

中恒电气 (002364)

2025 年年报点评: 业绩符合市场预期, HVDC 业务加速向上

2026 年 04 月 24 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,962	2,137	3,060	4,327	5,866
同比 (%)	26.13	8.94	43.20	41.39	35.55
归母净利润 (百万元)	109.63	126.37	251.34	452.61	723.63
同比 (%)	178.52	15.27	98.89	80.08	59.88
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.19	0.22	0.45	0.80	1.28
P/E (现价&最新摊薄)	224.65	194.88	97.99	54.41	34.03

投资要点

- **事件:** 公司发布 25 年年报, 25 年营收 21.4 亿元, 同比+8.9%, 归母净利润 1.3 亿元, 同比+15.3%, 扣非净利润 1.2 亿元, 同比+38.7%, 毛利率 24.8%, 同比-1.3pct, 归母净利率 5.9%, 同比+0.3pct。其中 25Q4 营收 7.2 亿元, 同环比-8.2%/+36.4%, 归母净利润 0.5 亿元, 同环比+127.5%/+114.4%, 扣非净利润 0.5 亿元, 同环比+71.0%/+88.6%, 毛利率 27.5%, 同环比+1.6/+3.7pct; 归母净利率 7.5%, 同环比+4.5/+2.7pct。公司 Q4 业绩符合市场预期。
- **主营业务稳健增长、HVDC 迎出海新篇章。** 25 年公司数据中心电源/电力操作电源系统/软件开发、技术及销售服务/通信电源系统实现收入 7.8/4.7/4.2/3.8 亿元, 同比 +16%/-1%/+7%/+26%, 毛利率 20.7%/24.2%/34.6%/26.8%, 同比-1.4/-1.8/-1.5/+0.5pct, 多业务共振向上, 毛利率受竞争加剧有所承压。公司作为国内 HVDC 头部厂商, 25 年发布新一代 SuperX Panama-800VDC 产品, 将转换环节从 4-5 次减少至 1-2 次, 系统端到端效率最高可提升至 98.5%, 产品性能领先。凭借领先的产品性能和长期的项目经验, 公司 25 年中标阿里、腾讯、字节等多个 AIDC 直流配电项目, 并深度合作多个运营商、金融政企。公司 2022 年起与施耐德持续深化合作, 在 AIDC 配电向 800V 直流演进的大背景下, 公司的 800VDC 产品与电力电子技术深受施耐德认可, 将推动双方合作进入新阶段, 公司有望通过施耐德等海外巨头加速 HVDC 产品在海外市场的渗透, 获取较大增量空间。
- **引入电池龙头重塑顶层架构、强强联手共迎新机遇。** 26 年 4 月, 公司控股股东中恒科技拟接受宁德时代 41 亿元增资, 增资完成后, 宁德时代间接持股中恒电气 17.4% 的股权并将推荐 1 名董事候选人及 1 名副总经理候选人参与上市公司治理。本次交易旨在促进宁德时代与中恒电气围绕绿色 ICT 基础设施、交通电动化、算电协同等领域开展相关业务及战略合作, 整合资源禀赋, 赋能公司发展。对于中恒来说, 宁德的注资可显著提升公司的资金实力和品牌实力, 有助于公司在海外市场的开拓, 从原本的配电端延伸至 AI 供电领域, 获取更高的价值量。双方的合作可充分结合彼此的优势, 在 AI 供电、算电协同等领域抢占先机。
- **费用控制能力稳健、合同负债高增订单向上。** 公司 25 年/25Q4 期间费用率为 18.4%/17.2%, 同比-0.1/+1.4pct, 25 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.0%/5.0%/8.0%/-0.5%, 同比+0.1/-0.0/-0.1/+0.0pct。25 年经营活动现金净流入 2.4 亿元, 同比-48.1%, 系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。其中 25Q4 经营活动现金净额 3.1 亿元, 同比+12.6%。25 年末合同负债 3.3 亿元, 较年初+102.0%, 反映订单的快速增长, 存货 8.8 亿元, 较年初+26.0%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 AIDC 业务的高增量, 我们上调公司 26-27 年归母净利润预测分别为 2.5/4.5 亿元 (此前 2.4/3.1 亿元), 同比+99%/+80%, 预计 28 年归母净利润为 7.2 亿元, 同比+60%, 现价对应 PE 为 98x、54x、34x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** HVDC 拓展不及预期、原材料价格上涨、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.53
一年最低/最高价	13.72/45.45
市净率(倍)	9.91
流通 A 股市值(百万元)	24,294.26
总市值(百万元)	24,531.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.39
资产负债率(% ,LF)	40.83
总股本(百万股)	563.56
流通 A 股(百万股)	558.10

