

麦格米特 (002851.SZ)

有望在 AI 相关的电能领域获得增长引擎

公司专注于电力电子行业，依托三大核心技术平台，持续在有潜力的应用领域进行多元化的业务布局，逐步形成了六大业务板块。AI 领域的快速发展，给供电和电能变换等领域带来巨大挑战与机会。在这些领域，公司布局较早，已进入英伟达等公司供应体系并开发出多款产品，未来有望获得强劲的增长驱动力。同时，由于公司在这些产业领域的前期研发投入大，导致其当期净利率“失真”，未来如果大规模放量，盈利回报可能比较丰厚。

□在电力电子相关领域多元化布局。公司成立于 2003 年，管理团队大部分来自华为艾默生体系，电力电子积淀深厚，经过过去的内生外延，目前公司业务涵盖智能家电电控产品、工业电源、新能源电控电源、工业自动化产品、智能装备等领域。自 2009 年到 2024 年，营收 CAGR 达 23.03%，从专注家电电源的初创企业，成长为围绕电力电子核心技术的平台公司。

□海外 AI 的飞速发展，给电能变换相关领域带来巨大挑战与机会。海外 AI 快速发展，算力端 ICT 器件发展与算力规模的变化，给供电、电能变换等领域带来巨大的挑战与机会。我们分析，一方面伴随芯片与机柜功率的不断提高，PSU 的壁垒、价值量可能继续提升。同时，为应对波动、可靠性问题，超容、BBU 相继引入到了机柜供电的设计框架里，电源环节公司可为空间大幅增加。而在前端供电环节，高压 HVDC 很可能取代现行 UPS 方案，例如，英伟达的 Rubin 系列就将导入高压 HVDC 方案。

□公司 AI 相关领域的布局较早，可能成为未来的增长驱动引擎。公司有电力电子、电源等领域的专业积累，已有东南亚制造基地布局；在 AI 相关的 PSU、前端供电领域，已有较前瞻的布局和投入，并且已经进入英伟达供应体系，配合其预研需求开发多款产品。由于公司在这些产业领域的前期研发投入大，导致其当期净利率“失真”，未来如果大规模放量，盈利弹性大，可能成为新的增长引擎。

□投资建议：估算公司 2025-2026 年归母净利润分别 6.18、15.07 亿元，对应 PE59.9X、24.6X。考虑公司未来的成长预期，维持“增持”评级。

□风险提示：AIDC 装机扩容速度低于预期、行业竞争加剧、业务部门较多的统筹管理与协同风险、机柜出货及 HVDC 进展不及预期的风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6754	8172	10866	16009	20753
同比增长	23%	21%	33%	47%	30%
营业利润(百万元)	633	456	665	1630	2076
同比增长	25%	-28%	46%	145%	27%
归母净利润(百万元)	629	436	618	1507	1918
同比增长	33%	-31%	42%	144%	27%
每股收益(元)	1.15	0.80	1.13	2.75	3.50
PE	58.9	84.9	59.9	24.6	19.3
PB	8.4	6.2	5.8	4.7	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

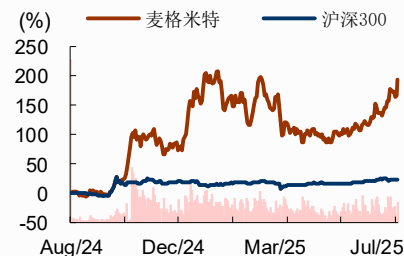
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：67.63 元

基础数据

总股本（百万股）	548
已上市流通股（百万股）	455
总市值（十亿元）	37.0
流通市值（十亿元）	30.8
每股净资产（MRQ）	11.2
ROE（TTM）	6.6
资产负债率	47.6%
主要股东	童永胜
主要股东持股比例	17.86%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	10	163
相对表现	19	5	140



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《麦格米特（002851）—产品平台型企业，进军 aIDC 领域获得突破》
2025-03-12

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

蒋国峰 S1090524100005

✉ jiangguofeng@cmschina.com.cn

正文目录

一、麦格米特：电力电子平台型公司	4
1.1 麦格米特：从一家专注家电电源的初创企业，成长为围绕电力电子核心技术的平台公司	4
1.2 公司高管持股比例高，创业团队来自华为艾默生	5
1.3 业务情况	6
1.4 财务分析	7
二、AI 服务器机柜升级给电能变化相关领域带来机会与挑战	10
2.1 算力端 ICT 器件发展与算力规模的变化，给供电、电能变化等领域带来挑战与机会	10
2.1.1 伴随芯片与机柜功率的提高，PSU 的壁垒、价值量可能继续提升	10
2.1.2 柜外的供电将从 UPS 升级为 HVDC，且超容、BBU 相继引入到了机柜供电的设计框架	13
2.2 AI 电源空间广阔，未来三年行业空间有望扩张 7 倍	15
三、麦格米特：AI 相关领域的布局较早，可能成为未来的增长驱动引擎	16
3.1 公司有电力电子、电源等领域的专业积累，已有东南亚制造基地布局	16
3.2 在 AI 相关领域，公司已前瞻布局多款产品	18
3.3 AI 投入压制短期业绩，产品放量后盈利弹性大	18
盈利预测	20
风险提示	21

图表目录

图 1：公司已从一家专注家电电源的初创企业，成长为跨领域电气自动化平台型公司，15 年营收 CAGR 达 23.03%	5
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q1 末）	6
图 3：公司业务收入结构（亿元）	7
图 4：英伟达芯片路径框架	10
图 5：PSU 承担电转换和降压的功能	11
图 6：一个 power shelf 有 5 个 PSU，可安插支持 6 个 3KW/5.5KW 的 PSU 单元	11
图 7：power shelf 与 PSU 参数详解	11

图 8: 目前大部分 NVL72 机柜内部放 48 个 PSU,8 组 power shelf	12
图 9: IT RACK 和 PSU 将随着机柜升级有较大升级.....	12
图 10: 目前主要的 UPS 和 HVDC 供电框架	13
图 11: HVDC 系统将采用浮地设计, PSU 将主要承担 800Vdc-50Vdc 的降压功能	14
图 12: 典型 AI 算力集群负载动态功耗曲线图	14
图 13: 台达的 HVDC sidecar power rack 系统	14
图 14: 公司已经实现全球化布局	17
图 15: 麦格米特历史 PE Band.....	22
图 16: 麦格米特历史 PB Band.....	22
表 1: 公司管理人员履历 (部分)	6
表 2: 公司主要产品	7
表 3: 业绩摘要	8
表 4: 负债情况	9
表 5: 现金流情况	9
表 6: 资产回报率情况	9
表 7: 固定资产和在建工程情况	9
表 8: 经测算, 28 年海外 AI 服务器电源行业的空间预计超过 1000 亿元 ...	15
表 9: 公司有较多的研发工程师储备, 重视研发投入	16
表 10: 麦格米特 AI 服务器相关产品	18
表 11: 公司关键财务指标表现	19
表 12: 盈利预测	20
附: 财务预测表.....	23

一、麦格米特：电力电子平台型公司

1.1 麦格米特：从一家专注家电电源的初创企业，成长为围绕电力电子核心技术的平台公司

麦格米特成立于 2003 年，经过数年的内生外延，目前已成长为围绕电力电子核心技术的平台公司。公司以电力电子及相关控制技术为核心，业务涵盖智能家电电控产品、电源产品、新能源及轨道交通部件、工业自动化产品、智能装备和精密连接等领域。公司的发展历程可分为四个主要阶段：单一产品发展阶段（2003-2007 年）、单一产品高速发展并尝试多产品发展阶段（2008-2011 年）、多样化产品布局阶段（2011-2014 年）和布局完成再次启动增长阶段（2014 年至今）。

1、单一产品发展阶段（2003-2007 年）：初创期，聚焦平板电视电源

公司成立于 2003 年 7 月 29 日，前身为深圳市麦格米特电气技术有限公司，注册资本 100 万元，创始人为童永胜及其团队。公司成立之初，核心团队多出自华为电气-艾默生系，具有深厚的电力电子行业经验。公司定位为电气自动化领域的硬件和软件研发、生产、销售与服务的一站式解决方案提供商，初期专注于平板电视电源产品的研发和销售。这一阶段，公司抓住平板电视行业从传统 CRT 电视向液晶电视转型的市场机遇，利用工业领域的技术优势升级传统家电电源技术。公司早期产品以平板电视电源为主，迅速积累客户资源，如长虹、同方等家电巨头。2004-2007 年，公司通过多次增资和股权调整扩大规模。到 2007 年，公司平板电视电源产品在国内市场占有率和品牌知名度一度达到行业领先地位。这一阶段，公司主营业务收入主要依赖单一产品，但通过技术创新和市场开拓，实现了初期资本积累，并开始构建功率变换硬件技术平台、数字化电源控制技术平台和系统控制与通讯软件技术平台三大核心技术平台。

