

2025 年 05 月 18 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

爱科赛博（688719）

2024 年报及 2025 一季报点评：电力电子变换控制

领先企业，2024 全年营收创下历史新高

投资评级

买入

首次评级

2025 年 05 月 16 日

收盘价(元): 30.01

目标价(元): 40.00

公司基本数据

总股本(百万股) 115.39

总市值(百万) 3,462.72

流通股本(百万股) 87.17

流通市值(百万) 2,615.90

12 月最高/最低价(元) 45.00/20.04

资产负债率(%) 26.65

每股净资产(元) 14.66

市盈率(TTM) 74.10

市净率(PB) 2.05

净资产收益率(%) -

股价走势图



作者

梁晨 分析师

SAC 执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

闫政圆 研究助理

SAC 执业证书: S0640123070039

联系电话:

报告摘要

◆ 事件: 公司 4 月 18 日公告, 2024 年实现营收 (9.72 亿元, +17.70%), 归母净利润 (0.73 亿元, -47.26%), 毛利率 (35.08%, -10.15pcts), 净利率 (7.43%, -8.80pcts)。25Q1 实现营收 (1.15 亿元, 同比-15.94%, 环比-69.62%), 归母净利润 (-0.21 亿元, 去年同期 0.05 亿元), 毛利率 (30.30%, 同比-14.30pcts, 环比+4.70pcts), 净利率 (-18.34%, 同比-22.10pcts, 环比-28.16pcts)。

◆ 专注电力电子变换控制领域, 面向新能源和高端装备打造平台型企业。公司主要从事精密测试电源、特种电源和电能质量控制设备的研发、生产和销售, 专注于电力电子领域近 30 年, 构建了高密度功率变换技术、高精度智能控制技术和产品化支撑技术三大技术平台, 主要产品包括精密测试电源、特种电源和电能质量控制设备, 主要用于光伏储能、电动汽车、航空航天、轨道交通、科研试验、电力配网、特种装备等诸多行业领域。服务对象包括大型国有企业、科研院所、特种装备单位等知名公司。

◆ 主营业务精密测试电源业务持续发力, 2024 全年总营收创下历史新高。2024 年营收 (9.72 亿元, +17.70%) 同比明显增长, 创下历史新高, 归母净利润 (0.73 亿元, -47.26%) 大幅下降, 主要系公司 2024 年持续加大研发投入 (1.42 亿元, +59.00%), 经营成本持续增加, 且伴随着市场竞争加剧, 产品综合毛利率 (35.08%, -10.15pcts) 有所降低所致, 净利率 (7.43%, -8.80pcts) 快速下降。

◆ 分业务来看: 精密测试电源业务 2024 年营收 6.63 亿 (同比+36.02%) 主要系公司加强开拓市场, 扩大销售, 业务量增加所致, 毛利率 36.73% (同比-13.62pcts), 主要系主营精密测试电源业务应用的传统领域 (光伏储能、电动汽车) 市场竞争激烈, 导致营业收入增长不及营业成本的

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

增长所致；电能质量控制设备业务 2024 年营收 1.59 亿（同比-4.53%），毛利率 26.54%（同比-4.77pcts）；特种电源业务 2024 年营收 1.20 亿（同比-19.93%），主要系产品所处市场竞争激烈，收入有所减少所致，毛利率 40.77%（同比+9.44pcts）。

◆ **持续精益管理，三费率小幅下降。**2024 年公司销售费用（0.69 亿元，+7.29%）有所增加，主要系公司营业收入增加，销售人员薪酬增加，市场服务费投入增加所致；管理费用（0.64 亿元，+28.58%）明显增加，主要系公司规模扩大，为提高内部运营效率，运营投入增加所致；财务费用（-0.12 亿元）大幅下降，主要系银行利息收入增加所致；研发费用（1.42 亿元，+59.00%）大幅增长，主要系公司引进研发人员，加大产品研发力度所致。综合来看 2024 年公司三费率（12.44%，-1.90 pcts）同比小幅下降。

◆ **闲置资金管理降低财务费用，合同负债高增表征景气回暖。**2024 年公司经营现金流净额（0.70 亿元，+55.25%）同比大幅增加，主要系公司销售回款增加所致；投资现金流净额（-8.41 亿元）大幅减少，主要系报告期内公司使用闲置募集资金理财，以及对新总部建设、募投项目资金流出增加所致；筹资现金流净额（-1.20 亿元）大幅减少，主要系公司首次公开发行股票募集资金到账所致。资产负债表方面，合同负债（0.58 亿元，+158.32%）大幅增加，存货（3.80 亿元，+11.26%）有所增长，表征下游景气度有所恢复，公司进行积极备产以应对需求。

