

## 麦格米特 (002851.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

王征宇  
通信行业研究员

2026年1月30日

## 基本信息

所属行业	消费品
当前股价	128.83
总市值	708.66亿
PE-TTM	524.94
PB-MRQ	11.31

## 估值结果

价值	315.92亿
DDM估值 上行空间	-55%
状态	严重高估
价值	312.29亿
动态估值 上行空间	-56%
状态	严重高估

## 四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

麦格米特是全球领先的电气自动化平台型领军企业，专注于电力电子及工业控制技术，业务涵盖智能家电电控、工业电源、新能源及轨道交通、工业自动化等六大板块。公司是目前大陆唯一进入英伟达AI服务器电源供应链的电源厂商，产品与服务覆盖全球多个国家和地区，在泰国、印度等地设有生产基地。

公司成长空间高，其AI电源业务处于爆发性增长的早期阶段，并受益于海外市场变频化趋势及平台化技术带来的多元化拓展潜力。盈利趋势较好，主要得益于高毛利的AI电源业务进入放量阶段，将显著优化公司整体利润结构，同时传统业务保持稳健。竞争格局较好，因其AI电源业务凭借高技术壁垒和稀缺卡位形成有限竞争，非AI电源客户黏性高，平台化技术有助于减少单一价格战的影响。护城河较深，源于其平台化的技术研发体系、在AI服务器电源领域的稀缺卡位优势，以及与全球头部客户建立的长期稳固合作关系。

基于AI电源业务进入放量阶段、盈利能力好于传统主业，非AI电源业务和智能家电电控业务等传统主业保持较高增长、盈利能力承压等假设，经测算公司估值目前处于严重高估水平。

## 我们区别于市场的观点

市场主流观点：给予公司超高估值，主要基于其作为中国大陆唯一进入英伟达AI服务器电源供应链的稀缺卡位，以及AI算力需求爆发带动其电源业务非线性增长的高预期。

我们的观点：公司在全球AI电源领域目前仅处于二线梯队位置，面临竞争较激烈，后续业务规模、市场份额、盈利能力尚需要更多的进展数据进行支持，目前无法对其AI电源业务的未来展望过于乐观。

## 风险提示

AI服务器电源市场拓展和需求不及预期；行业竞争加剧导致毛利率下滑风险；关键元器件采购成本上涨压缩利润空间；高研发投入短期压制盈利能力；海外市场政策及汇率变动等。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 人力资源高端度	6
3.5 客户集中度	6
3.6 供应商集中度	6
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	7
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	8
5.1 成长空间	8
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

## 图表目录

图1：预测2025年收入占比 .....	3
图2：预测2025年毛利占比 .....	3
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	5
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	5
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	10
表3：公司分业务业绩预测 .....	10
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	11
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	11

## 1. 基本信息

麦格米特是全球领先的电气自动化平台型领军企业。公司成立于2003年，总部位于深圳，并于2017年在深交所上市。其以电力电子及工业控制为核心技术，业务广泛覆盖智能家电电控、工业电源、工业自动化、新能源及轨道交通、智能装备和精密连接六大板块。公司在全球拥有多个研发中心和生产基地，业务遍布数十个国家和地区，直接海外收入占比显著。公司研发投入持续增长，具备CNAS认证实验室并持有大量核心专利，技术实力获得业界认可。

## 2. 业务介绍

**对于麦格米特公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：**

**AI电源业务：**

该业务是公司战略性增长极，已成为全球AI服务器电源核心供应商。产品基于高功率密度与超高效率平台开发，全面匹配高端AI算力集群的供电需求。公司凭借领先的技术实力切入全球头部企业供应链，并深度参与下一代技术架构研发。随着AI算力投资加速，该业务有望成为驱动公司中长期成长的关键引擎，持续提升在高端电源领域的全球影响力。该业务的竞争市场界定为全球。

