爱科赛博（688719.SH）

测试电源老牌企业，AIDC与高端工业电源打开成长空间

无评级

核心观点

三季度营收同比增长79.0%，归母净利润同比扭亏。前三季度公司实现营业收入7.03亿元，同比+15.6%；归母净利润-0.11亿元，同比亏损大幅收窄；毛利率39.6%，同比+9.0pct。第三季度实现营业收入2.88亿元，同比+79.0%、环比+12.6%；归母净利润0.05亿元，同比实现扭亏；毛利率39.3%，同比+6.4pct、环比-2.6pct。三季度收入确认明显提速，在收入规模增长及产品结构优化、成本管控带动毛利率同比提升的共同作用下，公司单季度盈利能力明显改善。

深耕特种电源与测试电源三十年，积极拓展高端场景。公司由特种电源起步，逐步形成测试电源、特种电源和电能质量控制设备三大业务体系。2025年测试电源实现收入6.29亿元，占主营业务收入约71%，已成为公司最主要收入来源；公司在大功率电力电子变换、高精度控制及能量回馈等领域具备长期技术积累。公司测试电源当前主要用于新能源场景，正积极向AIDC、半导体、可控核聚变等高端领域拓展。

AIDC供电架构升级，公司有望较快导入。测试电源主要用于各类电力设备的研发、出厂两大环节，全球市场空间约为250亿元，未来十年CAGR约为7%，当前美国、日本、台资企业占据主导地位。我们估算，当前AIDC测试电源市场空间约为30-35亿元，未来三年有望保持高增，2025年以来头部企业致茂电子月度收入屡创新高。随着供电架构的持续升级，AIDC测试电源对于大功率、解决方案、复杂系统的需求日益提升，公司有望较快导入。

公司高度重视AIDC业务发展，新品与股权激励陆续落地。公司高度重视AIDC业务发展，产品端已形成交直流1.5MW单机、直流2500V等产品，并于2026年6月推出MW级电源高动态可回馈测试平台，可覆盖交流源载、800V/±400V直流源载及DC 54V-800V负载侧测试，满足高功率、高压直流及高动态测试需求。9月公司落地新一期股权激励，其中AIDC板块收入考核目标积极。

风险提示：新能源测试需求不及预期，AIDC产品市场开拓不及预期，市场竞争加剧及产品价格下降，海外市场拓展不及预期。

投资建议：我们预计公司2026-2028年营业收入分别为11.43/15.67/19.66亿元，同比增长26.6%/37.1%/25.5%；归母净利润分别为0.25/1.27/2.23亿元，2026年实现扭亏为盈，2027-2028年同比增长400.2%/75.4%。首次覆盖，无评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	935	903	1,143	1,567	1,966
（+/-%）	13.2%	-3.5%	26.6%	37.1%	25.5%
净利润（百万元）	68	-45	25	127	223
（+/-%）	-50.9%	-166.1%	-156.5%	400.2%	75.4%
每股收益（元）	0.59	-0.39	0.22	1.10	1.93
EBIT Margin	5.7%	-6.9%	1.9%	9.0%	13.2%
净资产收益率（ROE）	3.8%	-2.6%	1.5%	7.1%	11.5%
市盈率（PE）	72.9	-110.3	195.3	39.0	22.3
EV/EBITDA	76.5	-166.9	74.1	30.6	19.9
市净率（PB）	2.79	2.93	2.89	2.70	2.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·其他电源设备II

证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

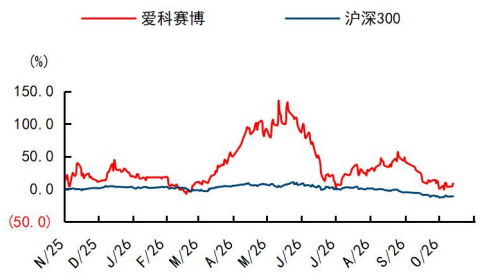
证券分析师：王晓声
010-88005231
wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

证券分析师：刘聪妍
0755-81981813
liucongyan@guosen.com.cn
S0980526100003

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	42.97元
总市值/流通市值	4958/4132百万元
52周最高价/最低价	95.61/36.18元
近3个月日均成交额	202.78百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

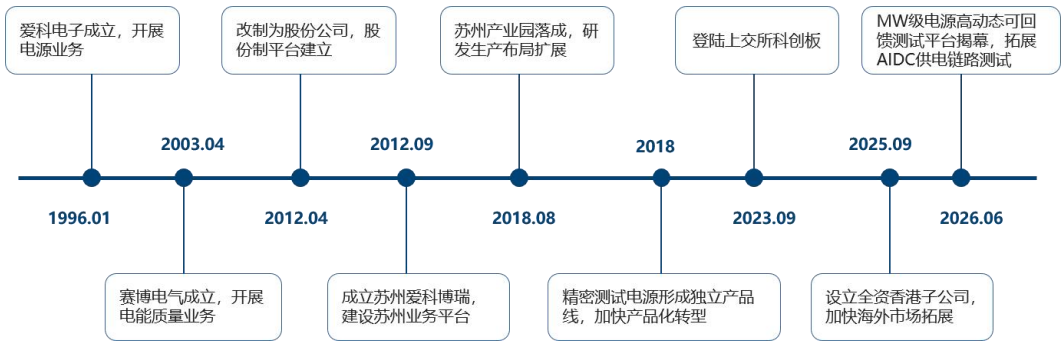
深耕电力电子技术三十年，打造测试电源系列产品

业务边界持续拓展，测试电源逐步成为核心产品。公司前身为 1996 年成立的爱科电子，成立初期航空地面静变电源等特种电源是公司核心产品。2003 年，公司成立赛博电气，正式将业务拓展至电能质量控制领域，形成电源与电能质量两大业务方向。2012 年，公司完成股份制改造，成立西安爱科赛博电气股份有限公司；同年设立全资子公司苏州爱科博瑞，开始完善华东地区业务布局。2018 年，苏州电力电子产业园落成，研发、制造及客户服务能力进一步增强。

起家于特种电源，新能源推动测试电源业务发展壮大。随着新能源测试需求快速增长，公司在原有特种电源项目基础上持续拓展测试电源业务。2018 年以来，公司进一步推进业务由项目定制型向产品化、平台化转型，将原有精密测试电源项目类业务独立形成产品线，并持续丰富产品系列。此后，测试电源逐渐成长为公司核心业务。

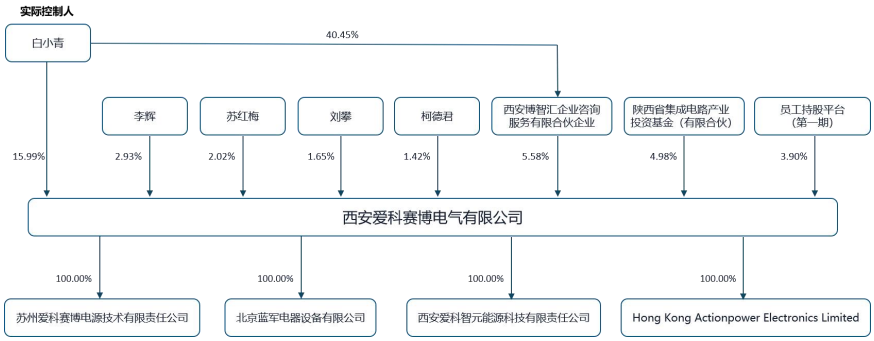
持续深耕电源技术，拓展 AIDC 等高端场景。2023 年 9 月，公司登陆上交所科创板，资本实力和研发投入能力进一步增强。上市后，公司继续围绕高功率、高精度电力电子变换与控制技术拓展应用边界，在巩固新能源测试、通用测试、特种装备及电能质量业务的基础上，持续向 AIDC 供电链路测试、半导体工业电源、可控核聚变等高端场景延伸；2025 年设立香港全资子公司，加快海外市场拓展，2026 年 6 月推出 MW 级电源高动态可回馈测试平台，进一步完善面向 AIDC 供电链路的测试能力。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司股权结构（截至 2026 年二季度末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，员工持股平台持续绑定核心人才。截至 2026 年 6 月底，公司董事长、总经理白小青直接持有公司 15.99%股份；白小青配偶王琳直接持有公司 0.67%股份；员工持股平台西安博智汇持有公司 5.58%股份，白小青持有其 40.45%合伙份额并担任执行事务合伙人。综上，白小青、王琳合计控制公司 22.24%股份，为公司实际控制人。公司股权结构整体稳定，实控人长期参与公司经营管理，对公司战略规划、研发体系建设及业务拓展具有较强影响力。此外，公司另设第一期员工持股计划，截至 2026 年 6 月底占总股本 3.90%，有助于进一步绑定核心管理及技术团队利益。

