

科华数据 (002335.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩拐点来临, AIDC 板块四重驱动

公司在 AIDC 供电相关领域储备早、产品矩阵全, 其工业 UPS 亚洲第一, 近几年, HVDC 产品实现跨越, 而液冷产品、海外市场正在突破中, 未来公司 AIDC 领域可能四轮驱动。业绩方面, 伴随国内 AIDC 订单逐步交付与新能源基本企稳, 公司 Q2 业绩创近 2 年新高, 我们预计, 后续公司盈利/新增订单有望双双加速, 维持“强烈推荐”评级。

□ **Q2 业绩创近 2 年新高。**公司发布 2025 年半年报, 上半年公司收入、归母、扣非净利润 37.3、2.4、2.2 亿元, 分别同比增 0.1%、7.9%、9.2%。单 Q2 收入、归母、扣非净利润 25.2、1.8、1.6 亿元, 分别同比增长-1.2%、14.8%、12.1%, 环比则大增 107%、153%、166%, Q2 盈利创近 2 年单季度新高, 业绩超预期。公司现金回款一直优秀, 在 2024 年已经大力度折旧计提的基础上, 今年 Q2 信用与存货减值合计 0.88 亿元, 业绩质量比较高。

□ **业务拆分:** a) 数据中心: 整体收入 13.98 亿元, 同比增长 16.77%, 其中 IDC 服务 6.13 亿元同比 0.15%; AIDC 产品 7.84 亿元, 同比增长 34.2%。b) 新能源: 收入微降 4.22% 至 18.52 亿元, 毛利率同比略升 0.63 个百分点至 17.51%。c) 智慧电能: 收入 4.39 亿元, 同比下降 22.56%, 毛利率提升 1.9pct 至 36.39%。d) 区域: 上半年国内收入略降 2%, 但国外同比增长 24.7%, 海外毛利率 42.07%, 显著优于国内 22.30%。

□ **AIDC 板块四重驱动, 将是公司未来增长引擎。**公司 AIDC 领域产品面宽, 业务形态上以直销、大客户为主, 管理与组织模式适合当前的 AI 生态。过去长期耕耘数据中心, 目前有算力运营业务, 与腾讯有多家合资公司, 洞悉行业趋势。展望未来, 公司 AIDC 领域有四重驱动力: a) 公司工业 UPS 亚洲第一, 针对 AI 场景的模组、方舱等集成产品开始应用。UPS 仍是当前海外 CSP 的主流方案, 仍在快速增长。b) 公司 HVDC 显著进步, 近几年在头部互联网客户陆续中标, 在腾讯等互联网平台的市占率显著提升, HVDC 跻身第一梯队。c) 布局较早的液冷, 有望在国内市场获突破; 此外, 公司液冷 24 年就已经在美国开始交付。d) 海外市场积极进展, 海外成为公司战略重点, 目前公司在东南亚市场实现落地, 未来可能加快海外 CSP、tier1 集成商的合作。

□ **投资建议:** 公司经营迎来拐点, 未来在 AIDC 板块的 UPS、HVDC、液冷、海外市场四重力量推动下, 经营会进一步加速。估算公司 2025-2026 年净利润分别 6.10、9.98 亿元, 对应 PE48.9X、29.9X, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** AIDC 需求不及预期, 资产、信用减值风险, 新能源行业竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8141	7757	7827	9321	11091
同比增长	44%	-5%	1%	19%	19%
营业利润(百万元)	578	316	680	1120	1510
同比增长	54%	-45%	115%	65%	35%
归母净利润(百万元)	508	315	610	998	1343
同比增长	104%	-38%	93%	64%	35%
每股收益(元)	0.98	0.61	1.18	1.94	2.61
PE	58.7	94.5	48.9	29.9	22.2
PB	6.8	6.4	5.6	4.8	4.0

资料来源: 公司数据、招商证券

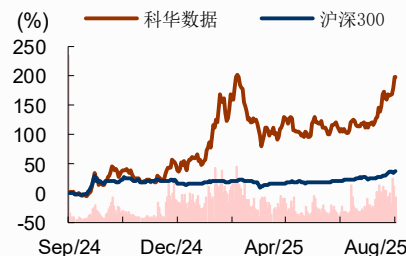
中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 57.81 元

基础数据

总股本(百万股)	515
已上市流通股(百万股)	455
总市值(十亿元)	29.8
流通市值(十亿元)	26.3
每股净资产(MRQ)	12.1
ROE(TTM)	5.4
资产负债率	52.4%
主要股东	厦门科华伟业股份有限公司
主要股东持股比例	17.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	36	14	241
相对表现	28	-2	204



