中恒电气（002364.SZ）

公司首次评级

2026年10月26日

基本信息	
所属行业	工业
当前股价	26.89
总市值	151.54亿
PE-TTM	113.19
PB-MRQ	6.12

估值结果		
DDM估值	价值	175.81亿
	上行空间	16%
	状态	合理估值
动态估值	价值	160.33亿
	上行空间	5.8%
	状态	合理估值

四维评级	
成长空间	★★★★½
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★½☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

中恒电气是国内数字能源与数据中心HVDC供电龙头，打造电子电力技术平台，牵头制定240V/336V直流供电国标，构建HVDC、Panama、中低压配电、精密配电及服务器PSU完整产品矩阵，2025年国内智算中心HVDC市占率31%排名第一，深度服务阿里、腾讯、字节及三大运营商等头部客户，并积极推进海外市场拓展。

公司成长空间高，AI智算中心向高压直流架构加速演进下HVDC渗透率提升、以及国内外AIDC资本开支上行周期，驱动业务持续高增长。盈利趋势较好，高价值的HVDC、巴拿马电源等产品占比提升，产品结构持续优化，盈利能力有望稳步抬升。产业格局较好，国内智算中心HVDC行业集中度高，公司位居领先地位，具备明显的卡位优势和技术优势。护城河较深，源于牵头制定国家标准的技术话语权、与头部互联网客户的深度绑定、长期技术积累与规模化交付能力，以及宁德时代战略入股后的产业协同等。

基于AI数据中心HVDC渗透率提升、公司业务如期放量、国内市占率稳居前列、海外突破、与宁德时代的协同兑现、盈利能力改善等假设，经测算，公司当前估值已较多反映远期高成长预期，处于合理估值水平。

我们区别于市场的观点

市场的观点：AI算力驱动HVDC渗透率跃升，公司国内市占率第一、牵头制定国标、深度绑定头部云厂商，叠加宁德时代战略入股与业务出海预期，构成稀缺卡位，因此给予高估值溢价，对未来高增长进行定价。

我们的观点：公司高成长尚有待验证。HVDC赛道竞争加剧，行业价格战压力逐步显现，盈利兑现存在不确定性。后续需重点观察国内订单放量节奏、海外突破进度、宁德时代协同落地效果以及盈利改善情况。

风险提示

AI算力与HVDC需求兑现不及预期；行业竞争加剧及价格战压制毛利率；原材料涨价、客户集中度高及回款风险；公司业务出海以及与宁德时代的协同落地进度低于预期等。

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 6
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 7
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 8
5. 四维评级 8
5.1 成长空间 8
5.2 盈利趋势 9
5.3 产业格局 10
5.4 护城河 10
6. 公司估值 11
6.1 核心假设及逻辑 11
6.2 动态估值 14
6.3 DDM估值 14
6.4 估值确定性 14

图表目录

图1：预测2026年收入占比 5
图2：预测2026年毛利占比 5
图3：近年公司盈利能力趋势图 7
图4：近年公司历史成长能力趋势图 7
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 8

表1：护城河详解表 11
表2：公司整体业绩预测 13
表3：公司分业务业绩预测 13
表4：公司整体及分业务动态估值 14
表5：公司整体及分业务DDM估值 14

1.基本信息

中恒电气创立于1996年，2010年3月在深交所主板上市，是一家专注于零碳智能社会建设的数字能源公司。公司聚焦绿色ICT基础设施、新型电力系统、低碳交通及综合能源服务等领域，核心产品包括数据中心用HVDC直流供配电系统、预制化Panama电力模组、5G全栈式站点高效能源等，致力于引领ICT基础设施能源全直流化与电气设备预制化。公司在杭州、北京、上海等地设立研发中心，产品畅销亚洲、欧美、大洋洲等30多个国家和地区，与阿里、腾讯、百度、中国移动、国家电网等头部客户建立深度战略合作，2022年被工信部评为国家级制造业单项冠军示范企业。

2.业务介绍

对于中恒电气公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

数据中心电源：

该业务是公司战略性增长极，已构建涵盖HVDC（240V/336V/800V）、Panama（240V/400V/800V）、中低压配电、精密配电及服务器PSU的完整产品矩阵，具备端到端电力解决方案交付能力。公司牵头制定《信息通信用240V/336V直流供电系统技术要求和试验方法》国家标准，并凭借"信息通信用240V/336V直流供电系统"入选工信部制造业单项冠军示范企业。Panama电源采用10kV直转240V/400V/800V直流的一体化设计，将传统4级供电链路压缩为1级，系统效率高达97.5%以上。产品深度适配通用计算、AI与超算需求，已广泛应用于智算中心、超算中心、互联网企业、第三方colo、通信运营商、金融政企等场景，与头部客户建立长期深度合作。800V HVDC方案进一步支持NVIDIA SuperPOD等前沿算力集群，供电韧性显著优于传统2N架构。该业务现阶段主要竞争市场在国内，由国内智算中心向全球AIDC延伸。

