

欧陆通（300870.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月23日

基本信息	估值结果	四维评级
所属行业	价值 184.48 亿	成长空间 ★★★★★
当前股价	DDM估值 上行空间 -43%	盈利趋势 ★★★★★
总市值	状态 高估	产业格局 ★★★★★
PE-TTM	价值 179.02 亿	护城河 ★★★★★
PB-MRQ	动态估值 上行空间 -45%	
	状态 高估	

核心评级结论

公司是国内领先的开关电源制造商，国产高功率服务器电源领军企业，业务涵盖数据中心电源、电源适配器等，服务器电源覆盖浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、曙光、新华三等国内主流服务器厂商。

公司成长空间高，核心驱动来自AI算力爆发带动高功率服务器电源需求，出海打开天花板，是市场上少数能够实现高功率服务器电源规模销售的电源供应商。盈利趋势较好，未来盈利能力有望提升，主要得益于高功率产品占比持续提升带来的产品结构优化，以及海外头部客户GPU电源项目放量后对盈利结构的显著改善。产业格局较好，服务器电源国产龙头地位稳固，已陆续为浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、曙光、新华三等国内知名服务器系统商出货，并积极推进海外头部云厂商GPU电源项目合作。护城河较深，源于全功率段产品矩阵、头部客户深度绑定、高研发投入以及越南/墨西哥全球产能布局。

基于AI高功率服务器电源加速放量、海外头部客户GPU电源项目推进顺利、高功率产品占比提升带动盈利能力修复、电源适配器业务保持平稳等核心假设，经测算，公司当前估值处于高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：公司在AI高功率服务器电源领域具有稀缺卡位，受益于AI数据中心建设，国产替代加速，与海外头部云厂商达成GPU电源项目合作，市场对其海外突破与高功率产品放量给予高估值溢价。

我们的观点：高估值逻辑尚有待验证。海外GPU电源项目具体节奏待确认，公司高功率业务规模、海外市场份额、盈利修复尚需更多进展数据支持。后续需跟踪其高功率产品海外份额兑现及盈利能力改善。

风险提示

海外客户GPU电源项目突破与高端产品认证进度不及预期，产品升级节奏存在不确定性；行业技术路线演进及原材料价格波动可能影响成本；市场竞争加剧与汇率波动可能压制盈利；AI资本开支波动等。

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	5
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	6
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	7
5.1 成长空间	7
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	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

欧陆通成立于1996年，总部位于深圳，2020年在深交所创业板上市。公司深耕电力电子技术领域三十年，专注于开关电源产品的研发、生产与销售，是国内领先的高功率服务器电源厂商，产品涵盖电源适配器、数据中心电源、通讯电源、动力电池充电器等，广泛应用于办公电子、网络通信、数据中心、AI服务器、纯电交通等众多领域。公司现已建成深圳、东莞、赣州、苏州4个国内生产基地，以及越南、墨西哥2个海外生产基地，并在中国台湾、美国建立销售及售后服务队伍，形成了充分完备的全球生产服务体系，致力于成为具有国际竞争力的电力电子产品与解决方案供应商。

2. 业务介绍

对于欧陆通公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

数据中心电源：

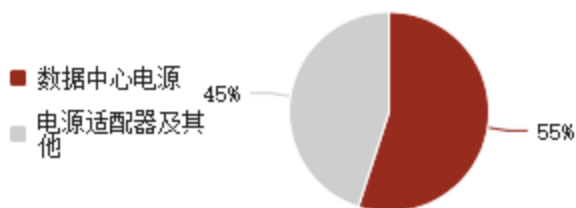
公司的战略核心增长极。公司是国内第三方服务器电源领军者，产品覆盖网安/通信及其他数据中心电源、通用型与高功率服务器电源，形成800W以下、800-2000W、2000W以上全功率段矩阵，推出800-3600W风冷CRPS、1600-3500W浸没式液冷、3300-5500W定制GPU电源及集中式供电系统等核心方案。国内供货浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、曙光、新华三，海外有望拿下Google算力设备GPU电源项目，并与AMD、Juniper 等建立合作。该业务的竞争市场目前主要为国内，未来将逐步扩张到全球。

电源适配器及其他：

电源适配器：公司发展二十余年的成熟基本盘业务。产品覆盖3W-400W功率段，广泛应用于办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、新型消费电子设备等领域。在电源适配器行业具备良好口碑，已成为该领域领先企业之一，与LG、HP、Honeywell、谷歌、沃尔玛、富士康、海康威视、大华股份等知名企业建立合作。竞争市场为全球。

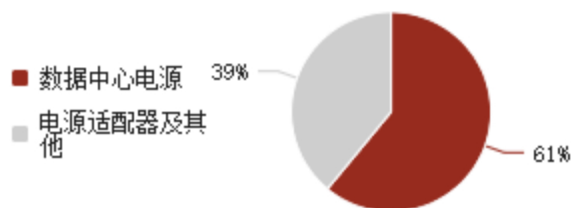
其他：公司围绕电源技术开拓的新应用延伸业务，未来具备潜力。产品包括锂电类电动工具及家电充电器、纯电交通工具充电器、大瓦数动力电池设备充电器、化成分容设备电源等，覆盖电动工具、两轮/三轮车、大型无人机、机器人、机器狗等应用场景，并延伸智能控制器等新业务线，持续丰富多元化布局。竞争市场为全球。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026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“技术深耕+全功率段产品矩阵+全球本地化制造”的商业模式。公司以电力电子技术平台为核心，产品覆盖电源适配器、数据中心电源、通讯电源及动力电池充电器等，广泛应用于办公电子、网络通信、数据中心、AI服务器、纯电交通等场景。在客户策略上，公司深耕国内服务器系统商，配套高功率服务器电源，并积极拓展海外头部云厂商GPU电源项目。在生产布局上，公司建成深圳、东莞、赣州、苏州4个国内基地及越南、墨西哥2个海外生产基地，并在中国台湾、美国建立销售及售后队伍，形成研发、制造、销售、服务一体化的全球交付能力。其本质是以高功率电源技术为支点，深度参与AI算力基建红利。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司截至2025年末、2026年一季度末的资产总额分别为54.14亿元、58.44亿元，其中非流动资产占比均低于35%，资产强度较低，主要源于其采用ODM/JDM为主的运营模式。公司以研发设计和供应链管理为核心竞争力，生产环节虽自主制造，但厂房及设备投入相对可控，非流动资产占总资产比例低于同行业设备密集型公司。资产结构以存货、应收账款、货币资金等流动资产为主，固定资产折旧负担较轻，资金周转效率较高，整体资产强度处于较低水平。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司近三年研发费用率维持在6%以上且持续上升，研发强度较高。核心原因在于公司采取“技术深耕+全功率段产品矩阵”的战略，需同时支撑电源适配器、数据中心电源、高功率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领先地位，并推动产品向高功率密度、超高效率、第三代半导体应用及高压直流输入架构升级，必须进行前瞻性研发。同时，作为技术驱动型电源厂商，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

公司近三年销售费用率维持在2.5%以内，营销强度低。主要源于其采用ODM/JDM为主的商业模式，核心优势在于为服务器系统商等头部客户提供电源解决方案，而非直接面向终端消费者进行品牌营销。客户决策更看重技术实力、产品性能与交付能力，公司已与浪潮、富士康、华勤、联想等国内主流服务器系统商形成深度合作关系，新客户拓展多依赖技术口碑与产业链推荐。同时，海外业务走大客户直销认证路径，无需大规模渠道铺设，因此销售费用维持在低水平。

3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2025年末人均薪酬14.56万元，本科及以上学历占比15.49%、技术人员占比17.23%，人力资源高端度较低。主要源于公司采用“研发+自主制造”的商业模式，员工总数中生产人员占近60%、大中专及以下学历占比近85%。电源制造业务属性决定了其以生产制造人才为主体，而非以高学历研发人才为主导，因而整体人均薪酬和本科及以上学历占比有限。

3.5 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近3年前五大客户销售占比均低于35%，客户集中度较低。主要源于其业务结构多元，数据中心电源、电源适配器、其他电源三大板块并行发展，客户覆盖浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、曙光、新华三等国内多家服务器系统商及海外客户，避免了单一客户或行业的依赖风险。

3.6 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近3年前五大供应商采购占比均低于15%，供应商集中度低。主要源于其业务多元，数据中心电源、电源适配器、其他电源三大板块所需原材料差异较大，且作为ODM/JDM模式厂商，更注重采购的适配性与灵活性，主动分散供应商以保障供应链安全，降低对单一供应商的依赖风险。

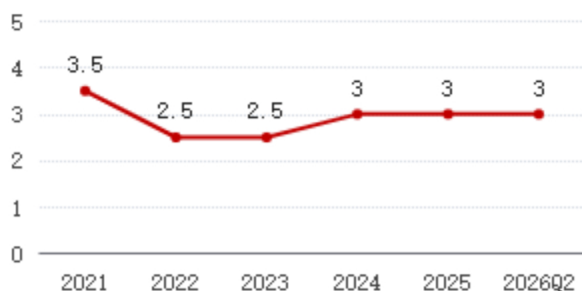
4. 历史经营绩效

公司成长能力、盈利能力、业务控制力及财务健康情况、股东回报情况均较好，历史表现较为稳定。

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

公司盈利能力较好，历史表现较稳定。2025年销售毛利率19.84%，ROE和ROIC为10%左右。近年来受益于高功率数据中心电源营收同比大幅增长、占数据中心电源业务整体收入的比例持续提升，支撑其盈利能力中枢维持较好表现。尽管受部分产品销售价格下降、原材料涨价及研发投入加大等负面因素影响，但业务结构持续优化，高毛利的数据中心电源业务占比提升，公司整体盈利质量保持平稳。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



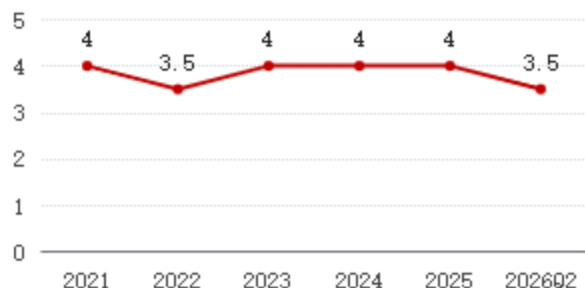
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力较好，历史表现较稳定。近年来公司业绩呈现持续攀升态势，收入规模稳步扩大。受益于AI算力爆发带动高功率服务器电源需求，2025年数据中心电源业务营收20.15亿元，其中高功率产品营收12.99亿元（同比增长66.52%），成为拉动增长的核心引擎。尽管受部分产品销售价格下降、研发投入加大及成本波动影响，归母净利润阶段性承压，但整体经营基本盘保持平稳，中长期在AI服务器电源升级与全球客户拓展下成长趋势清晰。

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



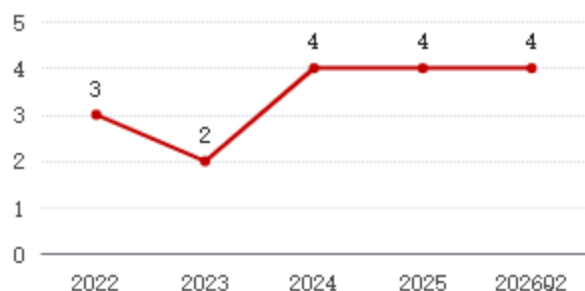
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康情况较好，历史表现较稳定。公司采用ODM/JDM模式深度绑定服务器系统商等头部客户，客户结构相对分散，供应链管理稳健，经营基本盘扎实。虽然高功率电源研发、海外项目推进及全球产能布局带来一定资本开支压力，但整体财务结构稳健，业务抗风险能力较强，盈利波动处于可控范围。

