

科士达 (002518.SZ)

强烈推荐 (维持)

数据中心和户储都已进入向上的经营趋势

公司已迈入经营拐点，数据中心与户用储能双轮驱动，趋势向上。作为国内数据中心领军企业，持续加码投入，将直接受益于全球智算资本开支扩张。光储业务虽因大客户依赖及 2024 年行业下行致收入承压，但随市场回暖，有望稳步复苏。

□上半年业绩稳中有进，二季度利润增速亮眼。公司发布半年报业绩：25H1 公司营收 21.63 亿元，YOY +14.35%；归母净利润 2.55 亿元，YOY +16.49%；扣非净利润 2.37 亿元，YOY +14.33%。销售毛利率 28.99%，同比-3.01pct；销售净利率 11.88%，同比+0.51pct。单 Q2 看，营收 12.19 亿元，YOY +15.00%，QOQ +29.25%；归母净利润 1.44 亿元，YOY +51.58%，QOQ +29.93%；扣非净利润 1.33 亿元，YOY +46.30%，QOQ +29.48%。减值方面，公司去年 Q2 因为电芯存货减值等合计减值 0.69 亿元，今年仅减值 0.13 亿元，此项大幅减少。

□分业务拆分看：第一，数据中心业务：25H1 营收 13.29 亿元，YOY +7.89%。毛利率 33.26%，毛利率同比 -2.56pct。半年报中的亮点有，1) 客户：公司已成为字节跳动、阿里巴巴、京东、万国、世纪互联等互联网客户主要供应商，其中字节跳动为首次提到。2) 液冷：针对单柜负荷高密场景，科士达推出 AquaCube 系列 CDU 及冷板式液冷系列一体化解决方案。第二，新能源业务：25H1 营收 8.13 亿元，YOY +26.38%。毛利率 20.81%，毛利率同比 -2.79pct。根据公司近期披露的投资者交流信息，24 年受欧洲客户储能库存积压的影响，公司新能源业务面临短期波动。25 年欧洲储能市场需求逐步回暖，叠加公司在全球范围内对新市场业务的持续拓展，公司新能源业务板块已重回增长通道。

□我们认为公司已经进入拐点：数据中心+户储都在进入向上的经营趋势。1) UPS 海外出现交期长的供应瓶颈问题，公司 Q3 开始在加速导入海外，而且通过做 UPS 将大幅提升公司做海外 HVDC 的概率。2) 公司此前大客户 Solaredge 自身经营出现问题。目前结合 Solaredg Q2 电话会指引，海外户储和工商储需求较好，其已经经营向好，或带动公司明年户储恢复性增长。

□投资建议：公司经营趋势向上，估算公司 2025-2026 年归母净利润分别 5.79、7.56 亿元，对应 PE34.7X、26.6X，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：数据中心建设不及预期、光储去库不及预期、市场竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5440	4159	4824	5816	6993
同比增长	24%	-24%	16%	21%	20%
营业利润(百万元)	1018	469	690	889	1035
同比增长	27%	-54%	47%	29%	16%
归母净利润(百万元)	845	394	579	756	869
同比增长	29%	-53%	47%	30%	15%
每股收益(元)	1.45	0.68	0.99	1.30	1.49
PE	23.7	50.9	34.7	26.6	23.1
PB	4.8	4.6	4.2	3.7	3.3

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：34.48 元

基础数据

总股本(百万股)	582
已上市流通股(百万股)	565
总市值(十亿元)	20.1
流通市值(十亿元)	19.5
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	34.1%
主要股东	宁波科士达创业投资合伙企业
主要股东持股比例	57.76%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	41	25	119
相对表现	32	12	80

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《科士达 (002518) —数据中心业务受益于 aIDC 发展，光储业务将开始恢复》2025-01-06

