

优优绿能（301590）

电源模块领跑者，高压直流开启新篇章

公司主要业务为充电桩电源模块，主要资源投入核心技术和新产品开发，轻资产模式。公司在产品迭代、客户结构、出海方面均有优势。中长期看，电源模块下游延展性强，高压直流供电模块可用于数据中心直流供配电领域，打开成长空间。

产品向高功率迭代，海外市场带来超额利润

充电模块功率升级迭代，高功率占比快速提升。从产品结构看，2024 年 20kw、30kw、40kw 模块产品收入分别为 0.7、6、7.4 亿元，同比-67%、-28%、+155%；收入占比分别为 5%、40%、50%，同比-10pct、-20pct、+29pct，40kw 模块产品收入占比大幅提升。

海外毛利率明显高于国内，欧洲是公司收入占比最高的市场。从 2020-2024 年，2022 年为海外收入占比最高的年份，营收 5.1 亿元，收入占比达 52%。2024 年海外收入 4.2 亿元，同比下降 31%。虽然收入同比下降，但毛利率达 50.2%，同比增加 4.2pct，比 2024 年国内毛利率高 26.1pct。

行业延展性强，重视研发投入

电源模块下游延展性强，充电桩之外可用于数据中心。高压直流供电模块可用于数据中心直流供配电领域。HVDC 产品包括 240V、336V、750V 等电压等级，对应 20kw、30kw 等多个功率等级电源模块，与充电桩模块类似。

公司轻资产，主要资源投入核心技术和新产品的开发，其它生产工序外协。2024 年，公司购置固定资产支出 0.34 亿元，收入占比仅 2.3%。公司主要资源投入于核心技术和新产品的开发、设计中，除涉及核心商业机密的软件烧录工序外，公司其他生产工序外协生产。

公司重视研发，2024 年研发费用率远高于销售、管理费用率。公司 2024 年研发、销售、管理费用分别为 1.09、0.54、0.25 亿元，研发、销售、管理费用率分别为 7.3%、3.6%、1.7%。

盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营收 13.5、16.2、19.5 亿元，同增-10%、20%、20%；归母净利润 2.0、3.0、4.1 亿元，同比增长-21%、48%、37%。与同类充电模块/充电桩企业相比，通合科技、盛弘股份、特锐德 2026 年 PE 分别为 41、17、17X，考虑公司海外收入占比有望提升及产品升级迭代，2026、2027 年归母净利润快速增长，以及品类开拓有望延伸至数据中心领域，给予 2026 年 PE 40x，对应股价 285.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：充电桩需求不及预期、海外业务开拓不及预期、行业竞争加剧、产品迭代进入放缓、新下游开拓不顺利、交易波动大

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,375.61	1,497.45	1,347.70	1,621.18	1,950.33
增长率(%)	39.24	8.86	(10.00)	20.29	20.30
EBITDA(百万元)	395.59	415.54	245.31	343.00	454.26
归属母公司净利润(百万元)	268.38	256.03	201.64	299.08	408.76
增长率(%)	36.84	(4.60)	(21.24)	48.32	36.67
EPS(元/股)	8.52	8.13	4.80	7.12	9.73
市盈率(P/E)	24.96	26.16	44.29	29.86	21.85
市净率(P/B)	8.77	6.54	7.47	6.22	5.07
市销率(P/S)			6.63	5.51	4.58
EV/EBITDA	0.00	0.00	31.06	23.13	15.75

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 09 月 11 日

投资评级	
行业	电力设备/其他电源设备 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	212.66 元
目标价格	285.7 元

基本数据	
A 股总股本(百万股)	42.00
流通 A 股股本(百万股)	8.16
A 股总市值(百万元)	8,931.72
流通 A 股市值(百万元)	1,736.28
每股净资产(元)	45.82
资产负债率(%)	30.26
一年内最高/最低(元)	218.29/145.10

作者	
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 引言	3
2. 专注于大功率充电模块，创始人艾默生背景	3
2.1. 产品品类不断丰富，业务开拓从国内到海外	3
2.2. 股权结构较为集中，创始人艾默生背景	4
3. 电源模块：向高功率迭代，海外市场带来超额利润	4
3.1. 产品：高功率迭代升级，新应用场景扩容	4
3.2. 出海：欧洲为海外收入最高市场，海外毛利率显著高于国内	5
3.3. 客户：与国内外知名客户建立合作，包括美国、欧洲等海外市场	7
4. 行业延展性强，重视研发投入	8
4.1. 行业：电源模块延展性强，有望延伸至数据中心	8
4.2. 轻资产模式，重视研发投入	8
5. 盈利预测与估值	9
5.1. 预计 2025-2027 年营收 13.5、16.2、19.5 亿元，同增-10%、20%、20%，归母净利润 2.0、3.0、4.1 亿元，同比增长-21%、48%、37%	9
5.2. 给予 2026 年 PE 40X，给予“买入”评级	10
6. 风险提示	10

图表目录

图 1：优优绿能 2021-2024 年分业务营收（亿元）	4
图 2：优优绿能 2021-2024 年营收结构（%）	4
图 3：优优绿能股权结构图（截至 2025.06.30）	4
图 4：优优绿能分产品营收、增速及营收占比（亿元、%、%）	5
图 5：优优绿能分产品单价（元/台、毛/w）及毛利率(%)	5
图 6：优优绿能按区域销售及占比	6
图 7：优优绿能按主要国家或地区销售分布（亿元、%）	6
图 8：优优绿能国内、海外收入及毛利率（亿元、%）	6
图 9：优优绿能前 5 大客户	7
图 10：HVDC 数据中心电源架构	8
图 11：优优绿能资本开支（亿元）及收入占比（%）	8
图 12：优优绿能销售、管理、研发费用率（%）	8
表 1：优优绿能盈利预测	9
表 2：同类企业估值对比（PE）	10

1. 引言

公司主要业务为充电桩电源模块，主要资源投入核心技术和新产品开发，轻资产模式。公司在产品迭代、客户结构、出海方面均有优势：

- 1) 产品迭代领先：2024 年 40kw 模块产品收入 7.4 亿元，同比+155%；收入占比 50%，同比+29pct，后续有望向更高功率迭代。
- 2) 客户结构优异：包括万帮数字、ABB、BTC POWER、Flex、中恒等；
- 3) 出海收入占比高，带来超额利润：2022 年公司海外收入 5.1 亿元，收入占比达 52%。2024 年海外收入 4.2 亿元，同比下降 31%，但毛利率达 50.2%，同比增加 4.2pct，比同期国内毛利率高 26.1pct。

中长期看，电源模块下游延展性强。高压直流供电模块可用于数据中心直流供配电领域。HVDC 产品包括 240V、336V、750V 等电压等级，对应 20kw、30kw 等多个功率等级电源模块，利好电源模块。

2. 专注于大功率充电模块，创始人艾默生背景

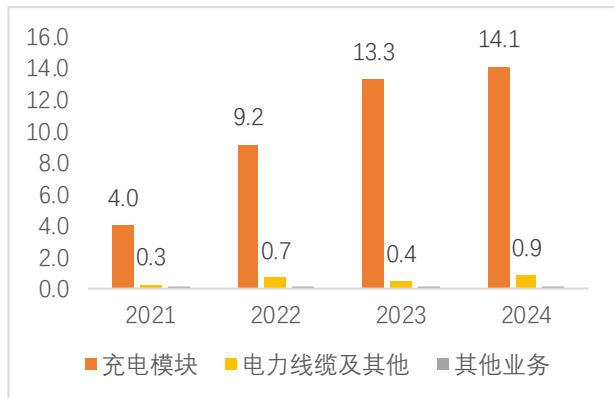
2.1. 产品品类不断丰富，业务开拓从国内到海外

产品品类不断丰富，从单个模块到解决方案。优优绿能成立于 2015 年，专注于充换电及储能领域，是行业内顶尖的电动汽车高质量全场景直流快充解决方案和储充核心部件供应商。从公司发展历程看，产品品类不断丰富，业务从国内开拓至海外：

- ✓ **2015 年：**公司成立，率先发布第一款 15kW 单机模块，在国内市场快速获得客户批量订单；
- ✓ **2016 年：**在国内推出高紧凑型 20kW 充电模块，产品打响全国，业务快速覆盖充换电领域；
- ✓ **2017 年：**战略布局大功率快充技术领域国内率先发布 30kW 充电模块，弥补市场空缺；
- ✓ **2018 年：**与国内充电运营商龙头展开战略合作，加快产品创新，推出多款 300V~1000V 宽范围恒功率充电模块；
- ✓ **2019 年：**与海外充电桩龙头企业达成战略合作；在国内推出 30kW 300V~1000V 宽范围充电模块；成为英飞凌国内唯一充电模块 Partner 合作伙伴；获得 CE、CTUVus 全球产品认证；
- ✓ **2020 年：**创新发布独立风道 IP65 30kW/40kW 充电模块新品、30kW/40kW 大功率充电模块，全球出货量名列前茅；成立海外营销中心，业务拓展至全球；
- ✓ **2021 年：**在行业提出 EV 直流快充全场景解决方案，得到国内外客户广泛认可；具备 IP20 直通风/P65 高防护/小直流快充/液冷技术等多种技术解决方案。

