

电力设备

2025 年 12 月 31 日

科士达 (002518)

——UPS 基本盘稳固, AIDC 电源+储能双轮驱动业绩高增

报告原因: 首次覆盖

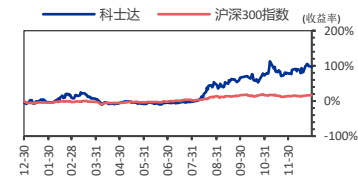
买入 (首次评级)

市场数据:	2025 年 12 月 30 日
收盘价 (元)	49.23
一年内最高/最低 (元)	54.40/19.49
市净率	6.2
股息率% (分红/股价)	0.47
流通 A 股市值 (百万元)	27,822
上证指数/深证成指	3,965.12/13,604.07

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)	7.99
资产负债率%	35.05
总股本/流通 A 股 (百万)	582/565
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

刘宏达 A0230524020002

liuhd@swsresearch.com

马天一 A0230525040004

maty@swsresearch.com

联系人

刘宏达 A0230524020002

liuhd@swsresearch.com

投资要点:

- **我国数据中心、光储充领域领先企业。**公司深耕电力电子三十余年,定位清晰,以电力电子为底座,业务结构形成“稳健基本盘+高成长双主线”,围绕UPS、电源模块、储能变流器、充电模块等核心能力建立数据中心、新能源两大业务板块。海外市场占比长期约50%、制造体系成熟,支撑公司在能源电子产业链中的横向延展。公司基本盘稳健,新业务成长路径清晰。
- **UPS 基本盘稳健, AIDC 打开新一轮增长空间。**数据中心业务是公司的核心基本盘,UPS 销量连续 24 年实现本土品牌第一。AI 算力提升推动数据中心机柜功率密度显著上升,供配电系统迈向高功率、高效率、模块化及 HVDC 等新架构。UPS 作为当前主流供电方式仍将充分受益高密度电源需求扩张,同时高端供配电架构演进带来产品结构升级机会。公司 UPS 经验丰富,并在高功率 UPS、模块化配电、电源模块等方向持续迭代。海外 ODM/OEM 长期服务 Tier1 客户,有望充分受益 AIDC 建设周期的供配电系统升级,并在 HVDC 商业化推进过程中争取进一步延展空间。
- **储能主线高增,光储充一体化打开第二增长曲线。**储能需求多场景扩张,户储率先反转,公司凭宁德时代协同(供给侧能力)与 SolarEdge ODM 绑定(需求侧渠道)驱动储能主线高增;储能系统能力可向工商业储能与大储迁移,打开中长期空间。快充化与配网瓶颈推动光储充从示范走向规模化,公司全链路能源体系(光伏+储能+充电+EMS)构筑第二条成长曲线。
- **首次覆盖,给予公司“买入”评级。**公司深耕电力电子领域,受益于 AI 服务器及新能源行业高景气,数据中心及光储充业务有望迎来高速发展,我们预测 25-27 年实现营业收入 51.48/63.82/79.65 亿元,归母净利润 7.47/9.31/11.47 亿元,(2025/12/30 日股价)对应 25-27 年 PE 38X/31X/25X,首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:数据中心行业建设节奏不及预期,新供电架构(含 HVDC)推进节奏不及预期,储能与户储需求恢复不及预期,海外业务波动及供应链风险。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,159	3,609	5,148	6,382	7,965
同比增长率 (%)	-23.5	23.9	23.8	24.0	24.8
归母净利润(百万元)	394	446	747	931	1,147
同比增长率 (%)	-53.4	24.9	89.4	24.6	23.3
每股收益 (元/股)	0.68	0.77	1.28	1.60	1.97
毛利率 (%)	29.4	28.6	30.5	30.9	31.3
ROE (%)	9.1	9.6	15.0	16.5	17.7
市盈率	73		38	31	25

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

公司深耕电力电子领域，受益于 AI 服务器及新能源行业高景气，数据中心及光储充业务有望迎来高速发展，25-27 年实现营业收入 51.48/63.82/79.65 亿元，归母净利润 7.47/9.31/11.47 亿元，(2025/12/30 日股价) 对应 25-27 年 PE 38X/31X/25X。根据可比公司估值法，可比公司 2026 年平均 PE 为 43X，对应科士达目标市值 403.22 亿元，较现有市值有 40.68% 上涨空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

关键假设点

数据中心：预计 25-27 年营收同比增长 20%/22%/24%，毛利率分别为 36%/36.5%/37%。

光储充产品及系统：预计 25-27 年营收同比增长 35%/30%/28%，毛利率分别为 20%/21%/21.5%。

其他主营业务：预计 25-27 年营收同比减少 10%/10%/10%，毛利率维持 30%。

其他业务：预计 25-27 年营收同比增长 25%/25%/25%，毛利率维持 76%。

有别于大众的认识

市场认为公司数据中心业务受制于传统 IDC 投资周期，将其仍视为传统 UPS 企业。我们认为，公司真正的竞争力来自高功率 UPS、模块化供电及 HVDC 等新一代供配电架构的深度积累，并具备为海外云厂商与设备商提供 ODM 解决方案的能力。AI 算力快速扩张驱动全球 AIDC 供配电系统全面升级，公司作为国内少数具备协同能力的厂商，将在新一轮 IDC 投资周期中受益程度超出市场普遍预期。

市场认为公司储能业务依赖 SolarEdge、随户储周期波动。我们认为，公司系统端优势来自电芯-PACK-PCS-EMS 的一体化链路协同 (CATL 合资的底层能力叠加自研 PCS/EMS)，具备跨场景复用能力，可从户储自然延展至工商业储能、光储充、一体化能源站等场景。在储能产品加速从“部件竞争”走向“系统竞争”的行业趋势下，公司系统化能力将转化为持续的结构性的收益，长期成长确定性显著高于市场一般认知。

股价表现的催化剂

AI 算力需求进一步扩大；海外 ODM 客户新增/扩容；海外户储需求复苏确认；新能源车渗透率持续提升与车桩比持续下降。

核心假设风险

数据中心行业建设节奏不及预期；新供电架构 (含 HVDC) 推进节奏不确定；储能与户储需求恢复不及预期；海外业务波动及供应链风险。

目录

1. 科士达：我国数据中心、光储充领域领先企业.....	6
1.1 深耕数据中心行业 30 余年，开拓新能源领域.....	6
1.2 股权结构稳定集中，有助于保持战略决策一致性.....	7
1.3 数据中心板块主导，新能源领域成为第一增长曲线	8
2. UPS 基本盘稳健，AIDC 打开新一轮增长空间.....	10
2.1 AI 浪潮之下，UPS 市场规模有望持续扩张.....	10
2.2 AIDC 电源趋向高功率、高效率、集约化，UPS→HVDC→巴拿马电 源→SST	13
2.3 800V HVDC 架构商业化演进，海外代工机遇显现.....	16
2.4 北美 UPS 市场扩容带来盈利增量，公司有望切入 HVDC 代工.....	17
3. 储能主线高增，光储充一体化打开第二增长曲线	19
3.1 上游绑定宁德时代，下游依托 SE，推动储能业务高增.....	19
3.2 快充化趋势加速，电力电子优势驱动光储充业务放量.....	23
4. 盈利预测与估值.....	28
4.1 盈利预测	28
4.2 公司估值	29
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：科士达发展历程	6
图 2：科士达主要产品	7
图 3：截至 2025 年 10 月 27 日，科士达股权结构（不含通过转融通出借股份） .	7
图 4：2020-2025 年 Q1-3 营收及同比变化	8
图 5：2020-2025 年 Q1-3 归母净利润及同比变化	8
图 6：2020-2025 年 H1 分产品营收占比	9
图 7：2020-2025 年 H1 分产品毛利率	9
图 8：2020-2025 年 H1 分地区营收分布	9
图 9：2020-2025 年 H1 分地区毛利率情况	9
图 10：2020-2025 年 Q1-3 费用率情况	10
图 11：2020-2025 年 Q1-3 研发费用及同比变化	10
图 12：海外 AI 大厂资本开支一致预期（亿美元）	10
图 13：2024-2030 年数据中心规模结构（个）	10
图 14：2020-2028 年智能算力规模（EFLOPS）	11
图 15：数据中心宕机原因占比	11
图 16：2024-2030 年全球服务器市场规模（亿美元）	12
图 17：2024-2031 年全球 AI 服务器市场规模（亿美元）	12
图 18：2024 年中国服务器电源行业企业竞争梯队	12
图 19：英伟达 AI GPU 技术迭代与机柜功率密度演进路线图	13
图 20：全球 AI 服务器电源装置产品类型细分占比	13
图 21：欧洲服务器电源标准 80 PLUS 要求电源效率未来达到 97%以上	14
图 22：数据中心各功能区及分布	15
图 23：不同的数据中心供电方式	16
图 24：不同的数据中心供电方式	16
图 25：科士达坚持全球化战略，持续拓展海外业务	18
图 26：2021-2035 年全球储能需求展望（预测更新时间 2025 年）	19
图 27：2024 年欧洲储能新增装机情况及 2025-2029 年预测（GWh）	19
图 28：2023-2025 年美国储能季度装机情况（MWh）	20
图： - 年全球户用储能市场规模及 - 年市场规模预测（GWh）（预	

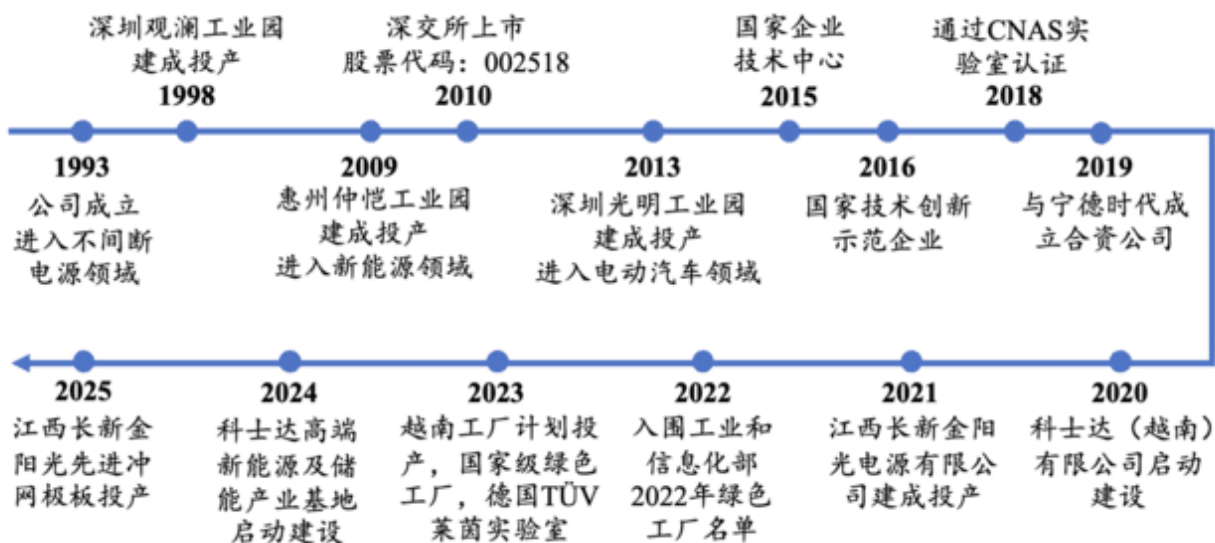
测更新时间 2025 年 6 月)	20
图 30: 2020-2024 年欧洲户储新增装机情况 (GWh)	20
图 31: 2025 年欧洲户储政策概览	21
图 32: 2023-2025 年美国户储季度装机情况 (MWh)	21
图 33: 时代科士达及光储充业务营收情况 (亿元)	22
图 34: SolarEdge 库存情况 (亿美元)	23
图 35: SolarEdge 2025 年欧洲市场收入情况 (亿美元)	23
图 36: 公司大型储能产品情况	23
图 37: 全球新能源汽车销售情况 (万辆)	24
图 38: 2025 年 H1 我国充电桩市场结构分布情况	24
图 39: 2025 年 Q1 我国公共充电桩功率分布情况	24
图 40: 中国石化充电站	25
图 41: 国家电网充电站	25
图 42: 充电桩整体解决方案	26
图 43: 光储充一体化充解决方案	26
图 44: 绍兴市出租汽车综合服务中心光储充项目	27
图 45: 光伏车棚	27
表 1: 三种供电技术对比	15
表 2: 光储充一体化相关政策概览 (部委层面)	25
表 3: 公司分业务预测表 (百万元、%)	28
表 4: 公司盈利预测表 (百万元、%)	28
表 5: 可比公司估值表	29