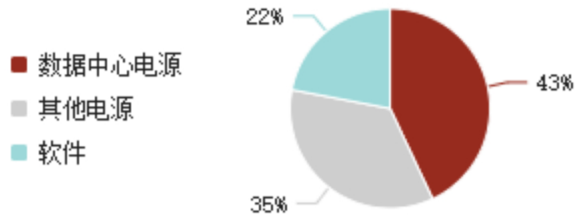
其他电源：

该板块是公司电力电子制造能力的横向延伸，主要覆盖通信电源、电力操作电源、智能充换电三大方向。通信电源与5G全栈式站点高效能源方案持续服务通信运营商。电力操作电源包含高频开关电源、相控电源等系列产品，广泛应用于变电站、发电厂的控制保护系统，电力通信电源为电力通信网络提供不间断电源支持。充电桩领域，公司是国内最早从事新能源汽车充电桩研发、生产的企业之一，也是目前国内充电桩设备主流厂家之一，专注大功率直流充电设备，已形成ACDC全系列直流快充、DCDC直流母线快充、全液冷超充、兆瓦超充、高压直挂800V直流母线充换电、车网互动充放电、换电站兆瓦级电池充电机等完整解决方案。客户涵盖国家电网、中国石化、中国铁塔、中国海油及主流新能源车企。该业务现阶段竞争市场以国内为主，并随海外HVDC业务协同拓展全球。

软件：

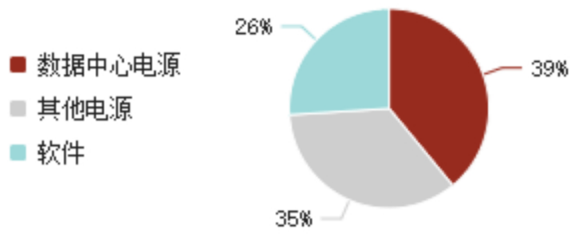
该业务是公司"电力电子制造+能源互联网"双引擎中的软件与服务极，由中恒博瑞与中恒云能源两大主体承载。在数字电网方向，公司基于20余年电力数字化软件技术平台，深度参与电网数字化转型和新型电力系统建设，为国家电网、南方电网等客户提供智能调度控制、生产精益管理、线损能效管理、电力仿真及数据分析等专业软件解决方案，其中继电保护定值软件及咨询服务国内市场占有率曾达70%以上。在综合能源服务方向，以"知能"云平台为核心，向网外拓展用户侧能源互联网产业，提供设备管理、能量管理、交易管理等智慧用能服务，并布局虚拟电厂运营、电力交易辅助决策、电力仿真等新型业务。公司围绕用户侧负荷需求和电网侧数字化升级，以智慧能源PaaS/SaaS、智能储能、微网、电力数字化技术，实现"源-网-荷-储"一体化碳中和。该业务主要竞争市场立足国内电网与大型用电企业。

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“电力电子技术平台+能源数字化平台双轮驱动、项目型解决方案交付”的商业模式。公司以电力电子核心技术为基石，向下游数据中心、通信运营商、电网、充电桩等场景输出HVDC、Panama、站点能源、电力操作电源等硬件设备，并与阿里、腾讯、百度、三大运营商、国家电网、南方电网等头部客户建立长期深度合作。采用“自主研发+智能制造+项目直销”的一体化运营模式。研发端聚焦电力电子变换与能源互联网核心技术，针对数据中心HVDC、巴拿马电源、超充桩及电网柔性互联等场景进行定制开发，形成软硬件协同的产品矩阵。生产端依托杭州制造基地，推行模块化设计与预制化生产，提升交付效率与质量一致性；部分非标组件通过外协加工实现弹性产能配置。销售端以直销为主，面向三大运营商、互联网巨头、电网公司及充电运营商等B端大客户，通过招投标与项目定制获取订单，并提供现场安装调试与运维服务，增强客户粘性与复购率。

3.1 资产强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司截至2025年末、2026年中的资产总额分别为42.37亿元、48.06亿元，其中非流动资产占比仅21.78%、19.33%，资产强度较低。公司虽涉及电力电子设备制造，但资产结构以应收账款、存货、货币资金等流动资产为主，固定资产占比仅约7%-8%。考虑到目前行业需求尚处于爆发初期，产能规模尚不大，公司尚未进入大规模资本开支周期，重资产特征不显著，整体属于偏轻资产的商业模式。

