

通合科技 (300491)

2025 年年报及 2026 年一季报点评：乘风 AI 供电 快车道，受益特种业务高景气

报告摘要

◆ 事件：公司 3 月 26 日公告，2025 年实现营收 (15.57 亿元, +28.78%)，归母净利润 (0.40 亿元, +67.72%)，毛利率 (24.39%, -2.86pcts)，净利率 (2.58%, +0.60pcts)。25Q4 实现营收 (5.82 亿元, 同比+23.14%，环比+49.38%)，归母净利润 0.20 亿元，毛利率 (23.43%，同比-2.48pcts，环比+1.10pcts)，净利率 (3.39%，同比+2.74pcts，环比+2.11pcts)。

◆ 深耕电力电子行业二十余年，收购霍威电子布局特种领域业务。公司主要从事电力电子行业产品的研发、生产、销售和服务。2019 年 2 月收购军工电源制造商霍威电子，形成智能电网、新能源汽车及军工装备三大业务领域布局。在智能电网领域，主要产品包括电力操作电源和配网自动化电源；在新能源汽车领域主营充电桩及充电模块、车载电源等产品；在军工装备领域参与电源模块、电源组件及定制电源配套，同时开展军工装备检测服务。公司重视“重新创业”的创业机制和文化，实现在新能源、智能电网和航空航天领域协同发展、相互支撑，致力于成为电力电子行业的引领者。

◆ 航空航天等行业景气度回升，2025 年公司营收创历史新高。公司 2025 年实现营收 (15.57 亿元, +28.78%)，创下历史新高，归母净利润 (0.40 亿元, +67.72%)，毛利率 (24.39%, -2.86pcts)，净利率 (2.58%, +0.60pcts)。单季度看，25Q4 实现营收 (5.82 亿元, 同比+23.14%，环比+49.38%)，归母净利润 0.20 亿元，毛利率 (23.43%，同比-2.48pcts，环比+1.10pcts)，净利率 (3.39%，同比+2.74pcts，环比+2.11pcts)。分业务来看：

1、新能源汽车行业 2025 年营收 10.91 亿 (同比+28.05%) 主要系新能源汽车领域业绩持续高增长，受益于新能源汽车充电基础设施高增，重卡销量快速增长，公司太行系列充电模块、热管理电源与储能产品投入市场，带动新能源领域收入显著提升，毛利率 17.21% (同比-5.17pcts)；

投资评级

买入
首次评级

2026 年 05 月 25 日

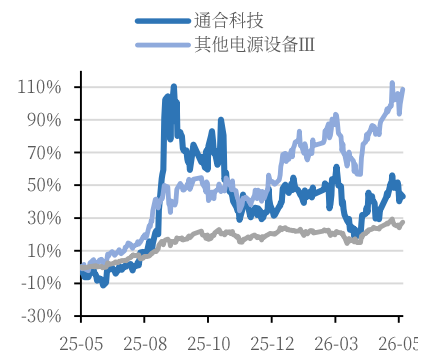
收盘价(元): 27.24

目标价(元): 50.00

公司基本数据

总股本(百万股)	177.67
总市值(百万)	4,839.64
流通股本(百万股)	157.99
流通市值(百万)	4,303.52
12 月最高/最低价(元)	41.40/16.87
资产负债率(%)	52.33
每股净资产(元)	6.87
市盈率(TTM)	104.38
市净率(PB)	3.96
净资产收益率(%)	-0.03

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@avicsec.com

闫政圆 分析师
SAC 执业证书: S0640525080002
联系电话:

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

2、电力行业 2025 年营收 2.57 亿（同比+17.27%），受益于电网投资持续高景气与配网自动化加速，智能电网电源产品收入提升，HVDC 等新产品逐步放量，推动营业收入与利润双增，毛利率 40.03%（同比+2.94pcts）；

3、航空航天等行业 2025 年营收 1.90 亿（同比+82.57%），主要系行业需求回暖，行业景气度有所上升，公司持续强化研发、营销投入，实现营收大幅提升，毛利率 45.40%（同比-5.66pcts）。

邮箱：

相关研究报告

图表：重要参控股公司情况

公司名称	主营业务	营业收入 (亿元)	营收增速	净利润 (亿元)	净利润增速
霍威电子	定制类电源及检测业务	1.89	78.76%	0.11	转正
河北通合	新能源功率变换产品	2.36	6.64%	0.01	转正
陕西通合		4.21	72.43%	0.10	2011.76%

资料来源：Wind，中航证券研究所

◆ **持续精益管理，三费率创历史新低。**2025 年公司销售费用（0.88 亿元，+16.30%）小幅增加；管理费用（0.99 亿元，+14.83%）小幅增加；财务费用（0.07 亿元，+36.99%）明显增加，主要系公司利息收入减少所致；研发费用（1.38 亿元，+22.12%）明显增长。综合来看 **2025 年公司三费率（12.46%，-0.43pcts）同比小幅下降，创下历史新低。**

◆ **合同负债实现翻倍，公司积极备产应对需求。**2025 年公司经营现金流净额（0.74 亿元，+26.15%）明显增加；投资现金流净额（-0.84 亿元）大幅减少，投资活动产生的现金流量净额较上年同期减少 45.85%，主要是公司高功率充电模块产业化建设项目、数据中心用供配电系统及模块研发生产项目投入增加所致；筹资现金流净额（0.49 亿元，+23.10%）明显增加。2025 年公司合同负债（0.22 亿元，+108.47%）迅速增加，主要是公司预售货款增加所致，存货（3.28 亿元，+24.20%）及原材料（1.24 亿元，+42.60%）同比明显增加，我们认为公司在下游景气指引下积极备产，订单交付后将进一步增厚公司利润。

◆ **2026Q1 财务分析：**26Q1 实现营收（2.91 亿元，同比+40.19%，环比-50.06%），主要是公司新能源功率变换产品营业收入快速增长所致，归母净利润微亏，毛利率（20.28%，同比-5.72pcts，环比-3.16pcts），净利率（-0.11%，同比+3.04pcts，环比-3.50pcts）。费用端方面，公司 2026Q1 销售费用（0.16 亿元，+24.29%）明显增加，管理费用（0.16 亿元，-25.71%）明显下降，财务费用（0.03 亿元）大幅增加，主要系本期汇率波动影响，

汇兑损失增加所致，研发费用（0.29 亿元，-4.51%）略有下降。综合来看公司三费率（12.01%，-8.36pcts）同比明显下降。

26Q1 回款增加改善经营现金流，预付款项高增扩产。公司经营现金流净额（0.66 亿元）同比大幅增加，主要是公司本期经营活动现金回款较上年同期增加所致；投资现金流净额（-0.14 亿元）大幅增加，主要是公司未购买现金管理等产品影响所致；筹资现金流净额（-0.10 亿元）大幅下降，主要是公司取得其他与筹资活动有关的现金减少，同时偿还银行贷款支付的现金增加所致。预付款项（0.30 亿元，+64.42%）同比大幅增加，主要是公司产能扩充，增加设备投入，预付的设备款增加所致；存货（4.10 亿元，+24.96%）同比明显增长，或表明下游景气回暖，公司积极备货备产以应对需求。

◆ **公司 2024 年股权激励给予营收指引，公司完成 2025 年考核目标。**2024 年 4 月 27 日，公司发布股权激励公告，拟以 6.79 元/股的价格向 211 人授予 0.04 亿股（约占总股本 2.32%）。触发解锁条件分别为 2025/2026 年营业收入达到 13.10/15.17 亿元，以 2024 年为基数，对应营业收入同比增速分别为 8.36%/15.79%。

