车及轨道交通四大业务重新整合为智能家电电控、电源产品、新能源及轨道交通、工业自动化、智能装备、精密连接器六大事业群，2022 年同比增速取年报中披露数据）

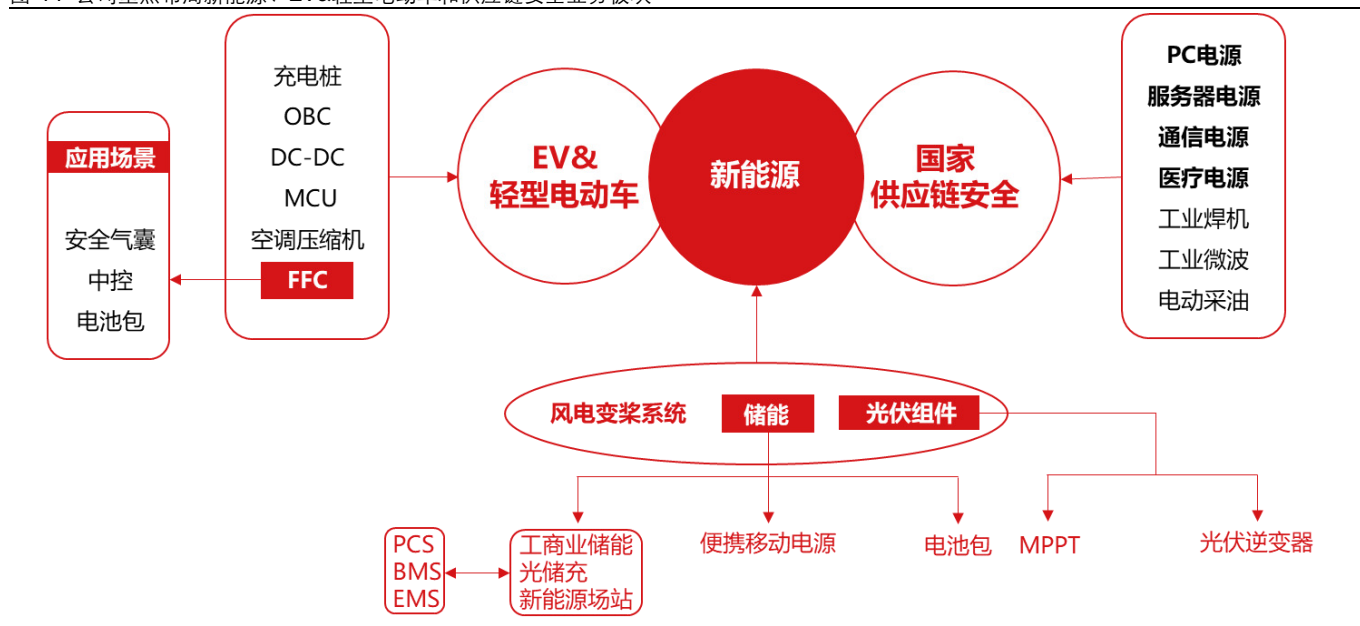
图 6：公司深耕电源产品多领域布局，产品种类持续扩充



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司从电源行业起家，依托技术平台横向同时涉足能源转换类、驱动类下的多个细分领域，业务体量不断扩张。公司 2007 年外延拓展进入工业电源和工业自动化等领域；2011 年加入国家 863 计划开始新能源汽车核心部件研发；2013-2014 年进入智能卫浴、智能焊机行业；2017 年上市之后通过收购进入智能采油设备（杭州乾景）、光伏（麦格米特能源技术）、反恐防暴（沃尔吉）等领域。

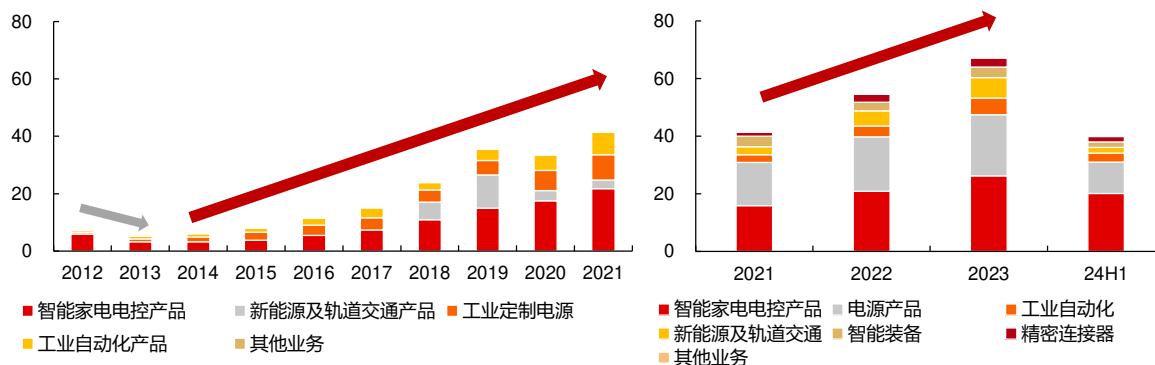
图 7：公司重点布局新能源、EV&轻型电动车和供应链安全业务板块



资料来源：长江证券研究所

2) 公司持续拓展产品品类，内外并举是公司成长的路径。发展路径方面，公司的战略思路一直非常清晰，即不依托于单一产品的发力，而是凭借产品类别的丰富化来形成具备成长性和抗震性的业务架构。2012-2013 年，公司整体营收出现下滑，表现出单一产品的周期性风险。对此，公司内部持续发展的同时，坚定进行产品类别的横向拓展，并且工业电源、智能卫浴、电动车电控类产品均获得一定成功，实现了收入及利润的增长。内部如汽车业务，公司 2013 年起通过北京汇流与北汽新能源开展车用电控的定制化研发，凭借过硬的产品质量和优质快速的服务响应，发展为北汽新能源的一级供应商，且一直深度绑定北汽新能源，2022 年公司新能源交通业务经历波动后重新步入正轨，2023 年营收达 7.1 亿元，同比增长 34.85%。

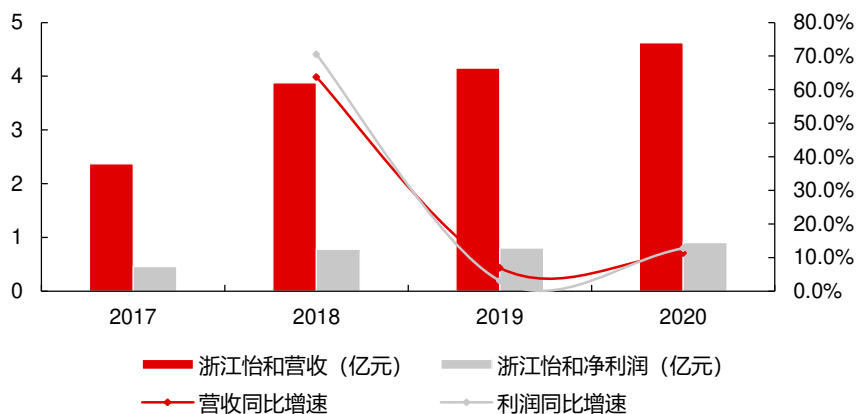
图 8：拓品类是公司成长的路径（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所（2022 年公司业务口径变化，原本的智能家电电控、工业电源、工业自动化、新能源汽车及轨道交通四大业务重新整合为智能家电电控、电源产品、新能源及轨道交通、工业自动化、智能装备、精密连接器六大事业群）

对外公司则积极收并购，并且形成平台赋能公司成长。公司能够对旗下子公司形成赋能，浙江怡和公司控股子公司，2017-2020 年营收及净利润持续增长，2018 年营收达 3.88 亿元，同比大幅增长 63.7%，净利润达 0.78 亿元，同比大幅增长 70.5%。内外并举，除了带动公司经营规模的持续快速增长外，公司整体也形成了抗震的业务架构，2020 年受特殊环境影响，整体营收同比下滑 5%，优于大部分制造业企业，也验证了公司较优的产品架构。

图 9：浙江怡和营收及净利润持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：麦格米特采取积极的并购战略加速业务扩张

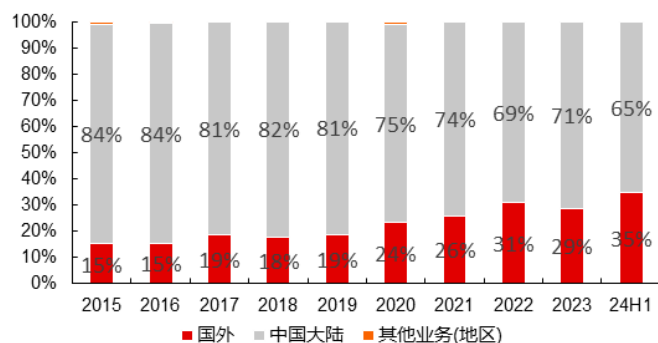
时间	标的	完成后持股比例	意义	备注
2017 年 3 月	春晖能源	51%	涉足光伏领域	
2017 年 7 月	杭州乾景	51%	涉足智能采油领域	公司的电机驱动产品是潜油螺杆泵智能采油系统的核心部件
2017 年 8 月	上海瞻芯	10.75%	布局新型半导体领域	半导体是公司重要原材料之一，历年均占公司总采购额的 30%左右
2017 年 10 月	沃尔吉	55%	涉足反恐防暴电子产品领域	公司长期向沃尔吉提供关键电控部件（2017 年麦格米特为唯一供应商）
2018 年 4 月	深圳驱动	99.7%	进一步强化基于	主要为工业自动化产品，广泛

2018 年 4 月	深圳控制	100%	核心技术平台的多产品发展战略	应用于各种智能装备、工程机械、新能源汽车和轨道交通等
2018 年 4 月	怡和卫浴	100%	浙江怡和成为公司全资子公司	强化公司智能卫浴业务
2022 年 4 月	广东麦米电 工公司	51%	成为控股子公司	强化公司电子元件业务
2022 年 4 月	杭州辰控	60%	成为控股子公司	强化公司多产品发展策略
2022 年 4 月	苏州直为	51.55%	成为控股子公司	强化公司多产品发展策略

资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：春晖能源现在改名为“麦格米特能源技术有限公司”

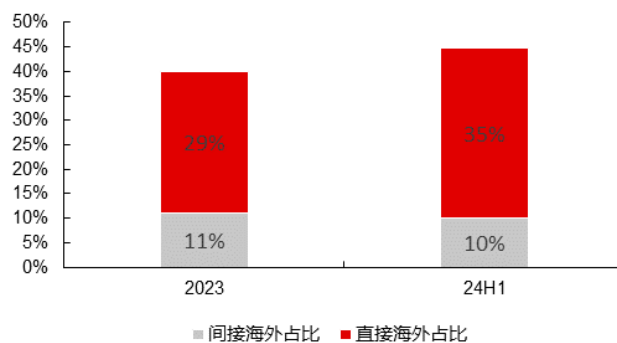
3) 公司加速海外布局，拓展海外市场成效显著，国际竞争力逐步提升。从公司的发展来看，自 2015 年以来国外收入占比呈提升趋势。公司持续加快向海外市场拓展的步伐，2024 年上半年，公司实现直接海外收入 13.94 亿元，同比增长 34.24%，占销售总收入比例为 34.75%，另实现了占销售总收入比例约 10%的间接海外收入，海外总收入占比（直接+间接）合计约达 45%，较 2023 年提升约 5 个百分点。

