

高功率服务器电源加速出海

——欧陆通（300870.SZ）首次覆盖报告

电力设备

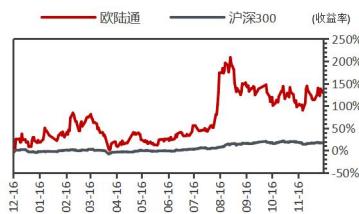
报告原因：

买入 (首次评级)

	2025年12月19日
收盘价（元）	206.12
一年内最高/最低（元）	280.04/80
市净率	8.6
股息率（分红/股价）	0.48
流通A股市值（百万元）	22,644
上证指数/深证成指	3,890/13,140
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产（元）	24.1
资产负债率%	52.20
总股本/流通A股（百万）	110/110
流通B股/H股（百万）	-/

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

朱攀
S0820525070001
021-32229888-25527
zhupan@ajzq.com

联系人

陆嘉怡
S0820124120008
021-32229888-25521
lujiaiyi@ajzq.com

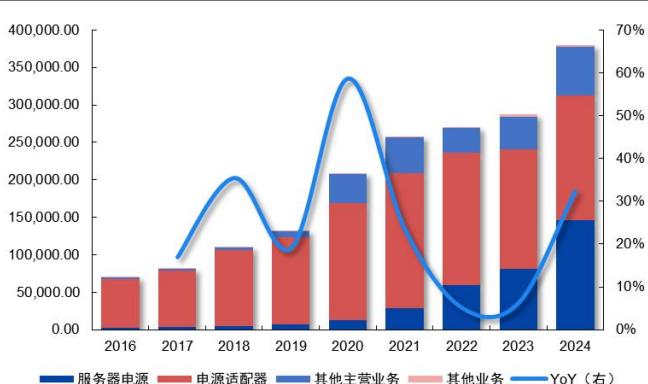
投资要点：

- **投资建议：**公司深耕电源领域，我们看好 AIDC 浪潮下高功率服务器电源需求释放对公司盈利能力的带动作用，公司业绩有望持续增长。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.26/4.64/8.04 亿元，对应 PE 为 69.4/48.8/28.1 倍，公司 2026 年 PE 低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **行业与公司情况：**公司主营服务器电源+电源适配器，未来增长点主要在于高功率服务器电源业务。AIDC、算力基础设施建设浪潮下，全球服务器市场需求持续扩容，高功率、高效率服务器电源成为核心配套方向，根据中商产业研究院测算，2025 年中国服务器市场规模有望达 2823.5 亿元。公司高功率服务器电源产品已处于国内领先水平，比肩国际高端水平，是市场上少数能够实现高功率服务器电源规模销售的电源供应商，有望把握 AI 与国产替代机遇。公司已陆续为浪潮信息、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内知名服务器系统厂商出货，公司也同步与国内头部互联网企业等终端客户保持紧密合作。
- **有别于大众的认知：**我们认为市场低估了公司进入北美供应链的业绩弹性，核心逻辑在于北美 AI 算力基建与能源配套需求处于上行周期，高功率电源产品格局较好，台达一家独大，客户有分散采购的需求。公司依托越南、墨西哥全球化产能布局，可匹配北美客户本地化供应、快速响应及成本控制需求，有望推进从技术适配到小批量交付的进程。后续伴随高功率电源向 5.5KW+迭代与客户资源优势，北美业务有望实现订单规模化增长，逐步升级为核心增长引擎，释放业绩弹性。
- **关键假设点：**1) 服务器电源业务：AIDC 投资加快带动服务器需求增长，公司高功率服务器电源产品达国内领先、国际高端水平，系市场少数可实现高功率服务器电源规模化销售的供应商，预计公司 25-27 年服务器电源业务收入增速为 55%/45%/33%，预计随着公司海外营收占比提升，毛利整体改善，预计 25-27 年毛利率分别为 24%/29%/33%。2) 电源适配器业务：全球消费电子市场需求增长放缓，预计公司 25-27 年电源适配器业务收入增速为 5%/5%/5%；受行业景气度低迷影响，产品毛利率承压，预计 25-27 年毛利率分别为 18.3%/17%/16%。3) 其他电源业务：公司积极开拓新领域产品布局，收入整体保持平稳，预计 25-27 年其他电源业务收入增速为 20%/20%/20%。
- **催化剂：**1) 国内市场份额持续提升，新订单落地加速。2) 海外大客户合作实现实质性突破。3) 2026 年高端芯片供应限制解除，头部云厂商资本开支节奏有望加快，带动上游高功率服务器电源订单释放。
- **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格与汇率波动，行业竞争加剧。