◆ **募投面向 AI 数据中心用供配电系统研制生产能力提升，向产业链下游拓展。**AI 技术突破重塑全球算力格局，算力需求快速增长推高数据中心耗电与单机柜功率，对供配电系统提出更高要求；传统 UPS 难适配高密度算力场景，800V HVDC 高压直流供电凭借高效低耗、占地少、经济性强等优势，已成 AI 数据中心主流技术且渗透率将持续提升。公司具备电力操作电源全系列产品研发、生产和营销能力。本次拟使用募集资金 4.07 亿元，主要投向“数据中心用供配电系统及模块研发生产项目”，根据公司募集说明书测算，项目达产后将形成营业收入超 10 亿元，毛利率水平约 32%，有利于转化技术优势、优化业务结构并增强长远发展实力。

◆ **专注电力电子行业 20 年，持续增强产品竞争力。**公司主要从事新能源充电、智能电网以及航空航天特种电源产品的研发、生产和销售，具体来看：

① 新能源领域：

新能源领域在政策驱动与市场化改革双重作用下持续高速发展，2025 年全国新能源汽车销量 1387.5 万辆，占汽车总销量超 50%；电动重卡销量达 23.32 万辆，同比增长 182%，带动超充桩与热管理电源需求激增。储能装机规模达 1.36 亿千瓦/3.51 亿千瓦时，较“十三五”末增长超 40 倍，平

均储能时长提升至 2.58 小时，行业投资年复合增长率预计达 23%。公司是国内较早涉足充换电站充电电源领域的企业，在充电模块等核心部件领域技术领先，已推出储充充电模块、液冷、V2G 等多款创新产品并持续优化升级，力争成为全球新能源汽车充换电设备领域的领跑者。

② 智能电网领域：

智能电网领域受益于持续电网投资，2025 年全国电网工程建设投资达 6,395 亿元，同比增长 5.1%，国家电网“十五五”期间计划投资 4 万亿元，较“十四五”增长 40%；行业正向配网自动化、一二次设备融合转型，推动配电终端电源、HVDC 等产品需求增长。公司深耕电力操作电源领域超 20 年，在 AI 算力与数据中心需求增长背景下加大 HVDC 产品投入，具备全系列产品研发、生产和营销能力。

③ 航空航天领域：

2025 年作为“十四五”收官之年，前期积压需求加速释放，下游客户交付验收进度明显加快，行业景气度显著回升。公司下属霍威电子是专注航空航天特种电源的高新技术企业，航空航天特种电源产品在国产化方面处于行业领先水平，未来将围绕国产化、高效率、高可靠、智能化方向持续打造核心竞争力。

◆ **投资建议：**公司专注电力电子行业，着力于新能源、智能电网和航空航天领域协同发展、相互支撑，具体来看：

- 1、**新能源领域：**高压超充、重卡充电需求持续高增，海外渠道扩张叠加储充一体化落地预期，板块有望延续增长态势；
- 2、**智能电网领域：**受益 800V 高压平台迭代及全国电网建设红利，同时 AI 算力中心带动 HVDC 建设需求扩容，产品结构持续升级；
- 3、**航空航天领域：**“十五五”景气释放带来增长动能，特种电源产品具备较强盈利能力，仍是重要增长极，同时检测业务有望进一步增厚业绩。

我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 18.75 亿、21.86 亿元和 26.65 亿元，归母净利润分别为 0.56 亿元、0.93 亿元和 1.45 亿元，EPS 分别为 0.32 元、0.53 元和 0.83 元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 50.00 元。

◆ **风险提示：**产能建设不及预期，产品价格波动，下游需求波动等。

本报告内容精选自同名研报《通合科技(300491) 2025 年报及 2026 一季报点评：乘风 AI 供电快车道，受益特种业务高景气》(2026 年 5 月 26 日发布)，如您需要报告全文，可联系研究所销售团队：

陈艺丹 18611188969, chenyd@avicsec.com

李裕淇 18674857775, liyuq@avicsec.com

李友琳 18665808487, liyoul@avicsec.com

李若熙 17611619787, lirx@avicsec.com

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637