

通合科技（300491）

博物通达，迎 AI 时代机遇

在充电模块领域，经历长期洗牌，2024 年通合在国内市占率前四，位于第一梯队。数据中心 HVDC 电源模块有望为公司带来新成长曲线。

充电模块行业领先，向电网、航天等领域延展

充电模块向高功率、宽电压升级，公司响应市场需求产品快速迭代，相继推出高功率产品，高性能与性价比兼备。

经历长期洗牌，行业集中度已大幅提升。电动车销量增长带动充电桩需求快速增长，但充电模块价格从 2015 年的约 0.8 元/瓦，降至 2019 年末的 0.13 元/瓦左右。因价格竞争，部分技术和服务跟不上企业被迫淘汰或转型，主要充电模块供应商由 2015 年的 30 多家下降至 2023 年 10 家左右。

公司向其它下游领域延展，1）智能电网：公司产品包括电力电源、通信电源、消防电源、配网电源、交流不间断电源等。2）航空航天领域：公司拓展特种电源，实现电源国产化。

HVDC 核心器件，有望进入海外算力供应链

数据中心 HVDC 电源模块有望为公司带来新成长曲线：

- 1）技术具有共通性：在充电桩中，电流经过 AC-DC 变化，转化为电压固定的直流电，并通过 DC-DC 转化为输出可调的直流电源，结构与数据中心 HVDC 架构类似；
- 2）电源模块有望进入海外算力链：全球科技巨头引领供电架构创新，无论是英伟达推动的 800V HVDC 架构，还是谷歌、Meta 探索的高压直流方案，高压直流（HVDC）成主流趋势；
- 3）计划扩产&资本开支加速：公司在 2025 年 8 月发行可转债预案，募集金额不超过 5.2 亿元拟投资于数据中心用供电系统及模块研发生产。此外，公司在建工程金额 25H1 明显提速。

盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营收 13.3、16.9、21.9 亿元，同增 10%、27%、30%；归母净利润 0.8、1.8、2.6 亿元，同比增长 233%、123%、48%。与同类充电模块/充电桩/电源企业相比，优优绿能、盛弘股份、中恒电气 2026 年 PE 分别为 28、18、60X，考虑公司数据中心 HVDC 电源模块有望带来新增长曲线，2026、2027 年归母净利润快速增长，以及特种电源需求有望保持较高增速，给予 2026 年 PE 43x，对应股价 43.7 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、信息披露规范性需持续加强

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,008.57	1,209.14	1,329.01	1,690.26	2,193.58
增长率(%)	57.80	19.89	9.91	27.18	29.78
EBITDA(百万元)	244.00	215.96	132.76	210.38	304.48
归属母公司净利润(百万元)	102.57	23.94	79.72	177.71	262.31
增长率(%)	131.35	(76.66)	232.99	122.92	47.60
EPS(元/股)	0.59	0.14	0.45	1.01	1.50
市盈率(P/E)	59.05	254.00	76.51	34.32	23.25
市净率(P/B)	5.42	5.34	5.10	4.62	4.06
市销率(P/S)	6.01	5.03	4.59	3.61	2.78
EV/EBITDA	15.75	12.65	46.47	29.28	20.97

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 09 月 16 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	34.8 元
目标价格	43.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	175.27
流通 A 股股本(百万股)	155.59
A 股总市值(百万元)	6,099.37
流通 A 股市值(百万元)	5,414.45
每股净资产(元)	6.70
资产负债率(%)	47.29
一年内最高/最低(元)	41.40/12.73

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

目录

1. 引言	4
2. 电力电子领域厚积薄发，重研发、重技术	4
2.1. 核心产品功能为功率变换，包括新能源、智能电网、航天航空三大领域	4
2.2. 发展历程：电力电子行业积累深厚，专注于充电模块核心产品	4
2.3. 股权结构较为集中，管理层重视研发	5
3. 充电模块行业领先，向电网、航天等领域延展	6
3.1. 产品向高功率迭代，竞争优势明显	6
3.2. 下游领域延展，向电网、航空航天等领域延展	7
3.3. 海外业务带来高利润率，整体净利率 25Q2 改善明显	8
4. HVDC 核心器件，有望进入海外算力供应链	9
4.1. HVDC 系统核心器件，有望进入海外算力供应链	9
4.2. HVDV 产品包括风冷及液冷，产品系列不断完善	10
4.3. 资本开支加速，新一轮成长开启	11
5. 盈利预测与估值	11
5.1. 预计 2025-2027 年营收 13.3、16.9、21.9 亿元，同增 10%、27%、30%；归母净利润 0.8、1.8、2.6 亿元，同比增长 233%、123%、48%	12
5.2. 给予 2026 年 PE 43X，给予“买入”评级	13
6. 风险提示	13

