

## Q3 业绩承压，AI 电源持续推进

## —— 麦格米特 (002851.SZ) Q3 业绩点评

2025 年 11 月 14 日

## 核心观点

- 事件：**25Q1-3 营收 67.91 亿元，同比+15.05%，归母净利润 2.13 亿元，同比-48.29%，扣非净利润 1.17 亿元，同比-67.85%。25Q3 单季营收 21.18 亿元，同比+11.93%，环比-10.18%，归母净利润 0.39 亿元，同比-59.58%，环比-41.16%，扣非净利润-0.24 亿元，由盈转亏，不及预期。
- 海外变频家电业务承压，系变频家电业务和扩产影响。**25Q3 公司毛利率 21.31%，同比-3.97pcts/环比+0.11pcts，净利率 2.51%，同比-2.87pcts/环比-0.55pcts。业绩下滑主要系：1) 家电价格战影响上游；2) 受冷年影响，海外消费业务不及预期；3) 海外、杭州工厂扩产，折旧费用增加。剔除变频家电事业部，公司其他事业部 Q1-3 收入同比增长约 29%。我们认为随着公司 Q4 订单恢复，加大控本降低管理费用，业绩有望修复。
- 从 Power Shelf 到 Power Rack ,AI 电源产品持续丰富。**公司目前已推出 Power Shelf、BBU Shelf、Power Capacitor Shelf、800V/570kW Side Rack 等一系列产品，可匹配 GB200/GB300、下一代 rubin 架构及未来新一代技术平台与 SST 等。公司的产品能力已横跨柜外&柜内多级降压转换所涉及的电源模块与系统，正逐步向 AI 数据中心供电整体系统解决方案商拓展。
- 国内领先 NV 链服务器电源供应商，持续拓展海内外其他客户。**公司已与英伟达形成合作伙伴关系，在服务器电源领域成为其指定的数据中心部件提供商之一。除英伟达外，2025 年公司已同步在国内外全行业的上中下游全链条客户端做到了全面覆盖对接，已获得部分国内外厂商的准入。
- 投资建议：**我们预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润分别为 360/583/1021 百万元，对应 EPS 分别为 0.65/1.06/1.86 元，对应 PE 分别为 127/78.34/44.73 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；市场需求不及预期的风险；技术路线变更的风险；地缘政治的风险。

## 主要财务指标预测

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 8,172  | 9,680  | 12,695 | 18,109 |
| 收入增长率%     | 21.00  | 18.45  | 31.15  | 42.64  |
| 归母净利润(百万元) | 436    | 360    | 583    | 1,021  |
| 利润增长率%     | -30.70 | -17.54 | 62.10  | 75.16  |
| 分红率%       | 6.28   | 9.61   | 11.07  | 8.99   |
| 毛利率%       | 25.17  | 22.65  | 23.71  | 25.02  |
| 摊薄 EPS(元)  | 0.79   | 0.65   | 1.06   | 1.86   |
| PE         | 104.72 | 127.00 | 78.34  | 44.73  |
| PB         | 7.59   | 7.12   | 6.57   | 5.76   |
| PS         | 5.59   | 4.72   | 3.60   | 2.52   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 麦格米特 (股票代码：002851)

推荐 维持评级

## 分析师

曾韬

☎：010-80927653

✉：zengtao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

黄林

☎：010-80927627

✉：huanglin\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

## 市场数据

2025 年 11 月 14 日

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 002851   |
| A 股收盘价(元)    | 72.45    |
| 上证指数         | 3,990.49 |
| 总股本(万股)      | 55,011   |
| 实际流通 A 股(万股) | 45,788   |
| 流通 A 股市值(亿元) | 332      |

