



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 09 月 10 日

基础数据

09 月 09 日收盘价（元）	26.76
总市值（亿元）	150.81
总股本（亿股）	5.64

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：王帅

S0190521110001
wangshuai21@xyzq.com.cn

分析师：孙翌续

S0190522010001
sunzhaoxu@xyzq.com.cn

中恒电气(002364.SZ)

数据中心业务快速成长，AI 浪潮下迎来成长机遇

投资要点：

- 事件：公司发布 2025 年半年报，2025 年 H1 公司实现营业收入 8.91 亿元，同比增加 14.27%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比减少 30.19%，实现扣非归母净利润 0.45 亿元，同比增长 15.39%。其中 2025 年 Q2 单季，公司实现营业收入 5.03 亿元，同比增加 16.87%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比减少 52.30%；实现扣非归母净利润 0.26 亿元，同比下降 11.25%。子公司受到收入确认进度的影响，利润出现明显下滑，是上半年利润增速的主要拖累。
- 数据中心业务是增长主要动力。2025H1 公司数据中心电源业务收入 4.07 亿元，同比增长 60.60%，是上半年公司业务增长的主要贡献来源。公司面向数据中心、智算中心等应用场景提供 HVDC 电源、预制化 Panama 电力模组、精密配电等智能供电产品，已广泛应用于互联网、第三方 colo 数据中心、智算中心、超算中心、通信运营商、金融政企等数据中心场景。数据中心 HVDC 技术路线相较于传统的 UPS 具有高效率、高可靠性、易维护性、易扩容性以及低成本性等优势。中恒电气作为国内 HVDC 头部企业有望受益于 AI 发展趋势。
- 新能源在数据中心中的应用可能成为未来 HVDC 渗透率提升的助推因素之一。海外出于供电稳定考虑，一些运营商转向使用现场电源的微电网，包括燃料电池，光伏+储能组合等方式来提升供电稳定性，直流供电的方式更加便于现场电源的接入。国内市场来看，随着政策上对于绿电应用提出越来越多要求，光伏、风电等新能源在数据中心中的应用有望提升。如今直流在数据中心供电设备中应用愈发成熟，服务器功率的提升也增加了高压系统的效率优势，HVDC 的应用场景有望拓宽。
- 物理瓶颈有望推动海外市场 800 V HVDC 的应用。当前 54V DC 的供电架构在机架功率超过 200 KW 后，机架空间将达到物理极限，800V HVDC 应用有望加速落地，本轮技术迭代和海外需求的高景气，为国内厂商导入海外优质供应链提供了极佳的时间窗口。公司作为国内 HVDC 市场的领先企业，目前也在积极进行海外布局，海外市场拓展的期权兑现是公司未来重要成长来源。
- 投资建议：预计 2025-2027 年公司归母净利润 1.90/2.60/3.55 亿元，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期；公司海外拓展不及预期；HVDC 渗透率提升不及预期。

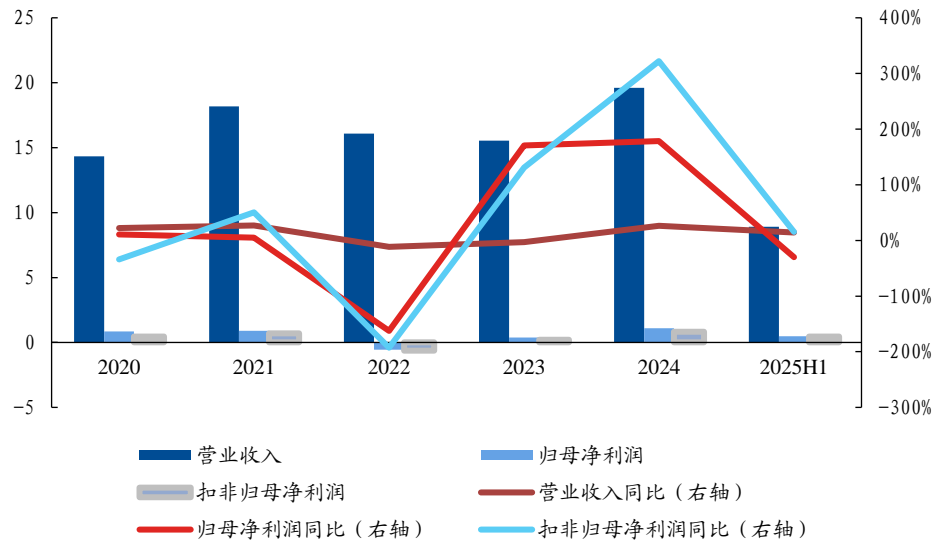
主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1962	2325	2705	3100
同比增长	26.1%	18.5%	16.3%	14.6%
归母净利润（百万元）	110	190	260	355
同比增长	178.5%	73.5%	36.9%	36.1%
毛利率	26.2%	25.6%	26.2%	26.6%
ROE	4.5%	7.6%	9.9%	12.7%
每股收益（元）	0.19	0.34	0.46	0.63
市盈率	137.6	79.3	57.9	42.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