1. 科士达：我国数据中心、光储充领域领先企业

1.1 深耕数据中心行业 30 余年，开拓新能源领域

公司是数据中心、光储充一体化领域领先企业，深耕行业 30 余年。1) 起步积累阶段 (1993-1999 年)：公司成立于 1993 年，发家于 UPS 不间断电源等产品的研发、生产；2) 市场拓展阶段 (2000-2009 年)：2000 年，公司推出首款自主研发的 UPS 产品，迅速占领国内市场；2005 年，成立整体机房事业部，正式进军机房一体化领域；2009 年，惠州仲恺工业园建成投产，公司进入新能源领域。3) 上市与多元发展阶段 (2010-2014 年)：2010 年，公司在深圳证券交易所成功上市；4) 全面拓展阶段 (2015-2019 年)：2015 年，公司推出太阳能逆变器和储能系统；2019 年，与宁德时代成立合资公司，进军户储能行业。5) 深化发展阶段 (2020 年-至今)：2020 年，入选《2020 中国先进计算百强榜》；2024 年，科士达高端新能源及储能产业基地启动建设。公司未来将继续围绕绿色数据中心、绿色新能源领域，致力于成为智慧能源领域具有全球影响力的企业。

图 1：科士达发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司产品线覆盖数据中心、光伏逆变器、储能、电动汽车充电桩四大板块，产品广泛应用于金融、通信、互联网等众多领域。

1) **数据中心**：涵盖不间断电源 (UPS)、高压直流电源 (HVDC)、温控、微模块、电力模块、铅酸/锂电池、动力环境监控等设备和系统，形成**模块化、多元化、集成化的发展格局**。其中，UPS 产品已实现从工频到高频、从塔式到模块化的全功率段覆盖、全场景应用，且连续 24 年摘得本土品牌 UPS 销量第一的桂冠。

2) **光伏逆变器**：涵盖户用逆变器、工商业逆变器、地面电站组串逆变器、集中式逆变器及汇流箱、逆变升压一体机、智能监控及云平台等。年全球光伏逆变器出货量排名

第 12; 截至 2025 年 9 月, 公司光伏逆变器全球累计出货量已突破 68GW; 产品成功应用于高原、戈壁、沙漠、滩涂等特殊自然环境。

3) **储能**: 涵盖户用混合逆变器、工商业储能变流器、电站储能变流器、户储电池、工商业储能电池柜、并网切换柜和智能微网一体柜等, 目前产品已在欧洲、东南亚、中东非等全球多个国家和地区交付落地, 成为**世界范围内工商业储能领域的领跑者**。

4) **电动汽车充电桩**: 产品系列齐全, 包括高防护一体式直流快速充电桩、高防护分体式直流快速充电桩、液冷分体式直流快速充电桩、充电模块、交流充电桩等。

图 2: 科士达主要产品

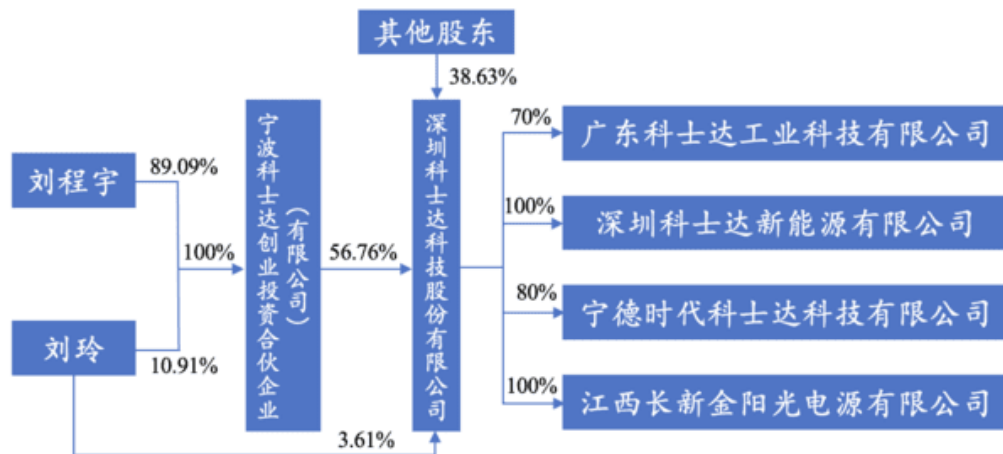


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.2 股权结构稳定集中, 有助于保持战略决策一致性

科士达创始人、现任董事长兼总经理刘程宇为公司实际控制人, 公司股权结构高度集中且长期稳定。截止 2025 年 10 月 27 日, 公司总股本 5.82 亿股, 控股股东为宁波科士达创业投资合伙企业(有限合伙), 控制公司 56.76%的股份。刘程宇通过持有宁波科士达 89.09%的股份成为科士达实际控制人; 第二大股东刘玲持有 3.61%的股份, 与刘程宇为夫妻关系; 其余股东合计持股 38.63%且较为分散, 不存在复杂交叉持股或潜在控制权争夺因素, 使公司在研发投入、产品布局以及海外扩张等重大事项上都保持清晰一致的战略方向。

图 3: 截至 2025 年 10 月 27 日, 科士达股权结构 (不含通过转融通出借股份)

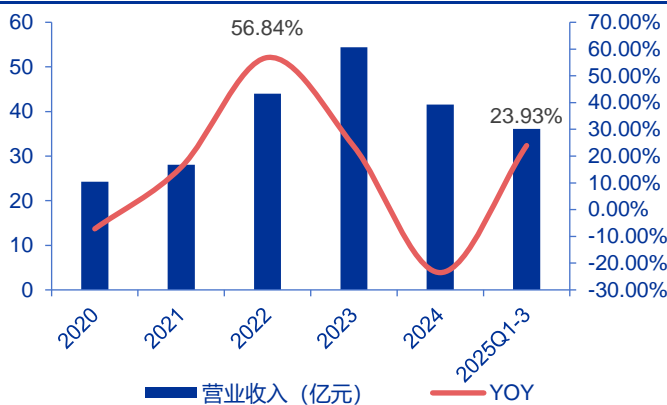


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 数据中心板块主导，新能源领域成为第一增长曲线

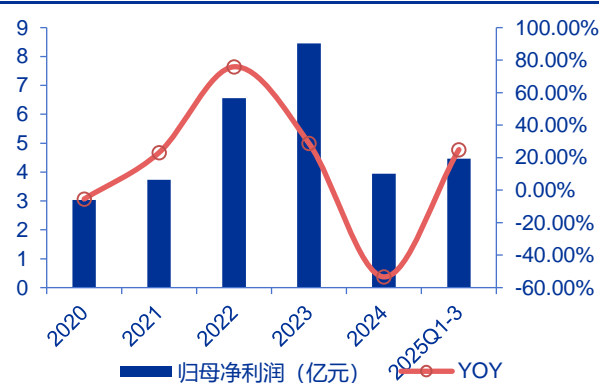
公司经营阶段性承压，复苏增长态势显现。2020-2023 年，营收与归母净利润持续增长并于 2023 年创下近十年新高，分别实现 54.40 亿元、8.45 亿元，CAGR 分别高达 30.94%、40.76%。2022-2023 年，公司与欧美头部经销商 SolarEdge 签订巨额 ODM 订单并完成交付，营收和归母净利润实现大幅增长；2024 年，欧洲渠道库存高企导致客户提货节奏骤然放缓，直接冲击公司储能业务，叠加行业竞争加剧，公司经营阶段性承压；2025 年 Q1-3，公司实现企稳复苏，一方面欧洲库存去化阶段接近尾声，户储需求边际回暖且大客户提货量回升，另一方面公司在北美、东南亚等海外数据中心市场实现重要突破，共同驱动公司营收和归母净利润同比增长 23.93%、24.93%

图 4：2020-2025 年 Q1-3 营收及同比变化



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 5：2020-2025 年 Q1-3 归母净利润及同比变化



资料来源：iFinD，申万宏源研究

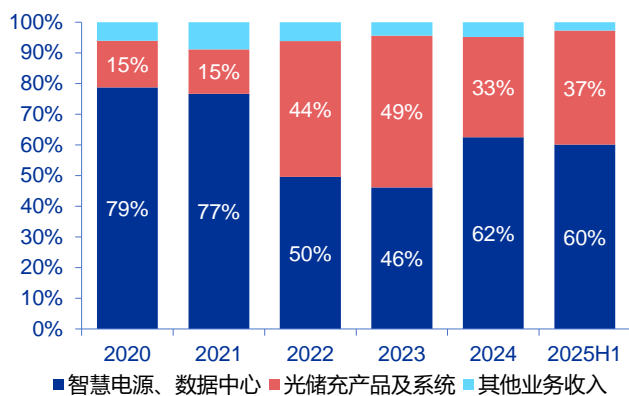
智慧电源、数据中心业务稳健增长，新能源板块成为第一增长曲线：

1) 智慧电源、数据中心：该业务为公司传统成熟业务，2020-2024 年营收由 19.08 亿元持续增长至 25.97 亿元，CAGR 达 8.01%，2025 年上半年，公司实现营收 12.99 亿元，

同比增长 8.05%；毛利率长期稳定在 32%-38% 的较高区间，轻微波动主要系原材料成本及产品结构变化影响。

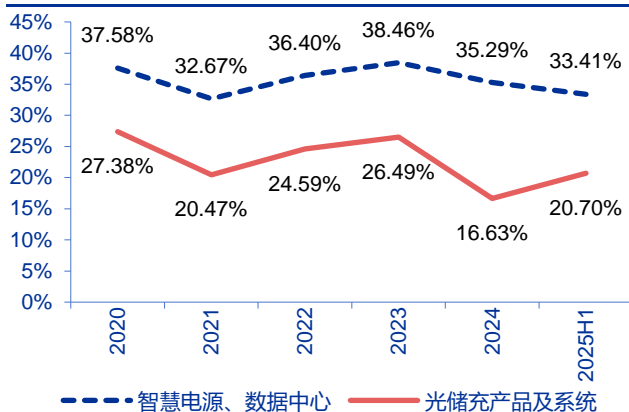
2) 光储充产品及系统：2022 年，新能源板块营收同比大幅增长 378.21%实现 19.46 亿元，占比跃升至约 44%，2023 年占比扩大至 49%，首次超越传统业务成为公司第一增长曲线，增长原因系：**①能源危机推动欧洲光储需求开启爆发式增长**，欧洲开始成为科士达户储产品的重要市场；**②国内光伏新增装机量激增**，2022-2023 年同比增长 59.13%、147.13%。2024 年，欧洲户储市场遭遇严重库存危机叠加国内储能行业价格战，光储充板块营收阶段性下滑。2021-2023 年，毛利率从 20.47%提升至 26.49%，主要得益于规模效应及高毛利的户储产品占比提升。2024 年，毛利率骤降至 16.63%，原因为**激烈的价格竞争和规模效应逆转**。2025 年上半年毛利率回升至 20.70%，但仍处于低位。

图 6：2020-2025 年 H1 分产品营收占比



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 7：2020-2025 年 H1 分产品毛利率



资料来源：iFinD，申万宏源研究

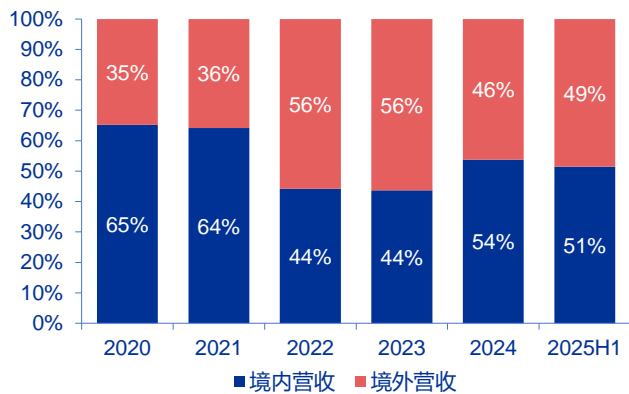
境内外业营收结构阶段性波动，境外毛利率超过境内：

1) 境内外营收：2020-2021 年，公司超 64% 的收入来源于境内市场，业务增长主要依赖国内数据中心基础设施及光伏市场的稳步发展，国际化尚在蓄力阶段。2022-2023 年，公司紧抓全球数据中心新一轮基建热潮和新能源产业全球市场发展契机，持续开拓海外市场，境外营收占比超过境内，约占 56%，如今稳定在约 50%。2024 年，中国新型储能新增投运 43.7GW，同比增长 103%。境内储能订单快速释放，叠加海外市场承压，境内营收占比回升至 54%。

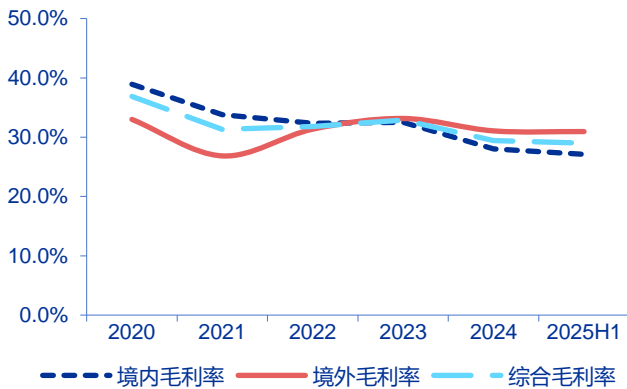
2) 毛利率：**①境内毛利率整体呈下滑态势**，2020 年的 38.93% 一路下滑至 2025 年上半年的 27.13%，主因是国内数据中心及新能源市场竞争激烈，特别是光伏逆变器、储能系统等领域价格战频繁，叠加客户压价能力较强，导致公司产品溢价能力和利润空间被持续压缩。**②境外毛利率相对稳健，隐有下滑态势。**境外毛利率总体围绕 31% 上下波动，主要得益于海外市场对公司品牌、品质和服务的溢价认可，以及公司为 SolarEdge 等客户提供的 ODM 产品具有一定的定制化壁垒；进入 2024 年，全球性的价格竞争蔓延至海外市场，公司毛利率回落至 31.08%。

图 8：2020-2025 年 H1 分地区营收分布

图 9：2020-2025 年 H1 分地区毛利率情况

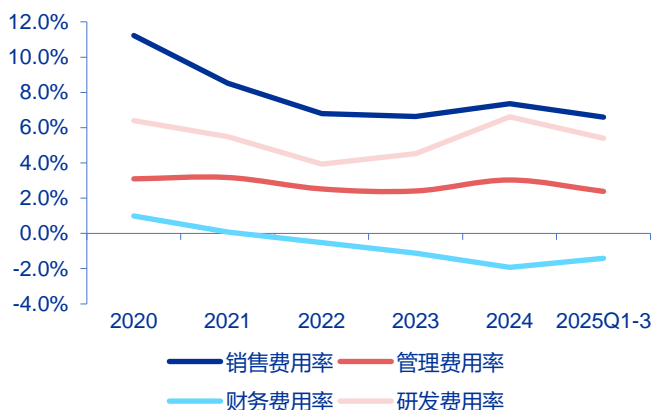


资料来源: iFinD, 申万宏源研究

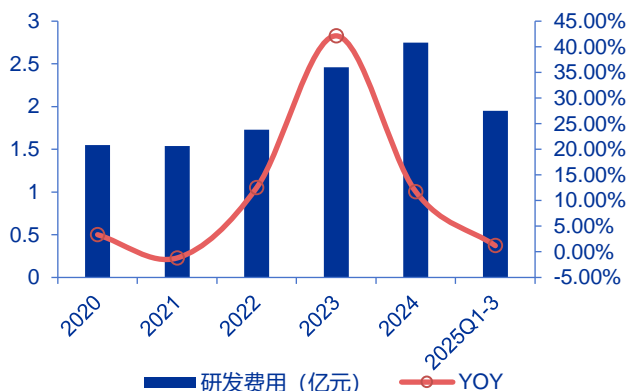


资料来源: iFinD, 申万宏源研究

公司重视研发投入, 降本增效成果显著。2020-2024年, 研发费用由1.55亿元增长至2.75亿元, CAGR达15.41%。2025年Q1-3, 公司研发费用达1.95亿元, 同比增长1.2%, 研发费用率5.40%, 公司保持主营业务各产品领域的研发投入。公司销售费用率整体保持稳定, 销售费用率和财务费用率整体呈下降趋势, 且财务费用自2022年起转为净收益, 成为费用端的“减压项”。

图 10: 2020-2025 年 Q1-3 费用率情况


资料来源: iFinD, 申万宏源研究

图 11: 2020-2025 年 Q1-3 研发费用及同比变化


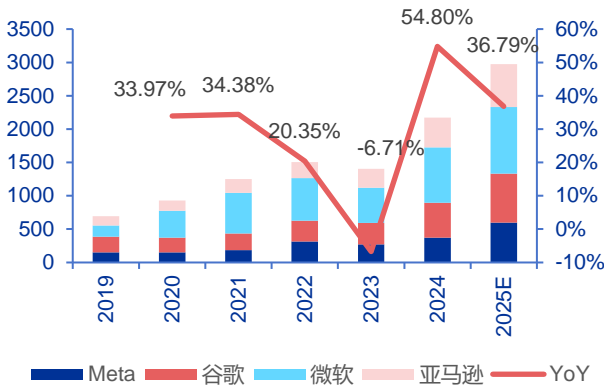
资料来源: iFinD, 申万宏源研究

2. UPS 基本盘稳健, AIDC 打开新一轮增长空间

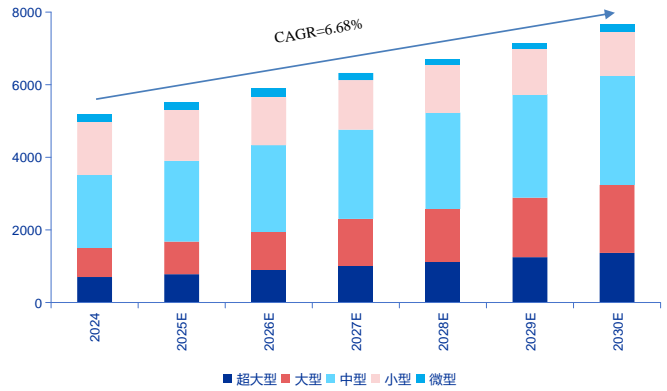
2.1 AI 浪潮之下, UPS 市场规模有望持续扩张

AI 投资热潮驱动数据中心扩张。在全球 AI 浪潮驱动下, 科技巨头资本开支加速攀升。2025年, Meta、谷歌、亚马逊、微软四大厂资本开支预计达2971.95亿美元, 同比增长36.79%。据ABI Research, 全球公共数据中心数量将从2024年的5190个增至2030年的7649个, 大型和超大型数据中心占比升至42.3%。

图 12: 海外 AI 大厂资本开支一致预期 (亿美元)
图 13: 2024-2030 年数据中心规模结构 (个)



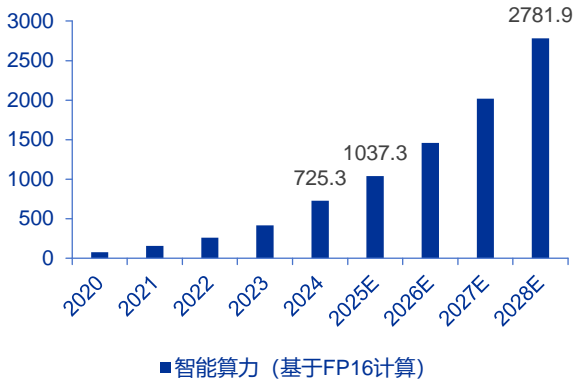
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究



资料来源: ABI Research (科技和市场趋势研究公司), 申万宏源研究

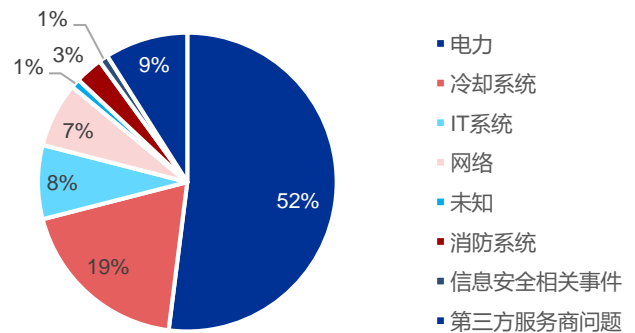
智能算力规模高增, 供配电系统重中之重。据 IDC 预测, 2025 年中国智能算力规模将达到 1,037.3 EFLOPS, 预计到 2028 年将达到 2,781.9EFLOPS, 2023-2028 年 CAGR 预计达 46.2%。智能算力高增态势下, 智算中心供配电系统面临重要挑战: **1) 传统安全问题:** AI 服务器具备高功率、高密度的特性, 运行过程中涉及大量大电流场景; **2) 连续稳定:** 模型训练的新要求, 大模型训练周期长、任务复杂, 对供电系统的连续性与稳定性提出更高标准。Uptime Institute 指出, 供电故障是数据中心宕机最常见原因 (占比 52%), 在 AI 驱动的高价值业务场景下, 稳定可靠的供配电系统是避免重大经济损失、保障业务连续性的关键防线。

图 14: 2020-2028 年智能算力规模 (EFLOPS)



资料来源: IDC (科技市场研究机构), 申万宏源研究

图 15: 数据中心宕机原因占比



资料来源: Uptime Institute (咨询公司), 申万宏源研究

UPS/HVDC 等服务器电源有望作为应对的核心部件实现市场扩容。服务器电源的主要作用是在市电电源中断、发电机启动之前, 确保所带的负载持续供电, 部分电源还具有隔离市电侧浪涌、电压骤升骤降等作用。为了维持运行稳定, 市场上的服务器一般配有 2-4 个电源。据 360iResearch, 2025 年全球服务器电源市场规模将达 36.3 亿美元, 预计到 2030 年达 56.1 亿美元, 2025E-2030E 五年 CAGR 达 9.10%; 据 Valuates Reports, 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, 2025E-2031E 六年 CAGR 达 45.00%。

图 16: 2024-2030 年全球服务器市场规模 (亿美元)



■全球服务器市场规模 (亿美元)

资料来源: 360iResearch (市场和商业咨询公司), 申万宏源研究

图 17: 2024-2031 年全球 AI 服务器市场规模 (亿美元)



■全球AI服务器市场规模 (亿美元)

资料来源: 麦格米特年报, 申万宏源研究

亚洲市场份额领先, 台系领先厂商主导高端市场。据 QY Research, 亚洲、北美、欧洲在全球 AI 服务器电源装置市场中占据主要份额; 基于 2024 年数据, 全球范围内, AI 服务器电源装置主要生产商包括台达、光宝等, 其中前五大厂商占有大约 85% 的市场份额。在中国服务器电源市场, 台系领先厂商如台达、光宝等凭借先进技术占据 75%-80% 的市场份额。大陆企业如科士达、麦格米特等正通过国产替代政策和技术突破快速成长, 据 Omdia 《UPS Hardware Annual Tracker 2025》, 科士达连续五年跻身全球前五 UPS 不间断电源供应商榜单。

图 18: 2024 年中国服务器电源行业企业竞争梯队



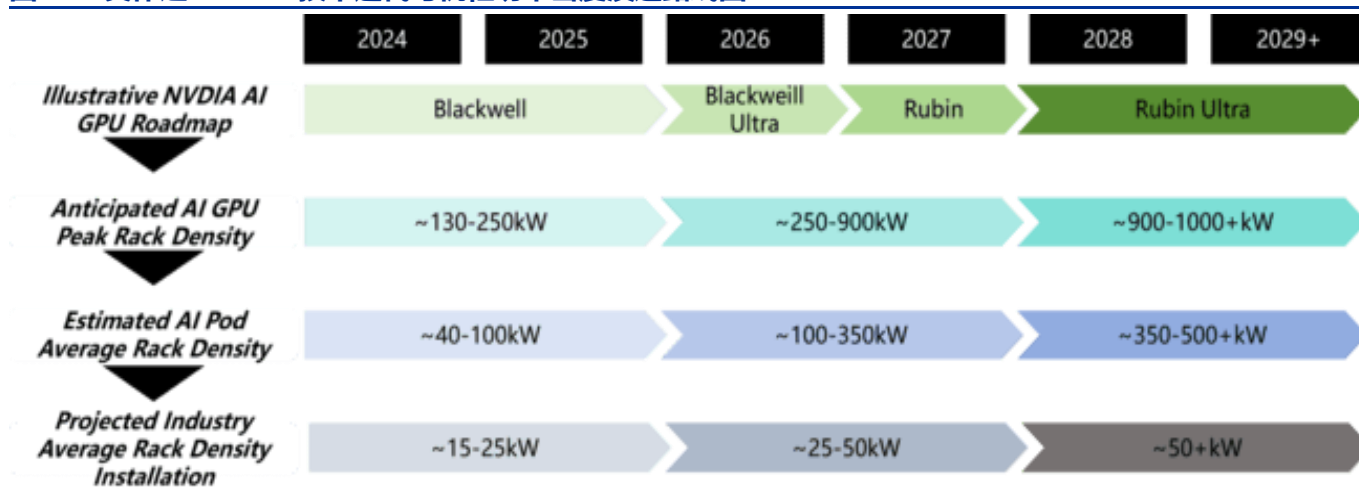
资料来源: 智研咨询, 申万宏源研究

2.2 AIDC 电源趋向高功率、高效能、集约化, UPS→HVDC→巴拿马电源→SST

1) 数据中心单机功率高增驱动高功率化:

①算力需求驱动芯片功耗增长, 推动机架功率密度实现数量级跃迁: 以英伟达 GPU 产品为例, 2016 年 P100 功耗为 250W, 受计算密集型应用快速渗透影响, 2025 年 B300 功耗已升至 1400W。AI 服务器单机通常需要搭载大量高性能 GPU, 将直接推高单机柜功率, 目前已从传统 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 142kW。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。