3.2 研发强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司近五年研发费用率维持在8%-11%区间，研发强度较高。公司研发强度较高，主要源于其以电力电子平台为基石，需同步支撑HVDC（240V/336V/800V）、Panama一体化电源、800VDC新建与改造方案、中低压配电、服务器PSU及充电桩等多条技术路线的迭代升级。为保持在智算中心HVDC领域作为国标牵头制定者的技术话语权，并推动产品向800V高压直流、超高功率密度、超高效率升级以匹配下游AI数据中心GPU集群供电需求，公司必须持续投入研发。同时，能源互联网方向的虚拟电厂、电力现货交易、智慧储能等软件业务也需要长期研发积累，高强度研发既是公司构筑"设备+软件+能源运营"综合壁垒的关键，也在短期内压制了利润弹性。

3.3 营销强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司近5年销售费用率整体在5.8%-7.7%区间波动，近年来有进一步压降，营销强度低。公司采用"技术方案+项目交付"的商业模式，核心客户为阿里、腾讯、字节等头部互联网厂商以及三大运营商、国网/南网等，订单以项目制招投标和大客户直接合作方式获取。得益于公司在HVDC领域国标制定者的技术话语权、长期深耕积累的头部客户深度绑定与高复购率，新项目拓展高度依赖技术实力、标杆案例与行业口碑，而非大规模市场推广，因此销售费用率维持在较低水平。

3.4 人力资源高端度

低 | 较低 | 中等 | **较高** | 高

公司2025年末员工总数2073人，人均薪酬22.82万元，处于较高水平。公司本科及以上学历占比超52%（本科45.20%、硕士以上7.62%），研发人员653人、占比31.50%，人力资源高端度较高。这主要源于公司HVDC（240V/336V/800V）、Panama一体化电源、服务器PSU及虚拟电厂等业务具有高技术壁垒，需以有竞争力的薪酬吸引和保留精通电力电子、软件算法的复合型精英；同时，作为HVDC国标牵头制定者，公司深度服务阿里、腾讯、字节及国网/南网等头部客户，技术迭代压力与高端项目交付需求倒逼团队持续高端化，以支撑其在智算中心供电与能源互联网领域的技术领先战略。

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30%，客户集中度低。主要源于公司业务横跨数据中心电源、通信电源、电力操作电源、充电桩及能源互联网软件等多个领域，客户覆盖阿里、腾讯、字节等头部互联网厂商，三大通信运营商，国家电网、南方电网等电力央企，以及充电桩领域的能源企业与车企。多元化的行业布局与广泛的客户基础，使公司有效降低了对单一行业或单一客户的依赖风险。

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在20%-26%区间，单一供应商占比最高不超过9%，不存在对单一供应商的重大依赖，供应商集中度较低。主要源于公司业务横跨数据中心HVDC、通信电源、电力操作电源、智能充换电及能源互联网软件等多个领域，各产品线所需原材料品类差异较大，公司更注重采购适配性而非规模绑定。同时，公司积极推进原材料国产替代方案，与斯达半导等国产IGBT供应商、艾华集团等元器件龙头建立战略合作关系，主动分散供应商以保障供应链安全与灵活性，降低对进口核心器件（如英飞凌IGBT）的依赖风险。

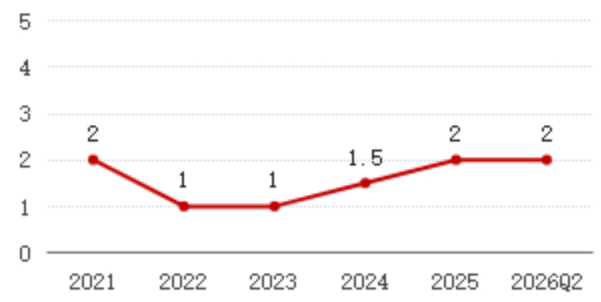
4. 历史经营绩效

公司历史成长能力良好，盈利能力较差，业务控制力及财务健康情况较好，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

中恒电气历史盈利能力较差，近年来有一定改善。2022年归母净利润亏损0.56亿元，2023-2025年ROE仅1.74%、4.68%、5.17%，整体盈利表现不佳。近年来盈利能力从底部回暖：2025年销售毛利率24.84%、销售净利率6.16%、ROE 5.17%，较前期有所改善，主要受益于数据中心HVDC等业务放量，高价值业务占比提升带动盈利结构优化。但公司绝对盈利水平在行业内仍处中等偏下，毛利率延续承压态势，呈现"底部修复、弹性待释"的态势。

4.2 历史成长能力

★★★★⯪

图4：近年公司历史成长能力趋势图



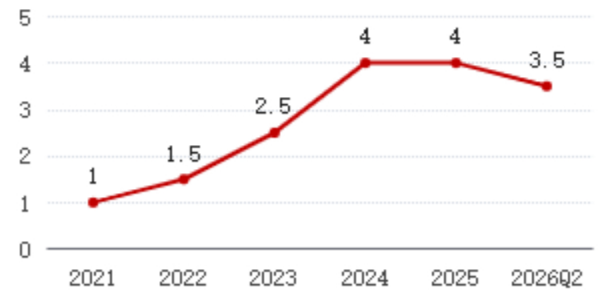
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力较好，近年来星级持续攀升。历史上受行业周期与业绩波动影响，成长表现偏弱；2024年以来，AI算力爆发驱动数据中心HVDC、巴拿马电源等高价值业务加速放量，数据中心电源跃升为第一大业务板块，带动公司成长星级从底部持续抬升。节奏上，公司从主题预期阶段切入业绩验证阶段，中长期向上趋势清晰，核心驱动力来自国内智算中心HVDC渗透率跃升、海外市场的突破，以及宁德时代战略入股后的算电协同赋能。但短期兑现节奏仍受AIDC建设进度与单项目确认节奏影响。

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，近年来星级持续攀升。作为国内HVDC国标牵头制定者与智算中心HVDC市占率第一企业，深度绑定阿里、腾讯、字节及三大运营商、国网/南网等头部客户，细分赛道壁垒较高。财务健康情况总体稳健，资产负债率处于合理水平、流动性尚可，但应收账款占用资金较多，经营活动现金流季节性承压，呈现"业务壁垒强、财务稳健但现金流一般"的特征。

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，近年来星级持续攀升。公司长期坚持连续分红，2025年度拟每10股派现1.00元（含税），现金分红总额约5768万元，占当年归母净利润比例约45.8%，分红率处于行业中等偏上水平。公司正处于AI算力驱动HVDC业务放量、800V技术升级与宁德时代协同落地的前期投入阶段，富余现金更多投向产能建设与研发投入，但仍兼顾股东现金回报。叠加宁德时代战略入股带来的治理改善预期，长期股东回报信心有望进一步增强。

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

★★★★½

公司整体成长空间高。其成长的核心动力来源于AI算力需求爆发所驱动的数据中心供电架构向HVDC、巴拿马电源、800V高压直流加速升级，以及"算电协同"趋势下储能与供电一体化方案的增量空间。

公司作为国内HVDC领域的领导者，牵头制定240V/336V直流供电国家标准，2025年国内智算中心HVDC市占率31%排名第一，与阿里、腾讯、字节、百度等头部云厂商深度绑定，充分受益于AI基建投资上行周期。海外侧，公司2025年海外收入8755万元、同比大增177.78%但占比仅4.10%，基数低、提升空间极大；2025年9月通过新加坡全资子公司对SuperX Digital Power注资，整合客户资源与技术储备共同开拓海外HVDC市场，业务已跟随阿里云落地欧洲、东南亚、日韩等市场，全球化放量空间已经打开。叠加宁德时代拟41亿元战略增资控股股东，双方在绿色ICT基础设施、算电协同等领域的产业协同，进一步为公司"供电+储能"一体化方案商转型提供期权。

数据中心电源(5星)：

成长空间高。核心驱动力源于AI算力爆发推动供配电架构向HVDC、巴拿马电源、800V高压直流加速升级，以及"算电协同"下储能与供电一体化方案的增量空间。公司凭借牵头制定240V/336V直流供电国家标准的技术话语权、国内智算中心HVDC市占率31%第一的龙头地位，以及阿里、腾讯、字节的深度绑定，有望持续提升份额。海外侧通过SuperX渠道切入全球AIDC市场，当前外销占比仅4.10%，基数低、提升空间极大，核心产品有望迎来量价齐升窗口期。

其他电源(2.5星):

成长空间一般。通信电源系统、电力操作电源系统等业务2026年上半年分别同比增长10.09%、14.91%，显著低于数据中心电源业务63.97%的增速，预计通信电源、电力操作电源等板块将保持平稳增长。其中通信电源受益于运营商集采但行业整体呈现周期性，电力操作电源随电网投资和"一带一路"海外工程温和放量，充电桩行业参与者众多、市场需求逐步饱和。整体看，其他电源业务作为公司稳健的"利润压舱石"，基本盘稳固但增量弹性有限，并非公司核心高成长引擎。

软件(2.5星):