## 相对沪深 300 表现图

2025 年 11 月 14 日



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

- 1.【银河电新曾韬】公司首次覆盖\_麦格米特 (002851.SZ) AI 电源放量可期，全球化布局持续优化 250929

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 7,442  | 8,600  | 10,433 | 13,879 |
| 现金         | 1,301  | 1,045  | 934    | 758    |
| 应收账款       | 2,576  | 3,080  | 4,077  | 5,762  |
| 其它应收款      | 27     | 36     | 46     | 64     |
| 预付账款       | 53     | 106    | 118    | 158    |
| 存货         | 2,416  | 3,069  | 3,816  | 5,427  |
| 其他         | 1,069  | 1,263  | 1,441  | 1,710  |
| 非流动资产      | 4,543  | 4,902  | 5,183  | 5,394  |
| 长期投资       | 1,116  | 1,116  | 1,116  | 1,116  |
| 固定资产       | 1,747  | 2,384  | 2,812  | 3,105  |
| 无形资产       | 284    | 279    | 273    | 267    |
| 其他         | 1,396  | 1,124  | 982    | 906    |
| 资产总计       | 11,986 | 13,501 | 15,616 | 19,274 |
| 流动负债       | 5,504  | 6,615  | 8,175  | 10,833 |
| 短期借款       | 1,094  | 1,094  | 1,094  | 1,094  |
| 应付账款       | 2,841  | 3,215  | 4,289  | 6,051  |
| 其他         | 1,569  | 2,306  | 2,792  | 3,688  |
| 非流动负债      | 366    | 366    | 366    | 366    |
| 长期借款       | 243    | 243    | 243    | 243    |
| 其他         | 123    | 123    | 123    | 123    |
| 负债总计       | 5,870  | 6,982  | 8,542  | 11,199 |
| 少数股东权益     | 101    | 108    | 120    | 151    |
| 归属母公司股东权益  | 6,014  | 6,412  | 6,955  | 7,924  |
| 负债和股东权益    | 11,986 | 13,501 | 15,616 | 19,274 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 138   | 410   | 628   | 554   |
| 净利润        | 459   | 367   | 595   | 1,052 |
| 折旧摊销       | 262   | 322   | 399   | 470   |
| 财务费用       | 51    | 37    | 37    | 37    |
| 投资损失       | -33   | -12   | -16   | -37   |
| 营运资金变动     | -589  | -304  | -387  | -972  |
| 其他         | -11   | 0     | -1    | 4     |
| 投资活动现金流    | -148  | -667  | -662  | -640  |
| 资本支出       | -358  | -679  | -678  | -678  |
| 长期投资       | 187   | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 23    | 12    | 16    | 37    |
| 筹资活动现金流    | 716   | 1     | -77   | -89   |
| 短期借款       | 770   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款       | 81    | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -135  | 1     | -77   | -89   |
| 现金净增加额     | 706   | -256  | -111  | -176  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入    | 8,172 | 9,680 | 12,695 | 18,109 |
| 营业成本     | 6,115 | 7,487 | 9,685  | 13,577 |
| 税金及附加    | 46    | 46    | 67     | 94     |
| 销售费用     | 369   | 428   | 573    | 812    |
| 管理费用     | 244   | 280   | 378    | 534    |
| 研发费用     | 984   | 1,197 | 1,575  | 2,319  |
| 财务费用     | 51    | 11    | 16     | 18     |
| 资产减值损失   | -45   | 0     | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益 | -12   | 0     | 0      | 0      |
| 投资收益及其他  | 150   | 143   | 198    | 305    |
| 营业利润     | 456   | 374   | 600    | 1,059  |
| 营业外收入    | 4     | 6     | 6      | 5      |
| 营业外支出    | 6     | 5     | 5      | 5      |
| 利润总额     | 454   | 374   | 601    | 1,059  |
| 所得税      | -5    | 7     | 6      | 6      |
| 净利润      | 459   | 367   | 595    | 1,052  |
| 少数股东损益   | 23    | 7     | 12     | 31     |
| 归属母公司净利润 | 436   | 360   | 583    | 1,021  |
| EBITDA   | 767   | 707   | 1,016  | 1,547  |
| EPS（元）   | 0.79  | 0.65  | 1.06   | 1.86   |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入增长率  | 21.0%  | 18.4%  | 31.2%  | 42.6%  |
| 营业利润增长率   | -27.9% | -18.1% | 60.6%  | 76.5%  |
| 归母净利润增长率  | -30.7% | -17.5% | 62.1%  | 75.2%  |
| 毛利率       | 25.2%  | 22.7%  | 23.7%  | 25.0%  |
| 净利率       | 5.6%   | 3.8%   | 4.7%   | 5.8%   |
| ROE       | 7.3%   | 5.6%   | 8.4%   | 12.9%  |
| ROIC      | 6.7%   | 4.7%   | 7.2%   | 11.2%  |
| 资产负债率     | 49.0%  | 51.7%  | 54.7%  | 58.1%  |
| 净资产负债率    | 96.0%  | 107.1% | 120.7% | 138.7% |
| 流动比率      | 1.35   | 1.30   | 1.28   | 1.28   |
| 速动比率      | 0.81   | 0.74   | 0.73   | 0.72   |
| 总资产周转率    | 0.74   | 0.76   | 0.87   | 1.04   |
| 应收账款周转率   | 3.40   | 3.42   | 3.55   | 3.68   |
| 应付账款周转率   | 2.42   | 2.47   | 2.58   | 2.63   |
| 每股收益      | 0.79   | 0.65   | 1.06   | 1.86   |
| 每股经营现金流   | 0.25   | 0.74   | 1.14   | 1.01   |
| 每股净资产     | 10.93  | 11.66  | 12.64  | 14.40  |
| P/E       | 104.72 | 127.00 | 78.34  | 44.73  |
| P/B       | 7.59   | 7.12   | 6.57   | 5.76   |
| EV/EBITDA | 59.76  | 65.19  | 45.49  | 29.99  |
| PS        | 5.59   | 4.72   | 3.60   | 2.52   |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度独立、客观地出具本报告本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，在《亚洲货币》《机构投资者》《新财富》《水晶球》等评选中屡获佳绩，其中《亚洲货币》评选新能源行业 2018-2023 年连续第一名，《机构投资者》评选荣获 2020 年全球最受欢迎十位分析师，锂电池行业 2020 年第一名，新能源 2018 年第一名，2019-2020 年第二名，2021-2024 年第一名。2017 年《新财富》分析师第二名，《水晶球》第二名，金牛奖第一名，IAMAC 保险最受欢迎分析师第一名。2016 年《新财富》分析师第三名。

黄林，北京大学本硕。2022 年 7 月加入银河证券。曾任职于中国联通从事 5G 行业营销。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间   |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn