

科士达（002518.SZ）

数据中心与储能业务双轮驱动，海外业务拓展持续推进

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 其他电源设备 II

◆ 投资评级：优于大市（首次）

证券分析师：	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	执证编码：S0980523050002
证券分析师：	袁阳	0755-22940078	yuanyang2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030002

事项：

随着国产开源大模型日新月异，全球 AI 发展进入加速阶段。算力基础设施投资持续加码，海外方面今日北美四大云服务厂商上调 2026 年资本开支，预计全年资本开支合计约 7200-7600 亿美元，同比增长超过 70%，并且预计 2027 年资本开支将进一步提高。国内方面，腾讯控股发布 2026 年第二季度业绩公告也把当季度资本开支提高至 527.8 亿元，同比增长 176%，环比增长 65%。这一投入主要用于 AI 算力采购、数据中心建设等基础设施领域。

国信电新观点：

1) **数据中心业务是公司最主要的收入和利润来源。**公司提供数据中心基础设施整体解决方案，长期深耕 UPS、精密空调及数据中心配套基础设施，2025 年数据中心业务收入同比增长 14.2%至 31.31 亿元，毛利率达 34.44%，是公司最主要的收入和利润来源。随着 AI 服务器功率密度提升、数据中心扩容及供电系统升级，AI 算力建设打开数据中心业务成长空间。

2) **海外发展贡献业绩弹性，新能源拐点上行。**2025 年境外收入 27.61 亿元，同比+43.5%，占比首次超过境内达 52.39%，海外市场拓展优化盈利结构。全球光伏和储能市场未来也将保持持续增长，带动业绩稳步增长。

3) **投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。**我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 61.5/78.3/96.1 亿元，同比+17%/+27%/+23%；实现归母净利润 7.6/10.6/14.3 亿元，同比+24%/+39%/+36%，当前股价对应 PE 分别为 27.2/19.5/14.4 倍。综合考虑 FCFF 绝对估值和 PE 相对估值结果，我们认为公司合理价值区间为 45.5-49.1 元/股，对应 2026 年动态 PE 约 25.0-27.0 倍，相对当前股价 35.38 元具备约 30%-40%上涨空间。考虑公司 AIDC 及储能业务高景气度、海外市场拓展弹性及盈利释放节奏，首次覆盖可考虑给予“优于大市”评级。

【风险提示】国内数据中心建设节奏不及预期；国内新能源装机需求不及预期；海外客户拓展不及预期；市场竞争加剧；原材料价格大幅上涨。

公司基本情况

科士达成立于 1993 年，2010 年 12 月在深交所主板上市（股票代码 002518），公司深耕电力电子核心技术领域三十余年，构建了数据中心与新能源双主业深度协同的发展格局，是国内 UPS 行业领先企业之一；产品多年市场份额领先，产品销售网络覆盖全球 180 多个国家和地区，累计获得 600 余项自主专利。

公司构建了涵盖 UPS（0.6kVA-1600kVA 全功率段）、高压直流电源（HVDC）、精密空调与温控、微模块、精密配电、蓄电池、机柜、动环监控等全品类产品体系。面向 AI 智算场景，公司推出兆瓦级模块化 UPS（YMK3300，整机效率 98%，HECO 模式 99.2%）、Power Fort 一体化电力模块、IDM 风液融合微模块、Liquix AI 智算液冷 CDU 等关键产品，并前瞻布局 800V HVDC、固态变压器 SST 等下一代产品，把握全球 AI 算力基础设施建设带来的战略机遇。

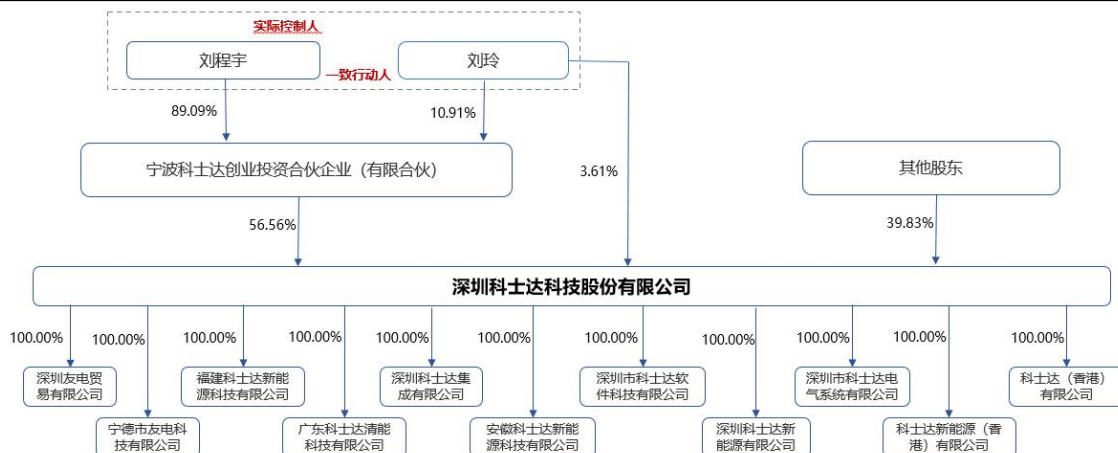
图1：公司发展历程



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，实际控制人为刘程宇、刘玲夫妇。截至 2026 年 Q1 末，公司控股股东宁波科士达创业投资合伙企业（有限合伙）持有公司 56.76% 的股份，其中刘程宇、刘玲分别持有宁波科士达 89.09%、10.91% 的合伙份额，刘程宇担任执行事务合伙人及普通合伙人；此外，刘玲直接持有公司 3.61% 的股份。综上，刘程宇、刘玲夫妇通过宁波科士达间接控制公司 56.76% 的股份，并由刘玲直接持有 3.61% 的股份，合计控制公司 60.37% 的股份，公司控制权较为稳定。

图2：公司持股比例（截至 2026 年一季度末）



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

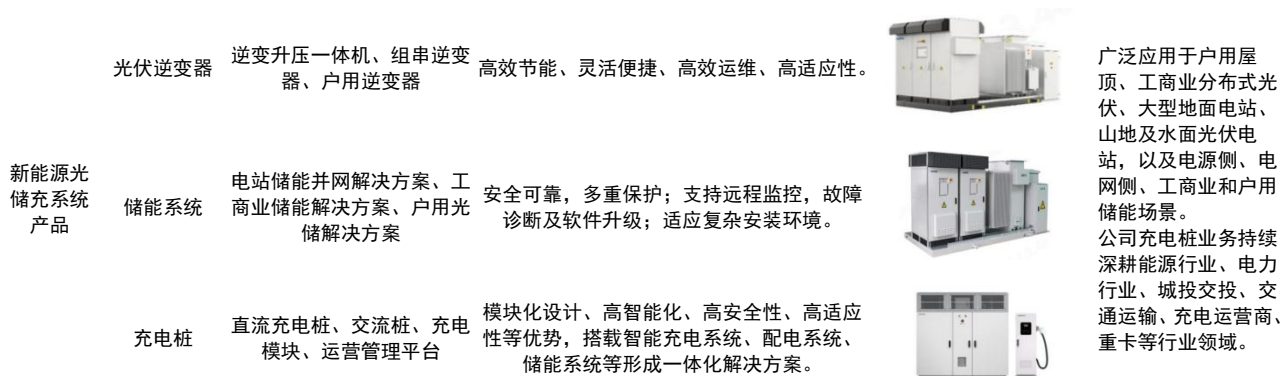
姓名	职务	个人简介
刘程宇	总经理	刘程宇先生，中国国籍，长江商学院 EMBA，硕士。刘程宇先生大学毕业后任福建省霞浦六中教师，1993 年加入深圳科士达科技股份有限公司，历任深圳科士达科技股份有限公司前身福建霞浦科士达电子有限公司及深圳科士达科技发展有限公司董事、总经理、董事长等职务，现任深圳科士达科技股份有限公司董事长、总经理。
刘柏杉	副总经理	刘柏杉先生，中国国籍，本科毕业于墨尔本皇家理工大学。刘柏杉先生毕业后进入深圳科士达科技股份有限公司，现任深圳科士达科技股份有限公司副总经理、新能源业务总经理。
沈文轶	副总经理	沈文轶先生，中国国籍，无境外永久居留权，华中科技大学工学硕士。沈文轶先生曾任职于艾默生网络能源有限公司，现任深圳科士达科技股份有限公司副总经理。
胡巍	副总经理	胡巍先生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于清华大学电机工程与应用电子技术系，并获得电气工程工学硕士。胡巍先生毕业后任职于甘肃省武威市凉州区工业和信息化局，2016 年加入深圳科士达科技股份有限公司，现任深圳科士达科技股份有限公司副总经理。
范涛	副总经理、 董事会秘书	范涛先生（审计委员会委员、薪酬与考核委员会委员）：男，1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，南开大学管理学硕士。曾任职于华为投资控股有限公司、广东豪特曼机床股份有限公司。2016 年至今，任深圳科士达科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。新财富第十四届、第十五届、第十六届、第十八届、第十九届、第二十届金牌董秘、第二十一届金牌董秘，新财富杂志金殿堂成员，深圳市高层次人才。
陈佳	副总经理	陈佳先生，中国国籍，无境外永久居留权，南京航空航天大学工学硕士。陈佳先生曾任职于艾默生网络能源有限公司，现任深圳科士达科技股份有限公司董事、副总经理。
轩芳玉	财务负责人	轩芳玉女士，中国国籍，无境外永久居留权，南开大学经济学硕士，特许金融分析师。轩芳玉女士先后任职于中兴通讯股份有限公司、海能达通信股份有限公司、深圳市宝能投资集团有限公司、深圳市得润电子股份有限公司。现任深圳科士达科技股份有限公司财务负责人。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司持续完善全球化研发、制造及服务体系。目前，公司在深圳、惠州、宁德、宜春、无锡等地布局研发制造基地，并在越南海防建设海外生产基地，形成国内多区域协同、海外产能补充的制造格局。

表2: 公司产品

类别	主要产品	特点	图示	应用领域
UPS 电源	YMK 系列、YDC 系列、YDE 系列、Epower 系列、GP800 系列、Master 系列、EPI 系列	单机功率覆盖 0.6-1600kVA，模块化产品灵活适配，可适用于各类数据中心以及要求高品质连续供电的场景，具有安全可靠、绿色高效、全功率段、智慧灵活、节约成本的特点。		
温控产品	MatrixAir 系列、FocusAir 系列、StationAir 系列、冷量范围覆盖广，支持多种制冷型式，适用 InsertAir 系列、LiquiX 液冷系列及 CDU			广泛应用于金融、通信、互联网、政府机构、轨道交通、工业制造、电力、医疗、教育等众多关键行业和领域，为数据中心的信息安全和稳定可靠运行提供全方位保障。
电池产品	铅酸电池、锂电池	提供阀控式铅酸蓄电池及磷酸铁锂电池双选择，按需匹配。		
一体化解决方案	IDU、IDM、IOU、IDB、一体化电力模块	一体化设计，兼具降低 PUE 与灵活扩容的优势，具备高密度、模块化、安全可靠和运维简单的特点，适应不同规模、不同场景的数据中心需求。		

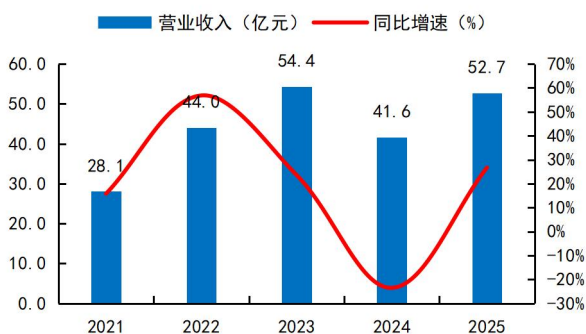


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

受全球新能源行业的波动，2022-2025 年公司整体营收稳定在 40-55 亿区间。2025 年公司实现营业收入 52.70 亿元，同比+26.72%；归母净利润 6.11 亿元，同比+54.97%；扣非归母净利润 5.77 亿元，同比+67.51%。2025 年综合毛利率 28.98%，同比-0.45pct（数据中心毛利率稳健，新能源业务海外占比提升下毛利率改善）；净利率 11.68%，同比+2.19pct；加权 ROE13.36%，同比+4.12pct

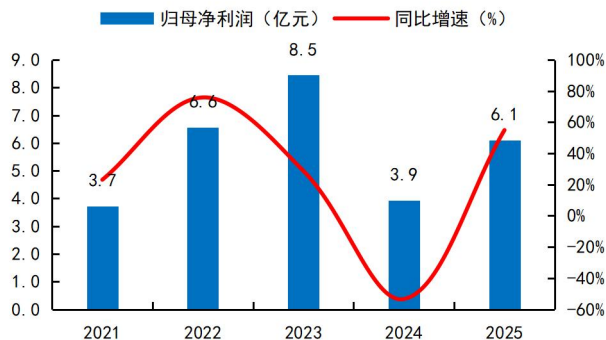
2026 年一季度延续高增长，实现营业收入 12.40 亿元，同比+31.47%；归母净利润 1.39 亿元，同比+24.84%；扣非归母净利润 1.30 亿元，同比+26.06%。