二、单一产品高速发展并尝试多产品发展阶段（2008-2011 年）：高速增长，初步多元化

2008 年后，麦格米特平板电视电源业务进入高速增长期，受益于全球平板电视市场的爆发（如液晶电视普及）。公司产品逐步向大尺寸、智能电视等高功率领域切换，同时开始尝试多产品发展，渗透医疗、通信等工业电源领域，以及变频家电功率转换器等新品。2008 年：公司收购世界 500 强美国电气巨头艾默生集团旗下工业电源（焊机）产品线运营团队，整合成麦格米特焊接技术事业部，正式进入工业弧焊焊接领域。这标志着公司从家电向工业领域的初步扩展。2009-2010 年：推出医疗设备电源、通信设备电源等产品，培育变频空调功率转换器、变频微波炉功率转换器等新品。2010 年 9 月 9 日：整体变更为股份公司（深圳麦格米特电气股份有限公司），完成股改，为上市奠定基础。这一阶段，公司营业收入快速增长，平板电视电源收入占比仍高达 40% 以上，但新产品如医疗电源（应用于飞利浦等客户）和通信电源（应用于日海通讯等）开始贡献营收。

三、多样化产品布局阶段（2011-2014 年）：全面拓展，构建跨领域模式

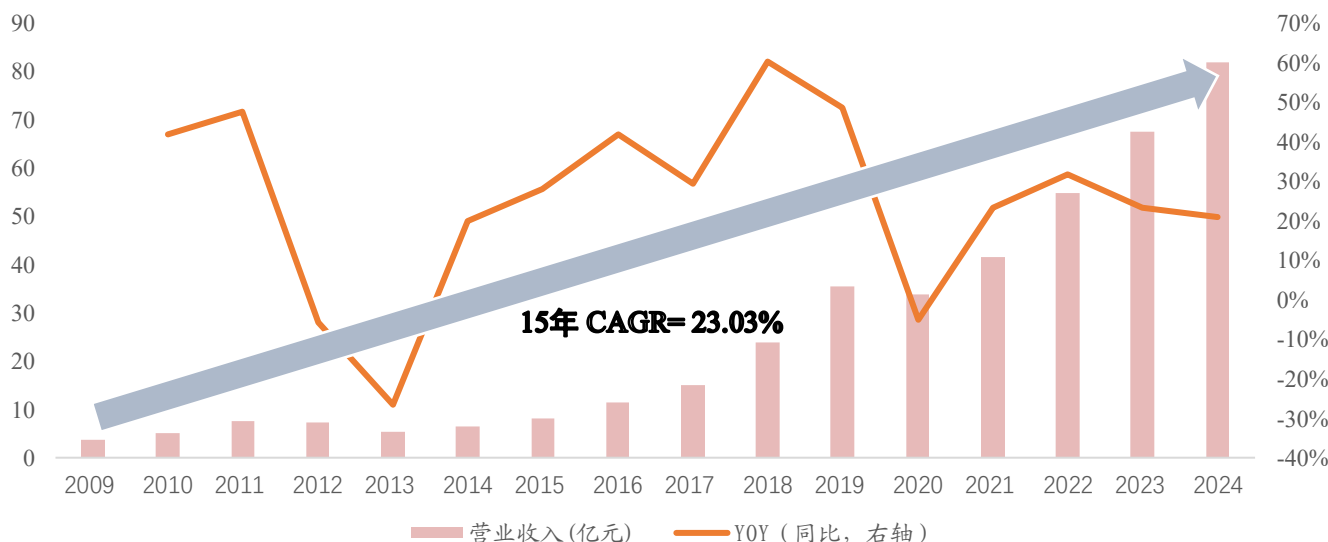
2011 年后，麦格米特加速产品多元化布局，利用三大核心技术平台的交叉应用，扩展到工业自动化、新能源汽车等领域。公司逐步实现从单一家电电源向多领域电气自动化解决方案提供商的转型。2011 年：推出新能源汽车电机驱动器、可编

程逻辑控制器（PLC）、数字化焊机等工业自动化产品。公司设立多家子公司，如株洲麦格米特电气有限责任公司（株洲电气），专注于工业自动化生产。2012 年：进入智能卫浴领域，推出智能马桶整机产品（应用于惠达、美标等客户）。2013 年：新能源汽车相关产品（如车载充电机、电机驱动器）开始应用于北京汽车、北汽新能源等客户。公司设立美国麦格米特（MEGMEET USA, INC.），拓展海外市场。2014 年：产品线基本形成三大系列：智能家电电控（平板电视电源、变频家电功率转换器、智能卫浴）、工业电源（医疗、通信、大功率 LED 显示电源）和工业自动化（新能源汽车电机驱动器、PLC、数字化焊机）。这一阶段，公司主营业务收入结构趋于均衡，工业电源和工业自动化收入占比从 2011 年的不到 20% 上升至 2014 年的约 50%。

四、布局完成再次启动增长阶段（2014 年至今）：上市与高速扩张，聚焦新兴领域

2014 年后，麦格米特产品布局完成，进入高速增长期。公司加强内生发展与外延拓展，深耕新能源、AI 数据中心等领域，营收和净利润持续增长。2014-2016 年：公司设立更多子公司，如怡和卫浴（智能卫浴）、思科韦尔（精密连接）。2017 年：公司上市。2018-2020 年：聚焦新能源交通和智能装备，推出充电桩模块、电机控制器等产品。2020 年，公司进入轨道交通领域，产品应用于高铁等。2021-2023 年：受益于光伏、储能和新能源汽车产业爆发，相关业务高速增长。2023 年：公司设立沈阳晶格自动化技术有限公司（参股），加强工业自动化布局。2024 年至今：与英伟达合作，成为其数据中心部件提供商，进军 AI 服务器电源领域。

图 1：公司已从一家专注家电电源的初创企业，成长为跨领域电气自动化平台型公司，15 年营收 CAGR 达 23.03%



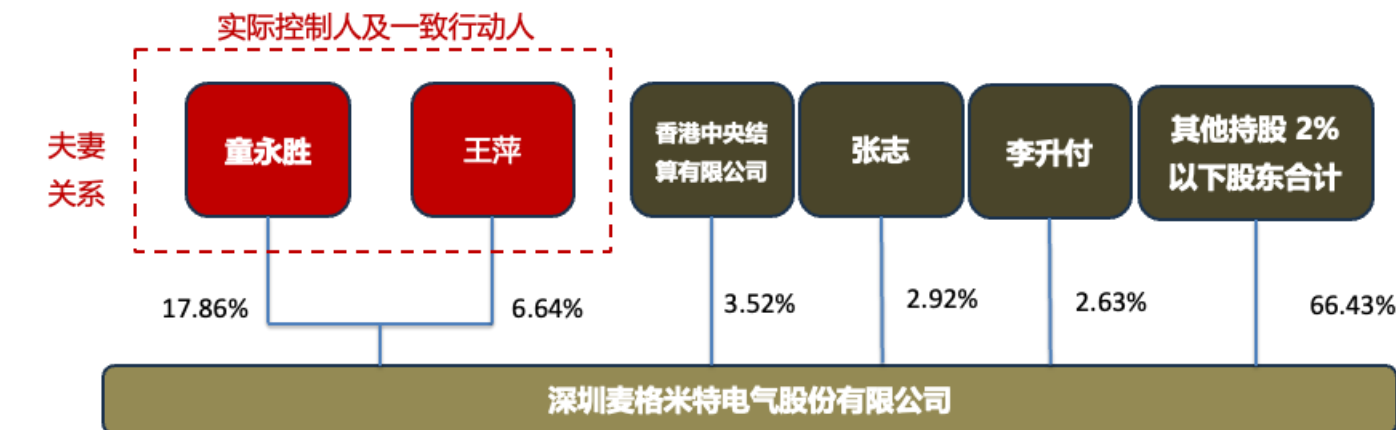
资料来源:Wind、招商证券

1.2 公司高管持股比例高，创业团队来自华为艾默生

高管持股比例高，股权结构清晰。截止 2025 年 Q1 末，公司实际控制人为童永胜，目前担任公司董事长兼总经理，直接持股 17.96%，为公司第一大股东，第二大股东王萍直接持股 6.64%，第四大股东张志，目前担任公司副总经理，直接持股 2.92%。

李升付系公司多家子公司高管，直接持股比例 2.63%。林普根系子公司怡和卫浴原股东，直接持股比例 1.16%。王晓蓉系公司首席技术官沈楚春配偶，直接持股比例 1.14%。童永胜与王萍为夫妻关系，为一致行动人，二人直接合计持股 24.5%。公司高管及各业务板块核心团队持股比例高，股权结构清晰。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q1 末）



资料来源：公司公告、招商证券

创业团队来自华为艾默生。公司管理团队大部分来自艾默生网络能源公司，前身是被艾默生收购的华为电气，现任公司的高级管理人员中有 4 位有华为-艾默生背景，管理层技术实力强。

表 1：公司管理人员履历（部分）

姓名	职务	年龄	个人简历
童永胜	董事长 总经理	61	南京航空航天大学航空电气工程博士，浙江大学电力电子学科博士后。1996 年至 2001 年任深圳市华为电气技术有限公司副总裁；2001 年至 2005 年任艾默生网络能源有限公司副总裁；2005 年至今任公司董事长、总经理。
张志	董事 副总经理	56	1997 年至 1998 年在深圳市华为电气技术有限公司任研发部项目经理；1998 年至 2003 年在深圳市康达伟电子技术有限公司任研发部经理、首席技术官；2003 年至今历任深圳麦格米特电气股份有限公司董事长、首席技术官、首席运营官。现任深圳麦格米特电气股份有限公司董事、副总经理。
王涛	首席财务官 董事会秘书	53	1997 年至 2001 年任深圳市华为电气技术有限公司成本及预算管理部经理、财务总监助理；2001 年至 2010 年任艾默生网络能源有限公司司库及分支机构管理部总监。2010 年至今任深圳麦格米特电气股份有限公司首席财务官、董事会秘书。
沈楚春	首席技术官	59	1996 年 10 月至 2001 年 10 月，华为电气股份有限公司一次电源产品线产品经理、成本经理、总工程师；2001 年 10 月至 2005 年 3 月，深圳艾默生网络能源电气公司 DC GLOBAL 部成本经理、总工程师；2005 年至今历任深圳麦格米特电气股份有限公司项目经理、研发部副总经理，现任深圳麦格米特电气股份有限公司首席技术官。

资料来源：公司公告、招商证券

1.3 业务情况

根据应用领域划分，公司产品主要包括智能家电电控产品、工业电源产品、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。

➤ **智能家电电控产品：**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；

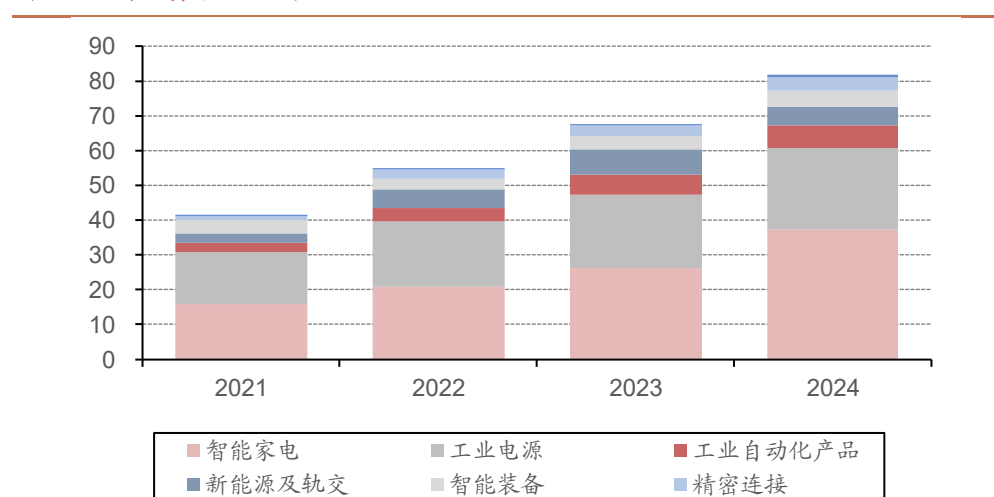
- **电源产品：**医疗设备电源、通信及服务器电源等网络能源产品、电力设备电源、工业导轨电源、光伏&储能&充电桩核心部件、LED 显示电源、显示设备相关电源及 OA 电源等；
- **新能源及轨道交通部件：**新能源汽车电力电子集成模块（PEU）、电机驱动器（MCU）、车载充电机（OBC）、DCDC 模块、车载压缩机、轨道交通车辆空调电气部件、热管理系统核心部件等；
- **工业自动化：**伺服及变频驱动器、可编程逻辑控制器（PLC）、液压伺服泵、直线电机、编码器等；
- **智能装备：**数字化焊机、工业微波设备、智能采油设备等；
- **精密连接：**异形电磁线、同轴线、超微细扁线、FFC、FPC 等。

表 2：公司主要产品

产品名称	产品类型
智能家电	暖通空调、家用微波、智能卫浴、卫浴部件、冷冻冷藏、洗衣机
电源产品	显示电源、LED 电源、激光电源、工控电源、移动储能双向逆变器、光储充、医疗电源、通信电源、服务器电源、高压微波电源、电力电源
新能源及轨道交通	新能源汽车部件、充电桩部件及系统、轨道交通部件、轻型电动车部件、电动涡旋压缩机、工程车辆
工业自动化	变频器、伺服系统、控制系统、行业专机、编码器、内啮合齿轮泵、工业物联网
智能装备	工业微波设备、智能数字化焊机、潜油螺杆泵智能采油系统
精密连接	FFC、同轴线、漆包线

资料来源：公司官网、招商证券

图 3：公司业务收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

1.4 财务分析

公司 2025 第一季度收入、归母净利润、扣非净利润 23.16、1.07、0.92 亿元，分别同比增长 26.51%、-22.57%、-24.40%。公司六大业务板块收入均实现同比增长，总收入结构均衡，新能源汽车及轨道交通板块增速最快，智能家电电控板块贡献最大。**智能家电电控：**收入 12.26 亿元，同比增长 32.14%。**电源产品：**收入 4.91 亿元，同比增长 1.45%。**新能源汽车及轨道交通：**收入 2.31 亿元，同比

增长 109.79%。工业自动化：收入 1.56 亿元，同比增长 26.54%。智能装备：收入 1.09 亿元，同比增长 10.12%。精密连接：收入 0.92 亿元，同比增长 22.10%。

【收入及盈利情况】

公司 2025 第一季度收入 23.16 亿元，同比提升 26.51%。综合毛利率 22.95%，同比下降 2.95pcts。由于毛利率下降，叠加公司增加新产品投入导致费用率增加，使得公司一季度业绩有一定程度下滑。

【费用情况】

公司 2025Q1 销售、管理、研发及财务费用率合计 17.50%，同比下降 1.55pcts。主要系公司研发费用率有所下降，但研发投入仍较高，2025Q1 单季度研发投入 2.53 亿元，研发费用率达到 10.91%。

【资产负债情况】

截至 2025 一季度末，公司资产负债率达到 47.58%，较上年同期下降 8.26pcts。账面货币现金约 10.85 亿元，一年内到期的非流动债务与短期借款合计 6.56 亿元，短期偿债能力有所保障。总负债较上年同期有所变化

表 3：业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
营业收入	5,477.76	6,754.24	8,172.49	1,830.95	2,316.34	26.51%
营业成本	4,176.36	5,069.71	6,115.14	1,356.64	1,784.70	31.55%
毛利	1,301.40	1,684.54	2,057.35	474.32	531.64	12.09%
营业税金及附加	17.93	36.42	45.63	9.72	13.61	40.01%
销售费用	228.58	325.14	368.97	79.95	88.96	11.27%
管理费用	143.64	206.19	244.24	55.43	64.59	16.53%
研发费用	632.41	770.57	984.04	211.30	252.67	
财务费用	21.62	26.13	50.94	2.14	-0.94	
信用减值损失	23.88	-11.58	-15.05	-0.62	-3.47	
资产减值损失	-26.98	-36.89	-44.82	-3.67	-0.24	
公允价值变动净收益	184.62	281.17	-12.17	-0.03	4.91	
投资净收益	6.19	-7.54	29.93	-0.77	2.20	
资产处置收益	0.71	0.69	1.99	0.38	-0.55	
其他收益	60.51	86.74	132.95	34.14	21.83	
营业外收入	4.42	8.51	3.61	0.84	0.81	
营业外支出	5.27	4.25	6.10	0.74	3.42	
利润总额	505.30	636.91	453.87	145.32	134.81	-7.23%
所得税	25.91	11.80	-4.82	4.37	19.78	
净利润	479.39	625.11	458.69	140.95	115.03	-18.39%
少数股东损益	6.69	-4.21	22.57	2.44	7.78	
归属于母公司所有者的净	472.70	629.32	436.12	138.51	107.26	-22.57%
非经常性损益	216.97	273.83	69.72	16.88	15.31	
扣非净利润	255.72	355.50	366.40	121.63	91.95	-24.40%
主要比率						百分点变化
毛利率	23.76%	24.94%	25.17%	25.91%	22.95%	-2.95
销售费用率	4.17%	4.81%	4.51%	4.37%	3.84%	-0.53
管理费用率	2.62%	3.05%	2.99%	3.03%	2.79%	-0.24
研发费用率	11.55%	11.41%	12.04%	11.54%	10.91%	-0.63
财务费用率	0.39%	0.39%	0.62%	0.12%	-0.04%	-0.16
归母净利率	8.63%	9.32%	5.34%	7.57%	4.63%	-2.93
扣非净利率	4.67%	5.26%	4.48%	6.64%	3.97%	-2.67

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
毛利率	23.76%	24.94%	25.17%	25.91%	22.95%	-2.95
销售费用率	4.17%	4.81%	4.51%	4.37%	3.84%	-0.53

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1	百分点变化 (%)
负债率	54.67%	55.10%	48.98%	47.58%	-8.26
短期借款 (百万元)	397.37	324.39	1,094.00	595.02	-26.63%
一年内到期的非流动负债 (百万元)	30.00	67.48	62.13	61.22	-4.42%
长期借款 (百万元)	0.00	162.00	243.30	234.30	-7.32%
应付债券 (百万元)	1,026.68	1,090.76	0.00	0.00	
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	
在手现金 (百万元)	519.63	595.51	1,301.25	1,084.95	-19.17%

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 现金流情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1	百分点变化
赊销比	32.58%	32.91%	34.66%	33.42%	120.18%	-11.90
存货营收比	39.78%	34.89%	28.39%	29.56%	103.69%	-1.83
销售商品、劳务获现金/营收	86.46%	91.36%	85.56%	75.24%	75.46%	-9.61
经营性现金流净额 (百万元)	-113.41	-20.74	309.93	137.69	326.15	
经营现金流净额/税后净利润	-27.47%	-4.33%	49.58%	30.02%	283.54%	249.58

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024	2025Q1	百分点变化
归上净利率(%)	9.36%	8.63%	9.32%	5.34%	4.63%	-2.93
总资产周转率(%)	72.78%	74.70%	72.76%	73.96%	19.39%	1.74
权益乘数	1.95	2.21	2.23	1.96	1.91	-0.36
ROE(%)	12.49	13.78	15.50	8.36	1.77	-1.32
ROA(%)	7.23	6.54	6.73	4.15	0.96	-0.40
ROIC(%)	12.82	11.55	11.16	7.00	1.52	-0.73

资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024	2025Q1	环比变化
固定资产	816.73	1,265.43	1,747.36	1,750.85	0.20%
在建工程	352.48	524.06	599.15	663.98	10.82%

资料来源：公司公告、招商证券

二、AI 服务器机柜升级给电能变化相关领域带来机会与挑战

2.1 算力端 ICT 器件发展与算力规模的变化，给供电、电能变化等领域带来挑战与机会

英伟达芯片升级在伴随单瓦特算力的增加的同时，单机柜功率快速增加。在 Hopper 架构下，通常一个 AI 服务器由 8 卡 GPU 构成，NVL8 服务器的功耗(仅计算芯片，下同)约为 5.6KW，算力折合为 FP4 稠密算力为 32P，单 KW 获得的算力为 5.7P。在 Blackwell 架构下，单个 GB200/GB300 的 TDP 功耗为 1200W/1400W，服务器由机架升级为机柜，单个机柜形态变为了 NVL72(72 卡服务器)，NVL72 的功耗下 GB200 为 86.4KW、GB300 为 100.8KW，单 KW 获得的算力分别为 8.3P、10.7P。在 Rubin 架构下，单个 VR200/VR300 的 TDP 功耗为 1800W/3600W，机柜形态进一步升级 NVL144 和 NVL576，分别对应 Rubin 普通版和 Rubin Ultra 版。NVL144 的功耗为 129.6KW，NVL576 的功耗为 518.4KW，单 KW 获得的 FP4 FLOPS 提高至 27.8P。

图 4：英伟达芯片路径框架

Nvidia Roadmap							
	2022	2023	2024	2025		2026	2027
Chip and Package Level							
	Hopper		Blackwell			Rubin	
Accelerator	H100 (SXM)	H200	B200/ GB200	GB300 (Ultra)	B300 (single die, B300A)	VR200	VR300 (Ultra)
GPU TDP (W)	700	700	700/1200	1,400	600	1,800	3,600
Foundry Node	4N		4NP			N3P (3NP)	
Logic Die Configuration	1 x Reticle Sized GPU		2 x Reticle Sized GPU			2 x Reticle Sized GPU, 2x I/O chiplet	4 x Reticle Sized GPU, 2x I/O chiplet
FP4 PFLOPs - Dense (per Package)	4*		10	15	4.6	50	100
HBM	80GB HBM3	141GB HBM3E	192GB HBM3E	288GB HBM3E	144GB HBM3E	288GB HBM4	1024GB HBM4E
HBM Stacks	5	6	8		4	8	16
HBM Bandwidth	3.35TB/s	4.8TB/s	8TB/s		4TB/s	13TB/s	32TB/s
Packaging	CoWoS-S		CoWoS-L			CoWoS-L	
SerDes speed (Gb/s uni-di)	112G		224G			224G	224G
Nvidia CPU	Grace				Vera		
System Form Factor							
Maximum system density	NVL8		NVL72 144 compute chiplets 72 GPUs		NVL16	NVL144 144 compute chiplets 72 GPUs	NVL576 576 compute chiplets 144 GPUs
Form Factor Supported	HGX		HGX, Oberon			HGX, Oberon, Kyber	
# of GPU Packages	8		72	72	16	72	144
# of GPU dies	8		144	144	16	144	576
Scale up links	UBB (PCB)		Copper Backplane		UBB (PCB)	Copper Backplane	PCB Backplane
Aggregate FP4 PFLOPs (Dense)	32*		720	1,080	74	3,600	14,400
Aggregate HBM capacity	0.6TB	1.1TB	14TB	21TB	2TB	21TB	147TB
Aggregate HBM bandwidth	27TB/s	38TB/s	576TB/s	576TB/s	64TB/s	936TB/s	4,608TB/s

* Hopper doesn't have FP4 support, but downcast from other formats for sake of comparison.

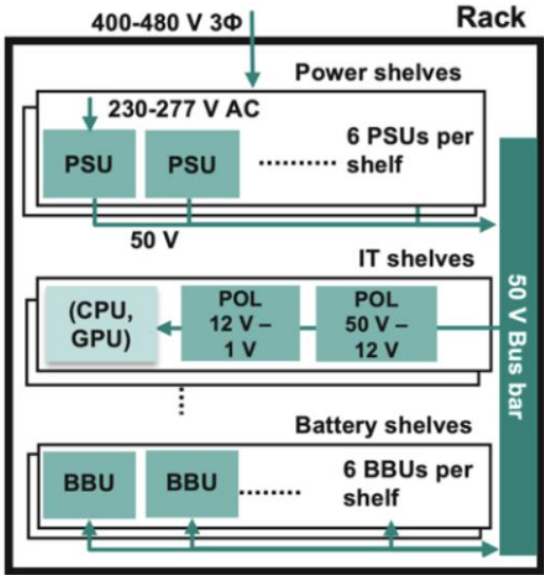
资料来源：semianalysis、招商证券

2.1.1 伴随芯片与机柜功率的提高，PSU 的壁垒、价值量可能继续提升

PSU 承担电转换和降压的功能。当前的 AI 服务器 PSU 大多遵循 ORv3-HPR 标准，每个电源架都通过三相输入（400-480 Vac L-L）供电，但每台 PSU 的输入

为单相（230-277 Vac）。PSU 内部实际有两层电路一级 AC-DC，先完成交流到直流的转换；再嵌套一级 DC-DC，实现降压，最终实现单相（230-277 Vac）输入，50V 直流输出到 compute tray 上。

图 5: PSU 承担电转换和降压的功能

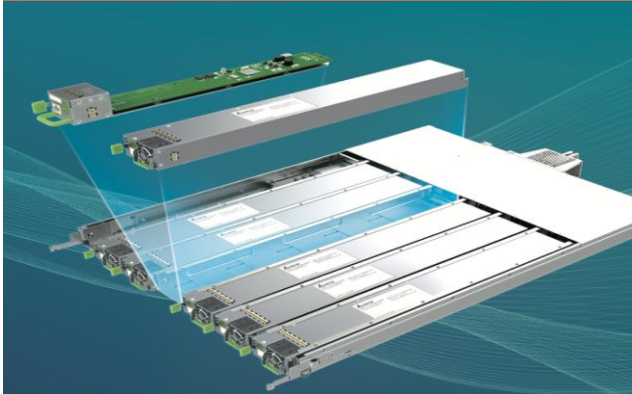


资料来源：英飞凌官微、招商证券

在 Hopper 架构下面,PSU 功率在 3KW 左右。单个 H100 或者 H200 的 TDP 功耗为 700W, NVL8 服务器的功耗为 5.6KW。根据台达的产品资料图, NVL8 需要的电源一般为 3KW 一个 PSU, 6 个组成一个 shelf, 合计功率 18KW。（这里 18KW 显著大于 NVL8 功耗是因为电源设计上有冗余。）

在 Blackwell 架构下面, PSU 功率在 5.5KW 左右。NVL72 在仅计算芯片功耗的情况下, GB200 为 86.4KW、GB300 为 100.8KW, 由于涉及到转换效率以及为非芯片以外设备的供电, GB200、GB300 NVL 72 的额定功率大致分别在 100、120KW 左右。目前大部分 NVL72 机柜内部按 2N 配置 8 组 shelf, 每个电源 shelf 支持 33KW, 可安装支持 6 个 5.5KW 的 PSU 单元（一组 shelf 大部分时间内仅需 5 个 PSU 来实际工作, 1 个 PSU 做冗余备用）。

图 6: 一个 power shelf 有 5 个 PSU, 可安装支持 6 个 3KW/5.5KW 的 PSU 单元



资料来源：台达产品手册、招商证券

图 7: power shelf 与 PSU 参数详解

	3 / 5.5kW PSU	18 / 33kW Shelf
Dimensions (H x W x D)	1.57 x 2.9 x 25.2 inch (40.0 x 73.5 x 640 mm)	1.89 x 21 x 28.3 inch (48 x 533 x 720 mm)
Weight	6.61 / 9.92 lbs (3 / 4.5 kg)	26.5 lbs (12 kg) without PSUs / 66.16 lbs (30 kg) fully populated
Max. Output Power	3 / 5.5 kW	18 / 33 kW (max.)
Output Voltage	48 / 50 V _{DC}	
Output Current	60 / 110 A	360 / 660 A (max.)
Input Voltage Range	180 V _{AC} - 305 V _{AC} 50 / 60 Hz	AC input: 200 - 277 V L-N 346 - 480 V L-L (3W+N+PE) 50 / 60 Hz
Cooling	Cooling by PSU fans	
Connector	FCI Multi-Beam	Input: SP10RSSS48M220A1/AA-2269/ SP10RSSS48RM220A1/AA-2269 Output: BK600
Safety Standards	IEC60950-1 (CB) / UL62368-2 (CAN / CSA)	IEC60950-1 (CB) / UL60950-1 (CAN/CSA)
EMC Standards	Class A	
Communication	I ² C & RS485	

