

可立克 (002782.SZ)

优于大市

磁性元件头部企业强化海外布局，积极布局固态变压器领域

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电子 · 其他电子 II

◆ 投资评级：优于大市（首次）

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
证券分析师：王晓声 010-88005231
联系人：王喆萱

wangweiqi2@guosen.com.cn
wangxiaosheng@guosen.com.cn
wangzhexuan@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980523050002

事项：

2025年12月20日，公司发布关于拟设立海外子公司的公告。公司拟通过全资子公司可立克（香港）国际有限公司和 HONGTING 加坡有限公司在墨西哥设立海外子公司，投资总额不超过5亿元人民币。本次对外投资旨在进一步拓展海外市场，符合公司战略发展需要，有助于提升公司产品在海外市场的竞争力与品牌影响力，加快落实国际化战略布局。

国信电新观点：

1) **国内磁性元件头部企业，服务全球头部客户。**公司成立于1995年，是国内磁性元件老牌企业，2021年收购海光电子，进一步强化磁性元件布局。2019年公司成立越南分公司，实现电源类产品生产交付，2025年启动越南磁性元件、墨西哥工厂建设，持续强化海外业务布局。公司产品用于汽车电子、光储、充电桩、服务器等领域，与比亚迪、大众、小米、博世、阳光电源、华为、Solar Edge、台达、工业富联、西门子等头部客户具有长期良好合作关系。

2) **磁性元件应用领域广阔，AIDC建设带动服务器配套需求。**磁性元件主要分为电子变压器、电感等产品，可实现电能与磁能转换，广泛应用于各类电气化场景。磁性元件早期应用于家电、照明、消费电子等行业，近年来新能源行业需求快速增长；展望未来，AIDC建设将带动服务器配套磁性元件需求高增。根据QYResearch，预计2031年全球磁性元件市场空间为272亿美元，25-31年CAGR为5.1%。从技术看，未来磁性元件将向高功率、高频化、小型化和集成化方向发展；从格局看，海外企业主导高端市场，中国企业凭借多重优势快速崛起，出海势头迅猛。

3) **固态变压器有望成为AIDC终局供电方案，公司积极布局相关产品。**AIDC时代，服务器功率将持续快速攀升，供配电系统瘦身、提效、降本需求迫切。根据英伟达，预计2027年实现800V HVDC规模化应用，而固态变压器具有占地小、效率高、能量交互便捷等优势，有望成为终局供电方案。固态变压器存在较高技术壁垒，中国固态变压器应用全球领先，已成长出一批领军企业，海外企业正加紧布局。我们预计，2026年固态变压器在AIDC有望迎来试点应用，2030年全球市场空间有望达到870亿元。

4) **投资建议：**公司磁性元件业务将持续受益于全球新能源车、储能、服务器行业景气度，同时公司持续推动海外本土化布局，加快出海步伐。公司在中高频变压器方面具有技术和客户优势，目前积极布局固态变压器领域应用。首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.35/4.40/5.99亿元，同比增长45.5%/31.3%/36.3%。通过多角度估值，预计股票合理价值在31.03-33.17元之间，相对于公司目前股价有38%-48%溢价空间。

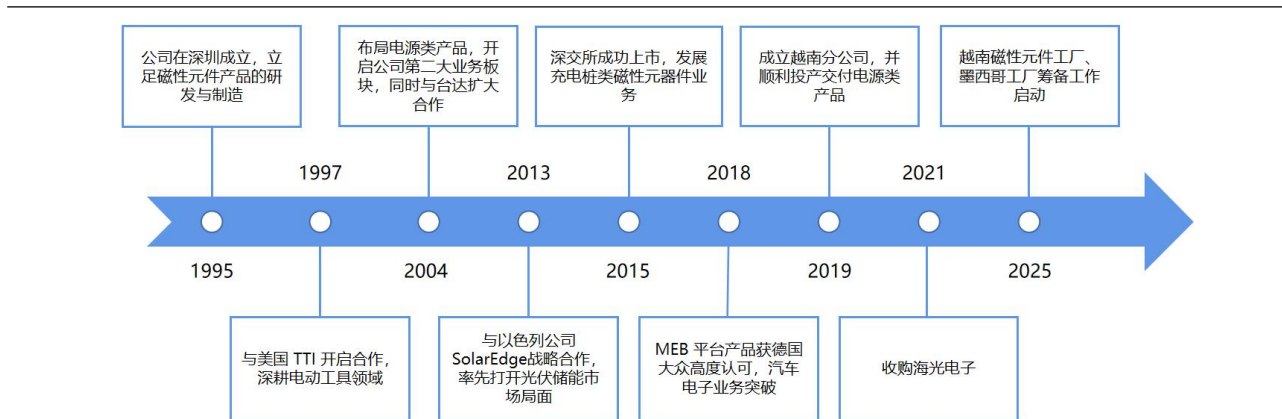
风险提示：公司海外业务开拓不及预期，新产品落地进度不及预期，原材料价格大幅上涨。

评论：

◆ 公司是磁性元件以及电源专业供应商，与行业主流大客户合作紧密

公司是磁性元件以及电源老牌供应商。公司成立于 1995 年，成立伊始主要从事磁性元件业务。2004 年，公司着手布局电源类产品，构建磁性元件以及电源产品双轮驱动业务格局，并逐渐扩展磁性元件产品应用于光伏储能、汽车电子以及充电桩等领域。2015 年公司成功在深交所上市，2021 年公司收购海光电子，强化公司磁性元件布局。2025 年公司开启越南磁性元器件工厂、墨西哥工厂筹备工作，强化公司海外本土交付能力，提升公司海外市场竞争力与品牌影响力。

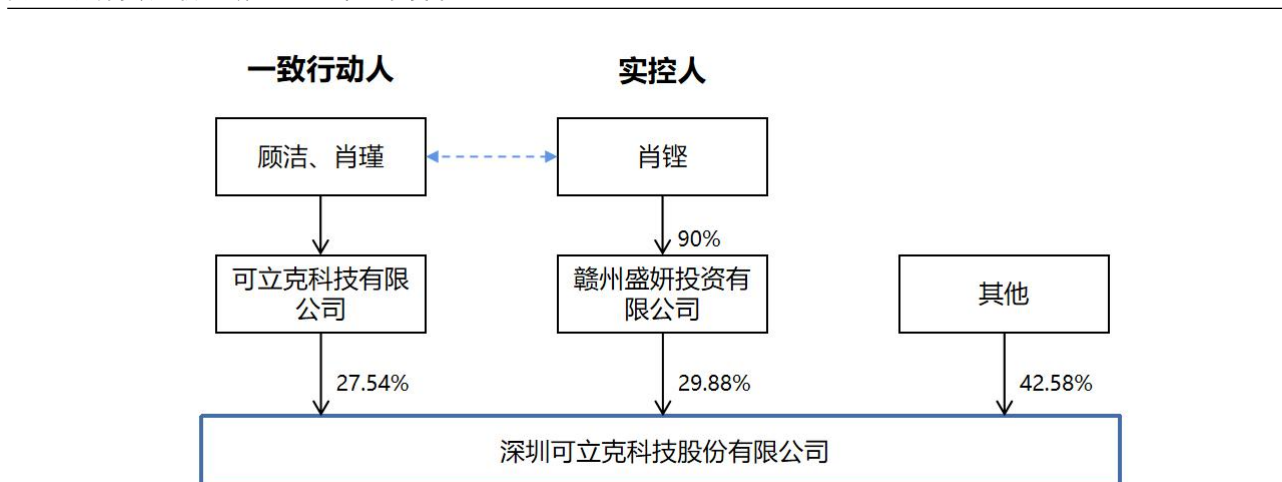
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构较为集中，实控人为董事长肖铿。公司董事长肖铿先生通过盛妍投资间接持有公司 26.89% 股份，肖铿先生的母亲顾洁女士、胞妹肖瑾女士为肖铿先生的一致行动人，二人通过控制可立克科技间接持有公司 27.54% 股份，三人合计持有公司 54.43% 股份。

图2：公司持股比例（截至 2025 年三季度末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要高管

姓名	职务	个人简介
肖铿	董事长, 总经理	硕士学历。曾供职于深圳可立克电子有限公司; 现担任盛妍投资执行董事、本公司董事长兼总经理。
顾洁	副董事长	大专学历。曾供职于湖南株洲五金交电公司、湖南长沙人民银行、深圳发展银行、鑫联鑫、深圳可立克电子; 现担任可立克科技董事、能睿有限公司董事、深圳市能诺威科技有限公司董事长、公司副董事长。
肖瑾	董事	硕士学历。曾供职于中国银行香港分行、深圳可立克电子有限公司; 现担任深圳市盛弘电气股份有限公司副董事长、可立克科技董事、能睿有限公司董事、深圳市能诺威科技有限公司董事、本公司董事。
伍春霞	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	本科学历, 高级国际财务管理师、会计师职称, 具有 IPA 国际职业资格。曾供职于湖南省衡阳县统计局、深圳可立克电子有限公司; 现担任公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书。
顾军农	副总经理	硕士学历。曾供职于深圳市富宝化纤有限公司、广东发展银行深圳分行、鑫联鑫、深圳可立克电子有限公司; 现担任公司副总经理、公司变压器、电源事业部总经理。
周正国	副总经理	本科学历。曾供职于田村电子(深圳)有限公司、深圳可立克电子有限公司。现任鑫联鑫监事、公司副总经理, 负责变压器事业部磁性元件研发中心。
周明亮	副总经理	本科学历, 工程师。曾供职于湖南省邵阳无线电器厂、东莞厚街科技电业厂、深圳可立克电子有限公司; 现任公司副总经理。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司下游客户多元, 与主流大客户合作紧密。公司多年深耕磁性元件以及开关电源业务, 积累了比亚迪、小米、博世、大众等新能源汽车领域头部客户, 阳光电源、锦浪科技、上能电气、SolarEdge 等光伏储能领域头部客户以及台达、西门子、TTI、PHILIPS 等知名企业。海光电子深耕磁性元件 30 余年, 并与华为保持 20 多年合作, 亦是威迈斯、工业富联、特来电、英搏尔等知名企业的重要供应商, 2022 年公司取得海光电子控制权后进一步巩固公司磁性元件领域的领先地位, 客户资源亦实现拓展。

图3: 公司部分客户



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司强化海外布局, 筹建墨西哥、越南工厂。公司践行国际化发展战略, 持续进行海外布局。2019 年公司设立越南海外子公司, 并增资在当地建设电源生产项目。2025 年公司设立墨西哥子公司, 主要从事磁性元件以及开关电源业务, 同时筹备建设越南磁性元件新工厂以及墨西哥工厂, 加强海外市场营销与客户拓展, 提升公司产品在海外市场的竞争力与品牌影响力。

图4：公司全球布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

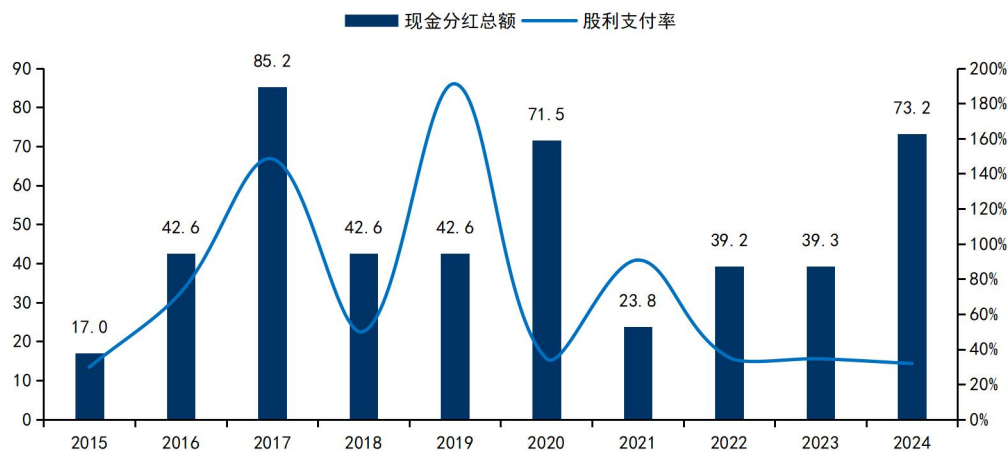
公司持续分红共享发展成果，2025 年推出股票激励计划。公司上市以来每年均进行分红，与股东共享公司经营发展成果。2025 年 6 月，公司推出股票激励计划，深入绑定核心人才骨干，提升核心团队的凝聚力与稳定性，并对公司未来业绩增长提出考核目标，彰显公司发展信心。

表2：公司 2025 年限制性股票激励计划（草案）业绩考核目标

解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2024 年为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%（约 52 亿元），或净利润增长率不低于 6%（约 2.5 亿元）
第二个解除限售期	以 2024 年为基数，2026 年营业收入增长率不低于 18%（约 55 亿元），或净利润增长率不低于 18%（约 2.8 亿元）
第三个解除限售期	以 2024 年为基数，2027 年营业收入增长率不低于 28%（约 60 亿元），或净利润增长率不低于 35%（约 3.2 亿元）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：业绩考核指标中所指净利润为以扣除非经常性损益及本次股权激励当年度确认的股份支付费用后的公司合并净利润，减去纳入公司合并范围的扣除非经常性损益后的海光电子合并净利润。业绩考核指标中所指营业收入为经审计的可立克合并报表所载的营业收入。

图5：公司历年现金分红情况（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司主要从事磁性元件以及开关电源业务。公司磁性元件产品主要包括电源变压器、开关电源变压器在内的电子变压器以及太阳能逆变电感、大功率逆变电感在内的各种电感产品，主要应用于新能源汽车电子、

光伏储能、充电桩、UPS 电源、网络设备、AI 服务器电源、工业电源、轨道交通等领域；开关电源产品主要包括电源适配器、充电器和定制电源等，主要应用于电动工具、智能家居、算力服务器、逆变储能、消费类电子等领域。

表3: 公司主要产品

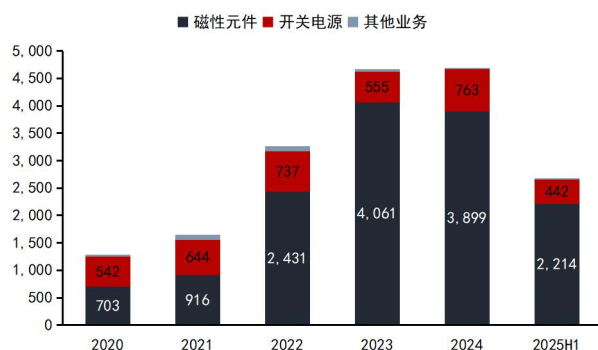
类别	主要产品	作用	图示	应用领域
磁性元件	电子变压器	OBC 主变压器, DC to DC 主变压器、UI 变压器等	在电子线路中起着电压变换、电流变换、阻抗变换、隔离、稳压等作用	新能源汽车电子、光伏储能、充电桩、UPS 电源、网络设备、AI 服务器电源、工业电源、轨道交通等
	电感	太阳能逆变电感、大功率逆变电感、PFC 电感、滤波器、整流电感、谐振电感、输出电感和贴片电感等	通过电流的变化来储存和释放能量, 参与频率选择、滤波等应用。	
电源适配器	10W-260W AC/DC 高性能适配器	将外部电源转化为稳定的可以供电子设备使用的电源		
开关电源	电池充电器	电动自行车充电器、户外防水充电器等	将外部电源转化为稳定的可以供电子设备使用的电源	电动工具、智能家居、算力服务器、逆变储能、消费类电子等
	定制电源	网络通信电源、智能家居电源、工业及仪表电源等	将外部电源转化为稳定的可以供电子设备使用的电源	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司重视研发创新，持续进行新产品开发。磁性元件方面，公司开发出适配 800V 第 3 代氮化镓平台磁性元件以及应用于低空飞行的磁性元件，后者获得头部企业定点，项目已进入试产；同时公司在研固态变压器相关产品。电源产品方面，公司积极布局机器人和机器狗电源项目，正推动 66W 清洁机器人智能电源以及 150W 机器狗智能电源产品研发，目前两产品均处于小批量试制阶段。

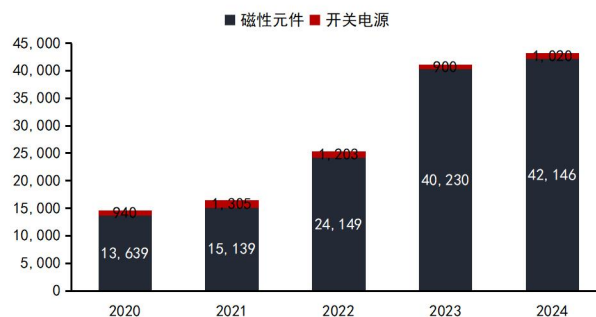
公司收入主要来自磁性元件业务。2025 年上半年公司磁性元件与开关电源业务营收占比分别为 83%/17%。2022 年公司为强化磁性元件业务布局，获取磁性元件老牌企业海光电子控制权，并在下半年开始并表，公司整体收入大幅增长，磁性元件业务占比亦迅速提升。2023 年后，公司产品下游应用领域如新能源汽车、储能以及充电桩需求持续向好，公司业务开始保持平稳增长态势，业务结构整体也保持相对平稳。

图6: 公司营业收入业务构成（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

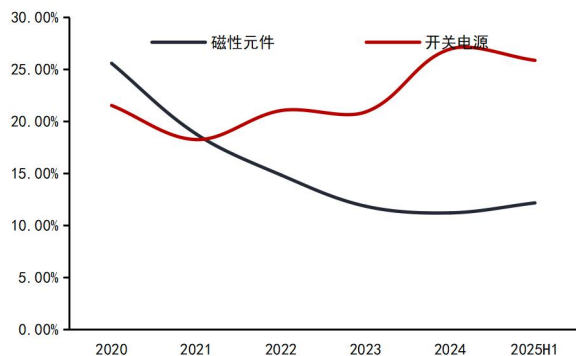
图7: 公司分产品销量（单位：万只）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司磁性元件盈利开始改善，开关电源业务盈利能力维持较高水平。2020-2024 年公司磁性元件业务盈利能力受原材料价格波动、国内行业竞争加剧等因素影响有所下滑。2025 年公司强化业务经营管理、加强海外布局，2025 年上半年磁性元件业务毛利率为 12.17%，同比+2.14pct.，盈利能力有所改善。公司开关电源业务持续拓展新产品序列，整体盈利能力保持向上态势，2025 年上半年开关电源业务毛利率为 25.86%，同比-3.10pct.，仍维持较高水平。

图8：公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司海外收入占比及毛利率（单位：百万元，%）

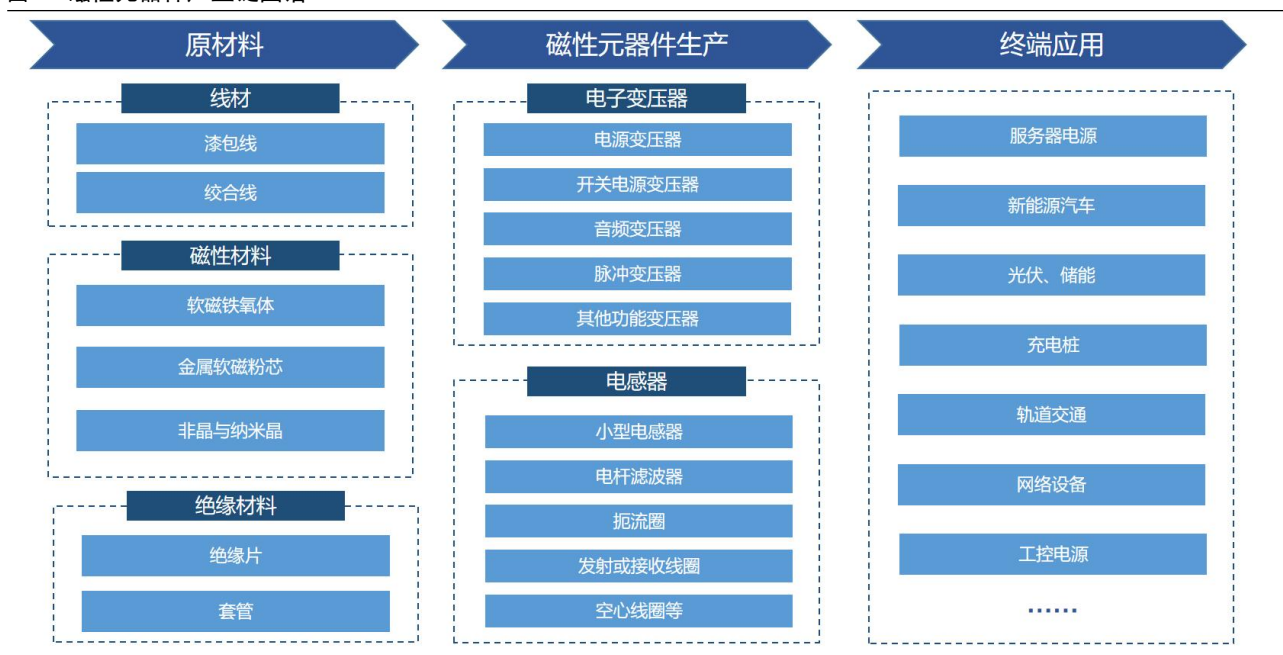


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 磁性元器件行业：下游应用领域广泛，行业规模稳健增长

磁性元器件是实现电能与磁能相互转换、保障电子电气设备稳定运行的基础性电子元件。磁性元器件主要分为电子变压器、电感等产品，电子变压器按应用用途和功能特点不同，又可以分为电源变压器、开关电源变压器、音频变压器、脉冲变压器、其他功能变压器等；电感器按应用用途和功能特点不同，又可以分为小型电感器、电杆滤波器、扼流圈、发射或接收线圈、空心线圈等。磁性元件种类繁多，其终端应用广泛覆盖汽车电子、AI 服务器电源、工业电源、光伏、储能、充电桩、网络设备、医疗电子等多个下游领域。由于终端应用场景丰富多样，磁性元件定制化属性突出，不同应用领域对产品的性能参数、规格尺寸等有着显著差异化要求，适配各场景特定使用需求。