图3：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

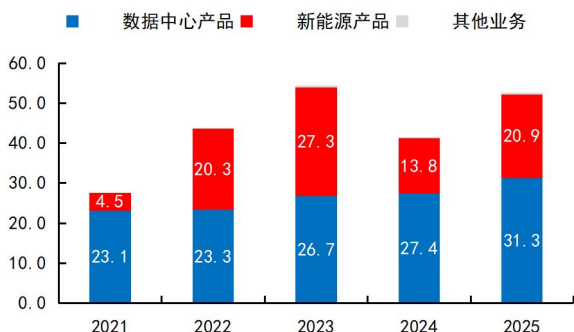
图4：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

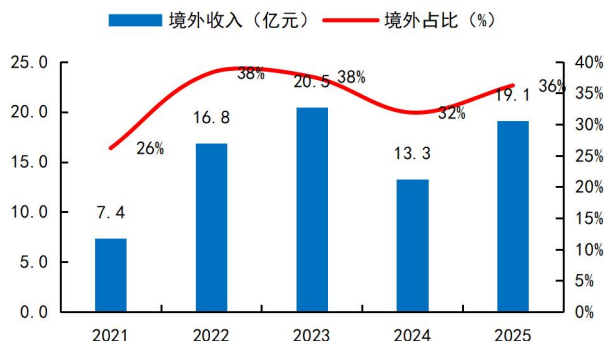
分板块看，2025 年数据中心业务收入 29.55 亿元，同比+13.76%；毛利率 34.53%，同比-0.76pct。光储充业务收入 20.69 亿元，同比+52.01%；毛利率 19.36%，同比+2.73pct，主要受益于海外占比提升带来的结构性改善。海外业务表现亮眼，2025 年境外收入 27.61 亿元，同比+43.5%，占比首次超过境内达 52.39%。现金流持续改善，2025 年经营活动现金流净额 9.11 亿元，同比+85.53%；2026Q1 为 1.13 亿元，同比转正。资产负债率 37.45%，有息负债仅 2.73 亿元，现金及交易性金融资产超 17 亿元，偿债能力强。

图5: 公司分业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司境外收入及占比 (亿元、%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析

1. 成长性分析: 长期保持增长

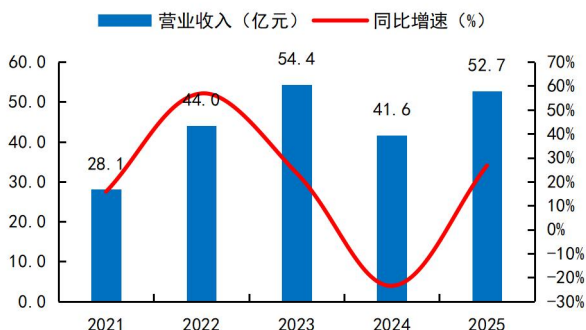
过去5年公司营业收入由28.06亿元增长至52.70亿元, 复合增速约17.1%; 归母净利润由3.73亿元增长至6.11亿元, 四年复合增速约13.1%, 整体保持较快增长, 但期间业绩波动较为明显。

2022—2023年, 受新能源业务快速放量带动, 公司营业收入分别同比增长56.8%和23.6%, 归母净利润分别同比增长75.9%和28.8%; 2024年新能源业务收入明显回落, 公司营业收入同比下降23.5%至41.59亿元, 归母净利润同比下降53.4%至3.94亿元。

2025年, 公司经营恢复, 营业收入同比增长26.7%至52.70亿元, 归母净利润同比增长55.0%至6.11亿元, 但利润规模仍未恢复至2023年的历史高点。

2026年第一季度, 公司实现营业收入12.40亿元, 同比增长31.5%, 延续了2025年以来的收入恢复趋势; 当季归母净利润为1.39亿元, 同比下降24.84%。

图7: 公司营业收入及同比增速 (亿元、%)



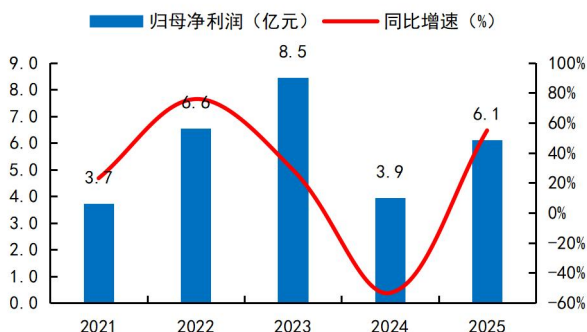
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度营业收入及同比增速 (亿元、%)



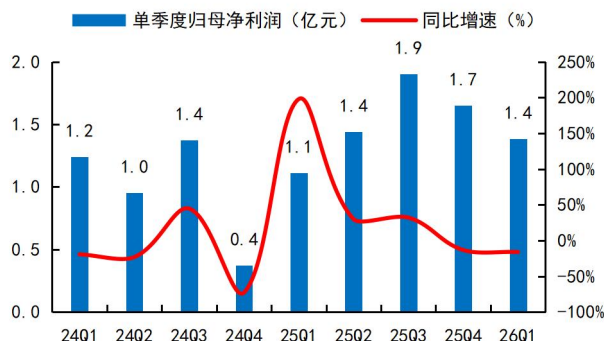
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）

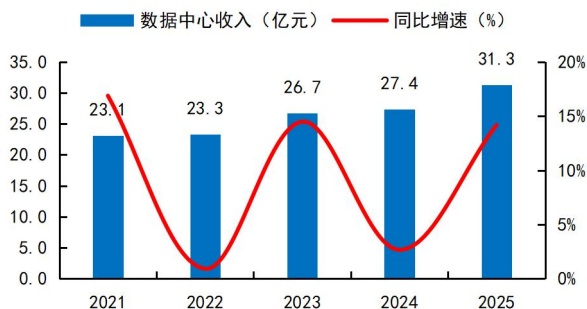


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2. 数据中心业务稳步发展

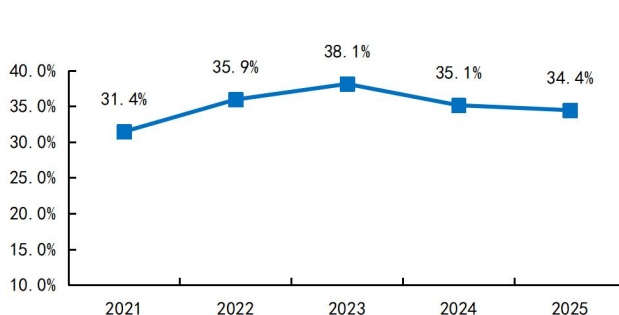
分业务看，数据中心业务构成公司相对稳定的基本盘。2021—2025年，公司数据中心业务收入由23.12亿元增长至31.31亿元，四年复合增速约7.9%，收入占比由82.4%下降至59.4%。其中，2024年数据中心业务在公司整体收入承压的背景下仍同比增长2.7%，2025年进一步同比增长14.2%，体现出较强的经营韧性。盈利能力方面，数据中心业务毛利率由2021年的31.44%提升至2023年的38.11%，随后于2024年和2025年分别回落至35.13%和34.44%；尽管较高点有所下降，仍显著高于公司整体毛利率，是公司盈利能力的重要支撑。

图11：数据中心业务收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：数据中心业务毛利率（%）

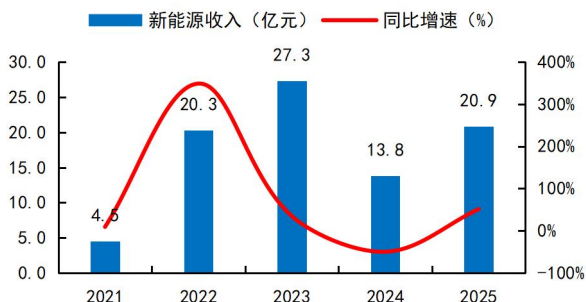


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

3. 新能源业务周期波动突出

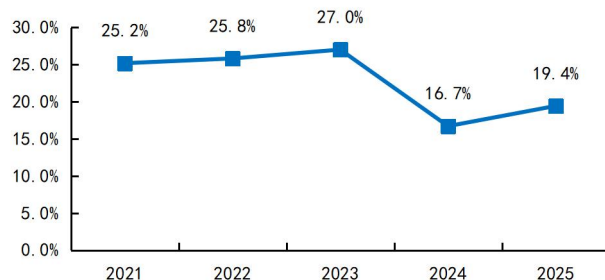
新能源业务成长性突出，但收入及利润贡献具有较强周期波动。2021—2025年，公司新能源业务收入由4.52亿元增长至20.87亿元，四年复合增速约46.6%；其中2022年收入同比增长348.2%至20.26亿元，2023年继续增长34.7%至27.30亿元，成为公司前期收入增长的重要驱动力。2024年该业务收入同比下降49.5%至13.79亿元，是公司当年收入和利润下滑的主要原因；2025年收入同比增长51.3%至20.87亿元，但仍低于2023年水平。同期新能源业务毛利率由2023年的27.00%下降至2024年的16.70%，2025年回升至19.42%，盈利能力有所修复，但距离前期水平仍有一定差距。

图13: 新能源业务收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 新能源业务毛利率（亿元、%）

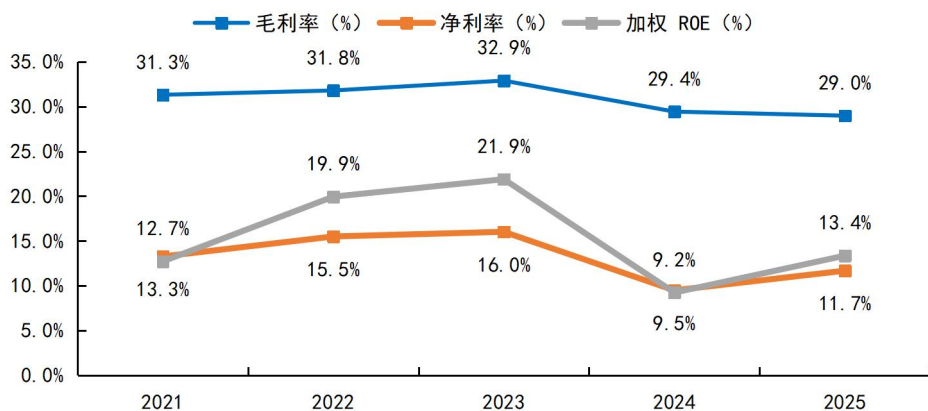


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

4. 盈利能力分析：2025 年利润率修复，仍低于前期高点

公司综合毛利率由 2021 年的 31.31% 逐步提升至 2023 年的 32.89%，2024 年下降至 29.43%，2025 年进一步小幅下降至 28.98%，主要反映新能源业务毛利率仍处于修复阶段。公司净利率和加权 ROE 的波动更加明显：净利率由 2021 年的 13.27% 提升至 2023 年的 16.02%，2024 年下降至 9.49%，2025 年恢复至 11.68%；加权 ROE 同期分别为 12.72%、19.94%、21.89%、9.24% 和 13.36%。2025 年利润增速明显高于收入增速，推动净利率同比提升 2.19 个百分点、ROE 同比提升 4.12 个百分点，但两项指标仍低于 2023 年水平。

图15: 公司毛利率、净利率及 ROE（%）

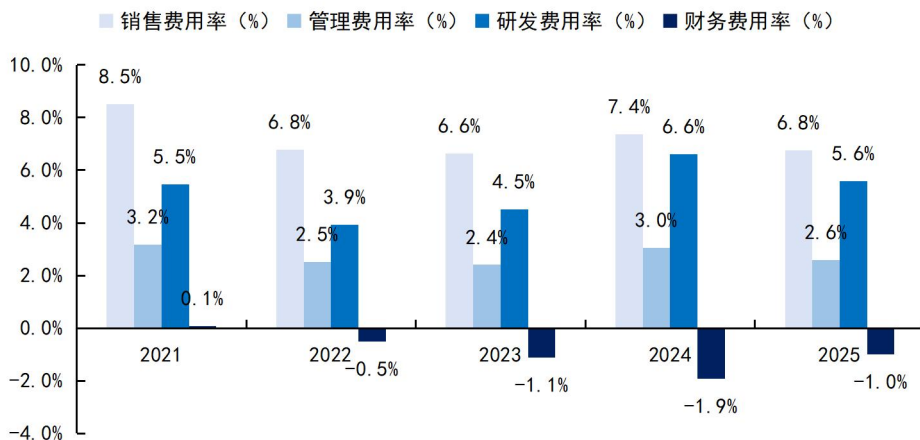


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

5. 期间费用率有所下降

随着营收规模的恢复，2025 年，公司销售、管理及研发费用率分别为 6.77%、2.59% 和 5.58%，较 2024 年分别下降 0.59、0.45 和 1.02 个百分点，三项费用率合计下降约 2.06 个百分点。总体来看，2025 年公司净利润的较快恢复既来自收入增长和新能源业务修复。

图16: 公司期间费用率 (%)

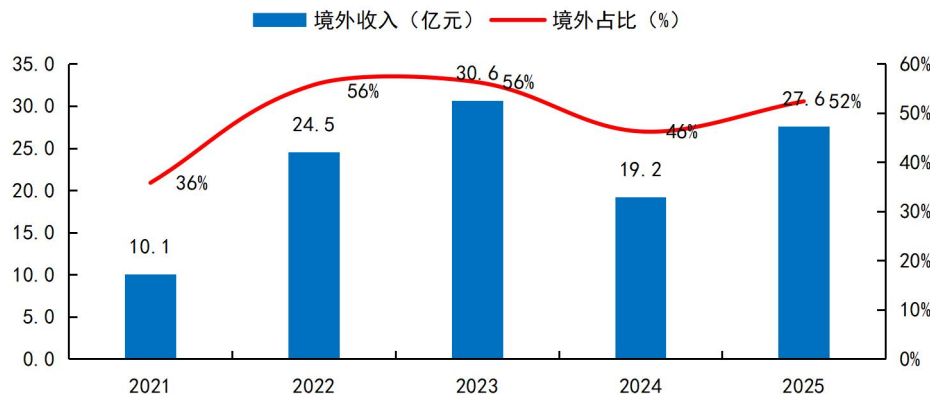


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

6. 海外业务收入占比提升, 成为重要增长来源

公司境外收入由 2021 年的 7.35 亿元增长至 2025 年的 19.09 亿元, 四年复合增速约 26.9%, 占营业收入的比例由 26.2% 提升至 36.2%。2024 年境外收入随新能源业务调整而下降至 13.26 亿元, 2025 年重新增长至 19.09 亿元, 占比同比提升约 4.3 个百分点。海外收入增速总体高于整体。

图17: 公司海外业务收入及占比 (亿元、%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

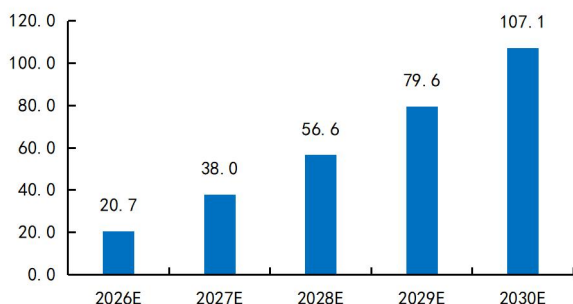
行业介绍

数据中心行业

全球 AI 算力持续扩张。根据我们的预测, 预计 2026-2030 年新增 AI 算力负载 20.7/38.0/56.6/79.6/107.1GW, 2030 年年度新增 AI 算力约为 2026 年的 5.2 倍。国内市场方面, 随着国产芯片渗透率提升以及大模型企业增加资本开支, 国产算力建设有望提速, 预计 2026-2030 年国内新增 AI 算力负载

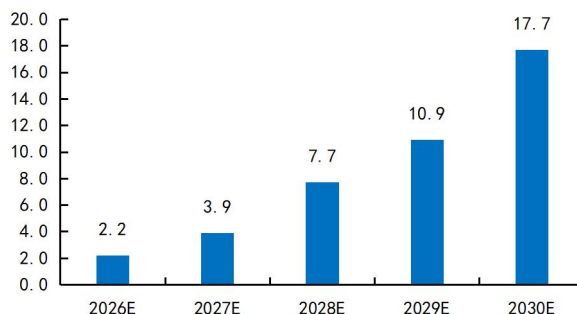
2.2/3.9/7.7/10.9/17.7GW，2030 年年度新增 AI 算力约为 2026 年的 8.0 倍。

图18: 2026–2030 全球 AI 新增算力负载预测（GW）



资料来源：Semi-Analysis，英伟达、谷歌官网，国信证券经济研究所预测

图19: 2026–2030 国内 AI 新增算力负载预测（GW）



资料来源：Semi-Analysis，英伟达、谷歌官网，国信证券经济研究所预测

UPS 即不间断电源，其核心功能是在市电异常或中断时，为负载提供不间断、高质量的电力供应，并同时承担电能质量治理功能，包括稳压、滤波、抑制浪涌、频率偏移调节等。在数据中心场景中，UPS 通常只承担短时桥接供电，为柴油发电机启动赢得时间。

从架构位置看，数据中心供电系统通常包括市电、高压配电设备、变压器、低压配电柜、UPS、备用电池组、机房配电设备等，UPS 位于由外部电网向 IT 负载供电链路中的关键中间环节，它既是备电系统，也是电能质量控制环节。

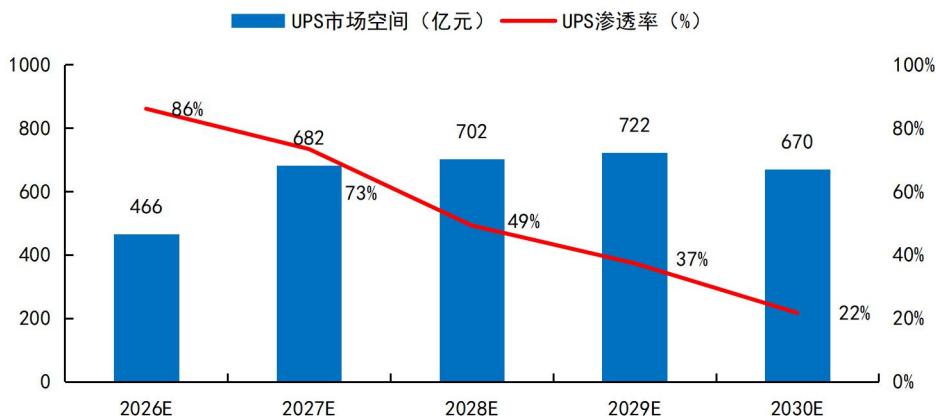
图20: 数据中心电力设备架构示意图



资料来源：硬科技雷达公众号，国信证券经济研究所整理

AI 算力正在把供电系统推向更高电压架构。2025 年英伟达发布 800V HVDC 数据中心电力架构，支持 1MW 以上 IT 机架，并计划自 2027 年前后开启全面生产导入。由于具备更高效率、更低损耗、更小占地、更低建设与运营成本、更高可靠性等优势，高压直流（HVDC）路线渗透率有望持续提高。但存量数据中心设计基于交流分配系统，UPS 与其兼容性极高，且 HVDC 系统生态、标准与运维体系尚未完全成熟，短期来看全球 UPS 市场仍有望维持增长趋势。我们预计 2026–2030 年全球数据中心 UPS 方案渗透率为 86%/73%/49%/37%/22%，UPS 市场规模分别为 466/682/702/722/670 亿元。

图21: 2026-2030 年全球数据中心 UPS 渗透率及市场空间（%、亿元）



资料来源: Semi-Analysis, 英伟达、谷歌官网, 国信证券经济研究所预测

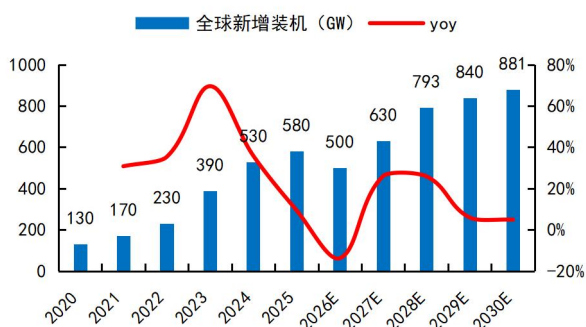
新能源行业

光伏行业

目前, 全球各国均高度重视太阳能光伏产业的发展, 纷纷出台产业扶持政策, 抢占未来新能源时代的战略制高点。在全球各国共同推动下, 光伏产业化水平不断提高, 产业规模持续扩大, 光伏发电已逐步成为促进能源多样化和实现可持续发展的重要能源。根据中国光伏行业协会 CPIA 数据, 全球新增光伏装机总量已从 2013 年的 38.4GW 增长至 2025 年的 580GW, 2013-2025 年复合增长率为 25%; 国内新增光伏装机总量已从 2013 年的 10.9GW 增长至 2025 年的 316.57GW, 2013-2025 年复合增长率为 32%。