资料来源：台达产品手册、招商证券

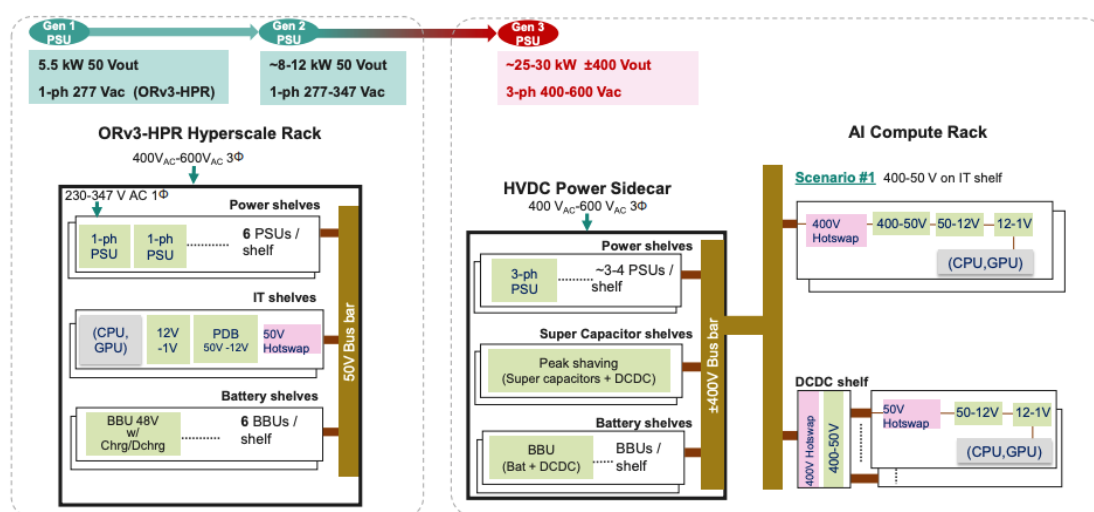
图 8: 目前大部分 NVL72 机柜内部放 48 个 PSU,8 组 power shelf



资料来源: GTC2025、招商证券

在 Rubin 架构下, 柜内 PSU 需要进一步升级。单个 VR200/VR300 的 TDP 功耗为 1800W/3600W, NVL144 服务器仅计算芯片的功耗为 129.6KW, NVL576 服务器仅计算芯片的功耗为 518.4KW。考虑冷却及其他设备的供电, 同时又由于柜内空间不足的问题(要在几个有限的柜位上给服务器安全供电), NVL 144 这一代大概率将升级 PSU。虽然目前我们并未看到实际的 Rubin NVL144 机柜的电源型号, 但推测大概率电源要在这一代升级到 8KW-12KW。

图 9: IT RACK 和 PSU 将随着机柜升级有较大升级



资料来源: 英飞凌、招商证券

伴随 PSU 的升级, 其壁垒、价值量有望继续提升。电源供应器 (PSU) 正面临在有限物理空间内实现更高功率输出的技术挑战。这一趋势显著提升了 PSU 设计的复杂度: 一方面, 高功率密度要求必须突破传统散热极限, 需通过先进热管理技术 (如相变冷却、微型热管) 和高耐热材料 (如碳化硅器件) 实现热量高效消散; 另一方面, 紧凑型结构对电磁兼容性 (EMC) 和电路布局提出了近乎苛刻的要求, 需依赖精密数字控制算法和拓扑优化来维持系统稳定性。这对相关的公司的电力电子研发能力提出较大挑战, 有能力满足要求的企业越来越少。此外, 在新产品发布后, 由于相对较低的竞争烈度, 同时出于补偿更加复杂的生产流程和前期较多的研发投入, 新产品单 W 价值量一般有一定溢价, 单 W 价值量相对前代即使批量后也有一定提高。

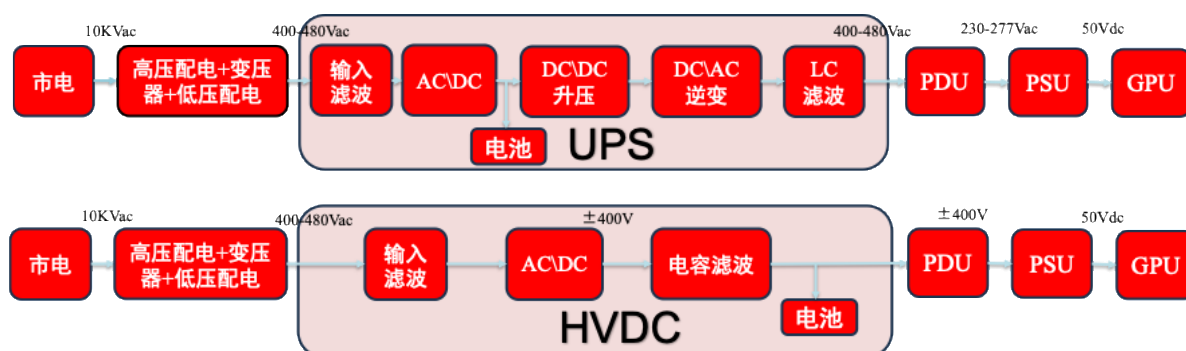
2.1.2 柜外的供电将从 UPS 升级为 HVDC，且超容、BBU 相继引入了机柜供电的设计框架

数据中心对用电可靠性要求高，目前普遍采用 UPS 短时备电。数据中心用电可靠性要求高，UPS 可增强用电可靠性。当市电中断时，UPS 能在毫秒级时间内切换到电池供电模式，为服务器、存储设备、网络交换机等关键设备提供持续电力。即使市电正常，UPS 也会对输入电力进行稳压、滤波处理，去除电压波动、浪涌、谐波等干扰，输出纯净稳定的电力，保护设备硬件，延长设备寿命，减少故障率。

在服务器供电的线路中，不变的是电压，变化的是电流，电流大幅增加将导致铜线变粗和线损升高。如若 IT 负载由 NVL 72 换成 NVL144，GB200 NVL72 的功耗为 86.4KW，NVL144 的功耗则为 129.6KW，由于电压不变，线路中传输的电流将变为原来的 1.5 倍，线损 (I^2R) 为 2.3 倍。如若 IT 负载由 NVL 72 换成 NVL576，线路中的电流将变为原来的 6 倍，线损 (I^2R) 则为 36 倍。

为了降低线损和减少用铜量，柜外供电将升级为 HVDC。由于电路传输中不变的是电压，变化的是电流，如果在供电设计时就升高电压将大幅降低线损。一种方式是交流电升压，但交流电面临一个问题，比如，如果是一个等效 800V 的供电系统，交流 UPS 的峰值电压高达 $800 \times \sqrt{2} = 1131V$ ，安全性相对较低。且交流电本身存在周期性过零点，触电时人体易因肌肉痉挛被“吸附”在带电体上，且交流电的周期性波动会导致更严重的肌肉收缩反应，进一步增加风险。第二种是引用 HVDC 供电，本质上把线路中的交流电变为了直流电，且由于海外目前 HVDC 系统的输出电压为浮地设计 ($\pm 400V$ 来构成 800V)，即使误触单极母排，触电电压也较低(约 400V)，相较交流 UPS 的峰值电压高达 $800 \times \sqrt{2} = 1131V$ ，安全性相对较强，故目前海外公开的下一代供电系统多为 $\pm 400V$ HVDC 系统。

图 10：目前主要的 UPS 和 HVDC 供电框架



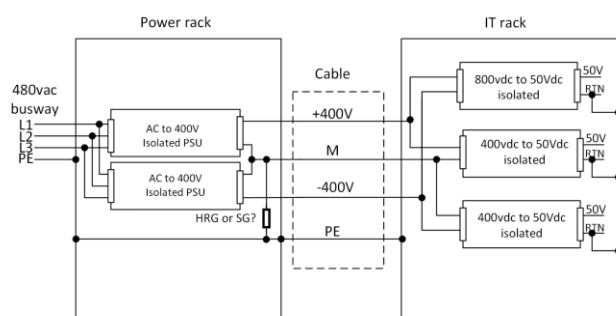
资料来源：CDCC、台达、招商证券

引入 HVDC 以后，将使得供电变化较多，目前仍有几个问题需要解决：

- 1) 何时会明确引入 HVDC，NVL144 还是 NVL576? 由于 Rubin NVL144 相对 NVL72 功率并没有特别大的提升，线损为之前 2.3 倍左右，NVL144 可能仅会小批量使用 HVDC。NVL576 功率提升较大，线损为之前的 36 倍左右，预计这一代将全面布局 HVDC，即 NVL 144 选用 HVDC，NVL576 可能必用 HVDC。

2) 引入 HVDC 的意愿如何: HVDC 系统出来以后, 电路中的电为直流电, 之前 UPS 框架下为交流电, 当用 HVDC 给 IT 负载供电的时候, PSU 的功能将从之前的既交转直又降压变为仅降压, 电路从 UPS 框架下的 AC-DC+DC-DC 变为 DC-DC。在现有的 HVDC 的框架下, 下一代 PSU 将只承担降压的功能。但是数据中心中需要供电的不仅仅有 IT 负载, 还有冷机等其他设备, 其都是针对交流电设计的, 也需要针对性优化。

