

欧陆通(300870)

报告日期: 2025 年 05 月 19 日

服务器电源领军者，受益于 AI 国产化浪潮

——欧陆通深度报告

投资要点

□ 围绕开关电源业务横向延展，高功率服务器电源领军厂商

公司深耕电源行业 20 年，全球产能布局全面，已形成电源适配器、数据中心电源和其他电源三大业务布局，2024 年收入占比分别为 44%、38%、17%。公司收入规模快速增长，2017-2024 年复合增速高达 25%，尤其 AI 高功率服务器电源增长势头迅猛，为公司贡献新的增长动能。2024 年高功率数据中心电源产品营收同比大增 537%，占数据中心电源整体比重快速提升至 53.5%，带动数据中心电源业务营收同比增长 80%，毛利率同比提升 5.5pct 至 25.0%。

□ 服务器电源：AI 驱动行业高增，受益于国产替代大机遇

高功率服务器电源需求打开百亿市场空间，大陆厂商追赶势头迅猛。国内互联网资本开支高增，有望进入 AI 应用驱动算力投入的正反馈循环，服务器电源环节将受益，同时 AI 服务器需求占比快速增长，相应推动服务器领域向高功率电源演进迭代。据测算得全球 25 年 AI 服务器电源市场空间合理预期为 132-340 亿元。从市场格局上看，全球服务器电源主要厂商包括台达、光宝等台系厂商，大陆厂商基于成本、服务、响应配合等优势，未来有望实现国产替代。

公司为稀缺的高功率服务器电源供应商，有望深度受益。24 年数据中心电源业务营收 14.59 亿元，YOY+79.95%，收入占比同比提升 10.17pct 至 38.42%，其中高功率数据中心电源业务实现营收 7.80 亿元，YOY+537%，占数据中心电源业务整体收入比重由 23 年底的 15.11% 快速提升至 53.48%，已陆续为浪潮信息、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内知名服务器系统厂商出货。24 年发行可转债用于数据中心电源建设项目，预计达产后产值收入为 9.66 亿元/年。

□ 电源适配器：消费电子需求复苏有望带动景气度回升

下游应用领域增长，消费电子需求复苏。电源适配器主要的应用场景中，办公电子市场的需求预期回暖，截止 24Q4 个人 PC 已实现连续五个季度增长，且 Canalys 预计 25 年 AI PC 将成为全球 PC 市场增长主要驱动力，同时智能家居等新兴市场同比快速增长，为电源适配器发展提供广阔空间。

海内外客户资源丰富，横向拓展实现稳健发展。公司在电源适配器行业具备良好的口碑，为行业领先企业之一，与境内外知名客户建立了稳定的业务合作关系，包括 LG、HP、Honeywell、Roku、Technicolor、Sagemcom、谷歌、沃尔玛、富士康、海康威视、大华股份等，同时计划在新兴应用场景中横向拓展更多品类，预计随着下游需求复苏，电源适配器业务收入及盈利能力将得到修复。

□ 盈利预测与估值

公司为稀缺的高功率服务器电源供应商，有望受益于 AI 驱动需求爆发，实现国内份额扩张及海外市场拓展；电源适配器基本盘业务稳健，随着行业需求复苏有望得到修复；积极拓展新兴领域应用，有望获得更多成长机遇。预计 25-27 年公司实现营收 46/55/65 亿元，YOY 分别+21.6%/19.5%/17.9%，归母净利润分别 3.54/4.65/5.70 亿元，YOY 分别+32.1%/31.5%/22.5%，对应当前市值 PE 分别为 33/25/20 倍（25 年 5 月 19 日收盘价），给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业发展不及预期；原材料价格上涨超预期；汇率波动超预期；行业竞争加剧等风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：张建民

执业证书号：S1230518060001

zhangjianmin1@stocke.com.cn

研究助理：邢艺凡

xingyifan@stocke.com.cn

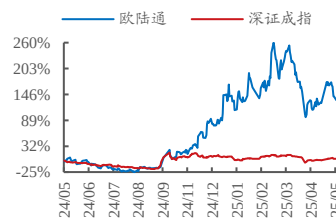
基本数据

收盘价 ¥ 108.15

总市值(百万元) 11,521.01

总股本(百万股) 106.53

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3797.53	4616.23	5514.58	6501.19
(+/-) (%)	32.32%	21.56%	19.46%	17.89%
归母净利润	267.99	354.04	465.43	570.25
(+/-) (%)	36.92%	32.11%	31.46%	22.52%
每股收益(元)	2.52	3.32	4.37	5.35
P/E	42.99	32.54	24.75	20.20

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 快速成长的国内开关电源领军厂商	6
1.1 深耕开关电源，业务领域横向延展	6
1.2 股权结构较为集中，股权激励目标彰显发展信心	7
1.3 高功率服务器电源贡献业绩新动能	8
2 服务器电源：受益于 AI 国产化机遇	10
2.1 高功率服务器电源需求爆发，行业量价齐升	10
2.1.1 海内外加大服务器电源资本开支	10
2.1.2 AI 打开高功率服务器电源新空间	12
2.1.3 大陆厂商势头迅猛国产化空间大	14
2.2 公司行业明显领先，受益于 AI 国产化大机遇	15
2.2.1 技术领先：高功率服务器电源出货快速增长	15
2.2.2 客户关系：已经覆盖主流知名服务器厂商	17
2.2.3 产能扩充：发行可转债募集资金扩产升级	18
3 电源适配器：下游需求有望复苏	18
3.1 消费电子需求复苏，市场格局利好头部企业	18
3.2 海内外客户资源丰富，拓展品类提升竞争力	20
4 其他电源：积极拓展新领域布局	21
5 盈利预测及估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值分析	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司业务布局.....	7
图 3: 公司股权结构.....	7
图 4: 2018 年至 2025Q1 公司营业收入及同比增速	9
图 5: 2018 年至 2025Q1 公司归母净利润及同比增速	9
图 6: 2018 年至 2025Q1 净利率及毛利率变化	9
图 7: 2018 年至 2025Q1 公司费用率水平	9
图 8: 2018-2024 年公司收入按业务拆分.....	9
图 9: 2018-2024 年公司收入按地区拆分.....	9
图 10: 2018-2024 年公司各业务同比增速变化.....	10
图 11: 2018-2024 年公司各业务毛利率水平	10
图 12: BAT 资本开支逐季快速增长（单位：亿元）	11
图 13: 服务器电源架构.....	11
图 14: 服务器电源产业链.....	12
图 15: 2024-2029 年英伟达主流机柜产品功耗情况.....	12
图 16: 台达 ORV3 架构的机架式电源	13
图 17: GB200 NVL36 架构	13
图 18: 公司数据中心电源业务收入及同比增速	16
图 19: 公司数据中心电源业务毛利率	16
图 20: 公司高功率数据中心电源收入及占比均快速提升	17
图 21: 近两年高功率数据中心收入同比成倍数增长	17
图 22: 2021-2023 年公司服务器电源产销率	17
图 23: 2023 年公司前五大客户及收入占比	17
图 24: 电源适配器产业链.....	18
图 25: 电源适配器发展趋势.....	19
图 26: 中国电源适配器行业市场规模.....	19
图 27: 全球消费电子市场收入.....	19
图 28: 公司电源适配器业务收入及同比增速	21
图 29: 公司电源适配器业务毛利率	21
图 30: 公司其他电源业务收入及同比增速	21
图 31: 公司其他电源业务毛利率	21
图 32: 全球电动工具市场规模及预测	22
图 33: 中国两轮电动车需求量及预测（万辆）	22
图 34: 中国两轮电动车市场规模及预测（亿元）	22
表 1: 公司高管及核心技术人员简介	8
表 2: 公司股权激励目标.....	8
表 3: 服务器电源厂商均推出 2000W 及以上高功率单体电源产品.....	13
表 4: 25 年全球 AI 服务器电源市场规模测算	14
表 5: 25 年 AI 服务器电源市场规模敏感性分析	14
表 6: 24 年全球电源厂商 TOP15	15
表 7: 公司服务器电源产品构成.....	15

表 8: 公司集中式供电 shelf 产品	16
表 9: 可转债募集资金情况.....	18
表 10: 公司电源适配器主要产品.....	20
表 11: 业务拆分及预测.....	23
表 12: 同业可比公司估值水平对比.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 快速成长的国内开关电源领军厂商

1.1 深耕开关电源，业务领域横向延展

深耕电源行业 20 年，全球产能布局全面。公司成立于 1996 年，从灯具起家，由于供应链变动及宏观冲击，公司基于自身集成电路和变压器技术基础，以及对信息产业前景的判断，并抓住了美国加州推行新的能效标准的机遇，2004 年成立专项事业部，转型生产电源适配器。随着业务基本盘电源适配器的逐步成熟，公司 2014 年布局数据中心/工业类电源，推出服务器电源、通讯电源、网安电源等产品，2017 年至今已经在越南、美国、墨西哥等海外地区设立销售中心或生产基地，全球布局持续完善，2020 年登陆深交所创业板。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，证券时报，浙商证券研究所

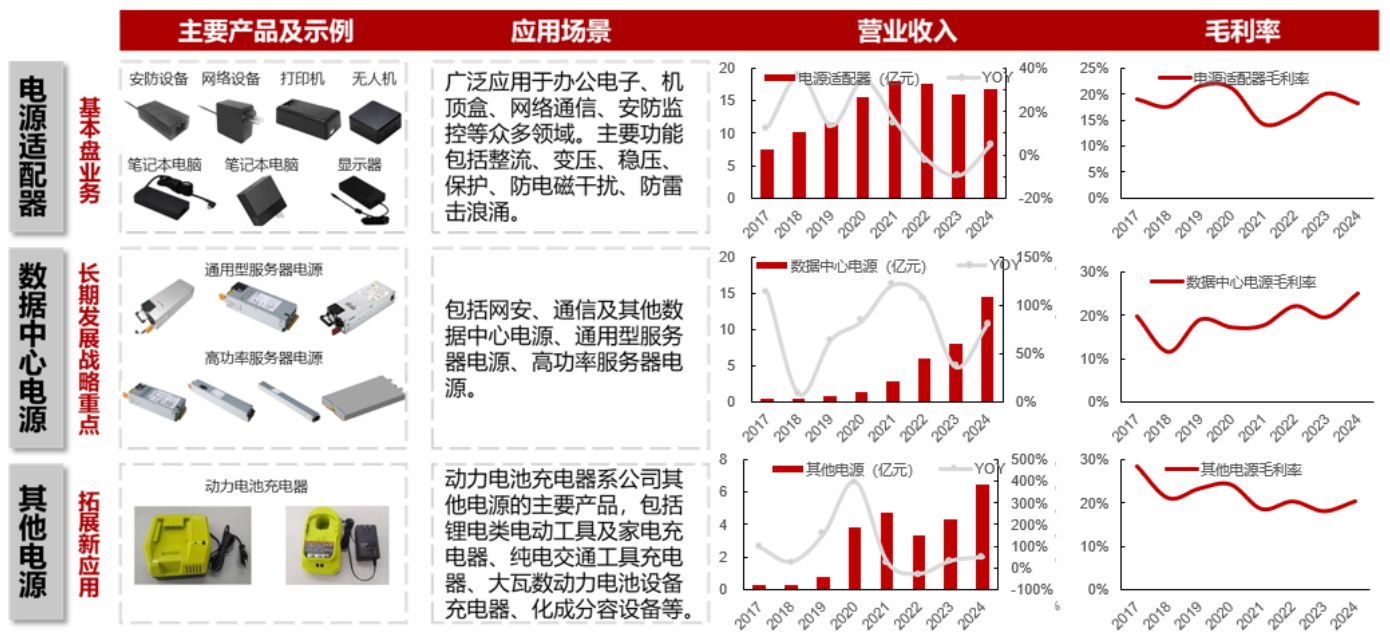
历经二十余年发展，公司已形成电源适配器、数据中心电源和其他电源三大业务布局，产品广泛应用于办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备、数据中心、动力电池设备、纯电交通工具、化成分容设备等众多领域。

(1) 电源适配器：2004 年至今发展多年，已成为公司最成熟且稳定的基本盘业务。布局覆盖 3W-400W 功率段产品，应用领域广泛，主要应用包括办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备等领域。

(2) 数据中心电源：公司长期发展战略重点，数据中心电源包含风冷 CRPS 电源、浸没式液冷电源、定制 GPU 电源、集中式供电解决方案等，可应用于数据中心、液冷服务器、通用服务器、AI 服务器、存储器等领域，涵盖了 800W 以下、800-2000W、2000W 以上等全功率段产品系列，高功率服务器电源研发技术和产品处于国内领军水平，比肩国际高端品牌，是全球市场少数实现高功率服务器电源规模销售的供应商，已陆续为浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内知名服务器厂商供货。

(3) 其他电源：围绕电源技术不断开拓新应用领域，包括锂电类电动工具及家电充电器、纯电交通工具充电器、大瓦数动力电池设备充电器、化成分容设备等。

图2：公司业务布局

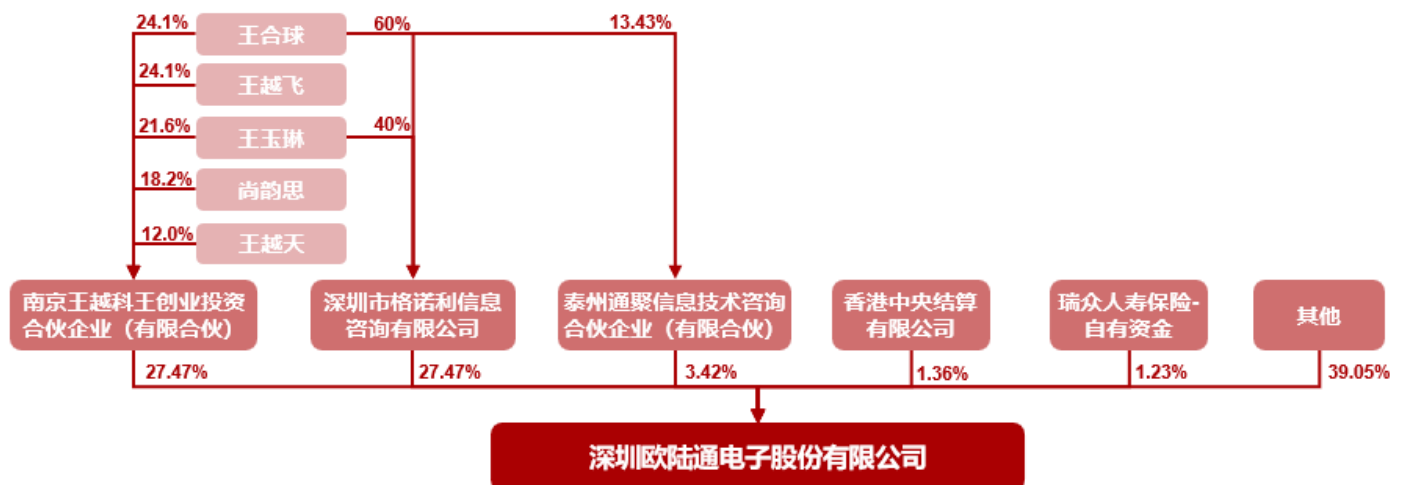


资料来源：募集说明书，公司公告，wind，浙商证券研究所

1.2 股权结构较为集中，股权激励目标彰显发展信心

实控人持股约 55%，股权结构较为集中。公司实际控制人为王合球及王玉琳夫妇、其长子王越天、长子配偶尚韵思、次子王越飞，五人为一致行动人，通过南京王越科王创业投资合伙企业（持有公司 27.47%股权）和深圳市格诺利信息咨询有限公司（持有公司 27.47%股权），合计持有公司 54.94%的股份，此外王合球为泰州通聚（持有公司 3.42%股权）实控人。较为集中的股权结构利于公司治理及长期战略决策的落实。

图3：公司股权结构



资料来源：wind，公司 25 年一季报，公司公告，浙商证券研究所（截至 2025 年 3 月 30 日）

创始人电子制造业经验丰富，技术团队源自强势台系企业。欧陆通创始人王合球具备丰富的电子制造与管理经验，曾在南京半导体器件总厂、深圳京泉电子等企业任职，1996 创办公司，作为公司董事长、总经理引领公司长期可持续健康发展，积极推动在电源领域

的技术积累与市场扩展。公司核心技术人员具有台达、光宝等台系企业从业背景，显著增强了公司在高功率服务器电源等新兴高端领域的技术优势。

表1：公司高管及核心技术人员简介

姓名	职位	出生年份	学历	主要经历
公司董监高（部分）				
王合球	董事长、总经理	1964	本科	曾任南京半导体器件总厂技术员、深圳京导电子生产技术经理、深圳京泉电子生产技术经理，1996 年创立公司，至今任公司董事长、总经理，兼任东莞欧陆通董事长、上海欧陆通董事长、赣州欧陆通董事长、深圳格诺利执行董事等。
王越天	副董事长	1989	本科	曾任公司市场部经理、董事、副总经理，2020 年至今任公司副董事长，兼任东莞欧陆通董事、艾世能经理人、博电云科执行董事兼总经理、苏州云电执行董事兼总经理、杭州云电董事长兼总经理等。
蒋书兴	董事、副总经理	1970	大专	曾任多家电子制造企业品质与生产管理岗位，2005 年加入公司，曾任品质部主管、副总经理，2017 年至今任公司董事、副总经理。
赵红余	董事、副总经理	1967	高中	曾任上海正峰工业有限公司塑胶部课长、深圳市仁智塑胶五金制品有限公司总经理助理，2000 年加入公司，曾任制造部经理，现任副总经理、董事，兼任越南欧陆通董事长。
赵鹏	副总经理	1978	硕士研究生	曾在台达、群光电能任职，深耕品保管理，于 2014 年 5 月加入公司，任副总经理。
张淑媛	财务负责人	1974	大专，中级会计师	2016 年加入公司，曾任公司财务副总监，2022 年 10 月至今任公司财务负责人。
蔡丽琳	副总经理、董事会秘书	1987	硕士研究生	2021 年起任公司投资者关系总监，2024 年 8 月至今担任公司副总经理、董事会秘书。
核心技术人员（部分）				
郝留全	事业一部研发总监	1979	中专	曾任帝闻电子、明兴源电子、海昌电子研发工程师，2007 年加入公司，长期负责研发工作。
李秀楼	事业二部研发总监	1980	本科	曾任光宝电子零件工程师、台达（东莞）电子研发课长，2016 年加入公司，深耕研发领域。

资料来源：公司 24 年年报，募集说明书，浙商证券研究所

股权激励政策覆盖广泛，彰显管理层信心。公司 2024 年 9 月推出股权激励计划，以 18.45 元/股的价格授予 264.6 万股限制性股票，占公司总股本 2.63%，授予对象包括管理层及核心骨干共 199 人，以 2021-2023 年的平均数为基准对营业收入增长率或净利润增长率进行考核。据测算，24-26 年营业收入触发值及目标值分别为 34.75-36.65 亿元/41.27-44.80 亿元/46.70-51.59 亿元，净利润目标分别为 1.96-2.12 亿元/2.70-3.04 亿元/3.97-4.63 亿元，较高的股权激励目标彰显管理层对公司未来长足发展的信心。

表2：公司股权激励目标

考核年度	激励办法	基数	营业收入增长率		净利润增长率		营业收入(亿元)		净利润（亿元）	
			触发值	目标值	触发值	目标值	触发值	目标值	触发值	目标值
2024	若营收或净利润任一项达成目标值，则可行权 100%，若营收或净利润任一项达成触发值，可行权 80%。	2021-2023 三年平均值	28%	35%	48%	60%	34.75	36.65	1.96	2.12
2025			52%	65%	104%	130%	41.27	44.80	2.70	3.04
2026			72%	90%	200%	250%	46.70	51.59	3.97	4.63

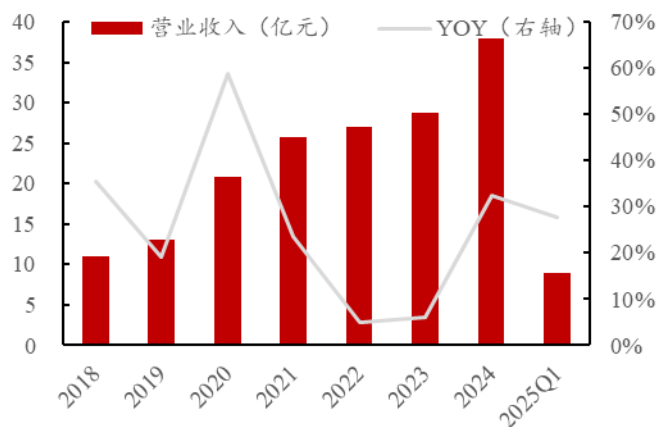
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 高功率服务器电源贡献业绩新动能

收入快速增长，利润受成本及汇率波动影响较大。收入端，随着数据中心电源及其他电源业务增长，公司收入体量快速扩大，2017-2024 年复合增速高达 25%；利润端，2021 年及 2022 年起受上游原材料压力、汇率波动以及战略投入等影响，归母净利润有所承压，