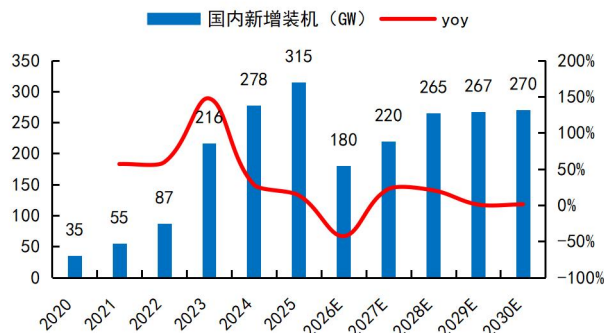
受中国装机需求下滑影响, 2026 年全球光伏新增装机市场预计将阶段性回调, 但需求仍保持高位。自 2027 年起全球新增光伏装机预计将逐年回升, CPIA 预测在一般情景下到 2030 年新增装机将提高至 881GW。结构上, 2026 年中国回调而“非中国亚太+中东非”成为全球增量主力, 欧洲与美洲温和增长; 至 2027 年后全球景气度恢复对区域扩散更为明显。国内方面, 2026 年新增装机需求预计回落至 180GW, 此后重回上升通道, “十五五”年均新增装机 240GW, 2030 年有望达 270GW。随着绿电直连、储能规模化投运与电网配套完善, 国内装机动能预计逐步修复并进入平稳增长轨道。

图22: 全球年度光伏新增装机预测（GW）



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

图23: 国内年度光伏新增装机预测（GW）



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理

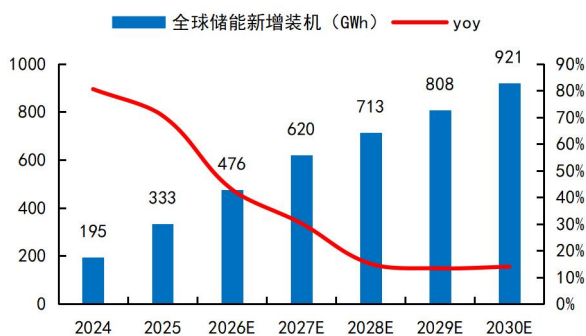
储能行业

根据中国能源研究会储能专委会/中关村储能产业技术联盟（CNESA）全球储能项目库的不完全统计，截至 2025 年底，全球已投运电力储能项目累计装机规模达到 496.2GW，同比增长 33.3%。新型储能累计装机规模达到 278.7GW/687.5GWh，同比分别增长 68.5%/79.9%，其中电池储能占全球新型储能累计装机的约 97%。

根据 CNESA 全球储能数据库的不完全统计，截至 2025 年底，中国已投运电力储能项目累计装机规模达到 213.3GW，同比增长 54%，占全球市场总规模的 43.0%。截至 2025 年底，中国新型储能累计装机规模达到 144.7GW，同比增长 85%；2025 年新增投运新型储能项目规模达到 66.4GW/189.5GWh，同比分别增长 52%/73%。

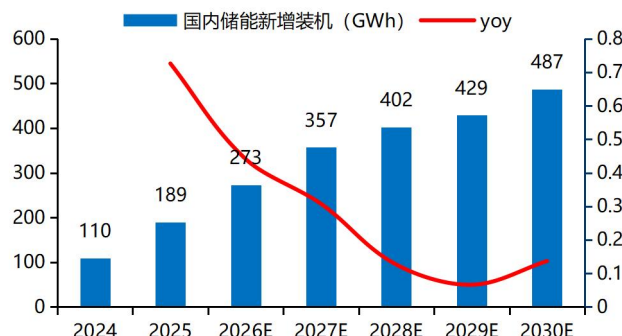
2026–2030 年全球新增新型储能装机延续高增长，到 2030 年新增装机达到 921GWh，2025–2030 年 Cagr 为 21%。区域上，中国始终为最大增量来源，北美与欧洲稳步抬升；结构上，表前大储占比最高，“电网级/独立储能”仍是增长主引擎。国内方面，新增装机同样呈台阶式上行，2026 年约 273GWh，至 2030 年升至约 487GWh，国内驱动因素包括容量电价、现货与辅助服务市场完善带来的可持续收益，以及 AIDC 数据中心配储等新场景打开的增量空间。

图24：全球新增投运新型储能项目规模预测及同比（GWh、%）



资料来源：CNESA，国信证券经济研究所整理

图25：国内新增投运新型储能项目规模预测及同比（GWh、%）



资料来源：CNESA，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司增长的主引擎将由“数据中心电源高端化+海外占比提升”和“储能出海量价与结构修复”双轮驱动。其中，数据中心侧以大功率 UPS 与一体化电力模块放量、客户与区域扩张带动收入与毛利稳步改善；储能侧以欧洲修复+新兴市场扩张、自有渠道与工商业储权重提升，推动收入高增与毛利率回归正常区间。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、智慧电源、数据中心业务：公司营收主要来自不间断电源（UPS）、精密空调、微模块、一体化电力模块、铅酸/锂电池等，下游应用领域包括金融、通信、互联网等。受益于国内外数据中心电力基础设施投入持续增加，公司智慧电源业务有望维持高速增长。我们预计 2026–2028 年智慧电源、数据中心业务收入为 38.4/50.9/63.8 亿元，同比+30%/+33%/+25%，毛利率维持在 34.5%左右。

2、光储充产品及系统：公司现有光伏、储能产品包括集中式光伏逆变器、组串式光伏逆变器、模块化储能变流器、工商业储能系统、户用储能系统等。我们预计 2026–2028 年公司光储充产品及系统收入

20.3/24.4/29.0 亿元，同比-2%/+20%/+19%，毛利率 23.6%/23.6%/23.2%。2026 年光储充业务毛利率有望迎来显著提升，主要原因系海外储能需求旺盛，带动毛利率较高的储能业务收入占比提升；国内光伏装机需求下滑，光伏逆变器产品收入跟随行业同比下滑。

3、其他业务：其他业务包括新能源发电收入、配套产品等。我们预计 2026-2028 年其他业务收入 2.7/3.0/3.3 亿元，同比+10%/+10%/+10%，毛利率维持在 40.0%左右。

费用率及税率：收入规模扩张后费用摊薄效应逐步体现，但海外渠道、交付体系和研发投入仍需持续加强。预计 2026-2028 年销售费用率为 6.80%/6.10%/5.30%，管理费用率为 2.60%/2.30%/2.00%，研发费用率为 5.30%/4.80%/4.20%；所得税率按 15%测算。

表3: 主营业务假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
智慧电源、数据中心					
收入（亿元）	26.0	29.5	38.4	50.9	63.8
同比（%）	4%	14%	30%	33%	25%
毛利率（%）	35.3%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
光储充产品及系统					
收入（亿元）	13.6	20.7	20.3	24.4	29.0
同比（%）	-49%	52%	-2%	20%	19%
毛利率（%）	16.6%	19.4%	23.6%	23.6%	23.2%
其他业务（包括新能源发电收入、配套产品收入等）					
收入（亿元）	2.0	2.5	2.7	3.0	3.3
同比（%）	-16%	23%	10%	10%	10%
毛利率（%）	40.4%	43.3%	40.0%	40.0%	40.0%
合计					
收入（亿元）	41.6	52.7	61.5	78.3	96.1
同比（%）	-24%	27%	17%	27%	23%
毛利率（%）	29.4%	29.0%	31.2%	31.3%	31.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

未来 3 年业绩预测

按上述假设条件，我们得到公司 2026-2028 年营业收入分别为 61.5/78.3/96.1 亿元，归属于母公司净利润分别为 7.6/10.6/14.3 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.82/2.46 元。公司短期盈利弹性主要来自国内外数据中心电源产品及储能产品持续交付，后续需持续跟踪国内外数据中心建设节奏、海外订单落地节奏及电芯成本变化对毛利率的影响。

表4: 公司盈利预测假设条件

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-23.54%	26.72%	16.63%	27.37%	22.72%
营业成本/营业收入	70.57%	71.02%	68.85%	68.69%	68.74%
税金及附加/营业收入	1.43%	1.29%	1.30%	1.30%	1.30%
销售费用/营业收入	7.36%	6.77%	6.80%	6.10%	5.40%
管理费用/营业收入	3.04%	2.59%	2.60%	2.30%	2.00%
研发费用/营业收入	6.60%	5.58%	5.30%	4.80%	4.40%
所得税税率	18.00%	14.89%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

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。

绝对估值：43.7-52.4 元

FCFF 更能体现公司经营现金流与资本开支变化对企业价值的影响，因此我们选择 FCFF 法对公司进行绝对估值。根据以下主要假设条件，得出公司股价合理区间为 43.7-52.4 元/股，对应 2026 年动态 PE 区间为 33.6-40.3 倍，较公司当前股价有 25%-50% 的溢价空间。

表5：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.40	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.20%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.41
公司股价（元/股）	35.38	Ke	10.26%
发行在外股数（百万股）	582	E/(D+E)	90.00%
股票市值（E，百万元）	20599	D/(D+E)	10.00%
债务总额（D，百万元）	200	WACC	9.62%
Kd	4.50%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表6：公司 FCFF 估值表（百万元）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TV
EBIT	931	1316	1745	1902	2188	2516	2768	3044	3349	3684	
所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
EBIT*(1-所得税税率)	792	1119	1483	1617	1860	2139	2352	2588	2846	3131	
折旧与摊销	134	153	173	193	213	233	253	273	293	313	
营运资金的净变动	81	-91	-195	-13	-129	-146	-115	-125	-136	-144	
资本性投资	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	
FCFF	707	881	1161	1497	1644	1925	2191	2436	2703	3000	40157
PV(FCFF)	645	733	881	1037	1039	1110	1152	1168	1183	1197	16027
核心企业价值	26171										
减：净债务	-1590										
股票价值	27761										
每股价值	47.68										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表7：绝对估值的敏感性分析（元/股）

FCFF	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
2.6%	59.55	54.51	50.21	46.50	43.26
2.4%	58.25	53.44	49.32	45.75	42.63
2.2%	57.02	52.43	48.48	45.04	42.03
2.0%	55.87	51.48	47.68	44.37	41.46
1.8%	54.79	50.58	46.92	43.73	40.91
1.6%	53.76	49.72	46.21	43.12	40.39
1.4%	52.80	48.91	45.52	42.54	39.89

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：45.5-49.1 元

公司 2025 年公司实现营业收入 52.7 亿元，同比增长 26.72%；实现归母净利润 6.1 亿元，同比增长 54.97%。2026 年一季度实现营收 12.4 亿元，同比增长 31.47%，归母净利润 1.39 亿元，同比增长 24.84%。近期业绩表明公司已走出 2024 年的低谷，进入新一轮利润修复和增长通道。考虑到公司已具备稳定盈利能力，市场当前对 AIDC 电源、UPS、HVDC、储能 PCS/系统等标的的定价核心仍然围绕未来 1 年盈利兑现，因此我们采用 2027 年动态 PE 对公司进行估值。

从业务相似度出发，我们选择科华数据、盛弘股份、禾望电气、海博思创、上能电气、阳光电源、德业股份作为可比公司。可比公司 2026 年动态 PE 均值为 22.8 倍，2027 年动态 PE 均值为 17.5 倍。

考虑到：1) 受益于海外储能爆发、大客户去库完成，以及 UPS 业务国内外需求提升，公司盈利增长的确定性与斜率较高。2) 公司 2025 年海外收入达到 27.6 亿元，同比+44%，占总营收的比重为 52%；毛利率 30.9%，较国内业务高出近 4 个百分点，公司收入结构持续优化带动盈利质量提升。3) 目前公司以实现“AIDC+储能”双轮驱动，盈利稳定性高于单纯储能企业。综上，我们在可比公司 2027 年平均估值基础上给予公司一定估值溢价，给予公司 2026 年 25.0-27.0 倍 PE，对应合理股价区间约 45.5-49.1 元/股，对应总市值约 264-285 亿元，较当前股价 35.38 元有 30%-40%上涨空间。

表8：可比公司估值（截至 2026 年 8 月 13 日）

代码	公司简称	市值 亿元人民币	归母净利润（亿元）			PE			PB
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E
002335.SZ	科华数据	245	4.2	7.1	10.0	58.6x	34.4x	24.4x	3.8
300693.SZ	盛弘股份	146	4.8	6.1	7.7	30.7x	24.0x	18.9x	6.5
603063.SH	禾望电气	160	5.3	6.9	8.0	30.1x	23.3x	20.0x	2.9
688411.SH	海博思创	388	9.5	20.6	32.7	40.8x	18.9x	11.9x	8.2
300827.SZ	上能电气	153	4.6	7.2	9.2	33.1x	21.4x	16.8x	3.6
300274.SZ	阳光电源	2,437	134.6	153.6	188.0	18.1x	15.9x	13.0x	5.2
605117.SH	德业股份	1,198	31.7	54.8	68.4	37.8x	21.9x	17.5x	12.1
平均值						35.6x	22.8x	17.5x	6.0
002518.SZ	科士达	203	6.1	7.6	10.6	33.3x	26.8x	19.2x	4.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测注：科士达以外其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期

估值结果：45.5-49.1 元

我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 61.5/78.3/96.1 亿元，同比+17%/+27%/+23%；实现归母净利润 7.6/10.6/14.3 亿元，同比+24%/+39%/+36%，当前股价对应 PE 分别为 27.2/19.5/14.4 倍。综合考虑 FCF 绝对估值和 PE 相对估值结果，我们认为公司合理价值区间为 45.5-49.1 元/股，对应 2026 年动态 PE 约 25.0-27.0 倍，相对当前股价 35.38 元具备约 30%-40%上涨空间。考虑公司 AIDC 及储能业务高景气度、海外市场拓展弹性及盈利释放节奏，首次覆盖可考虑给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 45.5-49.1 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- ◆ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，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；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 5.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的国内数据中心电力设备或储能企业比如科华数据、盛弘股份等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的高成长性和海外市场拓展持续推进，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价，最终给予公司 26 年 25.0-27.0 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+17%/+27%/+23%，可能存在对国内数据中心投资力度以及公司海外市场拓展进度偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 31%/31%/31%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计国产芯片渗透率提升，国内数据中心建设在未来三年保持较高增速，若实际建设节奏、市场份额不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受半导体功率元器件、电芯的价格影响较大，我们预计未来 3 年国内外半导体功率元器件、电芯价格均保持相对稳定，若由于市场竞争加剧，数据中心或新能源产品的实际价格或毛利率大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

新能源业务下滑的风险

在实现碳中和、碳达峰的目标与保障能源安全的驱动下，全球新能源光伏及储能行业处于高速发展阶段。面对广阔的发展前景和旺盛的市场需求，行业内主要企业持续扩张产能，同时吸引较多新增市场参与者加入竞争，导致市场竞争加剧，可能对公司未来经营业绩产生不利影响，导致新能源光伏及储能业务存在收入波动以及经营业绩下滑的风险。

客户较为集中的风险

公司与境外知名客户在储能业务方面存在业务合作关系。若未来公司与该客户的储能产品业务合作规模进一步增长，存在公司向该客户销售金额及占比进一步增加的可能性。若未来公司与该客户的合作关系终止或发生变化，或该客户因其自身经营原因、宏观经济环境、地缘政治冲突等因素发生重大不利变化而减少对公司产品的采购，而公司新客户拓展不及预期，将会对公司未来经营业绩产生不利影响。

技术升级迭代的风险

当前数据中心 UPS 行业存在功率密度持续提高、800V 直流方案渗透率提升等新趋势，如果技术升级迭代不及时，公司数据中心 UPS 业务存在市场份额下滑的风险。

知识产权风险

公司通过申请专利、软件著作权等方式对自有技术进行知识产权保护，该等知识产权对公司未来发展具有重要意义，但仍存在关键技术被竞争对手通过模仿或窃取等方式侵犯的风险。同时，公司一贯重视自主知识产权的研发，但仍存在竞争对手或其他利益相关方采取恶意诉讼的策略、阻碍公司正常业务发展的风险。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E	
现金及现金等价物	492	504	1076	1377	1865	营业收入	4159	5270	6147	7829	9608
应收款项	1532	1690	1684	2038	2369	营业成本	2935	3743	4232	5378	6605
存货净额	1049	955	1095	1287	1579	营业税金及附加	59	68	80	102	125
其他流动资产	480	457	423	538	660	销售费用	306	357	418	478	519
流动资产合计	4188	4866	5532	6504	7751	管理费用	126	136	160	180	192
固定资产	1294	1405	1581	1737	1874	研发费用	275	294	326	376	423
无形资产及其他	258	252	242	232	222	财务费用	(80)	(52)	(15)	(15)	(22)
其他长期资产	1444	1338	1229	1566	1922	投资收益	9	11	10	10	10
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产信用减值及公允价值变动	(119)	(48)	(50)	(130)	(80)
资产总计	7185	7861	8585	10041	11770	其他收入	41	39	(10)	40	0
短期借款及交易性金融负债	290	170	200	200	200	营业利润	469	727	897	1251	1697
应付款项	1679	2011	2021	2433	2819	营业外净收支	13	(3)	0	0	0
其他流动负债	214	276	327	412	500	利润总额	481	723	897	1251	1697
流动负债合计	2466	2651	2855	3437	4000	所得税费用	87	108	134	188	255
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	5	4	6	8
其他长期负债	287	296	315	353	394	归属于母公司净利润	394	611	758	1057	1434
长期负债合计	287	296	315	353	394	现金流量表（百万元）					
负债合计	2753	2947	3170	3790	4394	2020	2025	2026E	2027E	2028E	
少数股东权益	83	88	92	98	107	净利润	394	611	758	1057	1434
股东权益	4349	4827	5323	6152	7269	资产减值准备	(36)	(18)	(20)	(60)	(30)
负债和股东权益总计	7185	7861	8585	10041	11770	折旧摊销	97	102	134	153	173
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(1)	(2)	0	0	0
2024	2025	2026E	2027E	2028E		财务费用	(80)	(52)	(15)	(15)	(22)
每股收益	0.68	1.05	1.30	1.82	2.46	营运资本变动	(368)	254	81	(91)	(195)
每股红利	0.23	0.45	0.39	0.54	0.74	其它	405	(36)	18	80	47
每股净资产	7.61	8.44	9.30	10.74	12.67	经营活动现金流	491	911	971	1140	1429
ROIC	9%	14%	20%	27%	31%	资本开支	(167)	(191)	(300)	(300)	(300)
ROE	9%	13%	15%	18%	21%	其它投资现金流	(935)	(482)	118	(326)	(346)
毛利率	29%	29%	31%	31%	31%	投资活动现金流	(1102)	(674)	(182)	(626)	(646)
EBIT Margin	11%	13%	15%	17%	18%	权益性融资	(4)	1	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	17%	19%	20%	负债净变化	(170)	24	30	0	0
收入增长	-24%	27%	17%	27%	23%	支付股利、利息	(379)	(138)	(262)	(227)	(317)
净利润增长率	-53%	55%	24%	39%	36%	其它融资现金流	(170)	24	30	0	0
资产负债率	38%	37%	37%	38%	37%	融资活动现金流	(473)	(59)	(217)	(213)	(295)
息率	0.7%	1.3%	1.1%	1.6%	2.1%	现金净变动	(1084)	178	572	301	488
P/E	51.7	33.4	26.9	19.3	14.2	货币资金的期初余额	1552	492	504	1076	1377
P/B	4.6	4.1	3.8	3.3	2.8	货币资金的期末余额	492	504	1076	1377	1865
EV/EBITDA	41.7	30.1	22.1	16.5	12.9	企业自由现金流	(63)	737	707	881	1161
						权益自由现金流	(167)	806	750	894	1180

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