

电力电子及自动化

中恒电气（002364.SZ）

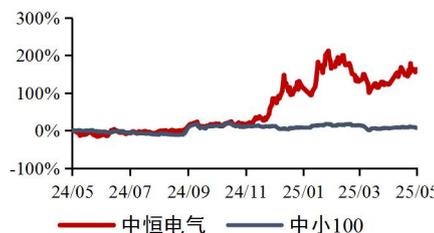
买入-B(首次)

国内 HVDC 方案先行者，利润保持高增长态势

2025 年 5 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 29 日

收盘价(元):	16.35
年内最高/最低(元):	20.48/5.21
流通 A 股/总股本(亿):	5.58/5.64
流通 A 股市值(亿):	91.25
总市值(亿):	92.14

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	0.04
摊薄每股收益(元):	0.04
每股净资产(元):	4.40
净资产收益率(%):	0.80

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

贾惠琳

执业登记编码：S0760523070001

邮箱：jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度报告。2024 年实现营收 19.6 亿元，同比+26.1%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比+178.5%。2025 年 Q1，实现营业收入 3.9 亿元，同比+11.1%，环比-50.4%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比+84.3%，环比-14.2%。

事件点评

➢ **HVDC 方案行业领先，有望充分受益于直流方案渗透率提升。**2024 年，公司数据中心电源、电力操作电源系统、通信电源系统、技术服务维护在营收中占比分别为 34.1%、24.4%、15.6%、19.9%；受益于交付容量大幅增长，数据中心电源在营收中占比同比提升 13.7pct。目前公司 HVDC 电源系统已在以 BAT 为代表的大型互联网云计算数据中心和第三方 colo 数据中心等场景中实现大规模应用。公司直流 Panama 产品与大客户深度合作，在投运量和部分技术指标方面维持领先优势。5 月 20 日，维谛公众号披露，为响应英伟达下一代规划，计划于 2026 年下半年正式推出 800 VDC 电源产品系列。直流方案具有架构精简、效率高等优势，国内外共振，HVDC 方案渗透率提升的确定性不断增强。中恒作为国内 HVDC 龙头企业，有望充分受益。

➢ **传统电源业务稳定增长，海外市场持续发力。**2024 年，公司电力电源实现营收 4.79 亿元，同比+20.5%；通信电源实现营收 3.06 亿元，同比-4.5%。电力电源是充分竞争行业，公司能够持续拓展存量市场份额实现业绩增长，体现了优异的产品力。公司通信电源产品主要客户为三大运营商等，在运营商集采招标中份额靠前。2024 年公司外销产品实现营收 0.3 亿元，同比+257.9%。2024 年公司在新加坡设立海外全资子公司爱能威尔技术有限公司，推进全球化布局。2025 年公司将持续推进海外业务的扩张与深耕，重点推动通信电源、数据中心电源等优势产品的海外市场开拓，海外营收高速增长可期。

投资建议

➢ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.37/0.56/0.79，对应公司 5 月 29 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为 44.1/29.1/20.7，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