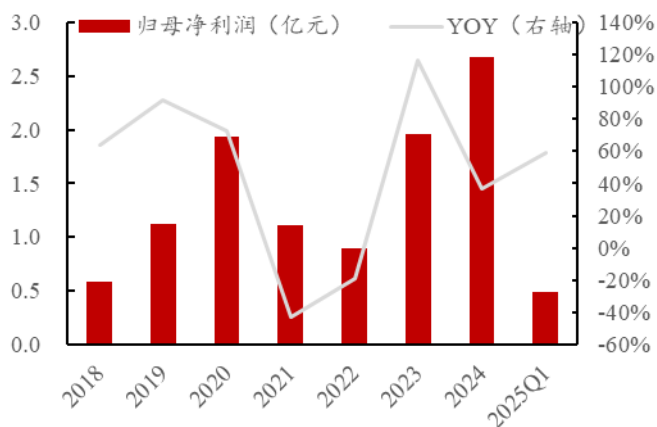
2023 年公司归母净利润达 1.96 亿元，同比大增 116%，2024 年公司归母净利润进一步提升至 2.68 亿元，同比增长 37%。

图4： 2018 年至 2025Q1 公司营业收入及同比增速



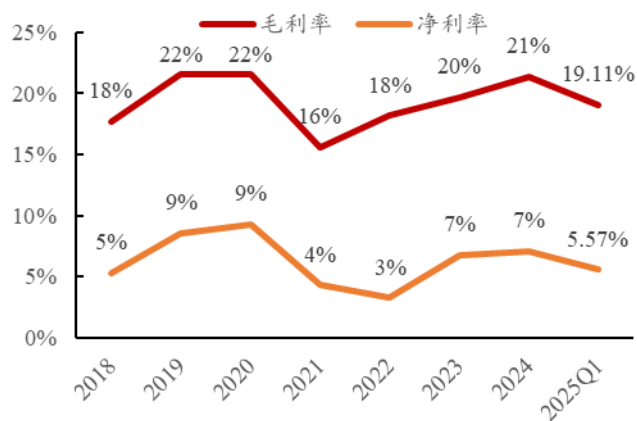
资料来源：wind，浙商证券研究所

图5： 2018 年至 2025Q1 公司归母净利润及同比增速



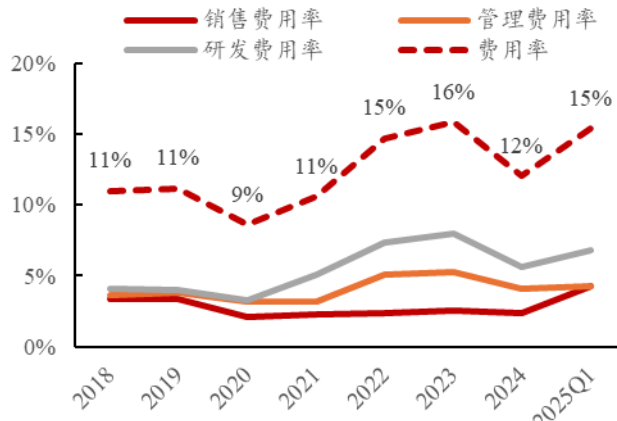
资料来源：wind，浙商证券研究所

图6： 2018 年至 2025Q1 净利率及毛利率变化



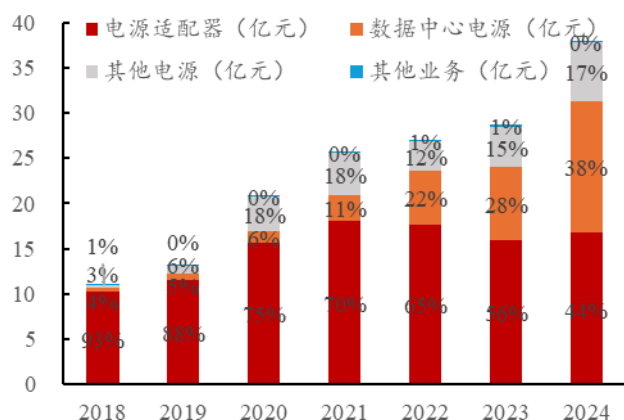
资料来源：wind，浙商证券研究所

图7： 2018 年至 2025Q1 公司费用率水平



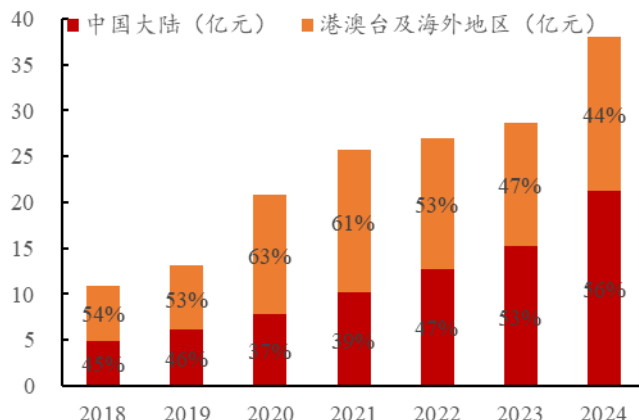
资料来源：wind，浙商证券研究所

图8： 2018-2024 年公司收入按业务拆分



资料来源：wind，浙商证券研究所

图9： 2018-2024 年公司收入按地区拆分

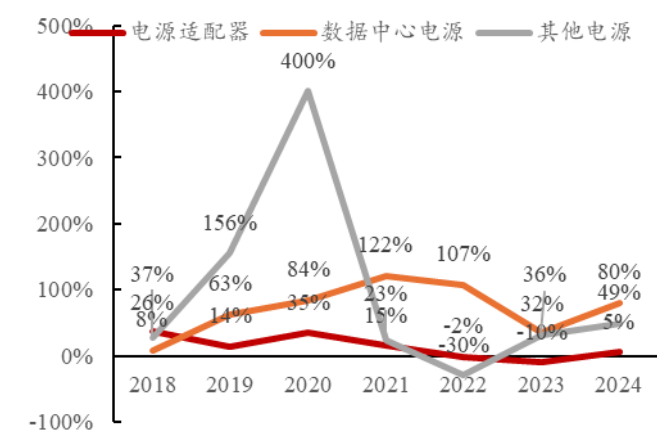


资料来源：wind，浙商证券研究所

过去电源适配器为主要收入来源，近几年数据中心电源增长势头迅猛。从收入结构看，公司收入以电源适配器为主要构成，收入相对平稳；数据中心电源收入逐年大幅增长，收入占比快速提升。从盈利水平看，22-24 年电源适配器产品毛利率在 15-20% 间波动，受原料成本及终端价格等因素共同影响；数据中心电源毛利率逐步提升并稳定至 20% 以上，主要系毛利率更高的高功率服务器电源产品出货占比提升；其他电源毛利率波动较大，主要由产品结构决定。从地区拆分看，22 年及以前收入以港澳台及海外地区为主要来源，近两年随着数据中心电源快速增长，其客户目前仍以国内厂商为主，因此大陆地区占比相应增长。

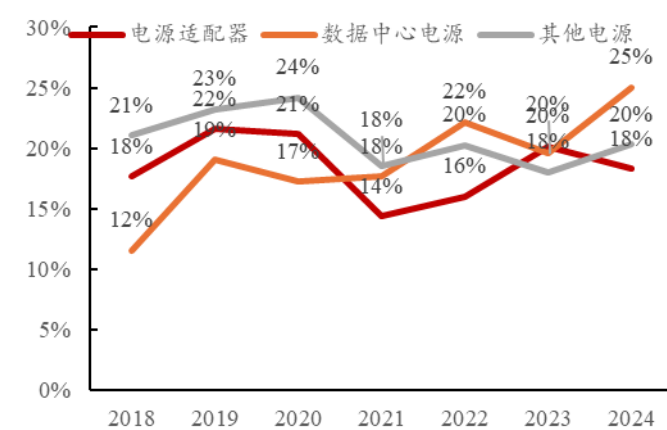
数据中心电源推动公司营收及利润增长，高功率电源收入占比扩大带动毛利率提升。2024 年电源适配器营收 16.73 亿元，YOY+4.96%，收入占比同比下降 11.48pct 至 44.04%，毛利率同比下降 1.84pct 至 18.26%，主要受消费电子需求偏弱影响；数据中心电源业务营收 14.59 亿元，YOY+79.95%，收入占比同比提升 10.2pct 至 38.4%，毛利率同比增加 5.49pct 至 25.04%，主要系高功率数据中心电源产品出货占比提升至 53.48%，营收同比大增 536.88%，带动盈利能力优化；其他电源收入 6.49 亿元，YOY+48.71%，毛利率同比提升 2.3pct 至 20.3%，主要系电动工具充电器营收明显增长、高毛利业务占比提升。

图10：2018-2024 年公司各业务同比增速变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

图11：2018-2024 年公司各业务毛利率水平



资料来源：wind，浙商证券研究所

2024 年业绩超股权激励目标，得益于高功率服务器电源高增。公司 2024 年归母净利润达到 2.68 亿元，YOY+32%，显著高于股权激励净利润目标值的 2.12 亿元；扣非归母净利润 2.56 亿元，YOY+272.97%，主要由于高功率服务器电源收入增长显著、其他电源收入恢复增长、股权激励费用同比明显减少等。