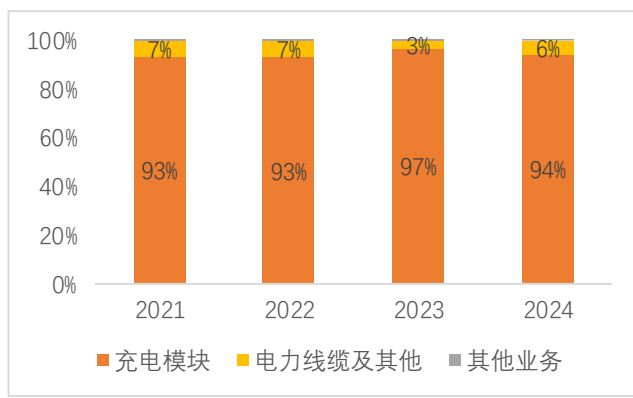
公司主营业务为充电模块、电力线缆等。2024 年公司充电模块业务营收 14.1 亿元，同比增长 6.05%，营收占比 94%，毛利率 30.8%；电力线缆及其它 2024 年营收 0.86 亿元，同比增长 92.9%，营收占比 5.7%，毛利率 41.8%。

图 1：优优绿能 2021-2024 年分业务营收（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：优优绿能 2021-2024 年营收结构（%）

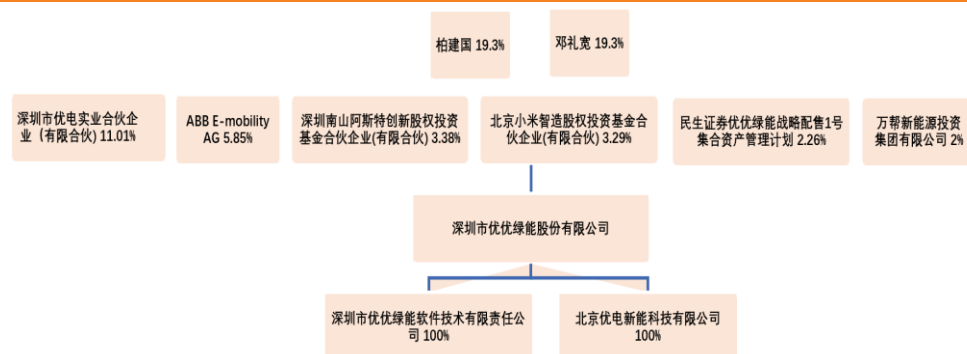


资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2. 股权结构较为集中，创始人艾默生背景

优优绿能股权结构较为集中，两位创始人均有艾默生背景。前十大股东合计持股比例超过 50%。实际控制人为柏建国和邓礼宽，两人均为公司创始人。柏建国先生于 2015 年 8 月起担任公司董事长、总经理，具备深厚的电力电子行业背景。邓礼宽先生同样自 2015 年起担任公司董事、副总经理，两人曾任职于艾默生网络能源有限公司、易达威锐电源设备科技（深圳）有限公司、深圳市格里贝尔电源技术有限公司等知名企业，具备丰富的行业经验和技术积累。

图 3：优优绿能股权结构图（截至 2025.06.30）



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 电源模块：向高功率迭代，海外市场带来超额利润

3.1. 产品：高功率迭代升级，新应用场景扩容

充电模块功率升级迭代，高功率占比快速提升。从产品结构看，2024 年 20kw、30kw、40kw 模块产品收入分别为 0.7、6、7.4 亿元，同比-67%、-28%、+155%；收入占比分别为 5%、40%、50%，同比-10pct、-20pct、+29pct，40kw 模块产品收入占比大幅提升。从毛利率看，2024 年 20kw、30kw、40kw 模块产品毛利率 22%、36.3%、27.3%，我们认为毛利率与产品结构有关，也与国内外销售区域有关。

图 4：优优绿能分产品营收、增速及营收占比（亿元、%、%）

营业收入（亿元）	2021	2022	2023	2024
15kw	0.025	0.013	0.003	0.004
20kw	0.9	1.2	2.1	0.7
30kw	3.0	7.6	8.3	6.0
40kw	0.0	0.3	2.9	7.4
电力线缆及其它	0.3	0.7	0.4	0.9
合计	4.3	9.9	13.7	15.0
YOY	2021	2022	2023	2024
15kw	-55%	-49%	-74%	15%
20kw	239%	33%	77%	-67%
30kw	87%	150%	9%	-28%
40kw		661%	749%	155%
电力线缆及其它	107%	147%	-36%	93%
合计	105%	129%	39%	9%
营收占比（%）	2021	2022	2023	2024
15kw	0.58%	0.13%	0.02%	0.03%
20kw	21%	12%	15%	5%
30kw	71%	77%	60%	40%
40kw	1%	3%	21%	50%
电力线缆及其它	7%	7%	3%	6%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 5：优优绿能分产品单价（元/台、毛/w）及毛利率(%)