公司发布 2025 年半年报，2025 年 H1 公司实现营业收入 8.91 亿元，同比增加 14.27%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比减少 30.19%，实现扣非归母净利润 0.45 亿元，同比增长 15.39%。其中，公司子公司杭州中恒云能源互联网技术有限公司受到收入确认进度的影响，利润出现明显下滑，是上半年利润增速的主要拖累。

图1、2025H1 公司收入利润（亿元）

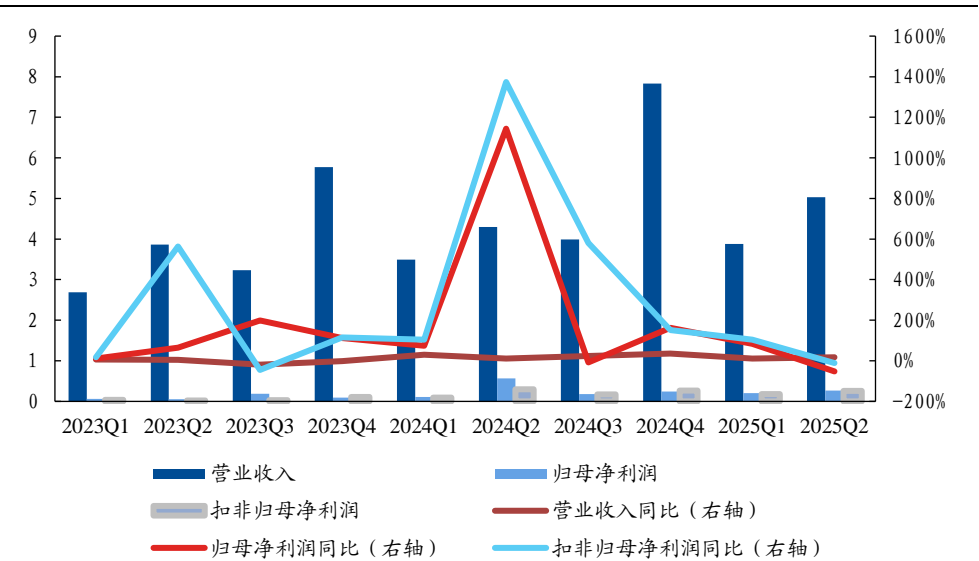


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

其中 2025 年 Q2 单季，公司实现营业收入 5.03 亿元，同比增加 16.87%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比减少 52.30%；实现扣非归母净利润 0.26 亿元，同比下降 11.25%。

分业务来看，2025H1 公司数据中心电源业务收入 4.07 亿元，同比增长 60.60%，是上半年公司业务增长的主要贡献来源。公司面向数据中心、智算中心等应用场景提供 HVDC 电源、预制化 Panama 电力模组、精密配电等智能供电产品，已广泛应用于互联网、第三方 colo 数据中心、智算中心、超算中心、通信运营商、金融政企等数据中心场景。公司牵头制订了《信息通信用 240V/336V 直流供电系统技术要求和试验方法》国家标准，并凭借“信息通信用 240V/336V 直流供电系统”入选工信部制造业单项冠军示范企业。

图2、2025Q2 公司收入利润（亿元）

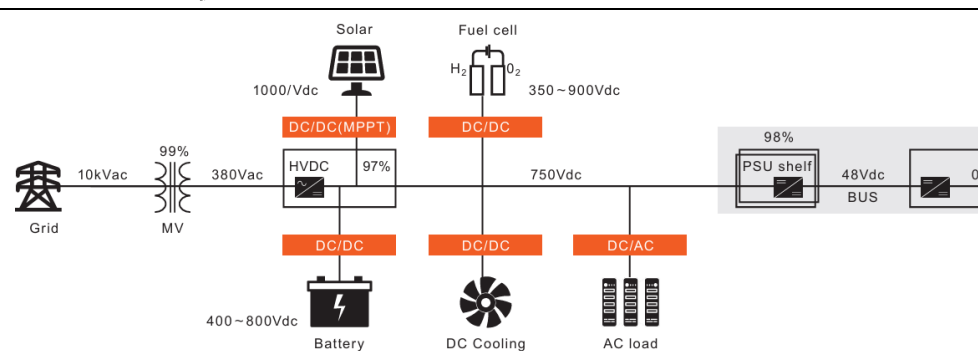


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据中心 HVDC 技术路线相较于传统的 UPS 具有高效率、高可靠性、易维护性、易扩容性以及低成本等优势。HVDC 在头部互联网厂商自建数据中心中的渗透率较高。目前头部厂商中，百度、腾讯、阿里等均已引入了 HVDC 电源。