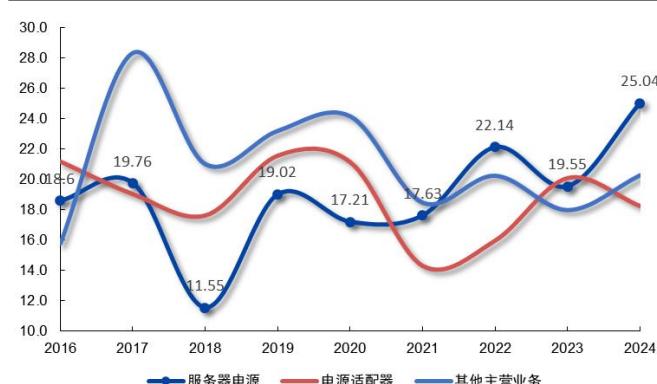
财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,870	3,798	4,817	6,082	7,448
同比增长率（%）	6.2%	32.3%	26.8%	26.3%	22.5%
归母净利润（百万元）	196	268	326	464	804
同比增长（%）	117.1%	36.9%	21.7%	42.4%	73.2%
每股收益（元/股）	1.78	2.44	2.97	4.23	7.32
毛利率（%）	19.7%	21.4%	21.3%	24.0%	26.6%
ROE（%）	10.5%	12.3%	13.0%	15.6%	21.3%
市盈率	106.6	77.8	69.4	48.8	28.1

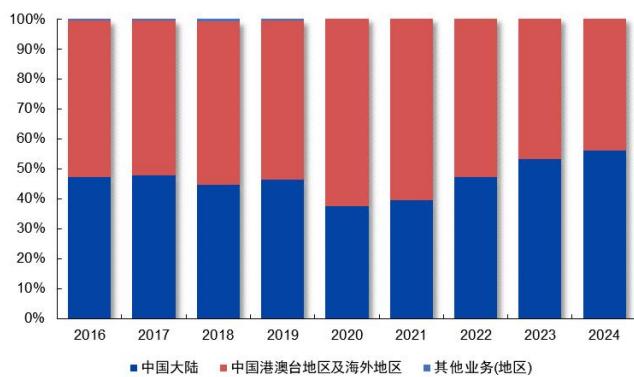
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1：2022年以来公司服务器电源业务收入快速增长（万元、%）


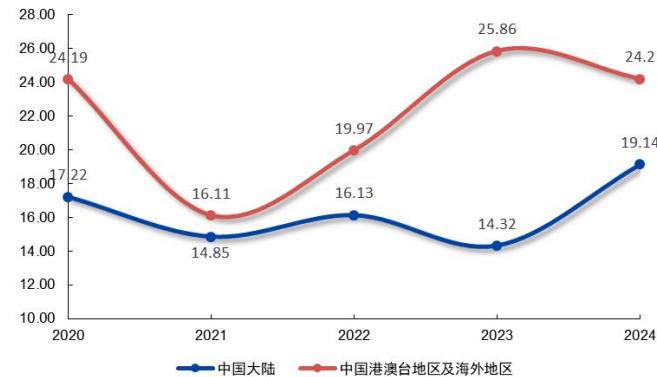
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：2024年公司服务器电源业务毛利率超25%（%）