相关研究

- 《中恒电气(002364): 掘金 HVDC 百亿蓝海, 御风 AI 基建全球化》
2025-06-08
- 《中恒电气(002364): 中恒电气: HVDC 行业龙头, 深度受益于云计算能源市场爆发》
2016-09-30

中恒电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,314	3,666	4,818	6,379	营业总收入	2,137	3,060	4,327	5,866
货币资金及交易性金融资产	968	1,418	1,806	2,479	营业成本(含金融类)	1,606	2,315	3,249	4,342
经营性应收款项	1,218	1,290	1,797	2,431	税金及附加	18	24	34	46
存货	878	720	968	1,212	销售费用	127	153	195	252
合同资产	12	7	11	14	管理费用	107	119	134	153
其他流动资产	238	231	236	243	研发费用	171	184	195	211
非流动资产	923	975	1,021	1,061	财务费用	(11)	(17)	(25)	(32)
长期股权投资	7	7	7	7	加:其他收益	22	37	52	69
固定资产及使用权资产	358	407	450	487	投资净收益	0	24	30	49
在建工程	2	1	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	59	62	66	69	减值损失	(15)	(32)	(70)	(120)
商誉	17	17	17	17	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	125	312	558	892
其他非流动资产	469	469	469	469	营业外净收支	4	(3)	(3)	(4)
资产总计	4,237	4,640	5,839	7,440	利润总额	130	308	555	888
流动负债	1,719	1,865	2,597	3,452	减:所得税	(2)	49	89	142
短期借款及一年内到期的非流动负债	18	18	18	18	净利润	132	259	467	746
经营性应付款项	1,191	1,679	2,358	3,152	减:少数股东损益	5	8	14	22
合同负债	327	20	27	37	归属母公司净利润	126	251	453	724
其他流动负债	183	148	193	244	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.45	0.80	1.28
非流动负债	10	10	10	10	EBIT	120	292	531	856
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	168	326	571	902
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.84	24.35	24.92	25.97
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	5.91	8.21	10.46	12.34
其他非流动负债	7	7	7	7	收入增长率(%)	8.94	43.20	41.39	35.55
负债合计	1,730	1,875	2,607	3,462	归母净利润增长率(%)	15.27	98.89	80.08	59.88
归属母公司股东权益	2,476	2,726	3,179	3,902					
少数股东权益	31	39	53	75					
所有者权益合计	2,507	2,765	3,232	3,978					
负债和股东权益	4,237	4,640	5,839	7,440					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	243	517	448	715	每股净资产(元)	4.39	4.84	5.64	6.92
投资活动现金流	(53)	(65)	(59)	(41)	最新发行在外股份(百万股)	564	564	564	564
筹资活动现金流	(75)	(1)	(1)	(1)	ROIC(%)	4.86	9.22	14.76	19.83
现金净增加额	115	450	388	673	ROE-摊薄(%)	5.10	9.22	14.24	18.54
折旧和摊销	48	35	40	46	资产负债率(%)	40.83	40.41	44.65	46.54
资本开支	(26)	(89)	(89)	(90)	P/E (现价&最新股本摊薄)	194.88	97.99	54.41	34.03
营运资本变动	58	212	(102)	(153)	P/B (现价)	9.95	9.03	7.75	6.31

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>