随着 AI 产业的发展，数据中心能耗和稳定性要求不断提升，国内外主流供应商纷纷提出新一代、拥有更高输出电压的 HVDC 方案。其中，百度于 2024 年推出“瀚海”直流电源，其配备有高达 750V 的输出柜。中恒电气作为国内 HVDC 头部企业有望受益于 AI 发展趋势。

图3、直流供电模式便于现场电源接入



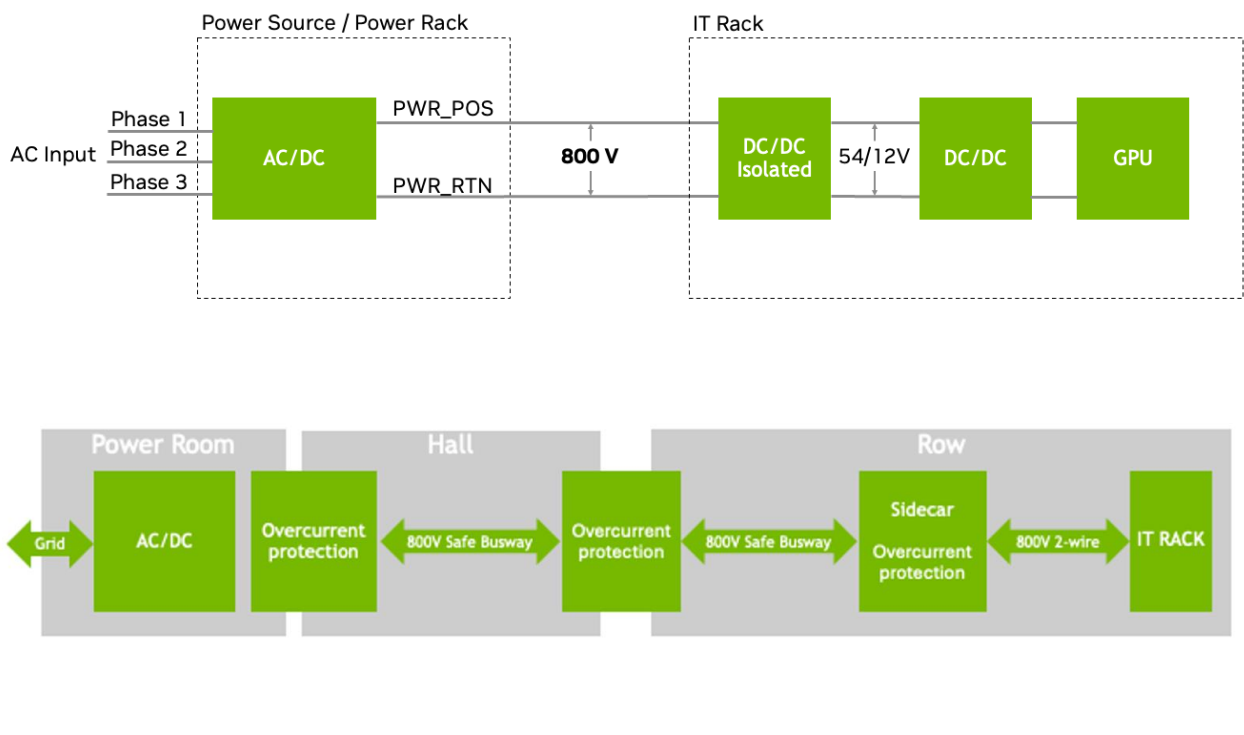
数据来源：VERTIV 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

新能源在数据中心中的应用可能成为未来 HVDC 渗透率提升的助推因素之一。美国电网稳定性较差，数据中心通常会选择与核电、气电等稳定电源签订直连保供协议。一些运营商也在转向使用现场电源的微电网，包括燃料电池，光伏+储能组合等方式来提升供电稳定性，直流供电的方式更加便于现场电源的接入。国内市

场来看，随着政策上对于绿电应用提出越来越多要求，光伏、风电等新能源在数据中心中的应用有望提升。如今直流在数据中心供电设备中应用愈发成熟，服务器功率的提升也增加了高压系统的效率优势，HVDC 的应用场景有望拓宽。