图 11: HVDC 系统将采用浮地设计, PSU 将主要承担 800Vdc-50Vdc 的降压功能



资料来源: Meta、招商证券

海外的 HVDC 供电是一个系统, 里面包含 PDU、BBU、Power Shelf 和超容。1)

引入超容: 传统数据中心上线运行以后, 负载相对比较平稳, 很少有极端情况负载波峰或谷底出现, 而智算中心的负载运行特点是不断进行训练任务来进行高速运算, 当它开始训练任务时, 负载将会迅速上升到比较高的功耗值, 甚至会达到负载的极限值, 而等到这次训练任务结束以后, 它的负载又会迅速下降, 降到最低值。这种脉冲式功率的波动对应的将是前面输电线路中的电流的快速波动, 而一个瞬时的大电流将使得前面的电气设备出现“烧坏”的现象。所以, 引入了超容, 通过超容来削掉峰值功率, 保护整体供电线路。2) 引入 BBU: BBU 是 AI 服务器中提供备用电源的组件, 旨在应对电力中断或波动, 确保系统在主电源失效时能够继续运行。AI 服务器, 尤其是用于训练大模型或实时推理的服务器, 对连续性要求极高。如果电源中断, 即使是短暂的, 也可能导致数据丢失、模型训练中断或硬件损坏, 这在数据中心环境中尤为致命。BBU 通过集成在服务器硬件中, 提供微秒级的电源切换能力。3) PDU 也被嵌入到了 Sidecar Power Rack 里面。在数据中心中的 PDU 一般承担着分配高压直流电、管理电压、监控电力使用、提供故障保护以及确保安全的关键功能。从目前各厂家提供的方案看, 一个 sidecar power rack 里也集成了 PDU, 使得电源厂商的可为空间进一步增加。

图 12: 典型 AI 算力集群负载动态功耗曲线图

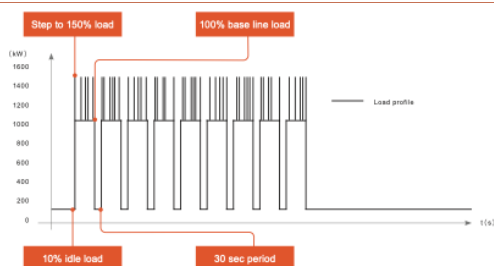
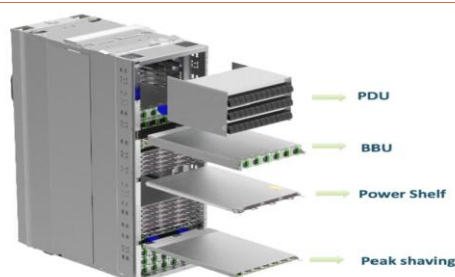


图 13: 台达的 HVDC sidecar power rack 系统



资料来源: 维谛技术白皮书、招商证券

资料来源: 台达、招商证券

2.2 AI 电源空间广阔，未来三年行业空间有望扩张 7 倍

为了更好的测算行业空间，我们做了如下假设：

1) 25 年 GB200 NVL72 机柜年上量，26 年 GB200/GB300 NVL72 机柜替代 H100，27 年 Rubin 开始爬坡。

2) 在做 PSU 测算时：一个 shelf 6 个电源，一个 NVL72 机柜按照 8 个 shelf 测算，48 个电源。

3) 在做电源价值量测算时：一个 5.5KW 电源大概价值量 1 万元，单 w 价格 1.82 元/W，同时考虑年降 10%（由于目前行业内基本玩家为台达、光宝、麦格米特，格局好，降价压力不大）。

4) 在做 HVDC sidecar power rack 价值量测算时：由于 HVDC 在设计上使用了 2N 冗余，目前看到的行业 Rubin 576 基本为 900KW 的 HVDC 供电系统，但其芯片功率大概在 500KW 左右。考虑其引入 BBU、超容等新产品，结合柜内 PSU，预计价格在 6 元/W，同时考虑年降 10%。

根据以上测算，我们预计 28 年海外 AI 服务器电源行业的空间预计超过 1000 亿元，25 年的市场空间约为 120 亿元。

表 8：经测算，28 年海外 AI 服务器电源行业的空间预计超过 1000 亿元

	单位	25 年	26 年	27 年	28 年
GB200/GB300 NVL 72 机柜出货	万台	2.5	8	8	6
电源需求量	万个	120	384	384	288
电源空间	亿元	120	346	311	210
Rubin NVL 144/576 机柜出货	万套		0.5	1	2
出货功率	GW		4.5	9	18
HVDC Side RACK 单 w 价值量	元/W		6	5.4	4.9
HVDC Side RACK 空间	亿元		270	486	874.8
总空间		120	616	797	1085

资料来源：招商证券测算

三、麦格米特：AI 相关领域的布局较早，可能成为未来的增长驱动引擎

3.1 公司有电力电子、电源等领域的专业积累，已有东南亚制造基地布局

公司有电力电子、电源等领域的专业积累。公司自成立以来，始终致力于高效、高可靠电源技术的研究，拥有一支由资深电力电子专家组成的研发团队，并在功率变换、数字控制、热管理、电磁兼容等核心技术上取得了大量自主知识产权。其产品涵盖工业电源、医疗电源、通信电源、新能源充电设备及定制化电源解决方案，广泛应用于工业自动化、新能源、轨道交通、医疗设备等多个高端领域。

公司有较多的研发工程师储备，重视研发投入。行业变化越快，研发的能力、响应的速度、工程师的综合水平等这些因素将开始定价。从人力资源配置维度看，2020 年至 2024 年间，公司技术人员数量由 1,116 人提升至 2,811 人，占比从 32%提升至 37%，形成规模化的专业研发团队。同期员工总人数从 3,481 人增至 7,624 人，技术人才占比持续优化。在研发投入强度方面，研发费用从 2020 年的 3.68 亿元提升至 2024 年的 9.84 亿元，2021-2024 年复合增长率达 28.6%。此外，本科及以上学历员工占比从 32%提升至 43%，为研发创新提供了高素质人才支撑。

表 9：公司有较多的研发工程师储备，重视研发投入

	2020	2021	2022	2023	2024
员工总人数	3,481	4,285	5,265	6,543	7,624
人均薪酬(万元)	15.75	17.73	19.03	19.51	20.78
人均创利(万元)	11.58	9.07	8.98	9.62	5.72
人均创收(万元)	97	96.98	104.04	103.23	107.19
生产人员	1,759	2,094	2,554	3,141	3,514
销售人员	333	406	509	617	765
技术人员	1,116	1,443	1,808	2,322	2,811
技术人员比例	32%	34%	34%	35%	37%
财务人员	58	71	76	85	92
行政人员	215	271	318	378	442
硕士	145	155	183	240	379
本科	985	1,220	1,737	2,363	2,927
本科+硕士员工比例	32%	32%	36%	40%	43%
大专	625	970	1,168	1,345	1,520
大专以下	1,718	1,931	2,167	2,587	2,789
博士	8	9	10	8	
研发费用（亿元）	3.68	4.61	6.32	7.71	9.84
研发费用增速		25%	37%	22%	28%

资料来源：WIND、招商证券

为匹配客户需求，公司已在东南亚建立生产基地。以英伟达为例，作为全球领先的 AI 计算公司，对其供应链的稳定性、响应速度和全球化布局提出了较高要求。为确保产能供应的弹性与韧性，英伟达明确要求核心供应商必须具备全球生产能力，能够在不同区域快速部署制造、组装和测试环节，以应对地缘政治风险、国际贸易壁垒以及区域市场需求波动。这一要求不仅推动了供应链的本地化响应能力，也促使供应商加速在北美、欧洲及亚洲多地建立生产与技术支持中心。麦格米特目前具备 9 大生产基地，可以满足英伟达等客户需求。根据公司官网信息，麦格米特拥有 9 大生产基地如下：

- 1、株洲栗雨基地：位于株洲高新区栗雨工业园，占地面积 150 余亩，是集团电子电气产品全球制造基地，现有员工 3000 余名，专业研发工程师超 500 名。
- 2、株洲蓝色河谷基地：位于新马工业园新东路 1381 号，占地面积 240 亩，业务涵盖工业自动化、新能源汽车及轨道交通、工业电源、智能家电和高端智能制造。
- 3、泰国制造基地：位于罗勇府“泰中罗勇工业园”，占地面积 150 亩，承接欧美和东南亚重大本地客户的海外制造需求，是集生产、仓储、办公于一体的专业电源和 PCBA 板制造基地。
- 4、杭州高端装备产业基地：位于艾美依以西地块，占地面积约 65 亩，定位为集团长三角区域总部，是集研发、制造、测试验证、营销、展厅、培训的全功能产业中心。
- 5、台州怡和卫浴制造基地：位于台州椒江，占地面积 80 亩，拥有多条卫浴部件及整体加工的自动化产线，是专业智能坐便器制造基地。
- 6、河源制造基地：位于广东省河源市高新技术开发区，占地 150 亩，专注于电磁线研发、生产与销售，主要产品包括高精漆包线、利兹线、膜包线等。
- 7、义乌制造基地：位于浙江义乌，占地面积 100 亩，集内啮合齿轮泵研发、制造、销售于一体，经营范围包括液压件、液压系统等。
- 8、印度制造基地：位于 noida 80 区，集研发、生产、销售、售后、技术于一体，专注于为全球客户提供电力转换和能量传输技术与服务。
- 9、美国制造基地：位于德克萨斯州达拉斯市北郊 Richardson 市富士通工业园区，工厂面积 35000 平方英尺（3250 平方米），致力于服务美国市场，提供本地化制造等支持。

