

## 电力设备

2025 年 12 月 26 日

## 欧陆通 (300870)

——高功率电源领军企业，AI 浪潮助力公司业绩高增

报告原因：首次覆盖

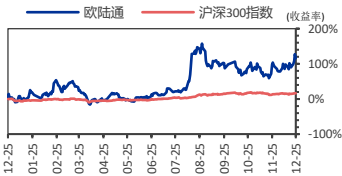
买入 (首次评级)

市场数据:	2025 年 12 月 25 日
收盘价 (元)	234.30
一年内最高/最低 (元)	283.00/80.00
市净率	9.7
股息率% (分红/股价)	0.44
流通 A 股市值 (百万元)	25,740
上证指数/深证成指	3,959.62/13,531.41

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	24.05
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)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

马天一 A0230525040004

maty@swsresearch.com

刘宏达 A0230524020002

liuhd@swsresearch.com

## 联系人

刘宏达 A0230524020002

liuhd@swsresearch.com

## 投资要点:

- **欧陆通：电源领域多面手，高功率服务器电源领军企业。**公司在开关电源领域深耕超 20 年，成长为国内领先的电源适配器、服务器电源和其他电源生产服务商。三大核心业务：电源适配器、服务器电源及其他电源，形成“三驾马车”业务格局。其中，电源适配器布局 3W-400W 全功率段，是公司成熟稳定的基本盘业务；服务器电源涵盖多功率段产品，高功率服务器电源技术比肩国际高端水平，是核心增长引擎；其他电源聚焦锂电类充电器、纯电交通工具充电器等新领域，保持平稳发展。服务器电源业务将充分受益于 AIGC 高算力需求，是公司未来重要增长点。
- **服务器电源：国产高功率电源领军者，有望获益于 AI 浪潮红利。**AI 算力爆发推动服务器芯片性能迭代与多芯片集成，单机柜功率朝兆瓦级不断迈进，进而催生服务器电源高效率、高密度升级及供电系统技术迭代。公司高功率段产品适配 AI 服务器需求，前瞻布局关键供电技术并推进国产化器件方案，依托全球化产能与头部客户资源，深度承接全球 AI 服务器电源市场增长红利，在国产替代中抢占先机。
- **其他业务：电源适配器稳固基本盘，其他电源拓展产品新边界。**电源适配器行业受益于下游显示器、AIPC、智能家居等需求增长，向小型化、轻量化、节能化升级，根据 Market Research Intellect 预测，2026-2033 年全球市场规模 CAGR 达 5.5%，国产替代空间广阔。公司深耕该领域 20 余年，产品覆盖多应用场景，凭借技术积累快速适配下游升级需求，通过集中采购、全流程品控实现成本控制，并依托全球化产能绑定大客户；同时积极拓展电动工具、电动两轮/三轮车等新领域，布局多款专用电源产品，新业务有望成为业绩增长新动力，全面承接行业增长红利。
- **首次覆盖给予公司“买入”评级。**公司深耕开关电源领域，受益于 AI 服务器行业的高景气，服务器电源业务有望迎来高速发展，我们预计 25-27 年实现营业收入 48.42/59.10/69.33 亿元，归母净利润 3.80/5.06/6.39 亿元，(2025/12/25 日股价) 对应 25-27 年 PE68X/51X/40X，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**AI 发展不及预期，原材料价格波动风险，行业格局变化导致市场竞争加剧。

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,798	3,387	4,842	5,910	6,933
同比增长率 (%)	32.3	27.2	27.5	22.0	17.3
归母净利润(百万元)	268	222	380	506	639
同比增长率 (%)	36.9	41.5	41.8	33.3	26.3
每股收益 (元/股)	2.69	2.13	3.46	4.61	5.82
毛利率 (%)	21.4	20.5	21.8	22.5	23.1
ROE (%)	12.3	8.3	15.5	17.1	17.8
市盈率	96		68	51	40

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司深耕开关电源领域，受益于 AI 服务器行业的高景气，服务器电源业务有望迎来高速发展。25-27 年实现营业收入 48.42/59.10/69.33 亿元，归母净利润 3.80/5.06/6.39 亿元，（2025/12/25 日股价）对应 25-27 年 PE68X/51X/40X，根据可比公司估值法，给予公司 2026 年 61 倍 PE，对应欧陆通目标总市值 311.45 亿元，较现有市值有 21.00% 上涨空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 关键假设点

- 1) **服务器电源**：预计 25-27 年营收同比增长 60%/40%/28%，毛利率分别为 25%/25.2%/25.4%。
- 2) **电源适配器**：预计 25-27 年营收同比增长 6%/4%/3%，毛利率分别为 18%/18.5%/18.8%。
- 3) **其他电源**：预计 25-27 年营收同比增长 10%/8%/6%，毛利率基本稳定在 20%。
- 4) **其他业务**：预计 25-27 年营收同比增长 25%/25%/25%，毛利率基本稳定在 50%。

### 有别于大众的认识

**市场部分担忧欧陆通面临台系电源巨头（台达、光宝）的竞争压制，同时顾虑电源行业技术迭代风险。**我们认为公司将是 AI 服务器电源国产化替代与全球市场拓展中的核心受益标的。一方面，AI 服务器功率向兆瓦级跃迁，高密度、高能效电源需求刚性增长，公司顺周期放量逻辑明确；另一方面，公司前瞻性布局液冷兼容、sidecar 架构、第三代半导体应用等核心技术，且通过越南、墨西哥海外产能规避贸易风险，同时推进海外云厂商导入，具备技术、产能、渠道三重壁垒。

**市场认为欧陆通其他电源业务布局分散，难以形成规模效应，对整体业绩贡献有限。**我们认为其他电源业务聚焦锂电类充电器等新领域，所处赛道具备明确增长潜力。公司长期深耕相关电源产品研发，既不断拓展存量客户新项目、提高供货比例，又持续导入新客户新市场，同时布局农机充电器、滑板车充电器等多样产品，覆盖多应用场景，业务整体保持平稳增长态势，未来随着新领域需求释放与产品矩阵完善，有望成为公司业务增长的重要补充。

### 股价表现的催化剂

AI 算力需求进一步扩大；服务器电源订单签订及交付节奏加快；消费电子需求复苏；新客户的导入与订单落地。

### 核心假设风险

AI 发展不及预期，原材料价格波动风险，行业格局变化导致市场竞争加剧。

## 目录

<b>1. 欧陆通：电源领域多面手，高功率电源领军企业</b>	<b>6</b>
<b>2. 服务器电源：国产高功率电源领军者</b>	<b>11</b>
2.1 AI 服务器功率持续，高密度/高能效电源为发展方向	11
2.2 AI 服务器电源核心驱动，市场头部效应显著	14
2.3 公司产品功率覆盖全面，深度布局 AI 与国产化未来	15
<b>3. 其他业务：电源适配器稳固基本盘，其他电源拓展产品新边界</b>	<b>17</b>
3.1 消费电子需求复苏，电源适配器同步增长	17
3.2 其他电源：积极布局新领域，有望成为新业绩增长动力	21
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>23</b>
4.1 盈利预测	23
4.2 公司估值	24
<b>5. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

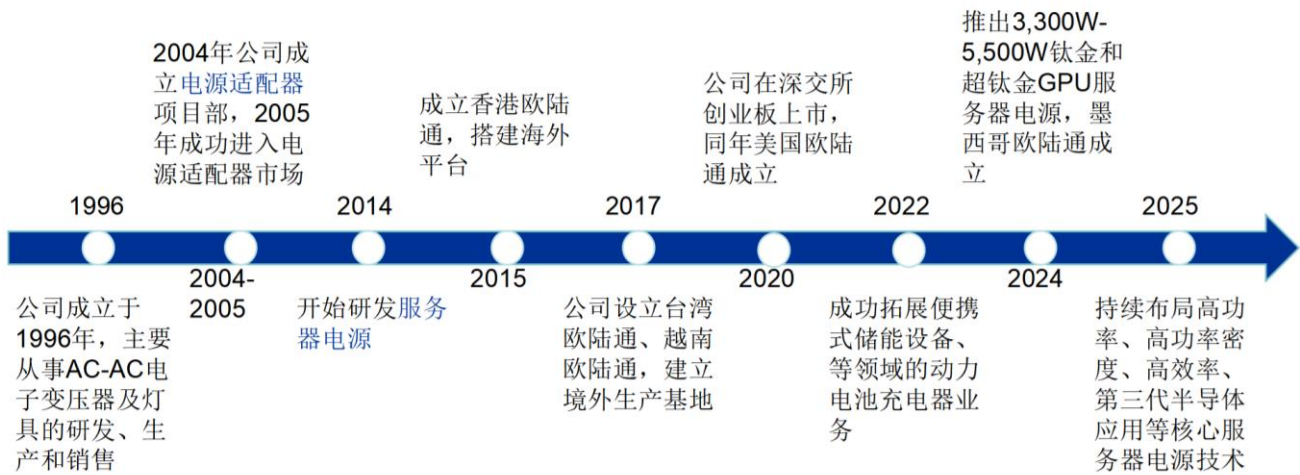
图 1 : 公司发展历程.....	6
图 2 : 公司产品矩阵及行业应用.....	6
图 3 : 公司股权结构稳定.....	7
图 4 : 2019-25Q3 公司营业收入 (单位: 亿元, %) .....	8
图 5 : 2019-25Q3 公司归母净利润 (单位: 亿元, %) .....	8
图 6 : 2019-2025H1 各业务占比及同比 (单位: %) .....	9
图 7 : 把握国产替代机会, 加快海外市场拓展 (单位: %) .....	10
图 8 : 毛利率稳步上升 (单位: %) .....	10
图 9 : 公司控费能力强 (单位: %) .....	10
图 10 : 中国智能算力规模 (基于 FP16 计算) 及预测 (单位: EFLOPS) .....	11
图 11 : 中国通用算力规模 (基于 FP64 计算) 及预测 (单位: EFLOPS) .....	11
图 12 : 维谛预计数据中心 AI GPU 机架功率迅速攀升.....	11
图 13 : 欧洲服务器电源标准 80 PLUS 对功率密度和效率的要求不断提高.....	12
图 14 : Meta 高功率机架电源解决方案演进阶段.....	13
图 15 : AC10kV/DC800V 直流供电系统 (SST) .....	13
图 16 : 2024-2031 年全球 AI 服务器电源市场规模 (单位: 亿美元) .....	14
图 17 : 2024 年中国服务器电源行业企业竞争梯队.....	14
图 18 : 2024 年公司推出符合 OCP ORv3 规范的机架式电源解决方案 .....	15
图 19 : 欧陆通全球战略布局 .....	16
图 20 : 电源适配器行业产业链结构图.....	17
图 21 : 2022-2024 年全球显示器市场出货量 (单位: 百万台, %) .....	17
图 22 : 24-25Q1 中国 PC 显示器商用/消费市场出货量变化 (单位: 百万台, %) ....	17
图 23 : 22-25Q3 全球台式机与笔记本装机量 (单位: 百万台, %) .....	18
图 24 : 2024-2032 全球智能家居市场规模 .....	18
图 25 : 公司电源适配器产品种类丰富.....	20
图 26 : 公司与众多知名客户建立合作关系.....	20
图 27 : 2020-2025 年全球电动工具出货量 (单位: 亿台) .....	21
图 28 : 2024 年全球电动工具区域分布情况 .....	21
图 : - 年中国电动三轮车市场规模 (单位: 亿元) .....	