◆ **2025Q1 财务分析：**25Q1 实现营收（1.15 亿元，同比-15.94%，环比-69.62%）明显下降，归母净利润（-0.21 亿元，去年同期 0.05 亿元）大幅下降，主要系公司 2025Q1 持续加大研发投入及开拓市场使得研发费用（0.40 亿元，+30.95%）及销售费用（0.22 亿元，+67.12%）较上年同期大幅增加，且伴随着市场竞争加剧，产品综合毛利率有所降低，使得公司归属于上市公司股东的净利润较上年同期下降幅度较大所致。毛利率（30.30%，同比-14.30pcts，环比+4.70pcts）及净利率（-18.34%，同比-22.10pcts，环比-28.16pcts）出现大幅下降。**费用端方面**，公司 2025Q1 销售费用（0.22 亿元，+67.12%）大幅增加，管理费用（0.14 亿元，-4.70%）略有下降，财务费用（10.72 万元）大幅增加，研发费用（0.40 亿元，+30.95%）明显增长。综合来看公司三费率（30.98%，+15.83pcts）同比明显增加。

邮箱：

相关研究报告

回款质量提升改善经营现金流，合同负债高增或表征景气回暖。公司经营现金流净额（-0.25 亿元）同比大幅增加，主要系大客户回款质量较好所致；投资现金流净额（-0.10 亿元）大幅减少；筹资现金流净额（0.22 亿元）大幅增加。合同负债（0.77 亿元，+32.49%）同比明显增加，存货（4.14 亿元，+18.77%）同比明显增长，或表明下游景气回暖，公司积极备货备产以应对需求。

◆ **公司 2024 年股权激励给予营收指引，解锁条件达成可期。**2024 年 4 月 27 日，公司发布股权激励公告，拟以 29.53 元/股的价格向 69 人授予 196.12 万股（约占计划草案公告时公司总股本的 2.38%）。触发解锁条件分别为 2024/2025/2026 年营业收入达到 10.00/13.00/16.00 亿元或年度净利润达到 1.40/1.80/2.24 亿元，以 2024 年为基数，对应营业收入增速分别为 33.71%/23.08%及 199.30%/24.44%。

◆ **连续大额回购或铺垫下期股权激励，增强公司未来发展信心。**截至 2024 年 11 月 22 日，公司第一期回购计划累计回购股份 237.71 万股（占总股本 2.06%）；11 月 29 日，公司发布第二期回购公告，拟继续回购 200-400 万股，截至 2025 年 3 月 31 日，公司第二期已回购股份 254.89 万股，未来将用于股权激励或员工持股计划。

◆ **募投面向精密电源研制生产能力提升，超募资金加码创新及先进制造能力。**公司投入募集资金 3.80 亿元，主要投向“精密特种电源产业化建设项目”、“精密测试电源扩建项目”及“研发中心升级改造项目”；此外，公司将超募资金 5.09 亿元投入“研发创新总部及先进制造基地项目”，有利于公司进一步提高技术研发实力，提升公司核心竞争力。

◆ **专注电力电子变换及控制 30 年，持续增强产品竞争力。**公司主要从事精密测试电源、特种电源和电能质量控制设备的研发、生产和销售，具体来看：

① 精密测试电源：

精密测试电源主要下游为光伏储能、电动汽车及科研试验等领域，在测试电源领域，公司产品的输出精度、动态响应时间及功率密度等关键指标达到 AMETEK 等国际一线品牌的水平，具备与外资品牌竞争的實力。公司已成为新能源相关领域头部企业的测试电源供应商。在光伏储能领域，公司目前客户已涵盖全球逆变器出货量前十的全部六家中国企业。

根据公司披露，2022 年精密测试电源市场空间在 70-100 亿元左右，公司市占率约 3.1-4.4%，与科威尔共占国内前二市场份额。

② 精密特种电源：

电源产业产品多样且应用广泛，根据中国电源学会的数据，电源产品市场规模超过千亿。目前公司精密特种电源产品主要应用于特种装备、轨道交通、航空保障、加速器及其他领域。公司基于特种装备的电源需求，梳理并研发形成了具备模块化、轻量化、标准化、系列化特征的平台产品和系统架构，以此为基础定制开发了多种规格的具有核心竞争优势的特种装备电源。应用于机载、船载、地面等多个重点型号特种装备。