2 服务器电源：受益于 AI 国产化机遇

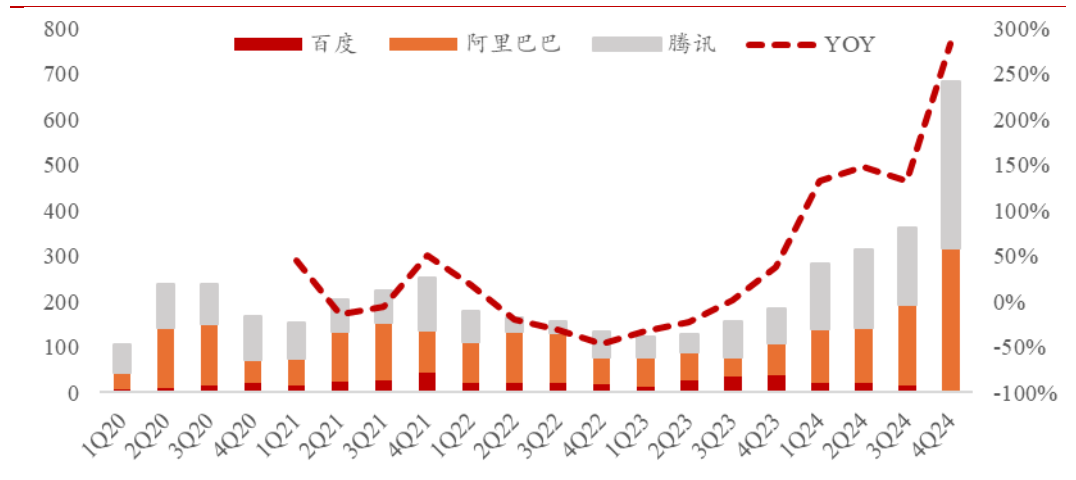
2.1 高功率服务器电源需求爆发，行业量价齐升

2.1.1 海内外加大服务器电源资本开支

海外四大云厂商资本开支市场预期上调，国内 BAT 资本开支高增。海外四家云厂商（微软、谷歌、meta、亚马逊）25Q1 资本开支达 719 亿美元，同比+61%，其中微软为 167 亿，同比+53%，谷歌为 172 亿，同比+43%，亚马逊为 250 亿，同比+68%，Meta 为 129 亿，同比+93%。根据彭博一致预期，海外云厂商 25 年资本开支达 3109 亿美元，同比+36%。24Q1-Q4，BAT 资本开支合计分别为 283/314/362/707 亿元，同比

+132%/148%/132%/283%，2024 年 BAT 资本开支合计约 1666 亿元，同比+183%，根据彭博一致预期，预计 2025 年将同比提升 12%至 1859 亿元。

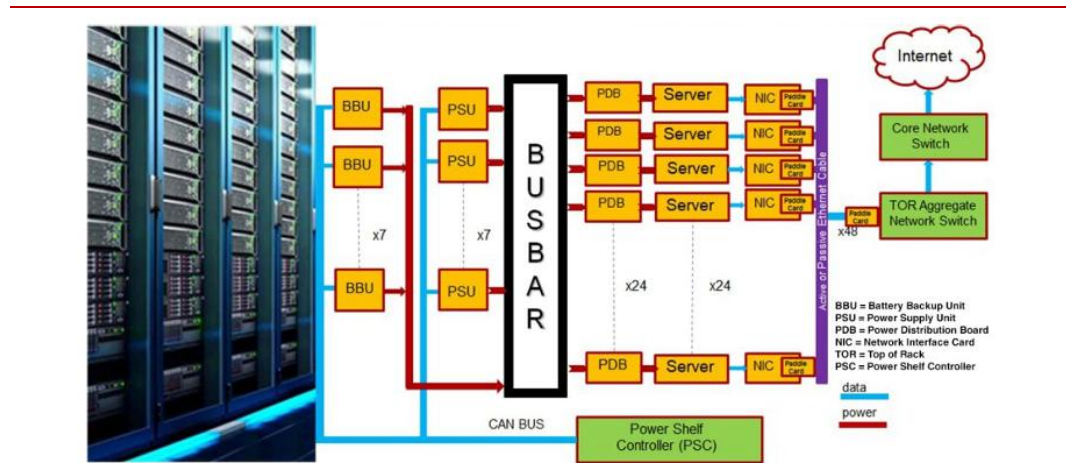
图12: BAT 资本开支逐季快速增长 (单位: 亿元)



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

电源供应单元 PSU 实现交直流转化，为硬件设备提供电力。数据中心供配电系统包含从电源线路进用户起经过高/低压供电设备到负载止的整个电路系统，将主要包括市电引入、变电站、高压配电设备——高压变配电系统、柴油发电机系统、自动转换开系统、输入低压配电系统、不间断电源系统 UPS、机架配电系统 PDU 和电源供应单元 PSU。PSU 是服务器系统的核心，主要功能是将市电（通常为 110V 或 220V 的交流电）转换为计算机所需的直流电，为各种硬件组件提供稳定且合适的电力输出，以确保其正常工作。

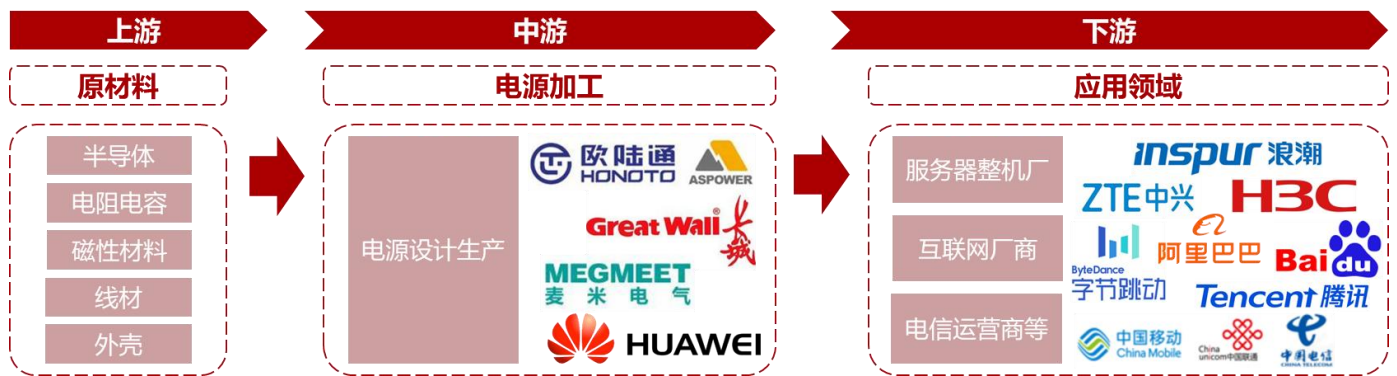
图13: 服务器电源架构



资料来源: 德州仪器, 浙商证券研究所

服务器电源属于开关电源，采购决策由服务器厂商与最终用户共同决定。电源产业链上游主要包括半导体、电阻电容、磁性材料等原材料，上游功率器件将直接影响电源性能，同时半导体材料的成本影响电源最终定价；中游则包括加工设备企业和电源加工企业，主要由台系厂商台达、光宝、国内厂商中国长城、欧陆通、麦格米特、华为数字能源等构成；下游包括服务器整机厂如浪潮、中兴、新华三等，以及服务器需求方如互联网厂商、电信运营商等，服务器整机厂与最终用户在电源供应商选择上都具有一定话语权。

图14: 服务器电源产业链

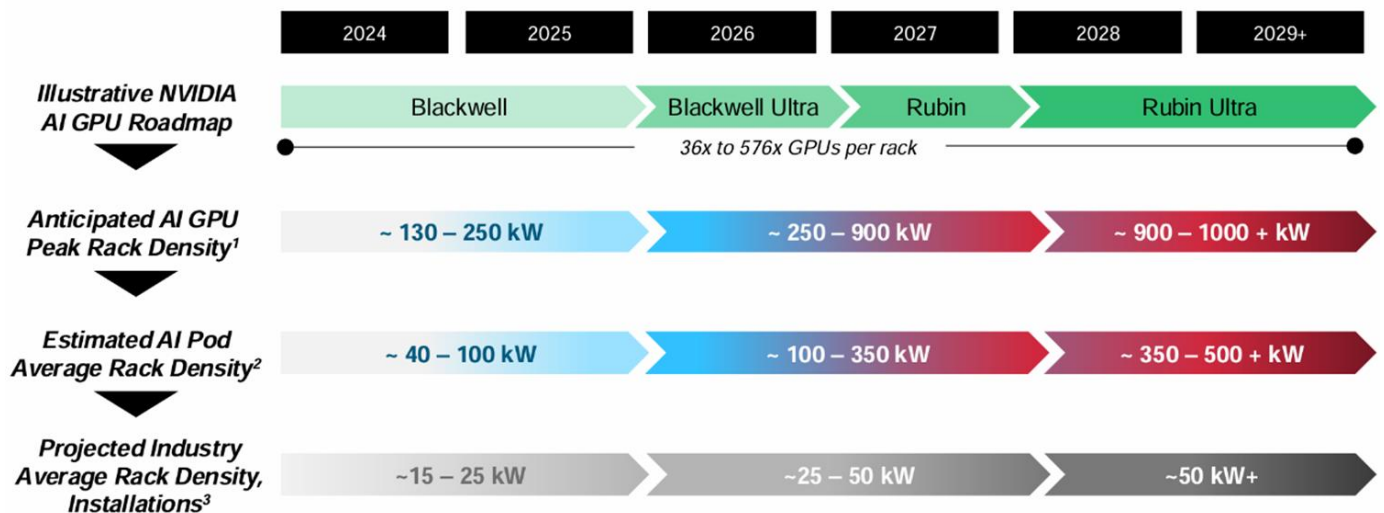


资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所整理

2.1.2 AI 打开高功率服务器电源新空间

算力提升背后是芯片性能的加速迭代, 相应带来功耗的大幅增长, 单芯片功率已达千瓦级别, 2029 年单柜功耗有望突破 1MW。英伟达 2020 年推出的 GPU A100 TDP (热设计功耗) 为 400W, 2022 年推出的 H100 TDP 已达到 700W, B100 TDP 将达 700W, B200 TDP 为约 1000W。24 年 11 月 18 日, Vertiv 举办 2024 年投资者活动, 指出 blackwell 机柜峰值密度预计在 130-250kW, 未来 rubin ultra 机柜峰值密度有望达 900-1000+kW, 而 24-25 年行业平均机架密度仅 15-25kW。

图15: 2024-2029 年英伟达主流机柜产品功耗情况



资料来源: vertiv 官网, 浙商证券研究所

AI 服务器需求占比快速增长, 相应推动服务器领域向高功率电源演进迭代。功率密度指转换器的额定输出功率与转换器所占体积之比, 高功率密度电源产品能够以更小的体积实现更大的输出功率, 从而节省客户的 PCB 板上或设备内空间。通用服务器功率通常在几百瓦量级, 使用几百瓦功率的电源即可; AI 服务器功率达到几千瓦量级, 英伟达 GB200 NVL72 机柜功率甚至达到 120kW, AI 服务器电源需求向 2000W 以上高功率电源演进。

表3: 服务器电源厂商均推出 2000W 及以上高功率单体电源产品

厂商	台达	光宝	欧陆通	麦格米特	华为数字能源
产品	DPS-2200AB-2	3000W GPU 电源	AP-UH4000F54B4	SLIM4000W	PAC2000S12-B1
功率	2200W	3000W	4000W	4000W	2000W
电流电压	支持 90-264VAC 交流输入电压和 180-300VDC 直流电压	180V 交流-199V 交流 (48.04A); 200Vac~207TVAC (53.4A); 208Vac~264Vac (55.6A)	输入电压 90VAC~264VAC, 180VDC~320VDC	输入电压 90 VAC ~ 132 VAC, 180 VDC ~ 320 VDC	支持 90V AC~264V AC 交流输入和 180V DC~300V DC 高压直流输入