表1：公司主要高管

姓名	职务	个人简介
白小青	董事长，总经理	男，1966 年出生，硕士研究生学历。曾任原航空航天部 623 研究所助理工程师、西安交通大学科研助理，1996 年创办公司并长期担任董事长、总经理，现兼任测试电源事业部总经理。
高鹏	副总经理	男，1983 年出生，硕士研究生学历，中级工程师。2007 年加入公司，历任研发工程师、产品经理、电能质量事业部总经理等职，现兼任苏州爱科赛博常务副总经理、智能配网事业部总经理。
张建荣	副总经理	男，1976 年出生，硕士研究生学历。长期任职于公司，历任工程师、产品经理、产品线总监、高端装备事业部总经理、董事会秘书等职，现兼任特种装备事业部总经理。
韩敏	副总经理	女，1981 年出生，硕士研究生学历。曾任维谛技术（原艾默生网络能源）软件经理、项目经理，2015 年加入公司，历任技术中心副总监、运营中心总监等职，现负责供应链及运营管理工作。
李春龙	副总经理，总工程师，首席技术专家	男，1977 年出生，博士研究生学历，曾在深圳大学从事博士后研究，并赴美国俄亥俄州立大学访问交流。2010 年加入公司，历任系统工程师、技术专家、副总工程师等职，现任总工程师、首席技术专家。
康丽丽	财务负责人，董事会秘书	女，1986 年出生，本科学历，现攻读硕士研究生。2012 年加入公司，历任标准化工程师、证券事务代表、销售管理部经理、董事会秘书等职，具有公司经营管理及证券事务工作经验。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司 2026 年限制性股票激励计划业绩考核目标

考核年度	营业收入目标值	营业收入触发值	AIDC 测试电源收入目标值	AIDC 测试电源收入触发值
2026 年	16 亿元	13 亿元	1.5 亿元	1.0 亿元
2027 年	较 2026 年增长 15%	较 2026 年增长 10%	较 2026 年增长 120%	较 2026 年增长 100%
2028 年	较 2026 年增长 25%	较 2026 年增长 20%	较 2026 年增长 320%	较 2026 年增长 300%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

近期推出股权激励计划，AIDC 板块收入预期高增。2026 年 9 月，公司推出新一期限制性股票激励计划，并于 9 月 30 日以 31.20 元/股的价格向 149 名激励对象授予 400 万股限制性股票，占授予时公司总股本的 3.47%。激励计划将 2026-2028 年的营业收入或 AIDC 测试电源收入作为公司业绩考核指标，体现公司对 AIDC 业务拓展的重视和信心。

公司形成测试电源、特种电源和电能质量控制设备三大主营业务，定制化特征显著。测试电源主要服务于新能源、新能源汽车、AIDC 及科研检测等领域，为被测设备提供可控的电网、电源及负载模拟环境；特种电源面向航空航天、轨道交通、粒子加速器、可控核聚变等高可靠、高动态应用场景；电能质量控制设备则主要用于谐波、无功、三相不平衡及电压质量治理。公司产品普遍具有高功率、高精度、高动态及较强定制化特征，并依托共性的电力电子技术平台实现不同下游场景间的快速复制和拓展。

表3：公司主要产品

类别		主要产品	作用	图示	应用领域
测试电源	通用测试电源	可编程交流测试电源、可编程直流测试电源、双向交直流测试电源、电网模拟器、电池模拟器、光伏阵列模拟器等	模拟电网、电池、光伏组件及其他电源的电气特性，为被测设备提供电压、电流、频率及动态工况可控的测试环境		新能源发电、储能、新能源汽车、AIDC、航空电子、科研检测等
	专用测试电源及测试系统	光伏逆变器测试系统、储能变流器测试系统、储能电池测试系统、OBC/DC-DC 测试系统、电驱测试系统等	面向特定被测产品，将电源、负载、测量及控制设备集成为测试平台，实现复杂工况模拟及自动化测试		
	电子负载	交流电子负载、直流电子负载、回馈型电子负载、高动态电子负载等	模拟被测设备的实际负载特性，用于测试输出能力、动态响应及稳定性；部分产品可实现能量回馈		
特种电源	专用特种电源	航空地面静变电源、轨道交通电源、粒子加速器电源、聚变装置电源等	根据特定装备的供电需求，将输入电能转换为具有特定电压、电流、频率、波形及动态特性的高品质电能		航空航天、轨道交通、粒子加速器、可控核聚变、科研试验及高端工业装备等
	定制特种电源	定制 AC/DC 电源、DC/DC 电源、高压大功率电源及其他定制电源系统	根据客户在功率、精度、动态响应、可靠性及环境适应性等方面的特殊要求进行定制开发		
电能质量控制设备	通用电能质量控制设备	有源电力滤波器（APF）、静止无功发生器（SVG）、综合滤波补偿装置等	治理电网中的谐波、无功及三相不平衡，提高用户侧供电质量和设备运行可靠性		
	配网电能质量控制设备	配网 SVG、配网综合电能质量治理装置、电压治理装置等	面向配电网开展无功补偿、电压调节、谐波及三相不平衡治理，提高配网运行质量		公共配电网、工业制造、轨道交通、数据中心、半导体、建筑楼宇等
	定制电能质量控制设备	面向轨交、工业、数据中心等场景的定制化电能质量治理装置及系统	根据特殊负载及复杂电网环境进行系统设计，实现多种电能质量问题的综合治理		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 测试电源业务：新能源测试构筑基本盘，AIDC 拓展新增量

测试电源为电力电子设备研发、生产及认证提供关键测试环境。公司测试电源业务由传统特种电源项目类业务逐步发展而来，并于 2018 年形成独立产品线。测试电源通过模拟电网、电源、电池、光伏组件及负载等不同电气特性，对被测设备在不同电压、电流、频率及动态工况下的性能、可靠性和安全性进行验证。随着新能源、电动汽车及新型电力系统快速发展，电力电子设备逐步向高功率、高电压及双向能量流动方向演进，对测试设备的功率等级、控制精度、动态响应及能量回馈能力提出更高要求。

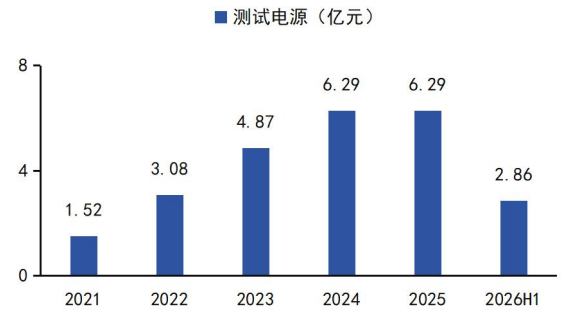
公司测试电源产品体系持续完善，覆盖通用测试、专用测试及电子负载等多个环节。公司测试电源主要包括通用测试电源、专用测试电源及测试系统、电子负载等产品，可根据不同应用需求提供从单机设备到系统级测试解决方案。其中，专用测试电源及测试系统主要面向新能源设备、汽车电子等复杂测试场景；电子负载产品则通过模拟实际负载工况，实现设备性能验证，并可通过能量回馈降低测试过程中的能源消耗。依托长期积累的大功率电力电子变换、高精度控制及能量回馈技术，公司产品具备高功率密度、高动态响应和较强系统集成能力。

新能源测试推动业务快速成长，测试电源成为公司收入贡献最大的业务板块。随着光伏、储能及新能源汽车产业快速发展，公司测试电源业务规模持续扩大。2025 年公司测试电源实现营业收入 6.29 亿元，同比增长 0.1%，占主营业务收入比重

约 71%；毛利率为 34.2%，同比下降 3.5pct，主要受新能源测试市场竞争加剧、产品价格承压等因素影响。2026 年上半年公司测试电源实现营业收入 2.86 亿元，毛利率回升至 43.1%，盈利能力明显修复。公司目前已覆盖光伏逆变器、储能 PCS、储能电池以及新能源汽车 OBC、DC/DC、电驱等关键设备测试需求，并积累华为、比亚迪、南德认证等代表性客户。

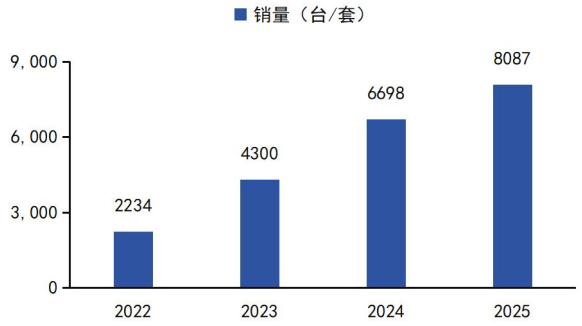
公司持续推进产品升级，高功率测试能力向 AIDC 等新兴领域延伸。截至 2026 年上半年，公司专用测试电源已形成交直流 1.5MW 单机及直流 2500V 系列产品，通用测试电源功率范围覆盖 1kW 以下至单机 750kW，形成较为完整的大功率测试产品矩阵。2026 年 6 月，公司进一步推出 MW 级电源高动态可回馈测试平台，以 PRL 系列直流高动态回馈负载为核心，集成 PRA-A 系列可编程交流产品和 PRA-D 系列可编程直流产品，可覆盖交流源载、800V/±400V 直流源载及 DC54V-DC800V 负载侧测试。随着 AIDC 供电链路向高功率、高压直流方向演进，公司测试能力进一步向 MW 级及高动态场景拓展。