风险提示

➢ 包含但不限于以下风险：



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



- 1、**宏观经济政策风险：**公司所处行业属于国家战略性新兴产业，国家宏观政策变化、宏观经济风险加剧、市场结构调整、行业资源整合、市场供需变动等因素有可能对公司产品需求造成冲击，从而影响公司业绩。
- 2、**市场竞争加剧风险：**数字经济快速发展背景下，市场规模和热度持续提升，市场竞争日趋激烈，若其他公司 HVDC 业务快速发展，将有可能削弱公司在该领域的领先地位，从而对公司盈利能力产生负面影响。
- 3、**人才竞争风险：**公司所从事的电力电子、电力数字化、能源云服务领域对于核心技术人才的需求旺盛、人才竞争非常激烈。若核心技术人员的流失，会对公司经营产生不利影响。
- 4、**原材料价格波动风险：**公司原材料主要包括铜等金属材料、电子元器件等，其采购价格受到大宗商品市场影响，未来如果大宗商品市场价格大幅波动，则可能存在对公司产品毛利率和经营业绩产生不利影响。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,555	1,962	2,673	3,626	5,245
YoY(%)	-3.3	26.1	36.2	35.7	44.6
净利润(百万元)	39	110	209	317	445
YoY(%)	170.5	178.5	90.5	51.7	40.5
毛利率(%)	26.3	26.2	28.4	29.1	28.5
EPS(摊薄/元)	0.07	0.19	0.37	0.56	0.79
ROE(%)	1.8	4.6	7.9	11.0	13.5
P/E(倍)	234.1	84.0	44.1	29.1	20.7
P/B(倍)	4.0	3.8	3.5	3.1	2.7
净利率(%)	2.5	5.6	7.8	8.7	8.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2382	2918	3732	4199	5625
现金	465	702	940	1088	1573
应收票据及应收账款	975	1059	1371	1531	2087
预付账款	24	20	40	42	76
存货	605	696	933	1085	1416
其他流动资产	313	440	449	454	473
非流动资产	920	868	679	818	1057
长期投资	22	5	6	8	5
固定资产	423	375	472	605	858
无形资产	63	58	53	45	37
其他非流动资产	412	429	147	160	157
资产总计	3302	3785	4411	5017	6683
流动负债	960	1315	1718	2016	3226
短期借款	130	4	50	202	567
应付票据及应付账款	593	1005	1247	1325	1936
其他流动负债	237	306	421	489	722
非流动负债	12	12	23	25	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	23	25	30
负债合计	972	1328	1741	2041	3256
少数股东权益	24	28	31	41	59
股本	564	564	564	564	564
资本公积	972	985	985	985	985
留存收益	757	838	979	1220	1531
归属母公司股东权益	2306	2430	2639	2935	3368
负债和股东权益	3302	3785	4411	5017	6683

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	237	468	85	181	455
净利润	42	113	212	327	463
折旧摊销	51	48	53	70	96
财务费用	-2	-11	-23	-15	-5
投资损失	-21	-34	-18	-17	-13
营运资金变动	125	265	-217	-174	-95
其他经营现金流	42	87	78	-10	10
投资活动现金流	-115	-122	76	-181	-332
筹资活动现金流	-38	-144	78	-50	-2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.19	0.37	0.56	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.83	0.15	0.32	0.81
每股净资产(最新摊薄)	4.09	4.31	4.68	5.21	5.98

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1555	1962	2673	3626	5245
营业成本	1146	1449	1914	2572	3751
营业税金及附加	12	15	19	25	37
营业费用	119	115	147	174	252
管理费用	99	99	134	167	236
研发费用	147	160	214	283	367
财务费用	-2	-11	-23	-15	-5
资产减值损失	-44	-51	-53	-73	-105
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	34	18	17	13
营业利润	31	137	233	365	515
营业外收入	1	1	6	3	3
营业外支出	6	3	3	3	4
利润总额	26	135	236	364	514
所得税	-17	22	24	36	51
税后利润	42	113	212	327	463
少数股东损益	3	3	3	11	17
归属母公司净利润	39	110	209	317	445
EBITDA	70	162	266	411	593

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.3	26.1	36.2	35.7	44.6
营业利润(%)	145.3	348.3	69.6	56.7	41.3
归属于母公司净利润(%)	170.5	178.5	90.5	51.7	40.5
获利能力					
毛利率(%)	26.3	26.2	28.4	29.1	28.5
净利率(%)	2.5	5.6	7.8	8.7	8.5
ROE(%)	1.8	4.6	7.9	11.0	13.5
ROIC(%)	1.3	3.9	7.1	9.7	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	29.4	35.1	39.5	40.7	48.7
流动比率	2.5	2.2	2.2	2.1	1.7
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.3	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	1.6	1.9	2.2	2.5	2.9
应付账款周转率	1.9	1.8	1.7	2.0	2.3
估值比率					
P/E	234.1	84.0	44.1	29.1	20.7
P/B	4.0	3.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	125.9	52.7	31.5	20.4	14.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