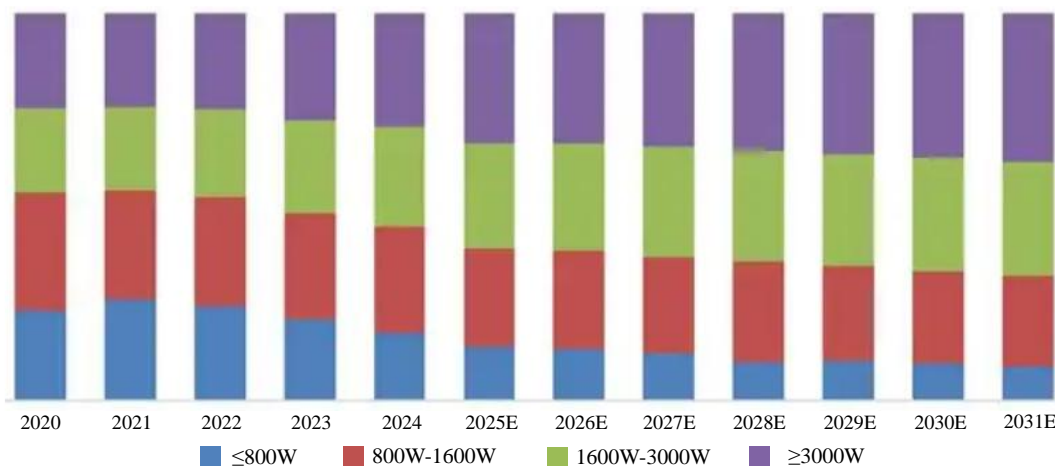
图 19: 英伟达 AI GPU 技术迭代与机柜功率密度演进路线图



资料来源: 英伟达官网, 申万宏源研究

②AI 服务器电源高功率化, UPS 中高功率段产品占主导: 随着数据中心单机功率密度不断提升, 客户对中高功率段产品的需求增速明显。目前, 800W-1600W 是最主要的细分产品, 占据大约 27.13%的份额, 1600-3000+W 产品的份额有望稳健增长, 高功率化已成必然趋势; 以国内 UPS 产品结构为例, 10KVA 以上 UPS 占比达到 80.4%, 其中 100KVA 以上 UPS 占比达到 50.7%。

图 20: 全球 AI 服务器电源装置产品类型细分占比

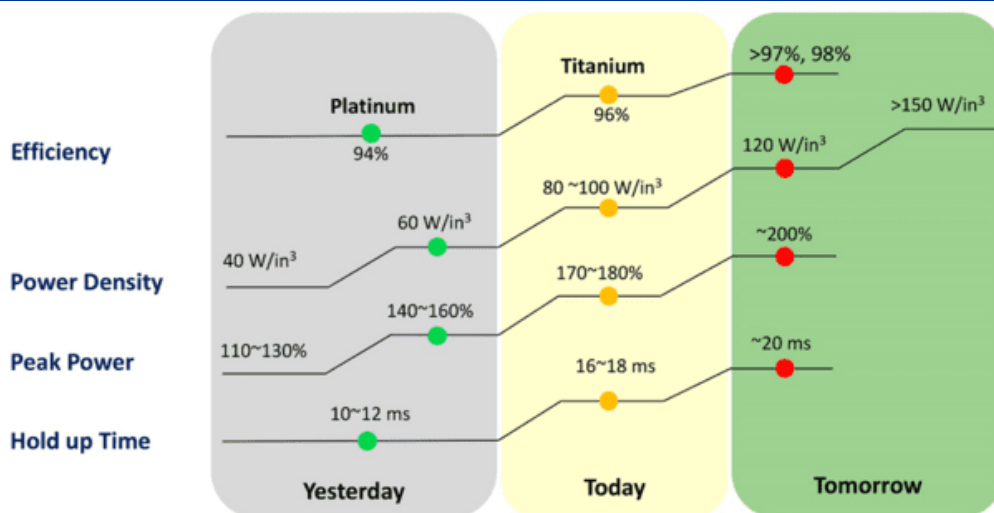


资料来源：QY Research（咨询机构），申万宏源研究

2) 数据中心电力需求驱动高能化:

AI 驱动算力跃升，新一轮的电力革命已至。据《能源与人工智能》，2024 年全球数据中心的用电量达 415 太瓦时，占全球总用电量的 1.5%。随着 AI 训练与推理任务的快速增长，预计到 2030 年，全球数据中心的电力需求将增加一倍以上，约达 945 太瓦时，服务人工智能的数据中心用电需求增幅在 4 倍以上。在兆瓦级功耗已成智算中心常态的背景下，能量转化效率至关重要，电力系统的转化效率需维持在 97%以上为佳。

图 21：欧洲服务器电源标准 80 PLUS 要求电源效率未来达到 97%以上



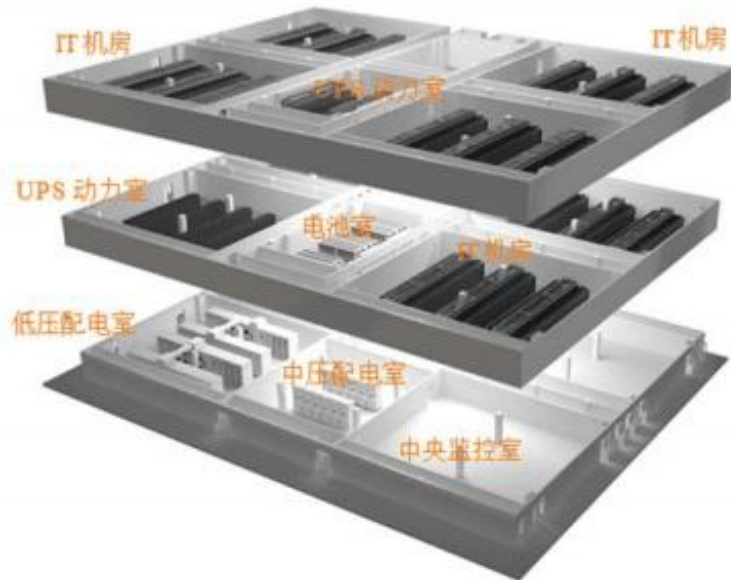
资料来源：Navitassemi（氮化镓半导体产品制造者），申万宏源研究

3) 数据中心集约化大势所趋:

变配电室与 IT 机房面积比发生逆转。在数据中心总面积不变的情况下，IT 机柜的单机柜功率越高，则变配电室的面积越大，能建设的 IT 机柜数量就越少。传统金融数据中心单机柜功率为 2.5 ~ 5kW，变配电室占地面积一般约为 IT 设备的 1/4;而大型金融数据中心将单机柜功率提升至 8kW 时，变配电室占地面积将达 IT 设备的 1/2 左右，随着智算中心机柜

功率的快速提升，变配电室面积的占比随之提高。以 1 个基于英伟达 HGX 平台的千卡集群智算中心为例，变配电室占地面积约达 IT 设备的 1.4 倍。随着 AI 驱动 IT 机柜高密度化，优化变配电室占地面积成为数据中心供配电系统发展的必然方向。

图 22：数据中心各功能区及分布



资料来源：《巴拿马供电技术白皮书》，申万宏源研究

4) 高功率、高效能、集约化要求之下，UPS→HVDC→巴拿马电源→SST：

①UPS：是目前数据中心主要的供电方案之一，对维持业务连续性、保护敏感电子设备以及确保在不允许停机的关键环境中不间断运行至关重要。但 UPS 供电链路长、节电设备多，导致占地面积较大、供电效率较低，未来或将被替代。

②HVDC：高压直流供电系统较 UPS 节省一级 DC-AC 转化，蓄电池组距离末端负荷更近，可用性及故障率进一步改善，凭此成为了与传统 UPS 并行发展的可替代方案。但 HVDC 设备效率较 UPS 未有明显优势，叠加数据中心尚无法完全使用直流供电，市场主要客户仍更加倾向 UPS 产品，HVDC 全行占比不足 20%，未来仍有较大成长空间。

③巴拿马电源：10kV 交流输入的直流不间断电源系统利用移相变压器替代了传统的降压变压器，移相的同时进行负载分组，有效降低了系统的电流谐波含量并提升输入功率因数，较传统 HVDC 体积更小、效率更高，但因铜材硬性限制暂时难以实现降本。

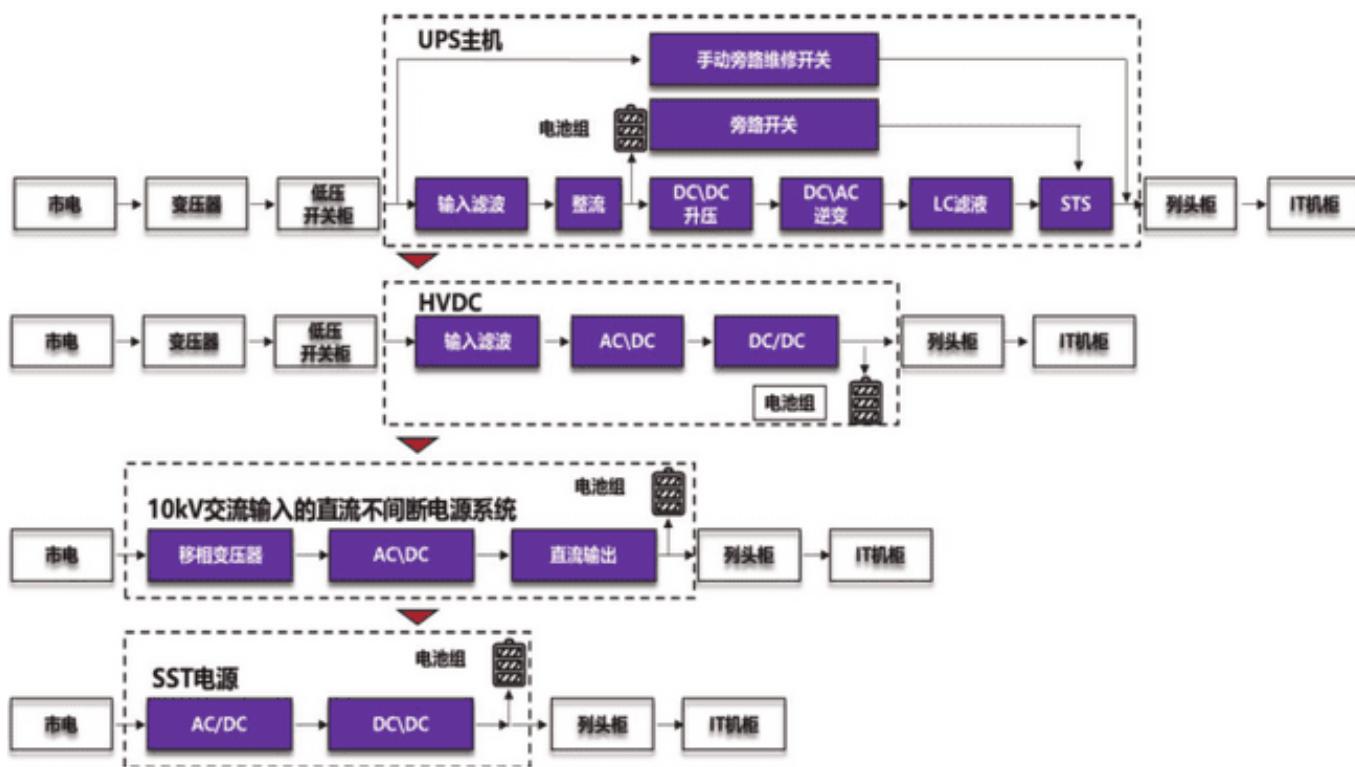
表 1：三种供电技术对比

对比内容	UPS	240V/336V HVDC	巴拿马电源
冗余供电模式	2N, DR, RR	1 路市电+1 路 DC, 2N HVDC	2N DC, 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 ²	300 m ²	110 m ²
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	集成度更高, 效率更高, 运维简单

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

④SST：巴拿马电源的进阶版，主要特征是硅进铜退，采用高效率的第三代功率半导体器件取代传统变压器设备进行调压和整流，并具有高功率因数、低电流谐波的输入特性。该系统链路更短、效率更高、体积更小、重量更轻、控制更方便并具有很大的成本下降空间，是未来数据中心直流供电系统的**不二法门**。

图 23：不同的数据中心供电方式



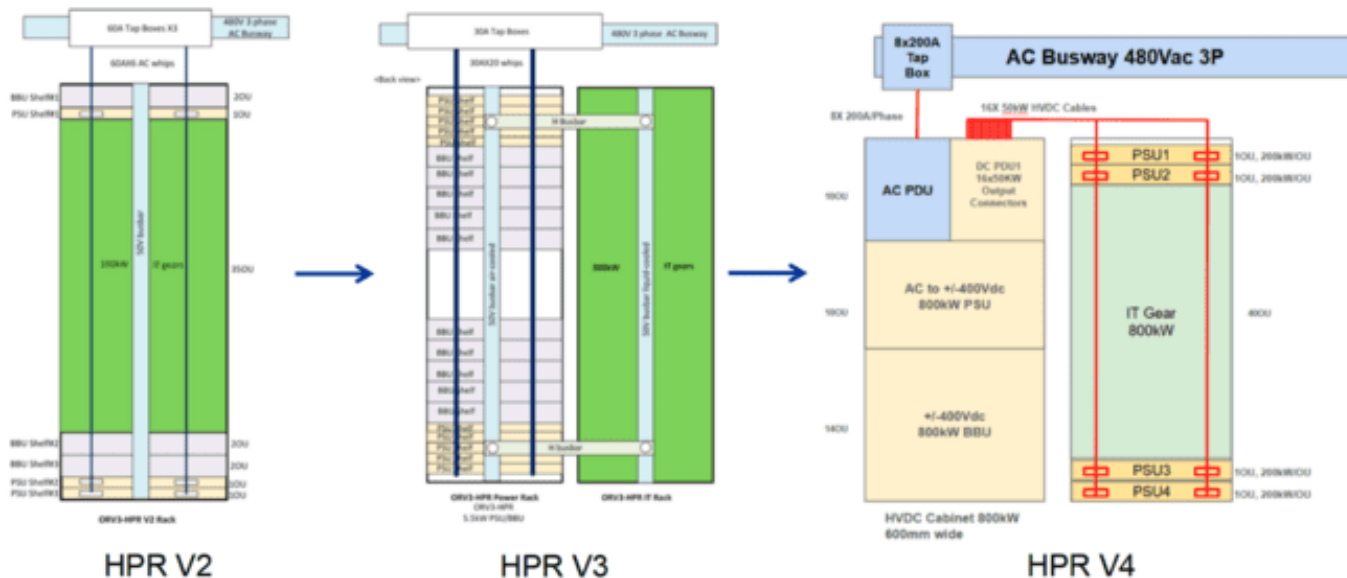
资料来源：《数据中心 800V 直流供电技术白皮书（1.0）》，申万宏源研究

2.3 800V HVDC 架构商业化演进，海外代工机遇显现

1)10月14日,富士康与英伟达的合作公告成为800V HVDC 架构商业化的关键推力,该架构将支持英伟达未来多代 GPU 平台,为 AI 服务器与数据中心提供高效、可靠且可持续的电力基础,满足下一阶段 AI 运算需求。

2) ±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±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 24：不同的数据中心供电方式



资料来源：OCP（开放计算项目基金会），申万宏源研究

3) AIDC 市场扩容，海外代工机遇显现：2025 年初，美国政府宣布斥资至少 200 亿美元在本国建设数据中心，欧盟也宣布启动“Invest AI 计划”，提供 200 亿欧元专项基金支持，日本积极与谷歌、微软、OpenAI 等跨国科技企业合作，扩大本国数据中心建设规模。2025 年，北美 UPS 市场增速高达约 20%，显著高于国内 8%-9% 的增速水平。随着 800V HVDC 架构商业化演进和 AIDC 建设规模的扩张，将为国内服务器电源企业提供重要的代工机遇。

2.4 北美 UPS 市场扩容带来盈利增量，公司有望切入 HVDC 代工

公司有望凭借成本优势、产品优势、品牌优势、代工优势等承接增量机遇：

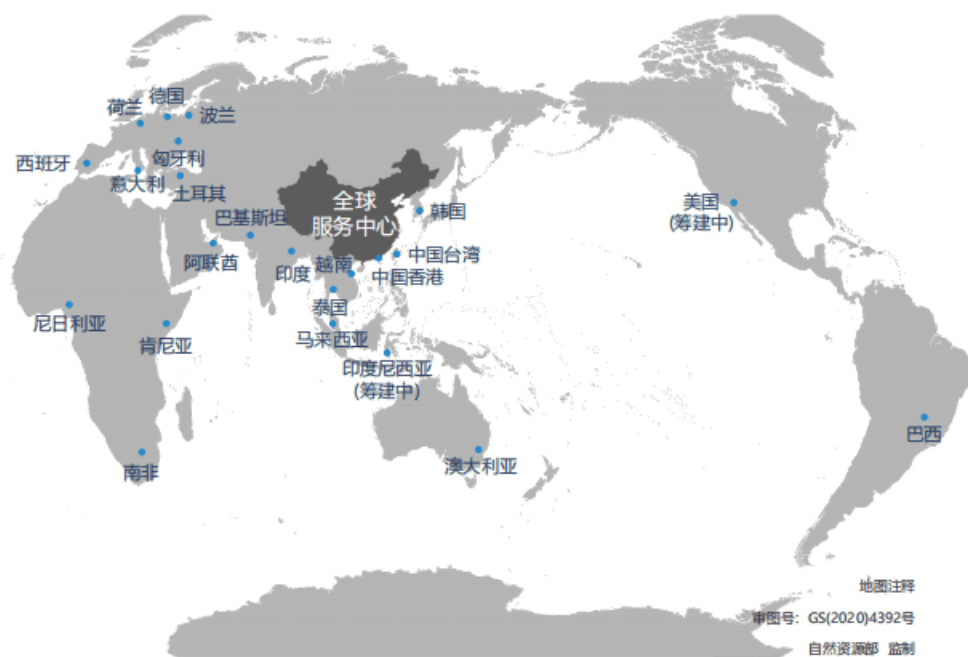
1) 成本优势：受益于国内 UPS 产业链成熟度提升及规模效应，国内市场 UPS 单瓦成本约 0.45 元，显著低于北美市场的 0.8 元。2024 年，公司数据中心板块累计生产 253.73 万套，同比增长 15.81%，规模化生产进一步摊薄单位采购成本与制造费用；同期该业务毛利率达 35.29%，显著高于行业平均水平，充分印证公司在核心组件采购端的强议价能力，以及生产端的高效成本控制能力。

2) 产品优势：公司已实现 UPS 产品从工频到高频、从塔式到模块化的全功率段覆盖、全场景应用，凭借 30 余年深耕的技术积累和持续的创新力，公司产品正在向 HVDC/SST 方向探索，以此适配未来行业趋势。①YMK3300 系列模块化 UPS：实现双变换效率高达 97.1%，达到“1 平米 1 兆瓦”的超高功率密度，HECO 高级旁路模式效率可达 99.0%，在业内同功率段模块化 UPS 中处于领先水平；②PowerFort 一体化电力模块：配电占地面积节省 25% 以上，一体化整体交付，全铜排连接，工程实施周期缩短 30% 以上，整体供电链路效率可达 96.0%，HECO 模式下，整体供电链路效率可达 97.8%。

3) **品牌优势**: 据 Omdia 《UPS Hardware Annual Tracker 2025》, **公司连续五年跻身全球前五 UPS 不间断电源供应商榜单**; 据 CCID 《2024-2025 年中国 UPS 市场研究年度报告》, **公司连续 24 年摘得本土品牌 UPS 销量第一的桂冠**。目前, 公司已在全球以及国内 UPS 市场取得优异成果, 得到全球及中国市场客户的广泛认可。

4) **代工优势**: 公司持续开拓全球范围内头部 ODM 代工客户、代理商、运营商、EPC 总包方等客户, 不断强化与海外电力设备大客户之间的合作粘性, 目前已具备为海外 Tier 1 代工的的经验。公司坚持全球化发展战略, 目前已在海外设立 22 个办事处、子/分公司, 建立起行业领先的以市场需求为导向的营销网络平台、产品研发平台及智能化供应链生产管理平台, 以此优势抢占代工先机。

图 25: 科士达坚持全球化战略, 持续拓展海外业务



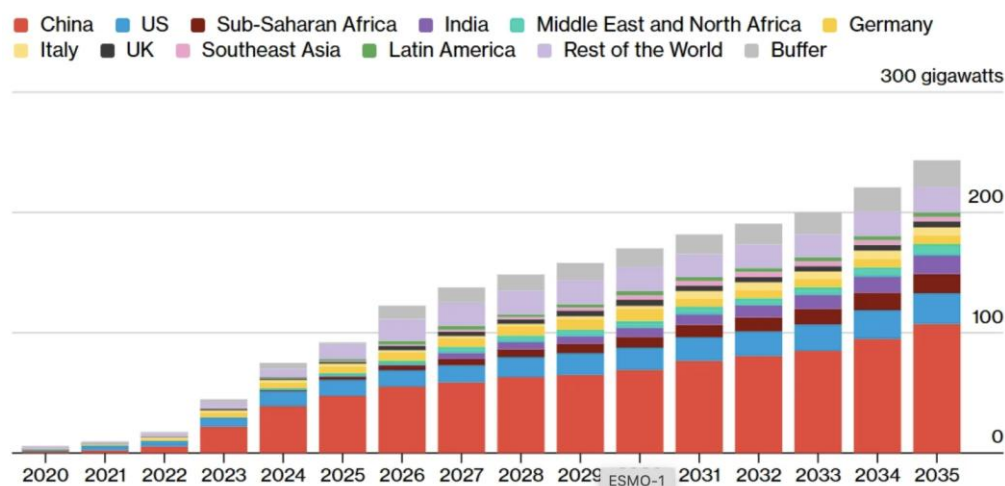
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3. 储能主线高增，光储充一体化打开第二增长曲线

3.1 上游绑定宁德时代，下游依托 SE，推动储能业务高增

多场景驱动全球储能需求进入爆发期，中长期增长确定性强。一方面新能源装机快速增加使电网对调节资源需求显著提升，储能在削峰填谷、备用电源、调频调压等功能中的不可替代性不断增强；另一方面，各国政策（容量电价、电力现货、辅助服务、税收激励等）逐步完善，储能商业模式清晰度提升，驱动项目从“政策要求”向“市场化配置”转变。据 BNEF 预测，全球储能保持高增速，呈现出“需求扩展面广、空间持续打开”的趋势。

图 26：2021-2035 年全球储能需求展望（预测更新时间 2025 年）

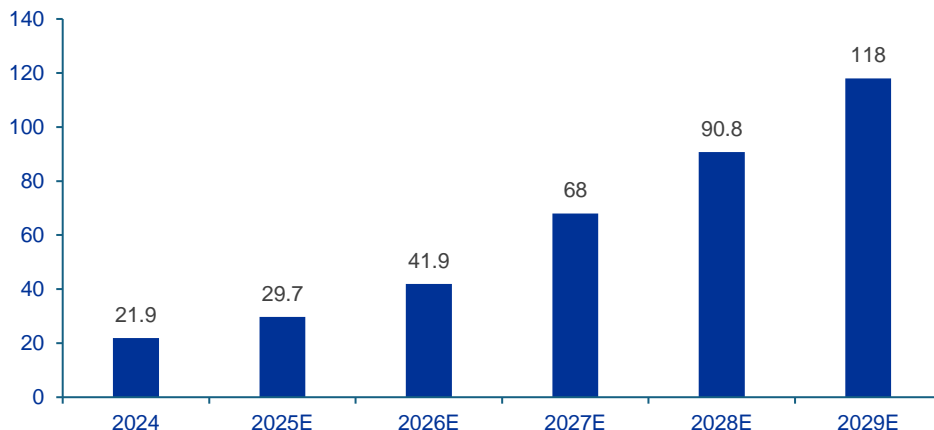


资料来源：BNEF（彭博新能源财经），申万宏源研究

政策驱动+价差扩张，海外储能需求进入加速放量期：

1) 欧洲储能市场呈现结构性分化，整体需求有望稳步复苏。在能源结构转型与高电价刺激下，户储需求快速发展，并在经历渠道去库后进入健康成长期。工商业储能在峰谷价差扩大、电力市场机制完善、电网侧灵活性需求提升等因素驱动下加速渗透。

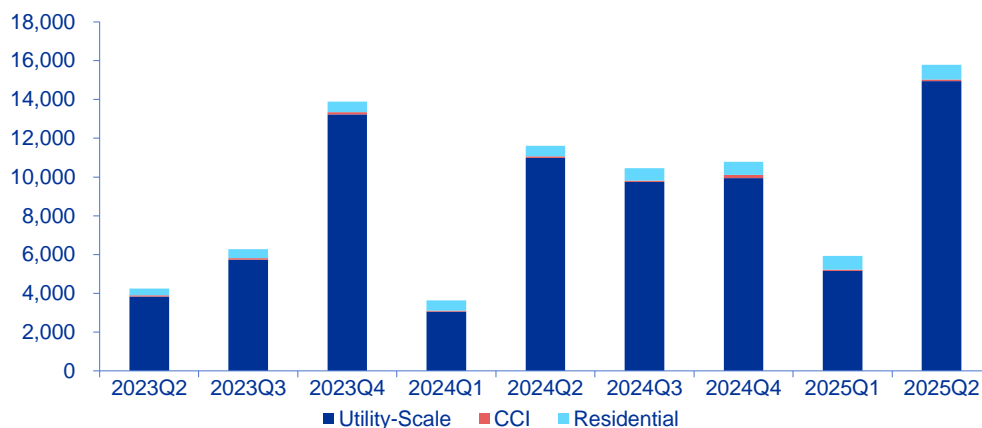
图 27：2024 年欧洲储能新增装机情况及 2025-2029 年预测 (GWh)



资料来源：SolarPower Europe（欧洲光伏产业协会），申万宏源研究

2) 美国市场短期波动，长期呈高景气持续扩容。2024 年，美国新增装机规模 36.3GWh，同比增长 31.05%，预计 2025-2029 年新增装机总量可达 281.2GWh。2025 年第二季度户储新增装机实现连续五个季度增长，受益于各州激励政策影响。

图 28：2023-2025 年美国储能季度装机情况 (MWh)



资料来源：Wood Mackenzie（伍德麦肯兹），申万宏源研究

户储是公司储能业务恢复的最确定来源。2024 年全球户用储能出货规模为 27.8GWh，同比增长 19%。全球户储市场正告别单一依赖欧美市场的格局，形成“成熟市场稳份额、新兴市场增提速”的双轮驱动格局。

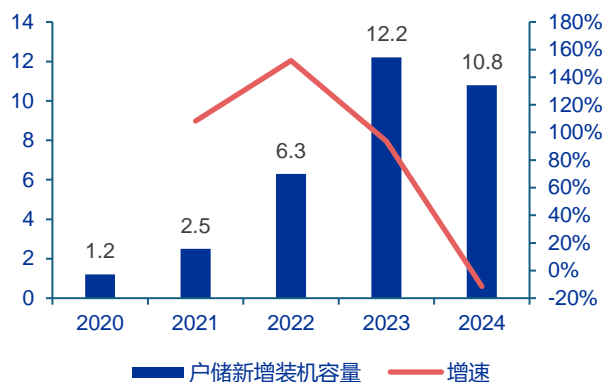
1) 欧洲户储拐点已至，成本与政策孕育新机。欧洲户储在 2021-2022 年一度受高电价与能源危机推动而快速增长。但随着能源危机趋缓、电价波动收敛、补贴减少，欧洲户储市场增速有所放缓。但随着 2024 年第四季度库存去化基本完成，户用光储系统价格持续走低（较 1H23 下降 40-50%），叠加德英奥等国维持增值税减免政策，使户储系统在欧洲电价回落至 2021 年水平下仍具备良好经济性。据 SPIP《2025 全球户用储能行业研究白皮书》，2024 年全球户用储能出货规模为 27.8GWh，2030 年全球户用储能市场将达到 180GWh，相比 2024 年增长 547%。

图 29：全球户用储能市场持续高增 (GWh) (预测更新时间 2025 年 6 月)

图 30：2020-2024 年欧洲户储新增装机情况 (GWh)

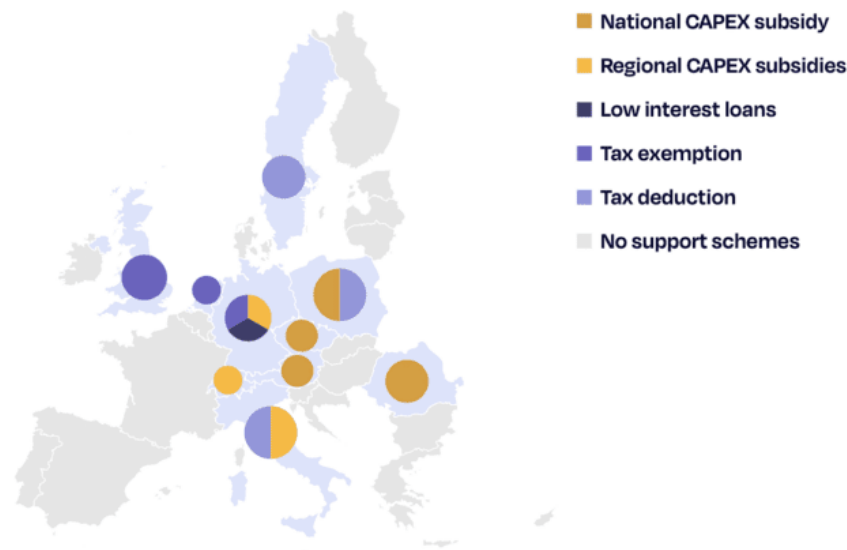


资料来源：SPIR (起点研究院), 申万宏源研究



资料来源：SolarPower Europe (欧洲光伏产业协会), 申万宏源研究

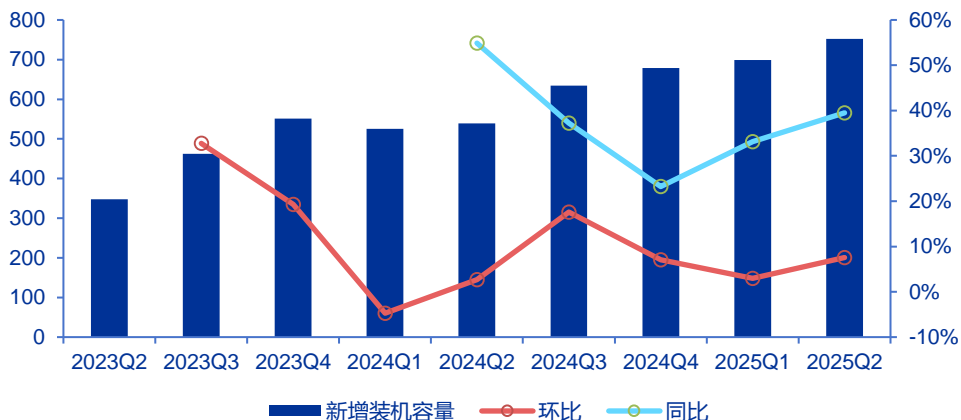
图 31：2025 年欧洲户储政策概览



资料来源：SolarPower Europe (欧洲光伏产业协会), 申万宏源研究

2) 美国市场受补贴取消影响，但韧性依旧，市场潜在规模可观。OBBBA 法案取消 ITC 补贴，为户储市场带来了更多不确定性。但受电价波动、电网脆弱性与备电需求驱动，户储需求韧性较强，2025 年第二季度户储新增装机实现连续五个季度增长。尤其在德州、加州等电网不稳定地区，户储产品已从“可选配置”转变为“刚需设备”。预计户储规模将在 2025 年增长 47%，到 2029 年增长 223%，市场潜在规模依旧可观。

图 32：2023-2025 年美国户储季度装机情况 (MWh)



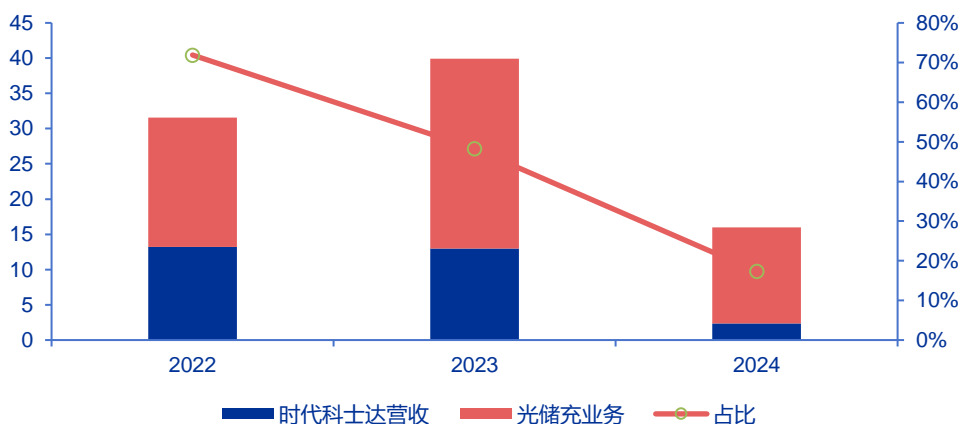
资料来源：Wood Mackenzie (伍德麦肯兹)，申万宏源研究

3) 其他新兴市场多点爆发，政策刚需双驱动。澳大利亚 2024 户储出货量为 1.5GWh，同比增长超过 20%。2025 年通过上调基准电价并推出 23 亿澳元补贴计划引领政策激励型增长，仅三季度装机量已突破 1 GWh，约为去年全年总量的 1.7 倍。特斯拉因产品质量问题召回，为中国厂商让出市场空间。东南亚、非洲、乌克兰等地因电网不稳定推动户储快速普及，市场持续高增。

公司储能业务呈现“上游强能力、下游强需求、跨场景强延展”的三重增长逻辑：

1) 上游绑定宁德时代，合资协同强化公司底层能力。宁德时代作为全球储能电芯超级头部企业，规模、技术与安全体系领先行业，公司与其合资带来优质稳定的电芯来源，并实现 PACK-PCS-EMS 的系统级协同。相比传统“外采电芯+自研 PCS”模式，公司在安全性、一致性与系统效率上显著受益。该体系化底层能力可跨户储、工商业与光储充等多个场景复用，构建公司在储能系统端的长期竞争力。

图 33：时代科士达及光储充业务营收情况（亿元）

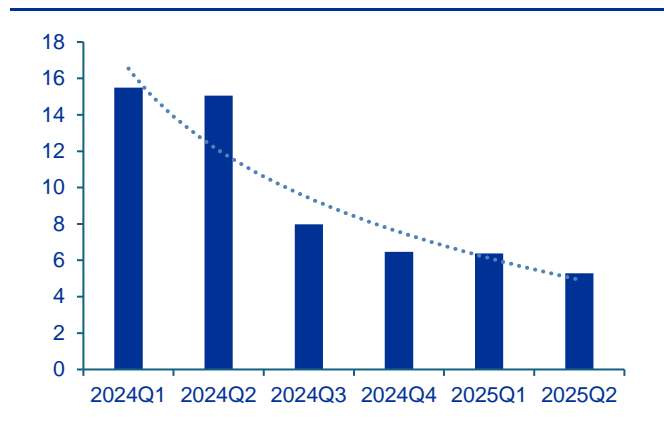


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2) 下游协同 SolarEdge，渠道恢复带动出货反转。公司通过 ODM 模式深度绑定全球户储领先企业 SolarEdge，快速切入海外市场并形成稳定出货规模。2024 年渠道库存高企拖累需求，2025 年起欧洲渠道持续去库，SolarEdge 收入明显恢复。作为其核心供应链，

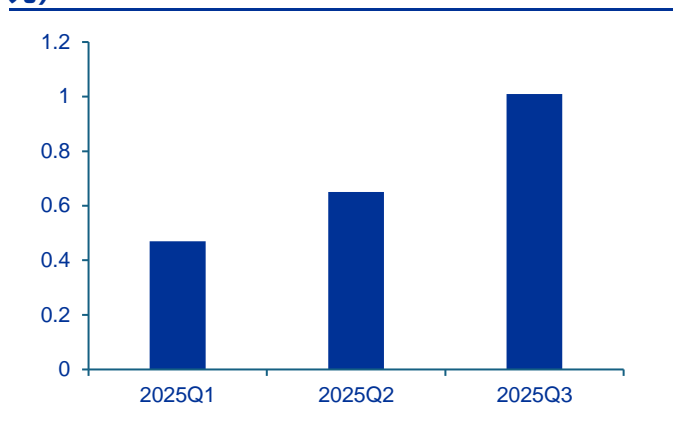
公司光储业务边际改善明确，2025 年 Q1-3 收入实现快速增长。SolarEdge 的渠道恢复为公司户储业务反转奠定基础。

图 34: SolarEdge 库存情况 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 35: SolarEdge 2025 年欧洲市场收入情况 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3) 储能能力延展至工商业与大储, 打开中长期空间。公司电芯—PACK—PCS—EMS 的系统化能力可复用至工商业储能与大储场景, 形成向更大规模应用延展的能力基础。工商业储能经济性改善, 公司相关产品 (50kW PCS、户外电池系统、光储一体机) 已有落地案例, 需求进入放量阶段。大储对安全性与系统一致性要求更高, 宁德时代体系协同为公司提供工程化与可靠性基础, 电网侧与新型电力系统建设将带来中长期增量空间。

图 36: 公司大型储能产品情况



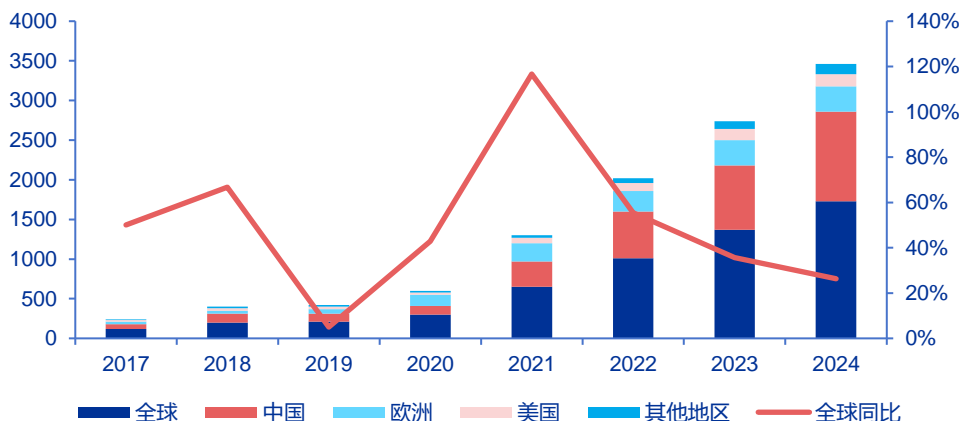
资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

3.2 快充化趋势加速, 电力电子优势驱动光储充业务放量

快充化 + 配网瓶颈推动光储充加速渗透:

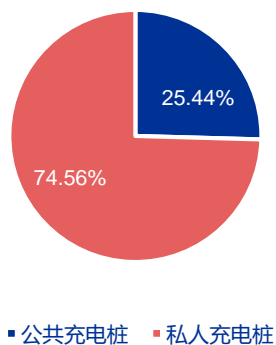
1) **新能源汽车渗透率提升带动补能需求快速增长，高功率快充成为主流方向。**2024 年全球新能源车销量超 1700 万辆，同比增长近 30%，高流量场景对快充需求同步扩张；国内公共桩占比不足三成，在车桩比仍偏高的背景下，公共补能网络处于建设早期阶段，结构性扩容空间显著。公共充电桩市场中高功率段渗透率仍低，“快充渗透不足、超快充萌芽”意味着未来高功率桩具备广阔扩容空间。

图 37：全球新能源汽车销售情况（万辆）



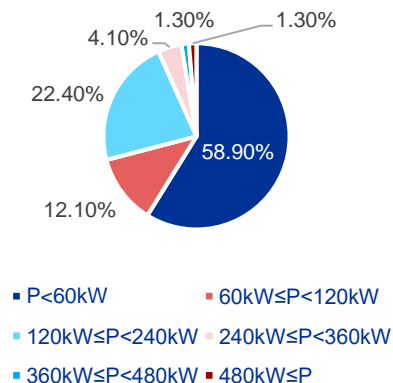
资料来源：国际能源署，申万宏源研究

图 38：2025 年 H1 我国充电桩市场结构分布情况



资料来源：国家能源局，申万宏源研究

图 39：2025 年 Q1 我国公共充电桩功率分布情况



资料来源：中国充电联盟，申万宏源研究

2) **快充功率提升带来配网瓶颈，行业从“设备建设”向“系统化供能”转变。**随着快充桩向 180–360 kW 及以上迈进，站端负荷呈阶跃式提升，配网容量不足、扩容周期长、改造成本高的问题凸显。IEA 指出，高功率快充正在成为全球公共充电网络建设的核心，但配电网容量不足已成为制约快充站落地的主要瓶颈。欧洲超快充 (>150kW) 数量自 2022 年以来已翻倍增长；全球快充化趋势高度一致，并同步带来配网侧压力。行业由此从“补单桩”向“提升站端供能能力”转变，对站端供电系统提出更高要求。

3) **储能与快充天然协同，光储充一体化成为缓解配网瓶颈的主流路径。**高功率充电负荷在高峰期对配电网造成显著冲击，储能在站端承担削峰填谷、容量替代与负荷平滑，有效缓解配网瓶颈；光伏自发电进一步降低站端度电成本。国内正加速推进光储充一体化示范

及整县推进工程；IEA、NEVI（美国）、AFIR（欧盟）等机构与政策均认可储能的关键作用，光储充方案从“示范试点”迈向“规模化部署”。整体来看，快充化、配网约束与经济性改善需求共同推动光储充成为行业的主流建设路径。

表 2：光储充一体化相关政策概览（部委层面）

印发时间	发布单位	文件名称	政策要点
2022 年 1 月	国家发改委等部门	《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	探索单位和园区内部充电设施开展“光储充放”一体化试点应用。
2023 年 1 月	工信部等部门	《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	加快智能有序充电、大功率充电、自动充电、加速换电等新型充换电技术应用，加快“光储充放”一体化试点应用。
2023 年 5 月	发改委、能源局	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	鼓励开展电动汽车与电网双向互动（V2G）、光储充协同控制等关键技术研究，探索在充电桩利用率较低的农村地区，建设土工光伏发电、储能、充电一体化的充电基础设施。
2023 年 12 月	能源局	《关于组织开展“充电基础设施建设应用示范县和示范乡镇”申报工作的通知》	鼓励条件适宜地区结合充电设施建设分布式光伏、分散式风电等，形成绿色充电一体化系统
2024 年 4 月	能源局	《关于促进新型储能并网和调度运用的通知》	积极支持新能源+储能、聚合储能、光储充一体化等联合调用模式发展。
2024 年 4 月	财政部、工信部、交通运输部	《关于开展县域充换电设施补短板试点工作的通知》	结合实际建设光伏发电、储能、充换电一体化的充电基础设施。中央财政将安排奖励资金支持试点县开展试点工作，示范期内，每年均达到最高目标的试点县最多可获得 4500 万元奖励。
2025 年 9 月	发改委、能源局	《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳的通知》	通过价格机制引导项目提升自平衡能力，刺激储能系统的配置需求。

资料来源：国家发改委，工信部，能源局，财政部，交通运输部，申万宏源研究

电力电子能力迁移 + 全链路体系铸就公司核心优势：

1) **电力电子底层能力迁移，支撑大功率充电桩研发与全功率段产品布局，使公司在充电桩领域具备完整产品体系与高可靠性优势。**科士达在充电桩领域已覆盖 7kW-960kW 全功率段产品及大功率充电模块等核心产品，具备自主研发与规模化制造能力。充电桩核心功率模块与 UPS/PCS 技术路径高度同源，使公司在转换效率、散热能力与连续运行稳定性方面具备天然优势；同时，公司围绕高稳定性、高防护性和性价比方向持续迭代大功率快充技术，并推进欧标、Chademo 与北美标准产品开发认证，为后续海外充电业务布局奠定产品基础。

图 40：中国石化充电站

图 41：国家电网充电站

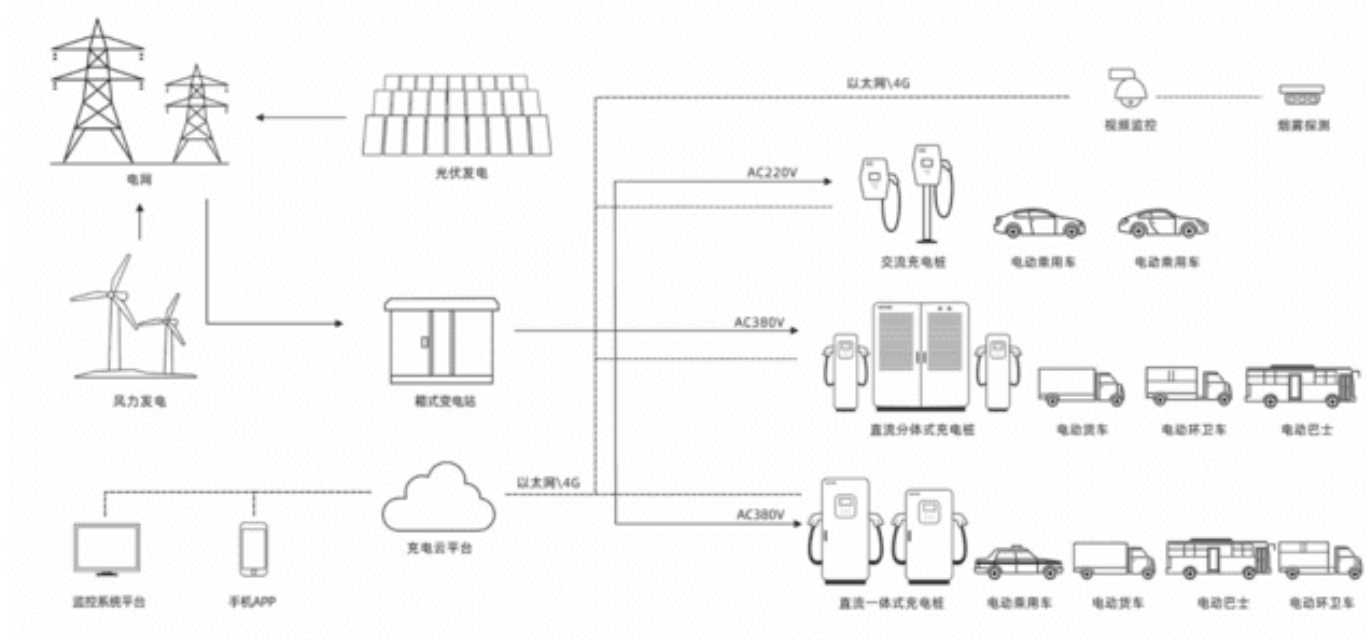


资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

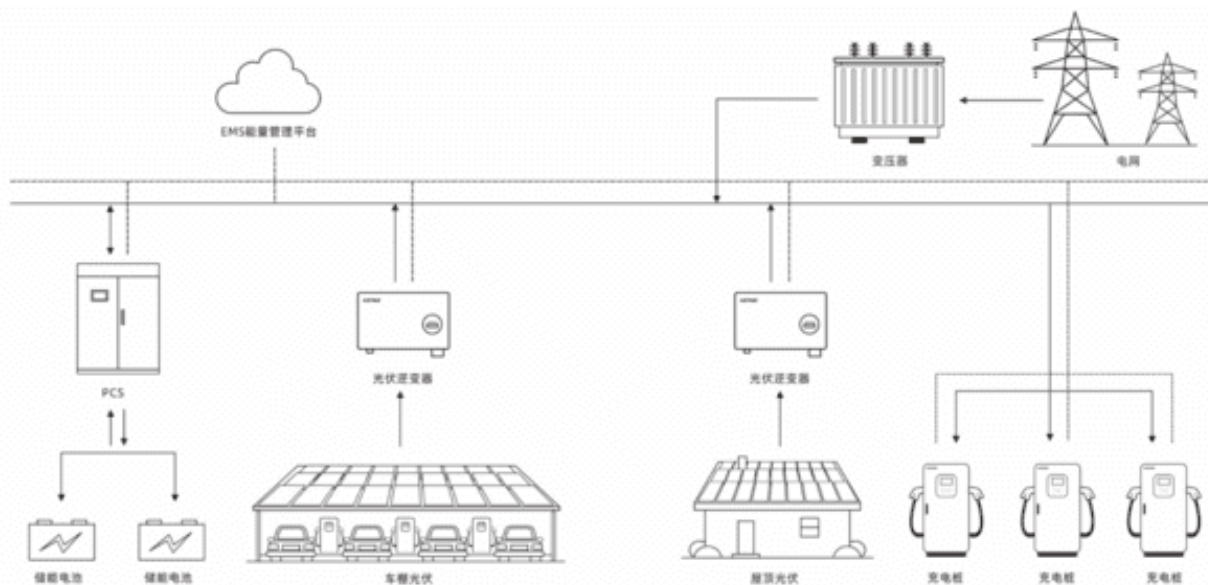
图 42：充电桩整体解决方案



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2) 全链路能源产品布局奠定光储充一体化的系统集成基础，升级为公司储能业务的价值量增长点。公司拥有光伏逆变器、储能系统、PCS、充电桩与EMS，可形成“发电-储能-充电”的统一调度能力，满足高功率补能场景对灵活性、经济性和配网友好的要求。多场景项目已落地验证方案的复制性，使光储充成为公司储能业务价值量提升与场景外延的关键增长点。

图 43：光储充一体化充解决方案



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 44：绍兴市出租汽车综合服务中心光储充项目



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 45：光伏车棚



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

数据中心：AIDC 建设持续加速，全球机柜功率密度快速提升，高功率 UPS、模块化配电、精密供电设备需求保持稳健增长，公司数据中心业务有望充分受益，预计 25-27 年营收同比增长 20%/22%/24%。在产品结构优化、高功率 UPS 占比提升背景下，数据中心业务毛利率有望温和提升，预计 25-27 年毛利率为 36%/36.5%/37%。

光储充产品及系统：全球储能保持高景气，2025 行业经历深度去库后，户储需求显著回暖。充电桩行业得益于新能源汽车加速渗透及快充化趋势有望持续高增。综合来看光储充产品及系统预计进入恢复期并开启中期成长，预计 25-27 年营收同比增长 35%/30%/28%。光储充业务毛利率相对稳定，预计 25-27 年毛利率为 20%/21%/21.5%。

其他主营业务：公司其他主营业务包括配套产品及新能源收入，两者规模较小，在公司整体收入中占比不足 5%，对公司整体业绩贡献有限，预计未来将维持小幅下降或低位稳定，预计 25-27 年营收同比减少 10%/10%/10%，毛利率维持 30%。

其他业务：公司其他业务增速较快，预计 25-27 年营收同比增长 25%/25%/25%，毛利率维持 76%。

表 3：公司分业务预测表（百万元、%）

产品	2023	2024	2025E	2026E	2027E
数据中心（百万元）	2,509.00	2,597.00	3,116.40	3,802.01	4,714.49
同比（%）	14.88%	3.51%	20.00%	22.00%	24.00%
毛利率（%）	38.46%	35.29%	36.00%	36.50%	37.00%
光储充产品及系统（百万元）	2,692.00	1,361.00	1,837.35	2,388.56	3,057.35
同比（%）	38.34%	-49.44%	35.00%	30.00%	28.00%
毛利率（%）	26.49%	16.63%	20.00%	21.00%	21.50%
其他主营业务（百万元）	200.00	163.00	146.70	132.03	118.83
同比（%）	-12.28%	-18.50%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率（%）	38.50%	31.29%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务（百万元）	39.00	38.00	47.50	59.38	74.22
同比（%）	-7.14%	-2.56%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率（%）	88.83%	80.16%	76.00%	76.00%	76.00%

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 51.48/63.82/79.65 亿元，同比增速 23.8%/24.0%/24.8%，实现毛利率 30.5%/30.9%/31.3%，净利率 14.5%/14.6%/14.4%，对应 2025E-2027E 归母净利润 7.47/9.31/11.47 亿元，对应同比增速 89.4%/24.6%/23.3%。

表 4：公司盈利预测表（百万元、%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,440.00	4,158.98	5,147.95	6,381.97	7,964.89
增速 (%)	23.6%	-23.5%	23.8%	24.0%	24.8%
营业成本 (百万元)	3,650.00	2,934.97	3,578.47	4,407.90	5,471.14
毛利率 (%)	32.9%	29.4%	30.5%	30.9%	31.3%
净利率 (%)	15.5%	9.5%	14.5%	14.6%	14.4%
归母净利润 (百万元)	845.00	394.20	746.72	930.63	1,147.06
增速 (%)	28.8%	-53.4%	89.4%	24.6%	23.3%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 公司估值

可比公司: 公司深耕电力电子领域, 业务聚焦于数据中心和新能源光储充业务, 凭借自身技术优势深度受益于 AI 行业高景气; 凭借储能行业上下游绑定协同优势推动光储充业务高增。在行业属性、产品结构及应用场景上, 我们选择与公司业务布局高度相似、且在电力电子及储能方向具有可比性的企业作为可比公司: 科华数据 (同步布局数据中心及储能)、中恒电气 (聚焦电源装备与工商业储能) 以及欧陆通 (深耕开关电源领域)。

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。AI 算力爆发推动服务器功率向兆瓦级跃迁, 带动高功率电源需求刚性增长, 公司数据中心业务有望量价齐升。全球储能保持高景气, 户储需求显著回暖; 新能源汽车加速渗透、快充化趋势及配网瓶颈推动充电桩行业持续高增。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 43X, 给予公司 2026 年 43 倍 PE, 对应科士达目标市值 403.22 亿元, 较现有市值有 40.68% 上涨空间, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/12/30		PE			EPS (元)		
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002335.SZ	科华数据	292.50	56.75	48	31	22	1.19	1.86	2.55
002364.SZ	中恒电气	148.78	26.40	84	47	32	0.31	0.56	0.83
300870.SZ	欧陆通	240.54	218.96	72	52	41	3.05	4.19	5.39
均值	-	-	-	68	43	32	-	-	-
002518.SZ	科士达	286.63	49.23	38	31	25	1.28	1.60	1.97

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) **数据中心行业建设节奏不及预期:** AIDC 投资可能受 AI 服务器供给、海外资本开支、国内“东数西算”进度等影响, 导致高功率 UPS、供配电等需求释放不及预期。

2) 新供电架构 (含 HVDC) 推进节奏不及预期: HVDC 等新型供电架构仍处行业探索期, 如标准化与客户采用进度低于预期, 公司在高阶供配电模块的潜在延展空间或受影响。

3) 储能与户储需求恢复不及预期风险: 全球户储受政策、电价、电芯成本及渠道库存影响较大; SolarEdge 作为主要 ODM 客户, 如恢复节奏偏慢, 将影响公司储能业务增速。

4) 海外业务波动及供应链风险: 海外市场需求、贸易政策、汇率及物流变化可能影响 ODM/OEM 出货; 关键器件及原材料成本波动亦可能带来毛利压力。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,440	4,159	5,148	6,382	7,965
营业收入	5,440	4,159	5,148	6,382	7,965
数据中心	2,509	2,597	3,116	3,802	4,714
光储充产品及系统	2,692	1,361	1,837	2,389	3,057
其他主营业务	200	163	147	132	119
其他业务	39	38	48	59	74
营业总成本	4,388	3,621	4,373	5,376	6,683
营业成本	3,650	2,935	3,578	4,408	5,471
数据中心	1,544	1,681	1,994	2,414	2,970
光储充产品及系统	1,979	1,135	1,470	1,887	2,400
其他主营业务	123	112	103	92	83
其他业务	4	8	11	14	18
税金及附加	61	59	74	91	114
销售费用	361	306	309	389	494
管理费用	131	126	144	153	183
研发费用	246	275	268	338	430
财务费用	-61	-80	0	-3	-9
其他收益	47	41	41	41	41
投资收益	0	9	9	9	9
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	76	80	70
信用减值损失	-56	-84	-5	-10	-10
资产减值损失	-26	-36	11	1	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,018	469	906	1,127	1,395
营业外收支	-4	13	-1	0	0
利润总额	1,014	481	905	1,127	1,395
所得税	143	87	141	179	231
净利润	871	395	764	948	1,163
少数股东损益	26	1	17	17	16
归母净利润	845	394	747	931	1,147

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

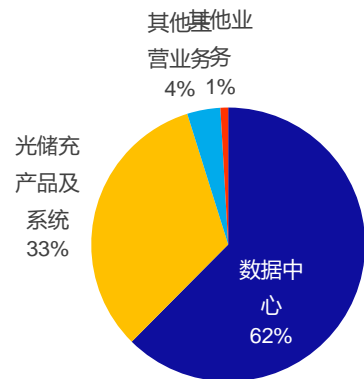
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	871	395	764	948	1,163
加：折旧摊销减值	185	225	113	133	136
财务费用	3	6	0	-3	-9
非经营损失	-18	2	-85	-89	-79
营运资本变动	-530	-142	181	100	350
其它	5	6	-5	-10	-10
经营活动现金流	515	491	969	1,078	1,551
资本开支	181	167	125	125	125
其它投资现金流	-684	-935	-348	-348	-348
投资活动现金流	-865	-1,102	-473	-473	-473
吸收投资	107	0	0	0	0
负债净变化	48	164	-16	0	0
支付股利、利息	210	269	134	254	316
其它融资现金流	93	-368	0	3	9
融资活动现金流	38	-473	-150	-251	-307
净现金流	-314	-1,084	346	355	771

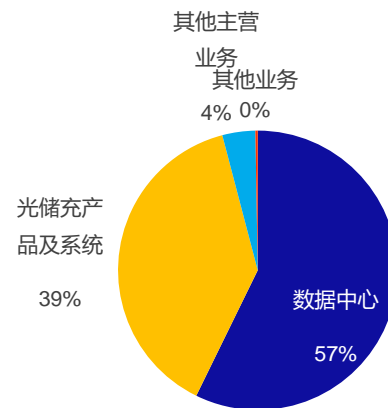
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

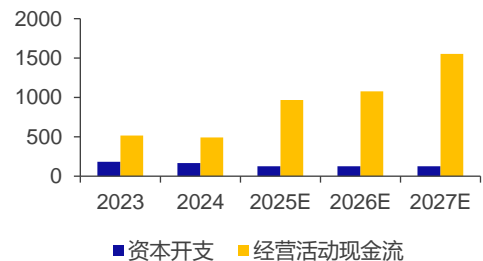
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,513	4,188	5,073	6,141	7,749
现金及等价物	1,792	1,089	1,868	2,660	3,859
应收款项	1,546	1,644	1,644	1,644	1,644
存货净额	1,100	1,049	1,163	1,437	1,839
合同资产	8	21	12	14	22
其他流动资产	66	385	385	385	385
长期投资	86	69	69	69	69
固定资产	1,219	1,294	1,300	1,301	1,297
无形资产及其他资产	1,065	1,633	1,633	1,633	1,633
资产总计	6,883	7,185	8,075	9,144	10,749
流动负债	2,282	2,466	2,726	3,101	3,859
短期借款	116	290	274	274	274
应付款项	1,840	1,844	2,119	2,494	3,252
其它流动负债	326	332	332	332	332
非流动负债	290	287	287	287	287
负债合计	2,573	2,753	3,013	3,388	4,146
股本	587	582	582	582	582
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	531	536	536	536	536
其他综合收益	-27	-31	-31	-31	-31
盈余公积	343	343	343	343	343
未分配利润	2,788	2,919	3,532	4,209	5,039
少数股东权益	88	83	100	117	134
股东权益	4,310	4,432	5,062	5,756	6,603
负债和股东权益合计	6,883	7,185	8,075	9,144	10,749

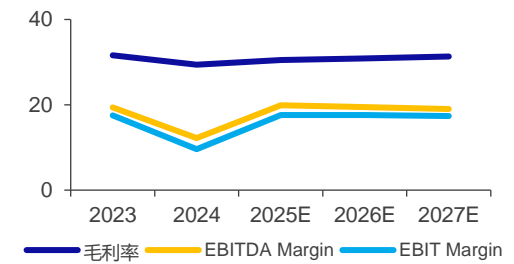
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

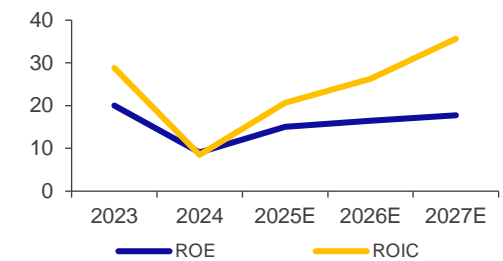
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.45	0.68	1.28	1.60	1.97
每股经营现金流	0.89	0.84	1.66	1.85	2.66
每股红利	0.00	0.00	0.23	0.44	0.54
每股净资产	7.25	7.47	8.52	9.68	11.11
关键运营指标(%)					
ROIC	28.8	8.5	20.7	26.3	35.7
ROE	20.0	9.1	15.0	16.5	17.7
毛利率	31.6	29.4	30.5	30.9	31.3
EBITDA Margin	19.4	12.2	19.9	19.5	19.0
EBIT Margin	17.5	9.6	17.6	17.6	17.4
营业总收入同比增长	23.6	-23.5	23.8	24.0	24.8
归母净利润同比增长	28.8	-53.4	89.4	24.6	23.3
资产负债率	37.4	38.3	37.3	37.1	38.6
净资产周转率	1.29	0.96	1.04	1.13	1.23
总资产周转率	0.79	0.58	0.64	0.70	0.74
有效税率	14.1	18.4	15.7	16.0	16.7
股息率	0.0	0.0	0.5	0.9	1.1
估值指标(倍)					
P/E	33.9	72.7	38.4	30.8	25.0
P/B	6.8	6.6	5.8	5.1	4.4
EV/Sale	5.4	7.1	5.7	4.6	3.7
EV/EBITDA	27.6	57.9	28.6	23.5	19.4
股本	587	582	582	582	582

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

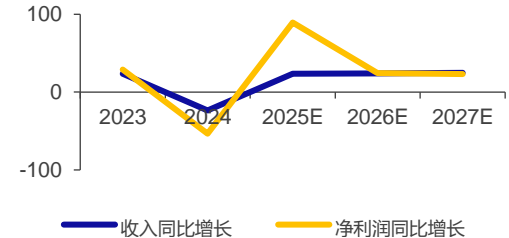
经营利润率(%)



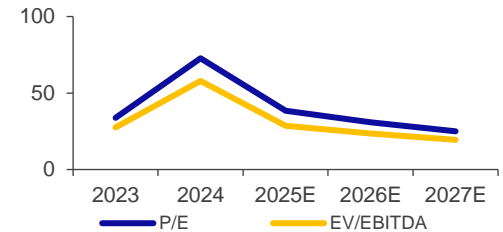
投资回报率趋势(%)



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 索取有关披露资料或登录 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@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.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”）在中华人民共和国内地（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、意见及推测仅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。