图3：公司测试电源业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司测试电源销量（台/套）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司测试电源业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司 MW 级 AIDC 电源高动态可回馈测试平台核心设备



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 特种电源业务：深耕高壁垒场景，拓展高端应用

特种电源主要面向高可靠、高精度及高动态供电需求场景。公司依托电力电子变换与控制技术积累，形成专用特种电源和定制特种电源两类产品，主要应用于航空航天、轨道交通、粒子加速器及其他高端科研和工业装备。相较于通用电源，特种电源通常需要针对具体设备及工况进行定制开发，对输出精度、动态响应、稳定性及环境适应能力要求更高。

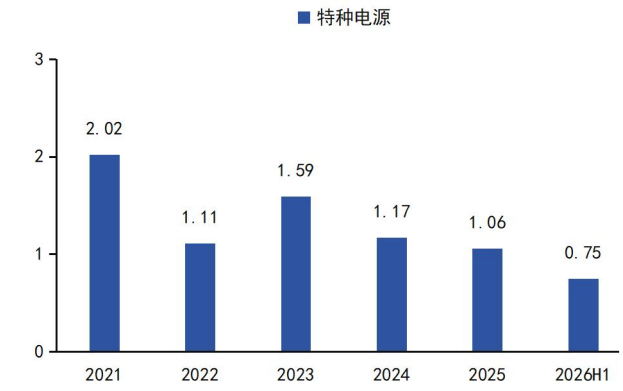
公司在航空保障、轨道交通及科研装备等领域具备较深技术积累。公司早期从特种电源业务起步，航空地面静变电源等产品构成发展初期的重要业务基础，随后

逐步将产品拓展至轨道交通、粒子加速器等应用场景。经过长期积累，公司在大功率电力电子变换、高精度控制及复杂工况适配方面形成较强技术基础，为后续向更高技术门槛的工业及科研装备领域延伸提供支撑。

特种电源是公司测试电源之外的重要收入来源。2025 年公司特种电源实现营业收入 1.06 亿元，同比下降 10.0%，占主营业务收入约 11.9%，毛利率 26.2%；2026 年上半年实现营业收入 0.75 亿元，占主营业务收入约 18.2%，毛利率 33.9%。该业务下游项目差异较大，收入及盈利水平受产品结构、项目实施及验收节奏影响较为明显。

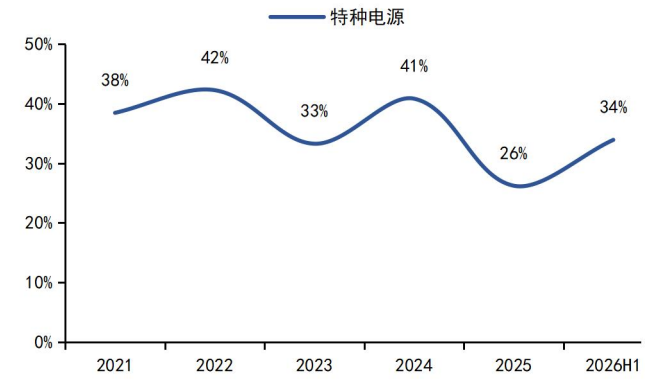
拓展半导体、可控核聚变等高端领域，部分产品已进入产业化阶段。2026 年上半年，公司高稳定度、高精度射频发生系统及高动态宽范围智能弧管理等离子体电源关键技术已进入小批量生产阶段，先进脉冲发生技术仍处于验证阶段；可控核聚变及加速器电源相关的高精度、高稳定性直流稳流技术已在加速器产品中实现大批量生产，公司正持续推进该技术向可控核聚变等前沿科研场景拓展。随着半导体设备国产化推进及可控核聚变工程化加速，高精度、高动态、高可靠电源系统需求有望持续增长，公司特种电源业务有望进一步向高附加值应用延伸。

图7：公司特种电源营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司特种电源业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 电能质量业务：配网治理为基，AIDC 等新场景拓展

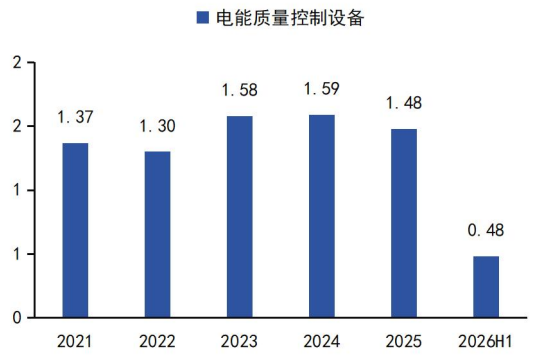
电能质量控制设备主要用于改善供配电系统电能质量，产品体系覆盖通用、配网及定制化应用。公司产品主要解决电压与电流谐波、无功、三相不平衡、波动与闪变以及电压暂降等问题，保障配电网及用户电气设备安全、可靠、高效运行。公司是国内较早从事有源电能质量控制设备的企业之一，参与的“供用电系统谐波的有源抑制技术及应用”项目曾获国家科技进步二等奖，并参与低压有源电力滤波器、静止无功发生器等行业标准制定；目前产品广泛应用于电力配网、数据中心、轨道交通、石油冶金、智能建筑及新能源等领域。

收入阶段性承压，上半年毛利率有所修复。2025 年公司电能质量控制设备实现营业收入 1.48 亿元，同比下降 7%，毛利率为 20.7%，同比下降 5.9pct，主要受国内市场竞争加剧、产品价格承压以及部分项目实施和验收节奏影响。2026 年上半年公司该业务实现营业收入 0.48 亿元，同比下降 34.8%，占主营业务收入约 11.8%，毛利率回升至 28.2%。

公司持续推进 SiC 器件在电能质量控制产品中的应用，产品向高功率密度及 AIDC 等新场景延伸。公司围绕基于宽禁带器件的高功率密度电能质量综合治理产品开

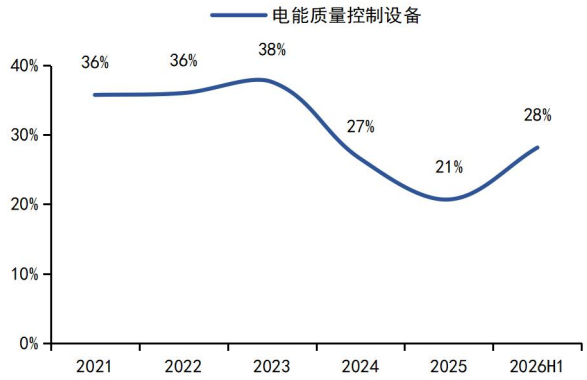
发，采用 SiC 器件开发小型化、高功率密度、高补偿率的 V 系列产品，重点面向 AIDC、配网、半导体制造、钢铁、轨道交通及楼宇建筑等应用场景。随着高功率密度负载增加以及数据中心、先进制造等领域对供电质量要求提升，公司电能质量控制设备应用边界有望进一步拓展。

图9：公司电能质量控制设备营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司电能质量控制设备毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **海外业务：渠道建设加快，欧亚市场逐步拓展**

公司海外业务仍处于起步阶段，但近年来拓展节奏明显加快。2025 年公司境外主营业务收入为 1647 万元，同比增长 259.2%，占主营业务收入约 1.9%；境外业务毛利率为 67.3%，显著高于境内水平。2026 年上半年公司境外收入已经达到 1001 万元，占公司收入约 2.4%。公司已在香港设立全资子公司，作为海外业务拓展和运营平台，并持续完善海外销售及服务网络。

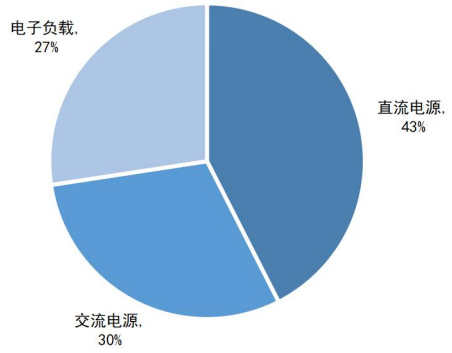
公司通过本地代理持续完善海外渠道，测试电源是当前海外拓展的重点产品方向。2025 年，公司先后联合德国、韩国本地合作伙伴参加海外展会，并于 12 月举办海外代理商大会，来自欧亚十多个国家和地区的核心代理商参会。公司重点展示 MIX、PRE20、PRD 以及 ATE 测试系统等产品，在欧洲重点推广新能源汽车测试解决方案，在韩国进一步面向半导体、消费电子、汽车及工业等测试场景。随着本地渠道和服务体系逐步完善，海外业务有望成为测试电源新的增量来源。

测试电源行业分析：全球市场空间约 250 亿元，海外老牌企业主导

测试电源主要用于各类电力设备的研发、出厂两大环节。测试电源是各类电产品在研发、验证、下线认证与老化环节必需的设备，功能是输出可编程的电压/电流、模拟各种工况，并精确测量被测对象的响应，按具体用途可以进一步划分为可编程交直流电源、交直流电子负载、源载一体机、自动化测试系统等，是 AIDC 场景各类电力设备的重要辅助工具。

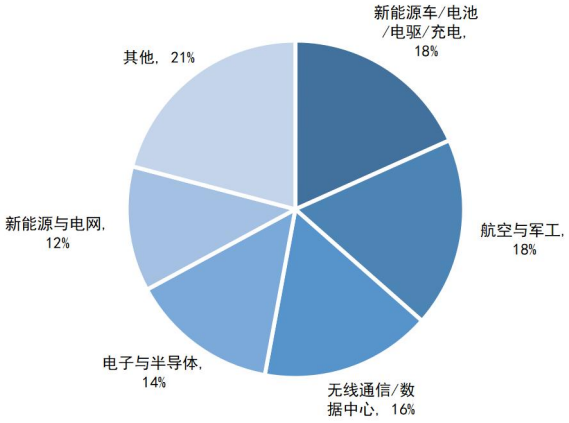
测试电源全球市场空间约为 250 亿元，未来十年保持较高增速。根据 Dataintelo，2025 年全球可编程电源和电子负载市场空间约为 37.6 亿美元（约 250 亿元），2025-2034 年 CAGR 为 7.2%，2034 年市场空间将达到 70.9 亿美元。从产品类型看，测试电源包括直流电源、交流电源和电子负载，从下游行业看，新能源相关占比高达 30%、航空与军工占比 18%、通信/数据中心/电子/半导体占比 30%。

图11：2025 年全球测试电源分产品类型结构（单位：%）



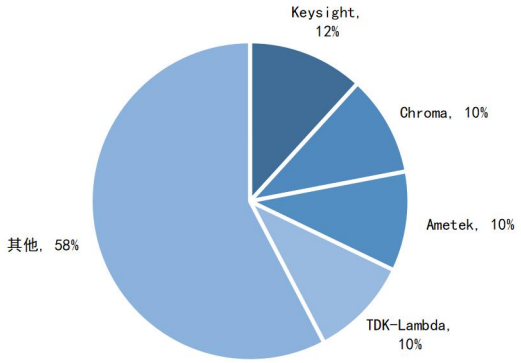
资料来源：Dataintelo，国信证券经济研究所整理

图12：2025 年全球测试电源分下游行业结构（单位：%）



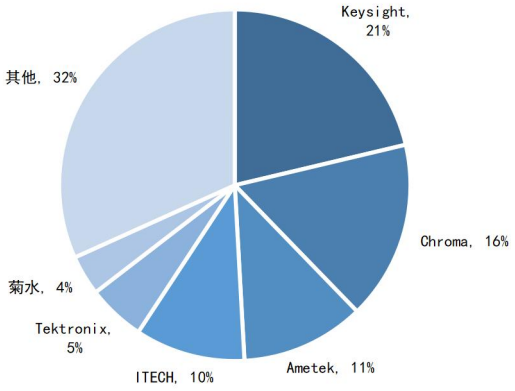
资料来源：Dataintelo，国信证券经济研究所整理

图13：2025 年全球测试电源竞争格局（单位：%）



资料来源：Dataintelo，国信证券经济研究所整理

图14：2024 年全球电子负载竞争格局（单位：%）



资料来源：Report Prime，国信证券经济研究所整理

老牌企业占据主导地位，爱科赛博市场份额较低。从竞争格局看，全球测试电源头部企业主要来自美国、日本、中国台湾，2025 年前四名分别为 Keysight、Chroma、Ametek、TDK-Lambda，CR5 为 42%；其中电子负载头部企业包括 Keysight、Chroma、

Ametek、ITECH 等。从收入体量看，包括科威尔、爱科赛博在内的企业全球市场份额大约为 1%-3%。

表4：全球测试电源主要企业概况

名称	所属国家/地区	成立时间	上市情况	简介
Chroma（致茂电子）	中国台湾	1984	台证所 2360.TW	全球测试电源龙头，目前已成为全球少数具备“量测+智动化”能力的厂商，全球设有 14 家分公司、81 家代理经销网络，产品应用于半导体、光学、电力电子、新能源车等领域。
AMETEK（阿美泰科）	美国	1930	纽交所 AME	全球领先的电子仪器与机电设备制造商，旗下拥有 EIG（电子仪器集团）和 EMG（机电集团），可编程电源事业部隶属于 EIG，汇聚 Sorensen、Elgar、California Instruments 等品牌，是美国国防/航空/半导体行业标杆电源供应商。
ITECH（艾德克斯）	中国南京	2004	未上市	在南京与台北设立双研发中心与生产基地，2025 年入选“江苏先进智能工厂”、“第六批制造业单项冠军企业”，产品销往 50 多个国家和地区，客户覆盖大众、博时、ABB、Intel、LG 等。
Kikusui（菊水）	日本	1951	日本 6912.T	早期做无线电电源与变压器，1957 年转向量测仪器，1979 年进军北美市场，2023 年推出 PXB/PXT/PXZ 大容量双向与回馈系列产品，产品销往 40 多个国家和地区，聚焦新能源、数据中心与 BBU、车载电装、功率器件四大领域。
Keysight(是德科技)	美国	2014	纽交所 KEYS	2014 年拆分自 Agilent（1999 年拆分自惠普，全球分析/色谱/质谱类仪器龙头），专注于测量业务，全球最大电子测量公司之一，旗下拥有通信解决方案集团（CSG）和电子工业解决方案集团（EISG），拥有与示波器/信号源/软件平台整合的自动化测试方案。
Tektronix（泰克）	美国	1946	纽交所 RAL	Ralliant 旗下子公司，产品覆盖示波器、信号源、逻辑分析仪、频谱仪等，电源为示波器主业的配套产品，集团旗下 EA Elektro-Automatik 专攻大功率双向可编程电源、再生负载与高压测试系统。

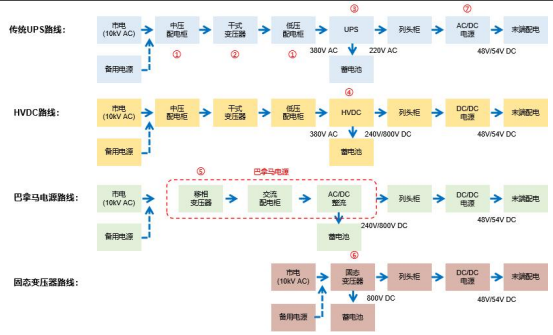
资料来源:各公司公告，国信证券经济研究所整理　注：AMETEK 电源品牌始于 1965 年，艾德克斯为台资独资企业

AIDC 测试电源行业分析：需求快速增长，公司有望较快导入

AIDC 供配电架构将从交流向直流升级，HVDC 具有效率高、占地小的优势。HVDC 与 UPS 相比省去逆变环节，整流后直接给 IT 设备供电，缩短供电链路，提高系统效率。在 AI 数据中心对能耗、供电可靠性、占地面积要求不断提升的背景下，HVDC 有望在新建 AIDC 中逐步替代 UPS。

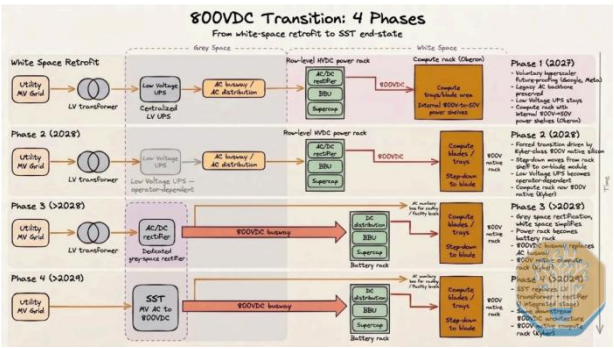
供配电升级循序渐进，遵循 sidecar-集中式 HVDC-SST 路径。从供配电方式的进化方式看，升级供电架构和提高供电电压是两大主要途径。未来 AIDC 供配电架构升级将分阶段展开：sidecar-HVDC、集中式 HVDC、SST，而 HVDC 供电电压将从 240V 提升至 800V。2026 年下半年，英伟达 Vera Rubin 平台将正式量产，届时将开始正式配套 800V HVDC 方案。

图15：数据中心供配电方式演进路线图



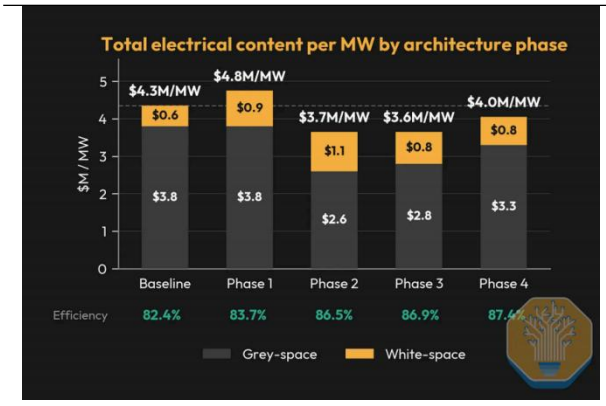
资料来源：台达官方公众号，中恒电气官方公众号，知乎，Tech Insights，国信证券经济研究所整理

图16：800V HVDC 供配电架构升级路径



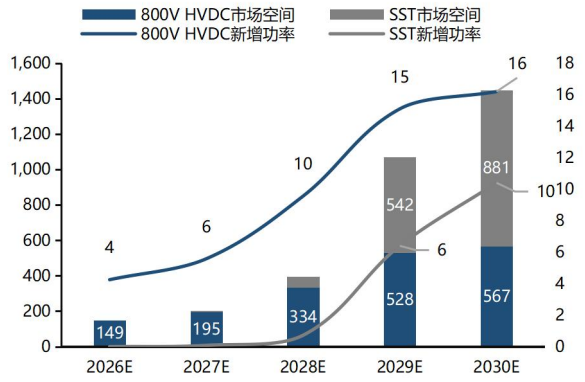
资料来源：Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

图17：AIDC 供配电分阶段单位价值量（单位：百万美元/MW）



资料来源：Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

图18：800V HVDC 和 SST 市场空间展望（单位：GW，亿元）



资料来源：Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

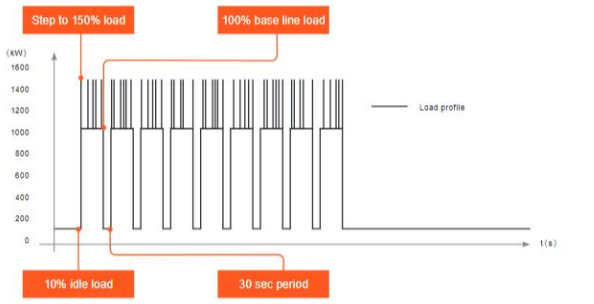
表5：800V HVDC 供配电演进阶段

阶段	应用时间	主要架构	主要特征
阶段一	2026/2027	UPS+边柜 HVDC	主要在白区开展改造，通过 sidecar 边柜方式在服务器旁进行 AC-DC 转换，原有变压器、UPS 等设备不变
阶段二	2027/2028	边柜 800V HVDC	800V HVDC 渗透率快速提升，交流侧 UPS 变为可选项
阶段三	2028/2029	集中式 800V HVDC	HVDC 由边柜形式转为集中式，整流环节前移（类似巴拿马电源）
阶段四	2029 年及以后	固态变压器	固态变压器渗透率快速提升，取代传统供配电架构

资料来源:Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

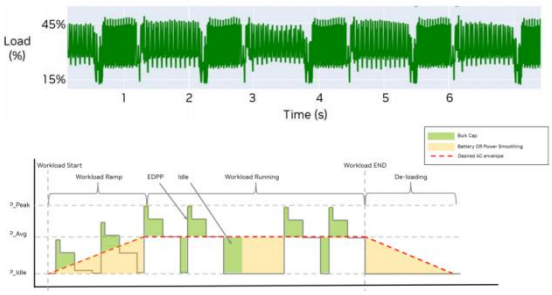
AI 负载波动剧烈，传统测试电源无法满足要求。传统 CPU 负载工作状态下功耗稳定，而基于 GPU 的 AI 负载集群工作时具有周期性、大幅度、并发性和瞬时冲击等特征，运行功耗频繁发生剧烈变化。根据维谛，某些算力模型可能出现 400us-50ms 的负载冲击，幅度可以达到额定负载的 150%。传统测试电源（尤其是电子负载）擅长模拟稳态或低频慢速变化工况，对于高频快速变化负载模拟能力不足。

图19：典型 AI 算力集群负载动态功耗曲线图



资料来源：Vertiv，国信证券经济研究所整理

图20：GPU 工作过程功耗波动曲线



资料来源：Nvidia，国信证券经济研究所整理

AIDC 测试电源性能要求严格，供配电架构升级有望重塑格局。与其他场景相比，AIDC 测试电源对于精度、稳定性和一致性要求都极高，历史上来看终端客户对于供应商具有较高的黏性；随着供配电架构的持续变化和升级，测试电源的需求也相应发生变化，国内头部企业凭借响应速度、价格、产能等方面优势有望弯道超车。

AIDC 测试电源三大发展趋势：大功率化。传统 AIDC 测试电源行业主要面向 PSU 小功率场景，随着 AIDC 供配电架构的持续升级，需求呈现出多元化、大功率化新趋势，包括爱科赛博、科威尔在内的国内企业凭借在新能源行业长期积累的大功率段技术、应用和成本优势，有望成为行业黑马。

表6：AIDC 测试电源未来技术发展趋势

性能指标	技术要求
高压输入与安规	工作电压从最高 220V AC 变为 800/1000V DC，设备需支持千 A 级别电流输出，在绝缘耐压、泄露电流、接地阻抗、爬电距离、人员安全等方面要求全面提升。
动态响应能力	AI 算力负载呈现脉冲式大幅波动，测试电源输出电流需达到 us 级动态响应，百 A 每微秒级别斜率能力，模拟实际工作环境。
大功率并联	设计中单机柜功率达到 MW 级别，且需要面向集群测试，电源必须具备多台大功率并联能力，同时实现均流控制。
能量回馈	大功率测试面临散热与电费压力，回馈式产品必要性大幅提升。

资料来源:OCP、AMETEK、ITECH、爱科赛博，国信证券经济研究所整理

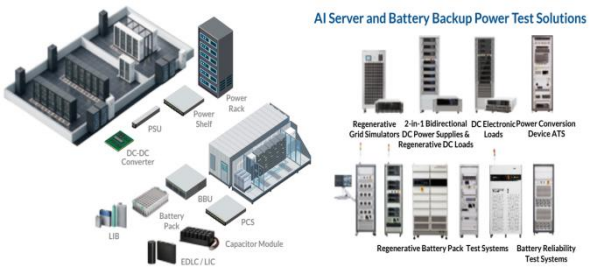
AIDC 测试电源三大发展趋势：从单机设备到解决方案。国际测试电源头部企业（致茂电子、阿美泰科等）经历长期发展，已构建包括测试软件、仪器在内的测试系统，已形成针对特定行业的成熟解决方案，客户黏性进一步增强，而国内企业在这方面积累仍较少。国内包括爱科赛博、科威尔在内的头部企业已推出完整解决方案，呈现加速追赶态势。

AIDC 测试电源三大发展趋势：测试复杂度进一步提升。HVDC、SST 主要面向大功率高压场景，功率等级更高，测试设备单台价值量也同步提升。其中 SST 测试体系更复杂，需覆盖板级、模块、整机三级测试，技术门槛更高、设备需求量更大，单项目整体价值高于 PSU、HVDC。

年初以来致茂电子营收快速增长，AI 服务器电源贡献重要增量。2026 年上半年，致茂电子总营收 253.9 亿新台币，同比+91%，其中测试仪器自动测试系统实现营

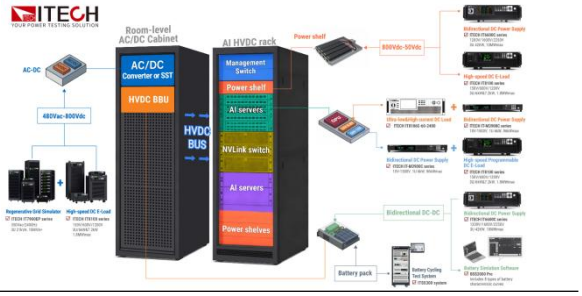
收 115.59 亿新台币，同比+136%。公司判断，下半年在 AI 服务器电源和储能需求的持续带动下将保持良好增长态势，HVDC 行业客户已锁定全年订单且要求快速交付。分月看，2025 年 12 月以来，公司营收增速显著提升，2026 年 9 月，公司实现营收 68.6 亿新台币，同比+206%，创单月收入新高。

图21：Chroma AI 电源系列产品与解决方案



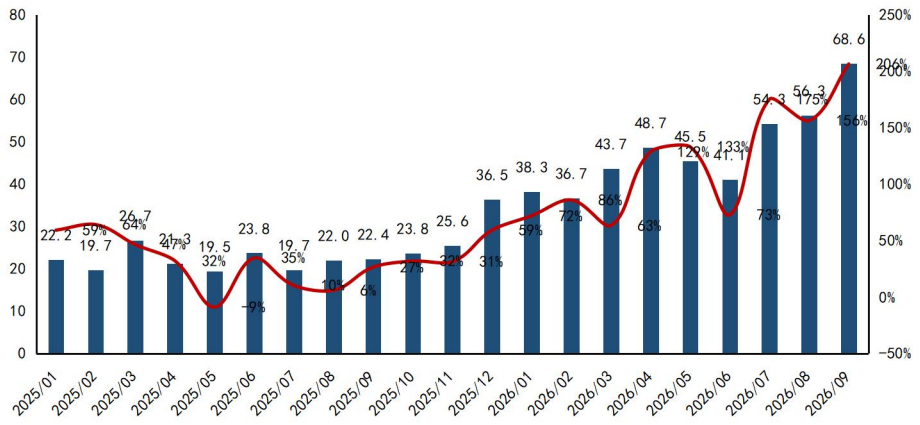
资料来源：Chroma 官方网站，国信证券经济研究所整理

图22：ITECH AI 电源系列产品与解决方案



资料来源：ITECH 官方网站，国信证券经济研究所整理

图23：致茂电子逐月营业收入与同比增速（单位：亿新台币，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

AIDC 测试电源市场空间约为 30-35 亿元，未来有望保持较快增长。根据致茂电子 2026 年中报会说法，AI 服务器电源相关领域收入占测试业务板块约为 60%，即上半年公司 AI 测试电源收入约为 2.1 亿美元（约 14 亿元）。假设公司 AI 领域上下半年收入相近，且公司市场份额约为 80%-90%，估算 2026 年全球 AIDC 测试电源市场空间约为 30-35 亿元。我们预计，考虑到全球 AI 基建的快速增长和服务器电源的持续迭代，未来 3-5 年市场有望保持较高增速。

新能源测试电源行业分析：竞争趋稳，产品价格逐步修复

国内测试电源市场空间约百亿，新能源需求占比约为 30%-40%。根据爱科赛博在 2023 年 4 月公告的 IPO 回函，2022 年国内精密测试电源市场空间估计为 70-100 亿元，其中行业前五分别为致茂电子、是德科技、艾德克斯、科威尔和爱科赛博。分行业看，国内光储领域测试电源市场空间为 9.9 亿元，23-25 年分别达到 13.4/14.3/16.8 亿元；2022 年国内新能源汽车领域测试电源市场空间为 21.3 亿元，23-25 年分别达到 23.2/26.9/30.8 亿元。

表7：2022 年国内精密测试电源市场格局（单位：亿元）

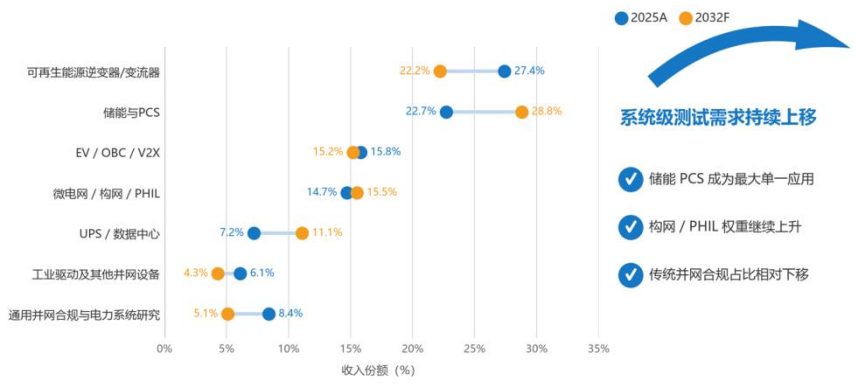
排名	企业名称	测试电源收入	市场份额
1	致茂电子	＞15	15%-21%
2	是德科技	＞10	10%-14%
3	艾德克斯	＞10	10%-14%
4	科威尔	＞3.5	3.5%-5%
5	爱科赛博	＞3	3.1%-4.4%
6	艾诺仪器	＞2	2%-2.86%
7	阿美泰科	＞1	1%-1.4%
	菊水	＞1	1%-1.4%
	EA	＞1	1%-1.4%
	艾普斯	＞1	1%-1.4%
	沃森电源	＞1	1%-1.4%

资料来源：爱科赛博 IPO 回函，国信证券经济研究所整理

新能源测试电源主要用于模拟电网工况。光伏、储能、风电等新能源均通过电力电子变换器并网，保证电力电子变换器在各类电网条件下的稳定运行是新能源可靠并网的关键，因此新能源测试电源的重点在电网工况模拟器，模拟高低电压穿越、频率偏移、相位跳变、三相不平衡、弱电网等场景。

中国企业占据重要地位，未来六年市场保持高增。根据 QY research，2025 年全球电网模拟器市场空间约为 1.68 亿美元（11.3 亿元），26-32 年 CAGR 为 10.8%，2032 年市场空间达到 3.51 亿美元（23.7 亿元）增长主要来自高功率化、并网标准升级、储能和实时仿真。从格局看，2025 年全球前五名分别为 ITECH、科威尔、AMETEK、爱科赛博和菊水，CR5 为 42.6%，未来竞争壁垒由技术能力、交付能力、软件生态共同构建。

图24：2025-2032 年全球电网模拟器下游需求结构变化展望（单位：%）



资料来源：QY research，国信证券经济研究所整理

2025 年泛新能源占电网模拟器需求 66%，未来储能将成为第一大应用。从下游行业看，2025 年可再生能源发电、储能、新能源车占全球电网模拟器需求分别为 27%、23%和 16%，合计占比高达 66%，2032 年占比将分别变为 22%、29%和 15%，储能将成为最大终端应用。此外，数据中心和电力系统研究需求占比也将显著提升。

新能源终端需求持续提升，替换需求带动测试电源增长。新能源测试电源需求与新能源新增装机有关联度但不高；真正影响市场空间的是被测设备功率的上升、并网标准复杂度的提高以及测试场景不断向系统级和动态化延伸。随着大功率储能 PCS、构网型变流器、弱电网测试和硬件在环仿真（PHIL）逐步进入研发、认证和系统验证流程，客户需求正转向能量回馈、阻抗模拟、实时接口、自动化软件和系统集成能力。因此，未来新能源测试电源的需求增长将主要由终端需求升级带来的替换需求驱动。

表8：电网模拟器客户需求发展趋势

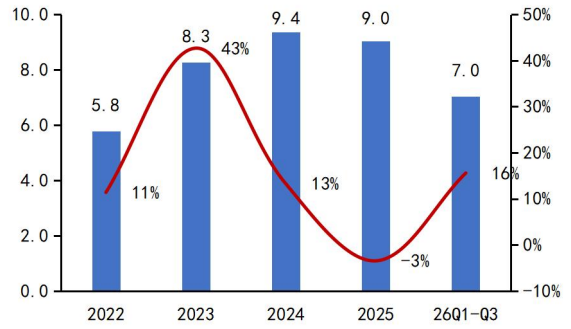
客户关切	具体要求
动态能力而非静态精度	面向构网、弱电网和 PHIL，电压波形是否“准”只是基础，更关键的是响应速度、带宽、稳定性以及异常工况下的控制一致性。
双向回馈与全功率运行经济性	高功率、长时间测试中，回馈效率、热管理与配电条件直接影响客户总拥有成本；设备价格只是项目经济性的一个组成部分。
系统扩展是否真正可工程化	从百 kVA 扩展到 MW/MVA，不应只看“理论可并联数量”，还需核验均流、环流、保护、冷却、变压器、现场布置以及长期满载运行经验。
软件、API 与标准库的可维护性	研发实验室和认证机构会长期维护测试工况与自动化脚本，软件生态直接决定测试效率、设备切换成本和后续扩展能力。
验证与服务能力	电网模拟器通常嵌入客户核心研发与认证流程，新供应商需要经历样机、测试方法确认、实验室集成和项目运行。高功率系统还需要 FAT/SAT、现场调试与持续维保，服务网络会直接影响供应商进入速度。

资料来源：QY research，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入阶段性承压，盈利能力逐步修复

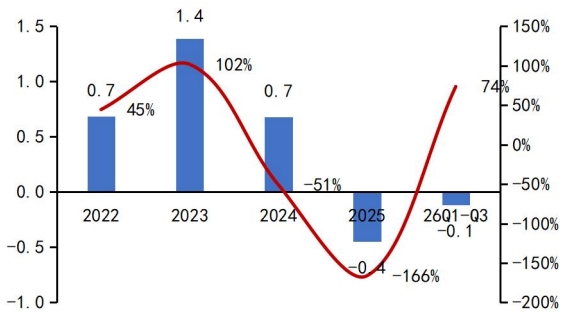
2026 年第三季度营收同比增长 79.0%，归母净利润同比扭亏。2023-2025 年，公司营业收入分别为 8.26/9.35/9.03 亿元，归母净利润分别为 1.39/0.68/-0.45 亿元。2025 年营业收入同比下降 3.5%，归母净利润由盈转亏，主要受新能源测试等存量市场竞争加剧、产品价格承压以及研发和运营投入增加等因素影响。2026 年前三季度公司实现营业收入 7.03 亿元，同比增长 15.6%；归母净利润-0.11 亿元，同比亏损明显收窄。2026 年第三季度实现营业收入 2.88 亿元，同比增长 79.0%、环比增长 12.6%；归母净利润 0.05 亿元，同比扭亏。

图25：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：公司归母净利润及增速（亿元，%）

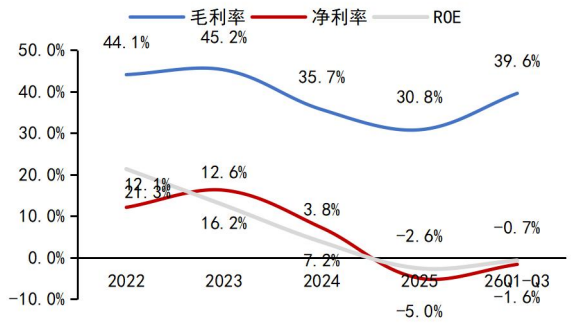


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率持续承压后明显修复，前三季度为 39.6%，同比提升 9.0pct。2023-2025 年，公司综合毛利率分别为 45.2%/35.7%/30.8%，受新能源测试市场竞争加剧及产品价格承压影响持续下行；同期净利率分别为 16.2%/7.2%/-5.0%。2026 年前三季度公司综合毛利率回升至 39.6%，同比提升约 9.0pct，产品结构优化及成本管控带动毛利率明显修复；净利率为-1.6%，同比亏损幅度明显收窄。

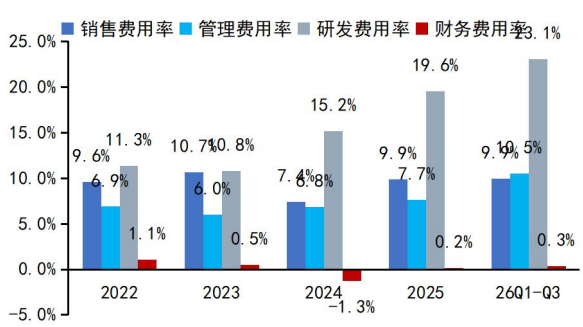
研发及运营投入持续增加，期间费用率维持较高水平。2023-2025 年，公司销售费用率分别为 10.7%/7.4%/9.9%，管理费用率分别为 6.0%/6.8%/7.7%，研发费用率分别为 10.8%/15.2%/19.6%，其中研发投入增长最为明显。2026 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.9%/10.5%/23.1%/0.3%，同比分别-1.1/+2.4/-0.9/+0.2pct；其中管理费用增长主要系新总部投入使用、规模扩大后运营投入增加。高研发投入及管理费用增加仍对当前利润端形成一定压力。

图27：公司年度毛利率、净利率及 ROE 变化情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

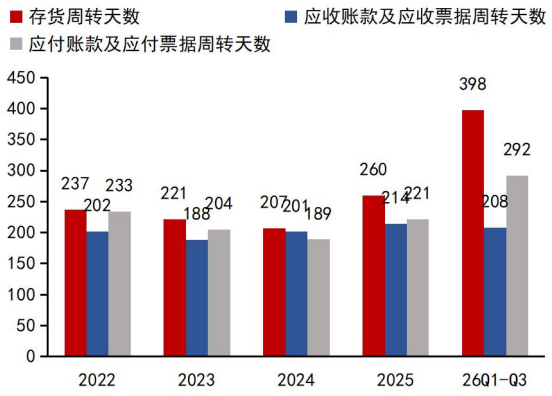
图28：公司期间费用率变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

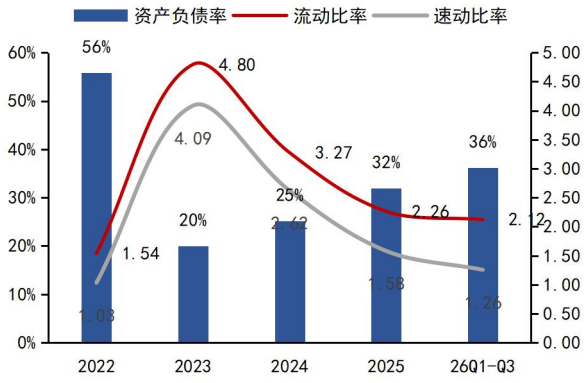
存货规模有所上升，资产负债结构保持稳健。截至 2026 年三季度末，公司存货 7.27 亿元，较 2025 年末增长 38.5%；应收账款 4.96 亿元，较 2025 年末增长 3.9%。公司部分标准化产品存在备货需求，同时定制化项目从生产交付至试运行、验收周期相对较长，带动存货规模增加。偿债能力方面，截至 2026 年第三季度末公司资产负债率为 36.2%，流动比率为 2.12 倍、速动比率约 1.26 倍，整体偿债能力保持稳定。

图29：公司周转情况（天）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：公司资本结构与偿债能力（%，倍）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：

1. 测试电源业务

新能源测试需求稳健增长，AIDC 及通用测试贡献新增量。公司测试电源业务主要应用于新能源发电、新能源汽车、AIDC 及通用测试等领域。展望未来，传统新能源测试业务有望保持稳健增长，市场价格已触底反弹，AIDC 供电架构向高压直流、大功率、高动态方向升级，将带动相关测试电源需求快速增长；同时，通用测试产品持续向高功率、高精度方向拓展，产品结构优化有望推动盈利能力提升。

我们预计公司 2026-2028 年测试电源业务实现营业收入 8.20/11.90/15.24 亿元，同比增长 30.3%/45.1%/28.1%；毛利率分别为 41.6%/43.2%/43.5%。其中，AIDC 测试电源收入预计分别为 1.20/3.00/4.50 亿元。

2. 特种电源业务

高端工业应用持续拓展，半导体与可控核聚变提供增长空间。 公司特种电源业务主要面向航空航天、轨道交通、粒子加速器、可控核聚变及半导体等高端应用场景。随着半导体工业电源、粒子加速器电源及可控核聚变相关产品研发验证和产业化推进，公司特种电源业务有望实现较快增长，产品结构及盈利能力逐步改善。

我们预计公司 2026—2028 年特种电源业务实现营业收入 1.37/1.72/2.15 亿元，同比增长 30.0%/25.0%/25.0%；毛利率分别为 35.0%/35.0%/35.0%。

3. 电能质量控制设备业务

电能质量治理需求持续释放，业务规模稳步增长。 公司电能质量控制设备主要包括有源电力滤波器、静止无功发生器及配网电能质量治理产品等，广泛应用于工业制造、公共配电网、轨道交通及数据中心等领域。随着配电网升级、新能源接入及工业用电质量要求提升，电能质量治理需求有望稳步增长，公司持续推进产品优化及市场拓展，业务盈利能力有望逐步企稳。

我们预计公司 2026—2028 年电能质量控制设备业务实现营业收入 1.63/1.79/1.97 亿元，同比增长 10.0%/10.0%/10.0%；毛利率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括相关配套产品及技术服务等，预计未来随主营业务规模扩大保持稳健增长。

我们预计公司 2026-2028 年其他业务实现营业收入 0.23/0.26/0.30 亿元，同比增长 15.0%/15.0%/15.0%；毛利率均为 22.0%。

表9：主营业务收入及毛利预测（单位：百万元）

		2025A	2026E	2027E	2028E
测试电源业务	营业收入	629	820	1190	1524
	yoy	0.09%	30.3%	45.1%	28.1%
	毛利润	215	341	514	663
	毛利率	34.18%	41.59%	43.23%	43.47%
特种电源业务	营业收入	106	137	172	215
	yoy	-10.01%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利润	28	48	60	75
	毛利率	26.23%	35.00%	35.00%	35.00%
电能质量控制设备业务	营业收入	148	163	179	197
	yoy	-6.99%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利润	31	41	45	49
	毛利率	20.68%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	营业收入	20	23	26	30
	yoy	-34.08%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利润	5	5	6	7
	毛利率	23.35%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	营业收入	903	1143	1567	1966
	yoy	-3.5%	26.6%	37.1%	25.5%
	毛利润	278	435	625	794
	毛利率	30.8%	38.0%	39.9%	40.4%

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10：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	935	903	1143	1567	1966
营业成本	602	625	708	942	1172
销售费用	69	89	103	121	138
管理费用	64	69	97	118	118
研发费用	142	177	206	235	265
财务费用	-12	1	2	5	12
营业利润	63	-67	30	152	267
利润总额	61	-69	31	153	268
归属于母公司净利润	68	-45	25	127	223
EPS	0.59	-0.39	0.22	1.10	1.93
ROE	3.8%	-2.6%	1.5%	7.1%	11.5%

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，我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 11.43/15.67/19.66 亿元，同比增长 26.6%/37.1%/25.5%；实现归母净利润分别为 0.25/1.27/2.23 亿元，2026 年实现扭亏为盈，2027-2028 年同比增长 400.2%/75.4%；每股收益分别为 0.22/1.10/1.93 元。

同类公司估值比较

公司深耕电力电子领域近三十年，已形成测试电源、特种电源和电能质量控制设备三大业务体系，其中测试电源是公司核心业务，并积极向 AIDC、半导体及可控核聚变等高端应用场景拓展。我们选取科威尔、麦格米特、中恒电气作为可比公司。其中，科威尔同样以测试电源为核心业务，产品应用于新能源发电、新能源汽车等领域，同时积极拓展 AIDC 等新兴领域；麦格米特主要从事各类电力电子电源产品开发销售，PSU 和 HVDC 产品已导入英伟达供应链；中恒电气是国内 HVDC 头部企业，正在积极拓展海外业务。

从估值水平来看，三家可比公司 2027 年平均 PE 为 31.2 倍，爱科赛博对应 PE 为 39.0 倍，高于可比公司平均水平。公司 2025 年受新能源测试需求放缓、市场竞争加剧及研发投入较高等因素影响，经营业绩阶段性承压，2026 年仍处于盈利修复初期，较低的利润基数推高了短期估值水平。展望未来，随着新能源测试业务逐步修复、AIDC 高功率测试电源需求释放，以及半导体等高端工业电源产品产业化推进，公司收入规模及盈利能力有望持续提升。此外，2027-2028 年公司业绩有望持续高速增长，从 PEG 的视角看估值具有一定的合理性。

表11：同类公司估值比较（2026 年 11 月 11 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（%）
					2026E	2027E	2026E	2027E	2025A
688551.SH	科威尔		29.72	32	0.73	1.27	40.7	23.4	4.9
002851.SZ	麦格米特		82.18	481	1.38	2.95	59.6	27.9	2.3
002364.SZ	中恒电气		25.49	144	0.37	0.60	68.9	42.5	5.1
均值					0.83	1.61	56.4	31.2	
688719.SH	爱科赛博		42.97	50	0.22	1.10	195.3	39.0	-2.6

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

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 11.43/15.67/19.66 亿元，同比增长 26.6%/37.1%/25.5%；归母净利润分别为 0.25/1.27/2.23 亿元，2026 年实现扭亏为盈，2027-2028 年同比增长 400.2%/75.4%。首次覆盖，无评级。

风险提示

盈利预测的风险

新能源测试电源市场需求不及预期：公司测试电源业务主要应用于光伏、储能、新能源汽车等领域，相关产品需求与下游行业投资及设备测试需求密切相关。若新能源行业投资增速放缓、下游客户扩产及设备更新进度不及预期，公司测试电源业务收入及盈利能力可能低于预测。

AIDC 测试电源业务拓展不及预期：AIDC 是公司测试电源业务的重要拓展方向，相关需求主要来自高功率、高压直流供电链路的研发验证及测试。若 AIDC 供电架构升级进度不及预期，或公司相关产品的客户验证、订单获取及批量交付进度低于预期，AIDC 测试电源业务收入可能低于预测。

高端工业电源产业化不及预期：公司正积极拓展半导体、粒子加速器及可控核聚变等高端工业电源应用场景，相关产品对输出精度、稳定性及动态响应能力要求较高，研发验证和客户导入周期较长。若相关产品研发、客户验证及规模化交付进度不及预期，特种电源业务收入及盈利能力可能低于预测。

市场竞争加剧及产品价格下降风险：测试电源及电能质量控制设备行业市场竞争较为激烈，产品价格及毛利率可能受到下游需求和竞争格局变化的影响。若行业竞争进一步加剧，或公司无法通过产品升级和成本控制改善盈利能力，公司综合毛利率可能低于预测。

海外市场拓展不及预期：公司正积极推进海外业务布局，但海外市场客户认证及产品导入需要一定周期，同时受到国际贸易政策、汇率波动及当地市场竞争等因素影响。若海外客户拓展及订单获取进度不及预期，可能对公司收入增长产生不利影响。

政策风险

新能源行业政策变化风险：公司新能源测试电源业务与光伏、储能及新能源汽车等行业发展密切相关。若相关产业支持政策、电力市场政策或行业监管要求发生不利变化，导致下游客户投资及测试设备采购需求下降，可能对公司相关业务收入及经营业绩产生不利影响。

贸易争端风险：公司 AIDC 测试电源产品部分面向海外客户，若海外贸易政策收紧，公司 AIDC 业务成长性存在高估的风险。

技术风险

新产品研发及技术迭代风险：公司产品涉及大功率电力电子变换、高精度控制及能量回馈等技术，AIDC、半导体等新兴应用场景对产品功率等级、动态响应及可靠性提出更高要求。若公司技术研发及产品升级进度未能及时适应下游需求变化，可能影响公司新产品的市场竞争力及业务拓展。

核心技术人才流失风险：公司所处的电力电子行业技术密集度较高，核心技术人员是公司保持研发创新能力和产品竞争优势的重要基础。若未来行业人才竞争加剧，公司无法持续吸引和留住核心技术人才，可能对技术研发、产品迭代及经营发展产生不利影响。

财务风险

股权激励费用对盈利能力的影响风险：公司持续实施限制性股票激励计划，相关股份支付费用将在未来年度分期确认。若公司收入增长及利润释放不及预期，股份支付费用可能对期间利润形成较大压力，导致公司净利润低于预测。

资产减值及信用减值风险：公司部分特种电源及测试电源产品具有定制化特征，项目交付和验收周期相对较长，存货及应收账款规模较大。若下游客户需求变化、项目验收延迟或客户回款不及预期，可能增加存货跌价损失及信用减值损失，对公司经营业绩产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	292	309	300	300	300
应收款项	551	522	595	816	1023
存货净额	378	525	485	645	803
其他流动资产	671	383	395	416	437
流动资产合计	**1892**	**1740**	**1775**	**2177**	**2563**
固定资产	341	555	551	690	818
无形资产及其他	35	33	31	29	27
其他长期资产	66	113	149	204	256
长期股权投资	42	43	43	43	43
资产总计	**2375**	**2483**	**2548**	**3142**	**3706**
短期借款及交易性金融负债	65	131	173	400	533
应付款项	338	429	388	516	642
其他流动负债	110	116	136	177	214
流动负债合计	**578**	**769**	**789**	**1219**	**1547**
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120
其他长期负债	19	24	2	2	2
长期负债合计	**19**	**24**	**42**	**82**	**122**
负债合计	**597**	**793**	**831**	**1301**	**1669**
少数股东权益	0	0	1	4	9
股东权益	1778	1691	1716	1837	2028
负债和股东权益总计	**2375**	**2483**	**2548**	**3142**	**3706**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.59	(0.39)	0.22	1.10	1.93
每股红利	0.19	0.00	0.06	0.28	0.48
每股净资产	15.41	14.65	14.87	15.92	17.58
ROIC	3%	-2%	2%	6%	10%
ROE	4%	-3%	1%	7%	12%
毛利率	36%	31%	38%	40%	40%
EBIT Margin	6%	-7%	2%	9%	13%
EBITDA Margin	8%	-4%	7%	13%	17%
收入增长	13%	-3%	27%	37%	25%
净利润增长率	-51%	-166%	-157%	400%	75%
资产负债率	25%	32%	33%	41%	45%
股息率	0.4%	0.0%	0.1%	0.6%	1.1%
P/E	72.9	(110.3)	195.3	39.0	22.3
P/B	2.8	2.9	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	76.5	(166.9)	74.1	30.6	19.9

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**935**	**903**	**1143**	**1567**	**1966**
营业成本	602	625	708	942	1172
营业税金及附加	6	5	7	10	13
销售费用	69	89	103	121	138
管理费用	64	69	97	118	118
研发费用	142	177	206	235	265
财务费用	(12)	1	2	5	12
投资收益	1	7	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(23)	(26)	(20)	(20)	(20)
其他收入	20	15	25	30	35
营业利润	63	(67)	30	152	267
营业外净收支	(2)	(2)	1	1	1
利润总额	**61**	**(69)**	**31**	**153**	**268**
所得税费用	(6)	(24)	5	23	40
少数股东损益	(1)	0	1	3	5
归属于母公司净利润	**68**	**(45)**	**25**	**127**	**223**

现金流量表（百万元）	2020	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	68	(45)	25	127	223
资产减值准备	(10)	(18)	(15)	(15)	(15)
折旧摊销	20	28	56	63	74
公允价值变动损失	(1)	1	0	0	0
财务费用	(12)	1	2	5	12
营运资本变动	(52)	30	(67)	(199)	(191)
其它	46	28	(9)	18	28
经营活动现金流	**70**	**23**	**(9)**	**(6)**	**119**
资本开支	(269)	(237)	(50)	(200)	(200)
其它投资现金流	(572)	272	(30)	(50)	(47)
投资活动现金流	**(841)**	**35**	**(80)**	**(250)**	**(247)**
权益性融资	(69)	(24)	0	0	0
负债净变化	(20)	32	82	267	172
支付股利、利息	(42)	(22)	0	(6)	(32)
其它融资现金流	(20)	32	42	227	132
融资活动现金流	**(120)**	**(15)**	**80**	**256**	**128**
现金净变动	**(890)**	**43**	**(9)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	1166	292	309	300	300
货币资金的期末余额	292	309	300	300	300
企业自由现金流	(243)	(219)	(42)	(216)	(96)
权益自由现金流	(250)	(189)	39	48	66

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±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±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