单价（元/台）	2021	2022	2023	2024
15kw	3141	3263	3538	3138
20kw	2373	2583	2479	2099
30kw	3359	3997	3846	3634
40kw	3820	3964	3688	3429
合计	3076	3729	3506	3403
单价（毛/w）	2021	2022	2023	2024
15kw	2.1	2.2	2.4	2.1
20kw	1.2	1.3	1.2	1.0
30kw	1.1	1.3	1.3	1.2
40kw	1.0	1.0	0.9	0.9
毛利率（%）	2021	2022	2023	2024
15kw	43.9%	46.1%	46.2%	42.0%
20kw	21.4%	25.6%	26.3%	22.0%
30kw	26.9%	35.4%	35.4%	36.3%
40kw	27.7%	30.1%	30.1%	27.3%
电力线缆及其它	33.1%	44.9%	44.7%	41.8%
合计	26.3%	34.7%	33.1%	31.5%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

优化产品结构，强化高端化布局。公司具备丰富的产品技术储备，主要包括大功率直流充电模块及解决方案、小功率直流快充模组及解决方案、V2G 车网互动充电模组及解决方案、储能充电模块及解决方案等六大产品线。未来继续推广高端和创新产品，加速拓展其在标杆客户中的应用，推动高附加值产品品类的销售占比。

从直通风向独立风道、液冷升级。散热方面，公司技术包括：IP20 直通风技术、IP65 独立风道技术和 IP65 液冷技术。

- ✓ **直通风：**为公司最早推出的散热技术，主要应用于早期的直流快充桩。随着直流充电业务功率持续提升，快充逐步向超充、兆瓦级超充演进，对产品的散热能力和防护性能提出更高要求，IP65 独立风道和 IP65 液冷技术应运而生。
- ✓ **独立风道&液冷技术：**防护等级较高，产品故障率较低，全生命周期可达 8-10 年，能有效帮助客户端降低售后运维成本。主要适配：1）环境较为复杂的场景，可有效抵御灰尘、盐雾、湿气等环境因素的侵蚀；2）分布式特点的场景，例如目的地充电场景下，主要采用小功率直流充电产品，该类产品倾向于采用防护性能更高的技术平台，减少售后维修频次、降低运维管理难度。3）液冷技术在噪音控制上具有优势，适配对噪音要求较高的区域。

3.2. 出海：欧洲为海外收入最高市场，海外毛利率显著高于国内

公司为行业内较早出海的企业之一，积累了丰富的开拓和布局经验。公司在产品认证、客户拓展和售后维护方面具有先发优势。欧洲是公司最早布局且销售占比最高的海外核心区域，目前来看长期增长仍有空间。在东南亚和北美，公司已建立本地制造能力，能够快速响应海外市场需求，降低贸易风险。

欧洲是公司海外收入占比最大区域。2022-2024 年，公司境外收入分别为 5.1、6.1 4.2 亿元，营收占比分别为 52%、45%、28%。其中，2022-2024 年欧洲收入分别为 3.5、3.7、2.1 亿元，收入占比分别为 36%、27%、14%。

图 6：优优绿能按区域销售及占比

项目	2022年		2023年		2024年	
	金额（亿元）	比例（%）	金额（亿元）	比例（%）	金额（亿元）	比例（%）
境内小计	4.8	48%	7.6	55%	10.7	72%
其中：华东地区	3.0	31%	5.0	36%	6.2	42%
华南地区	0.9	9%	1.3	9%	1.9	13%
华中地区	0.4	4%	0.6	4%	1.3	8%
其他	0.4	4%	0.8	6%	1.3	9%
境外小计	5.1	52%	6.1	45%	4.2	28%
其中：欧洲	3.5	36%	3.7	27%	2.1	14%
亚洲	1.5	15%	2.1	15%	1.7	11%
其他	0.1	1%	0.4	3%	0.5	3%
合计	9.9	100%	13.7	100%	15.0	100%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

分国家看，欧洲意大利、西班牙，亚洲韩国、菲律宾收入占比较高。从主要国家收入占比看，欧洲的意大利收入占比最高，2022-2024 年收入分别为 2.7、2.2、1.2 亿元，在公司境外收入占 53%、36%、27%；西班牙收入 0.3、0.5、0.5 亿元，占比 5%、9%、12%。亚洲地区 2022-2024 年韩国收入 0.8、1.3、0.7 亿元，境外营收占比 15%、21%、17%，菲律宾收入 0.7、0.4、0.6 亿元，境外营收占比 13%、6%、13%。