图10：磁性元器件产业链图谱



资料来源：公司公告，普华有策，智研咨询，国信证券经济研究所整理

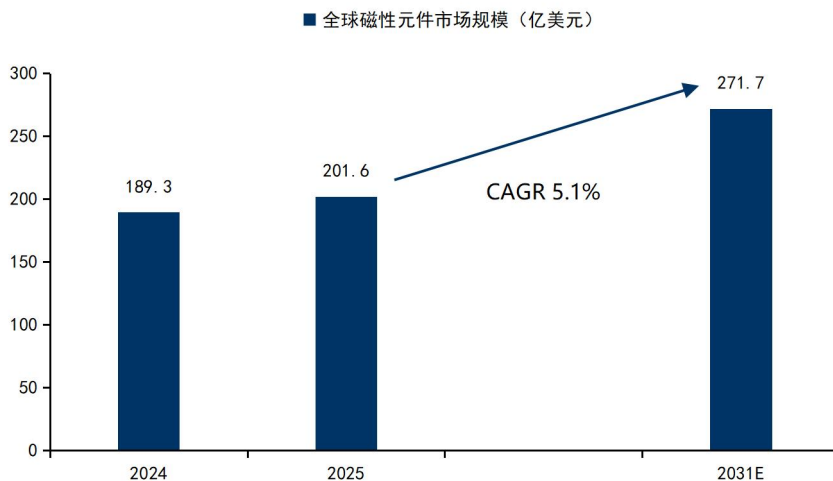
表4：不同级别磁性元器件产品要求对比

项目	消费级	工业级	车规级
适用环境	0-70℃	-40-80℃	-40-150℃
振动冲击	低	较高	高
使用寿命	1-3 年	5-10 年	>10 年
可靠性	低	较高	高
容错率	<3%	<1%	0
其他要求	防水等	防水、防潮、防腐等	高频冲击、耐高温、散热性能好

资料来源：普华有策，国信证券经济研究所整理

磁性元件在新能源产业链、人形机器人以及 AI 服务器等新兴领域拉动下，未来增长空间可观。磁性元件早期主要应用于传统电力领域，如传统家电、照明、消费电子等，后伴随新能源产业链发展，磁性元件作为新能源汽车、光伏储能以及充电桩等领域电能转换核心环节，其行业规模不断扩大。未来伴随人形机器人以及 AI 服务器电源行业规模不断扩张，其作为人形机器人、AI 服务器电源系统的核心部件，未来增长潜力可观。根据 QYResearch 数据，2025 年全球磁性元件市场销售额达到了 201.6 亿美元，预计 2031 年市场规模将为 271.7 亿美元，2025-2031 期间年复合增长率（CAGR）为 5.1%。

图11：全球磁性元件市场规模（亿美元）



资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

磁性元件未来朝向高功率、高频化、小型化以及集成化等趋势。未来，新能源汽车、光伏储能等领域对发电和供电效率要求不断提升，磁性元件功率密度提升成为趋势，同时，随着第三代半导体功率器件的应用，开关频率提升，推动磁性元件向高频化发展，从立体结构向平面结构、片式结构、薄膜结构发展，产品体积与重量有望持续下降。此外，新能源领域产品功率提高，磁性元器件体积增长导致成本和损耗增加，实现相同功率的产品小型化成为重要技术发展方向，同时，磁集成技术通过将多个分立器件绕制在一副磁芯上进行集成，可有效减小磁性元器件的体积、重量，降低损耗，实现较高的功率密度，也是一种重要技术发展方向。

图12：磁性元件行业未来发展趋势



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

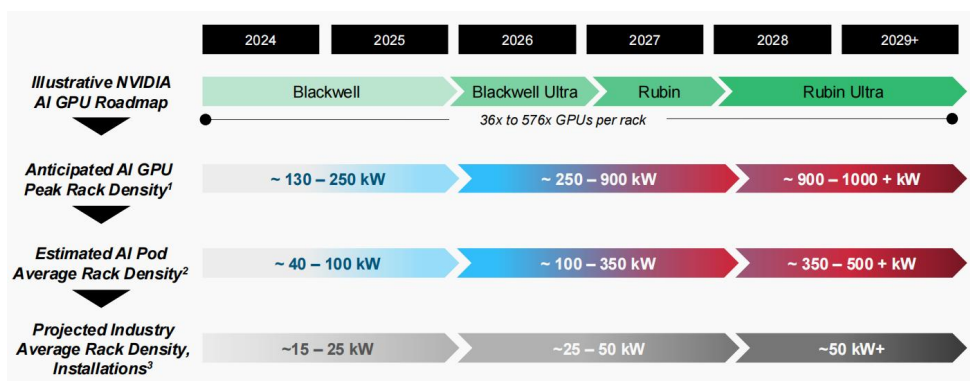
全球磁性元器件行业呈现差异化竞争格局。日本、欧美及中国台湾省的龙头企业凭借长期发展积累的技术、制造与品牌先发优势，主导了集中度较高的高端市场，代表厂商包括日本 TDK、村田等、欧美伯恩斯、线

艺等及中国台湾省奇力新、台达电子等；中国本土行业起步较晚，但受益于国家综合实力提升、下游需求增长及全球产业转移红利，已形成完整产业链，本土厂商凭借成本与制造优势成为全球行业中坚力量，其中可立克等优秀企业通过技术积累、精细管理与规模化生产脱颖而出，在新能源汽车、储能与光伏等细分领域构建了品牌影响力并加速布局高端市场。

◆ 固态变压器：有望成为 AIDC 终极供电方案

算力快速发展，服务器功率将大幅提升。根据 Colocation American 统计，2023 年全球数据中心单机柜平均功率达到 20.5kW，较 2008 年增长 242%，随着算力的持续提升，2025 年平均功率有望达到 25kW。英伟达基于 GB200 的 NVL72 机柜功率已经达到 120kW。根据 Vertiv 预测，随着算力芯片的持续升级，2030 年前后用于智算的 GPU 机柜峰值功率有可能达到 MW 级。

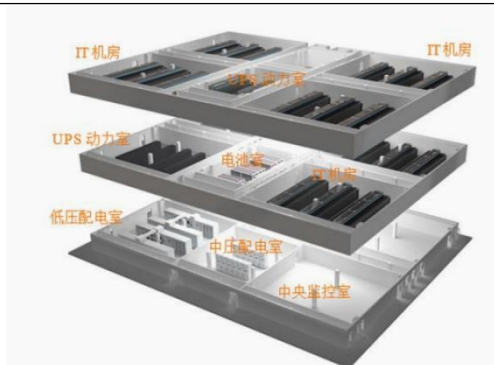
图13：数据中心机柜单机功率变化预测



资料来源：Vertiv，国信证券经济研究所整理

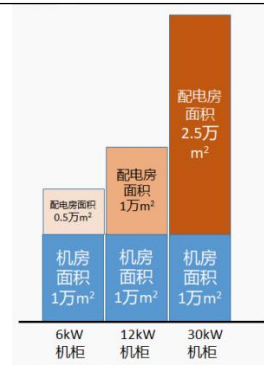
AIDC 时代，供配电系统瘦身、提效、降本需求迫切。供配电系统占地面积一般超过数据中心机柜面积的 50%以上，且随着单 IT 机柜功率增加，配套供配电系统占地面积快速提升，减少数据中心供电系统的占地面积、提高数据中心空间利用率和土地资源利用率已经成为数据中心建设的重要指标。此外，随着服务器功率的提升，AIDC 用电量将快速提升，供配电链路效率对于项目经济性具有显著影响，提升效率成为 AIDC 的重要要求。目前数据中心供电链路中铜仍然作为主要导体，铜价持续上涨背景下减少用铜量也成为重要诉求。

图14：数据中心典型功能区分布图



资料来源：ODCC，国信证券经济研究所整理

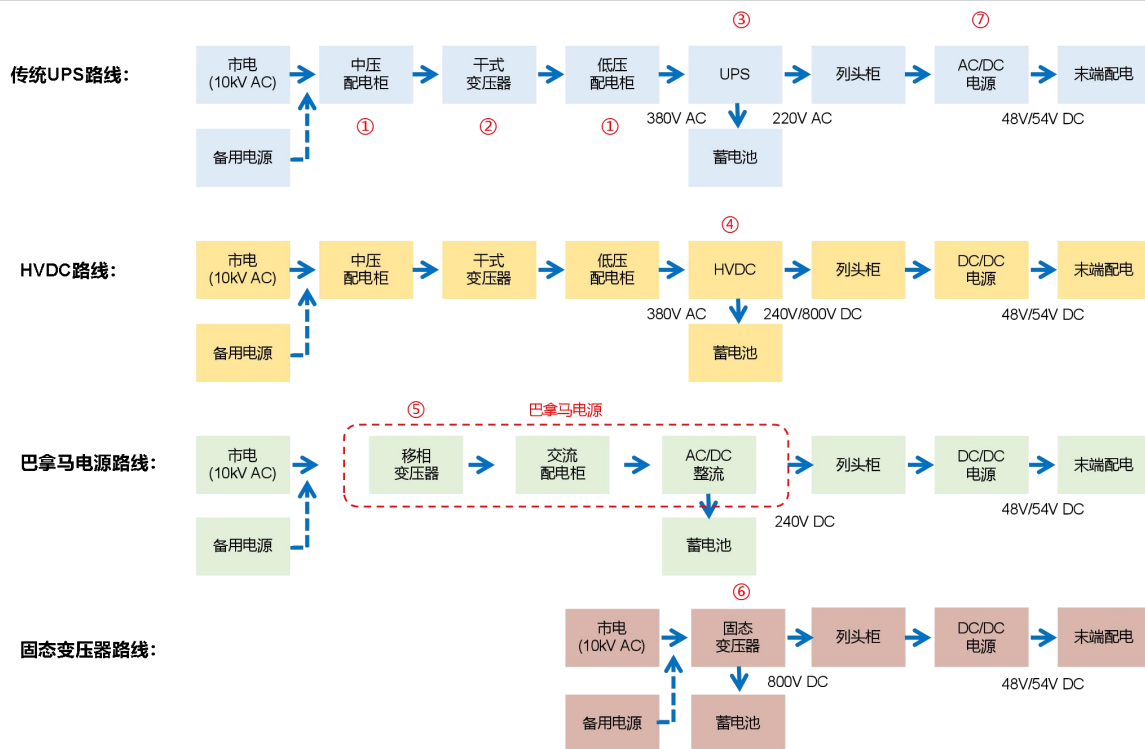
图15：数据中心配电房占比面积与机柜功率关系



资料来源：ODCC，国信证券经济研究所整理

AIDC 供配电方式持续进化，800V HVDC 提上日程。AIDC 供配电方式的演进围绕减小占地、提升效率、减少用铜量三大核心目标展开，同时要兼顾电网友好性、分布式能源接入便利性、技术方案成熟度等因素。截至目前，国内外数据中心供配电方式仍以 UPS 为主，应用广泛、技术成熟，国内 HVDC 技术路线已获得较多应用，未来渗透率有望持续提升。2024 年谷歌在 OCP 大会上介绍了应用于数据中心的±400V 供电结构，短期计划采用电源边柜（Sidecar）方案，远期计划建立数据中心高压直流配电网。2025 年 5 月，英伟达提出 2027 年实现 800V HVDC 的规模化应用，以支持单 IT 机架 1MW 及以上的功率需求。

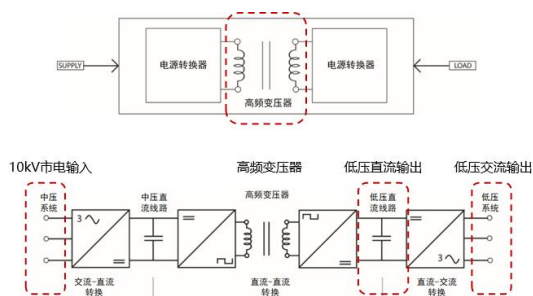
图17：数据中心供配电架构演变示意图



资料来源：台达官方公众号，中恒电气官方公众号，知乎，Tech Insights，国信证券经济研究所整理

固态变压器（SST）优势突出，28-30 年有望在北美率先迎来规模化应用。固态变压器（SST）由电力电子变换器和高频变压器组成，可实现高压交流至低压直流/交流的电压变换及能量双向流动。固态变压器具有几大突出优势：其一，取消工频变压器环节，占地节省 50%以上，系统效率提升 2%以上；其二，通过高频电力电子技术减少用铜量，最高可节省 90%用铜量；其三，可实现直流设备灵活，是光伏、储能、充电的“能量路由器”；其四，可实现功率、电压、频率的精准实时控制，电网友好。

图18: 固态变压器原理示意图



资料来源：Abdur Rehman 等著-《Comprehensive Review of Solid State Transformers in the Distribution System: From High Voltage Power Components to the Field Application》-MDPI 出版社《Symmetry》-P3、P4，国信证券经济研究所整理

图20: 数据中心 SST 方案与 HVDC 方案对比



资料来源：哈尔滨工业大学教授徐殿国-《电力电子变压器的现状与关键问题》-中国电工技术学会电控系统与装置专业研讨会-P7，国信证券经济研究所整理

固态变压器存在三大技术难点，存在较高的技术壁垒。固态变压器技术难点体现在以下几方面：其一，SST 是电力电子装置和变压器原理相结合的产物，企业需要同时具备对于两者的深刻理解。其二，SST 是解决方案不是单一设备，是电网和服务端之间的唯一屏障，需要企业具备对电网特性和算力负载特性的深度理解。其三，SST 是中压（10-40kV）电力电子装置，与 UPS/HVDC 等低压装置存在较大差异。

图22: 中国西电固态变压器产品实物图

图23: 台达固态变压器产品实物图



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

中国固态变压器应用全球领先，西电、四方、为光等企业具有先发优势。截止目前，全球固态变压器应用主要集中在国内，具体场景包括直流微网示范工程、超充站、光伏储能等。中国西电于 2023 年完成东数西算项目固态变压器交付，2025 年 8 月 800V/2MVA 样机下线；四方股份产品广泛应用于国内直流微网示范工程，具备 DAB/LLC/隔离单向拓扑等具体方案，产品容量覆盖 0.5-15MW；为光能源 2025 年 SST 交付达百台，已积累超充站等场景大量运行经验。

海外企业加紧布局，台达目前处于第一梯队。2024 年以来，固态变压器行业催化不断，北美企业纷纷加强产品和技术布局。从技术实力和产品进度看，台达目前处于第一梯队，2025 年 11 月发布全球首个基于 SST 的算力中心智能直流供电商业化方案。伊顿通过内部团队和收购加紧推动 SST 布局，维谛、施耐德加紧推动产品开发和市场合作，ABB、西门子等传统电力设备企业积极开拓数据中心场景。

表5: 固态变压器行业重要事件梳理

时间	事件
2024. 10	OCP 峰会上，谷歌提出未来±400V 供电架构，短期计划采用电源边柜（Sidecar）方案，远期计划建立数据中心高压直流配网。
2025. 3	美国初创企业 DGMMatrix 获得了 2000 万美元的融资，并计划在北卡罗来纳州建造一家工厂，预计将于今年晚些时候投入运营，年产能将达到 1000 台。
2025. 3	特斯拉前高管 Drew Baglino 为电网开发固态变压器的新公司 Heron Power 正在为 A 轮融资筹集 3000 万至 5000 万美元，Capricorn Investment Group 有望领投本轮融资。
2025. 5	英伟达首次提出 2027 年实现 800V HVDC 的规模化应用，以支持单 IT 机架 1MW 及以上的功率需求。
2025. 7	伊顿收购北美创新能源解决方案领跑者 Resilient Power Systems Inc，后者核心技术聚焦于中压固态变压器。
2025. 8	台达联合 CDCG 发布数据中心 800V 直流供电技术白皮书（1.0），提出 800V 直流供电有三种技术路线，以固态变压器（SST）为核心的路线最优，可直接将 10kV 交流转换为 800V 直流，减少转换环节。
2025. 10	OCP 峰会上，英伟达发布 800V 直流供电白皮书，强化了数据中心 800Vdc 供电演进趋势。
2025. 11	秦淮数据携手美团、东阳光集团、台达，正式发布全球首个基于 SST（固态变压器）的算力中心智能直流供电商业化方案，该方案将率先落地于秦淮数据华北某基地。

资料来源：各公司公告、OCP，国信证券经济研究所整理

2026 年 SST 有望迎来试点项目落地，2030 年全球市场空间有望达 870 亿元。固态变压器重构 AIDC 供配电方式，具有占地少、效率高、用铜少、电源接入灵活等突出优势，有望成为终局供电方式。我们预计 2026 年国内外将迎来 SST 试点项目落地，2027 年北美市场有望启动规模化招标，2028-2030 年北美市场率先进入需求爆发期。我们预计，2030 年全球 AIDC 用固态变压器市场空间有望达到 873 亿元。

表6: 2025-2030 年全球 AI 数据中心 HVDC+固态变压器市场空间测算（单位：亿元）

		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
传统 HVDC	中国	4	7	10	12	16	21
	海外	31	45	59	71		

	合计	35	52	69	83	15	21
±400V/800V HVDC（传统变压器方式）	中国				34	34	59
	海外		255	301	430	669	640
	合计		255	301	464	704	699
固态变压器	中国			84	202	598	853
	海外				8	9	20
	合计			84	211	606	873

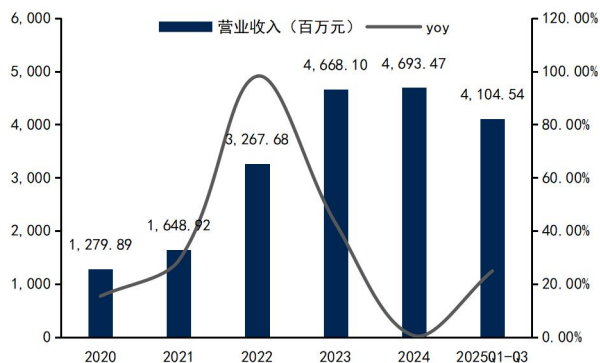
资料来源：政府招中标公告，中恒电气公司公告，西电电力电子官方公众号，维谛、英伟达官网，国信证券经济研究所预测及整理 注：仅考虑 AI 数据中心，不含传统数据中心

中高频变压器是 SST 核心组件，公司具有客户与技术基础。中高频变压器是固态变压器的核心组件，发挥直流降压、电气隔离重要作用，占固态变压器价值量约 20%-25%。根据公司交易所互动平台信息，公司 SST 相关产品正在研发中，中高频变压器与公司目前高频磁性器件技术相通，公司具有一定的客户和技术基础。

◆ 公司财务情况分析：经营整体向好，业绩持续增长

下游需求向好，公司业绩稳定增长。公司业务规模不断扩张，通过并表海光电子以及下游业务拓展，公司营收保持稳定增长态势。2021 年，受上游原材料价格上涨影响，公司盈利有所承压，2022 年之后开始逐步缓解，并通过拓展下游应用领域、推出性能领先产品等策略改善业绩。2024 年以来新能源汽车、充电桩以及储能等行业需求向好，公司业绩开始稳定增长。2025 年前三季度公司实现营收 41.05 亿元，同比+24.86%；归母净利润 2.32 亿元，同比+52.51%；扣非净利润 2.22 亿元，同比+51.73%。

图24：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



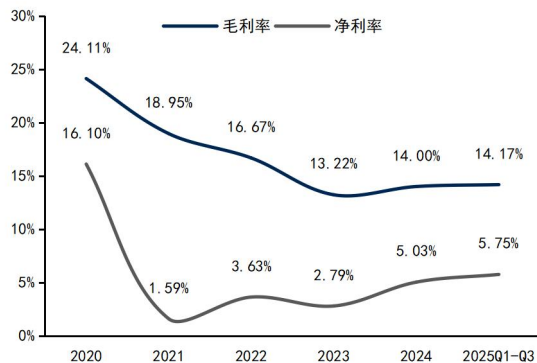
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）



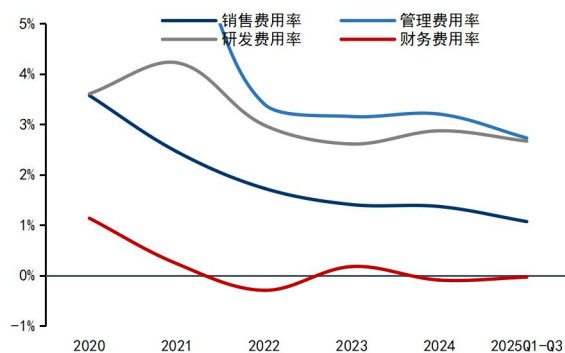
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27：公司期间费用率变化（单位：%）



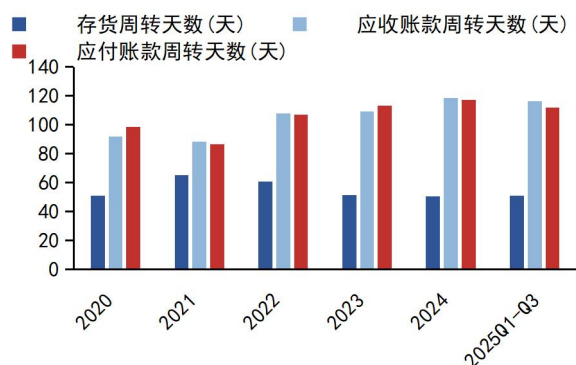
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力目前保持稳定态势。2021 年原材料价格大幅上涨，公司盈利有所承压。2022 年公司并表海光电子，但由于海光电子产品定位、毛利偏低，对公司毛利率有所扰动，后续公司整体毛利率较为稳定，维持在 14% 左右。公司持续改善经营管理，净利率维持上升态势。2025 年前三季度公司毛利率 14.17%，同比+0.69pct.；净利率 5.75%，同比+1.03pct.。

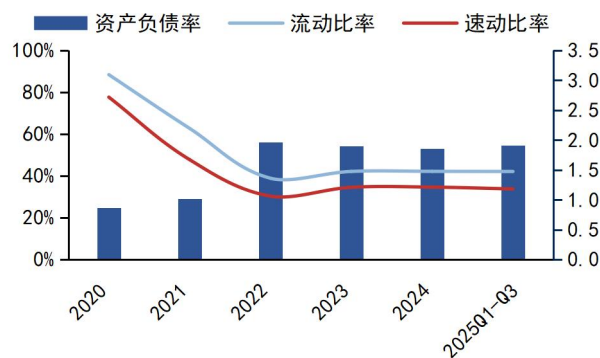
研发费用维持高位，期间费用率逐渐降低。公司重视研发创新，保持较高研发投入，目前研发费用率保持 3%-4% 水平。公司收入规模持续增长，摊薄各项费用，期间费用率呈现逐渐降低态势。2025 年前三季度公司期间费用率 6.43%，同比-1.77pct.。

图28：公司周转情况（单位：天）

图29：公司资本结构与偿债能力（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司存货周转情况持续改善，资产结构、偿债能力表现稳定。公司 2021-2024 年存货周转情况整体呈下降趋势，应收、应付周转天数持续增加。公司资产负债率早期受规模扩张影响有所增长，但目前整体保持平稳，维持在 55%左右，属于合理水平，同时 2022 年以来流动比率、速动比率整体表现平稳，变化较小。

◆ 盈利预测：

1. 磁性元件业务

公司磁性元件产品主要包括电源变压器、开关电源变压器在内的电子变压器产品以及太阳能逆变电感、大功率逆变电感在内的各种电感产品，主要应用于新能源汽车电子、光伏储能、充电桩、AI 服务器电源等领域。

新能源汽车电子：全球汽车电动化浪潮不断推进，新能源汽车渗透率不断提升，而磁性元件作为新能源汽车电能转换的关键部件，在下游新能源汽车持续高景气带动下，新能源汽车电子磁性元件市场不断扩张。公司凭借自身多年积累，进入博世、比亚迪行业头部企业供应链，并顺应技术发展趋势，布局新能源汽车 800V 平台磁性元件产品，客户资源以及技术积累有望加强公司在新能源汽车电子行业竞争力，进而推动公司板块业务稳定增长。

光伏储能：受益全球“双碳”政策不断推进，光伏、储能迎来快速发展。光伏行业受前期快速发展影响，后续增长或会乏力；储能行业受国内项目经济性改善、美国 AIDC 强制配储需求以及欧洲、新兴国家需建设储能项目解决电网不稳定问题而保持快速增长。磁性元件是光储逆变器关键部件，充分受益下游行业需求增长，公司依托阳光电源、锦浪科技、华为以及上能电气等头部客户资源优势，公司板块业务有望实现稳定增长。

充电桩：在新能源车渗透不断提升下，充电桩建设需求快速增长，推动了对磁性元件的旺盛需求。同时，伴随新能源汽车用户对快速补能的迫切需求，高压快充技术路线得到快速发展，终端设备对电力电子的功耗要求不断提高，磁性元器件的价值量有望显著提升。公司业务有望充分受益充电桩行业技术升级以及需求增长。

AI 服务器电源：2020 年以来全球大模型快速发展迭代，人工智能算力需求爆发，数据中心建设迎来景气周期，进而对于 AI 服务器电源产品需求激增。此外，数据中心电源机柜功率密度不断提升，催化原有供电架构 UPS 向终局固态变压器升级，公司积极布局固态变压器相关产品，2027 年有望实现批量交付。公司业务在行业需求拉动下有望实现快速增长。

2025-2027 年，我们预计该板块营业收入分别达到 48.66/60.36/74.97 亿元，同比增长分别为 24.8%/24.0%/24.2%。

2. 开关电源业务

公司开关电源产品主要包括电源适配器、充电器和定制电源等，主要应用于电动工具、智能家居、算力服务器、逆变储能、消费类电子等领域。电动工具、智能家居产品功能不断完善，智能化不断加强，整体行业需求保持稳定增长；算力服务器、逆变储能行业规模亦不断增长；消费电子需求保持稳定。公司开关电源业务下游整体需求态势良好，叠加公司不断推进海外布局，提升产品影响力以及竞争力，公司板块业务有望保持稳定增长

2025-2027 年，我们预计该板块营业收入分别达到 7.94/8.33/8.59 亿元，同比增长分别为 4.1%/4.9%/3.1%。

表7：主营业务收入及毛利预测（单位：百万元）

		2024A	2025E	2026E	2027E
磁性元件业务	营业收入	3899	4866	6036	7497
	yoy	-4.0%	24.8%	24.0%	24.2%
	毛利润	437	616	796	1066
	毛利率	11.21%	12.66%	13.19%	14.22%
开关电源	营业收入	763	794	833	859
	yoy	37.4%	4.1%	4.9%	3.1%
	毛利润	206	202	214	222

	毛利率	26.95%	25.45%	25.71%	25.81%
	营业收入	31	32	34	35
其他	yoy	-39.5%	3.0%	5.0%	5.0%
	毛利润	14	13	13	14
	毛利率	45.58%	40.00%	40.00%	40.00%
	营业收入	4693	5692	6902	8392
合计	yoy	0.5%	21.3%	21.3%	21.6%
	毛利润	657	831	1024	1302
	毛利率	14.0%	14.6%	14.8%	15.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表8：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4668	4693	5692	6902	8392
营业成本	4051	4037	4861	5878	7089
销售费用	66	64	74	83	109
管理费用	147	150	154	186	210
研发费用	122	135	154	173	201
财务费用	8	-4	-3	1	6
营业利润	169	250	394	528	721
利润总额	169	250	398	532	725
归属于母公司净利润	114	230	335	440	599
EPS	0.23	0.47	0.68	0.89	1.21
ROE	6.7%	12.1%	15.9%	18.2%	21.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 56.92/69.02/83.92 亿元，增速分别为 21.3%/21.3%/21.6%；实现归母净利润分别为 3.35/4.40/5.99 亿元，增速分别为 45.5%/31.3%/36.3%，每股收益分别为 0.68/0.89/1.21 元。

◆ 估值与投资建议：

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 31.03-33.17 元。

绝对估值：29.62-33.17 元。

公司是国内磁性元件以及开关电源老牌企业，深耕行业 20 余年，积累了华为、博世、比亚迪、台达、阳光电源、锦浪科技、西门子等行业头部客户。伴随下游终端新能源汽车、储能以及充电桩行业规模保持持续扩张，公司依托自身稳定客户资源、领先产品技术力，公司业绩有望实现稳定增长。

磁性元件下游应用范围广泛，AI 服务器电源领域发展潜力大。全球新能源产业链维持高景气周期，拉动磁性元件需求稳定增长。同时，近年来算力需求爆发，数据中心建设规划密集发布，推动对 AI 服务电源需求稳定增长，进而拉动相关磁性元件需求。此外，数据中心电源机柜功率密度不断提升，推动 AI 服务器供电架构升级，固态变压器未来应用潜力大。公司与全球 AI 服务器电源龙头企业具有良好的合作基础，有望抢占更多市场份额，充分受益 AI 服务器电源需求增长。

公司积极强化海外布局。2019 年公司设立越南海外子公司，并增资在当地建设电源生产项目。2025 年公司设立墨西哥子公司，主要从事磁性元件以及开关电源业务，同时筹备建设越南磁性元件新工厂以及墨西哥工厂，加强海外市场营销与客户拓展。公司积极布局市场盈利能力更为良好的海外市场，有望强化公司盈利能力。

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	98.2%	42.9%	0.5%	21.3%	21.3%	21.6%
营业成本/营业收入	83.3%	86.8%	86.0%	85.4%	85.2%	84.5%
销售费用/销售收入	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%
管理费用/营业收入	3.4%	3.2%	3.2%	2.7%	2.7%	2.5%
研发费用/销售收入	3.0%	2.6%	2.9%	2.7%	2.5%	2.4%
营业税金及附加/营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	21.8%	22.8%	5.7%	13.5%	15.0%	15.0%
股利分配比率	35.3%	34.5%	31.8%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表10：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.07	T	15.00%
无风险利率	1.80%	Ka	8.73%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价（元）	22.47	Ke	8.79%
发行在外股数（百万）	496	E/(D+E)	99.00%
股票市值（E，百万元）	11144	D/(D+E)	1.00%
债务总额（D，百万元）	110	WACC	8.75%
Kd	5.00% 永续增长率（10年后）		2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