图表目录

图 1：通合科技分业务营收（亿元）	4
图 2：通合科技分业务营收占比（%）	4
图 3：通合科技发展历程	5
图 4：通合科技股权结构图（截至 2025.06.30）	5
图 5：通合科技研发、管理、销售费用（亿元）	6
图 6：通合科技研发、管理、销售费用率（%）	6
图 7：通合充电模块产品不断迭代	6
图 8：2024 年国内充电模块市场份额（%）	7
图 9：通合科技通信电源	8
图 10：通合科技交流不间断电源	8
图 11：通合科技航空航天产品	8
图 12：通合科技国内、海外收入及毛利率（亿元、%）	9
图 13：通合科技分季度营收及增速（亿元、%）	9
图 14：通合科技分季度毛利率、净利率（%、%）	9
图 15：Sidecar 架构主要由 AC-DC 与 DC-DC 两大模块构成	10
图 16：电动车(EV)充电系统	10

图 17：通合科技 HVDC 产品	11
图 18：通合科技在建工程（亿元）	11
表 1：通合科技可转债项目	11
表 2：通合科技盈利预测	12
表 3：同类企业估值对比（PE）	13

1. 引言

在充电模块领域，主要供应商由 2015 年的 30 多家下降至 2023 年 10 家左右，集中度大幅提升。经历长期洗牌，2024 年通合在国内市占率前四，处于第一梯队。数据中心 HVDC 电源模块有望为公司带来新成长曲线：

- 1) **技术具有共通性：**在充电桩中，电流经过 AC-DC 变化，转化为电压固定的直流电，并通过 DC-DC 环节转化为输出可调的直流电源，结构与数据中心 HVDC 架构类似；
- 2) **电源模块有望进入海外算力链：**全球科技巨头引领供电架构创新，无论是英伟达大力推动的 800V HVDC 架构，还是谷歌、Meta 探索的高压直流方案，高压直流（HVDC）成主流趋势；
- 3) **计划扩产&资本开支加速：**公司在 2025 年 8 月发行可转债预案，募集金额不超过 5.2 亿元拟投资于数据中心用供配电系统及模块研发生产。此外，公司在建工程金额 25H1 明显提速。

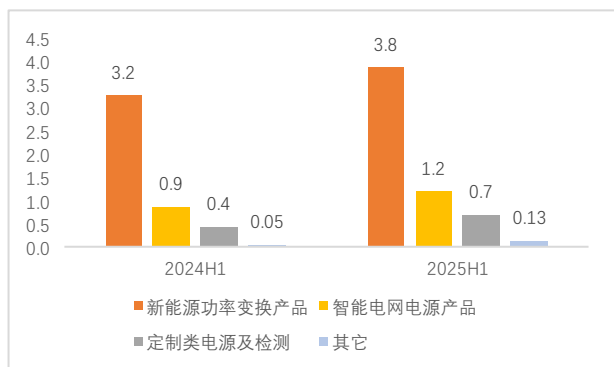
2. 电力电子领域厚积薄发，重研发、重技术

2.1. 核心产品功能为功率变换，包括新能源、智能电网、航天航空三大领域

公司主要从事电力电子行业产品的研发、生产、销售等，主要产品核心功能为功率变换。公司产品应用于充换电设备、电网设备、航空航天特种装备、新能源重卡等。分下游看，公司有新能源、智能电网及航空航天三大业务领域。分业务看，可分为新能源功率变换产品、智能电网电源产品、定制类电源及检测：

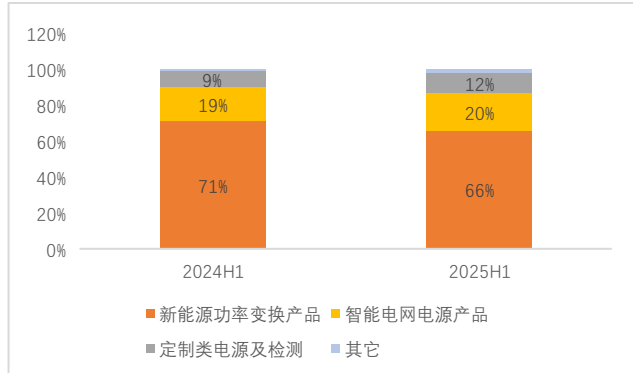
- ✓ **新能源功率变换产品：**主要包括充换电站充电电源、热管理电源等。2025H1 营收 3.8 亿元，YOY+19%，营收占比 66%，毛利率 19.5%；
- ✓ **智能电网电源产品：**包括电力操作电源、配电自动化终端电源管理模块、电力用 UPS/ 逆变电源和数据中心 HVDC 产品等。2025H1 营收 1.2 亿元，YOY+36%，营收占比 20%，毛利率 41.2%；
- ✓ **定制类电源及检测：**包括航空航天领域产品，子公司霍威电源现有产品主要为电源模块、组件电源等。2025H1 营收 0.7 亿元，YOY+60.3%，收入占比 12%，毛利率 45.6%。

图 1：通合科技分业务营收（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：通合科技分业务营收占比（%）



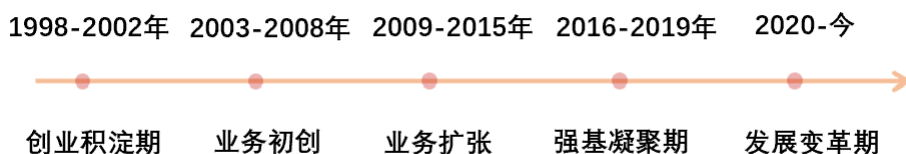
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 发展历程：电力电子行业积累深厚，专注于充电模块核心产品

公司在电力电子行业积累深厚，有超过 20 年的经验。公司致力于电力电子行业，成立于 1998 年，并于 2012 年变更为股份有限公司。从发展历程看，可分为几个阶段：

- ✓ **1998-2002 年**：通合电子成立，致力于“谐振电压控制型功率变换器”等技术研发；打磨推出电力模块等产品；
- ✓ **2003-2008 年**：聚焦电力模块配套市场，销售额从 2002 年的 300 万提升至 2008 年 3000 万；2004 年取得“谐振电压控制型功率变换器”发明专利，率先实现功率变换全程软开关技术产业化；
- ✓ **2009-2015 年**：业务领域拓展至电力、新能源等，2015 年登陆创业板；
- ✓ **2016-2019 年**：专注充电模块核心产品研发，并购霍威电源，形成新能源汽车、智能电网、航空航天三大战略方向的发展格局；
- ✓ **2020-今**：新能源汽车方向实现突破，公司 10 亿+规模，1 亿+利润，2020~2024 年复合增长率 39%，通合品牌影响力显著提升。

图 3：通合科技发展历程

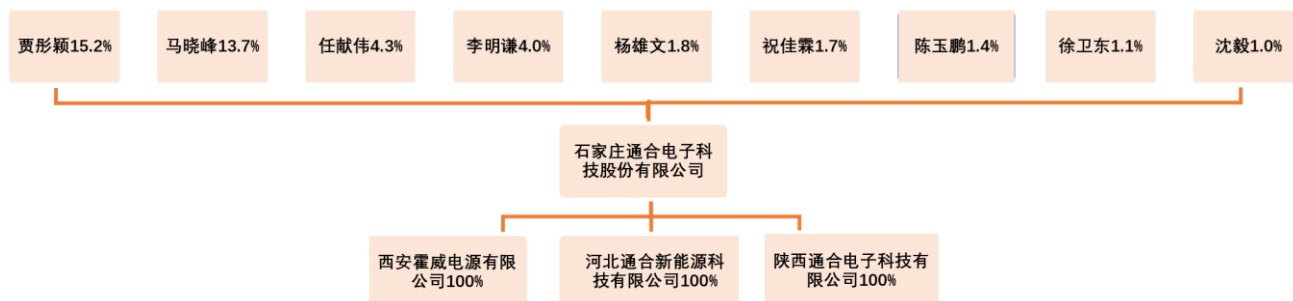


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3. 股权结构较为集中，管理层重视研发

股权结构较为集中，董事长研发技术出身。公司实控人为贾彤颖、马晓峰，持股比例分别为 15.2%、13.7%。贾彤颖曾任职于中科院兰州近代物理研究所，1998 年至 2012 年 8 月任通合有限董事长，2012 年 8 月起任石家庄通合电子科技股份有限公司董事。马晓峰 2012 年 8 月起任石家庄通合电子科技股份有限公司董事长，曾任职于河北科华通信设备制造有限公司，从事技术研发工作；1998 年至 2012 年 8 月任职于石家庄通合电子有限公司，历任生产部经理，总经理。

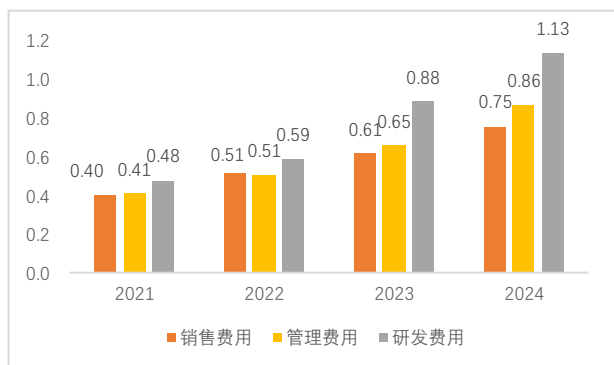
图 4：通合科技股权结构图（截至 2025.06.30）



资料来源：Wind、天风证券研究所

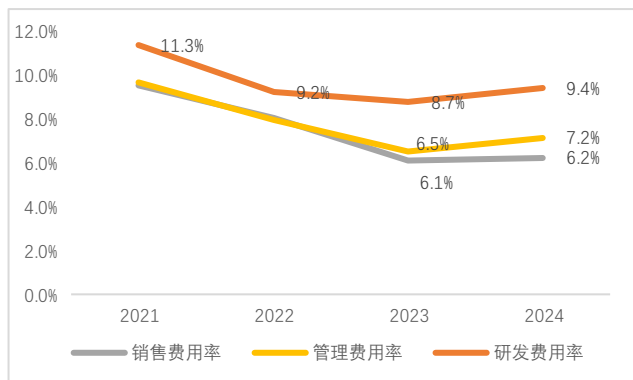
公司重视研发，研发费用率显著高于管理、销售费用率。2024 年公司销售费用、管理费用、研发费用分别为 0.75、0.86、1.13 亿元，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 6.2%、7.2%、9.4%。2021-2024 年，公司研发费用率分别为 11.3%、9.2%、8.7%、9.4%，均显著高于当年的销售费用率、管理费用率。

图 5：通合科技研发、管理、销售费用（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：通合科技研发、管理、销售费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 充电模块行业领先，向电网、航天等领域延展

3.1. 产品向高功率迭代，竞争优势明显

充电模块向高功率、宽电压升级，公司响应市场需求产品快速迭代。充电模块是直流充电桩核心部件，成本在充电桩占比近一半。充电模块向高功率、宽电压升级。2007 年起，公司充电模块已完成九代更迭。近年来，公司快速响应主流市场需求，推出了符合国网“六统一”标准的 20kW 充电模块、高性价比 30/40kW 充电模块、20kW 的 V2G 充电模块、30kW 单向 DC-DC 充电模块、40kW 液冷充电模块、符合 CE、UL 标准的 40kW 充电模块等。

相继推出高功率产品，高性能与性价比兼备。继高效率、低噪音 30kW 太行充电模块后，公司推出 40kW 太行充电模块，采用先进的磁集成技术，搭配 SiC 器件，实现峰值输出效率 $\geq 97.2\%$ ，噪音低至 60dB，有利于提升运营商全生命周期的盈利水平。2025 年，公司推出“昆仑系列”40kW 充电模块，主打高功率密度、高可靠、高性价比优势。该产品功率密度达到 $78W/in^3$ ，采用双面灌胶技术，增强防护性和可靠性，可适应复杂多变的工作环境。海外产品方面，公司持续迭代，推出符合 CE Class B 标准的 40kW 充电模块，输出效率较高且噪音较低。

图 7：通合充电模块产品不断迭代

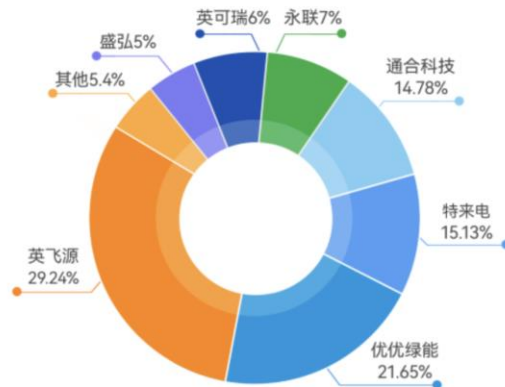


资料来源：公司公告、天风证券研究所

通合充电模块在国内市场位于第一梯队。头部企业凭借技术迭代与规模效应占据主导地位，第一梯队包括英飞源、优优绿能、特来电、通合科技，占据近 80% 份额。

- ✓ **英飞源**：2024 年市占率约 29.2%，主攻公共快充与 V2G 技术，2024 年液冷模块出货量超 2 万台（市占率 90%）；
- ✓ **优优绿能**：2024 年市占率约 21.7%，掌握直通风、独立风道、液冷三大散热技术；
- ✓ **特来电**：2024 年市占率约 15.1%，“模块+设备+平台+运营+运维”全链条布局，自研自产全防护 SiC 模块；
- ✓ **通合科技**：2024 年市占率约 14.8%，处于第一梯队。

图 8：2024 年国内充电模块市场份额（%）



资料来源：华夏时报网、天风证券研究所

经历长期洗牌，行业集中度已大幅提升。电动车销量增长带动充电桩需求，随着充电模块产销量大幅增长，产品单价快速下降。充电模块价格从 2015 年的约 0.8 元/瓦，降至 2019 年末的 0.13 元/瓦左右。根据优优绿能招股书，2024 年 40kw 产品单价 0.09 元/w。因为残酷的价格竞争，导致部分技术和服务跟不上的企业被迫淘汰或转型，实际淘汰率高达 75% 以上。主要充电模块供应商（以外部供应为主的模块企业）由 2015 年的 30 多家下降至 2023 年 10 家左右，集中度大幅提升。

3.2. 下游领域延展，向电网、航空航天等领域延展

智能电网方面，公司产品包括电力电源、通信电源、交流不间断电源等。公司在该领域的主要业务包括电力操作电源、配电自动化终端电源管理模块、电力用 UPS/逆变电源和数据中心 HVDC 产品的研发、生产和营销。

- ✓ **电力操作电源**：包括电力操作电源模块、电力用通信电源模块及配套的监控系统、直流电源系统和智能交直流一体化电源系统，主要应用于国家电网、南方电网、发电厂等电力企业以及钢铁冶金、石化等非电力行业。
- ✓ **配电自动化终端电源管理模块**：中压及低压配电自动化系统中关键部件之一，主要应用于国网及南网 DTU、FTU、TTU、集中器等供电控制系统。
- ✓ **电力用 UPS/逆变电源**：主要应用于直流电源系统、变电站用智能交直流一体化电源系统，主要包括 3kVA、5kVA 两个功率等级。
- ✓ **HVDC 产品**：包括高压直流供电模块、配套的监控底层系统以及整机系统，主要应用于各数据中心的直流供配电领域。该系列产品包括 240V、336V、800V 三个电压等级，整机系统最大功率可至 1MW，同时，充电模块系列包括 20kW、30kW、40kW、60kW 等多个功率等级，有风冷、液冷两种类型产品。

图 9：通合科技通信电源



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 10：通合科技交流不间断电源



资料来源：公司官网、天风证券研究所

在航空航天领域，公司拓展特种电源，实现电源国产化。子公司霍威电源现有产品主要为电源模块、组件电源，公司推进霍威电源的低功率 DC-DC 电源模块、大功率 DC-DC 电源模块、三相功率因数校正模块以及多功能国产化特种电源的研制与产业化。霍威电源成立于 2010 年，产品包含通用型模块、组件电源、智能机箱电源、大功率电源等。

图 11：通合科技航空航天产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 海外业务带来高利润率，整体净利率 25Q2 改善明显

海外目前收入占比较小，但公司加大对海外地区客户开拓。2024 年公司海外收入 0.6 亿元，YOY+19%，营收占比 5%。海外业务利润率水平明显高于国内，2024 年海外毛利率 51.5%，相比国内提升 25.7pct。公司深耕原有市场，采取直销模式，加大对欧洲、美洲、东南亚等地区营销投入和客户的开拓力度，与核心大客户建立深厚的合作关系，不断提升服务质量。

针对海外标准持续研发，满足全球核心客户需求。公司针对海外标准进行持续性产品研发，不断推出更有竞争力的充电模块等产品，并抓住全球算力快速增长机遇推出高品质的 HVDC 产品，以满足全球市场核心大客户的需求。

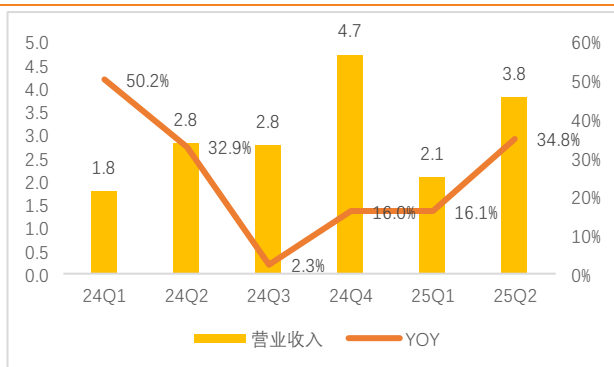
图 12：通合科技国内、海外收入及毛利率（亿元、%）

	单位	2020	2021	2022	2023	2024
国内						
营收	亿元	3.1	4.1	6.2	9.5	11.4
YOY			32%	51%	55%	20%
毛利率	%			30.1%	31.9%	25.9%
营收占比	%	96%	97%	96%	95%	95%
海外						
营收	亿元	0.1	0.1	0.2	0.5	0.6
YOY			0%	85%	127%	19%
毛利率	%			47.9%	54.6%	51.5%
营收占比	%	4%	3%	4%	5%	5%
营收	亿元	3.2	4.2	6.4	10.1	12.1
YOY			31%	52%	58%	20%

资料来源：Wind、天风证券研究所

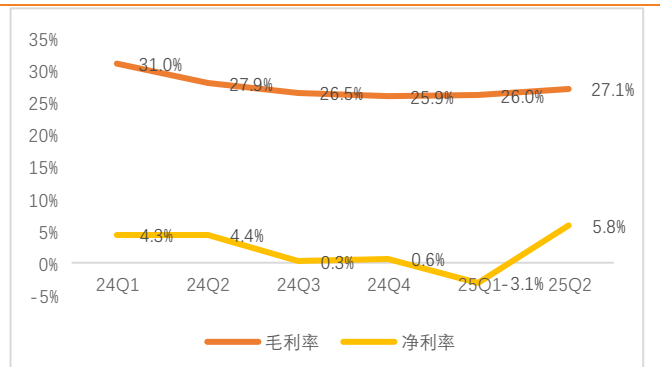
2025Q2 净利率提升明显，主业有望迎来阶段性反转。2025Q2 公司营业收入 3.8 亿元，YOY+34.8%；毛利率 27.1%，同比-0.8pct，环比+1.1pct；净利率 5.8%，同比+1.4pct，环比+8.9pct。公司在 2025Q2 收入增长明显提速，且净利率端改善明显，有望迎来阶段性反转。

图 13：通合科技分季度营收及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：通合科技分季度毛利率、净利率（%、%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

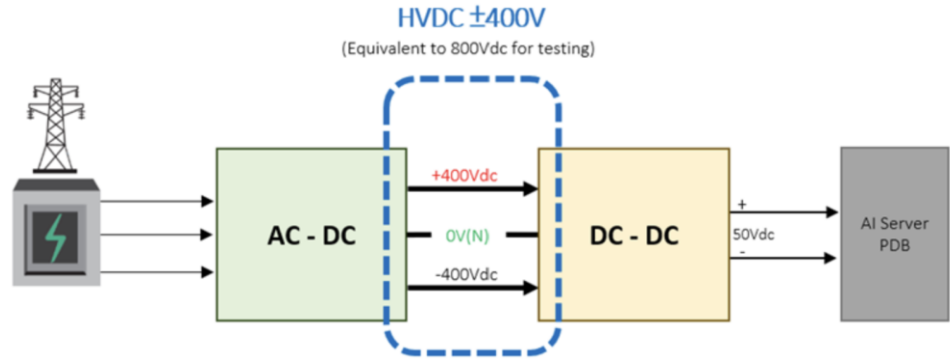
4. HVDC 核心器件，有望进入海外算力供应链

4.1. HVDC 系统核心器件，有望进入海外算力供应链

算力提升，Sidecar 导入 HVDC 高压直流架构。AI 算力大幅提升，电源升级或加速。数据中心的供电方案主要分为交流 UPS 供电架构、HVDC 供电架构等。AI 模型的训练与推理需进行大量且不中断的高效运算，对电源供应的稳定性与效能提出更严苛的挑战，Sidecar 架构应运而生。Sidecar 将电源系统自服务器主板独立出来，建构成模块化且外挂式的设计，并导入 HVDC(High Voltage Direct Current) 高压直流架构。Sidecar 架构主要由 AC-DC 与 DC-DC 两大模块构成：

- ✓ AC-DC 模块：将交流电转换为 $\pm 400V$ 直流电，为 HVDC 系统的核心输出电压。
- ✓ DC-DC 模块：将 $\pm 400V$ 高压直流电再转换为 AI 服务器所需的低压直流电压，满足运算系统需求。

图 15: Sidecar 架构主要由 AC-DC 与 DC-DC 两大模块构成



资料来源: Chroma 官网、天风证券研究所

数据中心 HVDC 趋势明显，电源模块为核心器件，与 EV 充电类似。英伟达宣布推动数据中心电力基础设施向 800V 高压直流（HVDC）过渡，目标是支持 1 兆瓦及以上功率密度的 IT 机架。在充电桩中，AC/DC 变化模块是将输入的交流电转化为输出可调的直流电，并给动力电池充电，是整个充电桩的核心部件。从充电桩电源模块的简化图看，输入 380V 三向交流电，经过 AC-DC 变化，转化为电压固定的直流电，并通过后节的 DC-DC 环节，转化为输出可调的直流电源，结构与数据中心 HVDC 架构类似。

图 16: 电动车(EV)充电系统



资料来源: TI 在线培训、天风证券研究所

全球科技巨头引领供电架构创新，高压直流（HVDC）成主流趋势，电源模块有望进入海外算力链。2025 年英伟达正式宣布成立 800V 高压直流（HVDC）供电供应商联盟，携手数据中心能源生态体系内的合作伙伴共同研发 800V HVDC 架构。英伟达之外，Meta 发布了分三步走的高功率电源解决方案，逐步升级至兆瓦级别的 HVDC 方案；谷歌提出短期过渡方案和终极方案，其中终极方案设计数据中心直接接入电网并通过大型整流装置转换为正负 400 伏直流电进行全场供电。

4.2. HVDV 产品包括风冷及液冷，产品系列不断完善

HVDC 产品涵盖多个功率等级，包括风冷及液冷产品。公司 HVDC 产品包括高压直流供电模块、配套的监控底层系统以及整机系统，主要应用于各数据中心的直流供配电领域。该系列产品包括 240V、336V、800V 三个电压等级，整机系统最大功率可至 1MW，同时，充电模块系列包括 20kW、30kW、40kW、60kW 等多个功率等级，有风冷、液冷两种类型产品。公司不断丰富产品系列，并大力开发行业核心大客户。

图 17：通合科技 HVDC 产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.3. 资本开支加速，新一轮成长开启

数据中心领域先发布局，扩产提速。公司在 2025 年 8 月发行可转债预案，募集总金额不超过 5.2 亿元，募集资金净额拟投资于：1）数据中心用供配电系统及模块研发生产项目，项目投资金额 4.1 亿元；2）补充流动资金 1.2 亿元。公司计划扩产数据中心供用配电系统及模块研发生产项目，有望在数据中心电源模块领域获得先发优势。