资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：公司中国大陆地区营业收入占比提升（%）


资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 4：公司海外业务毛利率显著高于国内业务（%）


资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 5：公司坚持全球发展战略

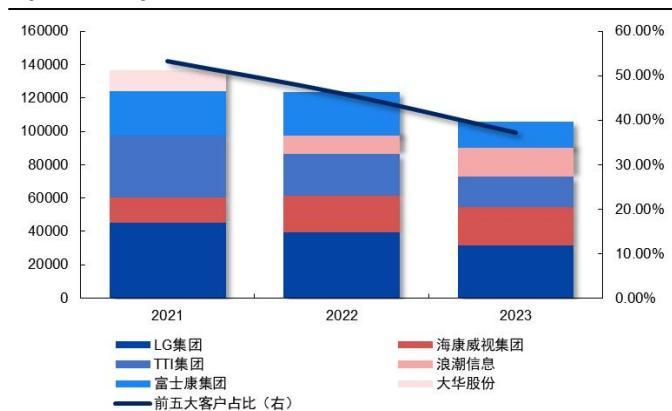

资料来源：公司官网，爱建证券研究所

图表 6：欧陆通是 2024 年全球第十二大电源厂商（百万美元）

排名	厂商	地区	销售额
1	台达 (Delta Electronics)	中国台湾	~5600–5700
2	光宝 (Lite-On Technology)	中国台湾	~1150–1250
3	麦格米特 (Shenzhen Megmeet)	中国大陆	~1173
4	群电 (Chicony Power)	中国台湾	~1116
5	明纬 (Mean Well)	中国台湾	~1023
6	赛尔康 (Salcomp)	芬兰/中国大陆	~900–1000+
7	伟创力 (Flex)	新加坡	~900–1000
8	奥海科技 (Dongguan Aohai Technology)	中国大陆	780.0
9	长城电源 (Great Wall Power Supply Technology)	中国大陆	763.0
10	康舒 (Acbel)	中国台湾	~590
11	AE 电源 (Advanced Energy)	美国	~565
12	欧陆通 (Shenzhen Honor Electric)	中国大陆	~521
13	TDK-Lambda	日本	~511
14	全汉 (FSP Technology)	中国台湾	~482
15	英飞特 (Inventronics)	中国大陆	~370