图 7：优优绿能按主要国家或地区销售分布（亿元、%）

项目	2022年		2023年		2024年	
	金额（亿元）	比例（%）	金额（亿元）	比例（%）	金额（亿元）	比例（%）
欧洲	3.5	69%	3.7	60%	2.1	48%
其中：意大利	2.7	53%	2.2	36%	1.2	27%
西班牙	0.3	5%	0.5	9%	0.5	12%
斯洛伐克	0.1	1%	0.0	1%	0.1	2%
波兰	0.1	3%	0.2	3%	0.0	0%
其他	0.3	6%	0.7	12%	0.3	7%
亚洲	1.5	29%	2.1	34%	1.7	40%
其中：韩国	0.8	15%	1.3	21%	0.7	17%
菲律宾	0.7	13%	0.4	6%	0.6	13%
其他	0.0	1%	0.4	6%	0.4	10%
其他各洲	0.1	2%	0.4	6%	0.5	12%
境外小计	5.1	100%	6.1	100%	4.2	100%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

海外毛利率明显高于国内，带来更高利润。从 2020-2024 年，2022 年为海外收入占比最高的年份，营收 5.1 亿元，收入占比高达 52%。2024 年海外收入 4.2 亿元，收入同比下降 31%，我们认为或与行业需求相关。虽然收入同比下降，但毛利率提升，2024 年达 50.2%，同比增加 4.2pct，比 2024 年国内毛利率高 26.1pct。

图 8：优优绿能国内、海外收入及毛利率（亿元、%）

	单位	2020	2021	2022	2023	2024
国内						
营收	亿元	1.7	3.3	4.8	7.6	10.7
YOY			95%	46%	60%	41%
毛利率	%	24.3%	20.0%	20.5%	22.8%	24.1%
营收占比	%	80%	76%	48%	55%	72%
海外						
营收	亿元	0.4	1.0	5.1	6.1	4.2
YOY			150%	393%	20%	-31%
毛利率	%	49.5%	46.3%	41.6%	46.0%	50.2%
营收占比	%	20%	24%	52%	45%	28%
营收	亿元	2.1	4.3	9.9	13.8	15.0
YOY			105%	129%	39%	9%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3.3. 客户：与国内外知名客户建立合作，包括美国、欧洲等海外市场

凭借高品质的产品和快速响应的服务，公司与众多知名客户建立长期稳定的合作关系。公司客户包括充电桩生产商、换电设备生产商、充电站运营商、换电站运营商、新能源汽车厂商等类型客户。主要知名客户包括万帮数字、ABB、BTC POWER、Chaevi、玖行能源、蔚来、Flextronics 等。2024 年公司前五大客户为万帮数字、ABB、蔚来、BTC POWER、玖行能源，营收分别为 1.9、1.2、0.8、0.6、0.5 亿元，收入占比分别为 13%、8%、5%、4%、3%，前五家合计 33%。

- ✓ **万帮数字**：公司主要供应 20KW、30KW、40KW 充电模块。万邦数字专注于新能源汽车充电设备的研发制造与充电网络运营，核心品牌为星星充电，产品线涵盖交直流充电设备、充电枪头、智能电柜、换电设备等。
- ✓ **ABB**：公司主要供应 20KW、30KW、40KW 充电模块。ABB 集团总部位于瑞士苏黎世，是全球电力和自动化技术领域的领导厂商。
- ✓ **BTC POWER**：公司主要供应 30KW、40KW 充电模块。是北美市场电动汽车充电系统制造商，总部位于美国加利福尼亚州，生产制造基地位于菲律宾，隶属于德国能源公司意昂集团(E.ON)。BTC POWER 主要客户包括美国电动汽车充电网络巨头 Electrify America、英荷壳牌(SHELL)、亚马逊(Amazon)等。
- ✓ **Flex**：公司主要供应 30KW 充电模块。伟创力成立于 1969 年，是领先的从概念成型到规模量产解决方案供应商。
- ✓ **Wall Box Chargers**：公司主要供应 30KW、40KW 充电模块。Wall Box Chargers 总部位于西班牙巴塞罗那，主要产品包括交流充电桩和直流充电桩，在西班牙巴塞罗那、中国苏州、美国得克萨斯州等地设有生产基地。
- ✓ **中恒**：公司主要供应 20KW、30KW、40KW 充电模块。基于电源领域的技术平台优势，中恒电气是国内最早从事新能源汽车充电桩研发、生产的企业之一，也是国内充电桩设备主流厂家。

图 9：优优绿能前 5 大客户

年度	排名	客户名称	营业收入(亿元)	占营业收入的比例(%)
2024年	1	万帮数字	1.9	13%
	2	ABB	1.2	8%
	3	蔚来	0.8	5%
	4	BTC POWER	0.6	4%
	5	玖行能源	0.5	3%
		合计	5.0	33%
2023年	1	ABB	2.3	17%
	2	万帮数字	2.1	15%
	3	Chaevi	0.7	5%
	4	蔚来	0.6	5%
	5	BTC POWER	0.4	3%
		合计	6.2	45%
2022年	1	ABB	2.8	28%
	2	万帮数字	1.9	20%
	3	BTC POWER	0.7	7%
	4	玖行能源	0.4	4%
	5	Daeyoung	0.4	4%
		合计	6.1	62%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

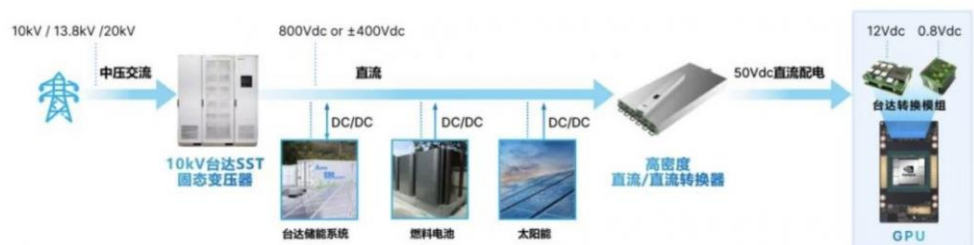
4. 行业延展性强，重视研发投入

4.1. 行业：电源模块延展性强，有望延伸至数据中心

电源模块下游延展性强，充电桩之外可用于数据中心。高压直流供电模块可用于数据中心直流供配电领域。HVDC 产品包括 240V、336V、750V 三个电压等级，对应 20kw、30kw 等多个功率等级电源模块，与充电桩模块类似。

数据中心供电从交流逐步转向直流，利好电源模块。高压直流电源（HVDC）是数据中心供电从交流到直流的一次变革，HVDC 从 AC380V 输入到直流输出精简拓扑，减少一级电力变换，并支持电池系统直接并联供电，确保后端负载的安全运行，精简结构也提升系统可靠性。随着 AI 智算的兴起，HVDC 和巴拿马也在与时俱进，台达已经推出 DC800V 和 DC400V 电压输出的产品规格。

图 10：HVDC 数据中心电源架构



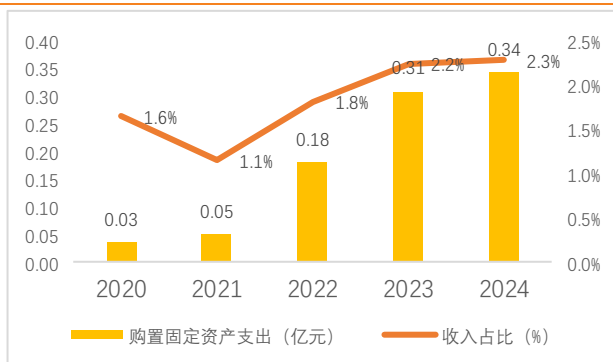
资料来源：中国计算机用户协会数据中心分会官网、天风证券研究所

4.2. 轻资产模式，重视研发投入

公司轻资产，主要资源投入核心技术和新产品的开发，其它生产工序外协。2022-2024 年，公司购置固定资产支出 0.18、0.31、0.34 亿元，收入占比仅为 1.8%、2.2%、2.3%。优优绿能是一家以研发和技术为驱动的高新技术企业，主要资源投入于核心技术和新产品的开发、设计中，除涉及核心商业机密的软件烧录工序外，公司其他生产工序，包括 SMT（贴片）、DIP（插件）、组装、测试、老化和包装均涉及外协生产。

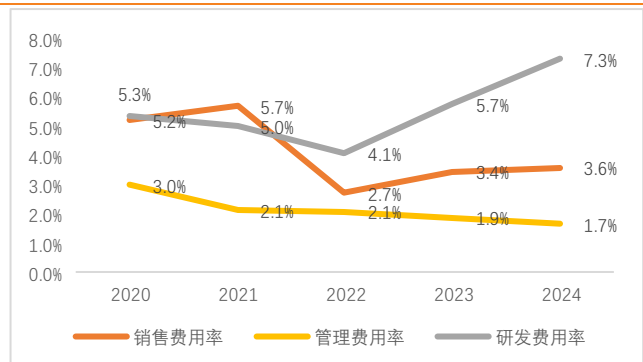
公司重视研发，2024 年研发费用率远高于销售、管理费用率。从费用情况看，公司 2024 年研发、销售、管理费用分别为 1.09、0.54、0.25 亿元，研发、销售、管理费用率分别为 7.3%、3.6%、1.7%。

图 11：优优绿能资本开支（亿元）及收入占比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：优优绿能销售、管理、研发费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 预计 2025-2027 年营收 13.5、16.2、19.5 亿元，同增 -10%、20%、20%，归母净利润 2.0、3.0、4.1 亿元，同比增长 -21%、48%、37%

预计 2025-2027 年营收 13.5、16.2、19.5 亿元，同增 -10%、20%、20%。分业务看，充电模块是最主要增长点，电力线缆及其它目前收入规模较小。产品端，看好公司产品升级，新产品带来更高利润率；从收入结构看，看好海外需求恢复及公司在海外市占率提升，带来毛利率进一步提升。预计 2025-2027 年归母净利润 2.0、3.0、4.1 亿元，同比增长 -21%、48%、37%。

- ✓ **充电模块：**预计 2025-2027 年营业收入 12.7、15.2、18.3 亿元，同比增长 -10%、20%、20%。毛利率方面，我们预计 2025-2027 年充电模块毛利率分别为 28%、30%、32%。
- ✓ **电力线缆及其它：**预计 2025-2027 年营业收入 0.8、1.0、1.2 亿元，同比增长 -10%、25%、25%；预计 2025-2027 年电力线缆及其它毛利率分别为 40%、41%、42%。

表 1：优优绿能盈利预测

		单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E
充电模块	收入	亿元	13.3	14.1	12.7	15.2	18.3
	YOY	%		6%	-10%	20%	20%
	毛利率	%	32.8%	30.8%	28.0%	30%	32%
电力线缆及其它	收入	亿元	0.45	0.86	0.8	1.0	1.2
	YOY	%		93%	-10%	25%	25%
	毛利率	%	44.7%	41.8%	40%	41%	42%
其它业务	收入	亿元	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	YOY	%		-12%	-10%	30%	30%
	毛利率	%	-39.1%	11.6%	11%	12%	13%
	营业收入	亿元	13.8	15.0	13.5	16.2	19.5
	YOY	%		9%	-10%	20%	20%
	毛利率	%	33.1%	31.5%	28.7%	30.6%	32.6%
	归母/收入	%	19.5%	17.1%	15%	19%	21%
	归母净利	亿元	2.7	2.6	2.0	3.0	4.1
	YOY	%		-4.6%	-21%	48%	37%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.2. 给予 2026 年 PE 40X，给予“买入”评级

与同类充电模块/充电桩企业相比，通合科技、盛弘股份、特锐德 2026 年 PE 分别为 41、17、17x，考虑公司海外收入占比有望提升及产品升级迭代，2026、2027 年归母净利润快速增长，以及品类开拓有望延伸至数据中心领域，给予 2026 年 PE 40x，对应股价 285.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：同类企业估值对比（PE）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
通合科技	38	116	72	41	29
盛弘股份	23	20	22	17	14
特锐德	43	25	22	17	13

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，数据截止日期：2025.9.10

6. 风险提示

充电桩需求不及预期：若充电桩建设数量减少，影响充电模块需求。

海外业务开拓不及预期：公司海外业务占比高，若海外市场开拓不顺利，或影响公司收入及利润率。

行业竞争加剧：充电模块竞争激烈，若竞争加剧或影响公司利润率。

产品迭代进入放缓：电源模块功率往高功率迭代，若产品迭代放缓，可能进一步导致竞争加剧。

新下游开拓不顺利：电源模块可用于数据中心，若新下游开拓不顺利，可能影响公司业绩。

交易波动大：公司为新股，且产品可延展至数据中心等领域，交易波动较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	633.17	713.46	1,273.97	960.38	1,741.20
应收票据及应收账款	506.84	747.62	220.55	1,040.82	418.46
预付账款	1.61	0.84	1.82	1.08	2.43
存货	182.98	208.23	169.01	265.92	246.23
其他	20.90	31.45	24.69	30.86	27.32
流动资产合计	1,345.51	1,701.60	1,690.04	2,299.05	2,435.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	28.70	41.81	31.62	24.03	20.95
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.61	0.56	0.50	0.43	0.36
其他	43.02	53.46	45.24	45.71	44.44
非流动资产合计	72.33	95.83	77.36	70.17	65.76
资产总计	1,417.84	1,797.43	1,767.40	2,369.22	2,501.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	396.67	515.58	294.27	679.09	443.55
其他	185.22	167.35	195.88	169.11	212.04
流动负债合计	581.89	682.94	490.15	848.20	655.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	72.19	90.17	81.18	85.68	83.43
非流动负债合计	72.19	90.17	81.18	85.68	83.43
负债合计	654.08	773.11	571.33	933.87	739.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	31.50	31.50	42.00	42.00	42.00
资本公积	303.57	308.00	308.00	308.00	308.00
留存收益	428.68	684.71	846.03	1,085.29	1,412.30
其他	0.01	0.10	0.04	0.05	0.06
股东权益合计	763.76	1,024.32	1,196.07	1,435.35	1,762.37
负债和股东权益总计	1,417.84	1,797.43	1,767.40	2,369.22	2,501.39