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《科华数据 (002335) —Q2 业绩环比高增, 新能源与智算业务具有潜力》2024-10-09

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

梁旭 S1090525080004

liangxu1@cmschina.com.cn

表 1: 季度业绩摘要

单位: 百万元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
一、营业总收入	1184.0	2546.6	1662.8	2363.8	1216.3	2516.4
二、营业总成本	1124.5	2418.6	1667.8	2340.4	1170.5	2341.9
其中: 营业成本	802.1	2014.7	1210.3	1775.2	849.7	1949.2
营业税金及附加	5.2	7.5	5.8	19.1	8.2	6.4
营业费用	130.2	119.3	160.7	205.7	123.6	137.3
管理费用	59.2	53.7	80.0	76.3	61.6	56.9
研发费用	94.9	105.9	146.8	157.8	111.0	107.8
财务费用	17.9	14.5	16.5	13.9	6.8	-4.2
资产减值损失	15.0	103.1	47.6	92.4	9.5	88.5
三、其他经营收益	22.3	42.4	13.0	32.7	20.8	14.2
其它收益	20.3	43.0	11.4	30.5	17.9	12.5
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	2.0	-0.5	1.3	1.4	2.9	0.4
四、营业利润	81.8	170.4	8.1	56.2	66.6	188.6
加: 营业外收入	3.0	4.2	2.4	4.2	3.7	6.6
减: 营业外支出	1.0	1.3	9.5	2.8	0.9	1.0
五、利润总额	83.9	173.2	0.9	57.6	69.5	194.3
减: 所得税	6.8	18.1	-14.2	-23.5	-2.4	17.2
六、净利润	77.1	155.1	15.1	81.1	71.8	177.1
减: 少数股东损益	3.5	3.0	2.7	4.0	2.9	2.5
七、归属母公司所有者净利润	73.5	152.1	12.4	77.1	68.9	174.6
毛利率%	32.3	20.9	27.2	24.9	30.1	22.5
主营税金率%	0.4	0.3	0.3	0.8	0.7	0.3
营业费率%	11.0	4.7	9.7	8.7	10.2	5.5
管理费费率%	5.0	2.1	4.8	3.2	5.1	2.3
营业利润率%	6.9	6.7	0.5	2.4	5.5	7.5
净利率%	6.2	6.0	0.7	3.3	5.7	6.9

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司业务情况

	科华数据	2022	2023A	2024A	2024H1	2025H1
数据中心产品	收入 (亿元)	13.39	14.74	19.21	5.84	7.84
	YOY	-16.8%	10.1%	30.3%	-8.6%	34.2%
	成本 (亿元)	8.72	9.54	13.01	3.74	5.01
	毛利率	34.9%	35.3%	32.3%	36.0%	36.1%
IDC 服务	收入 (亿元)	14.79	12.89	12.31	6.12	6.13
	YOY	2.9%	-12.8%	-4.5%	-5.5%	0.2%
	成本 (亿元)	10.76	9.51	9.44	4.54	4.86
	毛利率	27.3%	26.2%	23.3%	25.8%	20.8%
智慧电能产品	收入 (亿元)	9.96	10.13	9.22	5.67	4.39
	YOY	-8.5%	1.7%	-9.0%	15.4%	-22.6%
	成本 (亿元)	6.61	6.49	5.43	3.72	2.78
	毛利率 (%)	33.6%	36.0%	41.1%	34.5%	36.7%
新能源产品	收入 (亿元)	17.69	42.94	36.08	19.34	18.52
	YOY	166.8%	142.7%	-16.0%	22.0%	-4.2%
	成本 (亿元)	13.59	33.52	30.03	16.08	15.28

科华数据		2022	2023A	2024A	2024H1	2025H1
其他	毛利率(%)	23.2%	21.9%	16.8%	16.9%	17.5%
	收入(亿元)	0.66	0.71	0.76	0.33	0.44
	成本(亿元)	0.16	0.10	0.11	0.09	0.04
合计	收入(亿元)	56.49	81.41	77.58	37.30	37.32
	YOY	16.1%	44.1%	-4.7%	9.8%	0.1%
	成本(亿元)	39.84	59.15	58.02	28.16	27.97
	毛利率	29.5%	27.3%	25.2%	24.5%	25.1%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024H1	2025H1	百分点变化
赊销比(%)	38.35	34.95	42.34	96.07	106.46	10.38
存货营收比(%)	17.37	8.73	8.52	23.35	24.79	1.44
销售商品、劳务获现金/营收(%)	100.10	86.33	98.09	83.32	85.59	2.27
经营性现金流净额(百万元)	1594.83	1401.70	1511.57	(109.17)	(12.46)	
经营现金流净额/税后净利润(%)	602.34	269.14	460.28			

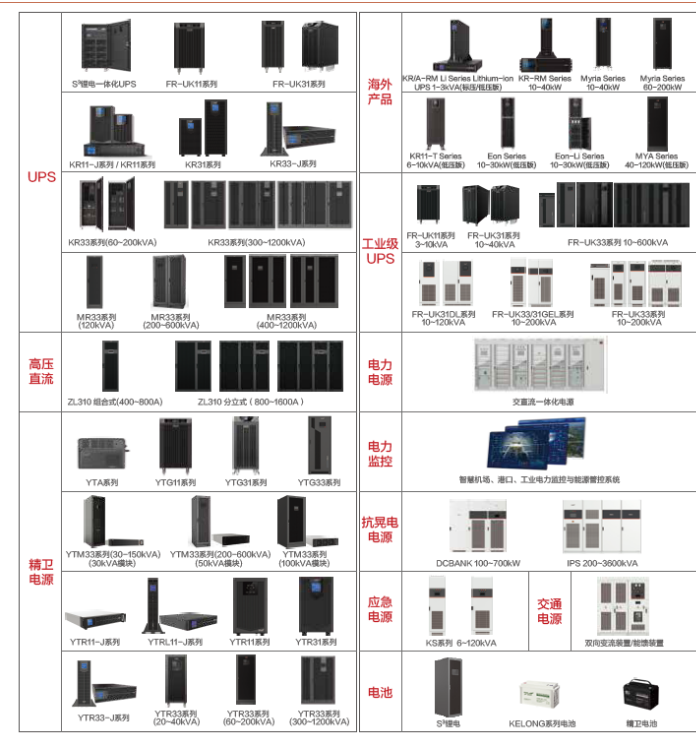
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：公司数据中心产品矩阵



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：公司数据中心的电源产品架构



资料来源：公司数据、招商证券

图 3 公司自建数据中心布局



资料来源: 公司数据, 招商证券

备注: 子公司中, 瑞腾、国腾、众腾, 均为与腾讯的合资公司

风险提示

1、AIDC 需求低于预期:

若市场整体需求增长低于行业预期, 公司可能面临产能利用率不足、资本开支回报周期延长等问题, 从而影响了其盈利能力和未来发展空间。

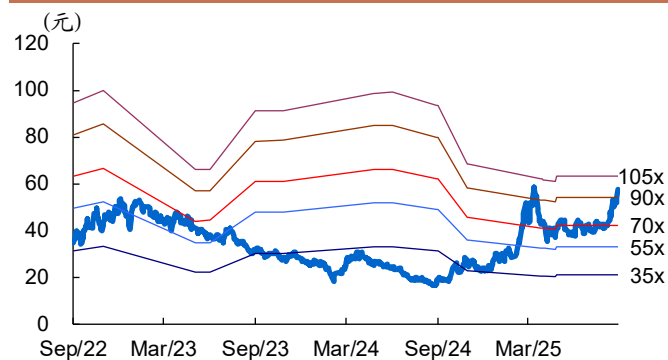
2、资产、信用减值风险:

在宏观经济下行、行业景气度低迷或公司自身经营不善的背景下, 固定资产、商誉、长期股权投资等非流动资产可能出现价值下跌, 触发资产减值损失。同时, 若客户或交易对手方财务状况恶化、回款周期延长或发生违约, 应收账款等金融资产将面临较高的信用减值风险。

3、新能源行业竞争加剧:

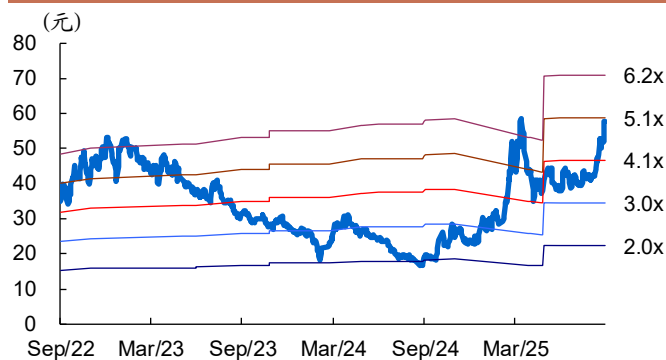
当前, 新能源行业已从早期的增长红利期进入深度竞争阶段, 企业间的价格战频发, 产品同质化严重, 技术迭代速度加快。若企业无法持续保持竞争优势, 市场份额可能被侵蚀, 面临经营业绩下滑的风险。

图 4: 科华数据历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 科华数据历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《科华数据 (002335.SZ): Q2 业绩环比高增, 新能源与智算业务具有潜力》2024/10/9
- 2、《科华数据 (002335.SZ): 新能源和数据中心业务双轮驱动, 储能和光伏领域有望实现快速增长》2023/5/4
- 3、《科华数据 (002335.SZ): 新能源和数据中心业务双轮驱动, 储能和光伏领域有望实现快速增长》2023/1/11

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	6108	6725	9020	11083	13336
现金	890	998	3541	5004	6660
交易性投资	451	772	772	772	772
应收票据	54	75	76	90	107
应收款项	2792	3210	3131	3449	3716
其它应收款	135	115	116	138	164
存货	711	661	651	756	879
其他	1076	894	735	874	1039
非流动资产	5759	6065	3981	3611	3321
长期股权投资	31	5	5	5	5
固定资产	2796	2512	2196	1945	1761
无形资产商誉	1310	1253	1127	1015	913
其他	1622	2295	653	646	641
资产总计	11868	12789	13002	14694	16657
流动负债	4445	5383	4931	5675	6438
短期借款	1	171	100	100	0
应付账款	3735	4500	4342	5045	5861
预收账款	231	232	229	266	309
其他	478	480	261	264	268
长期负债	2913	2605	2605	2605	2605
长期借款	826	494	494	494	494
其他	2087	2110	2110	2110	2110
负债合计	7358	7988	7536	8280	9043
股本	462	462	515	515	515
资本公积金	1963	1975	2005	2005	2005
留存收益	1977	2237	2791	3698	4842
少数股东权益	108	128	154	196	252
归属于母公司所有者权益	4402	4673	5311	6218	7362
负债及权益合计	11868	12789	13002	14694	16657

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1402	1512	1153	1523	1993
净利润	521	328	635	1040	1399
折旧摊销	500	517	502	441	392
财务费用	83	72	48	49	57
投资收益	12	(6)	(115)	(150)	(120)
营运资金变动	302	642	86	141	262
其它	(16)	(42)	(3)	2	2
投资活动现金流	(1116)	(1050)	1699	80	20
资本支出	(305)	(321)	(50)	(70)	(100)
其他投资	(811)	(729)	1749	150	120
筹资活动现金流	13	(361)	(309)	(140)	(357)
借款变动	(1627)	(237)	(290)	0	(100)
普通股增加	0	0	54	0	0
资本公积增加	208	12	30	0	0
股利分配	(28)	(92)	(55)	(91)	(200)
其他	1460	(44)	(48)	(49)	(57)
现金净增加额	299	100	2543	1463	1656

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	8141	7757	7827	9321	11091
营业成本	5915	5802	5713	6638	7712
营业税金及附加	35	38	39	47	55
营业费用	738	616	626	690	799
管理费用	262	269	250	298	333
研发费用	469	505	485	559	665
财务费用	73	63	48	49	57
资产减值损失	(140)	(257)	(100)	(70)	(80)
公允价值变动收益	0	0	25	40	0
其他收益	80	105	80	100	110
投资收益	(12)	4	10	10	10
营业利润	578	316	680	1120	1510
营业外收入	6	14	20	20	20
营业外支出	9	15	10	10	10
利润总额	575	316	690	1130	1520
所得税	54	(13)	54	90	121
少数股东损益	13	13	26	42	56
归属于母公司净利润	508	315	610	998	1343

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	44%	-5%	1%	19%	19%
营业利润	54%	-45%	115%	65%	35%
归母净利润	104%	-38%	93%	64%	35%
获利能力					
毛利率	27.3%	25.2%	27.0%	28.8%	30.5%
净利率	6.2%	4.1%	7.8%	10.7%	12.1%
ROE	12.5%	6.9%	12.2%	17.3%	19.8%
ROIC	10.2%	7.0%	11.4%	16.5%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	62.0%	62.5%	58.0%	56.4%	54.3%
净负债比率	8.5%	6.9%	4.6%	4.0%	3.0%
流动比率	1.4	1.2	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.2	1.1	1.7	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	7.0	8.5	8.7	9.4	9.4
应收账款周转率	3.2	2.5	2.4	2.8	3.0
应付账款周转率	1.8	1.4	1.3	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	0.98	0.61	1.18	1.94	2.61
每股经营净现金	2.72	2.93	2.24	2.96	3.87
每股净资产	8.54	9.07	10.31	12.06	14.28
每股股利	0.18	0.11	0.18	0.39	0.78
估值比率					
PE	58.7	94.5	48.9	29.9	22.2
PB	6.8	6.4	5.6	4.8	4.0
EV/EBITDA	32.7	43.0	27.6	21.1	17.3

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。