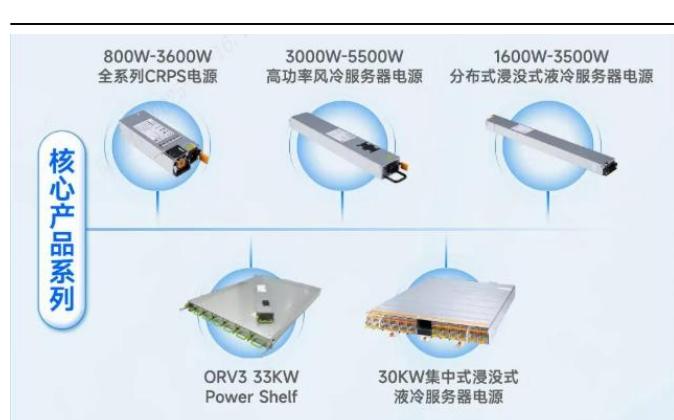
资料来源：MTC，爱建证券研究所

图表 7：公司前五大客户包括 LG、海康威视、浪潮信息等（万元、%）



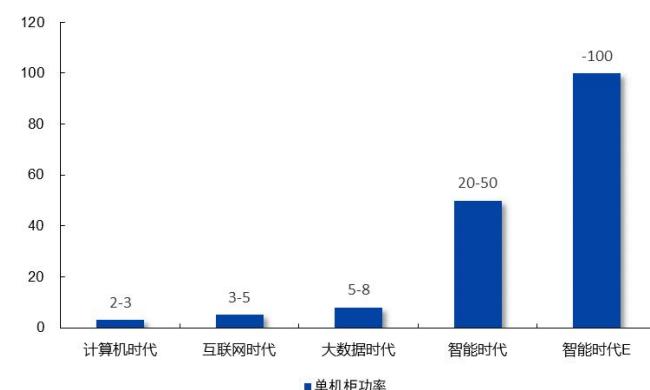
资料来源：公司募集说明书，爱建证券研究所

图表 8：公司服务器电源涵盖 800W-5500W 全功率段



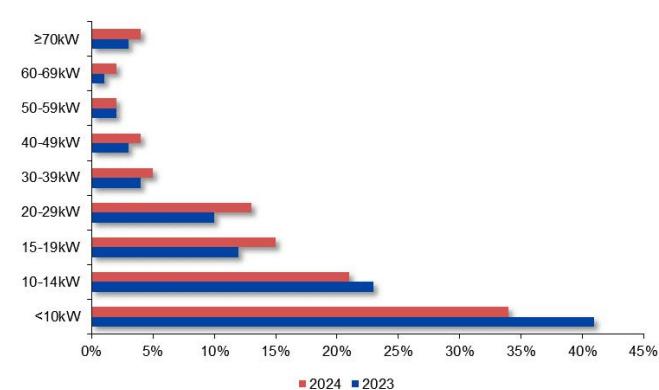
资料来源：公司公众号，爱建证券研究所

图表 9：智能时代 AIDC 单机柜功率或将突破 100kW (kW)



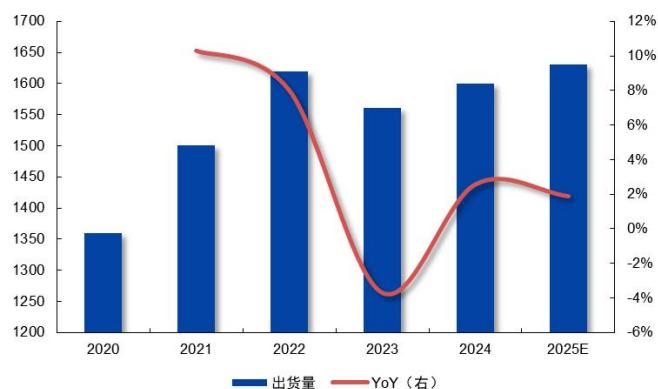
资料来源：华为《AIDC 白皮书》，爱建证券研究所

图表 10：数据中心高功率机架占比提升 (%)



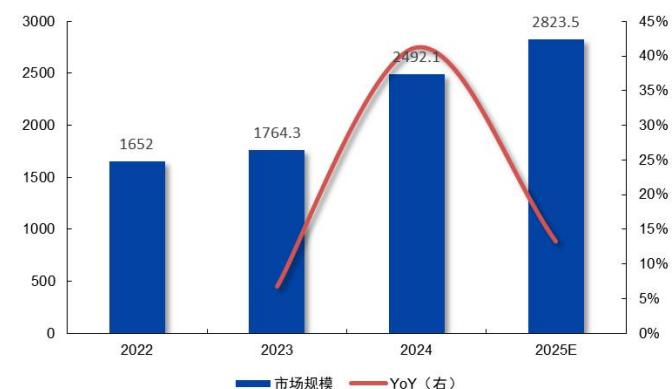
资料来源：Uptime Institute，爱建证券研究所

**图表 11：2025 年全球服务器出货量有望达 1630 万台
(万台、%)**



资料来源：中商产业研究院，爱建证券研究所

**图表 12：2025 年中国服务器市场规模有望达 2823.5 亿元
(亿元、%)**



资料来源：中商产业研究院，爱建证券研究所

图表 13：公司利润增长逻辑

项目	观点
利润增长逻辑	1) 服务器电源业务：公司高功率服务器电源产品已处于国内领先水平，比肩国际高端水平，是市场上少数能够实现高功率服务器电源规模销售的电源供应商，有望进入北美云厂商供应链与实现国内市场国产替代，是公司未来重要利润贡献点；2) 电源适配器业务：公司营收基本盘，主要应用于消费电子领域，受全球消费电子行业需求增长放缓，预计电源适配器业务收入基本保持稳定。
行业需求核心变量	1) AI token 用量；2) 云厂商资本开支情况；3) AI 服务器出货节奏。
季度业绩趋势判断	服务器行业短期受国内 GPU 供应短缺影响，公司 2025 年第四季度服务器电源业务营收或出现放缓；2026 年 H200 限售解除后，头部云厂商算力建设需求有望释放，带动服务器产业链复苏，预计公司服务器电源出货量将提升，业绩迎来改善。叠加公司全球化产能布局支撑，2026 年有望推进北美市场小批量供样，2027 年存在规模化出货的可能性。
公司跟踪的核心指标	1) 海外云厂商合作进展；2) 海外产品单价及毛利率。