海外 HVDC 应用较早，但是渗透情况较差。2000 年后美国数据中心市场曾尝试推广 HVDC 电源供电，包括英特尔、IBM、惠普、摩根大通等都曾采用过直流方案，但是前期服务器功率较低，效率差异不显著，且直流系统的安全防护较为困难，配电设施成本高，辅助设施直流供电不成熟，HVDC 的推广出现停滞，因此近年来逐步淡出了市场。目前仅微软、Meta、英特尔部分新建数据中心中采用 HVDC。

图4、英伟达 800V HVDC 架构



数据来源：英伟达官网，兴业证券经济与金融研究院整理

物理瓶颈有望推动海外市场 800 V HVDC 的应用。当前 54V DC 的供电架构在机架功率超过 200 KW 后，机架空间将达到物理极限，此外根据英伟达数据，MW 级机架应用后，1 GW 数据中心的母线需要多达 50 万吨铜，材料成本和热损耗都超出了下游客户的承受能力，更高电压等级的供电系统应用在机架功率不断提升的背景下势在必行。

由于数据中心供电系统在 AIDC 中成本占比较低，可靠性要求高，因此海外厂商供应链历史来看稳定性强，前期国内相关厂商在海外 AIDC 电气设备供应链中占比较低，本轮技术迭代和海外需求的高景气，为国内厂商导入海外优质供应链提

供了极佳的时间窗口，有望带来的收入和利润共振提升。公司作为国内 HVDC 市场的领先企业，目前也在积极进行海外布局，海外市场拓展期权的兑现是公司未来的重要成长来源。

投资建议：预计 2025-2027 年公司归母净利润 1.90/2.60/3.55 亿元，按照 2025 年 9 月 9 日收盘价计算，市盈率为 79.3/57.9/42.5 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期；公司海外拓展不及预期；HVDC 渗透率提升不及预期。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2918	3287	3740	4250
货币资金	702	829	984	1188
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1059	1254	1448	1650
预付款项	20	21	24	27
存货	696	787	878	969
其他	440	397	406	415
非流动资产	868	928	893	857
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	375	352	328	302
在建工程	1	1	1	1
无形资产	58	55	51	48
商誉	20	15	10	5
其他	408	499	497	496
资产总计	3785	4215	4632	5108
流动负债	1315	1673	1955	2247
短期借款	4	14	24	34
应付票据及应付账款	1005	1297	1498	1706
其他	306	361	433	507
非流动负债	12	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	12	11	11	11
负债合计	1328	1684	1966	2258
股本	564	564	564	564
未分配利润	733	798	886	1005
少数股东权益	28	33	41	52
股东权益合计	2458	2531	2666	2850
负债及权益合计	3785	4215	4632	5108

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	110	190	260	355
折旧和摊销	52	48	48	48
营运资金的变动	265	81	-70	-74
经营活动产生现金流量	468	303	240	331
资本支出	-8	-14	-14	-14
长期投资	-120	0	0	0
投资活动产生现金流量	-122	-61	39	47
债权融资	-126	10	10	10
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-144	-115	-125	-173
现金净变动	202	127	155	205

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1962	2325	2705	3100
营业成本	1449	1730	1997	2275
税金及附加	15	18	21	24
销售费用	115	116	122	124
管理费用	99	105	108	109
研发费用	160	163	168	171
财务费用	-11	-6	-7	-8
投资收益	34	47	54	62
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	8	5	-10	-10
资产减值损失	-59	-30	-35	-40
营业利润	137	235	322	437
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	135	233	320	435
所得税	22	37	51	70
净利润	113	196	268	365
少数股东损益	3	6	8	11
归属母公司净利润	110	190	260	355
EPS(元)	0.19	0.34	0.46	0.63

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	26.1%	18.5%	16.3%	14.6%
营业利润增长率	348.3%	71.5%	36.6%	35.9%
归母净利润增长率	178.5%	73.5%	36.9%	36.1%
盈利能力				
毛利率	26.2%	25.6%	26.2%	26.6%
归母净利率	5.6%	8.2%	9.6%	11.4%
ROE	4.5%	7.6%	9.9%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	35.1%	40.0%	42.5%	44.2%
流动比率	2.22	1.96	1.91	1.89
速动比率	1.37	1.27	1.27	1.29
营运能力				
资产周转率	55.4%	58.1%	61.2%	63.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.19	0.34	0.46	0.63
每股经营现金	0.83	0.54	0.43	0.59
估值比率(倍)				
PE	137.6	79.3	57.9	42.5
PB	6.2	6.0	5.7	5.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn