

中恒电气 (002364.SZ)

增持 (首次)

国内 HVDC 领军者，宁德增资双向赋能

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 52.09 元

公司是数据中心 HVDC 供电方案先行者，已形成较完整的数据中心电源产品矩阵，客户覆盖三大运营商、互联网头部厂商及国网、南网等。近期，公司控股股东引入宁德时代增资，将推动公司与宁德围绕绿色 ICT 基础设施、算电协同、交通电动化等领域开展业务合作，公司或迎来新发展机遇。

基础数据

- **数据中心 HVDC 供电方案先行者。**公司成立于 1996 年，是数据中心 HVDC 供电方案的先行者，牵头制定多项国家标准。公司已形成涵盖 HVDC、Panama、中低压配电、精密配电、服务器 PSU 等完整数据中心电源产品矩阵。公司与三大运营商、互联网头部厂商及国网、南网等深度合作，业务覆盖全球 30 多个国家和地区。2025 年，公司在国内智算中心 HVDC 的市占率约 31%，排名第一。
- **宁德时代增资，双方将就算电协同等领域进行战略合作。**近期公司公告宁德时代拟以约 41 亿元战略增资公司的控股股东中恒科技投资(宁德持股 49.0%，穿透后对公司持股约 17.42%)，促进宁德时代与公司围绕绿色 ICT 基础设施、新型电力系统(算电协同)、交通电动化等领域开展相关业务及战略合作。公司在电力电子领域积累深厚，补齐了宁德在储能、数据中心、新型电力系统等领域的技术短板，宁德也能对公司进行资源赋能，如宁德近期又通过关联基金增资世纪互联，成为其第一大股东(64 亿元，持股 38.1%)。
- **公司正在加大海外开拓力度，有望受益 800VDC 渗透率提升。**从存量数据中心供电架构来看，海外以 UPS 为主，HVDC 渗透率极低。随着 AIDC 机柜功率密度迈向 MW 级，数据中心供配电架构正由传统的 UPS 向 800V HVDC 升级。公司 2025 年海外收入同比增长 177.78%，但占比仅 4.1%，未来有较大提升空间。2025 年 9 月，公司通过新加坡全资子公司爱能威尔和 Super XAI Solution Limited 对 SuperX Digital Power Pte. Ltd. 进行投资，整合客户资源、技术储备，共同推进海外 HVDC 产品和市场的开拓工作。
- **投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别 2.39、3.26、4.38 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**AIDC 建设不及预期、HVDC 渗透不及预期、战略合作不及预期等。

总股本(百万股)	564
已上市流通股(百万股)	558
总市值(十亿元)	29.4
流通市值(十亿元)	29.1
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	5.2
资产负债率	43.9%
主要股东	杭州中恒科技投资有限公司
主要股东持股比例	35.56%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

蒋国峰 S1090524100005
✉ jiangguofeng@cmschina.com.cn
胡佳怡 S1090525080002
✉ hujiayi1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1962	2137	3109	4157	5436
同比增长	26%	9%	45%	34%	31%
营业利润(百万元)	137	125	289	395	532
同比增长	348%	-9%	130%	37%	35%
归母净利润(百万元)	110	126	239	326	438
同比增长	179%	15%	89%	36%	34%
每股收益(元)	0.19	0.22	0.42	0.58	0.78
PE	267.8	232.3	122.7	90.1	67.1
PB	12.1	11.9	11.0	10.2	9.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司概况.....	5
1、 公司简介	5
2、 股权结构	5
3、 主要产品	6
(1) 电力电子制造板块	6
(2) 电力数字化软件	7
4、 财务分析	8
二、 公司深耕电源行业，HVDC 具有先发优势	11
1、 高管具有技术背景，重视研发投入	11
2、 数据中心 HVDC 供电方案先行者	12
3、 非数据中心电源整体稳健	15
4、 电力数字化软件	17
三、 与宁德战略合作，发力算电协同等领域	19
四、 数据中心供电架构正在迭代，公司有望受益	20
1、 机柜密度叠加节能要求提升，数据中心供配电体系加速向高压直流方案重构	20
2、 国内外算力资本开支持续上行，推动 800V HVDC 商业化进程加速	23
五、 盈利预测与投资建议	25
六、 风险提示	27

图表目录

图 1: 中恒电气发展历程	5
图 2: 中恒电气股权结构	6
图 3: 公司主营业务	8
图 4: 公司主营构成 (亿元)	8
图 5: 公司研发费用情况	12
图 6: 公司三费构成情况 (亿元)	12
图 7: 数据中心供配电系统示意图	12
图 8: 数据中心供电技术发展图	12

图 9: 公司数据中心能源及关键供电产品	13
图 10: 2025 年国内智算中心 HVDC 竞争格局	13
图 11: 中恒电气巴拿马系统	14
图 12: 公司数据中心电源营收情况	15
图 13: 公司主营业务收入占比情况	15
图 14: 公司 5G 全栈式站点能源产品及解决方案	15
图 15: 公司新型电力系统供配电解决方案	16
图 16: 公司智能充换电产品及解决方案	16
图 17: 公司电力操作电源系统营收情况	17
图 18: 公司通信电源系统营收情况	17
图 19: 公司其他主营业务营收情况	17
图 20: 公司电源业务毛利率情况	17
图 21: 公司电力数字化软件业务框架	18
图 22: 公司软件业务营收情况	18
图 23: 公司软件业务毛利率情况	18
图 24: 宁德时代主要产品及其用途	19
图 25: 2020-2035E 年全球数据中心全局、IT 负载 (GW)	20
图 26: 2020-2035E 年全球数据中心全局、IT 耗电 (TWh)	20
图 27: 数据中心机柜功率变化预测	20
图 28: 数据中心 PUE 降低途径	21
图 29: 2008-2025 年谷歌数据中心 PUE	21
图 30: 数据中心供电架构原理图	22
图 31: 英伟达数据中心供电架构规划	22
图 32: AI 大模型每周调用量趋势	23
图 33: 2022-2025 年北美 CSP 大厂资本开支 (十亿美元)	23
图 34: 2026E-2031E 年总体 AI 资本开支预测 (十亿美元)	23
图 35: 2021-2025 年中国 BAT 资本开支 (百万元人民币)	24
图 36: 2020-2028E 年中国算力规模及预测 (EFLOPS)	24
图 37: 中恒电气历史 PE Band	27
图 38: 中恒电气历史 PB Band	27

表 1: 财务分析.....	9
表 2: 负债情况.....	9
表 3: 现金流情况.....	10
表 4: 资产回报率情况.....	10
表 5: 固定资产和在建工程情况.....	10
表 6: 公司高管履历.....	11
表 7: 公司人力资源情况.....	11
表 8: 数据中心供电方式对比.....	21
表 9: 国内近期人工智能、算力支持政策.....	24
表 10: 基本假设.....	25
表 11: 盈利预测简表.....	26
表 12: 可比公司估值.....	26
附: 财务预测表.....	28

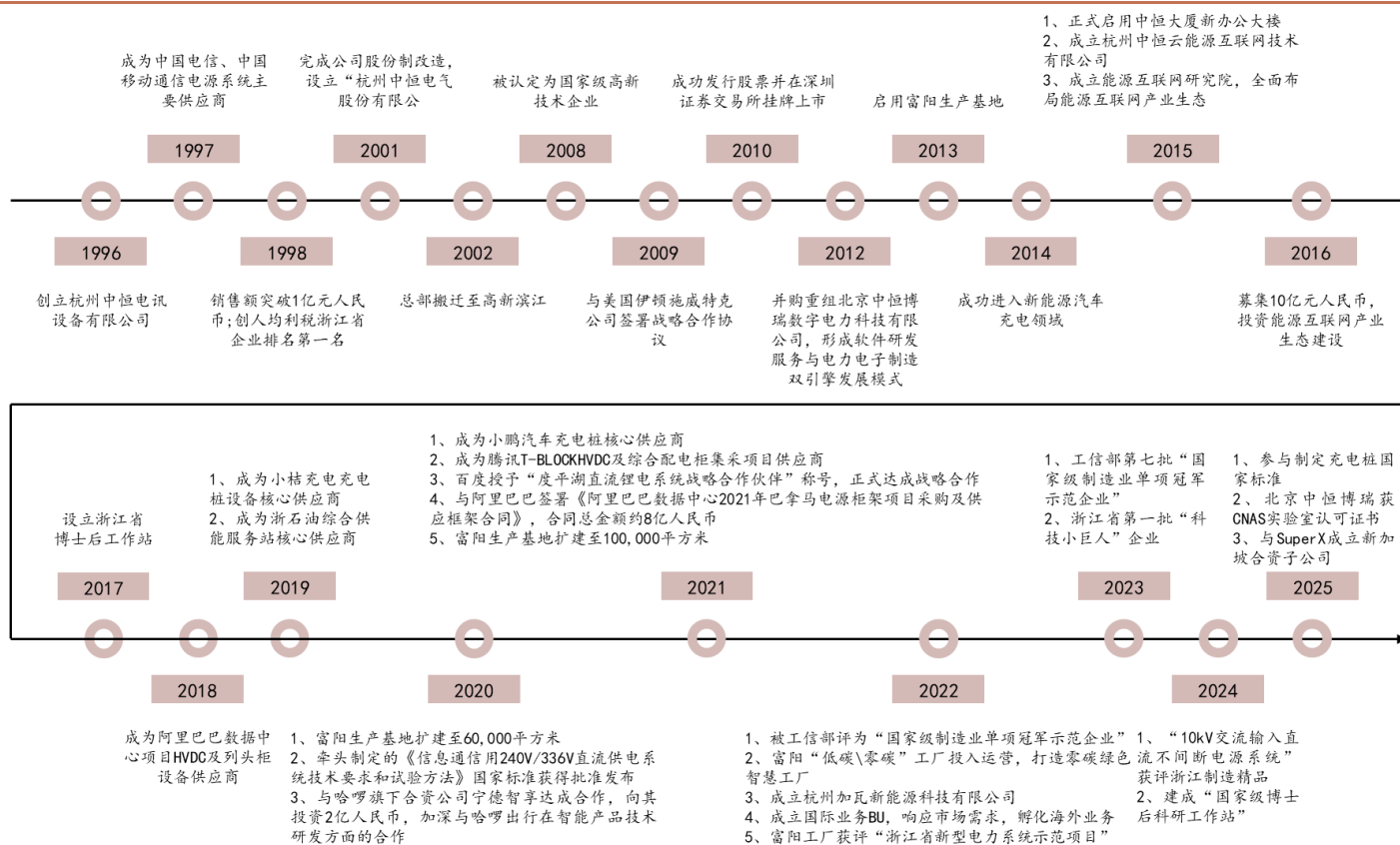
一、公司概况

1、公司简介

公司深耕电力电子与电力数字化，数据中心 HVDC 布局领先。中恒电气成立于 1996 年，主营业务涵盖电力电子制造与电力数字化两大板块，深度布局绿色 ICT 基础设施、新型电力系统、低碳交通及综合能源服务等领域。核心产品数据中心 HVDC 和预制化 Panama 电力模组等均处于领先地位。

经过 20 多年的行业深耕，公司与中国移动、中国铁塔、中国电信、阿里巴巴、腾讯、百度、拼多多、国家电网、南方电网、哈啰出行等各领域头部客户建立了深度的战略合作关系。公司产品畅销亚洲、欧美、大洋洲等 30 多个国家和地区。2022 年公司被工信部评为国家级制造业单项冠军示范企业。

图 1：中恒电气发展历程



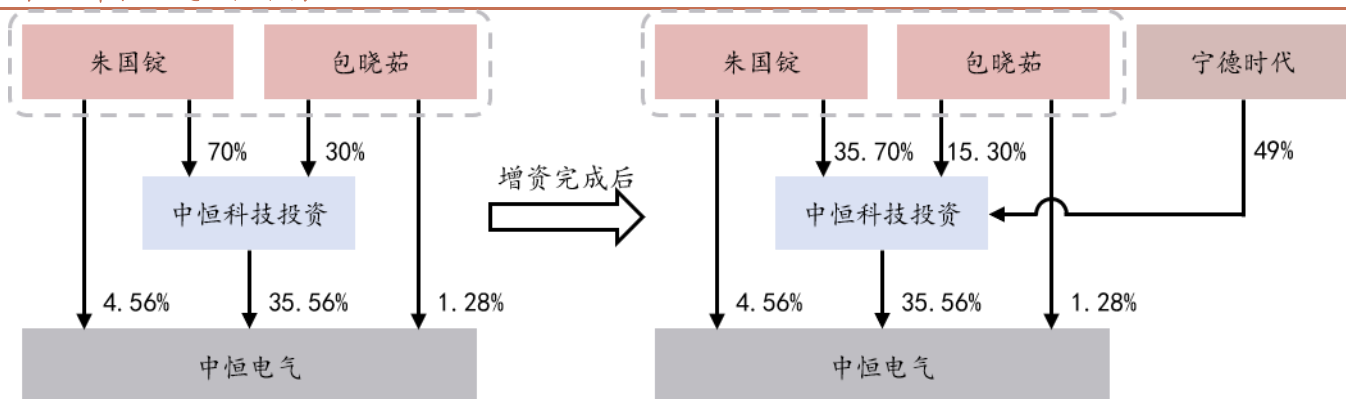
资料来源：公司官网、招商证券

2、股权结构

公司股权结构相对集中。截至 2025 年底，公司实际控制人为朱国锭与包晓茹夫妇，二人合计持股 41.40%，其中朱国锭直接持有公司 4.56% 的股权，其夫人包晓茹持有公司 1.28% 的股权，二人通过杭州中恒科技投资有限公司间接持有 35.56% 的股权，分别占比 70% 与 30%。宁德时代拟增资完成后，宁德时代、朱国锭、包晓茹将分别持有中恒科技投资 49%、35.70%、15.30% 的股权，公司实控人不变。

敬请阅读末页的重要说明

图 2: 中恒电气股权结构



3、主要产品

公司致力于成为专注零碳智能社会建设的数字能源公司, 基于“电力电子技术”、“电力数字化技术”、“能源云平台技术”等关键技术, 聚焦绿色 ICT 基础设施、新型电力系统、低碳交通及综合能源服务等领域, 构筑数字与能源孪生系统, 提供能源减碳全链路产品和解决方案。公司主营业务分为电力电子制造和电力数字化软件两大方面。

(1) 电力电子制造板块

➤ 数据中心电源:

- AIDC-预制化电源业务 (Panama 电力模组): 系统集成 10kV 配电、变压器、不间断电源和输出配电单元, 同时进一步优化供电链路, 缩短数据中心供电环节, 有效提升数据中心电能转化效率。
- AIDC-关键电源业务 (HVDC 电源系统): 可将市电 380V 交流电转换成直流 240V (或直流 336V、800V), 保证数据中心的不间断用电。
- AIDC-精密配电业务 (精密列头柜): 集成配电、测量、监控、保护等功能于一体的智能配电柜, 接收来自不间断电源的电能, 再精确分配至各机柜与负载, 实现对末端配电的精细化、可视化管理。

➤ 站点能源:

- 模块化电源产品及解决方案: 高功率密度、高转换效率、多能源接入的智能化电源系统, 采用智能化监控及器件, 直流负载精细化管理。
- 一体化能源柜解决方案: 输入侧可兼容多种能源类型, 包括市电、光伏、油机及风氢等; 输出侧也支持多种制式, 实现“一柜一站”建设模式。
- 分布式智能光储解决方案: 采用直流侧叠光技术, 在光伏发电直接供应负载的同时为储能电池充电。

➤ 电力能源:

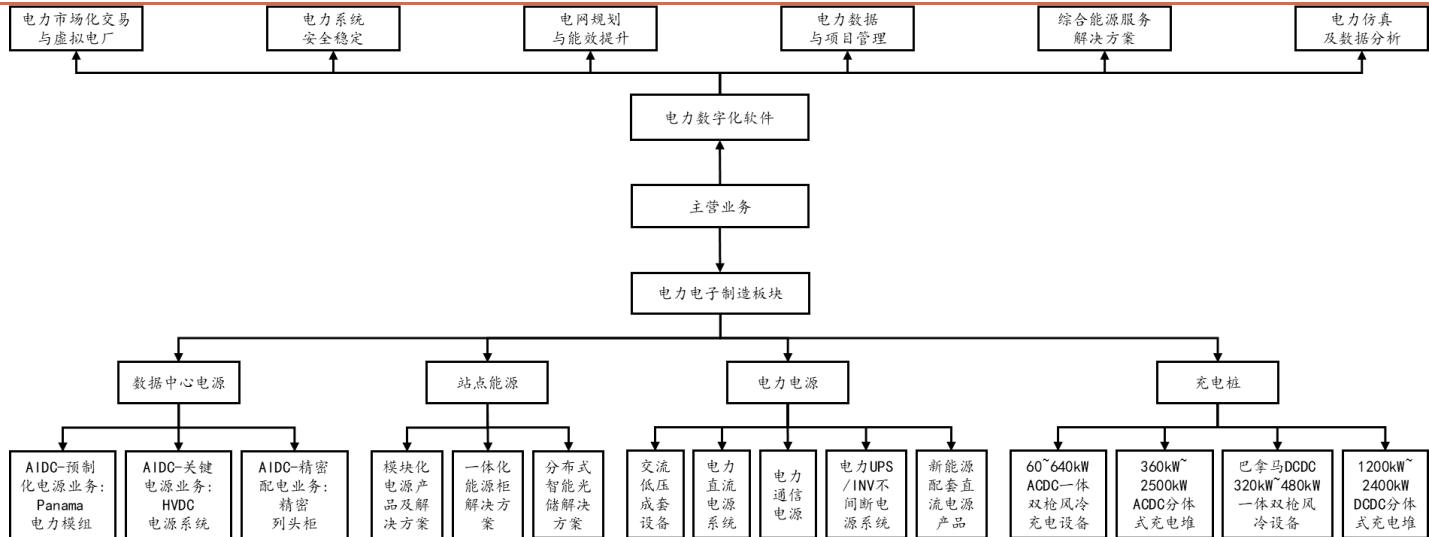
- 交流低压成套设备: 用于电力系统的配电、控制和保护, 保障电力分配的安全可靠。

- 电力直流电源系统：为核心电力设备提供稳定可靠的直流电源保障，包括高频开关电源、相控电源等系列产品。
 - 电力通信电源：为电力通信网络提供不间断电源支持，确保电力调度、数据传输的连续性和稳定性。
 - 电力 UPS/INV 不间断电源系统：为关键电力设备提供应急电源保障，确保在主电源故障时系统持续运行。
 - 新能源配套直流电源产品：针对风电、光伏、抽蓄等新能源发电场景，提供定制化电源解决方案，支持新能源的高比例并网和稳定运行
- **充电桩**：主要产品包括：60~640kW ACDC 一体双枪风冷充电设备、360kW~2500kW ACDC 分体式充电堆、巴拿马 DCDC 320kW~480kW 一体双枪风冷设备、1200kW~2400kW DCDC 分体式充电堆等。

(2) 电力数字化软件

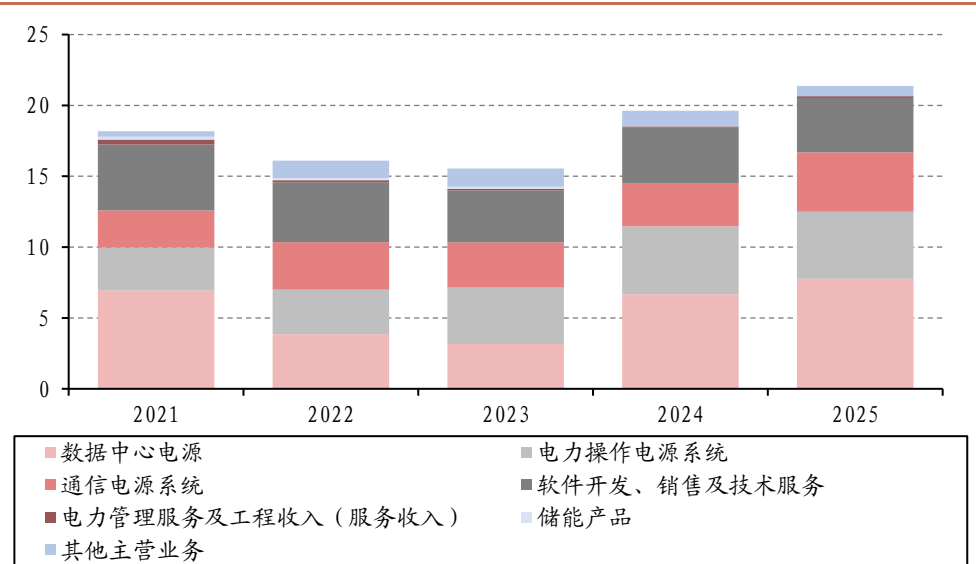
- **电力市场化交易与虚拟电厂业务**：主要产品包括电力交易辅助决策平台、虚拟电厂 SaaS 运营管理平台、轻量化交易工具、负荷/电价预测系统。
- **电力系统安全稳定业务**：主要产品包括继电保护整定全系列软件、定值在线校核系统、二次安措智能化防护工具、二次回路可视化系统、电气咨询与新能源建模服务，
- **电网规划与能效提升业务**：主要产品包括线损精益化管理软件、电网规划仿真工具、低电压治理软硬件一体化方案。
- **电力数据与项目管理业务**：主要产品包括电力数据处理运营软件、项目全过程管控平台、AI 智能评审与图纸智能识别工具。
- **综合能源服务解决方案业务**：面向用户侧提供电力智慧运维、分布式光伏、储能及智慧微电网、低碳/零碳园区等能源互联网+服务。
- **电力仿真及数据分析业务**：将电力系统、电网运行等物理实体以数字化方式映射至虚拟空间，对物理实体进行监测、诊断、预测和优化，为电力系统运营调控决策提供参考。

图 3：公司主营业务



资料来源：公司官网、招商证券

图 4：公司主营构成（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

4、财务分析

公司 2025 年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 21.37、1.26、1.15 亿元，同比增长 8.94%、15.27%、38.73%。26Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 4.18 亿元、0.25 亿元、0.22 亿元，同比增长 7.79%、22.89%、20.06%，Q1 毛利率 25.67%，同比提升 1.06pct。

26Q1 加大研发投入。26Q1 研发费用同比增加 33.99%至 4293 万元，研发费用率同比提升 2.01pct 至 10.26%。

表 1: 财务分析

(人民币, 百万)	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q1	2026Q1	同比变化(%)
营业收入	1555.4	1961.9	2137.2	388.2	418.4	7.79
营业成本	1146.3	1448.6	1606.3	292.7	311.0	6.27
毛利润	409.1	513.4	530.9	95.5	107.4	12.45
销售税金	12.0	15.3	17.5	2.8	2.0	-28.96
销售费用	119.5	114.9	127.3	22.8	25.8	13.27
管理费用	99.0	98.8	106.6	23.7	20.0	-15.69
研发费用	147.2	159.8	171.2	32.0	42.9	33.99
经营利润	31.4	124.6	108.3	14.2	16.7	17.77
资产和信用减值损失	-44.0	-50.9	-14.7	-2.1	-2.4	14.16
财务费用	-2.5	-10.7	-11.0	-2.1	-0.8	-64.37
投资收益	21.1	34.4	-0.4	-0.3	0.1	-125.77
资产处置收益	0.4	-6.1	-0.4	-0.1	0.2	-255.13
公允价值变动净收益	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.5	-
其他收益	19.2	24.6	22.0	5.2	5.4	3.66
营业外收入	1.3	0.8	5.2	0.1	0.0	-68.18
营业外支出	6.4	3.4	0.8	0.0	0.1	195.34
利润总额	25.6	134.7	129.8	18.9	21.0	11.07
所得税	-16.9	21.6	-1.9	-0.8	-2.4	184.19
税后净利润	42.5	113.1	131.7	19.7	23.4	18.49
少数股东损益	3.1	3.5	5.3	-0.6	-1.5	180.82
归母净利润	39.4	109.6	126.4	20.3	24.9	22.89
非经常性损益	19.7	26.5	11.1	2.0	3.0	48.83
扣非归母净利润	19.7	83.1	115.3	18.3	22.0	20.06
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	26.3	26.2	24.8	24.6	25.7	1.06
销售费用率	7.7	5.9	6.0	5.9	6.2	0.30
管理费用率	6.4	5.0	5.0	6.1	4.8	-1.33
研发费用率	9.5	8.1	8.0	8.3	10.3	2.01
财务费用率	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.2	0.36
所得税率	-382.3	21.6	-1.5	-4.4	-11.5	-7.10
净利率	2.7	5.8	6.2	5.1	5.6	0.50
扣非净利率	1.3	4.2	5.4	4.7	5.3	0.54

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

(人民币, 百万)	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q4	2026Q1	环比变化(%)
负债率%	29.42	35.07	40.83	40.83	43.87	3.04
短期借款 (百万元)	130.11	4.18	16.15	16.15	224.00	1286.78
一年内到期的非流动负债 (百万元)	2.23	1.72	2.30	2.30	1.92	-16.71
长期借款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	465.31	701.59	967.83	967.83	595.62	-38.46

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q1	2026Q1	同比变化(%)
赊销比	62.67	54.00	53.97	368.77	280.81	-87.96
存货营收比	38.90	35.50	41.06	273.59	346.27	72.68
销售商品、劳务获现金/营收	83.80	100.77	110.60	150.14	127.21	-22.93
经营性现金流净额(百万元)	236.84	468.47	243.30	10.23	-141.21	-1480.29
经营现金流净额/税后净利润	557.78	414.27	184.72	172.45	-1940.94	-2113.38

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q1	2026Q1	同比变化(%)
归上净利率(%)	2.53	5.59	5.91	5.23	5.96	0.73
总资产周转率(%)	0.47	0.55	0.53	0.10	0.10	-0.01
权益乘数	1.45	1.50	1.64	1.54	1.76	0.21
ROE(%)	1.73	4.63	5.15	0.83	1.00	0.17
ROA(%)	1.29	3.19	3.28	0.52	0.53	0.01
ROIC(%)	0.90	4.19	4.64	0.66	0.71	0.05

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q4	2026Q1	环比变化(%)
固定资产(百万元)	423.28	374.71	352.84	352.84	348.02	-1.37
在建工程(百万元)	0.03	1.48	1.73	1.73	2.67	54.39

资料来源: 公司公告、招商证券

二、公司深耕电源行业，HVDC 具有先发优势

1、高管具有技术背景，重视研发投入

核心高管具有电力电子技术背景。公司总经理胥飞飞是杭州 C 类高层次人才、国家标准《信息通信用 240V/336V 直流供电系统技术要求和试验方法》第一起草人，副总经理仇向东为正高级工程师。

重视研发，保持投入。截至 2025 年底，公司研发人员共有 653 人，同比增加 8.47%。公司坚守自有技术开发与自主知识产权，长期维持高研发投入，研发费用率常年保持在 8% 以上。公司设有博士后工作站、“浙江省能源互联网重点研究院”等科技创新平台，在杭州、北京、上海等地设立了研发中心公司，并牵头或参与制定了一系列国家和行业标准。

表 6: 公司高管履历

姓名	职务	学历	出生年份	简介
包晓茹	董事长	大专	1969	毕业于浙江大学工业管理专业。现担任公司控股股东杭州中恒科技投资有限公司法定代表人、执行董事、总经理，担任杭州美邦冷焰理火有限公司（公司关联法人）法定代表人、执行董事，自 2021 年 11 月起任中恒电气董事长。
胥飞飞	副董事长 总经理	本科	1986	杭州 C 类高层次人才，国家标准《信息通信用 240V/336V 直流供电系统技术要求和试验方法》第一起草人。自 2009 年起，先后担任中恒电气研发项目经理、产品总监、IDCBD 总经理等职务，现任公司第八届董事会副董事长、总经理。
仇向东	副总经理	硕士	1980	正高级工程师。2002 年起就职于北京中恒博瑞数字电力科技有限公司，现任公司第八届董事会董事、副总经理，北京中恒博瑞数字电力科技有限公司董事长、总经理。
段建平	副总经理 财务总监	硕士	1974	高级会计师、税务师、美国注册管理会计师（CMA）、杭州市会计领军人才、浙江省国际化高端会计人才。曾任职于杭州万事利丝绸文化股份有限公司财务总监。自 2017 年起担任公司财务总监，现任公司副总经理、财务总监。
方能杰	副总经理 董事会秘书	本科	1992	高级工程师。2017 年起就职于杭州中恒电气股份有限公司，曾担任公司投资证券部经理、证券事务代表，自 2024 年 8 月起任公司董事会秘书。

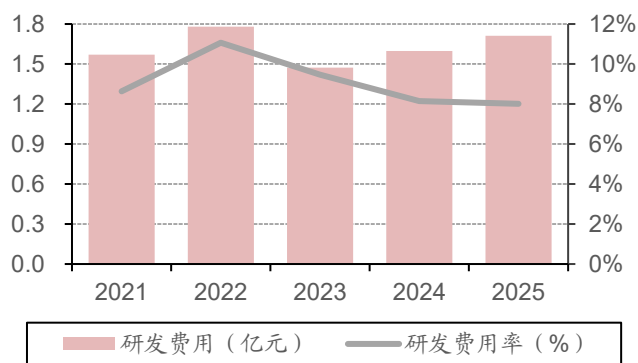
资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 公司人力资源情况

	2021	2022	2023	2024	2025
专业构成					
生产人员	635	586	553	580	762
销售人员	257	209	192	231	222
技术人员	1,036	1,041	1,108	1,138	927
财务人员	29	30	27	30	31
行政人员	105	120	115	115	131
学历构成					
研究生以上	124	115	99	112	158
本科	892	996	933	972	937
大专	484	440	412	442	39
其他	562	435	551	568	584

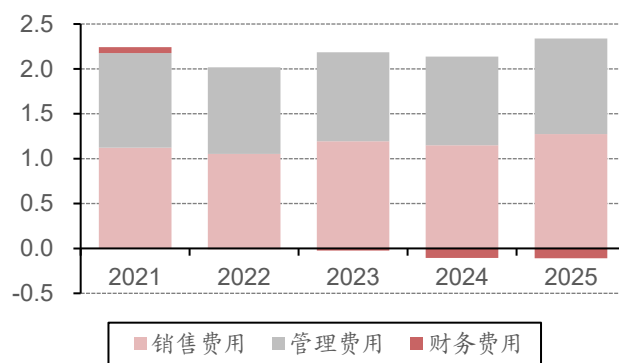
资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司三费构成情况 (亿元)

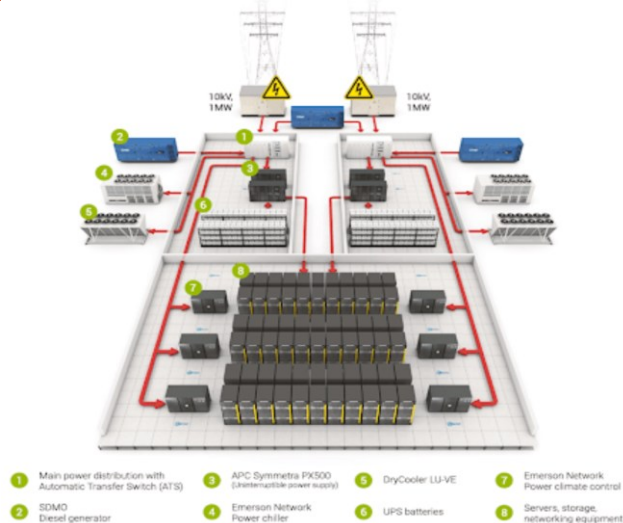


资料来源: 公司公告、招商证券

2、数据中心 HVDC 供电方案先行者

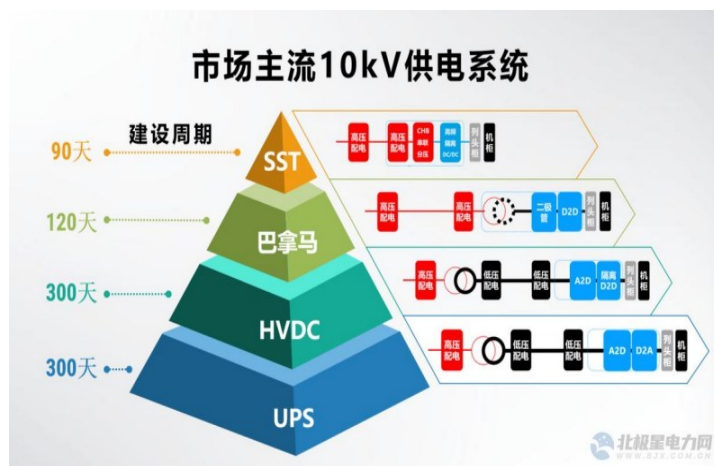
数据中心供电体系主要由四级供电链路构成。一级供电侧通过变压器及中压配电柜，将 10kV 交流市电转换为 380V 交流电；二级供电侧主要采用 UPS 或 HVDC 方案，其中 UPS 经过 AC/DC、DC/AC 等多级变换后输出 220V 交流电，而 HVDC 则通过 AC/DC 单级转换直接输出 240V 直流电；三级为服务器电源环节，将 220V 交流或 240V 直流进一步转换为 12V/48V 直流；四级则由板卡电源完成最终降压，将 12V/48V 直流转换为约 1V 低压直流，为 GPU、CPU 等核心芯片供电。

图 7: 数据中心供配电系统示意图



资料来源: DEAC、招商证券

图 8: 数据中心供电技术发展图



资料来源: 北极星电力网、招商证券

公司数据中心电源产品矩阵完善，客户群体优质。公司目前已构建涵盖 HVDC (240V/336V/800V)、Panama (240V/400V/800V)、中低压配电、精密配电以及服务器 PSU 在内的完整产品矩阵，具备提供端到端电力解决方案的能力，深度适配通用计算、AI 与超算需求。经过多年的市场深耕，公司的供配电产品目前已广泛应用于智算中心、超算中心、互联网企业、第三方 colo、通信运营商、金融政企等数据中心场景，并建立了长期且深度的合作关系，客户粘性较高，2025 年相继中标阿里巴巴、腾讯、字节跳动机房项目。

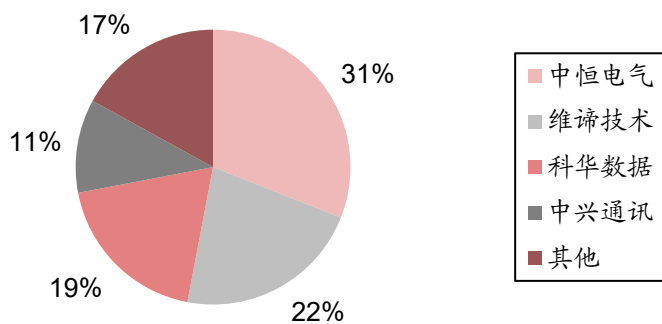
图 9：公司数据中心能源及关键供电产品



资料来源：公司公告、招商证券

公司是 HVDC 直流供配电系统领先企业，市占率国内第一。公司作为数据中心高压直流绿色供电技术方案先行者，牵头制订了《信息通信用 240V/336V 直流供电系统技术要求和试验方法》国家标准，并借此入选工信部制造业单项冠军示范企业。该系统架构精简高效，整体效率可达 97.5% 以上，可保障 IT 负载零掉电。公司当前第三代 HVDC 产品矩阵，匹配智算中心高功率密度服务器机柜的电源需求，推动智算中心零故障、零工程、零损耗。2025 年，公司在国内智算中心 HVDC 市占率 31% 排名第一，超过维谛技术 22% 的市占率。

图 10：2025 年国内智算中心 HVDC 竞争格局



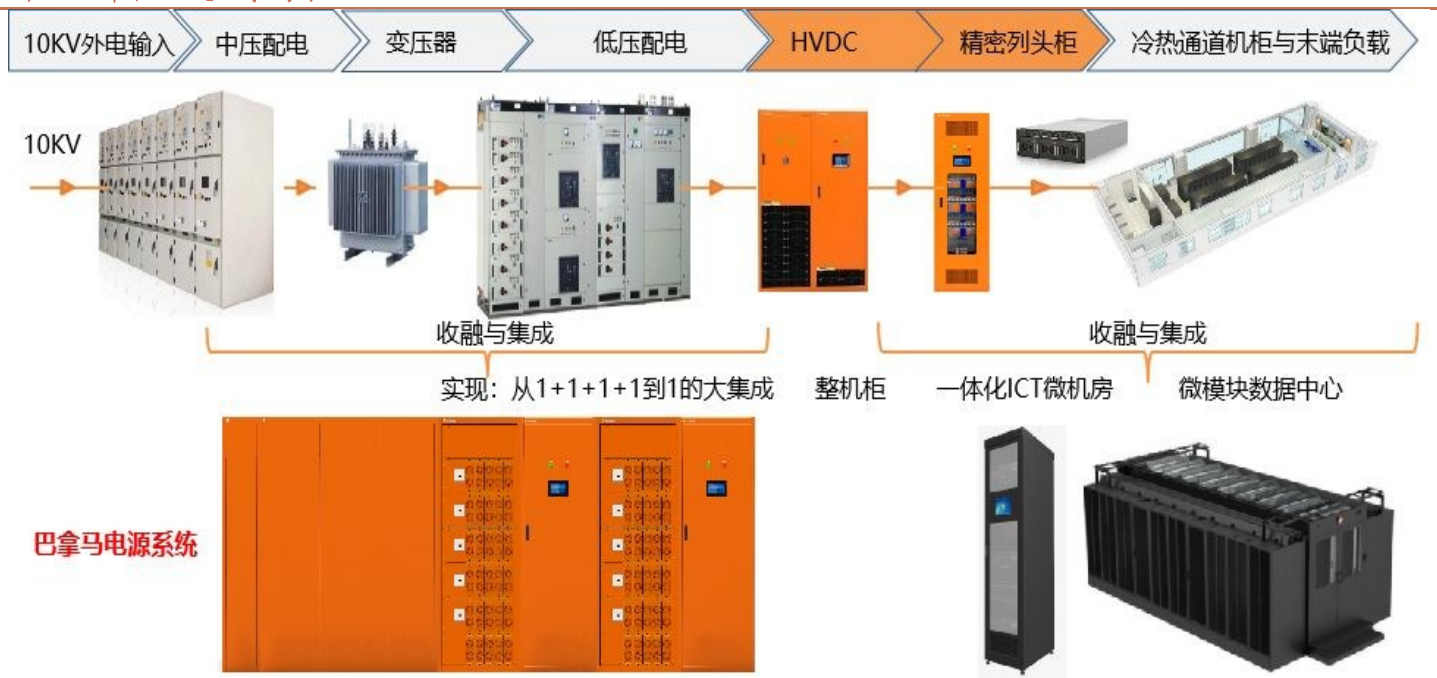
资料来源：科智咨询、招商证券

重点产品 Panama 电力模组交付量保持增长。公司依托先进电力电子技术与智能化控制能力，前瞻布局高压直流供电体系，创新融合电路与磁路设计，集成 10kV 配电、变压器、不间断电源及输出配电单元，推出巴拿马系统整体解决方案。其具备极简链路、预制化交付、高功率密度等特征，单套系统支持 2.5MWIT 负载供电，匹配新一代智算中心对关键电源产品化、快速部署、超高效、智能化等高要求。2025 年，公司重点产品 10kV 直转 240V 直流电源系统交付量保持增长，匹配多个大型智算中心建设需求。随着全球 AI 算力需求持续扩张及数据中心向高压直流架构加速演进，公司有望充分受益于 800V HVDC 产业趋势与 AIDC 资本开支上行周期。

公司巴拿马电源产品优势:

- 1) 系统构架简洁、模块化设计, 高可靠、易维护;
- 2) 效率高达 98.5% (全球第一), 可提升机房效率 3%, 损耗降低 66%;
- 3) 占地面积减少 50%, 有效提升机房利用率;
- 4) 低成本的管理供应商, 供配电总投资成本减少 20%以上;
- 5) 数据中心工程产品化, 大幅降低供应商管理成本、提高系统部署效率。

图 11: 中恒电气巴拿马系统



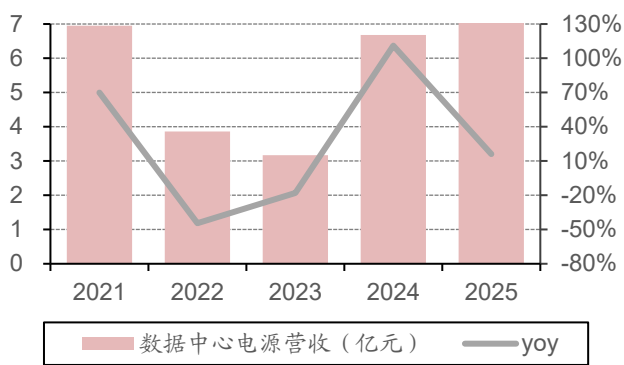
资料来源: 公司公众号、招商证券

数据中心电源为营收增长核心。公司 2025 年数据中心电源业务营收 7.76 亿元, 同比增长 16.10%, 毛利率 20.71%。该业务自 2024 年起成为公司营收的核心增长引擎, 且 2025 年营收占比同比提升 2.24pct 至 36.30%。此外, 公司密切关注新一代服务器电源、固态变压器等技术发展趋势, 将适时推进产业链延伸、产品线拓展等工作。

深化全球化战略布局, 海外业务拓展空间极大。2025 年 9 月, 公司新加坡全资子公司 Enervell Power Pte. Ltd.(爱能威尔技术有限公司)和 Super XAI Solution Limited 等主体签订合资协议, 对 SuperX Digital Power Pte. Ltd.进行投资, 整合客户资源、技术储备优势, 共同推进海外 HVDC 产品市场的开拓工作。

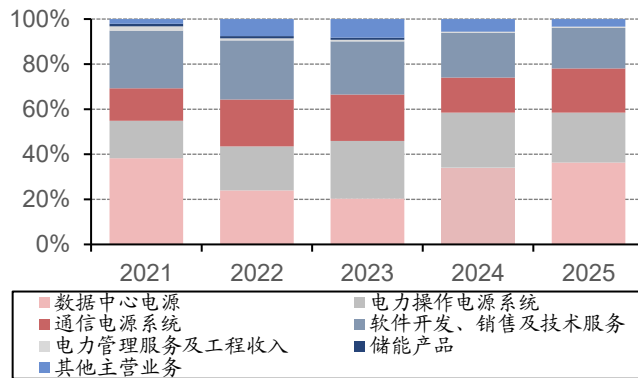
公司 2025 年海外收入 8755 万元, 同比增长 177.78%, 占比 4.10%, 同比提升 2.49pct, 海外收入体量目前相对较小, 提升潜力巨大。海外市场突破验证公司产品与解决方案的国际竞争力, 随着 HVDC 渗透率持续提升, 公司有望依托海外子公司与先发客户资源, 参与新加坡等发达国家的数据中心建设, 也有利于赢得欧美大客户的青睐, 加速全球化布局, 打开东南亚、北美等海外增量市场空间。

图 12: 公司数据中心电源营收情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 公司主营业务收入占比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

3、非数据中心电源整体稳健

站点能源业务乘集采东风实现高速增长。公司 2025 年通信电源系统业务营收 3.84 亿元, 同比增长 25.75%, 毛利率 26.75%, 同比提升 0.48pct。公司保持通信运营商的紧密合作, 近年来在运营商集中采购招标中市场份额居于行业前列, 2025 年成功中标中国铁塔、中国电信开关电源集中采购项目, 紧抓集采机遇, 实现业务多级增长。此外, 公司牵头实施多项运营商基站供电方案创新项目, 获得客户广泛认可。

图 14: 公司 5G 全栈式站点能源产品及解决方案

5G全栈式站点能源产品及解决方案



资料来源: 公司公告、招商证券

电力电源业务稳健发展, 新兴场景与海外市场驱动成长。公司 2025 年电力操作电源业务营收 4.74 亿元, 同比略降 1.06%, 毛利率 24.19%。公司产品线可以覆盖电力系统全方位电源需求, 通过产品服务优化, 提升了产品附加值和市场竞争力, 在现有客户中实现份额提升。

公司电力电源产品广泛应用于国家电网、南方电网等大型电网系统以及传统能源行业发电厂, 同时新能源发电、轨道交通、数据中心等新兴领域需求快速增长, 成为新的业绩增长点。公司借助“一带一路”倡议, 成功进入东南亚、中东、非洲等新兴市场, 2025 年成功中标并交付国网特高压工程以及沙特、德国、埃及等国内外多个重大项目。

图 15: 公司新型电力系统供配电解决方案

新型电力系统供配电解决方案



低压成套设备

国内直流电源

国外直流电源

并联型直流电源

UPS

电力通信电源

电力锂电电源

资料来源: 公司公告、招商证券

充电桩业技术与客户优势支撑长期发展。公司是国内最早从事新能源汽车充电桩研发、生产的主流厂家之一，专注于大功率直流充电设备。公司充换电技术路线成熟、产品矩阵丰富，解决方案涉及直流快充、全液冷超充、兆瓦超充、高压直挂直流母线充换电、车网互动充放电、换电站兆瓦级电池充电机等。

公司客户包含国家电网、中国石化、中国铁塔、中国海油以及主流新能源车企等，2025 年成功中标中国石化、铁塔能源、国网浙江等重点项目。此外，公司启动巴拿马 DCDC 技术自主研发项目，重点突破高效率、低损耗及直流母线直连技术，提供直流微网及兆瓦级充电场景配套设备。

图 16: 公司智能充换电产品及解决方案

智能充换电产品及解决方案



兆瓦充电主机

大功率充电系统

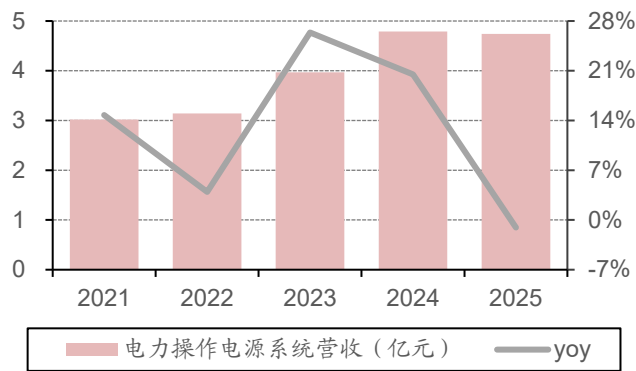
直流一体式充电系统

有序交流充电系统

二轮换电

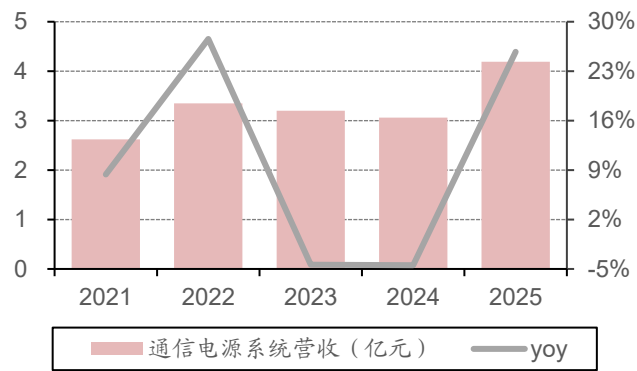
资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: 公司电力操作电源系统营收情况



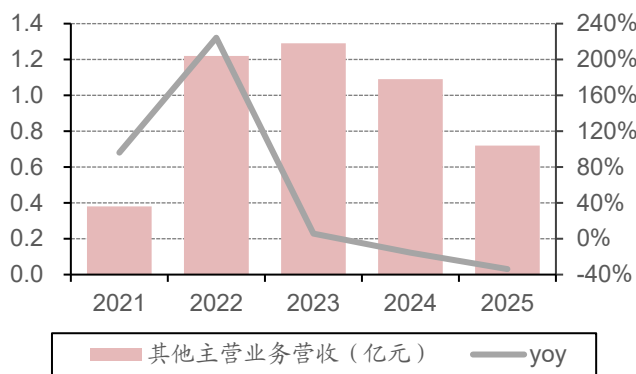
资料来源: 公司公告、招商证券

图 18: 公司通信电源系统营收情况



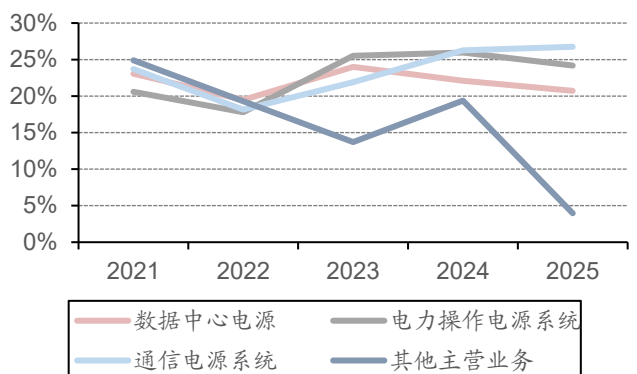
资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 公司其他主营业务营收情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 公司电源业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

4、电力数字化软件

公司 2025 年软件开发、销售及技术服务业务营收 4.19 亿元, 同比增长 7.30%, 毛利率 34.58%。公司聚焦新型电力系统建设与电力行业数智化深度融合核心赛道, 为国家电网、南方电网、各大发电集团及石化、数据中心、核电等大型工业用户, 提供软硬件一体化解决方案, 业务覆盖全国。

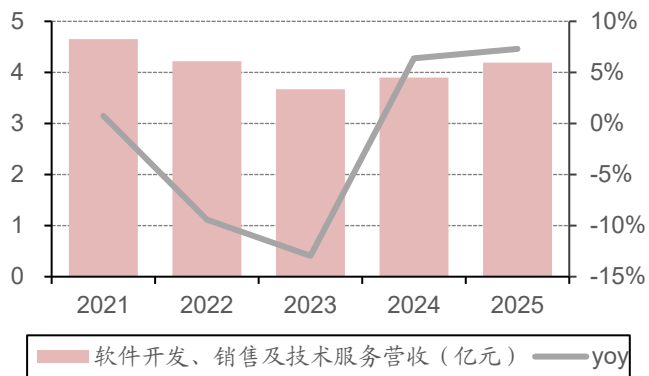
公司 2025 年新兴业务板块发展态势良好, 成功完成 20 项电力现货交易辅助项目的验收与交付, 并在全国十余省份推进多个虚拟电厂建设与运营试点项目。公司同时在既有优势市场持续巩固业务布局, 完成了国家电网多个分部及省级在线校核系统, 以及多个省级电网整定计算云平台等重点项目的交付工作, 电力作业安全管控、规划能效、数据与项目管理等核心项目在全国多地落地。

图 21: 公司电力数字化软件业务框架



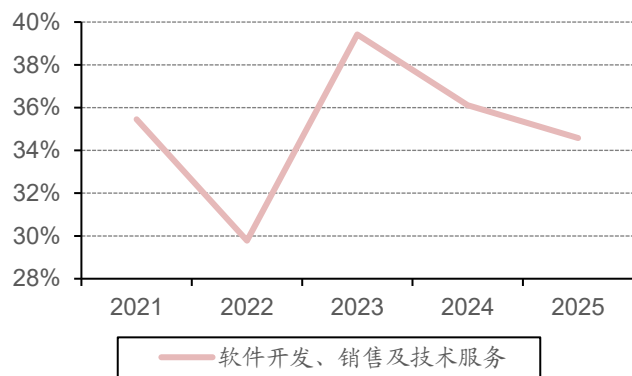
资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 公司软件业务营收情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 23: 公司软件业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

三、与宁德战略合作，发力算电协同等领域

公司控股股东引入宁德时代战略增资。公司 4 月 8 日公告，宁德时代拟以约 41 亿元增资公司控股股东中恒科技投资，其中约 11.96 亿元以所持时代天源 99.7% 股权作价出资，剩余部分约 29.03 亿元为货币出资。

增资完成后，中恒科技投资注册资本由 1,500 万元增至 2,941.2 万元，宁德时代持股 49.0%（穿透后对公司持股约 17.42%），朱国锭与包晓茹分别持股 35.7% 和 15.3%，公司控股股东与实际控制人不变，仍为朱国锭先生。宁德时代将推动其推荐的 1 名董事和 1 名副总经理人选进入中恒电气董事会及高管层。公司与宁德时代将围绕绿色 ICT 基础设施、交通电动化、新型电力系统（算电协同）等领域开展相关业务及战略合作。

公司与宁德时代双向赋能。宁德时代的储能电芯和直流侧是行业的领头羊，但是在电力电子领域的积累相对薄弱。公司在电力电子领域有 20 余年技术积淀，并且深耕数据中心电源、通信电源等业务，客户基础扎实。双方战略合作拓展新型电力系统、算电协同、数据中心配储等场景。

图 24：宁德时代主要产品及其用途



资料来源：宁德时代、招商证券

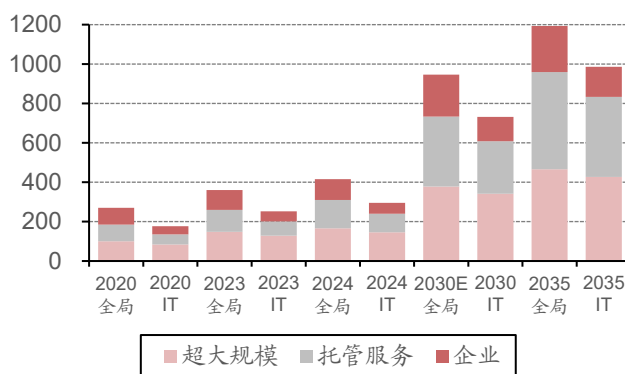
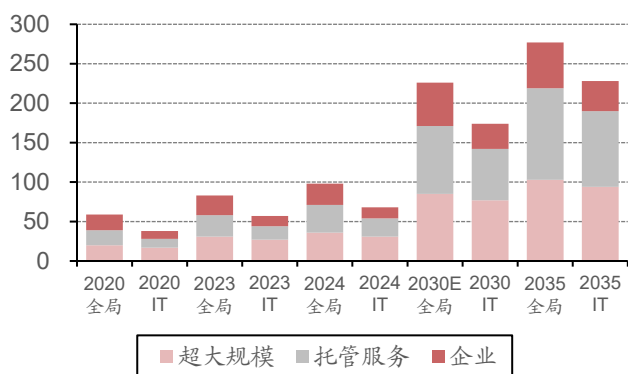
四、数据中心供电架构正在迭代，公司有望受益

1、机柜密度叠加节能要求提升，数据中心供配电体系加速向高压直流方案重构

算力规模扩张带动数据中心能耗提升，电力成本占比较高。随着整体算力规模的不断攀升，数据中心负载、用电量同步大幅增加。根据 IEA 数据，2024 年全球数据中心全局、IT 负载分别为 97、68GW，预计 2030 年将分别达到 226、174GW；2024 年全球数据中心全局、IT 耗电量分别为 416、295TWh，预计 2030 年将分别达到 946、733TWh。数据中心作为高能耗基础设施，电力成本在运营总成本中占据约 60-70% 的较高比例，而电源是控制数据中心电力成本的重要环节。

图 25: 2020-2035E 年全球数据中心全局、IT 负载 (GW)

图 26: 2020-2035E 年全球数据中心全局、IT 耗电 (TWh)



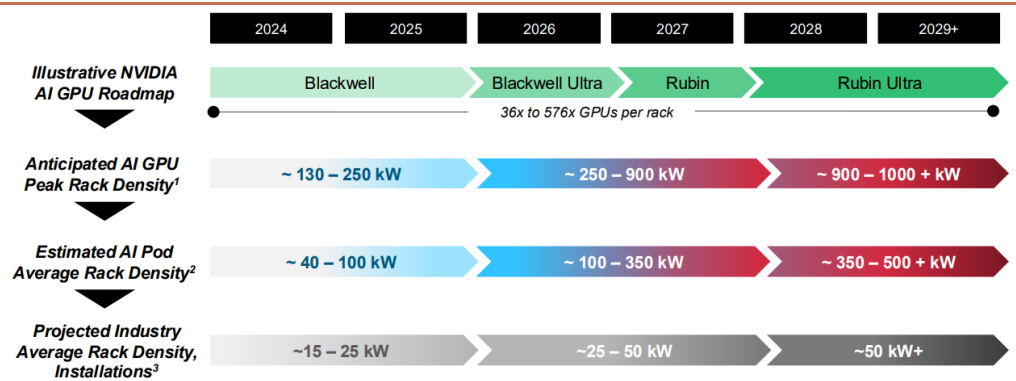
资料来源: IEA、招商证券

资料来源: IEA、招商证券

AI 机柜功率密度持续提升，数据中心供配电体系加速向高压方案重构。当前，传统 IDC 行业正向“AI 工厂”加速演进，机柜功率密度持续提升，单机柜功率已由 2022 年的 36kW 快速提升至 2025 年的 200kW，并有望于 2027 年进一步迈向 600kW 甚至 MW 级。

随着功率密度持续提升，为降低传输损耗、提高供电效率，智算中心供电架构正加速高压体系演进。与此同时，数据中心建设对于功率密度、电压等级、产品迭代及交付能力等要求持续提升，叠加供电系统与液冷散热系统深度融合，行业对设备紧凑性、耐热性及智能化运维能力也提出更高要求。

图 27: 数据中心机柜功率变化预测

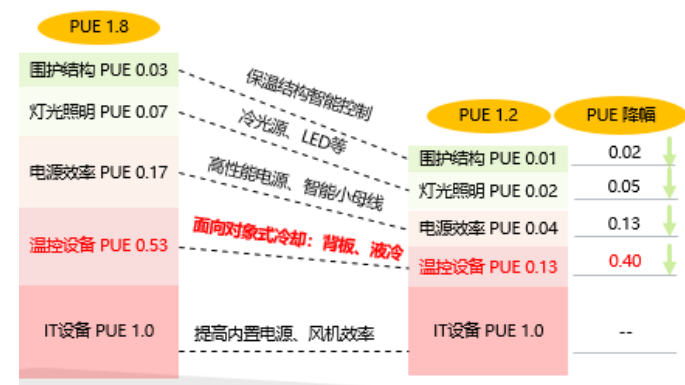


资料来源: 维谛、招商证券

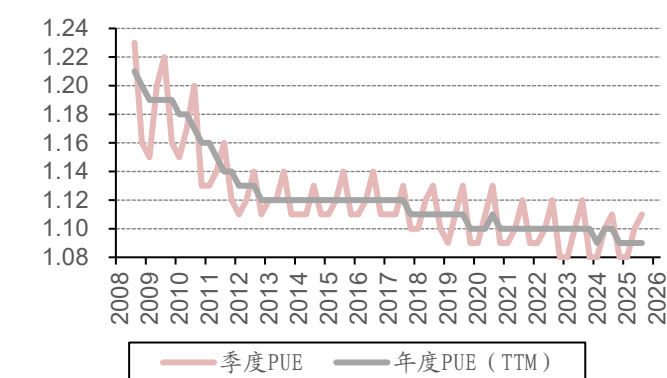
节能要求持续强化，直流供电方案高效优势凸显。在功率密度持续提升的同时，数据中心对于安全性与绿色低碳的核心要求并未改变。国内政策层面明确提出，到 2025 年底，新建及改扩建大型、超大型数据中心平均 PUE 需降至 1.25 以下，国家枢纽节点项目 PUE 不得高于 1.2，行业节能降耗要求持续提升。在此背景下，直流供电方案凭借更短的供电链路，且在高压场景下于拓扑结构、调压调流及系统效率等方面优势更加突出，可实现更高转换效率、更低电力损耗及更优用电成本，有助于降低数据中心运营开支。

图 28: 数据中心 PUE 降低途径

图 29: 2008-2025 年谷歌数据中心 PUE



资料来源：烽火通信、招商证券



资料来源：谷歌、招商证券

UPS 为当下数据中心供电主流架构，但供电效率偏低。数据中心 UPS 低压供电系统从 10kV 变压器低压侧出发，经低压配电柜、UPS、列头柜及 PDU 逐级配电，最终为服务器提供稳定电能。该架构链路较长、设备节点多，导致占地较大且整体供电效率偏低。

HVDC 供电效率更高、占地更少。HVDC 供电系统通过引入 240V、336V 等电压等级以提升效率并扩大供电半径，通过减少交直流转换环节、电池直挂输出等方式降低损耗。其进入数据中心的核​​心优势在于较 UPS 少一级 DC-AC 变换，且服务器终端本身以直流供电为主。

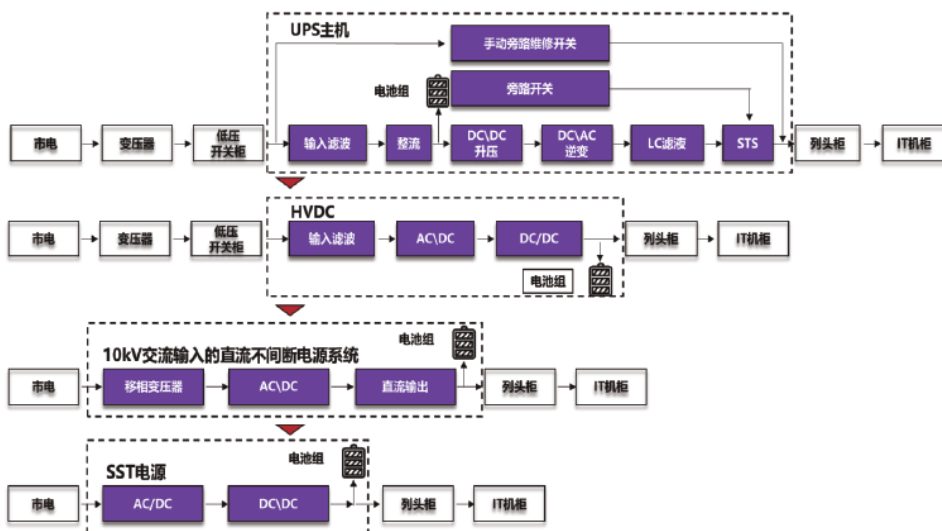
巴拿马电源对 HVDC 技术进一步优化。10kV 交流输入的直流不间断电源系统(巴拿马电源/中压直供电源)在 240V HVDC 基础上将中置柜与变压器一体化为预制系统，采用移相变压器替代传统降压变压器，实现负载分组。相比分散式 240V HVDC 系统，该方案体积更小、效率更高。

表 8: 数据中心供电方式对比

对比内容	ACUPS	240V/336VHVDC	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; 特别等级: 2NHVDC	主流: 2NDC; 也可: 1 路市电+1 路 HVDC
可用性	结构复杂, 可用性一般	结构简化, 可用性高	环节简洁, 可用性极高
整个链路效率	因负载率低, 约 93%	约 95%	约 98%
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

资料来源: IDCE、招商证券

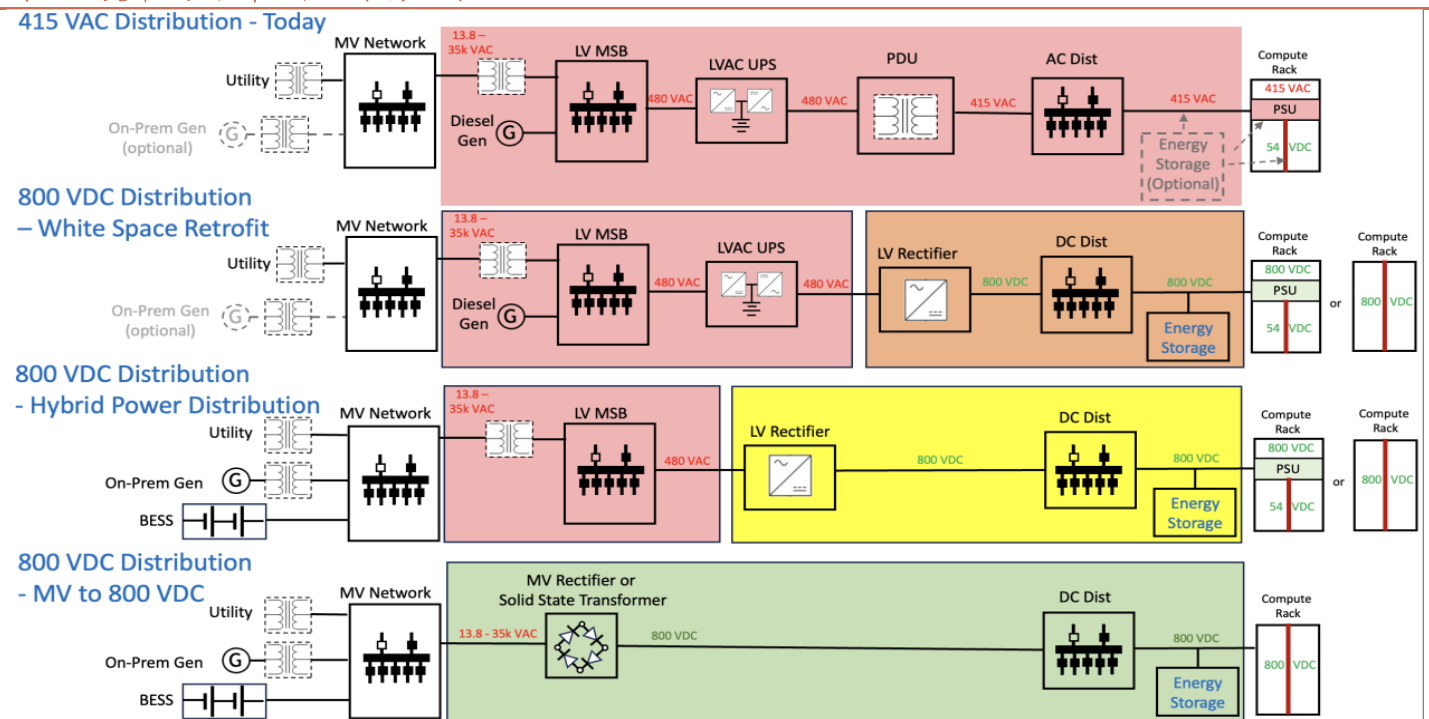
图 30: 数据中心供电架构原理图



资料来源:《数据中心 800V 直流供电技术白皮书》、招商证券

北美科技巨头与英伟达推动 800V 直流架构落地，数据中心供电技术加速升级。在北美市场，以 Meta、微软、谷歌、亚马逊等为代表的大型互联网公司正推动 ±DC400V 及 DC800V 数据中心供电架构发展，并联合供应商推进方案落地，计划于 2026 年下半年开始应用。英伟达亦联合台达、英飞凌、光宝科技等定义 DC800V 供电体系，预计 2027 年在高功率机柜中全面采用。据英伟达测算，DC800V 架构可提升端到端能效约 5%，同时因 PSU 故障率下降，维护成本最高可降低约 70%，并减少机架内 AC/DC 转换模块，从而降低散热负担。

图 31: 英伟达数据中心供电架构规划

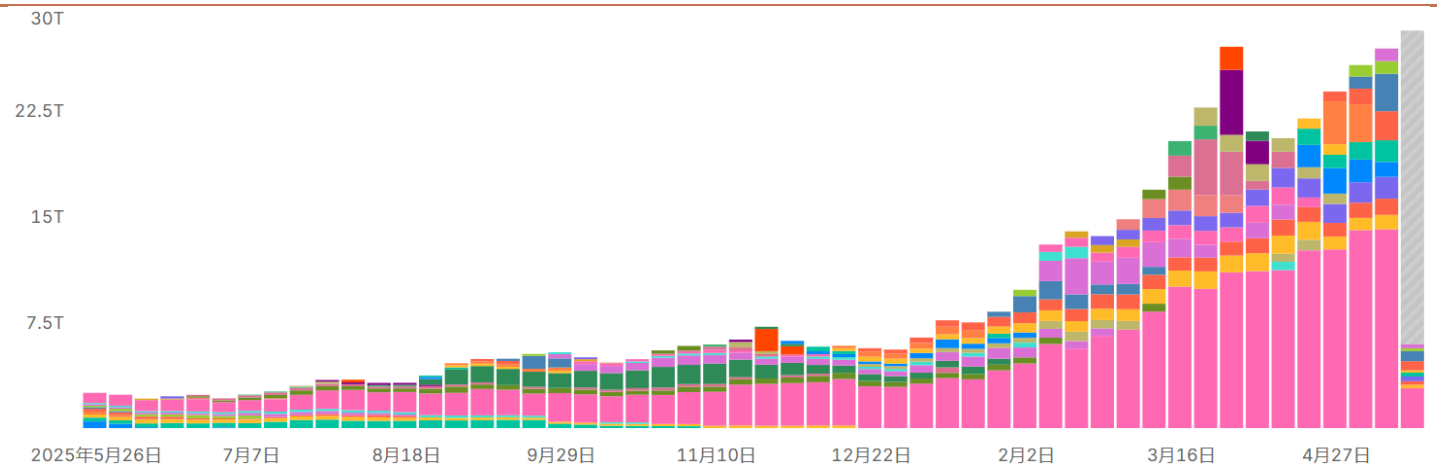


资料来源:《800 VDC Architecture for Next-Generation AI Infrastructure》、招商证券

2、国内外算力资本开支持续上行，推动 800V HVDC 商业化进程加速

AI 推理需求驱动 AIDC 扩张，全球算力资本开支进入新一轮上行周期。2025-2026 年全球 AI 与算力产业景气度持续提升，AI 大模型应用重心由训练侧逐步向推理侧迁移，带动算力需求加速释放，并推动 AIDC 进入规模化建设阶段。

图 32: AI 大模型每周调用量趋势

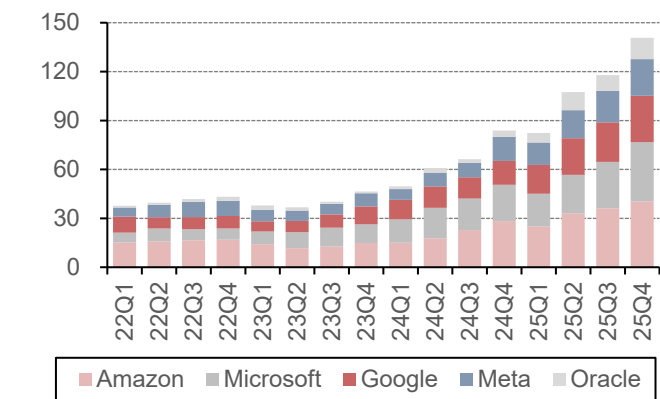


资料来源: OpenRouter、招商证券

海外 CSP 资本开支高增。海外市场方面，AIDC 行业的发展高度依赖资本开支，北美 CSP 大厂资本开支自 2023Q2 以来年平均增速达到 72%。北美四大 CSP 厂商 2026Q1 合计资本开支 1316 亿美元，同比增长 70.25%，预计 2026 年总资本开支 7100 亿美元。总体 AI 相关资本开支有望自 2026 年开启新一轮上行周期，预计 2030 年将达到约 15790 亿美元，未来 4 年复合增约 20%。

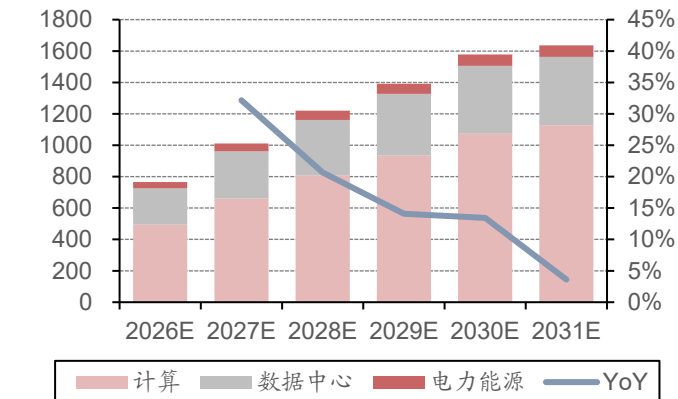
低渗透率打开市场空间，海外巨头推动 800V HVDC 商业化进程加速。目前东南亚、北美的数据中心 HVDC 市场渗透率仅 1%-5%，有较大发展空间。美国依托头部科技企业算力基建优势，正率先推动 800V HVDC 规模化商用，欧洲则在能源转型与能效标准升级推动下保持稳健增长。英伟达、谷歌、Meta 等正加速推进 800V 及±400V HVDC 架构落地，维谛、伊顿、施耐德等海外电力设备龙头企业有望成为核心供应商，预计 26H2 起 800V HVDC 进入放量阶段。

图 33: 2022-2025 年北美 CSP 大厂资本开支(十亿美元)



资料来源: Epoch AI、招商证券

图 34: 2026E-2031E 年总体 AI 资本开支预测(十亿美元)



资料来源: 高盛、招商证券

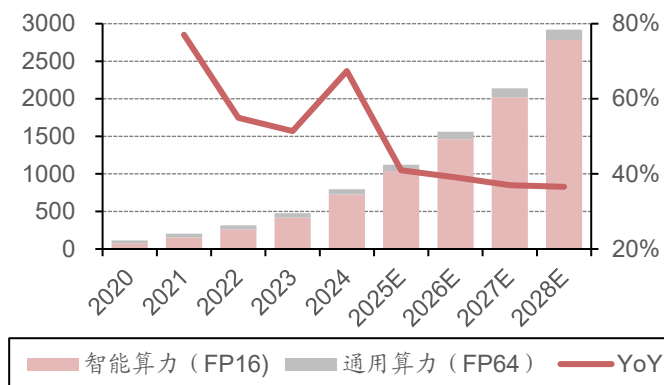
国内 AI 算力基建资本开支持续扩张。根据国内头部云厂商披露的资本开支规划，腾讯、阿里 26Q1 资本开支 319.36、268.87 亿元分别同比增长 16%、9%，未来三年算力相关投入规模预计超万亿元。基于未来 3-5 年的需求情况，阿里巴巴 2026 年 5 月 14 日宣布资本支出或将超过最初宣布的 3800 亿元；字节跳动 2026 年计划资本支出将超过 2000 亿元人民币。国内上述互联网厂商，以及电信运营商、第三方智算中心等主体持续加快 AIDC 建设，行业景气度不断提升。

图 35: 2021-2025 年中国 BAT 资本开支(百万元人民币)



资料来源: MacroMicro、招商证券

图 36: 2020-2028E 年中国算力规模及预测 (EFLOPS)



资料来源: IDC、浪潮信息、招商证券

政策层面，2025 年国内支持算力及人工智能产业发展的系列政策持续落地，进一步强化产业发展支撑。在基础设施端，国内已建成万卡智算集群 42 个，智能算力规模超过 1590EFLOPS，位居全球前列，为 AI 大模型训练及推理需求增长提供坚实基础。根据 IDC 预测数据，国内 2027、2028 年智能算力规模（基于 FP16 计算）分别将达到 2019.9、2781.9EFLOPS，同比分别增长 38.3%、37.7%。

表 9: 国内近期人工智能、算力支持政策

发布单位	政策名称	内容及意义
工信部	《关于加强互联网数据中心客户数据安全保护的通知》	压实数据中心基础设施安全管理责任,明确 IDC 作为数据基础设施的安全主体地位。
国务院	《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	加快超大规模智算集群技术突破和工程落地;优化国家智算资源布局,完善全国一体化算力网,充分发挥“东数西算”国家枢纽作用,加大数、算、电、网等资源协同力度;加强智能算力互联互通和供需匹配,创新智能算力基础设施运营模式。
发改委等	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	相关部门配套出台多项配套细则与技术标准,引导算力资源向西部能源富集区域有序转移,统一全国算力并网、调度、计量等技术底座,为具备大型及超大型数据中心解决方案能力的企业,带来广阔的项目新建与市场拓展机遇。

资料来源:公司公告、工信部、国务院、发改委、招商证券

国内资本开支同步增长叠加政策支持，AIDC HVDC 渗透率提升空间广阔。目前国内仍以 240V/336V HVDC 方案为主，渗透率仅约 15%，国内腾讯、阿里和百度的新建数据中心的 HVDC 渗透率约为 20%–25%。随着《新型数据中心发展三年行动计划》等政策落地，2025 年我国新建大型及以上数据中心高压直流供电系统渗透率预计突破 40%，后续“东数西算”推动国内智算中心建设提速，HVDC 渗透率有望持续提升。公司占据国内数据中心 HVDC 行业第一的市场份额，将充分享受 HVDC 爆发红利。

五、盈利预测与投资建议

2025 年公司实现营收 21.37 亿元，同比增长 8.94%；归母净利润 1.26 亿元，同比增长 15.27%。26Q1 公司实现营收 4.18 亿元，同比增长 7.79%；归母净利润 0.25 亿元，同比增长 22.89%；扣非归母净利润分别 0.22 亿元，同比增长 20.06%。

随着英伟达、谷歌、Meta 等北美 CSP 大厂加速推进 800V HVDC 架构落地，国内“东数西算”推进及智算中心建设提速，HVDC 渗透率有望快速提升，预计 2026 年起 800V HVDC 进入放量阶段。叠加海内外 AIDC 资本开支持续扩张，公司数据中心电源产品有望长期受益行业高景气度，在放量期呈现较高增速，预计 2026-2028 收入 11.64、16.29、22.81 亿元，同比增长 50%、40%、30%。公司电力操作电源、通信电源等产品有望显著受益于国网和南网电网投资、运营商集采规模扩大实现出货量放量，软件业务则受公司硬件产品出货增长的协同，软硬件业务均呈现较高增速。

公司软硬件业务有望随着技术升级带来产品附加值提升及规模化降本，2026 年毛利率有望在 2025 年基础上有所提升，且后续呈现稳步提升趋势。预计 2026-2028 年公司整体毛利率 29.21%、29.98%、30.60%。

此外，在费用端，公司持续降本增效，预计其销售、管理费用率将维持缓步下降趋势，并持续加大研发投入。估算 2026-2028 年全年销售、管理及研发费用合计 6.16、8.44、11.20 亿元。

预计公司 2026-2028 年收入分别为 31.09、41.57、54.36 亿元，归母净利润分别 2.39、3.26、4.38 亿元，对应 PE 122.7x、90.1x、67.1x。考虑到公司与宁德时代合作落地后带来的业务协同效应以及在国内 HVDC 行业的龙头地位，长期业绩增长空间较大。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10: 基本假设

单位：百万元		2024	2025	2026E	2027E	2028E
数据中心电源	营收	668	776	1164	1629	2281
	yoy	111%	16%	50%	40%	40%
	毛利率	22.11%	20.71%	22.00%	23.00%	24.00%
电力操作电源系统	营收	479	474	687	893	1116
	yoy	20%	-1%	45%	30%	25%
	毛利率	25.96%	24.19%	26.00%	27.00%	28.00%
软件开发、销售及技术服务	营收	390	419	586	762	953
	yoy	6%	7%	40%	30%	25%
	毛利率	36.11%	34.58%	36.00%	37.00%	38.00%
通信电源系统	营收	306	384	557	724	905
	yoy	-4%	26%	45%	30%	25%
	毛利率	26.27%	26.75%	28.00%	29.00%	30.00%
合计	营收	1962	2137	3109	4157	5436
	yoy	26%	9%	45%	34%	31%
	毛利率	26.17%	24.84%	29.21%	29.98%	30.60%

资料来源：招商证券

表 11: 盈利预测简表

单位: 百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1962	2137	3109	4157	5436
营业成本	1449	1606	2201	2911	3773
营业税金及附加	15	18	25	34	45
营业费用	115	127	183	245	315
管理费用	99	107	152	204	261
研发费用	160	171	280	395	544
财务费用	(11)	(11)	(16)	(21)	(27)
资产减值损失	(57)	(15)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	25	22	22	22	22
投资收益	34	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	137	125	289	395	532
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	135	130	293	399	537
所得税	22	(2)	44	60	81
少数股东损益	3	5	10	14	18
归属于母公司净利润	110	126	239	326	438
EPS (元)	0.19	0.22	0.42	0.58	0.78

资料来源: 公司数据、招商证券

表 12: 可比公司估值

公司简称	公司代码	总市值	26PE	27PE	PB
麦格米特	002851.SZ	699.9	77.8	41.1	7.8
科士达	002518.SZ	363.3	39.1	29.2	7.3
科华数据	002335.SZ	330.3	43.6	31.6	5.1
优优绿能	301590.SZ	83.6	36.4	23.2	4.3
平均值			49.2	31.2	6.1
中恒电气	002364.SZ	293.6	122.7	90.1	11.7

资料来源: 公司数据、Wind、招商证券

六、风险提示

1、数据中心建设速度不及预期

全球数据中心建设速度受 AI 技术发展进程、AI 应用需求程度、互联网及科技企业资本开支情况等多方面因素影响，若不及预期可能会给公司经营带来负面影响。

2、行业竞争加剧

行业竞争加剧、厂商内卷，可能造成公司产品盈利能力大幅下滑，影响经营业绩。

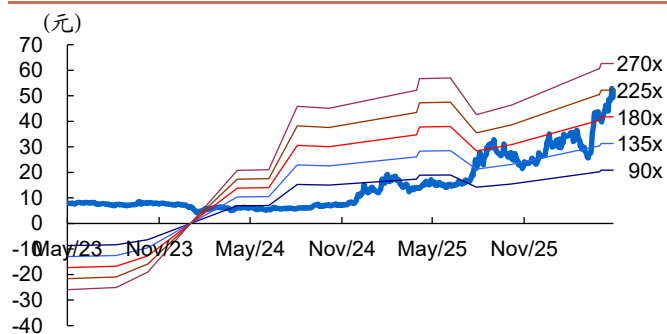
3、行业需求不及预期

若行业需求不及预期，可能对公司出货及收入产生负面影响。

4、战略合作落地不及预期

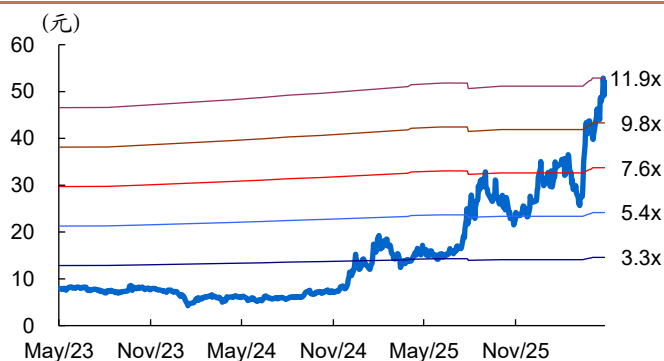
公司与宁德时代的战略合作属于框架性协议安排，正式的交易协议尚待签署，合作与投资等具体安排及实施尚存在不确定性。

图 37: 中恒电气历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 38: 中恒电气历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2918	3314	4132	5230	6806
现金	702	968	798	792	1020
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	24	31	44	59	78
应收款项	1035	1123	1634	2184	2856
其它应收款	16	19	27	37	48
存货	696	878	1202	1590	2061
其他	445	296	426	569	743
非流动资产	868	923	894	868	845
长期股权投资	5	7	7	7	7
固定资产	375	353	334	317	301
无形资产商誉	78	75	68	61	55
其他	409	488	486	484	482
资产总计	3785	4237	5026	6099	7651
流动负债	1315	1719	2316	3169	4427
短期借款	4	16	38	202	625
应付账款	1005	1187	1627	2152	2789
预收账款	163	330	453	599	776
其他	144	185	198	216	238
长期负债	12	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	10	10	10	10
负债合计	1328	1730	2326	3179	4438
股本	564	564	564	564	564
资本公积金	985	960	960	960	960
留存收益	882	952	1135	1341	1616
少数股东权益	28	31	41	55	74
归属于母公司所有者权益	2430	2476	2659	2865	3140
负债及权益合计	3785	4237	5026	6099	7651

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	468	394	(155)	(78)	(65)
净利润	113	132	249	339	456
折旧摊销	48	37	44	41	39
财务费用	(6)	(11)	(16)	(21)	(27)
投资收益	(34)	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	328	262	(423)	(430)	(527)
其它	20	(3)	11	13	16
投资活动现金流	(122)	(75)	7	7	7
资本支出	(13)	(15)	(15)	(15)	(15)
其他投资	(109)	(60)	21	21	21
筹资活动现金流	(144)	(15)	(59)	65	287
借款变动	(170)	1	(18)	164	422
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	43	(25)	0	0	0
股利分配	(28)	0	(56)	(120)	(163)
其他	11	9	16	21	27
现金净增加额	203	304	(208)	(6)	228

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1962	2137	3109	4157	5436
营业成本	1449	1606	2201	2911	3773
营业税金及附加	15	18	25	34	45
营业费用	115	127	183	245	315
管理费用	99	107	152	204	261
研发费用	160	171	280	395	544
财务费用	(11)	(11)	(16)	(21)	(27)
资产减值损失	(57)	(15)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	25	22	22	22	22
投资收益	34	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	137	125	289	395	532
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	135	130	293	399	537
所得税	22	(2)	44	60	81
少数股东损益	3	5	10	14	18
归属于母公司净利润	110	126	239	326	438

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	26%	9%	45%	34%	31%
营业利润	348%	-9%	130%	37%	35%
归母净利润	179%	15%	89%	36%	34%
获利能力					
毛利率	26.2%	24.8%	29.2%	30.0%	30.6%
净利率	5.6%	5.9%	7.7%	7.8%	8.0%
ROE	4.6%	5.2%	9.3%	11.8%	14.6%
ROIC	4.0%	4.7%	8.8%	10.9%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	40.8%	46.3%	52.1%	58.0%
净负债比率	0.2%	0.4%	0.8%	3.3%	8.2%
流动比率	2.2	1.9	1.8	1.7	1.5
速动比率	1.7	1.4	1.3	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.2	2.0	2.1	2.1	2.1
应收账款周转率	1.9	1.9	2.2	2.1	2.1
应付账款周转率	1.8	1.5	1.6	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.19	0.22	0.42	0.58	0.78
每股经营净现金	0.83	0.70	-0.28	-0.14	-0.12
每股净资产	4.31	4.39	4.72	5.08	5.57
每股股利	0.10	0.10	0.21	0.29	0.39
估值比率					
PE	267.8	232.3	122.7	90.1	67.1
PB	12.1	11.9	11.0	10.2	9.4
EV/EBITDA	171.3	188.8	89.7	68.6	52.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。