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	268.38	256.03	201.64	299.08	408.76
折旧摊销	9.80	15.72	15.26	15.66	13.14
财务费用	(0.32)	(0.20)	(5.19)	(5.84)	(7.06)
投资损失	(8.13)	(8.40)	(9.00)	(10.00)	(11.00)
营运资金变动	114.07	(178.25)	379.74	(561.16)	450.97
其它	(97.48)	28.46	(0.01)	0.00	0.00
经营活动现金流	286.33	113.37	582.44	(262.25)	854.81
资本支出	(2.75)	7.75	13.99	3.50	12.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.01	(33.46)	(9.97)	(1.50)	(11.25)
投资活动现金流	17.26	(25.70)	4.02	2.00	1.00
债权融资	9.64	6.91	3.95	6.46	6.75
股权融资	7.10	(45.87)	(29.89)	(59.80)	(81.74)
其他	(55.78)	38.16	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(39.04)	(0.80)	(25.95)	(53.35)	(74.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	264.56	86.86	560.51	(313.60)	780.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,375.61	1,497.45	1,347.70	1,621.18	1,950.33
营业成本	919.81	1,026.29	961.16	1,124.32	1,314.33
营业税金及附加	8.47	4.38	5.39	4.86	5.46
销售费用	47.38	53.59	44.47	46.20	51.68
管理费用	25.81	24.77	21.56	21.08	23.01
研发费用	79.09	109.41	99.06	111.37	128.72
财务费用	(7.70)	(4.43)	(5.19)	(5.84)	(7.06)
资产/信用减值损失	(13.27)	(20.14)	(15.00)	(11.00)	(8.00)
公允价值变动收益	0.00	0.01	(0.01)	0.00	0.00
投资净收益	8.13	8.40	9.00	10.00	11.00
其他	6.60	13.06	14.00	16.00	17.00
营业利润	304.19	284.76	229.24	334.17	454.18
营业外收入	0.04	0.20	0.20	0.30	0.40
营业外支出	0.02	0.23	0.30	0.30	0.40
利润总额	304.21	284.73	229.14	334.17	454.18
所得税	35.82	28.70	27.50	35.09	45.42
净利润	268.38	256.03	201.64	299.08	408.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	268.38	256.03	201.64	299.08	408.76
每股收益（元）	8.52	8.13	4.80	7.12	9.73

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	39.24%	8.86%	-10.00%	20.29%	20.30%
营业利润	35.57%	-6.39%	-19.50%	45.77%	35.91%
归属于母公司净利润	36.84%	-4.60%	-21.24%	48.32%	36.67%
获利能力					
毛利率	33.13%	31.46%	28.68%	30.65%	32.61%
净利率	19.51%	17.10%	14.96%	18.45%	20.96%
ROE	35.14%	25.00%	16.86%	20.84%	23.19%
ROIC	309.16%	267.88%	74.00%	-254.72%	91.94%
偿债能力					
资产负债率	46.13%	43.01%	32.33%	39.42%	29.54%
净负债率	-82.05%	-68.77%	-105.86%	-66.32%	-98.34%
流动比率	2.31	2.49	3.45	2.71	3.72
速动比率	2.00	2.19	3.10	2.40	3.34
营运能力					
应收账款周转率	3.34	2.39	2.78	2.57	2.67
存货周转率	7.41	7.66	7.14	7.45	7.62
总资产周转率	1.13	0.93	0.76	0.78	0.80
每股指标（元）					
每股收益	8.52	8.13	4.80	7.12	9.73
每股经营现金流	#DIV/0!	#DIV/0!	13.87	-6.24	20.35
每股净资产	24.25	32.52	28.48	34.17	41.96
估值比率					
市盈率	24.96	26.16	44.29	29.86	21.85
市净率	8.77	6.54	7.47	6.22	5.07
EV/EBITDA	0.00	0.00	31.06	23.13	15.75
EV/EBIT	0.00	0.00	33.13	24.24	16.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com