图 10：2015 年以来公司海外收入占比呈提升趋势



资料来源：公司财报，长江证券研究所，注：国外代表直接出口海外情况

图 11：2024 年上半年海外总收入占比（直接+间接）合计约达 45%

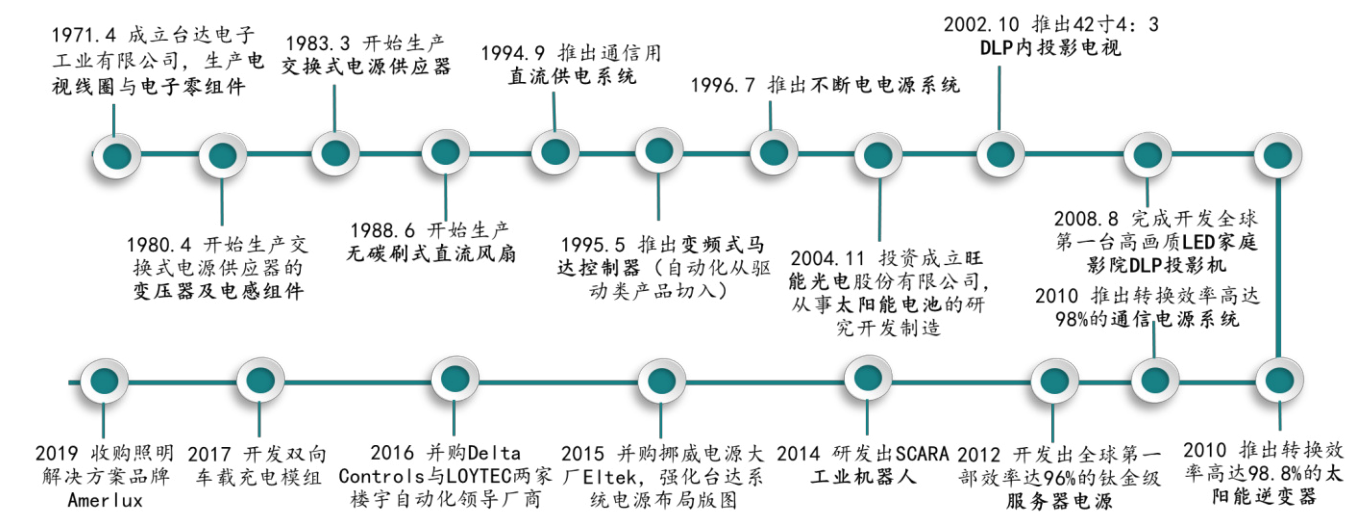


资料来源：公司财报，长江证券研究所

台达路径叠加华为/艾默生基因奠定成功基础

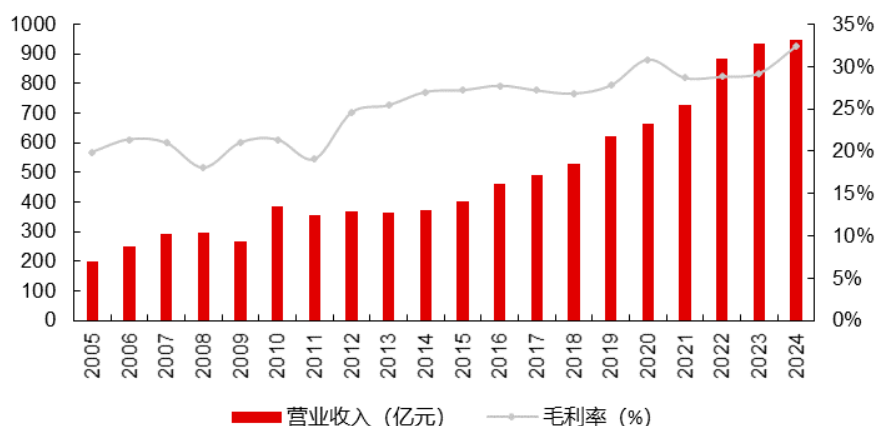
对比来看，我们发现公司的成长路径与全球电源龙头台达集团的成长路径较为相似：台达 1971 年创立于中国台湾，成立之初主要制造电视线圈等元件，而后开始生产电源供应器与散热风扇，并且进行电源产品的品类扩张，于 2002 年开始稳居交换式电源供应器全球龙头地位。随后，依托传统业务相关技术的不断积累，涉足汽车电子、太阳能电池、投影仪、自动化、智能楼宇、智能照明等领域，实现多元化发展。2017 年台达进行事业部变革，整合形成电源及零组件、自动化、基础设施 3 大业务范畴 9 个事业部，重点以提供解决方案为核心。跟随公司产品品类拓展以及解决方案发展重心的转变，台达过去销售规模一直保持着较为快速的增长。

图 12：台达集团发展历程



资料来源：台达官网，长江证券研究所

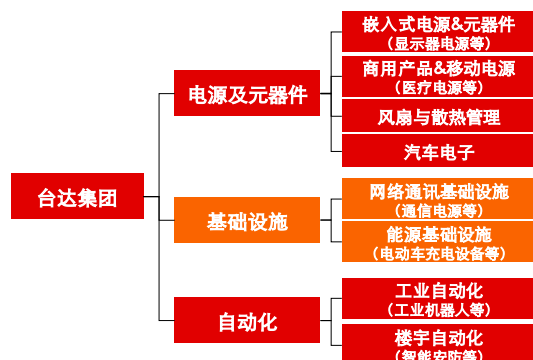
图 13：台达的经营情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体来看，麦格米特和台达成长路径最大的相似点在于产品品类横纵双向的拓展：麦格米特与台达均由电源部件起家并且均以核心技术平台为支撑进行产品种类的拓展，一方面，横向向医疗电源、工业电源等其他电源细分应用领域拓展；另一方面，两者都以中游电源制造为核心，向产业链上下游扩张。此外，两者都一定程度采用外延并购的方式注入成长力量：2013 年开始台达确立将并购作为公司成长的策略之一，并且先后收购 Eltek、Delta Controls、LOYTEC、Amerlux、Trihedral、Universal Instruments、March Networks、TB&C 强化电源、楼宇自动化、照明、工业自动化、电子组装、智慧建筑、电动车等业务；麦格米特上市后也收购多家公司进入智能采油设备、光伏、反恐防暴、智能卫浴等领域。

图 14：台达业务布局与麦格米特相似



资料来源：台达官网，长江证券研究所

图 15：麦格米特与台达均在纵向进行产业链布局



资料来源：公司公告，台达集团官网，长江证券研究所

表 2：台达集团先后并购多家知名企业

时间	收购标的	意义
2015 年	Eltek	强化系统电源布局版图
2016 年	Delta Control	进军楼宇自动化领域
2016 年	LOYTEC	
2019 年	Amerlux	照明解决方案
2020 年	Trihedral	强化工业自动化与系统整合布局
2021 年	Universal Instruments	电子组装与精密自动化
2021 年	March Networks	强化智慧建筑布局
2023 年	TB&C	强化电动车布局

资料来源：台达官网，长江证券研究所

虽然公司发展路径与台达相似并且均起家于电源行业，但我们认为麦格米特依托于自身特有的基因特点找到了一条适合自己的发展道路：公司管理层中多数人员具备华为、艾默生背景，并且董事长此前曾任华为电气和艾默生网络能源副总裁，期间曾将华为电气的通讯电源业务做至全国前列。管理层的丰富经验形成了公司“响应快、经营高效、体系成熟”的主要基因，我们认为这为公司未来经营的成功发展奠定了坚实基础。

表 3：公司发布招股说明书时的管理层多为华为/艾默生背景

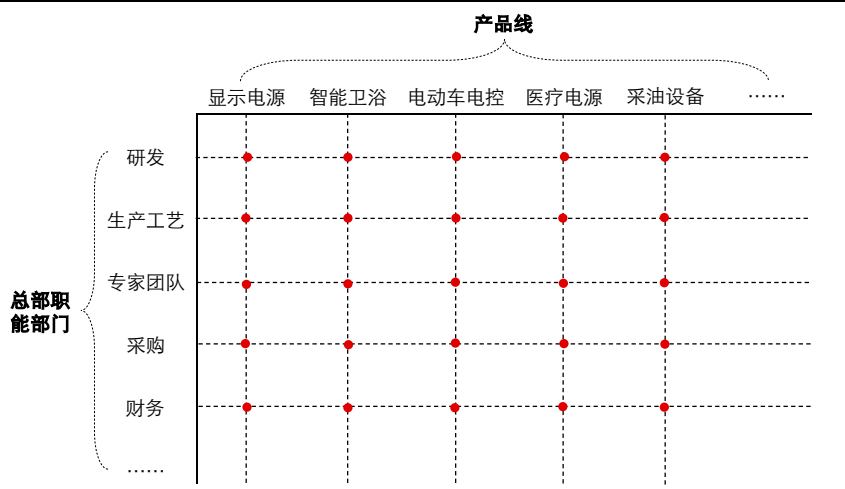
姓名	职位	曾在华为任职	曾在艾默生任职	备注
董永胜	实际控制人	√	√	20 余年电力电子行业研发和管理经验
张志	董事&COO	√		20 年电源开发经验
王涛	CFO&董秘	√	√	20 年财务管理经验
沈楚春	CTO	√	√	20 余年电源开发管理经验
赵英军	总经理助理		√	17 年电源开发及技术平台搭建经验
高军	技术总监		√	10 余年电源开发管理经验
代新社	定制电源事业部副总经理	√	√	14 余年的电源专业市场经验
廖海平	麦格米特驱动副总经理	√	√	10 余年变频控制开发管理经验
林宵舸	麦格米特控制技术公司总经理	√	√	20 余年工业控制开发和市场管理经验
高云	美国公司总经理	√		20 年电源开发及市场经验
李升付	采购及计划总经理	√		17 年电源及器件采购经验
方旺林	工业微波事业部总经理	√	√	10 余年电源开发管理经验

资料来源：公司官网，招股说明书，长江证券研究所（管理层职位采用公司招股说明书中披露的信息）

基因 1：研发响应迅速，与台达差异化竞争

对于麦格米特和台达之间，我们认为两者核心优势不同，多品类扩张和并购的战略在具体落地方面也存在一定的差异化。首先品类扩张方面，对比两者的产品结构可以发现，台达电源类产品营收规模较大，其主要优势在于规模效应突出，大批量、低成本的电源项目竞争力显著，因此台达电源业务中传统类产品占比较高；麦格米特则通过高效服务研发响应速度以及技术优势（类似华为的矩阵式运营架构，总部的研发、采购、工艺、专家等部门配合产品线及时对下游需求进行实时响应）不断开拓新兴的下游领域，如采油设备、焊机、智能卫浴、电动车电控等，以此来支撑自身成长。

图 16：麦格米特运营架构示意



资料来源：长江证券研究所

其次并购战略方面，虽然麦格米特和台达都一定程度采用并购方式进行业务拓展，但是两者并购选择的标的存在明显差异：台达并购的标的均为已经具备一定规模和市场地位的成熟企业并且交易金额较大，例如 2019 年收购的 Amerlux 是世界级的高阶商业照明灯具供应商，产品在全球超过 58 个国家获得认证，交易金额也达到 9000 万美元。成熟企业的并购可以快速强化台达的竞争力和业务布局。

而麦格米特则选择是“孵化-收购”的并购战略，公司一般选择与公司技术和理念相符的技术初创团队，提供财务、人力、管理等服务平台与资源，帮助其发展，待产品成熟和规模增加，公司再收购进入上市公司体内，一方面扩张自身产品布局，另一方面帮助初创团队实现股权兑现。目前公司的该类并购战略已经非常成熟，2018 年收购三大控股公司少数股权即为该战略的体现。以深圳控制为例，2011 年麦格米特与林霄舸、祝裕福、龙思玲等人的创业团队合资成立深圳驱动，公司控股 51%。其中林霄舸、祝裕福、龙思玲等以技术人员为主，公司为其提供财务、生产、运营管理等协同，帮助深圳控制在 PLC 领域不断积累行业解决方案以及客户。并且在 2018 年发行股票收购管理层的少数股权，完成全资控股以及创业团队的股权兑现。

表 4：深圳控制成立时出资情况

序号	股东姓名	出资额/万元	出资比例	此前经历
1	麦格米特	510	51.0%	
2	林霄舸	230	23.0%	华为公司生产总监、艾默生工业自动化（中国）公司 PLC 产品线总监
3	龙思玲	60	6.0%	艾默生网络能源有限公司

				PLC 产品线总监助理
4	祝裕福	55	5.5%	华为、美国艾默生
5	谷鹏	40	4.0%	
6	孙文	30	3.0%	
7	陈继明	30	3.0%	
8	毛继科	30	3.0%	
9	刘东	15	1.5%	
合计		1,000	100.0%	

资料来源：公司公告，中华工控网，长江证券研究所

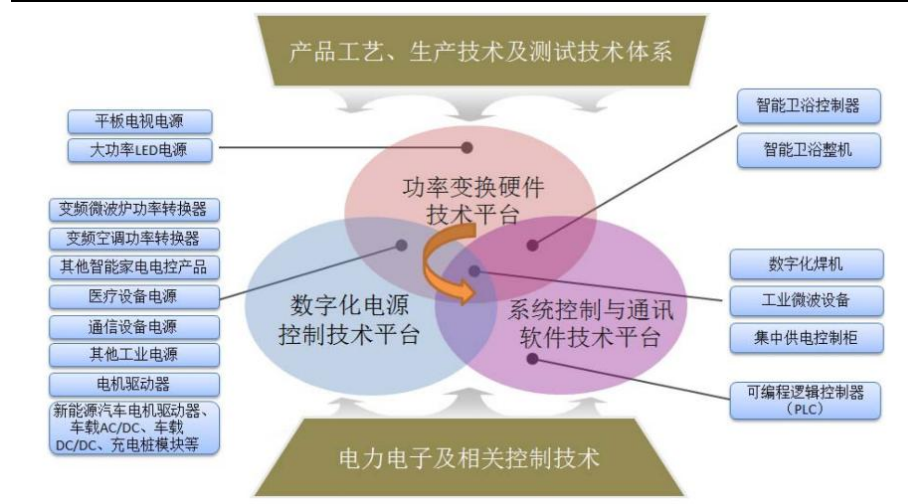
基因 2：多重协同效应，经营效率高

作为一个标准制造业，经营效率往往是决胜的关键因素之一。麦格米特一直深耕电力电子行业，所有的产品品类延伸都是围绕电力电子技术展开，并且公司始终坚持标杆客户的销售策略。我们认为上述两点使得公司在多个方面实现业务协同，也保证了整体生产经营的高效运转。

麦格米特虽然产品布局众多，但是均是围绕电力电子技术开展而来，具备多重协同效应：

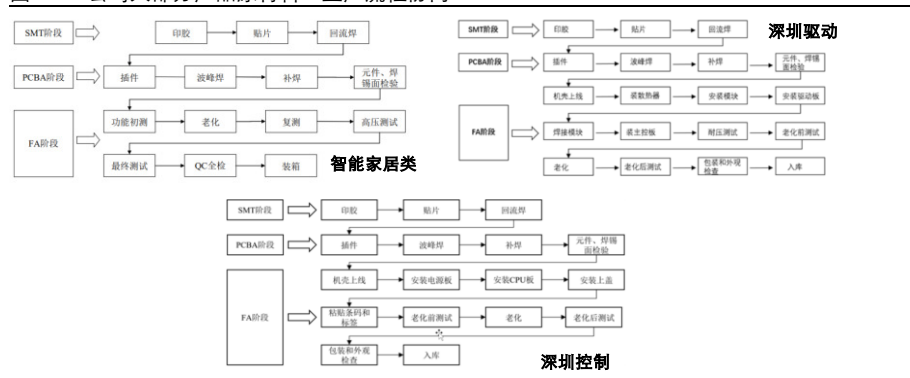
1) 研发协同，公司产品均是从三大底层技术共用平台衍生而来，并且一定程度可以共用中试线；2) 原料采购协同，大部分产品原材料均包括 PCB、半导体、被动元件等基础部件，可统一采购；3) 生产协同，大部分产品主要流程均为 SMT-PCBA-FA；4) 销售协同，公司主要定位标杆大客户，部分产品终端客户可能重合，如智能家居类产品、电动车类产品等等。

图 17：公司产品共享技术平台



资料来源：公司公告，长江证券研究所

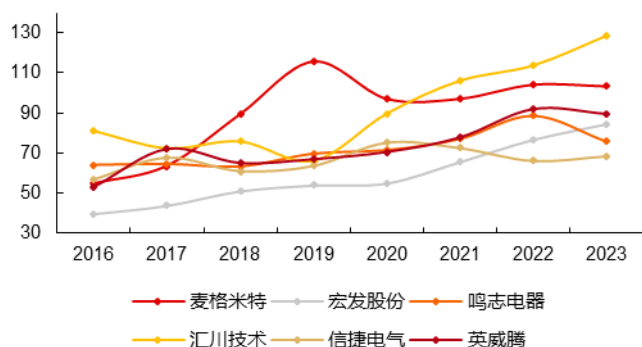
图 18：公司大部分产品原材料、生产流程协同



资料来源：公司公告，长江证券研究所

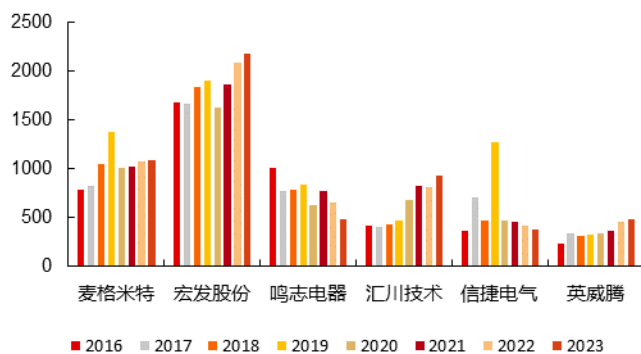
在高效协同之下，公司无论整体经营效率，还是销售人员效率 2016-2019 年都快速提升，2020 年之后保持平稳并在工控自动化行业位于前列。同时，近几年随着营收规模的快速提升，公司期间费用率均维持平稳，也是公司近几年能够保持盈利能力稳定的重要原因之一。

图 19：麦格米特整体经营效率快速提升且位于前列（万元/人）



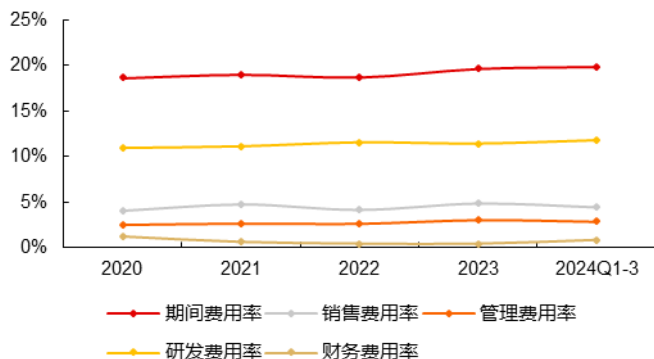
资料来源：Wind，长江证券研究所 备注：整体经营效率=营收/总员工人数

图 20：麦格米特销售效率在工控自动化行业位于前列（万元/人）



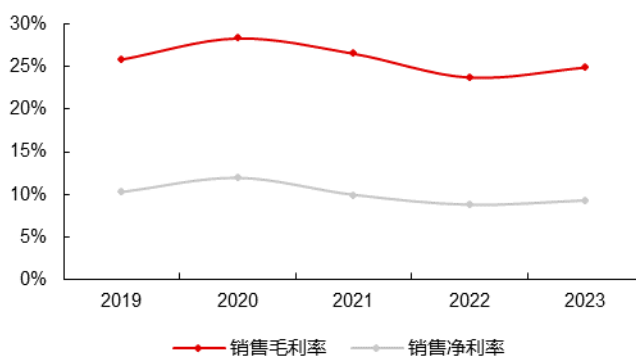
资料来源：Wind，长江证券研究所 备注：销售效率=营收/销售员人数

图 21：麦格米特期间费用率近几年维持平稳



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：麦格米特近几年净利率整体保持稳定，2023 年小幅回升



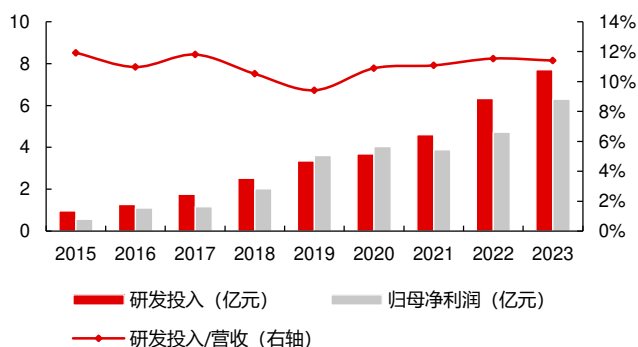
资料来源：Wind，长江证券研究所

基因 3：基础体系完善，具备成长支撑

除了清晰的成长路径以及高效的经营效率之外，公司目前已经完成核心研发、生产、管理体系的构建，能够对未来的持续快速成长形成较好的支撑。

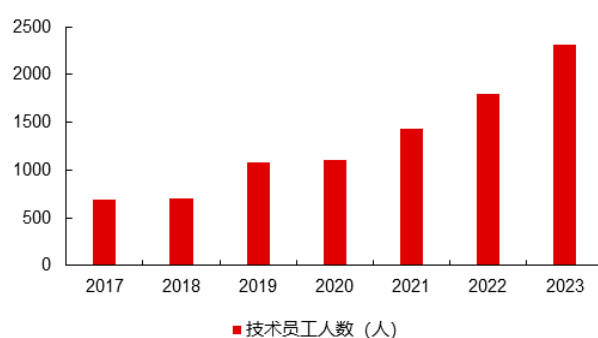
- 研发体系方面，公司基本保持 10%-12% 的高研发投入比例，2020 年前研发投入规模与净利润规模相当，2021-2023 年研发投入小幅高于净利润，其中部分是对后续产品线的提前布局。同时，研发人员也是重要投入方向，2017-2023 年公司技术人员数量增长超过 200%。

图 23：公司研发投入体量持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

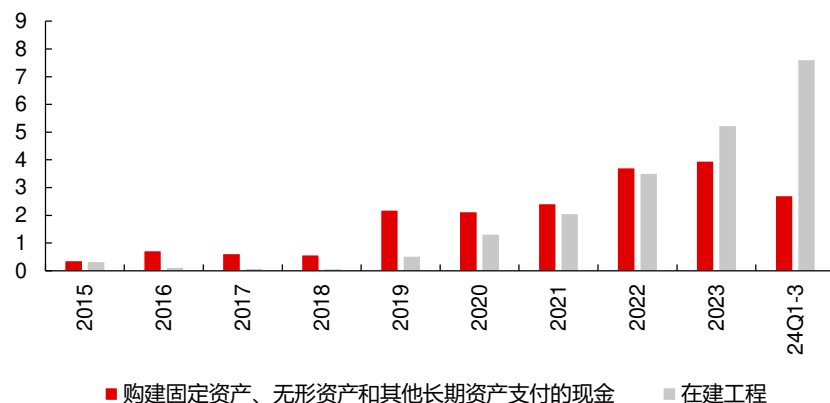
图 24：公司技术人员持续快速增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

- 生产体系方面，公司近两年加快生产基地布局，在株洲投资建设麦格米特株洲基地扩展项目、智能化仓储项目，在杭州建设高端装备产业中心。为增强全球交付能力，公司在印度已实现全面本土交付，在泰国也建设了部分产能，并开始海外客户的交付工作，2023 年资本开支达 4.0 亿元，近几年持续提升。

图 25：公司持续加大资本开支（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

- 管理体系方面，由于公司执行产品品类扩张战略并且以各个事业部形式运行，因此公司发展最主要的瓶颈在于公司管理的能力，即我们认为管理体系是决定公司成长上限的核心因素之一。

从公司目前情况来看，董事长曾经在华为电气/艾默生担任过副总裁职务，对艾默生管理体系理解深刻并且沿用至公司的管理之中，因此我们认为公司承用成熟的艾默生管理体系使得公司能够继续支撑未来产品种类的持续拓展。艾默生作为拥有超过

60 个子公司的跨国集团，其对子公司的管理能力非常强大，遵循以行动为导向原则，分公司在管理模式上都拥有较大的自主权和独立性；高层把大部分的时间和精力花在计划的制订和实施方面，各分公司定期向总部汇报，分公司每月提交的报告须汇报业绩和问题，在每季度召开的分公司总裁会上，重点讨论短期业务和计划问题；麦格米特同样采用分公司事业部的方式进行管理，并且也给予各个事业部一定自主权，管理层对每个事业部制定相应的目标，每个事业部每个季度都向管理人员汇报，重点的事业部会加大跟踪频率，管理层根据各个事业部最新的发展情况对财务、研发计划、产品战略、人才等进行及时的梳理和调整。

直面全球龙头，AI 服务器业务平台化可期

AIDC 终端放量，服务器电源市场空间广阔

伴随 AI 大模型所需算力呈指数级增长，数据中心的规模越来越大，耗电量也随之增加。

十年前，数据中心耗电量普遍低于 10 兆瓦，如今大型数据中心可达 100 兆瓦以上，一些大型园区的总电力需求可达千兆瓦级别。

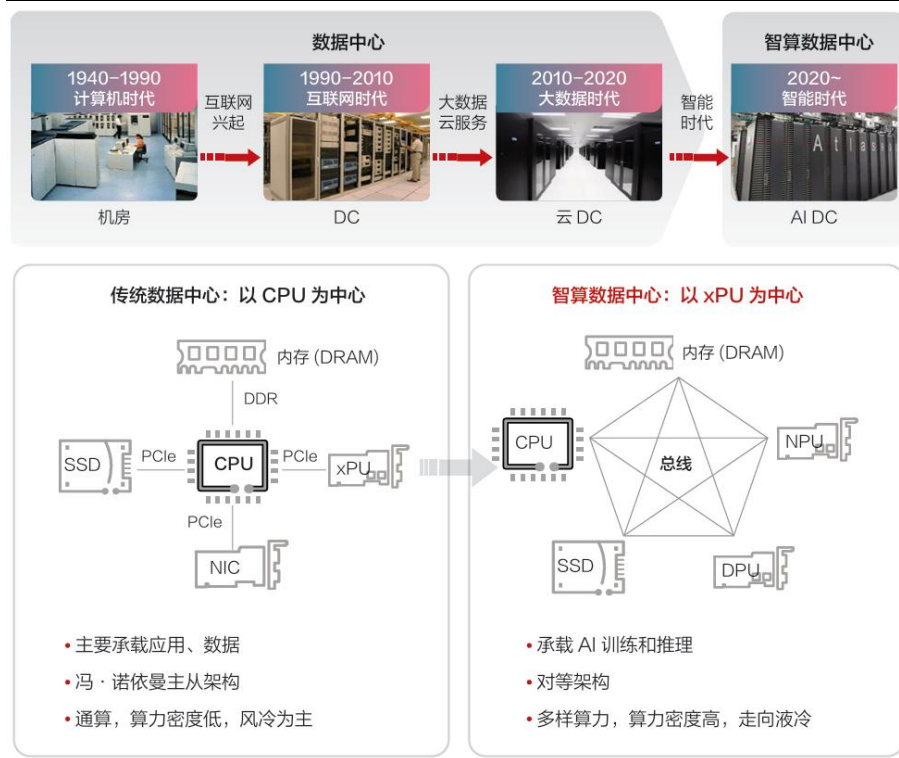
图 26：大模型算力呈指数级增长



资料来源：EPOCH AI，长江证券研究所

回溯过往数十载发展轨迹，数据中心正朝着智算数据中心大步迈进。自 2010 年起，大数据与云服务迅猛发展，数据中心架构也随之革新。云计算模式的兴起，让数据中心变得更加灵活高效，可按需为用户供应计算资源与服务。2020 年后，人工智能飞速发展，智能时代加速降临，算力需求呈爆发式增长，数据中心逐步走向 AIDC。

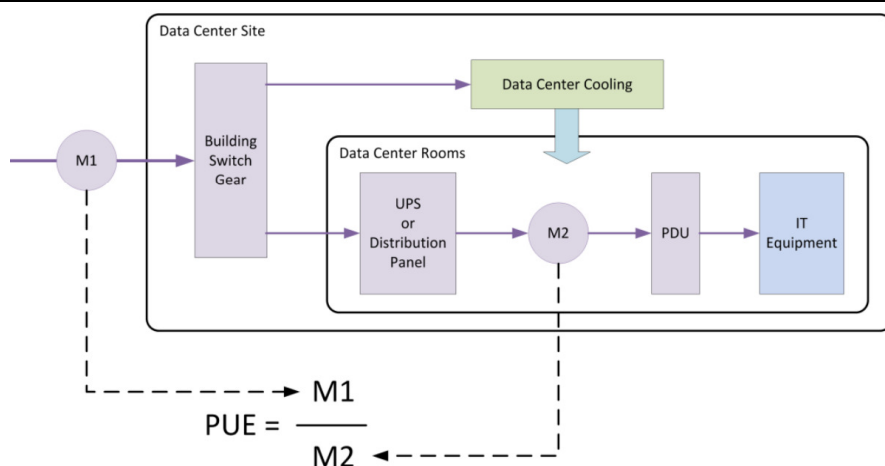
图 27：数据中心走向智算数据中心 AIDC



资料来源：华为《AIDC 白皮书》，长江证券研究所

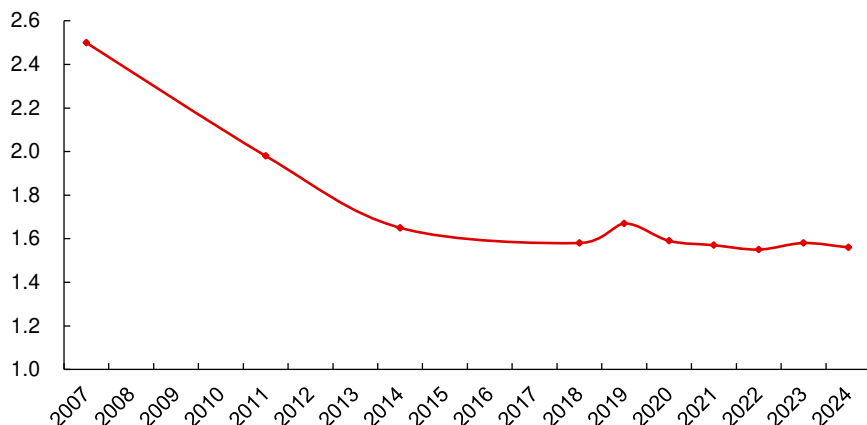
服务器为 AI 数据中心最主要电耗来源，PUE 数值较低的数据中心具有高效率。大型数据中心在发展早期受益于技术进步和设计优化等因素，行业平均电源使用效率（PUE，即总站点功率与 IT 功率之比）快速下降，从 2007 年的 2.5 下降到 2011 年的 1.98，到 2014 年达到 1.65。近年来，平均 PUE 相对平稳，自 2020 年以来徘徊在 1.55 至 1.59 之间，2024 年为 1.56。

图 28：典型数据中心的电力分配及 PUE 示意图



资料来源：美国能源部，长江证券研究所

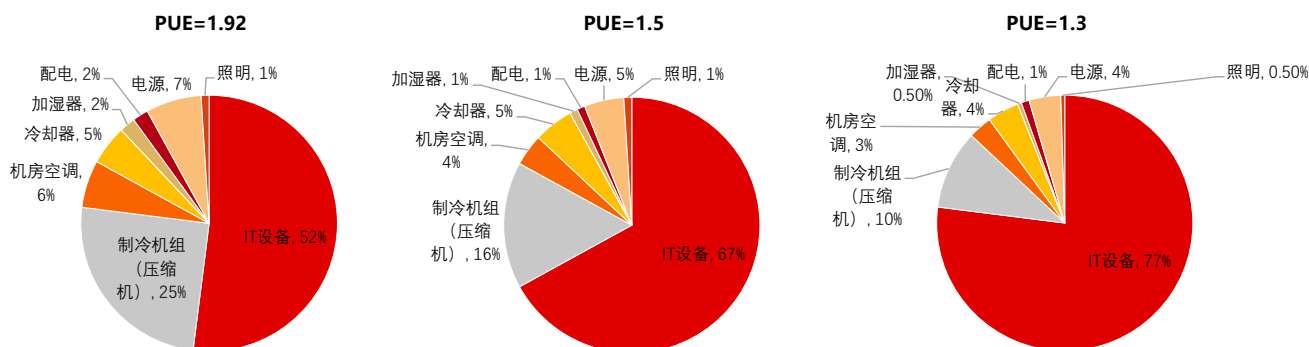
图 29：全球大型数据中心的 PUE 下降速度趋缓并逐步稳定



资料来源：uptime institute, JLL Research, 长江证券研究所

数据中心的大部分电力消耗来自两个环节：IT 设备以及空调系统（含制冷机组、机房空调、冷却器、加湿器、配电）。若 PUE=1.5，则 IT 设备耗能占比达到 67%。

图 30：不同 PUE 的能耗分布



资料来源：中数智慧信息研究院, 长江证券研究所

据 Valuates Reports, 2024 年全球 AI 服务器电源市场规模 28.46 亿美元, 预计到 2031 年达 608.1 亿美元, 年均复合增长率达 45% 以上。

图 31：预计 2031 年 AI 服务器电源供应市场规模达 608.1 亿美元

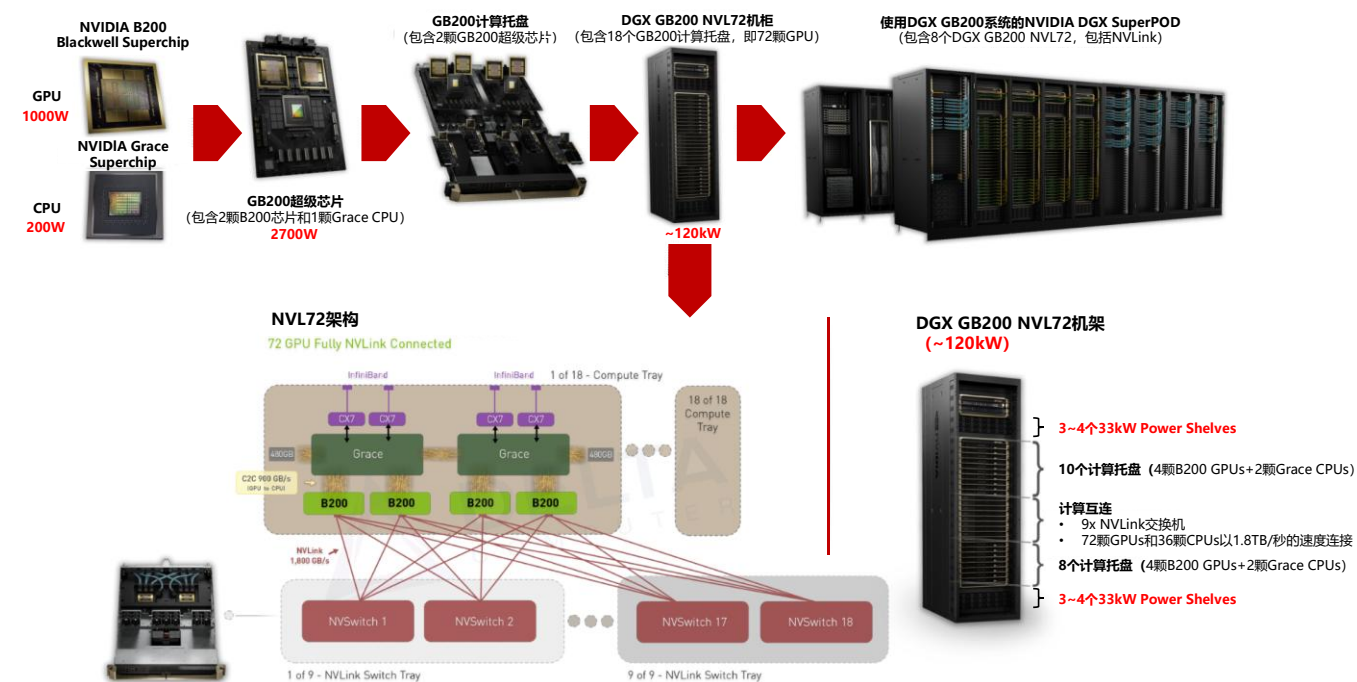


资料来源：Valuates Reports，长江证券研究所

英伟达高性能 GPU 要求高功率密度机柜电源。以 GB200 NVL72 为例，其核心是 NVIDIA GB200 Grace Blackwell 超级芯片。每个 Grace Blackwell 超级芯片内部集成了两个高性能的 NVIDIA Blackwell Tensor Core GPU 和一个 NVIDIA Grace CPU，这些高性能芯片的运行也需要消耗大量的电能。具体架构如下：

1. GB200 超级芯片架构：每个 GB200 超级芯片由两颗 B200 GPU 和一颗 Grace CPU 组成，B200 和 Grace CPU 通过 NVLINK C2C（单向 450GB/s）连接。这种设计意味着每个 GB200 芯片不仅仅是单纯的 GPU，而是结合了 GPU 与强大的处理能力的协同设计，增强了整体计算性能。
2. NVL72 机柜设计：每个 NVL72 机柜由 18 个计算托盘和 9 个 NVLINK Switch tray 组成。每个计算托盘包含 2 颗 GB200 超级芯片。因此每个 NVL72 机柜共有 72 颗 B200 GPU 和 36 颗 Grace CPU，提供了强大的计算能力。

图 32：从超级芯片到 GB200 NVL72 服务器机柜的架构图



资料来源：NVIDIA 官网，Delta 官网，长江证券研究所

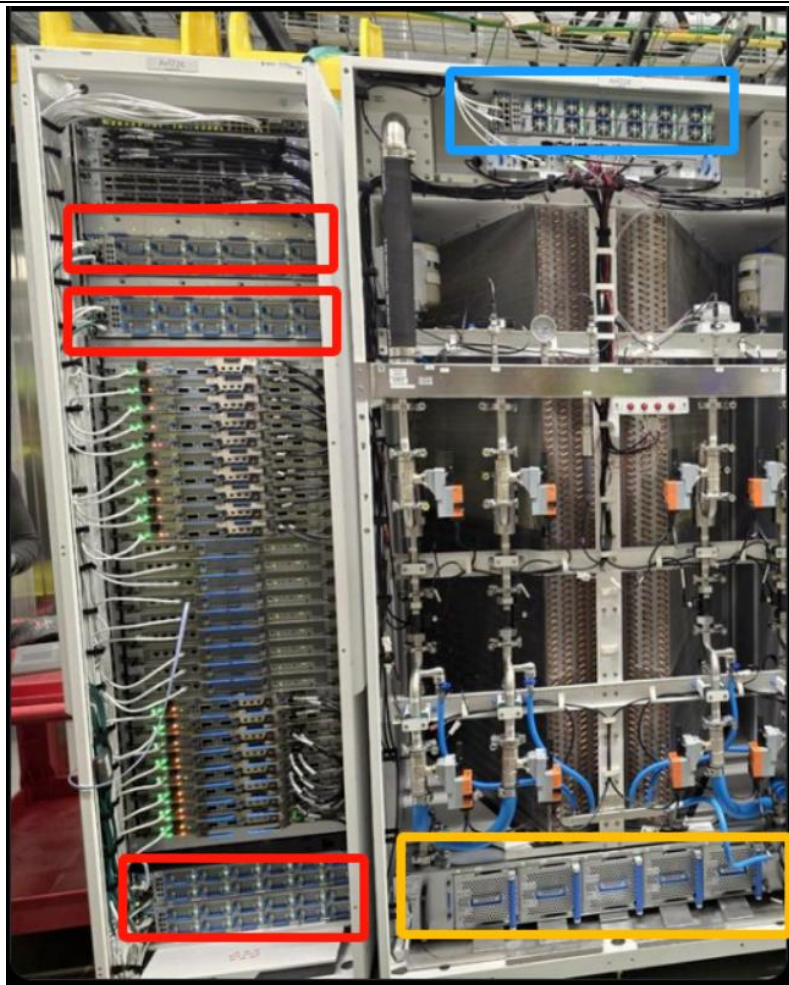
从 GB200 NVL72 机柜的架构来看，单机柜的芯片功耗达到 97.2kW，再考虑网络、NVLink、存储、管理等功耗，单机柜的热功耗预计达到 120~130kW 左右。

出于冗余目的，PSU 通常以其最大负载的 50-60%进行配置。服务器系统的可靠性和可用性非常重要，因此需要冗余 PSU。如果一个或多个 PSU 出现故障，系统中的其他 PSU 可以接管供电。简单的服务器系统可以具有 1+1 冗余。复杂的服务器系统可能具有 N+1 或 N+N (N>2) 冗余，具体取决于系统可靠性和成本考量。

从服务器电源配置来看，5.5kW 代表当前每个 PSU 的最大负载，每组 Power shelf 包括 6 个 PSU，即每组 Power shelf 功率为 33kW。对于 NVL72 机柜，若按 50%负载（一倍冗余）考虑，则服务器电源总功率至少要达到 240kW，至少需配置 8 组电源架，对应总功率 264kW。若配备 6 组电源架，总功率则为 198KW。

实际上电源配置有可能更多，根据近期微软 CEO 萨提亚·纳德拉发布的推文，其英伟达 GB200 NVL72 集群正式在 Azure 上线，根据现场布置图可知，除了左侧机柜中配置了 8 组电源架之外，在右侧的冷却液分配单元还有 2 组电源架。

图 33：微软首个 NVL72 集群现场布置图



资料来源：NVIDIA Data Center，长江证券研究所（注：左为 NVL72 计算柜，右为冷却液分配单元 CDU）

功率密度持续提升，机房&机柜供电新方案不断迭代

底层驱动 1：英伟达芯片的额定功率呈递增趋势。其基于 Blackwell 架构的 B200GPU 热设计功耗达 1000W，较 H100 增加约 40%，超级芯片 GB200 热设计功耗则达到 2700w。英伟达此前的芯片 B100、H100 热设计功耗均为 700W，更早的 A100 热设计功耗则为 400W。

表 5：英伟达不同架构 GPU 功耗对比

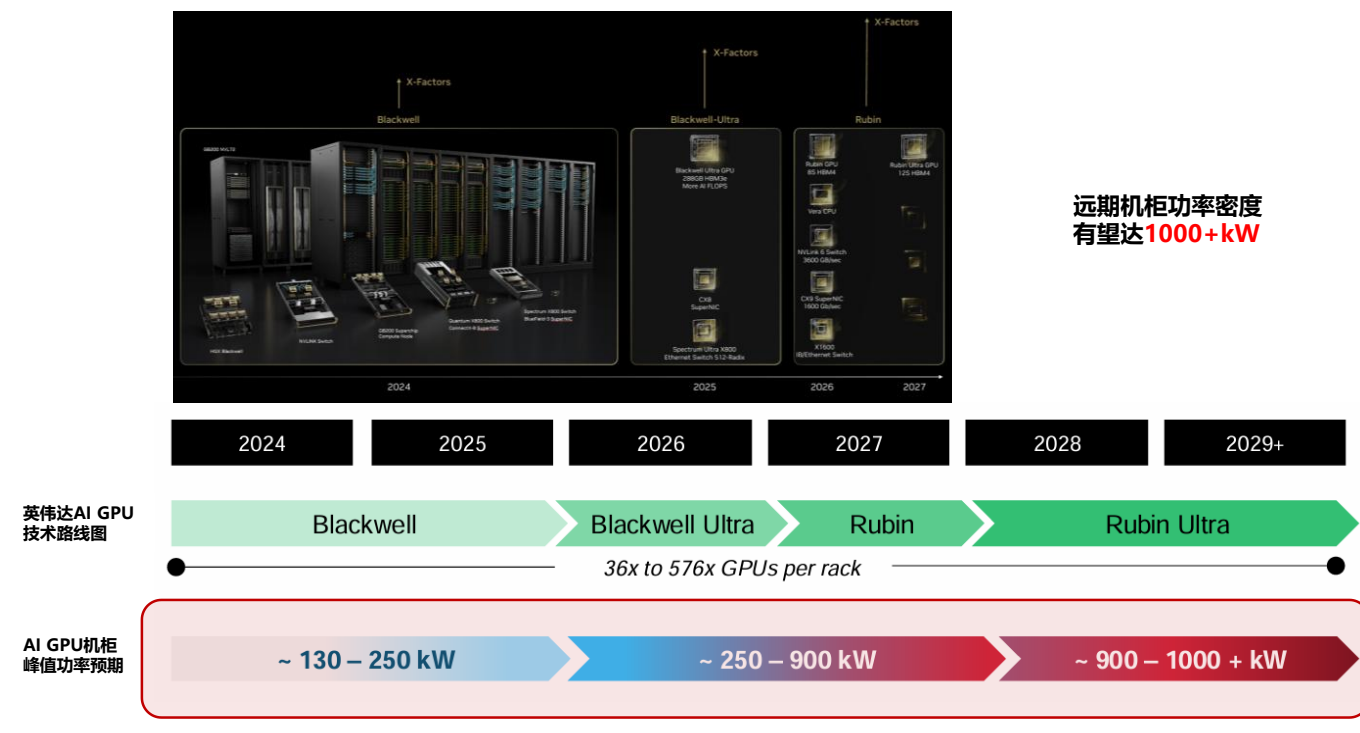
GPU 型号	GB200	B200	B100	H200	H100	
产品架构	Blackwell	Blackwell	Blackwell	Hopper	Hopper	Hopper
产品形态	2 个 B200+1 个 Grace CPU	SXM	SXM	SXM	SXM	PCIe
热设计功耗	2700W	1000W	700W	700W	700W	350W

资料来源：NVIDIA 官网，长江证券研究所

底层驱动 2：AIDC 服务器单机柜功率预计将持续增加，远期有望达 1000+kW。2020 年的平均机架功率密度约为 8.2kW，截至目前，AI 服务器最高功率约为 130~250kW；预计 2026~2027 年的服务器（如 Blackwell Ultra 和 Rubin AI 服务器）将需要 250~900kW，

其中每个机架需要多达 576 个 GPU。NVIDIA 计划从 2028 年到 2029 年推出 Rubin Ultra AI GPU，因此预计到 2028~2029 年，单机柜功率有望超过 1000kW。

图 34：AIDC 服务器单机柜功率预计将持续增加，远期有望达 1000+kW

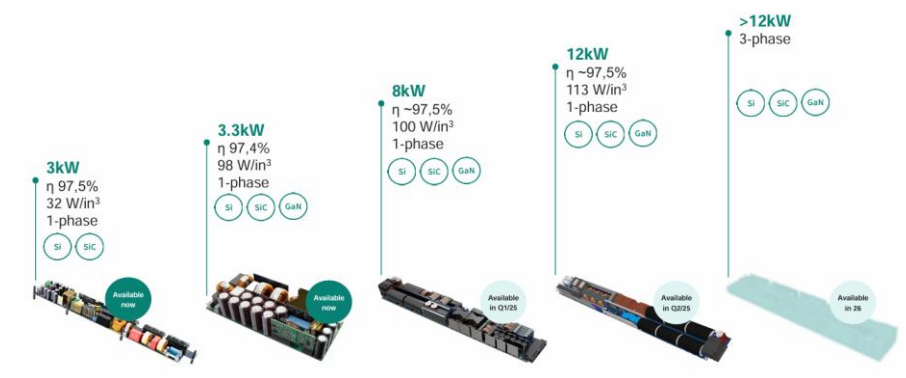


资料来源：英伟达官网，维谛官网，长江证券研究所

核心变化 1：机柜电源单元（PSU）功率密度持续提升。随着 AI 服务器和数据中心对电力需求的不断增加，电源设计也在经历快速迭代。近年来，功率半导体厂商陆续推出基于碳化硅或氮化镓器件的一些数据中心 PSU 方案，单个 PSU 功率从 800W 迅速提升至 5.5kW，并逐步向未来的 12kW 及更高水平迈进。功率密度也显著提高（例如，100W/in³），以满足日益紧凑的尺寸限制和严格的保持时间要求。

根据英飞凌的 AI 数据中心 PSU 解决方案路线图，其中 3kW 的 PSU 方案可以达到 97.5% 的峰值效率和 32W/in³ 的功率密度。在 3kW 以上，从 3.3kW 到未来的 12kW，英飞凌使用硅、SiC、GaN 开关的混合方案，基准效率为 97.5%，功率密度达到 98W/in³ 及以上。

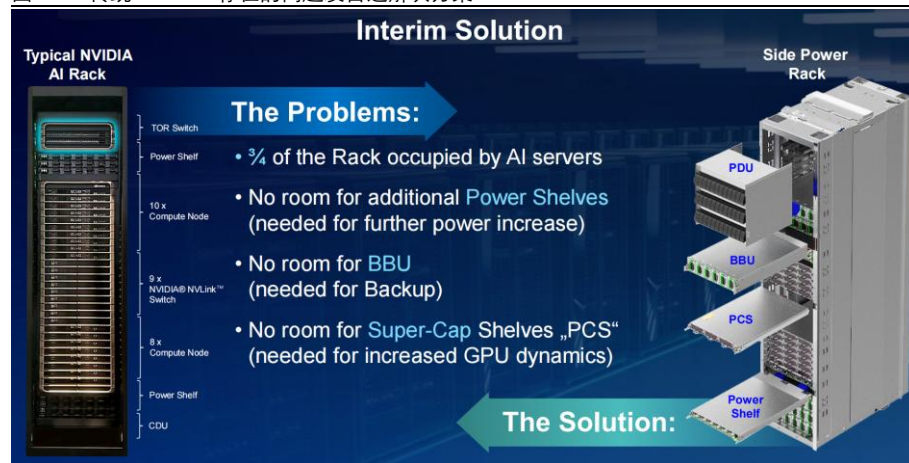
图 35：英飞凌 AI 数据中心 PSU 解决方案路线图



资料来源：英飞凌官微，长江证券研究所

核心变化 2：机柜供电体系升级，逐步向一体化发展。根据英伟达 GTC 2025 大会可知，传统 AI Rack 升级需要 Side Power Rack。如此前所述，随着芯片升级和功耗增加，则对供电要求越来越高，原有方案出现了一定的问题：由于 Compute node 占据了整个 AI servers ¾ 的空间，又为了满足抗干扰、散热等要求，以至于没有足够的空间存放额外的 Power Shelves（提升电源功率）、BBU（备电）、超级电容（增加 GPU 动态）。台达的解决方案是进行整体设计，单独构成一个 Side Power Rack，用于存放 PDU、BBU、PCS、Power Shelf 等，因此 Side Power Rack 成为下一代技术路线。

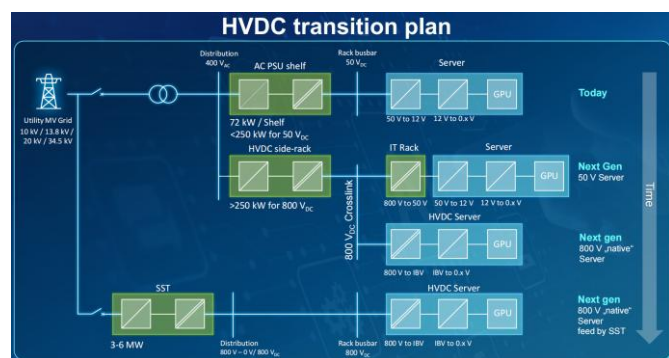
图 36：传统 AI Rack 存在的问题及台达解决方案



资料来源：Nvidia GTC, Delta, 长江证券研究所

核心变化 3：机房供电体系多元化，HVDC 渗透率有望提升并会逐步迭代升级。从 GTC 2025 大会上台达展示的 HVDC 路线来看，其方案是将电网中的中压交流电通过变压器转为 400V 交流电，再经过高压直流进行供电转化。目前的方案是 400V 交流电进入 PSU，转换为 50V 直流电（DC），最终供应到 GPU。