我们假设永续增长率为 2.0%。根据以上假设采用 FCFE 估值方法，得到公司的绝对估值区间为 29.62-33.17 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 Ke 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得出公司绝对估值的股价区间在 29.62-33.17 元。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

31.29		Ke 变化				
		8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.2%
永续增长率变化	2.6%	36.20	34.78	33.45	32.21	31.04
	2.4%	35.30	33.95	32.69	31.50	30.39
	2.2%	34.46	33.17	31.97	30.84	29.78
	2.0%	33.67	32.44	31.29	30.21	29.19
	1.8%	32.92	31.76	30.66	29.62	28.64
	1.6%	32.23	31.11	30.05	29.06	28.12
	1.4%	31.57	30.50	29.49	28.53	27.63

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：31.03-34.57 元

可比公司的选择：

公司是国内磁性元件以及开关电源行业老牌企业，并积极布局固态变压器相关产品，充分受益下游数据中心建设高增。顺络电子是国内电感头部企业，国内汽车电感市场份额保持领先，并积极 AI 电感业务。伊戈尔主要从事新能源变压器、配电变压器等业务，目前正积极研发固态变压器相关产品。新特电气为特种变压器头部企业之一，先发布局固态变压器。因此，选择上述企业作为可比公司。

公司与下游头部客户具有良好的合作基础，未来有望持续受益于 AI 服务器电源景气需求，同时公司积极布局固态变压器相关产品，有望为公司打造新的增长点。同时，公司通过越南、墨西哥产能建设持续强化海外业务布局，出海占比有望持续提升。基于上述分析，给予公司 2026 年的 35-39 倍 PE 区间，得出公司合理相对估值股价区间 31.03-34.57 元。

表12: 同类公司估值比较（2026 年 1 月 23 日收盘价）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		ROE（%）
					2025E	2026E	2025E	2026E	2024A
002138.SZ	顺络电子	-	39.88	322	1.32	1.67	30.2	23.8	13.3
002922.SZ	伊戈尔	-	41.14	174	0.69	1.05	59.7	39.3	9.1
301120.SZ	新特电气	-	20.86	77	0.14	0.24	154.4	88.0	-3.2
均值					0.72	0.99	81.4	50.4	
002782.SZ	可立克	优于大市	22.47	111	0.68	0.89	33.3	25.3	11.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：可比公司均采用 Wind 一致预测数据

◆ 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 31.03-33.17 元之间，对应 2026 年动态 PE 为 35-37 倍，相对于公司目前股价有 38%-48% 溢价空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.35/4.40/5.99 亿元，同比增长 45.5%/31.3%/36.3%，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 31.03-34.57 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。

绝对估值方面：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 1.8%、股票风险溢价 6.5% 的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处的主要行业新能源车、光伏储能以及 AI 服务器电源，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：

我们主要关注公司 2026 年估值，选取可比公司 2026 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 2026 年合理 PE 为 35-37 倍。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要

素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

国内新能源产业发展不及预期：公司目前收入主要来自新能源产业，若下游产业发展不及预期，则相关收入存在高估的风险。

数据中心开拓不及预期：公司未来成长性高度依赖数据中心行业，若客户开拓不及预期，则存在相关收入高估的风险。

上游原材料大幅涨价：公司主要原材料为铜金属等，若原材料价格大幅上涨，则公司毛利率存在高估的风险。

公司海外业务开拓不及预期：近年来公司推动海外业务发展，若后续市场开拓不及预期，则海外业务收入存在高估的风险。

政策风险

国内新能源产业建设以及规划依赖国家政策支持，若政策支持力度不及预期，则存在需求低于预期的风险。

国内数据中心资本开支力度与中央和地方政策密切相关，若政策支持力度不及预期，则存在需求低于预期的风险。

技术风险

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	500	591	766	877	1062	营业收入	4668	4693	5692	6902	8392
应收款项	1729	1945	1715	2080	2529	营业成本	4051	4037	4861	5878	7089
存货净额	551	582	666	805	971	营业税金及附加	23	22	27	33	40
其他流动资产	221	64	146	176	213	销售费用	66	64	74	83	109
流动资产合计	3054	3255	3364	4009	4845	管理费用	147	150	154	186	210
固定资产	408	420	427	577	716	研发费用	122	135	154	173	201
无形资产及其他	39	39	37	34	32	财务费用	8	(4)	(3)	1	6
其他长期资产	560	583	683	828	1007	投资收益	10	5	8	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(48)	(55)	(55)	(50)	(50)
资产总计	4062	4297	4510	5448	6600	其他收入	(44)	10	15	20	25
短期借款及交易性金融负债	145	71	70	70	70	营业利润	169	250	394	528	721
应付款项	1455	1716	1532	1852	2234	营业外净收支	(0)	(0)	4	4	4
其他流动负债	470	417	509	615	741	利润总额	169	250	398	532	725
流动负债合计	2072	2206	2110	2537	3044	所得税费用	39	14	54	80	109
长期借款及应付债券	67	0	40	200	360	少数股东损益	16	6	9	12	17
其他长期负债	61	71	71	71	71	归属于母公司净利润	114	230	335	440	599
长期负债合计	128	71	111	271	431	现金流量表（百万元）	2020	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2200	2277	2221	2808	3475	净利润	114	230	335	440	599
少数股东权益	35	41	46	58	74	资产减值准备	(45)	(42)	(40)	(40)	(40)
股东权益	1827	1979	2244	2583	3050	折旧摊销	58	67	46	53	63
负债和股东权益总计	4062	4297	4510	5448	6600	公允价值变动损失	68	(6)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	8	(4)	(3)	1	6
每股收益	0.23	0.47	0.68	0.89	1.21	营运资本变动	48	120	(29)	(108)	(143)
每股红利	0.08	0.15	0.20	0.27	0.36	其它	112	108	38	44	53
每股净资产	3.78	4.10	4.62	5.32	6.30	经营活动现金流	354	476	349	388	532
ROIC	7%	11%	15%	17%	19%	资本开支	(137)	(101)	(50)	(200)	(200)
ROE	7%	12%	16%	18%	21%	其它投资现金流	11	(14)	(92)	(135)	(169)
毛利率	13%	14%	15%	15%	16%	投资活动现金流	(126)	(115)	(142)	(335)	(369)
EBIT Margin	6%	6%	7%	8%	9%	权益性融资	159	(39)	3	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	8%	9%	10%	负债净变化	(104)	(331)	39	160	160
收入增长	43%	1%	21%	21%	22%	支付股利、利息	(39)	(39)	(78)	(100)	(132)
净利润增长率	2%	102%	46%	31%	36%	其它融资现金流	(135)	(263)	(1)	0	0
资产负债率	54%	53%	49%	52%	53%	融资活动现金流	7	(404)	(32)	58	22
股息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	现金净变动	236	(43)	175	111	185
P/E	97.2	48.1	33.3	25.3	18.6	货币资金的期初余额	256	500	591	766	877
P/B	5.9	5.5	4.9	4.2	3.6	货币资金的期末余额	500	591	766	877	1062
EV/EBITDA	41.9	37.8	28.5	23.2	18.2	企业自由现金流	169	356	332	211	350
						权益自由现金流	58	29	374	370	505

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032