图 30 : 2024 年中国电动车出口目的地分布 .....	21
表 1 : 股权激励业绩考核目标 .....	8
表 2 : 三种供电技术对比 .....	12
表 3 : 截止 24 年底公司部分在研项目 .....	15
表 4 : 24 年全球 TOP15 电源厂商 .....	19
表 5 : 公司其他电源产品多样 .....	22
表 6 : 公司分业务预测表(百万元、%) .....	23
表 7 : 公司盈利预测表(百万元、%).....	24
表 8 : 可比公司估值表.....	24

# 1. 欧陆通：电源领域多面手，高功率电源领军企业

公司在开关电源领域深耕超 20 年，成长为国内领先的电源适配器、服务器电源和其他电源生产服务商。公司成立于 1996 年，主要从事 AC-AC 电子变压器及灯具的研发、生产和销售；2004 年公司成立电源适配器项目部，2005 年成功进入电源适配器市场；2014 年起在电源适配器产品的基础上开始研发服务器电源；2017 年公司设立台湾欧陆通、越南欧陆通，建立境外生产基地；2020 年公司在深交所创业板上市，同年美国欧陆通成立。截止 2025 年，公司已推出包括 3,300W-5,500W 钛金和超钛金 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源（Power Shelf）解决方案等核心产品。未来，以 AIGC 技术的开发和应用为代表的高算力需求场景有望加速涌现，将为公司带来进一步的增长机遇。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，申万宏源研究

公司共有三大主营业务，产品广泛应用于办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备、数据中心等众多领域。（1）**电源适配器**：布局覆盖 3W-400W 功率段产品，应用领域广泛，已成为公司最成熟且稳定的基本盘业务。（2）**服务器电源**：涵盖了 800W 以下、800-2,000W、2,000W 以上等全功率段产品系列，应用于网安、通信及其他服务器电源、通用型服务器电源、高功率服务器电源。（3）**其他电源**：围绕电源技术不断开拓新应用领域，包括锂电类电动工具及家电充电器、纯电交通工具充电器、大瓦数动力电池设备充电器、化成分容设备等。

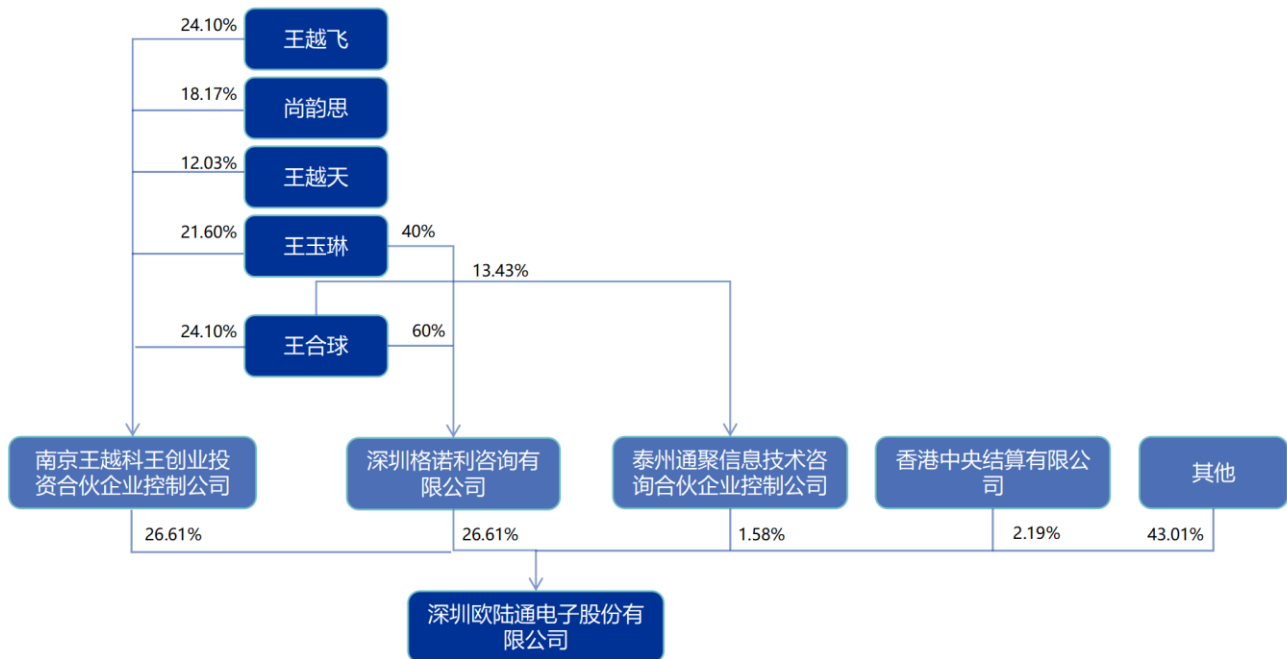
图 2：公司产品矩阵及行业应用



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**截止至 25 年第三季度，公司股权结构稳定。**公司实际控制人为王合球、王玉琳、王越天、尚韵思和王越飞，并作为一致行动人。其中王合球和王玉琳通过深圳市格诺利信息咨询有限公司控制公司 26.61% 的股份，王合球、王玉琳、王越天、尚韵思和王越飞通过南京王越科王创业投资合伙企业（有限合伙）控制公司 26.61% 的股份。此外，王合球通过泰州通聚信息技术咨询合伙企业控制公司 1.58% 的股份，深圳格诺利、南京王越科王和泰州通聚合计持有公司 54.8% 的股份。公司董事长王合球先生曾任南京半导体器件总厂第一研究所技术员、深圳京导电子企业有限公司生产技术经理、深圳京泉电子有限公司生产技术经理，技术经验丰富。

图 3：25 年第三季度公司股权结构稳定



资料来源：iFind，公司年报，申万宏源研究

**股权激励调动积极性，促进公司长远发展。**公司于 2024 年 9 月 23 日通过了《关于向 2024 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的议案》，以 18.45 元/股的授予价格向符合授予条件的 196 名激励对象授予 264.6 万股限制性股票。授予对象包括公司公告本激励计划时在公司（含子公司，下同）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工。股权激励能够充分调动其积极性和创造性，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，有助于公司实现业绩增长和长远发展，提升公司核心竞争力。

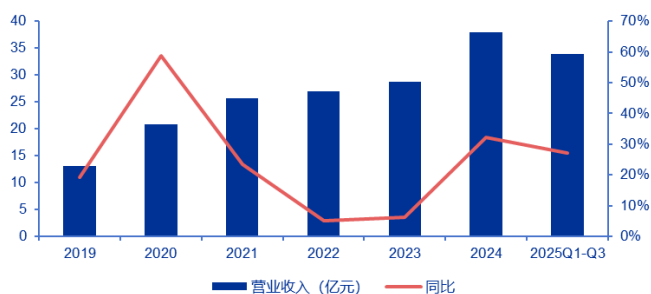
**表 1：股权激励业绩考核目标**

归属期	考核年度	基数	营业收入增长率 (A)		净利润增长率 (B)	
			触发值 (An)	目标值 (Am)	触发值 (Bn)	目标值 (Bm)
第一个归属期	2024	以 2021-2023 的三年平均值为基数	28%	35%	48%	60%
第二个归属期	2025		52%	65%	104%	130%
第三个归属期	2026		72%	90%	200%	250%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

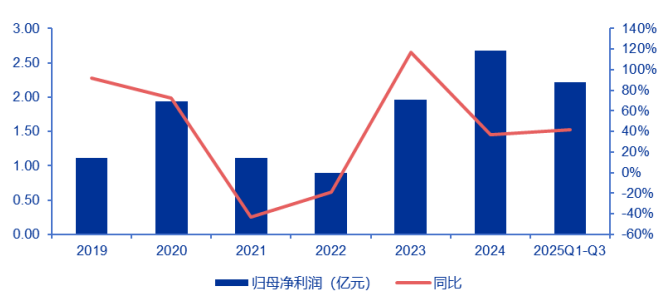
**营业收入稳健，归母净利润有望进入快速增长期。**2019 年至 2024 年，公司总营业收入从 13.13 亿元增长至 37.98 亿元，CAGR 为 23.67%；归母净利润从 1.12 亿元增长至 2.68 亿元，年均复合增长率为 19.06%。2020 公司业绩高增，主要系居家办公、在线教育需求激增，带动了笔记本电脑、平板电脑、网络通信设备等电子产品的电源销售。2021-2022 年受原材料价格上涨、美元走低及加大研发投入的影响，公司进入到“增收不增利”境地。伴随全球经济持续回暖，AIGC 快速发展带来蓬勃的服务器高功率电源需求，2025 年前三季度营业收入为 33.87 亿元，同比增长 27.16%，归母净利润 2.22 亿元，同比增长 41.53%。随着公司的服务器电源获得市场广泛认可，将充分受益于全球 AI 算力需求爆发的历史性机遇，公司营收及利润有望进入快速增长期。

**图 4：2019-25Q3 公司营业收入 (单位：亿元，%)**



资料来源：iFind，申万宏源研究

**图 5：2019-25Q3 公司归母净利润 (单位：亿元，%)**



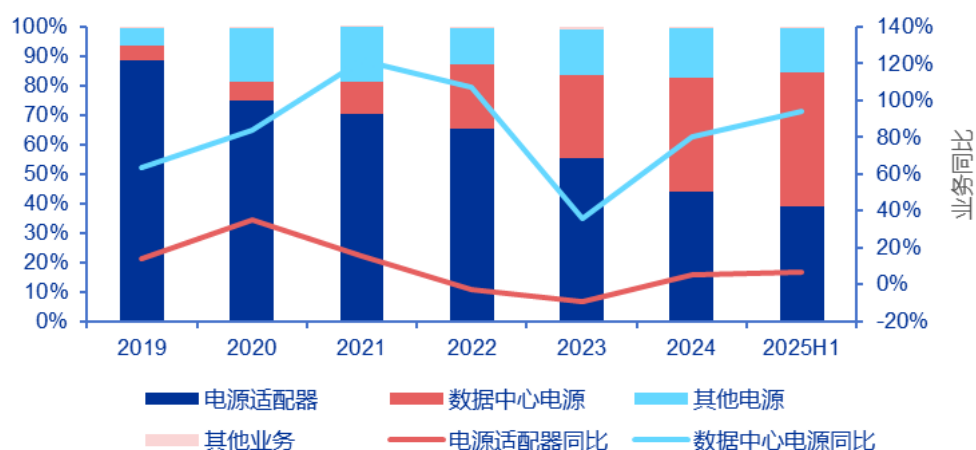
资料来源：iFind，申万宏源研究

**电源适配器稳住基本盘，服务器电源成为业绩驱动力。**分业务来看，自 2019 年-2025 年上半年，(1) 电源适配器业务占比持续下滑，从 88.35% 降至 38.96%。2025H1 营收 8.26

亿元，同比增长 6.61%。2019 至 2022 年，依托品类的横向拓展与全球客户的深耕，保持稳步扩张。尽管 23 年遭遇全球消费电子市场疲软，但公司通过优化客户与产品结构，使业务重回增长轨道。(2) **服务器电源业务占比不断提升**，从 2019 年的 5.39% 上升至 2025H1 的 45.37%。2025H1 公司高功率服务器电源产品已处于国内领军水平，比肩国际高端水平，实现营收 6.62 亿元，同比增长 216.47%，占服务器电源业务整体收入的比例提升至 68.76%。

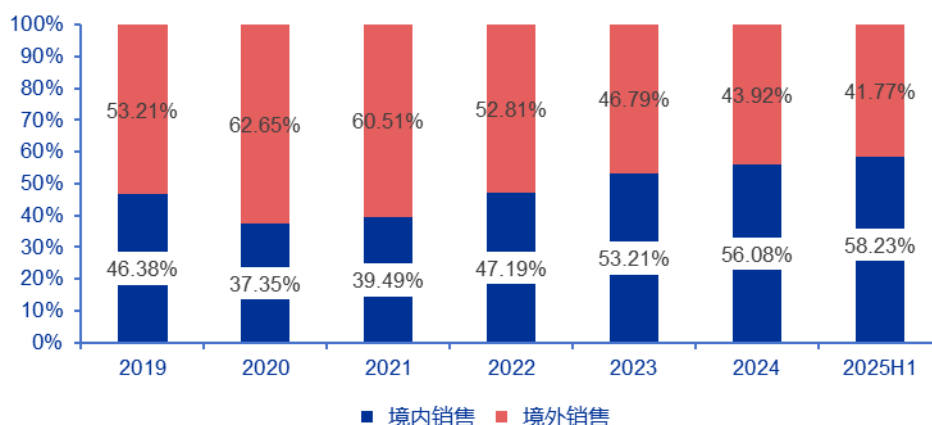
(3) **其他电源业务占比较为稳定**，25 年上半年营业收入为 3.23 亿元，同比增长 0.41%。上半年全球电动工具市场需求呈现疲软态势，公司积极开拓新领域产品布局，叠加新客户导入，业务收入整体保持平稳。

**图 6：2019-2025H1 各业务占比及同比 (单位：%)**



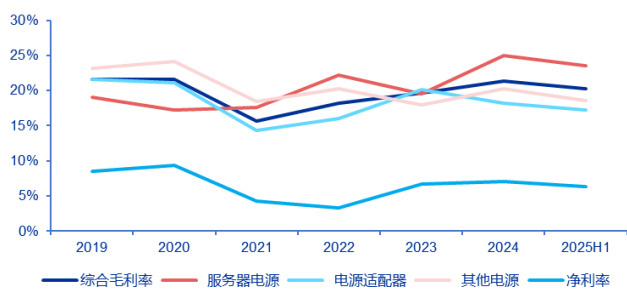
资料来源：iFind，申万宏源研究

**把握国产替代机会，加快海外市场拓展。**公司境外收入是公司收入的重要支撑，24 年境外收入为 16.68 亿元，同比增长 24.20%，25 年 H1 境外收入为 8.86 亿元，同比增长 16.80%，增长趋势显著。公司境外销售客户包括 LG、HP、沃尔玛、谷歌、Roku、Honeywell、Technicolor、Sagemcom、TTi 等，产品销往北美、新加坡、越南、泰国、欧盟、韩国等国家和地区。公司注重全球布局，积极开拓全球市场，在深圳、东莞、赣州、苏州、越南、墨西哥设有生产基地。服务器业务方面已在中国台湾、美国都建立销售队伍，推进导入海外客户，包括北美头部云厂商，未来有望打开新成长空间。

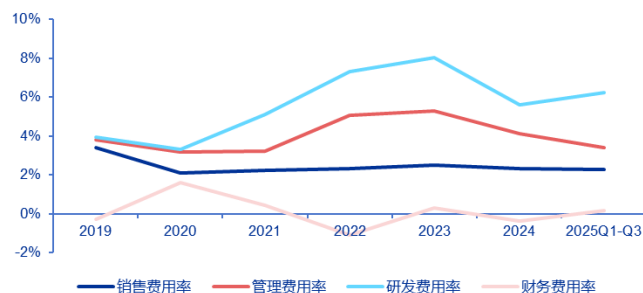
**图 7：把握国产替代机会，加快海外市场拓展（单位：%）**


资料来源：iFind，申万宏源研究

**公司综合毛利率水平近 3 年呈现缓慢上升趋势，规模优势与成本控制卓有成效。**2021 年后，公司开拓新客户并持续优化产品结构，提升高价值产品占比，综合毛利率有所回升，从 21 年的 15.61% 上升至 24 年 21.36%；24 年服务器电源毛利率超过 25%，随着 AI 服务器电源业务占比提升，将进一步拉升综合毛利率。2019-2024 年，公司研发费用由 2019 年的 0.52 亿元增长至 2024 年的 2.13 亿元，CAGR 达到 32.58%。2025 前三季度，公司实现研发费用 2.11 亿元，同比增长 38.31%，研发费用率 6.22%；销售费用率和管理费用率同比分别下降了 0.38 个百分点和 0.72 个百分点，公司的总费用率同比下降 0.41 个百分点，说明公司的成本控制能力在提升，规模效应正在显现。公司 24 年净利率为 7.07%，未来随着综合毛利率上涨和控费能力的增强，有望进一步提升。

**图 8：毛利率稳步上升（单位：%）**


资料来源：iFind，申万宏源研究

**图 9：公司控费能力强（单位：%）**


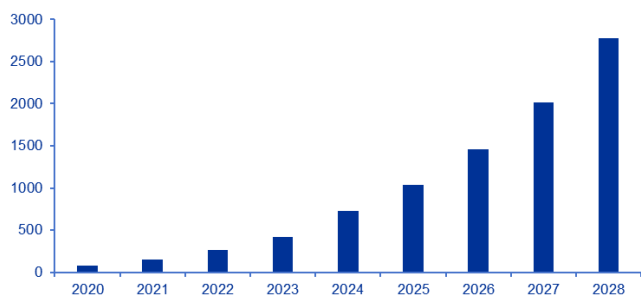
资料来源：iFind，申万宏源研究

## 2. 服务器电源：国产高功率电源领军者

### 2.1 AI 服务器功率持续，高密度/高效电源为发展方向

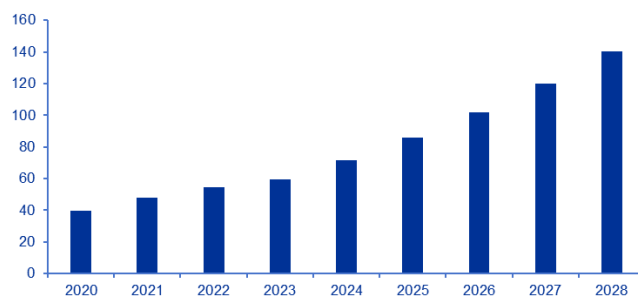
大模型规模扩张拉动算力需求，直接推高服务器功率。DeepSeek 等大模型算法效率提升，通过开源进行科技平权，致使 AI 向各行各业加速渗透，用户和场景扩容推动算力消耗增长；多用户场景需要多模态模型（文本、图像、视频融合），需集成 CPU、GPU、ASIC、FPGA 等不同类型的处理器处理海量异构数据，直接拉高服务器功率。

图 10：中国智能算力规模（基于 FP16 计算）及预测（单位：EFLOPS）



资料来源：IDC（国际数据公司），浪潮信息，申万宏源研究

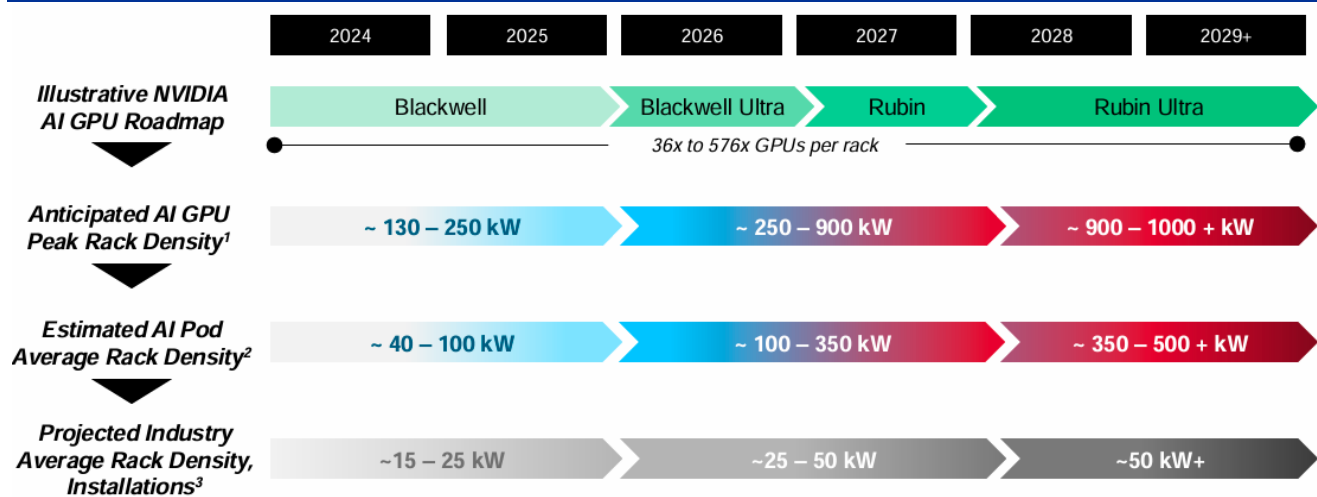
图 11：中国通用算力规模（基于 FP64 计算）及预测（单位：EFLOPS）



资料来源：IDC（国际数据公司），浪潮信息。申万宏源研究

芯片性能高速迭代叠加机架多芯片集成，单服务器机柜功率猛增。算力需求推动芯片功率不断攀升，英伟达 GPU 芯片 TDP 从 Tesla P100 的 300W 飙升至 B300 的 1100W，英特尔的 CPU 芯片 TDP 已经突破 350W；机架功率密度实现数量级跃迁，从传统 20-30kW 向 100kW 以上迈进，英伟达 GB300 NVL72 通过集成 72 个 B300 GPU 和 36 个 Grace CPU 使单机架功率最高可达 140kW。随着英伟达的 GPU 架构从 Blackwell 逐步进化为 Rubin Ultra，服务器机架的峰值功率有望于 2029 年突破 1MW。

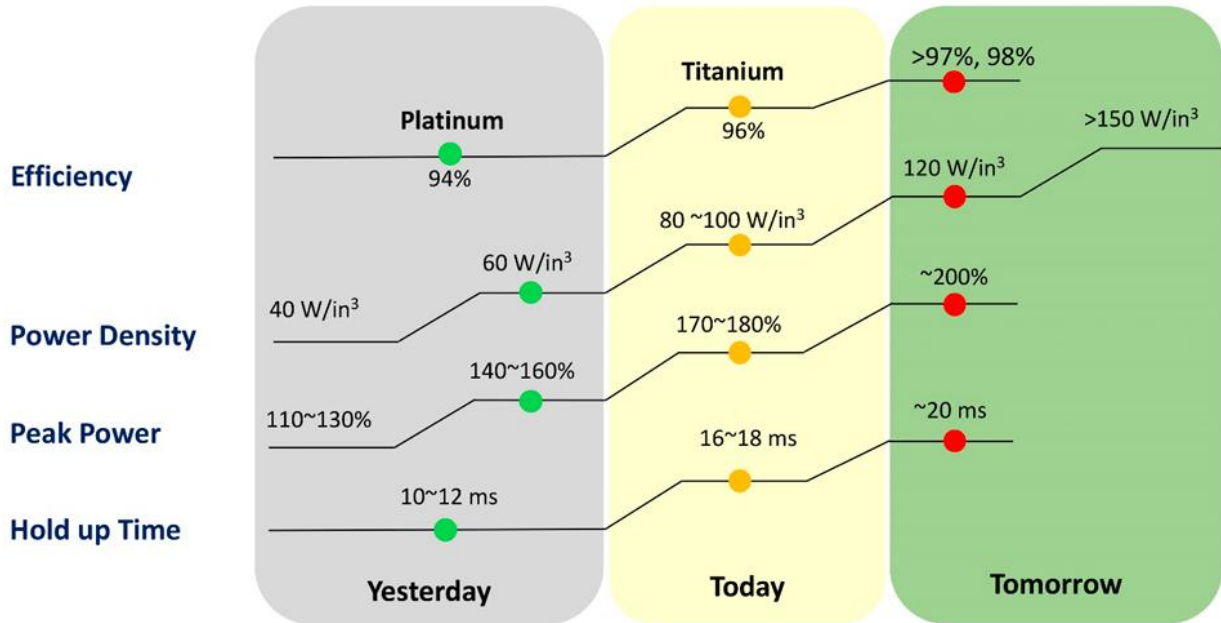
图 12：维谛预计数据中心 AI GPU 机架功率迅速攀升



资料来源：维谛，申万宏源研究

AI 服务器功率攀升推动 AIDC 电源不断提高功率密度和转换效率。1) 英伟达《800Vdc 架构白皮书》指出，机柜功率正向兆瓦级跃进，未来将通过提高功率密度使电源小型化，为 GPU 等算力硬件腾出空间； 2) 据台达官网测算，1GW 服务器电源转换效率提升 1.5%，能节省约 1700 万美元的电费，将直接决定运营可行性； (3) 欧盟的 80 PLUS 标准和 ErP 标准、中国的相关能效战略政策等法律法规，均不断提升对功率密度与能效的要求。技术要求、成本优势、政策驱动三方面共同发力，高效率高密度电源已成必然。

图 13: 欧洲服务器电源标准 80 PLUS 对功率密度和效率的要求不断提高



资料来源: Navitas (纳微半导体), 申万宏源研究

当前市场下 UPS 缺陷明显，HVDC 技术有望成为必然趋势。第一代供电系统 UPS 电能变换环节多，占地面积大，转换效率低，已有被逐步淘汰的趋势。HVDC 是将市电整流为高压直流电直接为 IT 设备供电的技术，具有高转换效率、高功率密度、设备稳定性好、能源利用率高等优点，且能够随数据中心需求的发展扩展到更高功率机架。目前服务器市场已经应用 240V/336V HVDC 和巴拿马电源，我们认为 26-28 年 HVDC 渗透率将快速提升。

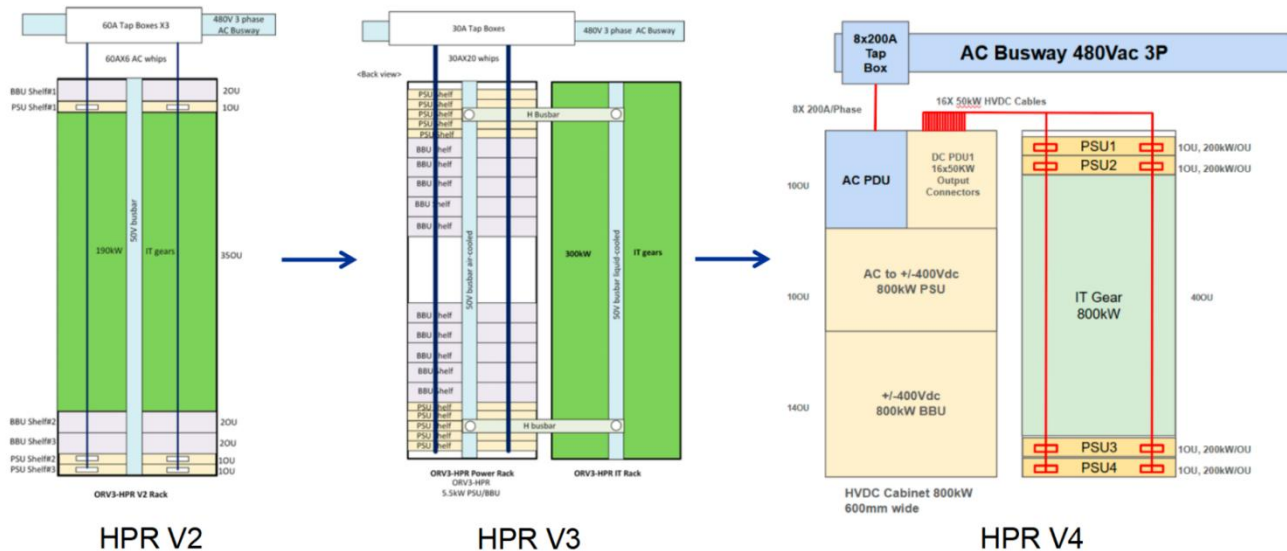
表 2: 三种供电技术对比

	UPS	240V/336V HVDC	巴拿马电源
冗余供电模式	主流: 2N, DR 很少采用: RR	主流: 1 路市电+1 路 DC 特别登记: 2N HVDC	主流: 2N DC 也可: 1 路市电+1 路 HVDC
可用性	结构负载, 可用性一般	结构简化, 可用性高	环节简洁, 可用性极高
理论链路效率	93%	95%	97.50%
占地面积 (2.2MW IT)	310 m <sup>2</sup>	300 m <sup>2</sup>	110 m <sup>2</sup>
建设周期	12 个月左右	6 个月左右	3 个月左右
系统成本 (元/W)	3 元/W	2 元/W	1.3 元/W
优势	应用成熟, 产品生态完善	成本下降, 结构简单	集成度高, 效率高, 运维简单

资料来源: ODCC (开放数据中心委员会) 《巴拿马供电技术白皮书》, 申万宏源研究

**400V HVDC 即将落地, sidecar 方案应运而生。**考虑到工程导向与短期落地性, 微软、谷歌、Meta 等海外大厂倾向于  $\pm 400V$  方案, 并选择 sidecar 架构作为实现数据中心 HVDC 前的过渡方案: 通过将 PSU、BBU 等关键供电组件从 IT 机柜中剥离, 整合至独立的专用机柜, 并通过低阻抗铜排 (busbar) 直连服务器机柜, 实现能量高效传输。这种物理分离既释放了 IT 机柜空间以部署更多 GPU, 又规避了大电流传输导致的铜排与散热瓶颈。

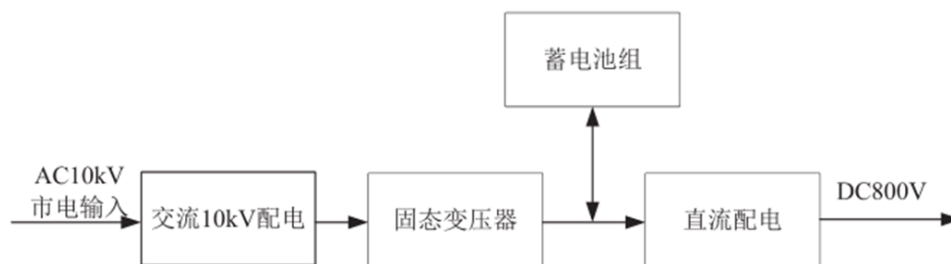
图 14: Meta 高功率机架电源解决方案演进阶段



资料来源: OCP (Open Compute Project 技术峰会), 申万宏源研究

**革命性 800Vdc 展望未来, SST 有望为 AIDC 供电最终方案。**英伟达率先提出 800Vdc 架构并为未来 1500Vdc 进行技术积累, SST 具备的颠覆性优势, 成为实现该架构终极目标的可能选择: **(1) 极致效率:** 直接将 10kV 以上中压交流转换为 800VDC, 减少转换环节, 系统效率可达 98%以上; **(2) 超高功率密度:** 支撑单机柜功率向兆瓦级迈进, 利用高频电力电子技术, 设备体积缩小 50%以上; **(3) 应对负载剧变:** 适应 AI 计算功率波动, 具备快速响应和主动调节电压、频率的能力; **(4) 绿色能源适配:** 实现高比例绿电接入, 满足可持续发展目标, 无缝高效接入光伏、储能等直流新能源; **(5) 高度集成:** 集变压器、整流、隔离、稳压等功能于一体, 提升可靠性。SST 满足了 AI 算力爆发带来的超高功率、极致能效和绿色能源三大核心挑战, 有望成为 AIDC 供电最终方案。

图 15: AC10kV/DC800V 直流供电系统 (SST)

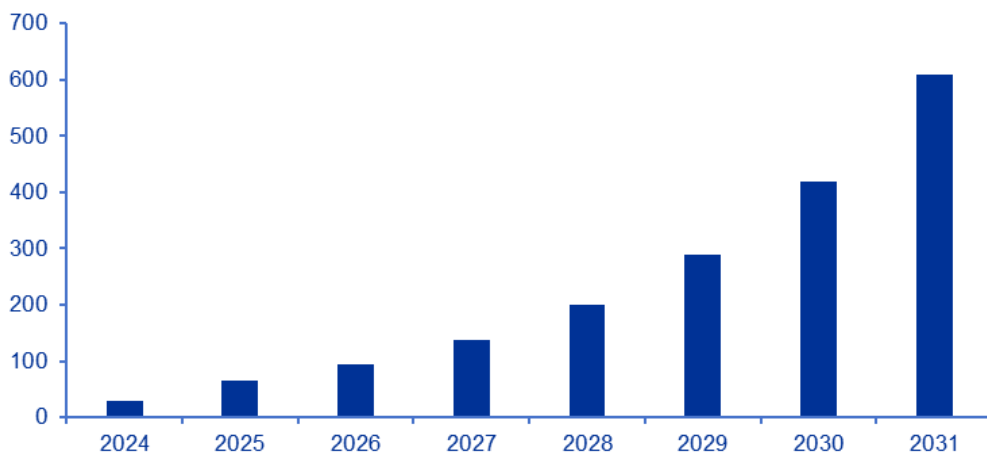


资料来源: 中讯设计《数据中心 800V 直流供电技术白皮书 (1.0)》, 申万宏源研究

## 2.2 AI 服务器电源核心驱动，市场头部效应显著

**AI 服务器增长拉动核心设备销量，服务器电源快速扩张。** AI 应用的爆发驱动 AI 服务器市场规模增加。根据 IDC 数据，2024 年全球 AI 服务器市场规模为 1,251 亿美元，25 年将增至 1,587 亿美元，28 年有望达到 2,227 亿美元，25-28 年 CAGR 为 11.96%。服务器是提供运算存储服务的设备，为了维持运行稳定，市场上的服务器一般配有 2-4 个电源。服务器电源为服务器提供电能，是决定服务器可靠性、能效、算力输出并支撑数据中心绿色发展的核心保障。根据 Valuates Reports 的数据，2024 年全球 AI 服务器电源市场规模为 28.46 亿美元，预计到 2031 年将增长至 608.10 亿美元，2025-2031 年复合增长率达到 45.00%。

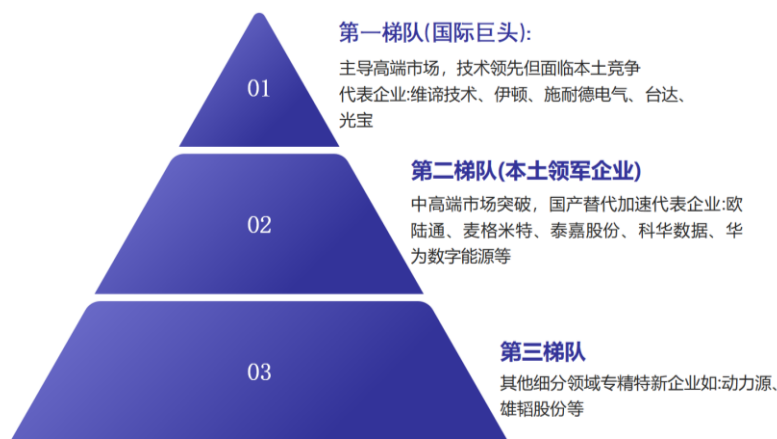
图 16：2024-2031 年全球 AI 服务器电源市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Valuates Reports（市场调研机构），申万宏源研究

**台资企业占据第一梯队，中国大陆企业有望加速突破。** 台达、光宝等台系巨头凭借先进技术占据 AI 服务器电源市场 75%-80% 的份额，其中台达一家独大，市场份额超五成，主要供应英伟达等国际客户。本土企业如欧陆通、麦格米特、科士达等在下游需求快速爆发期，加速国产替代，其中欧陆通 2025 年 H1 服务器电源业务加速增长，营收同比增长 94.30%；麦格米特进入英伟达供应体系，科士达逐步提高给台资厂商的代工份额。我们认为国内企业凭借技术能力、成本优势以及快速的响应速度，将加速进入到全球供应链体系。

图 17：2024 年中国服务器电源行业企业竞争梯队



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

## 2.3 公司产品功率覆盖全面，深度布局 AI 与国产化未来

**全功率段覆盖应用全面，凭借优异产品力积累大量核心客户。**服务器电源涵盖 800W 以下、800-2,000W、2,000W 以上等全功率段产品系列，核心产品包括 3200W 钛金 M-CRPS 服务器电源、5500W 超钛金 GPU 服务器电源及浸没式液冷电源方案，既能满足传统服务器需求，又能精准适配 AI 服务器高功率、动态负载的核心诉求。凭借多年产品验证，已成为富士康、浪潮信息、联想、新华三等服务器核心厂商的供应商，客户粘性高，下游客户验证领先优势明显，打造核心的产品和客户壁垒。

图 18：2024 年公司推出符合 OCP ORv3 规范的机架式电源解决方案



资料来源：欧陆通公众号，申万宏源研究

**AI 趋势前瞻布局，打造不可替代技术壁垒。**前瞻性布局高功率、高功率密度、高效率、第三代半导体应用、高效液冷兼容设计、独立电源柜（sidecar）、高压直流输入等核心服务器电源技术，完美契合 AI 服务器的供电要求；同时推进 100%国产化器件方案，满足自主可控政策需求，在国产替代浪潮中抢占先机，形成技术核心护城河。

：截止 年底公司部分在研项目

项目名称	拟达到的目标
一款高效率高功率密度 3400W 服务器电源	满足 GPU 动态负载的要求，峰值效率为 96%（钛金），3400W 输出，采用智能化能量监控和管理及数字化控制技术，功率密度超 100W/inch <sup>3</sup>
一款高可靠性 2400W 服务器电源	满足 GPU 动态负载的要求，峰值效率为 96%（钛金），2400W 输出，采用智能化能量监控和管理及数字化控制技术，功率密度达到 80W/inch <sup>3</sup>
一款浸没式液冷集中式供电系统	开发峰值效率为 96%（钛金牌）的电源和 power shelf，采用浸没式液冷+集中式供电，整体供电转换效率提升，支持 N+2 冗余，降低客户使用成本
一款 ATS 双输入 5.5KW 服务器电源	效率满足超钛金的要求，带 ATS 部件峰值效率超过 97%，采用先进的全数字控制技术，具备高效、高密、数字化、高可靠等特点，支持热插拔，可应用于集中式供电方案
一款 M-CRPS 3200W 高性能服务器电源	满足 GPU 动态负载的要求，峰值效率为 96%（钛金），3200W 输出，采用智能化能量监控和管理及数字化控制技术，功率密度超 100W/inch <sup>3</sup>
一款国产化 2000W 服务器电源	实现 100%国产化器件方案，采用软开关技术、模块化技术、数字化控制、技术平台化设计等多项技术创新
一款高可靠性风冷 33KW Power shelf	基于公司已有的 5.5kW GPU 服务器电源开发，用于高算力服务器系统，实现系统功率 33kW

资料来源：公司年报，申万宏源研究

**全球化产能规避风险，海外渠道布局领先。**越南基地已完成高功率服务器电源产线建设，墨西哥基地 2024 年四季度投产，实现“就近生产、本地交付”，有效规避贸易摩擦与物流成本压力，为海外市场扩张提供产能保障。公司在中国台湾、美国设立销售团队，持续推进导入包括服务器厂商、头部云厂商等各类型海外客户，进一步开拓全球市场。通过美国 UL、欧盟 CE、印度 BIS 等多国认证，产品获准进入全球主要市场，形成成熟的渠道网络与客户服务体系，公司有望凭借领先的认证优势和优异的渠道网络加速海外出海，抓住下游核心市场。

图 19：欧陆通全球战略布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

### 3. 其他业务：电源适配器稳固基本盘，其他电源拓展产品新边界

#### 3.1 消费电子需求复苏，电源适配器同步增长

电源适配器产业链下游应用广泛，上游供应充足。电源适配器行业产业链上游主要包括半导体器件、磁性元件、被动元件与结构件、辅材等；中游电源制造商进行电源产品研发和生产，根据行业用户对相关产品的需求，匹配相应型号、规格的电源产品，应用到相应的电子设备中，并提供设备的技术支持和售后服务；下游终端应用于办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备电源适配器等领域。

图 20：电源适配器行业产业链结构图

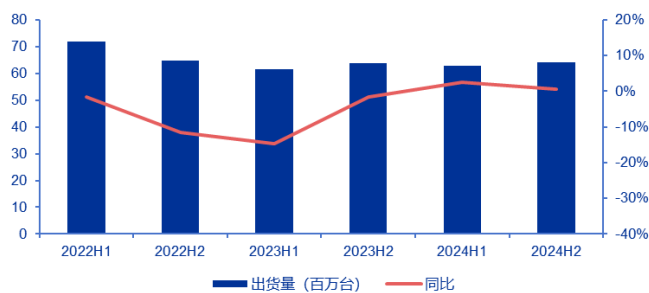


资料来源：公司年报，华经情报网，智研咨询，申万宏源研究

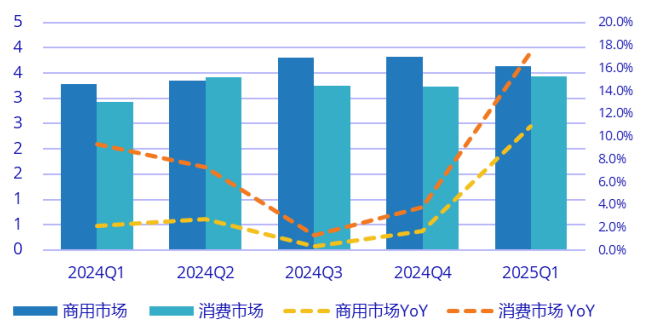
**电竞与国补拉动需求，显示器市场焕发活力。**根据洛图科技 (RUNTO) 统计，2024 年全球显示器市场品牌整机的出货量为 1.27 亿台，同比增长 1.5%，2025 年全球显示器出货量预计将达 1.29 亿台，涨幅为 2.0%。高刷新率、Mini LED、OLED 等新型显示技术的应用叠加电竞和国补刺激需求，25Q1 中国电竞显示器出货量达 258 万台，同比激增 56%，并快速向普通办公市场渗透。这一趋势将在 2025 年继续推动中国显示器市场的发展，预计 2025 年中国 PC 显示器出货量将实现 1.6% 的增长。

图 21：2022-2024 年全球显示器市场出货量 (单位：百万台，%)

图 22：24-25Q1 中国 PC 显示器商用/消费市场出货量变化 (单位：百万台，%)



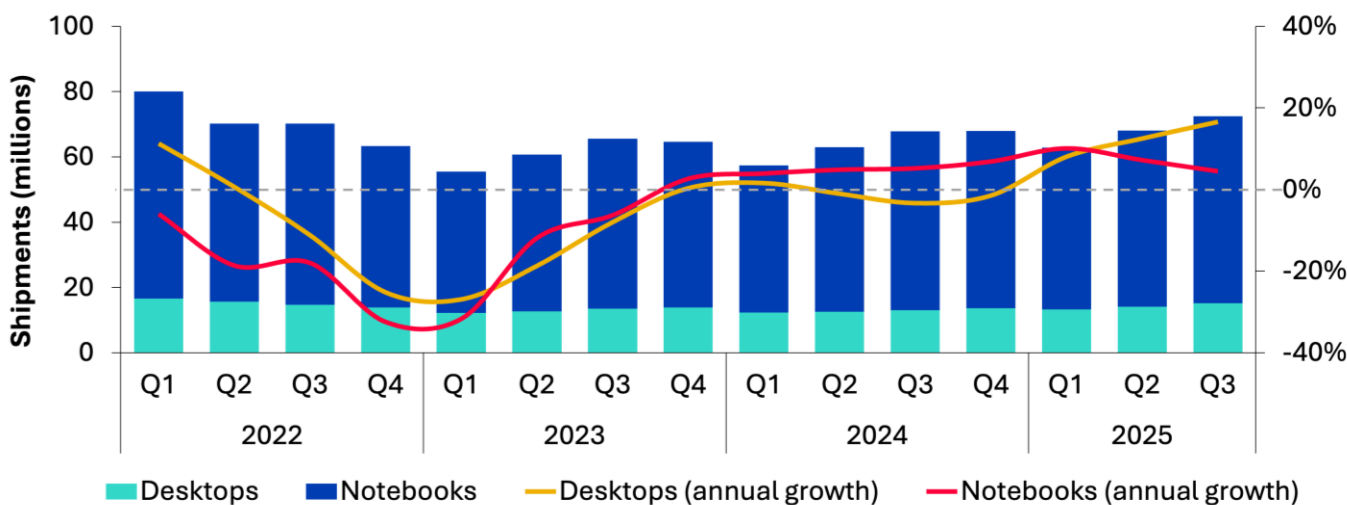
资料来源：洛图科技 (RUNTO)，申万宏源研究



资料来源：IDC (国际数据公司)，申万宏源研究

**AIPC 比例快速攀升，PC 市场有望逆势增长。**Canalys 预测，2024 年全球出货的 PC 中 19% 将具备人工智能功能，到 2027 年，60% 的 PC 将具备人工智能。CES 2025 上英特尔、联想等巨头纷纷推出 AIPC 产品，大幅提升办公效率。Omdia 的最新研究显示，2025 年第三季度全球 PC 总出货量增长了 6.8%，达到 7200 万台。笔记本电脑（包括移动工作站）出货量增长 4%，达到 5720 万台，台式机（包括台式机工作站）出货量增长 17%，达到 1520 万台。

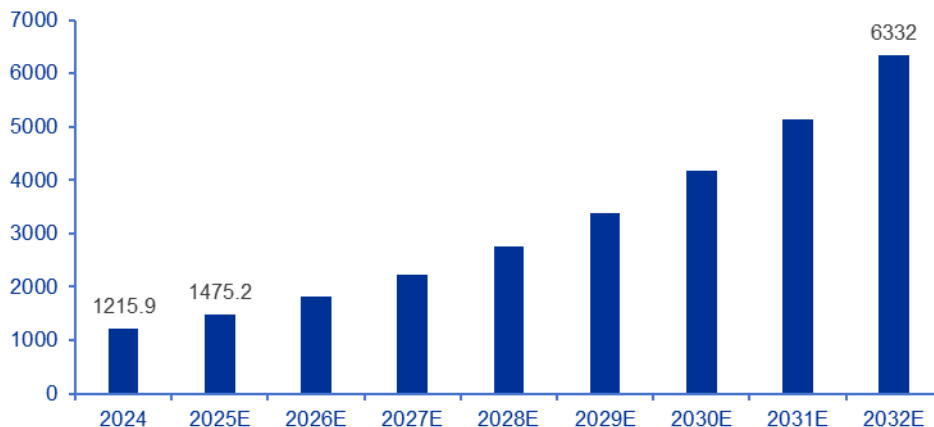
图 23: 22-25Q3 全球台式机与笔记本出货量 (单位: 百万台, %)



资料来源：Omdia (科技研究咨询公司)，申万宏源研究

**大模型应用驱动智能家居市场快速增长。**根据 Fortune Business Insights 的统计，得益于人工智能、物联网和 5G 技术发展，2024 年全球智能家居市场规模为 1215.9 亿美元。预计该市场将从 2025 年的 1475.2 亿美元增长至 2032 年的 6332 亿美元，CAGR 为 23.1%。IDC 分析，2025 年中国在政府促消费的大背景下，传统家电品类中的冰箱、洗衣机、空调类产品加速进入产品结构升级周期，家电产品向高端化、智能化、品质化、个性化方向迈进，2025 年，中国智能家居市场预计出货 2.81 亿台，同比增长 7.8%

图 24: 2024-2032 全球智能家居市场规模



资料来源：Fortune Business Insights（财富商业洞察），申万宏源研究

**下游应用驱动电源适配器市场增长，头部效应明显。**办公电子、消费电子和智能家居的需求增长是推动电源适配器市场发展的主要因素，电源适配器向着小型化、轻量化和节能方向发展。Market Research Intellect 认为 2024 年电源适配器市场规模为 300 亿美元，预计到 2033 年将达到 450 亿美元，2026 年至 2033 年 CAGR 为 5.5%。台系厂商目前占据主要市场份额，大陆厂商由于在成本、服务、响应配合等方面具备优势，未来有望在国内市场实现国产替代，并进入海外市场抢占份额。

**表 4：24 年全球 TOP15 电源厂商**

排名	厂商	地区	销售额（百万美元）
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 (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
9	长城电源 (Great Wall Power Supply Technology)	中国大陆	\$763
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 Co.)	中国大陆	~\$521
13	TDK (TDK-Lambda)	日本	~\$511
14	全汉 (FSP echnology)	中国台湾	~\$482
15	英飞特 Inventronics)	中国大陆	~\$370

资料来源：MTC（全球知名电源市场调查机构），申万宏源研究

**产品丰富应用全面，技术积累快速适配行业发展需求。**公司电源适配器业务深耕 20 余年，应用于办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备等多个领域。多

年研发经验使得公司能够快速响应下游技术升级需求和定制化需求，紧跟行业小型化、轻量化、节能趋势。随着消费电子与 AI 结合，以及智能家居、无人机的兴起，公司电源适配器业务有望持续稳健增长。

**图 25：公司电源适配器产品种类丰富**



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**全链条优势控制成本，全球化供应增强客户粘性。**公司通过集中采购模式，动态预测采购需求，通过多种策略对冲原材料价格波动风险，保障供应稳定性；全流程品质管控，多国安全认证减少售后成本。公司通过全球化布局，在境内境外设置生产基地，及时响应大客户需求，与多家大客户形成绑定。未来随着国产消电、智能家居出海加速，公司凭借供应链优势，将继续深耕存量客户，持续提升在现有大客户的份额占比。

**图 26：公司与众多知名客户建立合作关系**

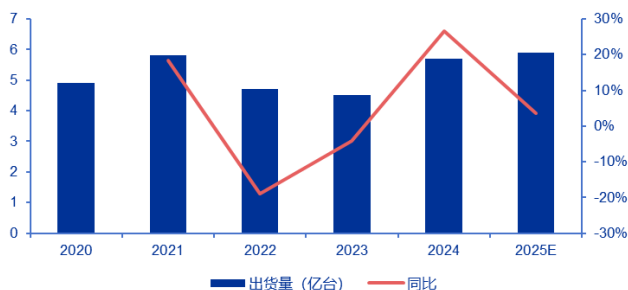


资料来源：各公司官网，申万宏源研究

### 3.2 其他电源：积极布局新领域，有望成为新业绩增长动力

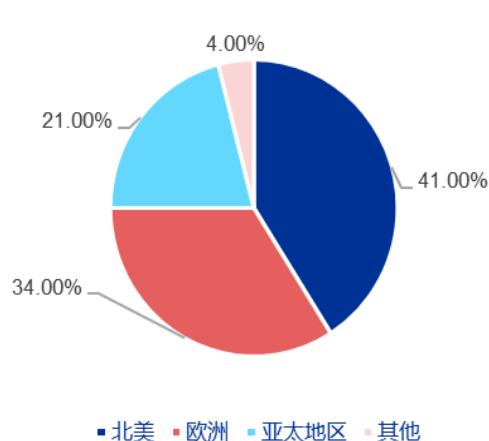
锂电化驱动无绳类电动工具渗透率提升，电动工具市场需求有望持续提升。根据EVTank 联合伊维经济研究院共同发布的《中国电动工具行业发展白皮书（2025 年）》，24 年新产品不断推出，下游渠道继续补库存，电动工具整体市场大幅回升，2024 出货量同比增长 24.8%达到 5.7 亿台，带动全球电动工具市场规模增至 566.4 亿美元。根据QYResearch 预测，2024 年全球无绳电动工具市场销售额达到了 148.9 亿美元，预计 2031 年将达到 254.1 亿美元，2025-2031CAGR 为 8.1%。公司长期生产电动工具电源，不断拓展已有客户的新项目，提高在存量客户中的供货比例，以及持续拓展出新客户新市场，实现业务板块平稳向上的发展。

图 27: 2020-2025 年全球电动工具出货量 (单位: 亿台)



资料来源: EVTank (伊维经济研究院)、中商产业研究院, 申万宏源研究

图 28: 2024 年全球电动工具区域分布情况

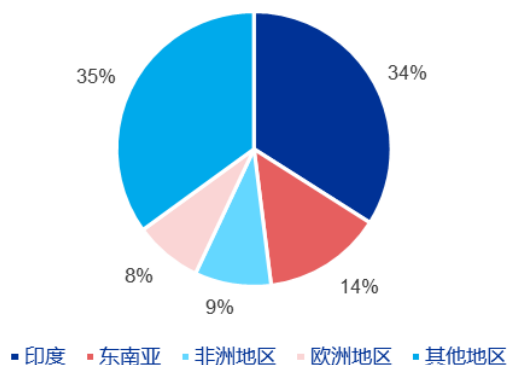
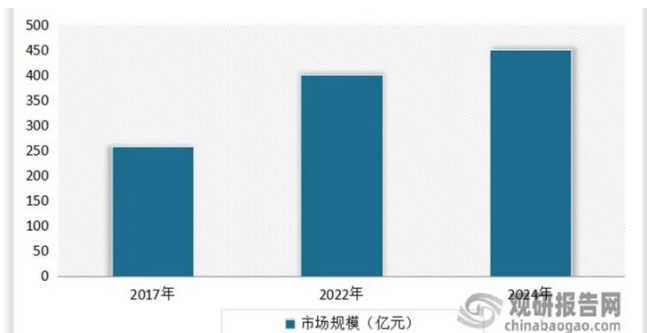


资料来源: EVTank (伊维经济研究院)、中商产业研究院, 申万宏源研究

技术进步重塑电动车格局，电动三轮海外热销。锂电池技术革新和充电基础设施的完善使电动两轮车和三轮车渗透率增加。Mordor Intelligence 估计 2025 年全球电动两轮车市场规模为 1286 亿美元，2029 年将达到 1814 亿美元，25-29 年 CAGR 为 9.00%；据观研天下数据，2024 年我国电动三轮车的出口量达到 65 万辆，增长约 8%；出口总额近 55 亿美元，增长约 10%。公司也把握住这一发展机会，投入开发的新产品在客户开拓上取得初步成效，电动两轮车及三轮车领域的动力电池充电器、大瓦数动力电池设备充电器等业务在有条不紊的进行中。

图 29: 2017-2024 年中国电动三轮车市场规模 (单位: 亿元)

图 30: 2024 年中国电动车出口目的地分布



资料来源：观研报告网，申万宏源研究

资料来源：观研报告网，申万宏源研究

**探索延伸新领域布局，保持平稳发展态势。**公司坚持新业务领域布局，持续跟踪行业动态，保持必要的战略投入，积极探索和发掘电源产品在新兴领域的应用，增强公司的整体业务规模和抗风险能力。未来将继续凭借研发创新优势，深化存量客户合作、拓展新市场，通过产品延伸与应用领域拓宽，推动业务多元化增长。

表 5：公司其他电源产品多样

产品	类别	产品特点
	工具类充电器	1.90~132V 交流电；2.输出过流、过压、短路功能，高可靠性；3.有 LED 指示
	9KW 农机充电器	1 充电控制：通过 485 控制；2.保护功能：输出过压，过流，短路，输入欠压和过压保护，过温保护；3.工作温度：-10℃~45℃（45℃以上开始降额）；4.散热方式：风冷；5.防护等级：IP6X；6.输入特性：支持双 AC 输入以及具有快慢充模式
	滑板车充电器	1.充电控制：K 线拉低，智能锂电池充电管理；2.保护功能：具有欠压、过压、过流、过温、短路、防反接、防倒灌，超时等保护功能；3.工作温度：-20℃~45℃
	电动自行车充电器	1.504W 锂电池充电器；2.充电控制：485 通信控制，智能锂电池充电管理；3.保护功能：具有欠压、过压、过流、过温、短路、防反接等保护功能；4 工作温度：-20℃~40℃；5.氮化钾技术，高效率，高功率密度，低纹波，低噪声
	电动摩托车充电器	1.2600W 电摩充电器；2.充电控制：通过 CAN 总线控制；3.保护功能：输出过压，过流，短路，输入欠压和过压保护，过温保护；4.工作温度：-20℃~65℃（55℃以上开始降额）；5.存储温度：-40℃~105℃；6.散热方式：风冷；7.防护等级：IP67；8.机械冲击及抗震等级：GB/T 28046.3-2011

资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**服务器电源：**AI 大模型加速渗透，AI 服务器需求持续释放，有望带动高功率服务器量价齐升，公司服务器电源业务有望充分受益。预计 25-27 年营业收入同比增长 60%/40%/28%。未来随着高功率服务器占比增加，毛利率有望进一步提升，预计 25-27 年毛利率分别为 25%/25.2%/25.4%。

**电源适配器：**随着 AI 应用于消费电子产品，公司电源适配器业务有望同步受益，但考虑到消费电子市场整体复苏平缓，叠加电源市场竞争加剧，电源适配器业务营收增速放缓。预计 25-27 年营业收入同比增长 6%/4%/3%。25 年行业景气度低迷，毛利率水平有所下降，随着未来消费电子产品更新换代，公司产品售价有望提升，预计 25-27 年毛利率分别为 18%/18.5%/18.8%。

**其他电源：**尽管全球电动工具市场需求呈现疲软态势，但公司积极开拓新领域产品布局，叠加新客户导入，其他电源业务收入整体保持平稳增长，预计 25-27 年营业收入同比增长 10%/8%/6%。预计 25-27 年毛利率稳定在 20%。

**其他业务：**24 年公司其他业务偶发性下滑，但从长期来看该业务聚焦于高增长细分领域，25 年有望重回增长轨道。预计 25-27 年营收同比增长 25%/25%/25%，预计 25-27 年毛利率稳定在 50%。

**表 6：公司分业务预测表(百万元、%)**

产品	2023	2024	2025E	2026E	2027E
服务器电源营收 (百万元)	811	1,459	2,334	3,268	4,183
同比 (%)	35.90%	80.00%	60.00%	40.00%	28.00%
毛利率 (%)	19.60%	25.00%	25.00%	25.20%	25.40%
电源适配器营收 (百万元)	1,594	1,673	1,773	1,844	1,899
同比 (%)	-9.50%	5.00%	6.00%	4.00%	3.00%
毛利率 (%)	20.10%	18.30%	18.00%	18.50%	18.80%
其他电源营收 (百万元)	436	649	713	770	817
同比 (%)	31.80%	48.70%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率 (%)	18.00%	20.30%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务营收 (百万元)	30	18	22	27	34
同比 (%)	100.00%	-40.80%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	28.90%	51.10%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，申万宏源研究

综合以上假设，我们预计公司 2025E-2027E 实现收入 48.42/59.10/69.33 亿元，同比增速 27.5%/22.0%/17.3%，实现毛利率 21.8%/22.5%/23.1%，归母净利率 7.8%/8.6%/9.2%，对应 E-E 归母净利润 ./. 亿元，对应同比增速 .%/./.%。

**表 7：公司盈利预测表(百万元、%)**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2870	3798	4842	5910	6933
增速	6.2%	32.3%	27.5%	22.0%	17.3%
营业成本	2304	2986	3786	4577	5333
毛利率	19.7%	21.4%	21.8%	22.5%	23.1%
归母净利润	196	268	380	506	639
增速	116.5%	36.9%	41.8%	33.3%	26.3%

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4.2 公司估值

**可比公司：**公司深耕开关电源领域，核心业务聚焦服务器电源、电源适配器及其他电源，凭借高功率服务器电源技术优势深度受益于 AI 行业高景气。我们选择同样布局服务器电源、电力电子设备领域，且业务结构具有可比性的企业作为可比公司：麦格米特（深耕电力电子领域，涵盖服务器电源等相关产品）、中恒电气（聚焦通信及服务器电源等业务），二者在业务布局、技术方向及应用场景上与欧陆通具有较强可比性。此外，新雷能同样从事电源产品研发，具备较强的定制化电源技术能力，其在高可靠性电源领域的技术积累对公司服务器电源高功率化、定制化发展方向具有一定参考意义，我们将其作为补充可比公司进行对比分析。

**估值：**我们采用 PE 估值法对公司进行估值，给予公司“买入”评级。公司作为高功率服务器电源国产领军企业，AI 算力爆发推动服务器功率向兆瓦级跃迁，带动高功率、高密度电源需求刚性增长，公司服务器电源业务有望实现量价齐升；电源适配器业务受益于消费电子、智能家居需求复苏，稳固基本盘；其他电源业务拓展电动工具、新能源交通工具充电等新领域，打开增长空间。同时，公司通过全球化产能布局规避贸易风险，推进国产化器件方案，技术、产能、渠道三重壁垒显著。参考可比公司估值水平，Wind 一致预测显示可比公司 2026 平均 PE 为 61X，给予公司 2026 年 61 倍 PE，对应欧陆通目标总市值 311.45 亿元，较现有市值有 21.00% 上涨空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**表 8：可比公司估值表**

证券代码	证券简称	2025/12/25		PE			EPS		
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002851.SZ	麦格米特	509	92.47	121	57	39	0.76	1.61	2.37
002364.SZ	中恒电气	152	27.01	86	48	32	0.31	0.56	0.83
300593.SZ	新雷能	164	30.27	797	79	41	0.04	0.39	0.75
	均值	-	-	335	61	37	-	-	-
300870.SZ	欧陆通	257	234.30	68	51	40	3.46	4.61	5.82

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预测

## 5. 风险提示

**1) AI 发展不及预期：**AI 发展不及预期，将会影响 AI 服务器采购量，进而影响服务器电源采购量，进而影响公司数据中心电源业务销量。

**2) 原材料价格波动风险：**公司生产经营所需的主要原材料系半导体、电阻电容、磁性材料、线材、外壳等。占主营业务成本的比重较高，对销售成本、毛利率影响较大。原材料的价格波动会对公司经营利润造成影响。

**3) 行业格局变化导致市场竞争加剧：**开关电源产品应用领域广泛、市场容量大，生产企业相对较多。若市场竞争加剧，或将影响公司主营业务发展。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,870	3,798	4,842	5,910	6,933
营业收入	2,870	3,798	4,842	5,910	6,933
服务器电源	811	1,459	2,334	3,268	4,183
电源适配器	1,594	1,673	1,773	1,844	1,899
其他电源	436	649	713	770	817
其他业务	30	18	22	27	34
营业总成本	2,784	3,450	4,382	5,302	6,184
营业成本	2,304	2,986	3,786	4,577	5,333
服务器电源	652	1,094	1,751	2,444	3,121
电源适配器	1,273	1,367	1,454	1,503	1,542
其他电源	358	517	571	616	653
其他业务	21	9	11	14	17
税金及附加	18	21	26	32	38
销售费用	72	88	111	142	180
管理费用	152	156	169	201	236
研发费用	230	213	276	343	409
财务费用	8	-14	12	8	-11
其他收益	19	23	23	23	23
投资收益	134	-24	-24	-24	-24
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
信用减值损失	-12	-24	0	0	0
资产减值损失	-16	-23	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	211	302	460	606	748
营业外收支	0	-2	0	0	0
利润总额	211	300	460	606	748
所得税	17	32	84	103	112
净利润	194	268	376	503	636
少数股东损益	-2	0	-4	-3	-3
归属于母公司所有者的净利润	196	268	380	506	639

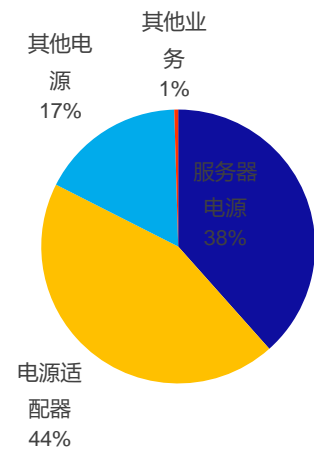
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

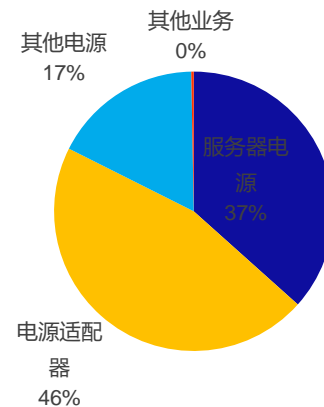
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	194	268	376	503	636
加：折旧摊销减值	131	168	115	141	169
财务费用	20	10	12	8	-11
非经营损失	-134	14	24	24	24
营运资本变动	113	-72	55	460	325
其它	68	8	0	0	0
经营活动现金流	392	397	582	1,136	1,143
资本开支	289	292	301	241	55
其它投资现金流	118	-335	-375	-375	-375
投资活动现金流	-170	-627	-675	-615	-430
吸收投资	20	0	0	0	0
负债净变化	-117	-70	55	-95	-23
支付股利、利息	28	80	12	8	0
其它融资现金流	-8	708	-103	4	11
融资活动现金流	-134	558	-61	-99	-13
净现金流	90	347	-154	422	700

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

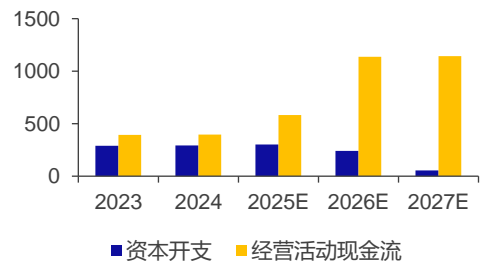
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



### 合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,176	3,510	3,847	4,718	5,899
现金及等价物	669	1,377	1,574	2,346	3,397
应收款项	1,147	1,593	1,593	1,593	1,593
存货净额	336	465	605	703	834
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	23	76	76	76	76
长期投资	95	77	77	77	77
固定资产	1,147	1,111	1,296	1,396	1,283
无形资产及其他资产	332	625	625	625	625
资产总计	3,750	5,322	5,845	6,816	7,884
流动负债	1,529	2,266	2,466	2,947	3,402
短期借款	160	310	314	237	237
应付款项	1,272	1,841	2,037	2,595	3,051
其它流动负债	96	115	115	115	115
非流动负债	365	886	937	919	896
负债合计	1,893	3,152	3,402	3,866	4,298
股本	101	101	110	110	110
其他权益工具	0	97	0	0	0
资本公积	1,027	1,045	1,030	1,034	1,033
其他综合收益	4	-1	-1	-1	-1
盈余公积	51	51	51	51	51
未分配利润	674	878	1,258	1,764	2,404
少数股东权益	-1	0	-5	-8	-11
股东权益	1,856	2,170	2,443	2,950	3,586
负债和股东权益合计	3,750	5,322	5,845	6,816	7,884

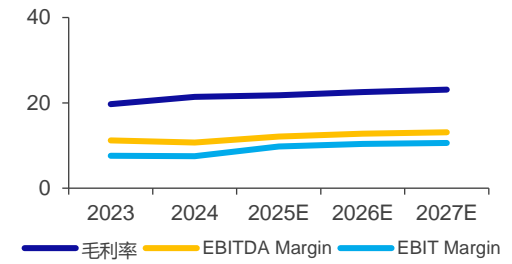
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 重要财务指标

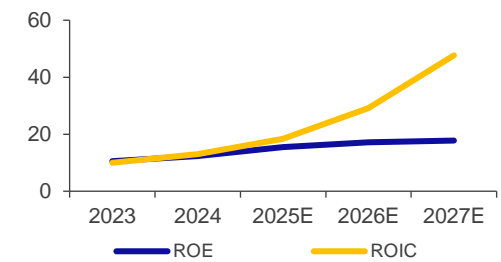
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.78	2.44	3.46	4.61	5.82
每股经营现金流	3.57	3.61	5.30	10.34	10.40
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	16.91	19.76	22.28	26.93	32.74
关键运营指标(%)					
ROIC	10.0	13.0	18.4	29.2	47.7
ROE	10.5	12.3	15.5	17.1	17.8
毛利率	19.7	21.4	21.8	22.5	23.1
EBITDA Margin	11.2	10.7	12.1	12.8	13.1
EBIT Margin	7.6	7.5	9.8	10.4	10.6
营业总收入同比增长	6.2	32.3	27.5	22.0	17.3
归母净利润同比增长	116.5	36.9	41.8	33.3	26.3
资产负债率	50.5	59.2	58.2	56.7	54.5
净资产周转率	1.55	1.75	1.98	2.00	1.93
总资产周转率	0.77	0.71	0.83	0.87	0.88
有效税率	21.9	9.7	17.3	16.3	14.5
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	131.5	96.1	67.7	50.8	40.3
P/B	13.9	11.9	10.5	8.7	7.2
EV/Sale	9.2	7.1	5.6	4.6	3.9
EV/EBITDA	81.6	66.1	45.9	35.6	29.7
股本	101	101	110	110	110

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

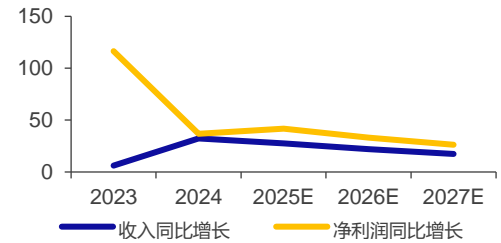
### 经营利润率(%)



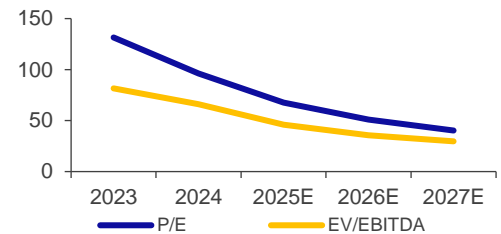
### 投资回报率趋势(%)



### 收入与利润增长趋势(%)



### 相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。