**非AI电源业务：**

该业务是公司的传统优势板块，聚焦高端工业与商业电源解决方案，产品覆盖通信设备电源、医疗电源、光储充核心部件等。长期服务于全球领先的工业与通信设备厂商，技术积淀深厚，在通信基础设施、新能源等赛道持续突破。业务坚持“被集成”战略，通过提供高可靠性解决方案深度嵌入客户供应链，并积极拓展新应用领域，形成稳健增长基本盘。该业务的竞争市场界定为全球。

**智能家电电控业务：**

该业务是公司营收占比最高的核心板块，专注于智能家电核心部件的研发与制造，产品涵盖变频空调控制器、智能卫浴整机及热泵控制系统等。其核心优势在于将工业级电力电子技术平台应用于家电领域，推动家电产品向智能化、节能化方向升级。业务深度绑定国内外头部品牌，受益于海外市场变频化趋势加速及国内政策拉动，增长动能持续。公司通过全球化产能布局（如印度、泰国基地）强化供应链韧性，巩固其在全球家电电控市场的领先地位，该业务的竞争市场界定为全球。

**其他业务：**

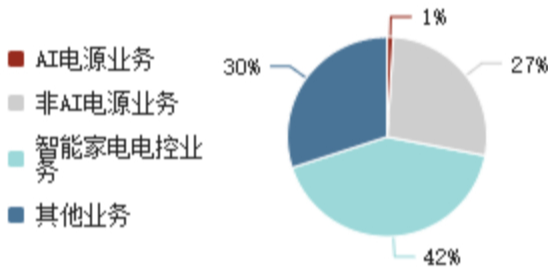
公司的潜力业务及辅助配套业务，包括新能源及轨道交通部件、智能装备、精密连接、其他等，竞争市场界定为全球。

（1）**新能源及轨道交通部件业务：**专注于新能源汽车电驱、OBC等关键部件，并拓展轨道交通空调控制器，依托技术平台加速拓展国内外整车客户。

（2）**智能装备业务：**以智能焊机、工业微波设备等为核心，通过电力电子技术为传统产业提供智能化解决方案，体现技术渗透与行业定制能力。

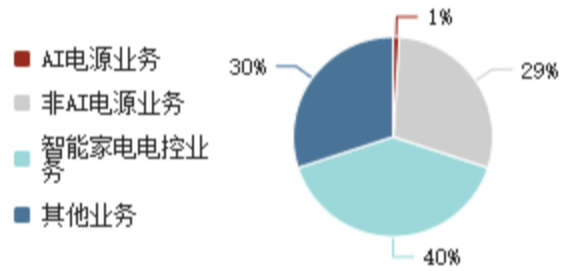
（3）**精密连接业务：**提供电磁线、FPC等精密连接产品，服务于公司内外部的电气系统需求，是产业链纵向布局的关键支撑环节。

图1: 预测2025年收入占比



数据来源: 公司财报, 壹评级

图2: 预测2025年毛利占比



数据来源: 公司财报, 壹评级

### 3. 商业模式

公司采用“技术平台化+业务多元化+全球本地化”的商业模式。公司以功率变换硬件、数字化电源控制、系统控制与通讯软件三大技术平台为核心,通过技术的交叉应用与延伸,高效拓展智能家电电控、工业电源、新能源、工业自动化等多元业务。在业务拓展上,公司采取“投资—培育—收购”的孵化模式,在成熟市场聚焦细分领域实现差异化竞争,并积极布局AI服务器电源等新兴高增长赛道。在全球运营方面,公司通过在美国、德国设立研发中心,在泰国、印度建设生产基地,并整合海外营销网络,实现研发、制造、销售的全球本地化布局,以深度响应全球客户需求并有效应对贸易风险。

#### 3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司截止2024年末、2025年三季度末的资产总额分别为119.86亿元、130.96亿元,其中非流动资产占比37.90%、38.71%,高于一般人力密集型产品的制造业水平(35%以上)。公司资产强度中等,主要源于其向技术密集型制造转型,持续投入AI服务器电源等高端产能的全球布局(如泰国工厂)及高价值研发活动所形成的生产基地厂房与设备、研发中心、检测中心等固定资产较多。

#### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

公司近5年研发费用率均在10%以上,且呈现上升趋势,研发强度高。核心原因在于其平台化技术战略。公司以电力电子技术为核心,需同步支撑智能家电、工业电源、新能源、AI服务器电源等多个高技术壁垒业务的迭代与创新。为保持在AI服务器电源等高端领域的全球稀缺供应商地位,并推动产品向高功率密度、超高效率升级,必须进行前瞻性研发。同时,作为技术驱动型平台公司,持续的高研发投入是其构建长期护城河、维持全球竞争力的关键所在。

#### 3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

公司近5年销售费用率均在5%以内,营销强度较低。主要因其采用“技术驱动”与“被集成”的商业模式。公司核心优势在于为各行业头部客户提供嵌入式电力电子解决方案,而非直接面向终端消费者进行品牌营销。其增长更多依赖于技术平台的延展性和长期积累的客户口碑,而非大规模市场推广。

### 3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末人均薪酬19.31万元，处于较高水平，且近年来持续增长。公司本科及以上学历占比超过40%、技术人员比例超过40%，人力资源高端度较高，主要源于对研发创新和高端人才的高度重视。公司持续投入AI服务器电源等前沿领域，研发人员占比高，并与全球顶尖企业（如英伟达）合作，需以有竞争力的薪酬吸引和保留精通电力电子技术的精英。同时，公司积极布局长沙等人才高地，依托当地政策与高校资源吸引大量本科及以上学历人才，以支撑其技术驱动战略。

### 3.5 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近5年前五大客户销售占比均低于25%，客户集中度较低。主要源自于其平台化业务模式，产品线广泛覆盖智能家电、工业电源、新能源、AI服务器等多个领域，服务全球各行业头部企业，避免了单一行业或客户的依赖风险。

### 3.6 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近5年前五大供应商采购占比均低于16%，供应商集中度低。主要因其业务多元化，各板块所需原材料差异大，且作为技术驱动型公司更注重采购适配性而非规模效应，主动分散供应商以保障供应链安全与灵活性。

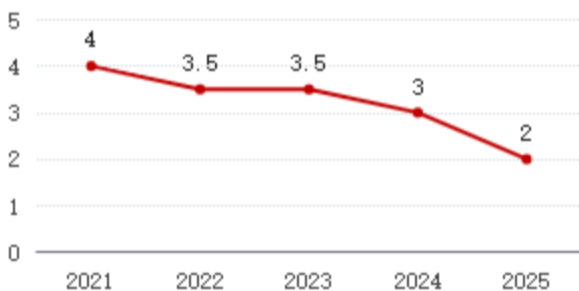
## 4. 历史经营绩效

公司成长能力和盈利能力均一般，业务控制力和财务健康状况也一般，股东回报情况较好。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



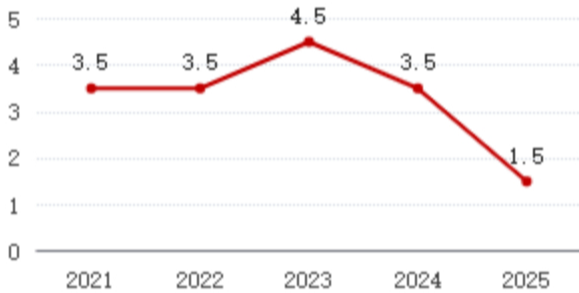
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力一般，盈利能力近年来呈现下滑趋势。公司2024年25.2%、ROE 12.0%、ROIC 10.1%，近5年呈现持续下滑，2025年前三季度毛利率更是下降至21.83%。主要因公司持续高强度的研发投入压制短期利润，同时业务结构处于转型期，高毛利的AI电源业务放量仍需时间，而传统业务面临行业竞争加剧。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



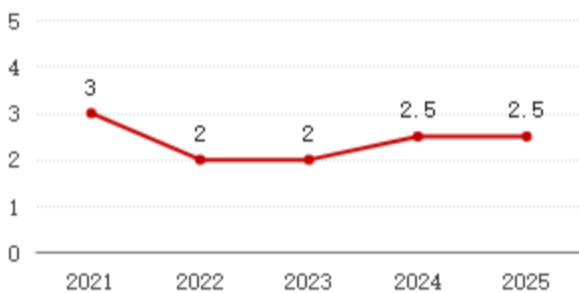
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司成长能力一般, 且近年来有明显下滑。公司近年来业绩增速有所放缓, 主要因其传统业务面临行业竞争加剧致毛利率承压, 同时公司为培育AI服务器电源等新增长点而持续进行高研发投入, 短期压制了利润释放。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



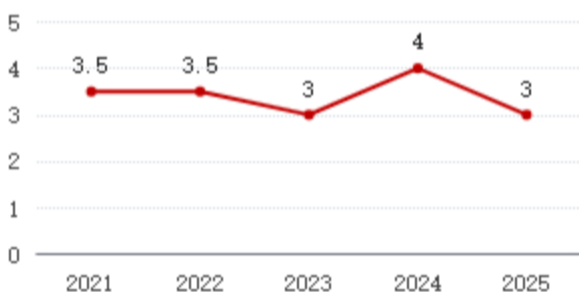
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司业务控制力及财务健康情况一般。公司近五年自由现金流持续为负, 主要源于其处于快速扩张期, 为布局AI服务器电源等新业务而进行的资本开支巨大; 同时, 其上下游净占款持续为正值, 反映出公司对下游客户的回款周期要短于对上游供应商的付款周期, 与公司上游供应商分散, 下游尽管行业和客户亦较分散但质量较好有关, 运营资金方面的压力不大。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

公司股东回报情况较好。公司近年来持续拓展人工智能等新兴领域业务, 不断加码高端制造, 市值持续创新高, 且在高投入背景下依然坚持每年分红, 给予股东较好回报。

## 5. 四维评级

公司整体成长空间高，盈利趋势和产业格局较好，护城河较深。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间广阔，核心驱动力在于其作为大陆唯一进入英伟达AI服务器电源供应链的稀缺卡位，该业务处于爆发性增长的“早期成长期”。同时，公司的智能家电电控业务受益于海外市场变频化趋势，非AI电源业务在通信、光储充等赛道需求稳健，多元化布局共同打开了长期增长天花板。

#### AI电源业务(5星):

成长空间高。核心在于其作为大陆唯一进入英伟达AI服务器供应链的稀缺供应商，正受益于全球算力投资爆发性增长，且该业务尚处于高速放量的早期阶段。

#### 非AI电源业务(3.5星):

成长空间较高。主要受益于全球通信基础设施持续建设、工业自动化升级以及光储充等新能源细分市场的多元化需求放量。

#### 智能家电电控业务(3.5星):

成长空间较高。主要受益于海外市场（尤其印度、东南亚）变频家电渗透率快速提升的确定性趋势，叠加公司全球化产能布局已抢占先发优势。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆☆

公司盈利趋势向好，核心驱动力在于其高毛利的AI服务器电源业务进入爆发期。作为英伟达GB200服务器电源大陆唯一供应商，该业务毛利率（35%-40%）远高于公司平均水平，且预计2025年起将显著放量，驱动公司综合毛利率与净利润率结构性提升。同时，公司传统业务保持稳健，平台化运营带来的规模效应和成本控制亦对盈利改善形成支撑。

#### AI电源业务(3.5星):

盈利趋势较好。主要因其作为英伟达服务器电源核心供应商，产品毛利率（35%-40%）显著高于公司平均水平，且随GB200等机型放量，规模效应将进一步优化利润。

#### 非AI电源业务(2.5星):

盈利趋势一般。主要因该业务所处市场竞争持续加剧，导致产品毛利率承压，难以实现显著提升。

#### 智能家电电控业务(2.5星):

盈利趋势一般。主要受限于行业竞争激烈及成本管控压力，其盈利能力增长空间较为有限。



### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，主要体现在其核心业务所处的市场结构。其AI电源业务凭借高技术壁垒和在大陆供应链的稀缺卡位，面临有限竞争；非AI电源业务服务于全球工业巨头，客户黏性高。公司通过平台化技术实现产品差异化，有效规避了智能家电电控等红海市场的同质化价格竞争。

#### AI电源业务(3.5星):

竞争格局较好。主要因其作为中国大陆唯一进入英伟达AI服务器供应链的电源供应商，凭借高技术壁垒形成了稀缺卡位优势，面临的直接竞争有限。

#### 非AI电源业务(3星):

竞争格局较好。主要因其长期服务于全球通信设备巨头（如爱立信、诺基亚），凭借高可靠性产品形成了稳固的客户合作关系，市场结构相对集中且新进入者门槛较高。

#### 智能家电电控业务(2.5星):

竞争格局一般。该市场参与者众多、产品同质化程度较高，公司产品品牌和技术能力不突出，面临较为激烈的价格竞争压力。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，核心源于其平台化的技术研发体系。公司构建的三大技术平台（功率变换硬件、数字化电源控制、系统控制与通信软件）具备强协同性与延展性，能高效孵化多元产品。其在AI服务器电源领域作为大陆唯一供应商的稀缺卡位，以及与全球头部客户（如英伟达、爱立信）长期合作形成的客户认证壁垒，共同构筑了坚实的竞争护城河。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
AI电源业务	(4.5星) 护城河宽度较好。公司作为中国大陆唯一进入英伟达AI服务器供应链的电源供应商，凭借高技术壁垒形成了稀缺卡位优势，并与全球头部客户建立了稳固的深度绑定关系。公司该业务尚处于初始发展阶段，早期毛利率、ROE、ROIC高但不具备的代表性，中长期毛利率有望维持在30%左右，ROE、ROIC（经过壹评级调整后）有望维持在15%以上水平，超额收益显著。	(3.5星) 护城河持续性较好。主要基于其平台化的电力电子技术迁移与迭代能力，以及作为英伟达核心供应商形成的深度绑定与合作关系。其高技术壁垒和先发优势在快速演进的AI赛道中难以被短期复制。虽然公司未来ROE、ROIC预计会出现较大衰退（10年减弱50%左右），但总体仍保持了较高的超额收益水平（10%以上）。
非AI电源业务	(2星) 护城河宽度较差。公司产品标准化程度较高，面临行业普遍竞争，技术壁垒相对有限，客户黏性虽存但溢价能力不足，导致其长期竞争优势与定价权弱于公司的AI电源等高增长业务。公司2024年毛利率25.4%、ROE（经过壹评级调整后）11.7%、ROIC（经过壹评级调整后）9.7%，超额收益不明显。	(3.5星) 护城河持续性较好。主要基于其长期服务于全球通信设备巨头等高端客户所形成的高度稳定的合作关系与产品可靠性口碑，并在通信、工业电源等下游应用领域积累了深厚的技术经验与客户资源。预计公司未来ROE、ROIC会出现一定衰退（10年减弱25%左右），总体保持较好超额收益水平（5%左右）。
智能家电电控业务	(1.5星) 护城河宽度较差。所处市场竞争激烈、产品同质化程度高，导致难以建立显著的差异化优势和技术壁垒，客户对价格敏感，削弱了其长期定价能力与竞争优势。公司2024年毛利率25.1%、ROE（经过壹评级调整后）12.8%、ROIC（经过壹评级调整后）10.9%，超额收益不明显。	(3星) 护城河持续性一般。公司有一定品牌和技术优势，但所处领域市场竞争激烈、产品同质化程度高，难以建立长期差异化优势，且客户对价格敏感，导致其技术壁垒和定价能力较弱，护城河易被侵蚀。预计公司未来ROE、ROIC的超额收益维持较低水平。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于AI电源业务进入放量阶段、盈利能力好于传统主业，非AI电源业务和智能家电电控业务等传统主业保持较高增长、盈利能力承压等假设，经测算公司估值目前处于严重高估水平。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括AI电源业务、非AI电源业务、智能家电电控业务、其他业务。

业务一：AI电源业务

1. 收入假设：预计英伟达BlackWell系列GB200/GB300在2026、2027年出货量分别为4万台、3万台，Rubin系列2026、2027年出货量分别为0.2万台、1万台；单柜AC-DC电源单价维持2元/W，预计BlackWell系列NVL72单台总功率264kw、Rubin系列单台总功率1056kw，对应单台AC-DC电源的价值量分别为53万元、211万元，得出2026、2027年AI服务器AC-DC电源的市场规模分别为254.2亿元、370.0亿元。此外，考虑到类似谷歌TPU等大厂自研AISC芯片带来AI服务器电源需求，预计2026、2027年达到英伟达市场规模的10%、20%，则2026、2027年AI服务器AC-DC电源市场规模总计为279.6亿元、444.0亿元。

公司已进入英伟达、谷歌等海外大厂供应链，结合其AI电源业务进展节奏情况，预计2026、2027年市场份额分别为15%、20%，对应收入41.94亿元、88.80亿元。

2028-2035年，预计公司AI电源业务与行业同步增长，市占率保持稳定，收入年复合增速为10%左右，此后保持5%左右的平稳增速。

2. 盈利能力假设：预计毛利率峰值达到40%水平，后续逐步回落至30%；三费费用率起始阶段较高，后续逐步回落到一般电源业务水平；该业务需要较大前置性研发投入，由于2026年之前尚无收入贡献，计入非AI电源业务部分。

#### 业务二：非AI电源业务

1. 收入假设：受益于通用服务器景气度回升、光储充（公司最早出海的业务）需求放量（尤其东南亚市场需求旺盛）、工业、医疗、显示、通信、OA等场景需求稳定，预计2025-2035年收入年复合增速为8.6%，后续逐步回落至2%的平稳水平。

2. 盈利能力假设：预计毛利率保持在25%的稳定水平，费用率随着业务规模扩大的摊薄效应而有所下降。

#### 业务三：智能家电电控业务

1. 收入假设：在变频空调产品海外市场拓展、智能卫浴产品国内外协同发力的推动下，预计2025-2035年收入年复合增速为10.3%，后续逐步回落至2%的平稳水平。

2. 盈利能力假设：受市场竞争激烈影响，毛利率由25%下降至22%；费用率随着业务规模扩大的摊薄效应而有所下降。

#### 业务四：其他业务

1. 收入假设：预计2025-2035年工业自动化业务年复合增速为6%左右，新能源及轨道交通业务年复合增速为10%左右，智能装备业务、精密连接业务及其他年复合增速

2. 盈利能力假设：受市场竞争激烈影响，毛利率由25%下降至22%；费用率随着业务规模扩大的摊薄效应而有所下降。

表2: 公司整体业绩预测

麦格米特	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	54.8	67.5	81.7	96.1	163.0	231.7	262.6	288.4
归母净利润(亿)	4.7	6.3	4.4	1.8	10.7	20.5	27.9	31.7
归母净利润增速(%)	21.5	33.1	-30.7	-59.0	496.7	91.8	36.2	13.5
经营性净利润(亿)	3.4	4.2	4.6	0.8	9.9	19.9	27.5	31.3
经营性净利润增速(%)	4.8	22.3	10.8	-82.7	1131.1	101.4	38.1	14.1
经营性归母净利润(亿)	3.4	4.2	4.4	0.8	9.7	19.5	26.9	30.7
经营性归母净利润增速(%)	9.7	24.9	4.7	-82.1	1131.1	101.4	38.1	14.1

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

AI电源业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	41.9	88.8	102.1	114.4
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	111.7	15.0	12.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	5.7	14.9	20.6	22.3
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	13.5	16.8	20.2	19.5
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	164.0	37.7	8.6
非AI电源业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.8	21.2	23.5	25.9	29.8	33.3	36.7	40.3
收入增速(%)	113.6	12.6	10.9	10.0	15.0	12.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	1.1	1.3	1.3	-0.0	1.8	2.2	2.7	3.4
经营性净利率(%)	5.8	6.0	5.7	-0.1	6.2	6.6	7.5	8.4
经营性净利润增速(%)	44.1	17.5	5.1	-102.6	5395.6	19.6	25.3	23.3
智能家电电控业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.9	26.2	37.4	41.1	53.5	64.1	73.8	81.1
收入增速(%)	-3.7	25.3	42.7	10.0	30.0	20.0	15.0	10.0
经营性净利润(亿)	1.3	1.7	2.1	0.3	1.6	2.1	3.0	4.0
经营性净利率(%)	6.4	6.3	5.6	0.8	3.0	3.3	4.1	4.9
经营性净利润增速(%)	-10.4	24.3	27.6	-85.0	405.6	32.2	43.3	31.8
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.0	20.1	20.8	29.1	37.9	45.5	50.0	52.5
收入增速(%)	36.3	33.9	3.4	40.0	30.0	20.0	10.0	5.0
经营性净利润(亿)	1.0	1.2	1.2	0.5	0.8	0.6	1.1	1.6
经营性净利率(%)	6.6	6.2	5.7	1.8	2.0	1.4	2.2	3.0
经营性净利润增速(%)	-2.2	24.9	-5.6	-55.8	49.2	-19.6	76.1	44.6

数据来源: 壹评级

## 6.2 动态估值

表4: 公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
AI电源业务	6.0%	中等+	较好	较强	8.5%	15.77	21.4
非AI电源业务	3.8%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	4.8
智能家电电控业务	2.0%	中等-	一般	较强	8.0%	13.5	5.5
其他业务	2.6%	中等-	一般	一般	8.5%	11.22	2.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
AI电源业务(亿)	53.8	161.8	215.6	-	3.9	0.9	212.6
非AI电源业务(亿)	11.7	38.9	50.6	0.7	1.0	0.2	50.6
智能家电电控业务(亿)	3.7	37.2	40.9	1.1	0.9	0.2	41.4
其他业务(亿)	-4.9	12.1	7.3	0.6	0.2	0.0	7.8
公司整体测算(亿)	64.4	250.0	314.4	2.4	6.0	1.4	312.3

数据来源: 壹评级

## 6.3 DDM 估值

表5: 公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
AI电源业务(亿)	92.3	129.7	222.0	-	3.9	0.9	219.0
非AI电源业务(亿)	20.1	28.5	48.6	0.7	1.0	0.2	48.6
智能家电电控业务(亿)	12.9	27.6	40.4	1.1	0.9	0.2	40.9
其他业务(亿)	-1.9	8.9	7.0	0.6	0.2	0.0	7.5
公司整体测算(亿)	123.3	194.7	318.0	2.4	6.0	1.4	315.9

数据来源: 壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。主要源于其业绩增长对新兴AI电源业务具有较高依赖性，而该业务尚处于放量早期。尽管公司已成为英伟达AI服务器电源的核心供应商，预示巨大潜力，但其远期出货量和盈利能力仍受全球AI算力投资周期、供应链竞争格局及技术迭代速度等外部因素影响，存在不确定性。同时，公司的传统业务（如智能家电电控等）面临行业竞争加剧的压力，未来增速和盈利能力可能面临较大变动。此外，公司为支持新业务扩张持续进行高资本开支和研发投入，导致自由现金流波动较大，使基于现金流的估值模型参数（如增长持续性）难以精准锚定。因此，其估值兼具高弹性与高波动特性。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。