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

梁旭 S1090525080004

✉ liangxu1@cmschina.com.cn

图 1: 公司单季度营业收入情况

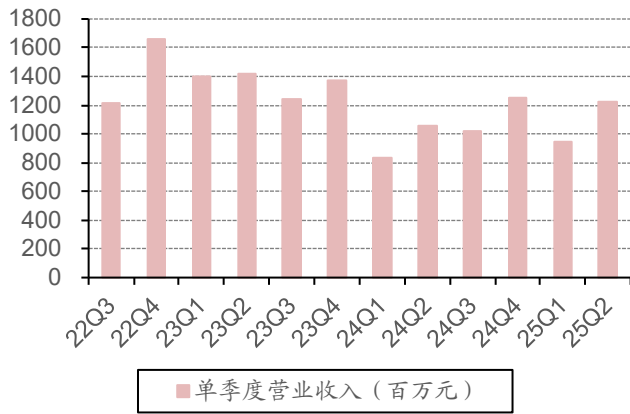
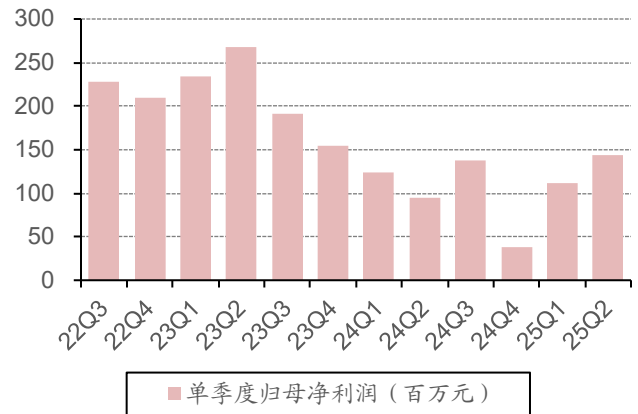


图 2: 公司季度归母净利润情况



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024H1	2025H1	同比变化(%)
营业收入	4,400.6	5,439.58	4,158.98	1,891.47	2,162.81	14.35%
营业成本	3,001.5	3,650.29	2,934.97	1,286.07	1,535.76	19.42%
毛利	1,399.1	1,789.29	1,224.01	605.40	627.05	3.58%
营业税金及附加	47.03	61.45	59.42	26.85	30.13	12.22%
销售费用	298.84	360.73	305.90	154.54	151.90	-1.71%
管理费用	110.69	130.74	126.43	61.11	55.07	-9.88%
研发费用	172.85	245.68	274.51	129.82	131.79	1.51%
财务费用	-22.54	-61.37	-80.30	-54.41	-43.06	-20.85%
信用减值损失	-37.50	-55.94	-84.05	-18.45	-5.07	-72.52%
资产减值损失	-23.62	-25.79	-36.09	-47.32	-10.65	-77.48%
公允价值变动净收益	0.55	0.05	0.91	0.43	0.22	-49.21%
投资净收益	24.92	0.46	9.35	4.93	4.48	-9.05%
资产处置收益	-0.80	0.10	-0.05	-0.00	0.00	-
其他收益	43.40	46.62	40.79	19.62	18.28	-6.82%
营业外收入	0.37	0.75	14.26	0.71	0.10	-85.27%
营业外支出	4.33	4.58	1.71	1.06	0.63	-40.32%
利润总额	795.26	1,013.72	481.49	246.32	307.94	25.01%
所得税	113.23	142.54	86.67	31.32	51.05	63.00%
净利润	682.03	871.18	394.82	215.00	256.89	19.48%
少数股东损益	25.55	25.70	0.61	-4.19	1.54	-
归属于母公司所有者的净利润	656.48	845.48	394.20	219.20	255.35	16.49%
非经常性损益	48.03	27.33	49.73	12.27	18.76	52.92%
扣非净利润	608.45	818.16	344.48	206.93	236.59	14.33%
主要比率						百分点变化
毛利率 (%)	31.79	32.89	29.43	32.01	28.99	(3.01)
销售费用率 (%)	6.79	6.63	7.36	8.17	7.02	(1.15)
管理费用率 (%)	2.52	2.40	3.04	3.23	2.55	(0.68)
研发费用率 (%)	3.93	4.52	6.60	6.86	6.09	(0.77)
财务费用率 (%)	(0.51)	(1.13)	(1.93)	(2.88)	(1.99)	0.89
归母净利率 (%)	14.92	15.54	9.48	11.59	11.81	0.22
扣非净利率 (%)	13.83	15.04	8.28	10.94	10.94	(0.00)

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024H1	2025H1	同比变化(%)
负债率 (%)	41.92	37.38	38.32	34.28	34.12	(0.17)
短期借款 (百万元)	64.84	112.54	274.36	45.00	0.00	-100.00%
一年内到期的非流动负债 (百万元)	3.48	3.77	15.71	3.37	15.53	361.27%
长期借款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	1729.61	1552.12	492.30	275.32	423.40	53.79%

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 (%)	29.75	26.20	36.84	82.05	68.49	(13.56)
存货营收比 (%)	21.76	20.23	25.21	54.78	49.63	(5.15)
销售商品、劳务获现金/营收 (%)	94.10	95.14	95.84	93.28	91.58	(1.70)
经营性现金流净额 (百万元)	859.13	515.40	491.27	(36.71)	136.83	-
经营现金流净额/税后净利润 (%)	125.97	59.16	124.43	(17.07)	53.26	70.34

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024H1	2025H1	百分点变化
归母净利率 (%)	14.92	15.54	9.48	11.59	11.81	0.22
总资产周转率 (%)	78.79	83.03	59.13	28.23	30.71	2.48
权益乘数	1.72	1.60	1.62	1.52	1.52	(0.00)
ROE (%)	19.87	21.77	9.20	5.21	5.80	0.59
ROA (%)	12.21	13.30	5.61	3.21	3.65	0.44
ROIC (%)	19.79	20.31	7.50	4.09	5.09	0.99

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024H1	2025H1	环比变化
固定资产	1003.59	1095.73	1066.02	1077.08	1132.19	6.21%
在建工程	130.50	123.71	227.67	151.73	193.35	-15.07%

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示

1、数据中心建设不及预期

公司数据中心产品主要受益于国内外数据中心建设加速，若后续建设进度不及预期，可能影响公司经营情况。

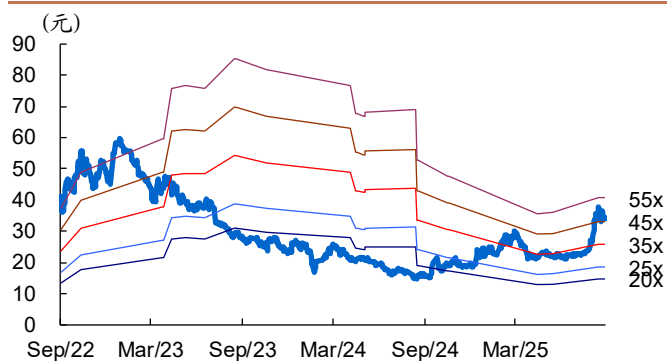
2、光储行业去库不及预期

公司光储业务 2024 年主要受到下游去库影响，收入下滑严重，若后续行业去库不及预期，公司光储业务可能持续承压。

3、行业竞争加剧

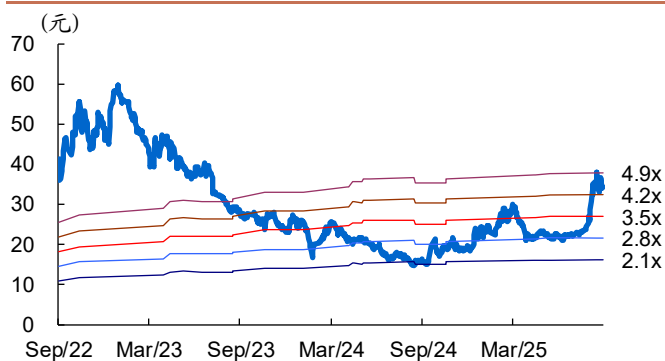
行业竞争加剧可能导致公司盈利能力下滑

图 3: 科士达历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 4: 科士达历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《科士达（002518）—数据中心业务受益于 aIDC 发展，光储业务将开始恢复》2025-01-06

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	4513	4188	4418	5350	6502
现金	1552	492	416	654	979
交易性投资	240	597	597	597	597
应收票据	47	33	38	46	56
应收款项	1378	1499	1739	2097	2521
其它应收款	21	26	30	36	43
存货	1100	1049	1026	1232	1478
其他	174	492	571	688	828
非流动资产	2370	2996	2938	2886	2839
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	1096	1066	1039	1014	991
无形资产商誉	260	263	237	213	192
其他	1013	1666	1661	1657	1654
资产总计	6883	7185	7356	8236	9340
流动负债	2282	2466	2191	2489	2949
短期借款	113	274	90	0	0
应付账款	1616	1679	1710	2054	2463
预收账款	187	282	171	205	246
其他	367	230	221	229	240
长期负债	290	287	287	287	287
长期借款	0	0	0	0	0
其他	290	287	287	287	287
负债合计	2573	2753	2478	2775	3236
股本	587	582	582	582	582
资本公积金	531	536	536	536	536
留存收益	3104	3231	3676	4258	4900
少数股东权益	88	83	84	85	86
归属于母公司所有者权益	4222	4349	4794	5376	6018
负债及权益合计	6883	7185	7356	8236	9340

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	515	491	171	404	476
净利润	871	395	580	757	870
折旧摊销	103	105	117	111	106
财务费用	3	6	(90)	(100)	(80)
投资收益	(0)	(9)	(55)	(55)	(55)
营运资金变动	(444)	(17)	(383)	(314)	(373)
其它	(17)	12	3	6	7
投资活动现金流	(865)	(1102)	(3)	(3)	(3)
资本支出	(182)	(167)	(58)	(58)	(58)
其他投资	(683)	(935)	55	55	55
筹资活动现金流	38	(473)	(244)	(163)	(147)
借款变动	105	(286)	(200)	(90)	0
普通股增加	4	(5)	0	0	0
资本公积增加	29	5	0	0	0
股利分配	(204)	(264)	(134)	(174)	(227)
其他	103	77	90	100	80
现金净增加额	(312)	(1084)	(76)	238	326

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5440	4159	4824	5816	6993
营业成本	3650	2935	3420	4108	4926
营业税金及附加	61	59	72	87	105
营业费用	361	306	328	384	462
管理费用	131	126	130	145	175
研发费用	246	275	299	337	406
财务费用	(61)	(80)	(90)	(100)	(80)
资产减值损失	(82)	(120)	(30)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
其他收益	47	41	50	50	50
投资收益	0	9	5	5	5
营业利润	1018	469	690	889	1035
营业外收入	1	14	5	5	5
营业外支出	5	2	5	5	5
利润总额	1014	481	690	889	1035
所得税	143	87	110	133	165
少数股东损益	26	1	1	1	1
归属于母公司净利润	845	394	579	756	869

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	24%	-24%	16%	21%	20%
营业利润	27%	-54%	47%	29%	16%
归母净利润	29%	-53%	47%	30%	15%
获利能力					
毛利率	32.9%	29.4%	29.1%	29.4%	29.6%
净利率	15.5%	9.5%	12.0%	13.0%	12.4%
ROE	21.8%	9.2%	12.7%	14.9%	15.3%
ROIC	20.3%	6.9%	10.4%	12.9%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	37.4%	38.3%	33.7%	33.7%	34.6%
净负债比率	1.7%	4.0%	1.2%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.7	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.5	1.3	1.5	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.5	2.7	3.3	3.6	3.6
应收账款周转率	4.0	2.8	2.9	3.0	3.0
应付账款周转率	2.1	1.8	2.0	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.45	0.68	0.99	1.30	1.49
每股经营净现金	0.89	0.84	0.29	0.69	0.82
每股净资产	7.25	7.47	8.23	9.23	10.34
每股股利	0.45	0.23	0.30	0.39	0.45
估值比率					
PE	23.7	50.9	34.7	26.6	23.1
PB	4.8	4.6	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	21.2	46.3	30.8	24.5	20.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。