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，历史表现较稳定。公司长期坚持连续分红，2025年拟每10股派现3.09元并转增4股，叠加中期分红，全年合计拟分配现金红利超过8000万元（占全年净利润的30%左右），以丰厚回报与股东共享发展成果。作为高成长的AI服务器电源厂商，公司正处高功率产品研发、越南/墨西哥海外产能建设及全球客户拓展的投入期，富余现金更多用于再投资与产能布局，股东直接现金回报处于行业中等偏上水平。

5. 四维评级

公司整体成长空间高，盈利趋势较好，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间高。核心驱动来自AI算力爆发推动服务器电源向高功率、高功率密度、高效率及高压直流架构升级，高功率电源量价齐升。公司作为国内少数能规模销售高功率服务器电源的领军企业，一方面深度绑定浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内服务器系统商，充分受益于国产替代；另一方面与海外头部CSP客户Google达成GPU电源项目合作，依托越南、墨西哥全球产能布局匹配北美客户本地化供应需求。在AI算力基建上行周期中，公司有望充分享受产业升级红利，成长动能充足。

数据中心电源(5星):

成长空间高。AI算力爆发驱动服务器电源向高功率、高功率密度、高效率及高压直流架构升级，公司产品覆盖800W至5.5KW全功率段及33KW-110KW集中式供电。国内为浪潮、富士康、华勤、联想等核心供应商，受益国产替代；海外与Google达成GPU电源项目合作，并与AMD、Juniper建立合作。越南基地预计2026年底小批量、2027年规模化量产，墨西哥基地完善全球产能布局，匹配北美本地化需求，成长动能充足。

电源适配器及其他(2.5星):

成长空间一般。电源适配器作为公司最成熟的基本盘，在消费电子需求放缓背景下仍实现稳健增长，并成功开拓Meta、亚马逊等国际知名客户，筑牢稳定发展基础。其他电源业务受全球电动工具市场疲软影响，公司持续深化存量客户合作并拓展大型无人机、机器人、机器狗等新业务线，整体规模保持平稳。两块业务所处行业均较为成熟、竞争格局稳定，尽管在GaN快充等细分领域有一定结构性机会，但整体增量弹性有限，更多是作为现金流基本盘为数据中心电源等高成长业务提供支撑。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。尽管短期盈利能力受行业竞争、部分产品销售价格下降、原材料成本上升及新业务研发投入等因素影响而阶段性承压，但公司通过积极优化客户及产品结构，提升高价值量及高毛利率产品的出货占比，2025年高功率数据中心电源营收同比大幅增长，占数据中心电源业务整体收入的比例持续提升。同时，公司持续推进导入海外头部CSP客户GPU电源项目，未来随着高附加值产品占比进一步提升、海外客户订单逐步落地，盈利能力中枢有望稳中有升。

数据中心电源(3.5星):

盈利趋势较好。核心驱动力来自高功率服务器电源占比持续提升，产品结构向高价值量、高毛利率领域升级，带动盈利中枢逐步上移；同时公司围绕高功率、高功率密度、第三代半导体应用及高压直流输入等技术方向布局5.5KW、12KW、18.4KW等产品及33KW-110KW集中式供电系统，并与Google等海外头部CSP客户推进GPU电源项目合作，未来海外高附加值订单放量将进一步夯实盈利基础。尽管短期受市场竞争加剧、部分产品销售价格下降影响，数据中心电源业务毛利率阶段性承压，但整体盈利质量在电源同行中处于中上水平，盈利中枢向上抬升趋势较为确定。

电源适配器及其他(2星):

盈利趋势较差。电源适配器业务所处消费电子行业需求增长放缓，市场竞争加剧带来持续的定价压力，盈利空间受到挤压；其他电源业务受全球电动工具市场需求疲软影响，部分新产品导入初期毛利率水平较低，进一步拖累盈利表现。尽管公司积极开拓海内外新客户、优化产品结构，但行业成熟度高风险有限，短期盈利弹性不足，更多作为现金流基本盘为数据中心电源高成长业务提供支撑，盈利趋势预计将维持低位平稳。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局较好。高功率服务器电源行业技术壁垒高，公司高功率产品已达国内领军水平，是市场上少数能够实现高功率服务器电源规模销售的电源供应商。国内方面，公司已成为浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、曙光、新华三等主流服务器系统商核心供应商；海外方面，与海外头部CSP客户Google达成GPU电源项目合作，并与AMD、Juniper等重要客户建立合作关系。尽管全球高端市场仍由台达、光宝等台系龙头主导，大陆厂商在成本控制和服务响应方面具备优势，公司凭借全功率段产品矩阵和越南、墨西哥全球产能布局，在国产替代与出海突破中占据有利竞争地位。

数据中心电源(3.5星):

产业格局较好。高功率服务器电源行业进入门槛高，公司是国内少数能规模销售高功率服务器电源的电源供应商，已成为浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内主流服务器系统商核心供应商，并与Google达成GPU电源项目合作。尽管全球高端市场仍由台达、光宝等台系龙头主导，公司凭借全功率段产品矩阵及越南、墨西哥全球产能布局，在国内智算与本土整机厂份额争夺中占据有利竞争地位。

电源适配器及其他(2.5星):

产业格局一般。电源适配器市场中低端通用产品参与者众多、同质化严重，价格竞争激烈。公司虽在国内市场占据头部地位，但面临台达、光宝、奥海科技、航嘉等国内外厂商的激烈竞争；其他电源业务涵盖电动工具充电器、动力电池充电器、工业电源等细分领域，各领域均存在专业竞争者，市场格局分散。尽管在GaN快充、机器人电源等新兴领域积极布局，但整体赛道壁垒有限，价格竞争压力持续存在。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深。技术壁垒方面，公司深耕电力电子三十年，高功率服务器电源产品处于国内领军水平，是市场上少数能够实现高功率服务器电源规模销售的电源供应商，并围绕高功率、高功率密度、高效率、第三代半导体应用、高压直流输入等核心方向布局5.5KW、12KW、18.4KW等服务器电源产品及33KW-110KW集中式供电产品，技术迭代能力持续领跑。客户壁垒方面，国内已成为浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、曙光、新华三等主流服务器系统商核心供应商，海外与Google达成GPU电源项目合作，并与AMD、Juniper等重要客户建立合作关系，认证壁垒高、替换成本大。产能壁垒方面，公司建成深圳、东莞、赣州、苏州4个国内基地及越南、墨西哥2个海外生产基地，全球本地化交付能力可有效匹配北美客户本地化供应与快速响应需求，构筑了坚实的“技术+客户+产能”三位一体护城河。

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
数据中心电源	(4星) 护城河宽度较好。公司是市场少数能规模销售高功率服务器电源的供应商，产品覆盖全功率段及集中式供电，技术比肩国际高端水平。国内为浪潮、富士康等主流服务器商核心供应商，海外与Google、AMD、Juniper 合作，客户认证壁垒高；叠加越南、墨西哥全球产能布局，筑牢“技术+客户+产能”护城河。整体业务控制力中等偏强；2025年业务销售毛利率23.8%，ROE和ROIC（经壹评级调整后）均在20%以上，超额收益明显。	(3星) 护城河可持续性较好。主要源于：全功率段产品矩阵与高功率技术迭代能力构成技术底座；国内深度绑定浪潮、富士康等主流服务器商，海外与Google、AMD 合作，客户认证壁垒高；越南、墨西哥产能布局巩固全球交付能力。但AI电源技术路线演进存在不确定性，海外项目节奏待确认，台系龙头主导格局短期难改。预计超额收益衰减速度较慢，需观察技术迭代与客户突破。预计未来ROE和ROIC的超额收益有较明显衰减（10年衰减50%左右），但总体超额收益仍维持较好水平。
电源适配器及其他	(1.5星) 护城河宽度较差。该业务护城河主要来自公司多年积累的规模优势与客户基础，与LG、HP、Honeywell、谷歌、沃尔玛等国际知名企业建立长期合作关系，并成功开拓Meta、亚马逊等海外大客户。但中低端电源适配器市场参与者众多、产品同质化严重，技术壁垒有限，价格竞争持续，毛利率承压；其他电源业务涵盖电动工具充电器、工业电源等细分领域，各领域均存在专业竞争者，格局分散，难以建立显著的差异化优势。整体业务控制力中等，超额收益不明显。	(3星) 护城河可持续性较好。公司深耕该领域超20年，与LG、HP、谷歌、沃尔玛、富士康等国际知名企业长期合作，并开拓Meta、亚马逊等大客户，客户黏性较强；全球六大生产基地保障稳定交付。但中低端市场竞争激烈、同质化严重，价格竞争持续压制毛利率，整体呈“稳健基本盘、弹性有限”特征，作为现金牛业务为数据中心电源提供稳定支撑。预计未来ROE和ROIC的超额收益有望保持，随行业景气筑底及新业务逐步成熟而有一定修复。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于AI高功率服务器电源加速放量、海外头部客户GPU电源项目推进顺利、高功率产品占比提升带动盈利能力修复、电源适配器业务保持平稳、新领域逐步兑现潜力等核心假设，经测算，公司当前估值处于高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括数据中心电源、电源适配器及其他。