③ 电能质量控制设备：

电能质量控制设备主要用于解决电压和频率波动、谐波、无功、暂降等电能质量问题。根据亚洲电能质量产业联盟发布的数据，公司主要产品所在低压有源类电能质量控制设备市场规模约为 26 亿。公司是较早进入电能质量控制设备领域的企业之一，相关业务营收有望随着对应领域稳定增长同步受益。

◆ **投资建议：**公司自成立后基于军品技术平台持续向民品领域转化，打造多条成长曲线：

1、精密特种电源：公司参与的模块电源市场受先进机载/弹载/舰载等配电系统增量替代驱动，叠加模块电源国产化率提升，公司加速布局系列模块电源产能，有望分享行业增长红利；

2、精密测试电源：测试电源行业作为新能源的“卖铲子”环节，受光储电车需求驱动国产替代趋势明确，公司产品价格在国内外市场具有较强竞争力，已获得华为、阳光电源、比亚迪等重要终端客户，测试电源产能达成后将进一步占据增量市场份额，增厚公司利润。

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 13.03 亿、16.00 亿元和 17.75 亿元，归母净利润分别为 1.05 亿元、1.33 亿元和 1.82 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.15 元和 1.57 元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 40.00 元，对应 PE 分别为 44、35、25。

◆ **风险提示：**产能建设不及预期，产品价格波动，下游需求波动等。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	826.06	972.27	1302.87	1600.22	1775.41
增长率（%）	42.68	17.70	34.00	22.82	10.95
归母净利润（百万元）	138.64	73.12	104.73	132.98	181.54
增长率（%）	101.84	-47.26	43.23	26.97	36.52
毛利率（%）	45.24	35.08	36.23	35.22	35.66
每股收益（元）	1.20	0.63	0.91	1.15	1.57
市盈率 PE	21.12	43.58	30.43	23.97	17.56
市净率 PB	1.61	1.79	1.69	1.58	1.46
净资产收益率 ROE（%）	7.60	4.10	5.56	6.61	8.30

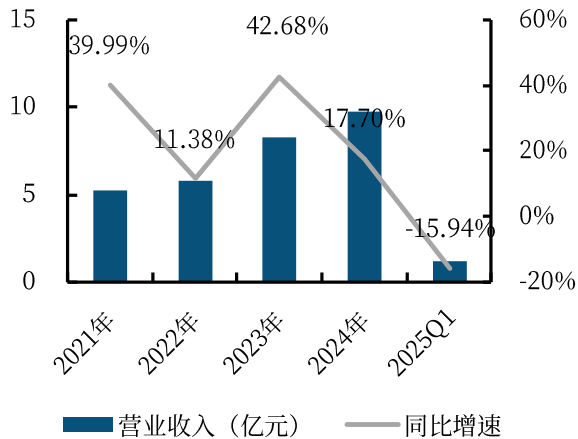
资料来源：iFind，中航证券研究所

各业务预测表（百万元）		2024A	2025E	2026E	2027E
精密测试 电源	营收	662.70	933.61	1167.11	1293.62
	成本	419.32	595.92	763.29	844.99
	营收增长率	36.02%	40.88%	25.01%	10.84%
	毛利率	36.73%	36.17%	34.60%	34.68%
电能质量 控制设备	营收	159.21	176.43	204.97	225.86
	成本	116.96	113.35	131.16	141.09
	营收增长率	-4.53%	10.81%	16.18%	10.19%
	毛利率	26.54%	35.75%	36.01%	37.53%
特种电源	营收	120.35	157.46	189.44	210.15
	成本	71.28	92.00	109.82	117.91
	营收增长率	-19.93%	30.84%	20.31%	10.93%
	毛利率	40.77%	41.57%	42.03%	43.89%
其他	营收	30.02	35.37	38.70	45.79
	成本	23.59	29.49	32.33	38.36
	营收增长率	37.57%	17.85%	9.40%	18.31%
	毛利率	21.40%	16.62%	16.47%	16.23%
合计	营收	972.27	1302.87	1600.22	1775.41
	成本	631.16	830.78	1036.59	1142.36
	营收增长率	17.70%	34.00%	22.82%	10.95%
	毛利率	35.08%	36.23%	35.22%	35.66%

资料来源：iFind，中航证券研究所

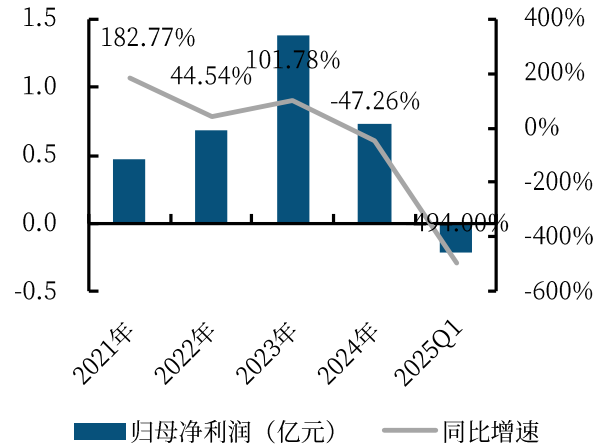
● 2021-2025Q1 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



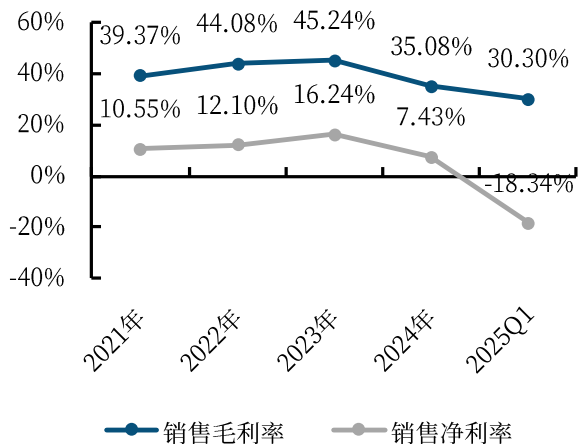
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



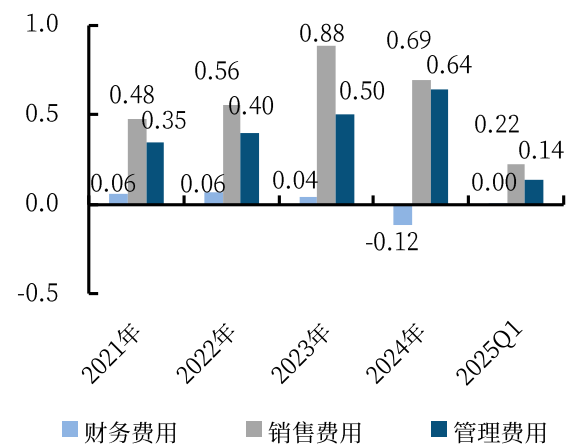
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



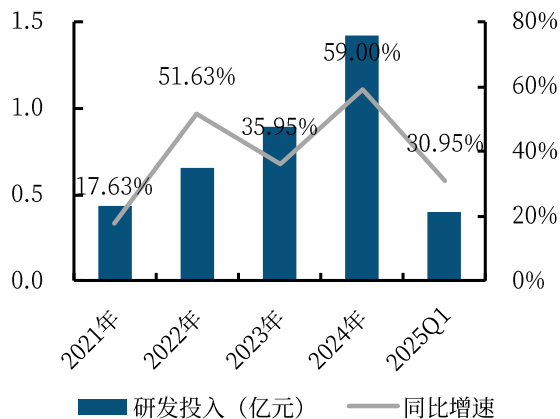
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司三费情况



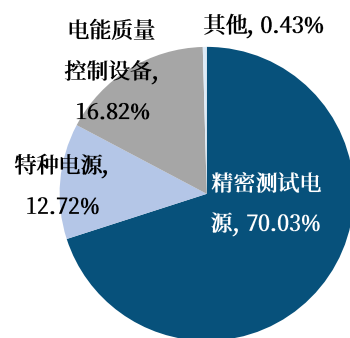
资料来源：Wind，中航证券研究所，单位：亿元

图 5：公司研发支出情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

图 6：公司 2024 年分业务营收占比



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测 会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
单位:百万元						
利润表						
营业收入	578.98	826.06	972.27	1,302.87	1,600.22	1,775.41
减: 营业成本	323.76	452.39	631.16	830.78	1,036.59	1,142.36
税金及附加	5.06	5.74	5.77	7.73	9.49	10.53
主营业务利润	250.16	367.93	335.35	464.36	554.13	622.52
减: 销售费用	55.56	88.09	69.05	92.50	104.01	115.40
管理费用	39.84	49.78	64.01	85.73	105.29	106.52
研发费用	65.65	89.25	141.91	190.22	233.63	248.56
财务费用	6.29	4.38	-12.07	-11.78	-10.54	-12.17
经营性利润	82.82	136.42	72.45	107.70	121.73	164.21
加: 资产减值损失	-8.44	-12.31	-9.92	-6.51	-6.40	-0.89
信用减值损失	-9.31	-10.85	-14.87	-19.54	-4.80	-3.55
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	-0.29	-0.02	0.79	0.52	0.61	0.58
公允价值变动损益	0.08	0.14	1.25	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.65	-0.12	0.20	-0.19	-0.19	-0.19
其他收益	8.04	23.04	18.65	20.12	19.63	19.79
营业利润	72.25	136.30	68.55	102.08	130.57	179.95
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	4.48	13.75	0.36	5.51	5.17	4.48
减: 营业外支出	4.25	2.36	2.24	2.61	2.45	2.47
利润总额	72.48	147.68	66.67	104.98	133.29	181.96
减: 所得税	2.44	13.56	-5.61	1.44	1.83	2.50
净利润	70.05	134.13	72.29	103.53	131.46	179.46
减: 少数股东损益	1.36	-4.52	-0.84	-1.20	-1.52	-2.08
归属母公司股东净利润	68.69	138.64	73.12	104.73	132.98	181.54
资产负债表						
货币资金	84.10	1,165.98	291.69	219.16	204.12	284.26
交易性金融资产	0.00	80.14	596.25	596.25	596.25	596.25
应收票据	61.07	51.76	62.80	84.16	103.36	114.68
应收账款	334.91	487.61	572.06	678.21	876.83	972.83
预付账款	7.90	6.43	8.06	10.80	13.26	14.72
其他应收款	3.80	5.24	7.10	9.52	11.69	12.97
存货	242.33	313.65	348.18	457.50	525.40	629.08
其他流动资产	6.46	6.26	5.49	7.36	9.04	10.03
长期股权投资	0.00	0.00	42.41	41.53	40.51	39.53
金融资产投资	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00	10.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	113.87	131.20	343.37	478.12	519.30	499.16
无形资产和开发支出	12.10	14.05	34.74	33.13	31.52	29.91
其他非流动资产	23.27	30.25	52.20	51.24	50.88	49.23
资产总计	889.82	2,292.56	2,374.36	2,676.97	2,992.15	3,262.63
短期借款	137.93	8.20	63.53	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	44.93	59.36	66.00	103.73	129.43	142.63
应付账款	176.47	233.15	272.44	413.19	515.56	568.16
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	38.39	22.58	58.33	66.72	81.95	90.92
其他应付款	38.82	65.03	53.41	96.44	120.34	132.62
长期借款	3.86	2.89	1.01	2.38	2.25	1.19
其他负债	56.18	66.97	76.44	112.37	134.36	144.82
负债合计	496.57	458.18	591.17	794.84	983.89	1,080.34
股本	61.86	82.48	115.39	115.39	115.39	115.39
资本公积	180.04	1,476.34	1,438.07	1,438.07	1,438.07	1,438.07
留存收益	126.94	265.62	229.74	329.88	457.54	633.63
归属母公司股东权益	368.83	1,824.44	1,783.19	1,883.33	2,010.99	2,187.08
少数股东权益	24.41	9.94	0.00	-1.20	-2.72	-4.80
股东权益合计	393.25	1,834.38	1,783.19	1,882.13	2,008.27	2,182.28
负债和股东权益合计	889.82	2,292.56	2,374.36	2,676.97	2,992.15	3,262.63
投入资本(IC)	508.83	681.95	1,047.02	1,189.39	1,360.18	1,470.51
现金流量表						
经营性现金净流量	-8.03	45.06	69.96	130.82	38.61	71.76
投资性现金净流量	-21.30	-103.68	-840.71	-148.38	-58.74	2.71
筹资性现金净流量	-15.79	1,139.48	-119.56	-54.97	5.09	5.67
现金流量净额	-45.11	1,080.86	-890.30	-72.53	-15.04	80.14

数据来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637