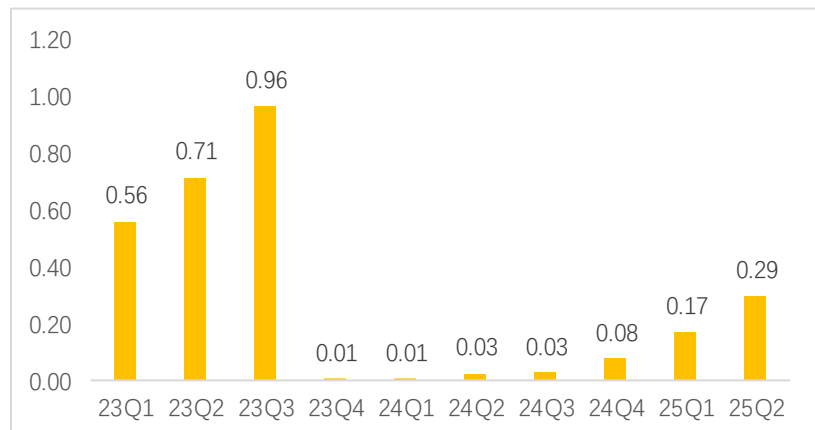
表 1：通合科技可转债项目

	项目名称	项目总投资额（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
1	数据中心用供配电系统及模块研发生产项目	4.1	4.1
2	补充流动资金	1.15	1.15
合计		5.2	5.2

资料来源：公司公告、天风证券研究所

资本开支提速，新一轮扩产开启。公司在建工程 2023Q1-3 分别为 0.56、0.71、0.96 亿元，随后在建工程金额大幅下滑，而 2025 年起在建工程又进入加速阶段，2025Q1、Q2 在建工程分别为 0.17、0.29 亿元，我们认为新一轮扩张或与数据中心 HVDC 电源模块有关。

图 18：通合科技在建工程（亿元）



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 13.3、16.9、21.9 亿元，同增 10%、27%、30%；归母净利润 0.8、1.8、2.6 亿元，同比增长 233%、123%、48%

预计 2025-2027 年营收 13.3、16.9、21.9 亿元，同增 10%、27%、30%。分业务看，增长潜力最大的是电力行业，其中数据中心 HVDC 直流电源有望随可转债项目落地快速增长。新能源汽车充电模块业务，也有望随海外开拓，进入加速增长期。预计 2025-2027 年归母净利润 0.8、1.8、2.6 亿元，同比增长 233%、123%、48%。

- ✓ **新能源汽车行业：**预计 2025-2027 年营业收入 8.5、10.2、12.3 亿元，同比增长 0%、20%、20%。毛利率方面，我们预计 2025-2027 年公司新能源汽车行业毛利率分别为 24%、25%、26%。
- ✓ **电力行业：**预计 2025-2027 年营业收入 2.7、3.8、5.8 亿元，同比增长 30%、40%、50%；预计 2025-2027 年电力行业毛利率分别为 38%、40%、42%。
- ✓ **航空航天等行业：**预计 2025-2027 年营业收入 1.4、1.8、2.3 亿元，同比增长 30%、30%、30%；预计 2025-2027 年航空航天等行业毛利率分别为 50%、50%、50%。

表 2：通合科技盈利预测

		单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新能源汽车行业	收入	亿元	6.9	8.5	8.5	10.2	12.3
	YOY	%		24%	0%	20%	20%
	毛利率	%	28.4%	22.4%	24%	25%	26%
电力行业	收入	亿元	1.8	2.1	2.7	3.8	5.8
	YOY	%		19%	30%	40%	50%
	毛利率	%	38.7%	36.9%	38%	40%	42%
航空航天等行业	收入	亿元	1.2	1.0	1.4	1.8	2.3
	YOY	%		-16%	30%	30%	30%
	毛利率	%	52.3%	51.1%	50%	50%	50%
其它	收入	亿元	0.2	0.4	0.7	1.1	1.6
	YOY	%		98%	60%	60%	50%
	毛利率	%	27.5%	18.5%	20%	20%	20%
	营业收入	亿元	10.1	12.1	13.3	16.9	21.9
	YOY	%		20%	10%	27%	30%
	毛利率	%	33.2%	27.2%	28.3%	29.4%	30.8%
	归母/收入	%	10.2%	2.0%	6%	10.5%	12.0%
	归母净利润	亿元	1.03	0.24	0.80	1.8	2.6
	YOY			-77%	233%	123%	48%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.2. 给予 2026 年 PE 43X，给予“买入”评级

与同类充电模块/充电桩/电源企业相比，优优绿能、盛弘股份、中恒电气 2026 年 PE 分别为 28、18、60X，考虑公司数据中心 HVDC 电源模块有望带来新增长曲线，2026、2027 年归母净利润快速增长，以及特种电源需求有望保持较高增速，给予 2026 年 PE 43x，对应股价 43.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：同类企业估值对比（PE）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
优优绿能			42	28	21
盛弘股份	23	20	23	18	14
中恒电气	110	55	90	60	42

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：2025.9.15

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：公司产品可用于数据中心等领域，交易波动较大。

信息披露规范性需持续加强：公司在信息披露方面需持续加强。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	198.88	246.44	106.32	135.22	175.49
应收票据及应收账款	808.12	903.55	967.26	1,391.64	1,693.17
预付账款	12.32	11.72	31.13	15.78	40.71
存货	269.80	264.30	421.41	399.63	620.24
其他	60.95	79.91	71.41	84.33	84.92
流动资产合计	1,350.06	1,505.92	1,597.52	2,026.60	2,614.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	366.75	370.59	348.47	330.59	316.71
在建工程	0.68	7.51	17.51	32.51	44.51
无形资产	70.07	68.66	66.87	65.09	63.31
其他	194.97	179.72	179.09	179.20	179.10
非流动资产合计	632.47	626.47	611.94	607.39	603.64
资产总计	1,982.53	2,132.39	2,209.46	2,634.00	3,218.16
短期借款	171.27	152.26	133.86	144.59	376.36
应付票据及应付账款	527.61	592.14	648.12	915.03	1,051.20
其他	130.95	156.22	144.33	157.28	157.04
流动负债合计	829.83	900.62	926.30	1,216.90	1,584.60
长期借款	18.00	55.99	60.00	65.00	100.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.04	36.20	27.12	31.66	29.39
非流动负债合计	36.04	92.19	87.12	96.66	129.50
负债合计	865.87	992.81	1,013.42	1,313.56	1,714.10
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	174.04	174.74	175.27	175.27	175.27
资本公积	598.24	617.42	617.42	617.42	617.42
留存收益	344.38	347.43	403.35	527.75	711.37
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,116.66	1,139.59	1,196.04	1,320.44	1,504.06
负债和股东权益总计	1,982.53	2,132.39	2,209.46	2,634.00	3,218.16

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	102.57	23.94	79.72	177.71	262.31
折旧摊销	20.92	33.56	33.91	34.66	35.66
财务费用	5.11	7.05	5.54	6.07	10.77
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(114.10)	(32.48)	(188.70)	(119.59)	(412.04)
其它	0.20	26.32	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	14.70	58.39	(69.53)	98.85	(103.31)
资本支出	219.87	8.84	29.08	25.46	34.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(408.13)	(66.45)	(49.08)	(55.46)	(66.27)
投资活动现金流	(188.26)	(57.61)	(20.00)	(30.00)	(32.00)
债权融资	75.78	28.74	(27.32)	13.36	254.27
股权融资	(8.90)	7.99	(23.27)	(53.31)	(78.69)
其他	(1.28)	2.82	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	65.60	39.55	(50.59)	(39.95)	175.57
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(107.96)	40.33	(140.12)	28.90	40.27

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	1,008.57	1,209.14	1,329.01	1,690.26	2,193.58
营业成本	674.21	879.65	952.69	1,193.15	1,518.37
营业税金及附加	6.79	9.30	7.97	10.14	13.16
销售费用	61.35	75.47	74.82	87.05	109.68
管理费用	65.50	86.48	86.39	90.60	111.87
研发费用	88.24	113.32	118.28	138.60	177.68
财务费用	1.75	5.03	5.54	6.07	10.77
资产/信用减值损失	(41.54)	(44.44)	(25.00)	(13.00)	(14.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.05	22.64	25.00	35.00	38.00
营业利润	107.24	18.08	83.32	186.65	276.05
营业外收入	0.00	0.59	0.60	2.00	3.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	107.24	18.67	83.92	188.65	279.05
所得税	4.67	(5.27)	4.20	10.94	16.74
净利润	102.57	23.94	79.72	177.71	262.31
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	102.57	23.94	79.72	177.71	262.31
每股收益（元）	0.59	0.14	0.45	1.01	1.50

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	57.80%	19.89%	9.91%	27.18%	29.78%
营业利润	153.39%	-83.14%	360.73%	124.03%	47.90%
归属于母公司净利润	131.35%	-76.66%	232.99%	122.92%	47.60%
获利能力					
毛利率	33.15%	27.25%	28.32%	29.41%	30.78%
净利率	10.17%	1.98%	6.00%	10.51%	11.96%
ROE	9.19%	2.10%	6.67%	13.46%	17.44%
ROIC	12.98%	2.74%	7.74%	14.34%	19.53%
偿债能力					
资产负债率	43.68%	46.56%	45.87%	49.87%	53.26%
净负债率	-0.65%	-1.85%	8.13%	6.65%	20.78%
流动比率	1.63	1.67	1.72	1.67	1.65
速动比率	1.30	1.38	1.27	1.34	1.26
营运能力					
应收账款周转率	1.47	1.41	1.42	1.43	1.42
存货周转率	4.06	4.53	3.88	4.12	4.30
总资产周转率	0.57	0.59	0.61	0.70	0.75
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.14	0.45	1.01	1.50
每股经营现金流	0.08	0.33	-0.40	0.56	-0.59
每股净资产	6.42	6.52	6.82	7.53	8.58
估值比率					
市盈率	59.05	254.00	76.51	34.32	23.25
市净率	5.42	5.34	5.10	4.62	4.06
EV/EBITDA	15.75	12.65	46.47	29.28	20.97
EV/EBIT	17.14	14.96	62.41	35.05	23.75

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