业务一：数据中心电源

1. 收入假设：

2025年该业务首次成为公司第一大业务板块。2026-2030年进入“加速放量期”，预计收入年复合增速为43.1%。国内方面，公司深度绑定浪潮、富士康、华勤、联想、中兴、曙光、新华三等主流服务器厂商，充分受益于国产算力放量与国产替代，国内AI服务器电源收入有望从2025年12.3亿元增至2030年81.4亿元；海外方面，公司与Google达成算力设备GPU电源项目合作，具体节奏待客户进一步确认，越南基地预计2026年底小批量、2027年规模化量产，若2026Q4顺利批量供货，海外收入有望从2027年4.8亿元增至2030年30.6亿元。

中长期看，全球AI数据中心建设持续推进，公司凭借全功率段产品矩阵（5.5KW量产，12KW/18.4KW在研，33KW-110KW集中式供电储备）和高压直流输入技术布局，有望充分享受“单瓦价值量+出货量”双升红利，但增速将随基数扩大逐步放缓，预计2031-2041年收入的年复合增速为8.8%。

2. 盈利能力假设：

短期毛利率承压明确。主要受市场竞争加剧、部分产品降价，上游原材料涨价、研发费用等投入增加、汇兑收益减少等因素，预计2026年毛利率下降至21%。

中长期有望修复。随着高功率产品（5.5KW/12KW/18.4KW）占比持续提升、海外高毛利客户（Google等）批量订单落地、越南/苏州产能规模化后折旧压力摊薄，毛利率预计从2026年21%逐步回升至2029年28%。后续随着行业需求增长放缓、市场竞争加剧，毛利率预计逐步下滑至22%并趋于平稳。

三费费用率总体稳步压降，研发费用率预计维持5.5%高位，以支撑高压直流输入、第三代半导体应用等核心技术迭代。

业务二：电源适配器及其他

1. 收入假设：

电源适配器：在全球消费电子需求增长放缓背景下仍实现正增长，公司新拓Meta、亚马逊等国际客户筑牢基本盘。预计2026-2030年维持平稳低速增长（收入年复合增速3.5%），整体规模稳定在18-22亿元区间，新增长点主要来自GaN快充、PD快充等高端产品占比提升。

其他：受全球电动工具市场需求疲软影响短期承压，公司持续拓展大型无人机、机器人、机器狗动力电池充电器以及储能/光伏类电源等新兴领域，并取得实质性客户导入成效。预计2026-2030年收入年复合增速6%，收入规模从6.7亿元增至近10亿元，新兴业务线逐步贡献增量但整体弹性有限。

2. 盈利能力假设：

电源适配器：短期毛利率持续承压，主因行业景气度疲软、市场竞争加剧带来的定价压力。预计2026-2030年毛利率维持在15%-17%区间，短期受降价压力继续承压，中长期随GaN等高附加值产品占比提升而有望小幅修复，但整体盈利弹性有限。

其他：短期毛利率持续承压，主因部分新产品导入初期毛利率较低。预计2026-2030年毛利率维持在17%-19%水平，随机器人/无人机充电器等新兴高毛利业务放量而有望温和改善。

三费费用率总体稳步压降，研发费用率预计维持5.5%高位，新客户需求和新应用领域等业务的技术迭代。

表2：公司整体业绩预测

欧陆通	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	28.7	38.0	44.6	49.9	66.0	89.9	118.8	149.2
归母净利润(亿)	2.0	2.7	2.4	2.6	4.9	8.7	14.2	17.3
归母净利润增速(%)	117.1	36.9	-9.0	7.3	87.2	78.5	62.7	21.4
经营性净利润(亿)	1.0	2.8	2.6	2.5	4.8	8.6	14.1	17.1
经营性净利润增速(%)	7.3	198.3	-10.0	-3.0	91.7	80.6	63.6	21.6
经营性归母净利润(亿)	1.0	2.8	2.6	2.5	4.8	8.6	14.1	17.1
经营性归母净利润增速(%)	5.4	195.3	-10.2	-2.5	91.7	80.6	63.6	21.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

数据中心电源	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.1	14.6	20.2	27.2	41.7	63.9	91.1	119.7
收入增速(%)	35.9	80.0	38.1	35.1	53.2	53.0	42.7	31.5
经营性净利润(亿)	0.3	1.7	2.0	2.0	4.2	7.7	13.0	15.5
经营性净利率(%)	3.4	11.6	10.0	7.4	10.2	12.1	14.3	12.9
经营性净利润增速(%)	-21.6	510.2	18.3	0.4	110.7	81.5	69.3	18.5
电源适配器及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	20.6	23.4	24.5	22.7	24.3	26.0	27.7	29.5
收入增速(%)	-2.2	13.6	4.6	-7.3	7.1	7.1	6.4	6.5
经营性净利润(亿)	0.7	1.1	0.6	0.5	0.5	0.9	1.0	1.7
经营性净利率(%)	3.3	4.9	2.3	2.1	2.1	3.5	3.8	5.6
经营性净利润增速(%)	26.4	70.0	-51.7	-15.1	10.7	74.0	15.0	59.4

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)
数据中心电源	8.2%	中等	较好	较强	9.0%	13.93	17.1
电源适配器及其他	5.0%	中等-	一般	较强	9.0%	11.57	1.8
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
数据中心电源(亿)	11.1	141.7	152.8	4.6	-0.1	0.3	157.7
电源适配器及其他 (亿)	2.2	12.5	14.7	5.6	-0.8	0.2	21.3
公司整体测算(亿)	13.2	154.2	167.5	10.2	-0.9	0.5	179.0

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
数据中心电源(亿)	51.0	106.0	157.0	4.6	-0.1	0.3	162.0
电源适配器及其他 (亿)	6.4	9.4	15.9	5.6	-0.8	0.2	22.5
公司整体测算(亿)	57.4	115.5	172.9	10.2	-0.9	0.5	184.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。公司AI高功率服务器电源业务成长预期广阔，但短期面临“增收不增利”压力，2025年归母净利润同比下滑、2026Q1由盈转亏，盈利受原材料涨价、市场竞争加剧及汇率波动等多重因素扰动。后续业绩高度依赖海外头部CSP客户Google的GPU电源项目推进节奏，但具体批量供货时点待客户确认；越南基地预计2026年底小批量、2027年规模化，产能释放与海外订单兑现存在时间错配。公司对细分业务具体出货结构与客户份额披露粒度有限，加剧了盈利预测的不确定性。因此，公司未来的估值表现将很大程度上取决于其能否顺利将AI电源高成长预期转化为实实在在的利润，存在较大不确定性。

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 $(X) = \text{估值}/\text{市值} - 1$ ，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。