图例

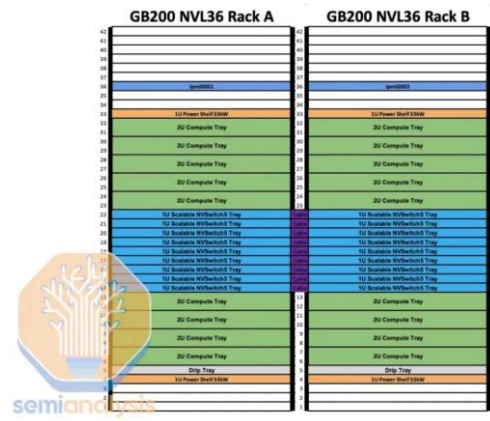


资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

AI 集中供电方案功率快速提升, PowerShelf 应运而生。PowerShelf 是在 OCP 框架下, 为新一代异构形服务器开发的系统级电源产品, 可满足 AI 市场集中供电方案功率要求越来越大的趋势要求。单个 33kW PowerShelf 由 6 个 5.5kW PSU 电源及监控单元构成, GB200 NVL72 机柜采用 6 组或 8 组 33kW 的 PowerShelf 电源, 整机柜配置功率共 198kW 或 264kW; GB200 NVL36 机柜采用 4 组 33kW 的 PowerShelf 电源, 整机柜配置功率共 132kW。2024 年 9 月工博会上, 台达首次展示两款代表着业界最高能效的 ORV3 33kW 机架式电源, 其中 19 英寸 1RU 33kW 机架式电源是根据英伟达需求设计打造。

图16: 台达 ORV3 架构的机架式电源

图17: GB200 NVL36 架构



资料来源: 台达公众号, 浙商证券研究所

资料来源: CDCC, SemiAnalysis, 浙商证券研究所

25 年 AI 服务器电源需求高速增长, 市场规模测算假设如下: (1) 根据新智元, 预计 2025 年英伟达出货量包括 200 万块 Hopper 和 500 万块 Blackwell, 假设英伟达出货量占全球 GPU 出货量的 80%, 则其他 GPU 出货量为 175 万块。H100 和 H200 功耗为 0.7kW; B100 功耗 1kW; 取其他 GPU 平均功耗为 0.5kW。 (2) 参考 H100 八卡服务器功耗 10kW, 取 24 年服务器功耗为 GPU 功耗的 1.5 倍; 参考 GB200 NVL72 功耗 132kW, 假设 25 年随着 B 卡占比提升, 服务器功耗为 GPU 功耗的 1.3 倍。 (3) 假设服务器电源配置冗余系数为 1.6。 (4) 假设 24 年服务器电源单价为 1 元/W, 随着更高技术难度的 5.5kW 高功率电源需求提升, 25 年服务器电源单价提升至 1.5 元/W。测算得 25 年全球 AI 服务器电源市场规模 227 亿元, YOY+187%。

表4: 25 年全球 AI 服务器电源市场规模测算

	2024	2025	YOY
H 卡出货量 (万片)	400	200	
H 卡功耗 (kW)	0.7	0.7	
B 卡出货量 (万片)	0	500	
B 卡功耗 (kW)	1	1	
其他出货量 (万片)	100	175	
单卡功耗 (kW)	0.5	0.5	
GPU 出货量 (万片)	500	875	75%
GPU 功耗 (kW)	0.7	0.83	
服务器功耗倍数	1.5	1.3	
服务器电源冗余	1.6	1.6	
整体功耗 (MW)	7920	15132	91%
单价 (元/W)	1	1.5	
AI 服务器电源市场规模	79	227	187%

资料来源: 浙商证券研究所

基于 AI 服务器电源冗余系数及电源单瓦价格进行敏感性分析, 测算得 25 年 AI 服务器电源市场空间合理预期为 132-340 亿元。

表5: 25 年 AI 服务器电源市场规模敏感性分析

		单价 (单位: 元/W)				
		0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
服务器电源冗余	1.2	57	113	170	227	284
	1.4	66	132	199	265	331
	1.6	76	151	227	303	378
	1.8	85	170	255	340	426
	2.0	95	189	284	378	473

资料来源: 浙商证券研究所

2.1.3 大陆厂商势头迅猛国产化空间大

行业玩家以台系厂商为主, 国产替代空间较大。从市场格局上看, 以台达、光宝、群电、康舒等为代表的中国台湾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, 大陆厂商由于在成本、服务、响应配合等方面具备优势, 未来有望在国内市场实现国产替代, 并进入海外市场抢占份额。根据 MTC, 24 年全球电源厂商 TOP15 中台湾厂商共 6 家, 大陆厂商共 5 家, 大陆厂商依次分别为麦格米特、奥海科技、长城电源、欧陆通 (排名第 12)、英飞特, 而 23 年全球电源厂商 TOP16 中仅 2 家大陆厂商, 说明大陆厂商在全球市场份额及地位已有明显提升。

表6：24年全球电源厂商 TOP15

排名	厂商	地区	销售额
1	台达 (Delta Electronics)	中国台湾	~\$5600-5700
2	光宝 (Lite-On Technology)	中国台湾	~\$1150-1250
3	麦格米特 (Shenzhen Megmeet (Megmeet))	中国大陆	~\$1173
4	群电 (Chicony Power)	中国台湾	~\$1116
5	明纬 (Mean Well)	中国台湾	~\$1023
6	赛尔康 (Salcomp)		~\$900-1000+
7	伟创力 (Flex™)	新加坡	~\$900-1000
8	奥海科技 (Dongguan Aohai Technology)	中国大陆	\$780
9	长城电源 (Great Wall Power Supply Technology)	中国大陆	\$763
10	康舒 (Acbel)	中国台湾	~\$590
11	AE 电源 (Advanced Energy)	美国	~\$565
12	欧陆通 (Shenzhen Honor Electric Co.)	中国大陆	~\$521
13	TDK (TDK-Lambda)	日本	~\$511
14	全汉 (FSP Technology)	中国台湾	~\$482
15	英飞特 (Inventronics)	中国大陆	~\$370

资料来源：MTC，浙商证券研究所

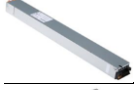
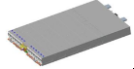
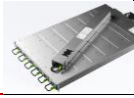
2.2 公司行业明显领先，受益于 AI 国产化大机遇

2.2.1 技术领先：高功率服务器电源出货快速增长

数据中心电源产品应用领域及功率段覆盖全面。数据中心电源产品主要包括网安、通信及其他数据中心电源、通用型服务器电源、高功率服务器电源，涵盖了 800W 以下、800-2000W、2000W 以上等全功率段产品系列。在高功率服务器电源产品及解决方案上，公司已推出了包括 3200W 钛金 M-CRPS 服务器电源、1300W-3600W 钛金 CRPS 服务器电源、3300W-5500W 钛金和超钛金 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源 Power Shelf 解决方案等核心产品，研发技术和产品处于领先水平。

表7：公司服务器电源产品构成

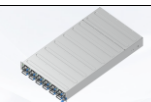
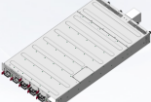
产品图例	关键参数				
	电源功率	规格	转换效率	标准	主要应用场景
通用型服务器电源					
	800W	D185*W73.5*H39 mm	最高规格符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	通用服务器
	1300W	D185*W73.5*H39 mm	最高规格符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	通用服务器
	1600W	D185*W73.5*H39 mm	最高规格符合 80 Plus Platinum (白金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	通用服务器
高功率服务器电源					
	3200W	D185*W73.5*H39 mm	最高规格符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	AI 服务器

	4000W	D430*W68*H40 mm	符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	AI 服务器
	2500W	D600*W68*H40 mm	符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	浸没式液冷服务器
	30kW power shelf (12*2500w 单体电源)	D850*W590*H74 mm	97%+, 单体电源符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	浸没式液冷服务器
	33kW power shelf (6*5500w 单体电源)	D788.7*W537*H46 mm	97%+, 单体电源符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准	符合 EN60950, EMC, EMI Class A level	AI 服务器

资料来源: 募集说明书, 公司官网, 浙商证券研究所

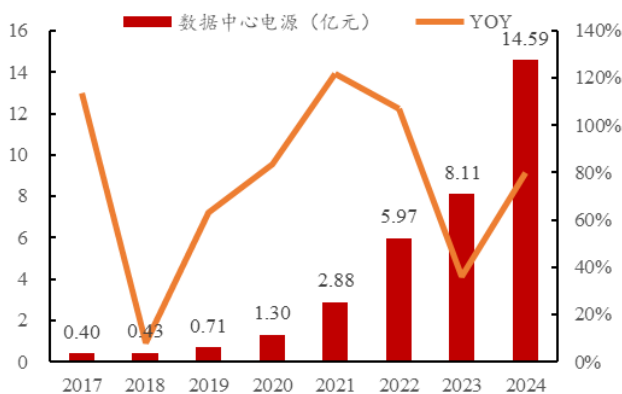
少数能够实现高功率服务器电源规模销售的供应商, 并推出集中式供电 powershell 方案, 技术水平国内领先。公司高功率服务器电源产品为国内领军水平, 比肩国际高端厂商, 相关产品包括 3200W、4000W AI 服务器电源、2500W 浸没式液冷服务器电源、30kW 浸没式液冷 powershell (12*2500W 单体电源)、33kW powershell (6*5500W 单体电源) 以及适配下一代 AI 产品的 60kW powershell 等。

表8: 公司集中式供电 shelf 产品

型号	图示	功率	输入电压	输出电压/电流	尺寸
风冷:					
AP-2RU060F54D1		60kW	双输入: 90~264Vac, 180~400Vdc	54V	844.8*810*87.6(mm)
AP-1R33F54SR1		33kW	90~305Vac, 180~400Vdc	54V	788.7*537*46(mm)
AP-2U210AF54R1		21kW	双输入: 90~264Vac, 180~320Vdc	54V	808*447.7*87.6(mm)
浸没式液冷:					
AP-1U300AL54R1		30kW	双输入: 90~264Vac, 180~320Vdc	54V	850*590*74(mm)

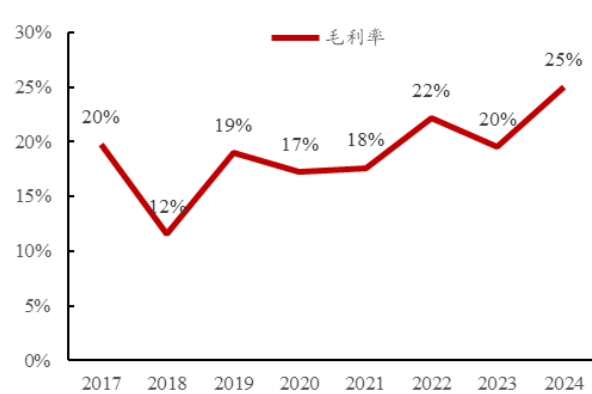
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图18: 公司数据中心电源业务收入及同比增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图19: 公司数据中心电源业务毛利率

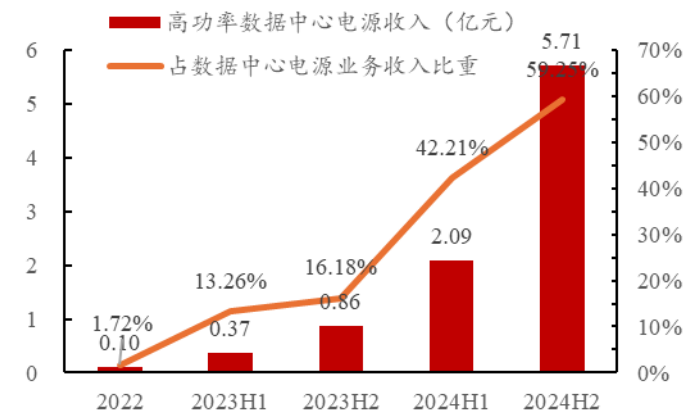


资料来源: wind, 浙商证券研究所

高功率服务器电源引领高增, 后续需求持续旺盛带动收入增长。2024 年数据中心电源业务营收 14.59 亿元, YOY+79.95%, 收入占比同比提升 10.2pct 至 38.4%, 毛利率同比增

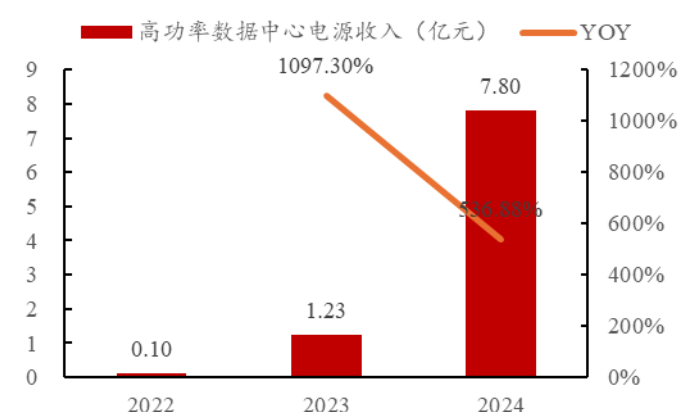
加 5.5pct 至 25.04%，主要系高功率数据中心电源产品出货占比提升，产品结构优化，高功率数据中心电源业务实现营收 7.8 亿元，YOY+537%，占数据中心电源业务整体收入比重由 23 年底的 15.11% 快速提升至 53.48%。

图20：公司高功率数据中心电源收入及占比均快速提升



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图21：近两年高功率数据中心收入同比成倍数增长

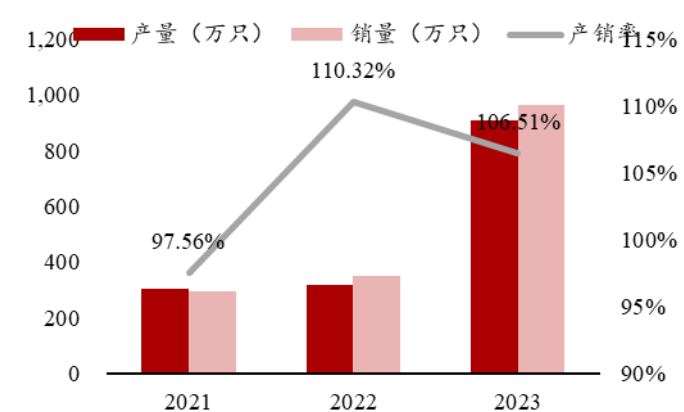


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.2.2 客户关系：已经覆盖主流知名服务器厂商

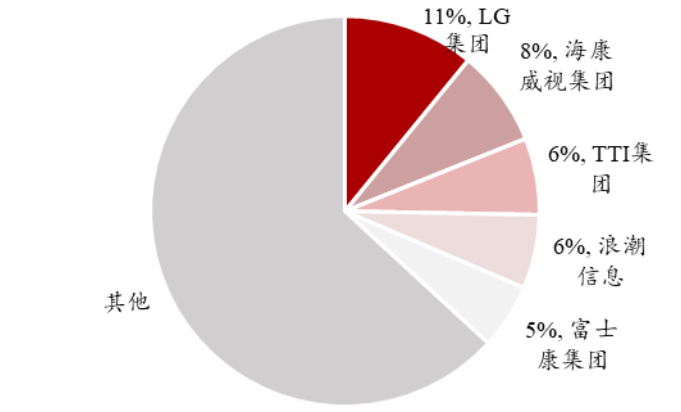
浪潮及富士康为公司大客户，高功率服务器电源已向国内知名服务器厂商出货。公司前五大客户中的服务器电源产品客户包括浪潮信息及富士康，均为主流服务器厂商，23 年销售收入占公司总营收比重分别为 6.19% 和 5.45%。公司高功率服务器电源产品已陆续为浪潮信息、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内知名服务器系统厂商出货，公司与其形成长期稳定供货关系，有望持续受益于 AI 算力需求增长。

图22：2021-2023 年公司服务器电源产销率



资料来源：募集说明书，浙商证券研究所

图23：2023 年公司前五大客户及收入占比



资料来源：募集说明书，浙商证券研究所

国内配合头部客户实现国产化，加速推动海外客户拓展。当前公司积极配合头部客户推进多个全国产化服务器电源项目，实现 100% 国产化器件方案落地目标，推动电源部件实现自主可控，为业务提供新的增长机会。在稳固国内市场份额的基础上，公司还将积极拓展海外市场，现已在中国台湾、美国建立销售队伍，持续推进导入包括服务器厂商、头部云厂商等各类型海外客户，进一步开拓全球市场。

2.2.3 产能扩充：发行可转债募集资金扩产升级

可转债融资落地，推动数据中心电源扩产升级。随服务器电源市场需求愈发旺盛，公司现有产能已接近饱和，2023 年服务器电源产能利用率达到 110.3%，产销率达 106.51%，服务器电源产能扩产。公司于 2024 年 7 月发行可转换债券，实际募集资金净额为 6.32 亿元，其中 2.59 亿元用于在苏州建立生产基地，项目由公司的其全资子公司苏州云电负责，预计于 2026 年建设完成，预计建成后该基地数据中心电源年产量可达 145 万台，年收入达 9.66 亿元。此外公司目前已在越南生产基地完成通用及高功率服务器电源的产线建设。

表9：可转债募集资金情况

序号	项目	投资金额（万元）	拟使用募集资金（万元）	占募集资金总量比例
1	苏州云电年产数据中心电源 145 万台	25,925.06	25,925.06	40.99%
2	欧陆通新总部及研发实验室升级建设项目	27,914.10	27,027.58	42.74%
3	补充流动资金	11,500.00	10,289.35	16.27%
合计		65,339.16	63,241.99	100.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3 电源适配器：下游需求有望复苏

3.1 消费电子需求复苏，市场格局利好头部企业

电源适配器可通过整流、变压、稳压等转换形式，为电子设备提供所需要的电能形态。一般由控制 IC、MOS 管、整流肖特基管、电容电阻、磁性材料、DC 线、外壳等元器件及部件组成，其主要功能包括整流、变压、稳压、保护、防电磁干扰、防雷击浪涌。

上游供应充足，下游应用广泛。电源适配器行业产业链上游为零部件供应商，为电源适配器生产商提供外壳、变压器、电感、电容等部件，这些行业的技术工艺成熟、市场竞争充分、产品供应充足，能够较好地满足中游生产商的生产经营需求。电源适配器的下游应用广泛，主要应用于办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备等领域。

图24：电源适配器产业链

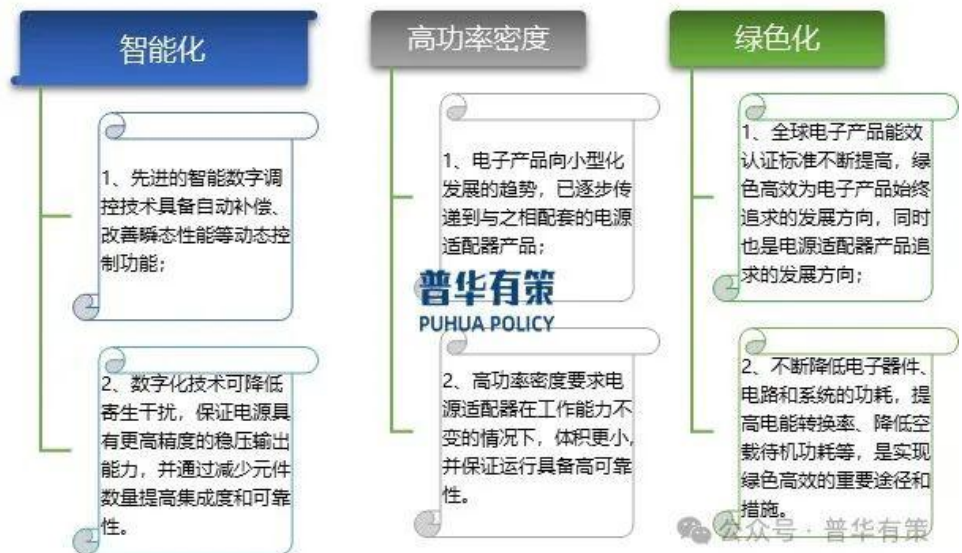


资料来源：智妍咨询，浙商证券研究所

台系企业具备优势，大陆企业已达先进水平。以台达、光宝为代表的台资企业凭借先进的技术与高附加值产品，具有电源适配器的竞争优势地位。中国大陆的开关电源企业也已达到国际先进水平，占据主要的全球市场份额。电源适配器产品 A 股上市公司中，除欧陆通外的主要参与者包括茂硕电源、可立克及京泉华等。

行业门槛升级，利好头部企业。随着消费类电子设备的技术持续改进，与电源适配器配套使用的电子产品呈现便携式、轻薄化等特征，因此也产生了对电源适配器轻便化、高功率密度化的需求。同时，为了更好地满足用电设备对稳定工作效率的需求，电源适配器逐渐向智能化发展，通过先进的智能化数字调控技术来保证电源具备更高精度的稳压输出能力。此外，随着可持续发展理念的持续普及，绿色高效成为电源适配器产品发展的又一趋势。高功率密度化、智能化及绿色化的产业需求和趋势，使行业门槛逐步升级，头部企业更具竞争优势。

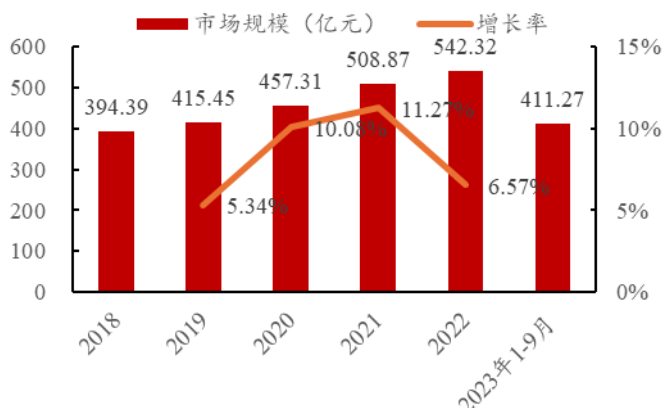
图25：电源适配器发展趋势



资料来源：普华有策，浙商证券研究所

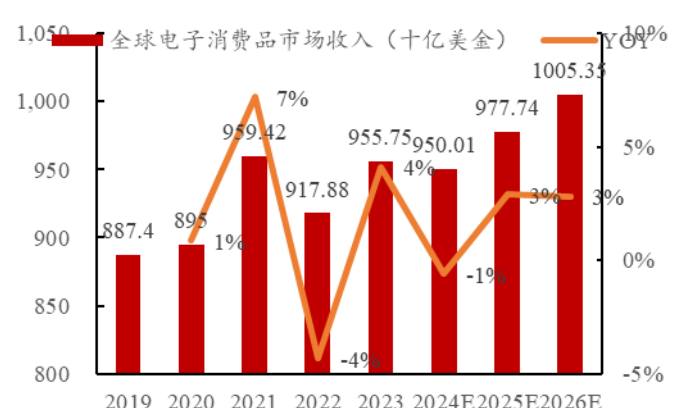
市场容量较大，市场需求受消费电子行业影响。根据市场信息研究网发布报告数据，2022年中国电源适配器市场规模达542.32亿元，市场容量较大。2022年，受多重因素影响，国内外经济发展受到挑战，全球电子消费品市场收入与2021年相比同比下降了4%，导致电源适配器市场规模增幅相对放缓，增速由2021年的11.27%降至2022年的6.57%。

图26：中国电源适配器行业市场规模



资料来源：市场信息研究网，浙商证券研究所

图27：全球消费电子市场收入



资料来源：statista，浙商证券研究所

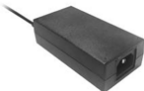
预计市场需求复苏，新兴下游市场打开更广阔发展空间。电源适配器主要的应用场景中，办公电子市场的需求预期回暖，根据洛图科技（RUNTO）统计，2024年全球显示器市场品牌整机的出货量为1.27万台，同比增长1.5%，2025年全球显示器整机市场将在高刷新率、Mini LED、OLED等新型显示技术的广泛应用和区域刺激政策的推动下，展现出新的活力，全球显示器出货量预计将达1.29亿台，涨幅为2.0%。据Canalys，个人电脑行业

2024 年 Q4 全球出货量同比增长 4.6%，实现连续五个季度增长，其中 AI PC 占比达 23%，预计 AI PC 将成为全球 PC 市场增长主要驱动力。智能家居已成为电源适配器的重要新兴下游市场，根据 IDC，2024 年开始的以旧换新国补政策一定程度加速了高端产品的渗透，2025 年在政府促销费大背景下传统家电有望加速进入产品结构升级周期，预计智能家居设备出货量将同比增长 7.8%，为电源适配器的市场发展提供了更多空间。

3.2 海内外客户资源丰富，拓展品类提升竞争力

业务应用领域广泛，海内外客户资源丰富。公司于 2004 年开始布局电源适配器业务，产品应用领域广泛，主要应用于显示器、安防监控、机顶盒、路由器、笔记本电脑、音响、金融 POS 终端等。公司在电源适配器行业具备良好的口碑，为行业领先企业之一，与境内外知名客户建立了稳定的业务合作关系，包括 LG、HP、Honeywell、Roku、Technicolor、Sagemcom、谷歌、沃尔玛、富士康、海康威视、大华股份等，客户粘性高。

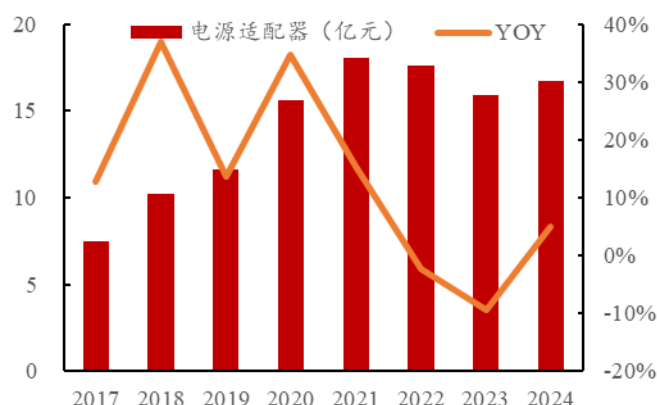
表10：公司电源适配器主要产品

品示例备	应用设	产品特点
	安防设备	具有功率密度较高；峰值电流最高可达标准输出电流 10 倍；防雷击可达 6kV 等级；抗静电能力较强；可支持零下 40℃ 的超低温条件下工作等特点
	网络设备	具有较强的抗雷击能力，雷击差模/共模可达到 6kV、K21 标准；无 Y 电容的特殊设计，可降低对终端干扰，初次级漏电流较小，不超过 10uA/230V；抗静电能力较强等特点
	打印机	具有输出电流（或功率）多阶梯，多时序可变功能；可承受 3 倍及以上额定电流的冲击；瞬态电流响应较快等特点
	无人机	拥有两个 USB-C 输出连接埠，可同时为电池和遥控器快速充电，双口均支持 100W 输出功率；支援 PPS 和 PD 快速充电协议，能为 USB-C 接头的行动装置快速充电
	笔记本电脑	具备 280W 的输出能力，能够为高性能处理器和显卡提供充足而稳定的电力供应；内置氮化镓器件，内部结构紧凑，体积相比传统的电源体积更小
	笔记本电脑	采用第三代半导体技术，单个 USB-C 接口的峰值输出功率可高达 135W；内置品牌私有协议，兼容 PD、QC、PPS 公有快充协议；体积小巧等特点
	显示器	具有超高轻载效率、超低功耗等特点，正常使用时输出功率可达 190W，可满足 40℃ 环境 210W 的功率输出；在输出 10% 负载功率条件下可让轻载效率达 90% 以上

资料来源：公司募集说明书，浙商证券研究所

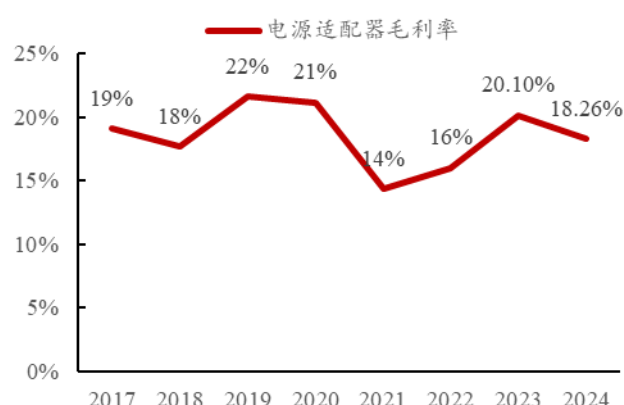
公司电源适配器业务回暖，拓展品类提升竞争力。近年来，公司受全球经济放缓和消费电子市场需求持续下滑的影响，电源适配器业务年收入有所下降。22 年-24 年公司电源适配器营业收入分别为 17.61/15.94/16.73 亿元，22、23 年均同比有所下滑，24 年实现同比微增 5%；21 年电源适配器业务毛利率同比大幅下滑 6.8pct 至 14.3%，然而由于公司产品结构优化以及运营效率提升等因素，22 年-23 年毛利率均有所增长，分别为 16.0% 和 20.1%，24 年毛利率同比下降 1.8pct 至 18.3%，主要系行业景气度低迷，部分产品价值量及盈利水平有所下降。基于公司在行业领先的研发技术及良好的客户口碑，预计随着下游需求复苏，公司计划在新兴应用场景中横向拓展更多品类，电源适配器业务收入及盈利能力有望相应得到修复。

图28: 公司电源适配器业务收入及同比增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图29: 公司电源适配器业务毛利率



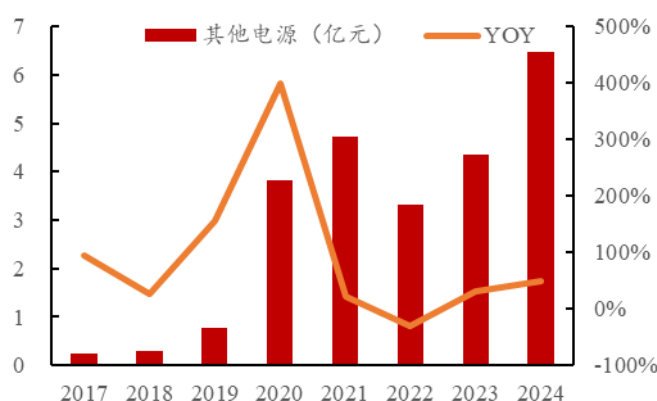
资料来源: wind, 浙商证券研究所

4 其他电源: 积极拓展新领域布局

围绕电源技术不断开拓新应用领域，动力电池充电器为主。动力电池充电器是为动力电池设备、电动工具、家用电器等提供电能的装置，一般由主控 IC、MCU 控制板、散热片、变压器、电解电容、外壳、风扇等元器件及部件组成。公司其他电源业务主要包括锂电类电动工具及家电充电器、纯电交通工具充电器、大瓦数动力电池设备充电器、化成分容设备等，公司产品具有充电保护、电池故障自诊断、智能切换充电、快速充电、充电技术精度高等技术优势。

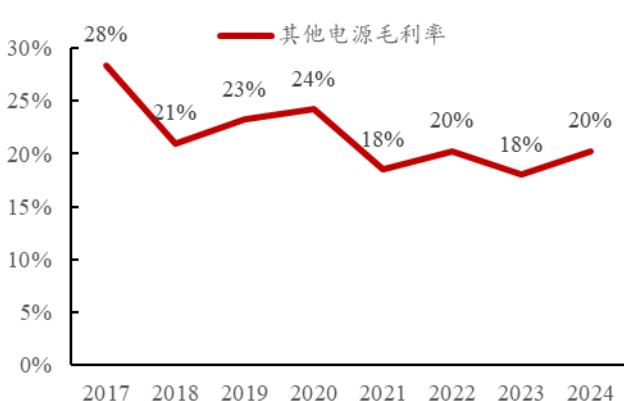
公司业务重回常态化增长，探索延伸新领域布局。24 年公司其他电源业务营业收入为 6.49 亿元，YOY+48.71%，主要得益于全球电动工具市场需求重回常态化增长轨道，叠加新客户导入，公司电动工具充电器业务营收实现大幅的增长；毛利率为 20.3%，同比提升 2.3pct，主要系电动工具充电器业务营收明显增长，产品结构优化，高毛利业务占比提升。公司投入开发的新产品在客户开拓上取得初步成效，电动两轮车及三轮车领域的动力电池充电器、化成分容设备电源等业务在有条不紊的进行中。

图30: 公司其他电源业务收入及同比增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图31: 公司其他电源业务毛利率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

电动工具及电动两轮车、三轮车前景广阔，公司其他电源业务有望迎新机遇。2023 年全球电动工具市场规模为 288.5 亿美元，预计 2027 年有望达到 357.4 亿美元。随着技术进步和消费者对高效、便捷工具的需求增加，全球电动工具整体市场规模呈现较大的持续扩容态势。两轮电动车保有量稳步上升，2018-2023 年，中国两轮电动车市场保有量的 CAGR

达 7.7%，2023 年末保有量已达到 4.2 亿辆，两轮电动车的普及率持续提升，未来政策支持和需求增加将推动持续增长。

图32：全球电动工具市场规模及预测



资料来源：工具维基公众号，浙商证券研究所

图33：中国两轮电动车需求量及预测（万辆）



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

图34：中国两轮电动车市场规模及预测（亿元）



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

公司业务板块分为电源适配器、数据中心电源、其他电源以及其他业务，收入及利润预测关键假设如下：

- 电源适配器：**24 年电源适配器营收 16.73 亿元，YOY+4.96%，收入占比同比下降 11.48pct 至 44.04%，毛利率同比下降 1.84pct 至 18.26%，主要受消费电子需求偏弱影响。预计随着下游需求复苏，公司计划在新兴应用场景中横向拓展更多品类，电源适配器业务收入及盈利能力将相应得到修复。假设电源适配器板块 25-27 年营收同比增速均 5%，毛利率分别为 18.5%/18.7%/19.0%。
- 数据中心电源：**24 年数据中心电源业务营收 14.59 亿元，YOY+79.95%，收入占比同比提升 10.71pct 至 38.42%，毛利率同比增加 5.49pct 至 25.04%，其中高功率数

据中心电源业务实现营收 7.80 亿元，YOY+537%，带动业务收入及毛利增长。预计随着互联网大厂加大 AI 资本开支，数据中心建设加速，高功率服务器电源需求爆发，公司为少数能够实现高功率产品规模销售的厂商，同时生产基地正在扩产，将受益于需求增长，同时高功率新产品毛利率较高，将一定程度抵消其他服务器电源产品价格年降，因此假设数据中心电源板块 25-27 年营收同比增速分别为 41%/31%/29%，毛利率分别为 26.0%/25.8%/25.7%。

- 3、**其他电源**：24 年公司其他电源业务营业收入为 6.49 亿元，YOY+48.71%，主要得益于全球电动工具市场需求重回常态化增长轨道，叠加新客户导入，公司电动工具充电器业务营收实现大幅的增长；毛利率为 20.30%，同比提升 2.30pct，主要系高毛利业务占比提升。公司投入开发的新产品在客户开拓上取得初步成效，假设其他电源板块 25-27 年营收同比增速分别为 30%/20%/10%，毛利率保持 21.5%。
- 4、**其他业务**：24 年其他业务收入 0.18 亿元，假设 25-27 年持平；24 年其他业务毛利率 51.10%，假设 25-27 年毛利率保持 50%。

综上，预计 25-27 年公司实现营收 46/55/65 亿元，YOY 分别+21.6%/19.5%/17.9%，归母净利润分别 3.54/4.65/5.70 亿元，YOY 分别+32.1%/31.5%/22.5%。

表11： 业务拆分及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	37.98	46.16	55.15	65.01
YOY	32.3%	21.6%	19.5%	17.9%
毛利率	21.36%	22.51%	22.79%	23.10%
电源适配器	16.73	17.00	17.85	18.74
YOY	5%	5%	5%	5%
毛利率	18.26%	18.50%	18.70%	19.00%
服务器电源	14.59	20.56	27.00	34.96
YOY	80%	41%	31%	29%
毛利率	25.04%	26.00%	25.80%	25.67%
其他电源	6.49	8.43	10.12	11.13
YOY	49%	30%	20%	10%
毛利率	20.30%	21.50%	21.50%	21.50%
其他业务	0.18	0.18	0.18	0.18
YOY	-41%	0%	0%	0%
毛利率	51.10%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：wind，浙商证券研究所

5.2 估值分析

基于公司主营业务领域，选取国内涉及电源业务的厂商麦格米特、奥海科技、泰嘉股份作为同业可比公司。公司 25-27 年 PE 估值分别为 33/25/20 倍，可比公司的 PE 均值分别为 35/22/17 倍，公司为稀缺的高功率服务器电源供应商，有望受益于 AI 驱动需求爆发，实现国内份额扩张及海外市场拓展，同时基本盘业务稳健，随着行业需求复苏有望得到修复，因此我们认为公司当前仍被低估。

表12: 同业可比公司估值水平对比

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
欧陆通	300870.SZ	115	3.54	4.65	5.70	33	25	20
麦格米特	002851.SZ	250	7.61	10.43	10.97	33	24	23
泰嘉股份	002843.SZ	64	1.16	2.25	3.78	56	29	17
奥海科技	002993.SZ	106	6.12	7.68	9.05	17	14	12
平均		140	4.96	6.78	7.93	35	22	17

资料来源: wind, 浙商证券研究所 (除公司以外归母净利润预测为 wind 一致预期, 截至 2025 年 5 月 19 日收盘, 平均水平不包括公司)

6 风险提示

(1) **行业发展不及预期的风险。**公司专用空调受下游各细分行业景气及固定资产投资影响, 若部分下游行业持续疲软, 将影响公司经营水平。同时若数据中心建设及液冷放量不及预期, 影响公司成长性。

(2) **原材料价格上涨超预期的风险。**公司产品成本受上游原材料价格波动影响较大, 若原材料价格持续上涨将影响公司经营利润及现金流。

(3) **行业竞争加剧超预期的风险。**若行业竞争加剧, 将对公司市场份额及毛利率水平产生不利影响。

(4) **公司业务及客户拓展不及预期的风险。**若公司在液冷等新技术导入阶段, 客户及市场拓展不及预期, 将对公司发展造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3510	3637	4724	5922
现金	1026	1162	1775	2465
交易性金融资产	350	140	164	218
应收账款	1541	1633	1973	2297
其它应收款	26	61	84	76
预付账款	2	4	5	5
存货	465	577	657	785
其他	100	62	67	76
非流动资产	1812	1730	1653	1605
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	77	86	82	84
固定资产	961	968	894	832
无形资产	69	63	56	50
在建工程	150	106	83	66
其他	556	506	539	573
资产总计	5322	5367	6377	7527
流动负债	2266	2311	2785	3272
短期借款	237	184	179	200
应付款项	1723	1825	2286	2707
预收账款	0	0	0	1
其他	306	301	320	365
非流动负债	886	468	538	631
长期借款	216	216	216	216
其他	669	252	322	414
负债合计	3152	2779	3324	3902
少数股东权益	(0)	0	1	2
归属母公司股东权	2171	2587	3053	3623
负债和股东权益	5322	5367	6377	7527

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	397	282	520	610
净利润	268	355	466	571
折旧摊销	121	81	81	83
财务费用	(14)	4	(5)	(16)
投资损失	24	(38)	(49)	(21)
营运资金变动	115	(64)	57	60
其它	(119)	(55)	(31)	(67)
投资活动现金流	(627)	212	42	(45)
资本支出	36	(26)	33	15
长期投资	(108)	(2)	(5)	(12)
其他	(555)	240	15	(47)
筹资活动现金流	558	(359)	51	124
短期借款	122	(53)	(5)	21
长期借款	(103)	0	0	0
其他	540	(306)	57	103
现金净增加额	328	135	614	690

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3798	4616	5515	6501
营业成本	2986	3577	4258	5000
营业税金及附加	21	24	31	35
营业费用	88	111	132	156
管理费用	156	190	226	267
研发费用	213	319	358	390
财务费用	(14)	4	(5)	(16)
资产减值损失	46	55	66	78
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	(24)	38	49	21
其他经营收益	24	20	21	21
营业利润	302	396	519	635
营业外收支	(2)	(2)	(1)	(1)
利润总额	300	394	518	635
所得税	32	39	52	63
净利润	268	355	466	571
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	268	354	465	570
EBITDA	431	504	614	725
EPS（最新摊薄）	2.52	3.32	4.37	5.35

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	32.32%	21.56%	19.46%	17.89%
营业利润增长率	42.90%	31.03%	31.22%	22.38%
归属母公司净利润增	36.92%	32.11%	31.46%	22.52%
获利能力				
毛利率	21.36%	22.51%	22.79%	23.10%
净利率	7.07%	7.68%	8.46%	8.79%
ROE	13.31%	14.88%	16.50%	17.08%
ROIC	10.00%	12.29%	13.48%	13.89%
偿债能力				
资产负债率	59.22%	51.79%	52.12%	51.84%
净负债比率	16.70%	17.00%	13.79%	12.45%
流动比率	1.55	1.57	1.70	1.81
速动比率	1.34	1.32	1.46	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.86	0.94	0.94
应收账款周转率	3.33	3.19	3.30	3.20
应付账款周转率	3.02	2.89	3.08	2.94
每股指标(元)				
每股收益	2.52	3.32	4.37	5.35
每股经营现金	3.92	2.79	5.14	6.03
每股净资产	21.45	25.57	30.17	35.80
估值比率				
P/E	42.99	32.54	24.75	20.20
P/B	5.04	4.23	3.59	3.02
EV/EBITDA	23.27	20.14	15.49	12.14

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>