图 14：公司已经实现全球化布局



资料来源：公司官网、招商证券

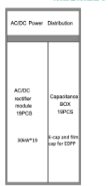
敬请阅读末页的重要说明

3.2 在 AI 相关领域，公司已前瞻布局多款产品

麦格米特在 AI 领域的布局广泛且深入，凭借超过 20 年的电源技术积累，目前已发布多款针对 AI 服务器的产品。主要有：PSU（服务器电源），PCS（超容），BBU（备用电池电源），800V Sidecar Rack（800V 直流供电系统），各自分别的功能如下：

- 1、**PSU/Power Shelf**: 6 个 5.5KW 的 PSU 组成一个 Shelf，把交流电转换为直流同时降压。
- 2、**PCS**: 超容（未明确说使用 EDLC 还是 LIC 路线），单个 shelf 的功率为 15KW，作用为削掉峰值功率
- 3、**BBU**: 备用电池单元，功能为提供短时备电。公司产品可以实现 16.5KW、180s 的连续放电，或者是 13.2KW、240s 的连续放电时长。
- 4、**800V Sidecar Rack** : 800V 侧边柜 HVDC 系统，本质上替代 UPS，整合 PDU 进入到了柜内，同时用 BBU 替代铅酸电池来实现短时备电，此外，相较传统 UPS 新增超容产品，来实现削峰。

表 10: 麦格米特 AI 服务器相关产品

产品	PSU/Power Shelf	PCS	BBU	800V Sidecar Rack
产品 图片				
产品 功能	6 个 5.5KW 的 PSU 组成一个 Shelf，把交流电转换为直流同时降压	超容（未明确说使用 EDLC 还是 LIC 路线），单个 shelf 的功率为 15KW，作用为削掉峰值功率	BBU，备用电池单元，功能为提供短时备电。公司产品可以实现 16.5KW，180s 的连续发电。或者是 13.2KW,240s 的连续放电时长。	800V 侧边柜 HVDC 系统，本质上替代 UPS，整合 PDU 进入到了柜内，同时用 BBU 替代铅酸电池来实现短时备电，此外，相较传统 UPS 新增超容产品，来实现削峰。

资料来源：公司产品手册、招商证券

3.3 AI 投入压制短期业绩，产品放量后盈利弹性大

从 24 年开始的大规模 AI 投入一定程度上影响了公司利润释放速度。公司 2019-2023 年收入与利润增速较快，但自 2024 年开始，为支持未来增长，公司费用增速较快，在毛利率依然同比提升的情况下，由于收入增速不及费用增速，24 年业绩下滑较多。

- 1、**公司自 2019 至 2024 年整体财务表现呈现稳健增长**。核心指标营业收入持续提升：从 2019 年的 35.60 亿元跃升至 2024 年的 81.72 亿元，年均复合增长 18.2%。尽管在 2020 年因外部环境短暂下滑（YoY，-5.15%），但随后迅速恢复并加速，2021-2023 年连续三年增速超过 20%（23.08%、31.81%、23.30%）。同时，代表盈利能力的毛利也稳步增长，从 9.21 亿元增至 20.57 亿元，年均复合增长 17.4%。归母净利润在 2020-2023 年间虽有波动（如 2021 年微降），但整体趋势向上，2023 年达到 6.29 亿元，较 2019 年增长超 74%。

2、2024 年归母净利润的下滑主要源自费用投入的加大和非经常性损益的减少。

尽管 2024 年公司营业收入仍保持 21.00% 的增长（至 81.72 亿元），但归母净利润同比下滑-30.70%（至 4.36 亿元）。其核心原因在于期间费用（尤其是研发和销售费用）的快速攀升：研发费用同比增长 27.70%（达 9.84 亿元），研发费用率升至 12.04%（为六年最高）；销售费用同比增长 13.48%（达 3.69 亿元）；管理费用亦持续增长（2.44 亿元）。三者共同推动费用合计达 16.47 亿元，同比增长 24.05%，费用率达到 20.16%。费用的增速远超营收增速，大幅侵蚀了营业利润空间，最终导致净利润显著下滑。此外，非经常性损益的大幅减少（从 2.74 亿降至 0.70 亿），很大程度上影响了归母净利润。

表 11：公司关键财务指标表现

关键财务指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入（亿元）	35.60	33.76	41.56	54.78	67.54	81.72
YoY	48.71%	-5.15%	23.08%	31.81%	23.30%	20.99%
营业成本（亿元）	26.38	24.18	30.51	41.76	50.70	61.15
YoY	56.32%	-8.35%	26.16%	36.90%	21.39%	20.62%
毛利（亿元）	9.21	9.58	11.05	13.01	16.84	20.57
YoY	30.52%	4.04%	15.30%	17.76%	29.44%	22.12%
毛利率	25.88%	28.39%	26.59%	23.76%	24.94%	25.2%
营业利润（亿元）	3.87	4.32	4.39	5.06	6.33	4.10
销售费用率	3.99%	4.08%	4.72%	4.17%	4.81%	4.51%
销售费用	1.42	1.38	1.96	2.29	3.25	3.69
管理费用率	1.96%	2.50%	2.65%	2.62%	3.05%	2.99%
管理费用	0.70	0.84	1.10	1.44	2.06	2.44
研发费用率	9.42%	10.90%	11.09%	11.54%	11.41%	12.04%
研发费用	3.35	3.68	4.61	6.32	7.71	9.84
财务费用率	0.25%	1.18%	0.58%	0.39%	0.39%	0.62%
财务费用	0.09	0.40	0.24	0.22	0.26	0.51
费用率	15.61%	18.66%	19.04%	18.73%	19.66%	20.16%
费用合计	5.56	6.30	7.91	10.26	13.28	16.47
所得税	0.22	0.28	0.24	0.26	0.12	(0.05)
所得税率	5.62%	6.41%	5.55%	5.12%	1.87%	-1.22%
归母净利润（亿元）	3.61	4.03	3.89	4.73	6.29	4.36
YoY	78.67%	11.60%	-3.50%	21.56%	33.13%	-30.72%
净利率	10.14%	11.93%	9.36%	8.63%	9.32%	5.34%
非经常性损益	0.46	0.98	1.27	2.17	2.74	0.70
扣非净利润（亿元）	3.15	3.05	2.62	2.56	3.55	3.66
YoY		-3.07%	-14.12%	-2.37%	39.02%	2.95%

资料来源：WIND、招商证券

费用前置是公司一大财务特性，产品批量后收入、利润弹性较大。公司目前已在 AI 领域推出了多款产品，在前文中的测算，行业空间未来超千亿，一旦产品进入从 1 到 N 阶段，公司的营收有望快速增长。这类公司，往往有“费用前置”的特性，这意味着在产品开发、市场准入和产能建设等早期阶段，公司会集中投入较高额度的固定成本（如研发费用、设备投入、渠道开拓费等），导致初期利润率可能承压或表现为亏损。然而，这种战略性的前置投入为公司后续的规模化生产奠定了坚实基础。一旦产品成功实现大规模量产和市场推广，其边际生产成本会显著下降，收入的增长开始远超运营杠杆的平衡点。此时，得益于早期构建的规模优势和运营效率，公司的收入及利润将展现出极强的弹性。

盈利预测

智能家电：公司智能家电业务主要包括空调及热泵驱控、控制器系统，智能卫浴家电产品。预计 2025-2027 年，公司智能家电业务收入 48.59、58.31、69.98 亿元，毛利率分别为 24%、23%、22%。

工业电源：公司工业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、OA 及 PC 电源等产品。目前，公司电源产品已覆盖工业、消费、商业等多领域龙头客户。预计 2025-2027 年，公司工业电源业务收入分别为 25.88、28.47、31.32 亿元，毛利率分别为 24%、23%、22%。

AI 业务：公司 5.5KW PSU 预计当前为行业三供，考虑 5%的份额，26-27 年考虑市场份额提升，同时预计 HVDC 等新产品 26 年给公司贡献收入，预计 2025-2027 年，公司 AI 业务收入分别为 6.00、39.96、66.77 亿元，毛利率分别为 40%、38%、35%。

工业自动化：公司产品主要包括伺服及变频驱动器、可编程逻辑控制器（PLC）、液压伺服泵、直线电机、编码器等。2025 年一季度，公司工业自动化产品销售同比增长 26.54%。预计 2025-2027 年，公司工业自动化业务收入分别为 7.84、9.41、11.29 亿元，毛利率分别为 28%、26%、24%。

新能源及轨道交通：公司新能源及轨道交通业务主要包括新能源汽车相关电力电子器件。2025 年一季度，公司产品导入新客户，同比增长 109.79%。预计 2025-2027 年，公司新能源及轨道交通业务收入分别为 9.88、11.86、14.23 亿元，毛利率分别为 18%、18%、18%。

智能装备：2025 年一季度，公司智能装备产品销售收入 1.09 亿元，同比增长 10.12%。预计 2025-2027 年，公司智能装备业务收入分别为 5.08、5.59、6.15 亿元，毛利率分别为 32%、32%、32%。

精密连接：2025 年一季度，公司精密连接产品销售收入 0.92 亿元，同比增长 22.10%。预计 2025-2027 年，公司精密连接业务收入分别为 4.57、5.49、6.58 亿元，毛利率分别为 6%、6%、6%。

预计公司 2025-2027 年，营业收入分别为 108.65、160.08、207.52 亿元，同比分别增长 32.9%、47.34%、29.63%，综合毛利率分别为 24.36%、26.39%、25.91%。

表 12：盈利预测

亿元		2023	2024	2025E	2026E	2027
智能家电	营收	26.19	37.38	48.59	58.31	69.98
	yoy	25%	43%	30%	20%	20%
	毛利率	25.48%	25.05%	24.00%	23.00%	22.00%
工业电源	营收	21.22	23.53	25.88	28.47	31.32
	yoy	13%	11%	10%	10%	10%
	毛利率	24.25%	25.40%	24.00%	23.00%	22.00%
AI 业务				6.00	39.96	66.77
					566%	67%
				40.00%	38.00%	35.00%

亿元		2023	2024	2025E	2026E	2027
新能源及轨道交通	营收	7.10	5.49	9.88	11.86	14.23
	yoy	35%	-23%	80%	20%	20%
	毛利率	22.87%	21.62%	18.00%	18.00%	18.00%
工业自动化	营收	5.84	6.27	7.84	9.41	11.29
	yoy	54%	7%	25%	20%	20%
	毛利率	32.93%	30.16%	28.00%	26.00%	24.00%
智能装备	营收	3.66	4.62	5.08	5.59	6.15
	yoy	23%	26%	10%	10%	10%
	毛利率	27.85%	37.59%	32.00%	32.00%	32.00%
精密连接	营收	3.16	3.81	4.57	5.49	6.58
	yoy	16%	21%	20%	20%	20%
	毛利率	7.84%	4.64%	6.00%	6.00%	6.00%
其他	营收	0.37	0.62	0.80	1.00	1.20
	yoy	38%	68%	29%	25%	20%
	毛利率	56.71%	38.53%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	营收	67.54	81.72	108.65	160.08	207.52
	yoy	23.30%	20.99%	32.95%	47.34%	29.63%
	毛利率	24.94%	25.17%	24.36%	26.39%	25.91%

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

1、AIDC 装机扩容速度低于预期：

公司 AI 电源产品取得突破，有望成为未来业绩的重要增长点。其产品的销售情况将取决于 AIDC 行业的装机扩容速度，若后续行业装机不及预期，将影响公司电源产品收入情况。

2、行业竞争加剧：

公司目前布局行业较多，其中新能源与轨道交通业务在 2024 年已经出现竞争加剧情况，造成收入下滑的情况。未来公司所处行业的竞争可能会进一步加剧，对公司业绩产生冲击。

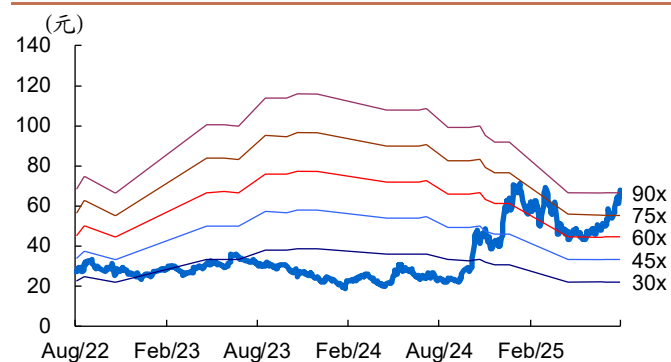
3、业务部门较多的统筹管理与协同风险：

公司作为产品平台型公司，所涉及业务板块比较多，未来可能存在不同业务部门之间统筹管理和协同的风险。

4、机柜出货及 HVDC 进展不及预期的风险：

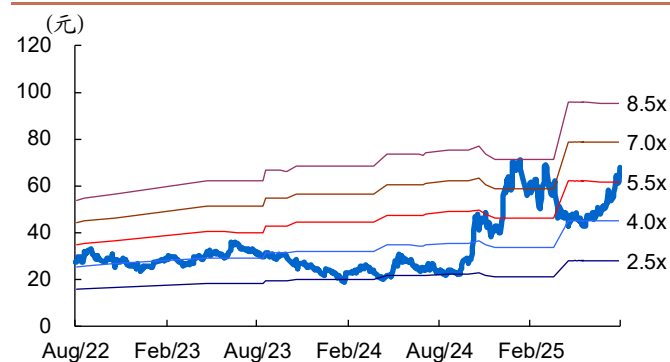
公司的业绩假设中，我们对 NVL72 机柜的出货、HVDC 的进展做了一定预测，如果公司产品出问题、NVL72 机柜出货不及预期、HVDC 进展推迟等因素都会导致公司业绩存在下修风险。

图 15: 麦格米特历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 麦格米特历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6141	7442	8416	11893	15784
现金	596	1301	1028	1563	2721
交易性投资	737	180	180	180	180
应收票据	112	155	207	304	395
应收款项	2229	2576	3042	4483	5811
其它应收款	27	27	36	52	68
存货	1918	2416	2877	3771	4613
其他	523	787	1047	1540	1997
非流动资产	3972	4543	4470	4423	4399
长期股权投资	182	212	212	212	212
固定资产	1265	1747	1718	1710	1720
无形资产商誉	363	346	311	280	252
其他	2162	2238	2229	2221	2215
资产总计	10113	11986	12886	16317	20183
流动负债	4182	5504	5978	7978	10169
短期借款	324	1094	342	84	0
应付账款	3273	3722	4931	7071	9225
预收账款	54	65	82	118	154
其他	531	623	622	705	790
长期负债	1391	366	366	366	366
长期借款	162	243	243	243	243
其他	1229	123	123	123	123
负债合计	5573	5870	6344	8345	10535
股本	501	546	546	546	546
资本公积金	1274	2495	2495	2495	2495
留存收益	2642	2974	3382	4765	6382
少数股东权益	123	101	120	166	226
归属于母公司所有者权益	4417	6014	6422	7805	9422
负债及权益合计	10113	11986	12886	16317	20183

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	310	138	852	1033	1675
净利润	625	459	637	1554	1978
折旧摊销	160	209	273	247	224
财务费用	30	51	61	76	91
投资收益	(3)	(33)	(160)	(160)	(160)
营运资金变动	(445)	(487)	36	(698)	(471)
其它	(57)	(60)	5	14	13
投资活动现金流	(292)	(148)	(40)	(40)	(40)
资本支出	(396)	(358)	(200)	(200)	(200)
其他投资	104	210	160	160	160
筹资活动现金流	82	716	(1085)	(458)	(477)
借款变动	(64)	709	(814)	(258)	(84)
普通股增加	4	45	0	0	0
资本公积增加	105	1221	0	0	0
股利分配	(25)	(109)	(211)	(124)	(301)
其他	63	(1149)	(61)	(76)	(91)
现金净增加额	101	706	(273)	535	1158

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6754	8172	10866	16009	20753
营业成本	5070	6115	8219	11785	15376
营业税金及附加	36	46	65	96	125
营业费用	325	369	442	531	637
管理费用	206	244	293	352	422
研发费用	771	984	1200	1620	2106
财务费用	26	51	61	76	91
资产减值损失	(48)	(58)	(80)	(80)	(80)
公允价值变动收益	281	(12)	50	50	50
其他收益	87	133	100	100	100
投资收益	(8)	30	10	10	10
营业利润	633	456	665	1630	2076
营业外收入	9	4	10	10	10
营业外支出	4	6	5	5	5
利润总额	637	454	670	1635	2081
所得税	12	(5)	33	81	104
少数股东损益	(4)	23	19	47	59
归属于母公司净利润	629	436	618	1507	1918

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	23%	21%	33%	47%	30%
营业利润	25%	-28%	46%	145%	27%
归母净利润	33%	-31%	42%	144%	27%
获利能力					
毛利率	24.9%	25.2%	24.4%	26.4%	25.9%
净利率	9.3%	5.3%	5.7%	9.4%	9.2%
ROE	15.5%	8.4%	9.9%	21.2%	22.3%
ROIC	13.8%	8.1%	9.4%	21.0%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	55.1%	49.0%	49.2%	51.1%	52.2%
净负债比率	5.5%	11.7%	4.5%	2.0%	1.2%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.1	1.1
存货周转率	2.6	2.8	3.1	3.5	3.7
应收账款周转率	3.3	3.2	3.6	4.0	3.8
应付账款周转率	1.7	1.7	1.9	2.0	1.9
每股资料(元)					
EPS	1.15	0.80	1.13	2.75	3.50
每股经营净现金	0.57	0.25	1.56	1.89	3.06
每股净资产	8.06	10.98	11.73	14.25	17.20
每股股利	0.20	0.38	0.23	0.55	1.05
估值比率					
PE	58.9	84.9	59.9	24.6	19.3
PB	8.4	6.2	5.8	4.7	3.9
EV/EBITDA	49.3	56.9	39.0	20.0	16.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。