图 37：台达 HVDC 传输方案的变化过程



资料来源：Nvidia GTC, Delta, 长江证券研究所

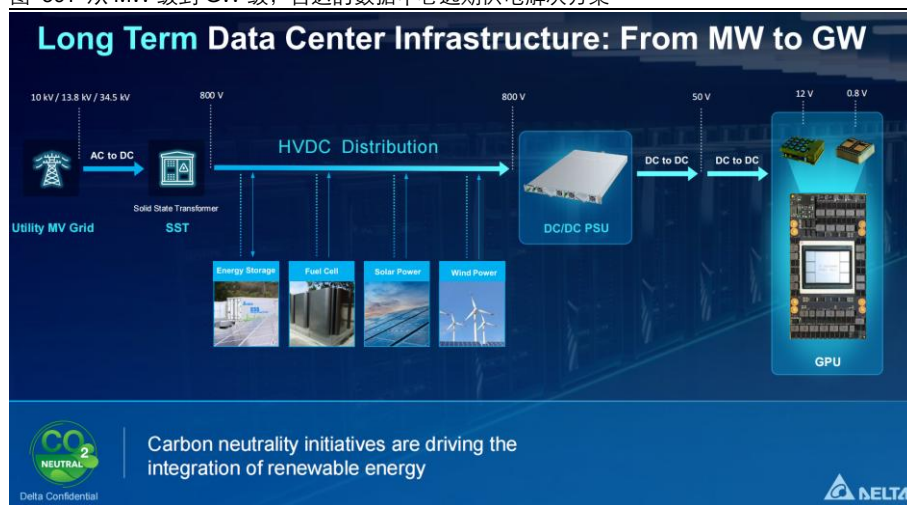
图 38：SST 方案示意图



资料来源：Nvidia GTC, Delta, 长江证券研究所

伴随数据中心机柜功率从 MW 级逐步走向 GW 级，长期来看 SST 有望成为重要电源解决方案。长期解决方案有望变为：SST（固态变压器）经 HVDC 后，再通过 DC/DC 转换成 50V，再逐步降低到 12V 以及更低电压供电给 GPU。SST 方案可以在不同的电压等级之间进行切换。在机房的备用电源方面，由于是直流传输，也可以引入光伏、风电等新能源进行供电。

图 39：从 MW 级到 GW 级，台达的数据中心远期供电解决方案



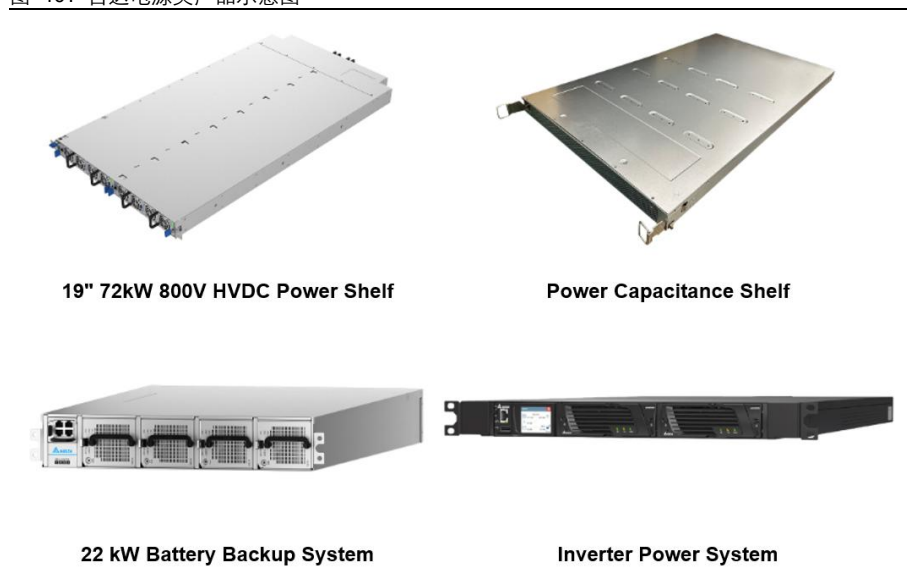
资料来源：台达，长江证券研究所

表 6：台达电源类产品在 NVIDIA GTC 2025 展示情况

产品	相关简介
19" 72kW 800V HVDC Power Shelf	集成了两个 36kW PSU，具有 800V 高压输出和 98% 的电源转换效率，满足下一代 AI 数据中心的电源需求
Power Capacitance Shelf	可减轻 GPU 对交流电网的动态负载反射，由于采用了锂离子电池电容器（LIC），PCS 能够执行快速充放电功率转换。LIC 提供高功率密度和长时电能保持（15 秒/20kW 负载），以确保 AI 和云计算服务器的稳定供电，从而提高电力系统的可靠性。PCS 现在可用于 19"（1RU）和 21"（10U）ORV3 标准机架
22 kW Battery Backup System	具有 2RU 紧凑的尺寸，凭借 97.5% 的效率并获得 UL9540A 认证，可确保可靠性并显著节省运营成本
Inverter Power System	为 230V 系统提供 11.4A 的功率，该产品是模块化的、可扩展的，安装在 19 英寸的外壳中

资料来源：台达官网 NVIDIA GTC 2025，长江证券研究所

图 40：台达电源类产品示意图

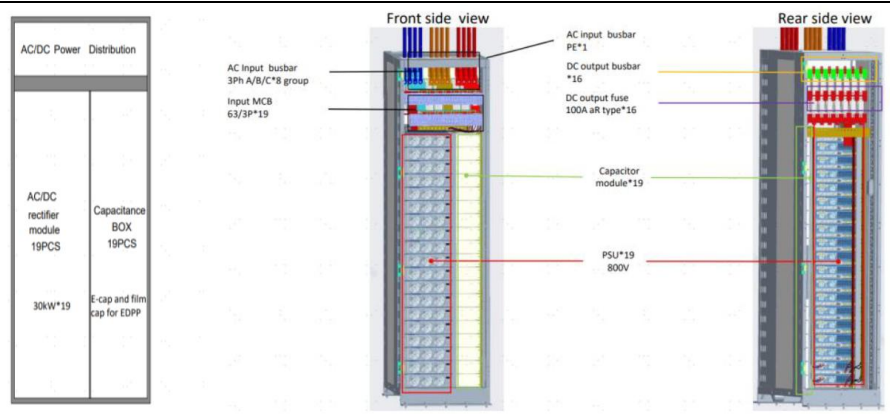


资料来源：台达官网 NVIDIA GTC 2025，长江证券研究所

麦格米特：机柜产品拓展+机房产品延伸，供电业务平台化可期

机柜端：供电功率单元从 **Power Shelf** 方案向一体化的 **Power Rack** 方案演进。此前麦格米特的主要产品在于机柜电源，实际上公司在此基础上已有进一步的拓展。根据麦格米特在 GTC 大会中展出的 Side car 方案，其输入为 384V-528V 的交流电输出为 800V 的直流电，公司在上端集成了 PDU 方案，左侧为 Power shelf，右侧为 BBU shelf 和 Super cap shelf 等，不仅集成度大幅提升，且公司业务范围也由机柜电源逐步拓展至机柜侧综合解决方案。

图 41：麦格米特 Power Rack 方案示意图

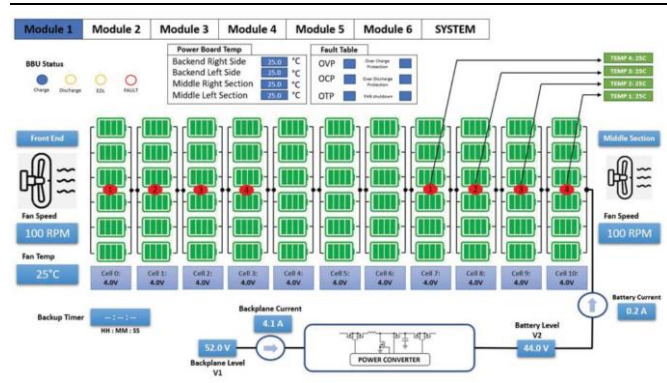


资料来源：Nvidia GTC，长江证券研究所

在机柜供电体系方面，麦格米特目前在服务器电源领域除了 **Power Shelf**，也已推出 **BBU Shelf**、**Power Capacitor Shelf**、**800V/570kW Side Rack** 等产品，通过品类的拓展，公司能够供应的价值量持续提升。重点来看：

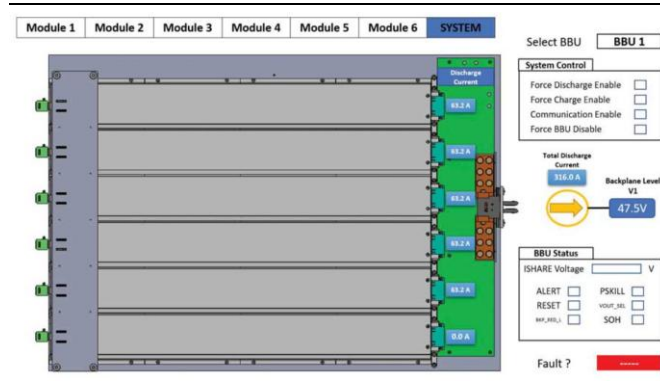
- **BBU（备用电池单元 Battery Backup Unit）**：AI 服务器电源的备电方案，是提供应急电力支持的功能性组件。BBU 日常处于充电状态，当主电源（市电）正常供电时，BBU 通过主电源进行充电储备电能；当主电源出现故障（如电压波动大、停电等）时，BBU 迅速启动，将存储的电能转换为直流电输出，能够为服务器提供持续 5-7 分钟的电力支持，确保数据备份和系统安全关闭。在此前，BBU 多为选配环节，但在 **GB300** 方案中已经成为标配，**11/12kW** 方案可满足瞬时电力补偿及紧急备份需求。

图 42：BBU 机架图形用户界面



资料来源：Analog Devices，长江证券研究所

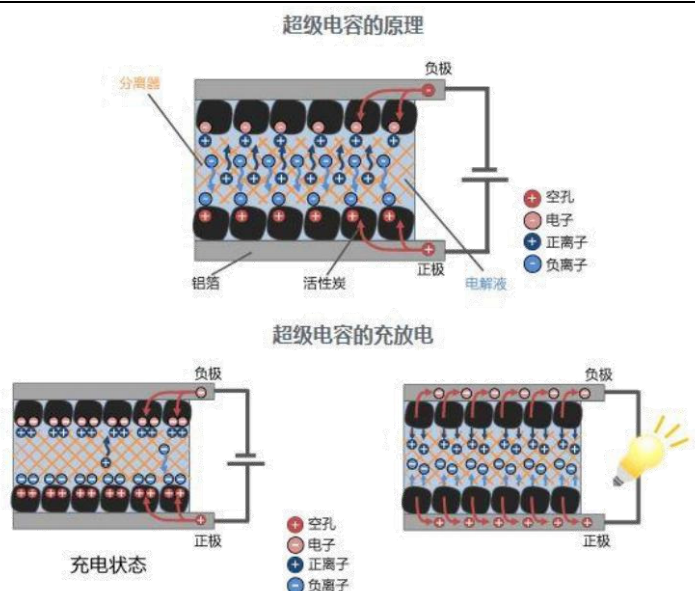
图 43：BBU 模块 GUI 简介



资料来源：Analog Devices，长江证券研究所

- **超级电容：高功率机架必备产品，提供瞬时功率补偿。**超级电容是利用双电层原理工作，由两个电极和电解质构成，在充电过程中，电极表面会聚集大量电荷，与电解质之间形成双电层，储存电能用于放电。快速响应电源波动在电力负载急剧变化时提供瞬时功率补偿，从而稳定电压波动。**超级电容为 GB300 里的标配，可以放在 BBU 内部，也可以与 BBU 并排安装在机柜内，用电缆线连接供电。**

图 44：超级电容工作原理图



资料来源：电子发烧友网，长江证券研究所

机房端：麦格米特供电产品从机柜延伸至机房 HVDC，解决方案能力进一步提升。据麦格米特官网，已推出 HVDC 系列的重要产品——800V/570kW Side Rack：通过 800V 直流输出，减少转换环节，降低能耗，并减少系统的电源使用效率（PUE），支持数据中心的绿色和可持续发展；每个机架的功率可达 1MW，兼容未来 GPU 需求，专为下一代 AI 计算设计；采用一体化设计，集成基带单元（BBU）和功率转换系统（PCS）功能，确保快速动态响应；采用模块化设计，便于维护，并具有出色的可扩展性。

图 45：麦格米特 800V/570kW Side Rack 产品示意图



资料来源：麦格米特官网，长江证券研究所

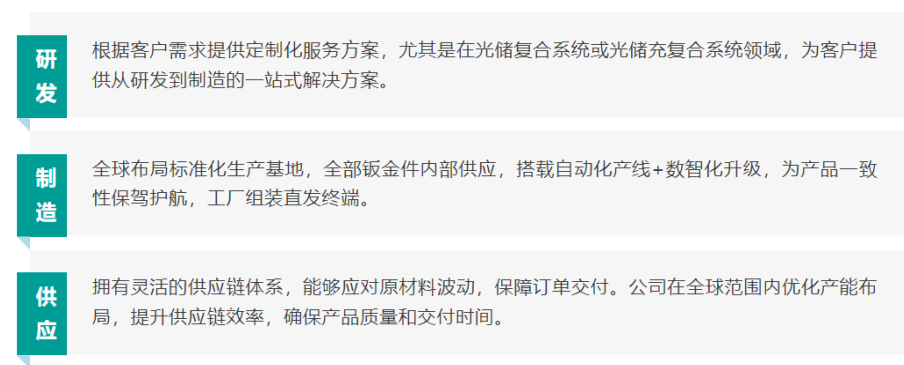
图 46：麦格米特 800V/570kW Side Rack 产品特点

先进技术	一体化设计	模块化设计
采用更先进的技术，具备更高的功率密度和大容量，每个机架功率可达1 MW；兼容未来GPU需求，专为下一代AI计算设计	采用一体化设计，集成基带单元（BB U）和功率转换系统（PCS）功能，确保快速动态响应	采用模块化设计，便于维护，并具有出色的可扩展性

资料来源：麦格米特官网，长江证券研究所

由于 HVDC 方案具备较强的可再生能源整合能力，可以直接接入风光直流电，因此在 HVDC 方案的前道供电侧还潜在光伏、储能等需求。公司在光储充全链覆盖，具备三位一体核心能力，因此现有产品和技术均可以迁移至 HVDC 备用供电体系中，公司在机房的业务范围有望持续扩大。

图 47：麦格米特光储充全链覆盖，具备三位一体核心能力



资料来源：公司公众号，长江证券研究所

芯片端：基于公司现有的机柜电源、机房 HVDC 等相关产品布局，进一步可以展望在 **48-12v 的二次电源（GPU 输入侧）部分**。从目前方案来看，PSU 输出的是 50V 交流电，然后需要通过“芯片电源”DC/DC 进一步将 50V 直流电先降至 12V，再进一步降至芯片可接受的 0.8V，根据公司官网，也有 DCDC 电源产品布局。

➤ **DC/DC 电源：**通过电子开关和电感元件实现一种直流电压到另一种直流电压的转换。这类电源具有体积小、效率高、性能稳定等特点，广泛应用于电子设备、通信设备汽车电子、工业控制等领域。DC/DC 电源的关键优势在于能够为不同负载提供适配电压，提升设备效率，并通过电路优化减少能量损耗，适合于对能效要求较高的工业应用。

总体上，立足长期，伴随 AIDC 放量，电源远期市场空间广阔；公司的 AIDC 供电业务平台化未来可期，一方面是基于品类增加持续提升业务范围，另一方面基于卡位优势有广阔的市占率提升空间。

从格局方面，公司也具备供应链卡位优势。在全球服务器电源市场领域，中国台湾的厂商处于市场领先地位。根据 MTC 的数据显示，2023 年在全球众多电源厂商中，排名前五的厂商里有四家来自中国台湾，其中台达位列第一，光宝位居第二。在中国大陆的电源厂商中，仅有麦格米特和欧陆通进入排名榜单。

在 AI 服务器领域，根据英伟达展示的 40 余家 GB200 NVL72 机架供应商中，仅有台达、光宝和麦格米特三家电源供应商，其中台达为全球电源龙头。麦格米特公告亦表明参与了英伟达 Blackwell GB200 系统的创新设计与合作建设。

麦格米特目前为大陆地区唯一与英伟达进行电源合作的企业。公司在 24 年 10 月份召开的 OCP 全球峰会上正式推出了适用于 NVIDIA MGX™平台的最新电源系统，此完全模块化的解决方案共具有 6 个 5.5kW 电源模块，在 1U 服务器电源架中提供总计 33kW 的功率，效率高达 97.5%。

通过对网络电源业务的持续高强度研发投入，近年来公司获得了国内外行业头部客户的多项项目需求与订单，并逐步在全球服务器行业中崭露头角，公司已成为目前少数具备高功率高效率服务器电源技术与海外全流程生产供应能力的综合型电源供应商。

因此，综上所述，我们认为公司的 AIDC 供电体系综合解决方案正逐步形成，有望成为公司平台化之路的新增长点。

风险提示

1、原材料大幅涨价的风险：公司生产所需的主要原材料包括半导体、磁性件、被动件、结构件、线路板等。公司直接材料占营业成本的比例在 80%以上，原材料价格变动和供应形势是公司生产成本变化的主要因素之一。若未来原材料价格出现较大波动，将会对公司的经营业绩产生一定不利影响。

2、新领域拓展速度不及预期的风险：新能源相关业务是公司近几年显著增长的重点，公司近些年持续加大研发投入力度，若相关行业景气度出现波动，预计将对公司经营形成一定冲击。

3、AI 数据中心投资规划不及预期风险：AI 算法的不断升级和数据量的爆发式增长，对算力的需求持续攀升，但如果对大算力需求下降，可能会影响 AIDC 投资力度。

4、电源技术革新的风险：电源技术革新快，若研发无法紧跟 GaN 等新材料趋势，功率密度及效率达不到未来 AIDC 的需求，可能会影响企业市场竞争力。

5、盈利预测不及预期的风险：基于上述假设，我们预测 2024-2025 年公司营收为 83.76、114.95 亿元，增速 24.0%、37.2%；归母净利润为 5.6、9.5 亿元，增速-10.7%、69.2%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若新业务市场开拓、英伟达芯片放量增速不及预期，则公司未来收入/业绩或受影响，假设悲观情况下，2024、2025 年公司营业收入同比增速分别降至 23.0%、35.0%，对应归母净利润同比增速将分别降至-11.0%、45.0%。

表 7：公司收入及利润敏感性分析（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
营业收入	6,754	8,376	11,495	6,754	8,308	11,215
YOY	23.30%	24.01%	37.24%	23.30%	23.00%	35.00%
毛利率	24.94%	24.68%	27.18%	24.94%	24.60%	26.00%
归母净利润	629	562	951	629	560	812
YOY	33.13%	-10.67%	69.23%	33.13%	-11.00%	45.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6754	8376	11495	14369	货币资金	596	1675	2087	2880
营业成本	5070	6309	8371	10421	交易性金融资产	737	737	737	737
毛利	1685	2067	3125	3948	应收账款	2229	2764	3794	4742
%营业收入	25%	25%	27%	27%	存货	1918	2386	3166	3942
营业税金及附加	36	45	62	77	预付账款	69	86	114	142
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	592	631	706	775
销售费用	325	377	529	625	流动资产合计	6141	8280	10605	13219
%营业收入	5%	5%	5%	4%	长期股权投资	182	182	182	182
管理费用	206	209	345	345	投资性房地产	81	81	81	81
%营业收入	3%	3%	3%	2%	固定资产合计	1265	1397	1533	1674
研发费用	771	879	1264	1581	无形资产	289	296	302	308
%营业收入	11%	11%	11%	11%	商誉	73	73	73	73
财务费用	26	106	123	122	递延所得税资产	94	94	94	94
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他非流动资产	1987	2037	2087	2137
加：资产减值损失	-37	-40	-40	-40	资产总计	10113	12440	14957	17769
信用减值损失	-12	-12	-12	-12	短期贷款	324	1117	1090	933
公允价值变动收益	281	50	50	50	应付款项	2210	2750	3649	4542
投资收益	-8	34	46	57	预收账款	0	0	0	0
营业利润	633	590	993	1437	应付职工薪酬	235	292	388	483
%营业收入	9%	7%	9%	10%	应交税费	132	164	225	281
营业外收支	4	0	0	0	其他流动负债	1281	1563	2033	2500
利润总额	637	590	993	1437	流动负债合计	4182	5886	7384	8739
%营业收入	9%	7%	9%	10%	长期借款	162	162	162	162
所得税费用	12	25	37	47	应付债券	1091	1091	1091	1091
净利润	625	565	956	1390	递延所得税负债	8	8	8	8
归属于母公司所有者的净利润	629	562	951	1383	其他非流动负债	130	130	130	130
少数股东损益	-4	3	5	7	负债合计	5573	7277	8775	10130
EPS（元）	1.15	1.03	1.74	2.53	归属于母公司所有者权益	4417	5037	6050	7501
现金流量表（百万元）					少数股东权益	123	126	131	138
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	4541	5163	6182	7639
经营活动现金流净额	310	464	619	1118	负债及股东权益	10113	12440	14957	17769
取得投资收益收回现金	14	34	46	57	基本指标				
长期股权投资	-56	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-445	-107	-107	-107	每股收益	1.15	1.03	1.74	2.53
其他	196	0	0	-1	每股经营现金流	0.57	0.85	1.13	2.05
投资活动现金流净额	-292	-74	-61	-51	市盈率	43.67	48.89	28.89	19.87
债券融资	64	0	0	0	市净率	6.22	5.46	4.54	3.66
股权融资	61	0	0	0	EV/EBITDA	47.96	44.71	26.96	18.35
银行贷款增加（减少）	89	793	-27	-158	总资产收益率	6.2%	4.5%	6.4%	7.8%
筹资成本	-39	-104	-119	-116	净资产收益率	14.2%	11.2%	15.7%	18.4%
其他	-93	0	0	0	净利率	9.3%	6.7%	8.3%	9.6%
筹资活动现金流净额	82	689	-146	-273	资产负债率	55.1%	58.5%	58.7%	57.0%
现金净流量（不含汇率变动影响）	101	1080	412	794	总资产周转率	0.67	0.67	0.77	0.81

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。