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 14：可比公司估值表（截至 2025 年 12 月 19 日）

名称	代码	总市值	归母净利润 (亿元)			PE		
		(亿元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中恒电气	002364.SZ	131.2	1.8	3.2	4.6	71.61	40.80	28.43
麦格米特	002851.SZ	442.6	4.2	8.8	13.0	105.69	50.03	33.99
英维克	002837.SZ	889.9	6.3	10.0	14.5	140.29	88.72	61.44
平均值						105.87	59.85	41.29
欧陆通	300870.SZ	226.4	3.26	4.64	8.04	69.41	48.76	28.15

资料来源：Wind，爱建证券研究所 备注：所有公司业绩均为 Wind 一致预期

风险提示：

- 1) 下游需求不及预期：**若全球 AI 发展速度放缓，或国内算力建设投入不及预期，将影响服务器出货量，从而对公司高功率电源需求产生不利影响。
- 2) 原材料价格与汇率波动风险：**公司主要原材料为半导体、电阻电容等，其价格波动对成本影响较大。同时，公司境外收入占比较高，面临汇率波动的风险。
- 3) 行业竞争加剧：**服务器电源行业增速较快，吸引了一批企业参与其中，导致市场竞争逐渐加剧，若公司未能有效应对，则会对业绩产生影响。

财务预测摘要：

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	669	1,026	1,493	1,637	2,775	净利润	194	268	326	464	804
应收款项	1,071	1,559	1,765	2,434	2,708	折旧摊销	94	104	119	127	133
存货	336	465	618	741	940	营运资本变动	300	1,593	813	1,329	1,321
流动资产	2,176	3,510	4,398	5,497	7,305	经营活动现金流	392	397	537	261	1,141
长期股权投资	95	77	102	136	150	资本开支	289	294	310	332	370
固定资产	1,014	961	1,041	1,095	1,178	投资变动	67	44	70	142	182
在建工程	133	150	140	126	129	投资活动现金流	-170	-627	-381	-477	-554
无形资产	72	69	69	71	75	银行借款	435	453	466	516	616
非流动资产	1,574	1,812	1,846	1,878	1,949	筹资活动现金流	-134	558	269	322	498
资产合计	3,750	5,322	6,244	7,375	9,254	现金净增加额	90	347	466	144	1,138
短期借款	115	237	250	300	400	期初现金	518	669	1,026	1,493	1,637
应付款项	1,206	1,723	2,095	2,408	2,988	期末现金	669	1,026	1,493	1,637	2,775
流动负债	1,206	1,723	2,095	2,408	2,988						
长期借款	320	216	216	216	216						
应付债券	0	546	728	971	1,294						
非流动负债	365	886	1,068	1,311	1,634						
负债合计	1,893	3,152	3,739	4,405	5,480						
股本	101	101	110	110	110						
资本公积	1,090	1,107	1,107	1,107	1,107						
留存收益	725	929	1,255	1,719	2,524						
归母股东权益	1,857	2,171	2,506	2,970	3,774						
少数股东权益	-1	0	0	0	0						
负债和权益总计	3,750	5,322	6,244	7,375	9,254						

利润表					财务比率						
	单位:百万元										
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,870	3,798	4,817	6,082	7,448						
营业成本	2,304	2,986	3,791	4,623	5,466						
税金及附加	18	21	26	34	41						
销售费用	72	88	115	164	223						
管理费用	152	156	217	282	343						
研发费用	230	213	313	408	499						
财务费用	8	-14	-51	-51	-78						
资产减值损失	-16	-23	129	171	154						
公允价值变动	0	1	0	1	1						
投资净收益	134	-24	56	16	50						
营业利润	211	302	374	519	907						
营业外收支	0	-2	0	-1	-1						
利润总额	211	300	374	519	906						
所得税	17	32	48	54	102						
净利润	194	268	326	464	804						
少数股东损益	-2	0	0	0	0						
归母净利润	196	268	326	464	804						
EBITDA	327	432	533	693	1,103						

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：<http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

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 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

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
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。