成长空间一般。核心驱动力源于新型电力系统建设、虚拟电厂与电力市场化交易需求释放，公司凭借中恒博瑞20余年电网智能化积累，与国网、南网等核心客户深度绑定，基本盘稳健。业务以电网侧项目制交付为主，节奏相对平稳，虚拟电厂、电力交易等新兴业务仍处试点推广与商业模式验证阶段，增量弹性有限。显著低于数据中心业务的高爆发特性，更多是作为公司"设备+软件+能源运营"战略的稳健协同极。

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、数据中心电源毛利率承压以及新业务投入等因素影响而有所承压，但公司已从盈利低谷中企稳回升，数据中心电源收入占比持续提升，业务结构不断优化。未来，公司有望通过深化HVDC及800V高压直流全链条布局、加快海外市场拓展，以及宁德时代入股后"供电+储能一体化"方案落地，带动高毛利业务占比提升，为盈利能力的持续修复与改善奠定坚实基础。

数据中心电源(3星):

盈利趋势较好。核心驱动力来自HVDC、巴拿马电源、800VDC等高价值产品占比持续提升，数据中心电源已成为公司核心增长引擎，2026年上半年收入占比大幅提升至63.97%。尽管短期受行业竞争加剧与研发高投入影响，毛利率有所承压，但产品结构向高压直流升级、规模效应释放，以及海外HVDC市场拓展获取高价值增量，为盈利能力持续改善奠定了坚实基础。

其他电源(2.5星):

盈利趋势平稳。核心驱动力来自与中国移动、中国铁塔、中国电信等运营商的长期深度合作，以及在国家电网、南方电网等电力客户中的稳定份额，基本盘贡献稳定毛利。2025年成功中标中国铁塔、中国电信开关电源集中采购项目，紧抓集采机遇实现稳健增长。但受行业竞争加剧、集采压价等因素影响，盈利弹性有限，整体维持平稳态势，是公司稳健的现金牛业务，为数据中心HVDC高成长业务提供利润压舱石。

软件(2星):

盈利趋势较差。核心业务为向国网、南网等提供电力数字化解决方案及能源管理平台，下游大客户话语权极强。尽管公司具备虚拟电厂、电力交易等新兴业务布局，但项目制交付模式下受电网客户验收节奏、回款周期影响明显，叠加研发与定制化投入压力，短期盈利弹性有限，整体呈现"高毛利率、低增速"的平淡态势，未来随市场需求饱和与竞争激烈加剧或面临持续压力。

5.3 产业格局

★★★☆☆

公司整体产业格局较好。主营数据中心HVDC业务集中度较高，公司龙头地位稳固，2025年国内智算中心HVDC市占率31%位居第一，CR3超过70%，在市场份额、产品矩阵、客户与场景覆盖等方面显著优于竞争对手。公司牵头制定《信息通信用240V/336V直流供电系统》国家标准，构建涵盖HVDC、Panama、中低压配电、精密配电及服务器PSU的完整产品矩阵，深度绑定阿里、腾讯、字节及三大运营商等头部客户，技术壁垒与客户壁垒突出。通信电源、充电桩等相关业务虽参与者较多，但公司凭借电力电子平台化技术积累与头部客户协同，仍具备一定竞争优势。

数据中心电源(4星)：

产业格局良好。2025年国内智算中心HVDC市场CR3超过70%，公司市占率31%位居第一，在国内厂商中优势显著，行业集中度高、头部效应显著。公司牵头制定《信息通信用240V/336V直流供电系统》国家标准，构建涵盖HVDC、巴拿马电源、中低压配电、精密配电及服务器PSU的完整产品矩阵，深度绑定阿里、腾讯、字节及三大运营商等头部客户。大型IDC客户对三年稳定运营与可靠交付的高要求，形成天然进入壁垒，公司面临的同质化价格竞争相对有限，龙头地位稳固。

其他电源(2.5星)：

产业格局一般。其他电源业务横跨通信电源、电力操作电源、充电桩等多个赛道，整体产业格局一般。通信电源领域华为、中兴凭借产业链整体话语权占据明显优势，全球CR3达51%，中恒虽在中国移动集采份额居前，但全球市占率不足5%，属第二梯队；电力操作电源赛道由国电南瑞、许继电气等国网系央企主导，中恒以市场化配套厂商身份参与，存量市场竞争充分；充电桩领域则呈现特来电、星星充电、国网三足鼎立格局，中恒市场份额不突出。公司在各细分赛道均面临强敌环伺，缺乏主导性市场地位。

软件(2星)：

产业格局较差。中恒博瑞虽在继电保护定值软件等细分领域具备20余年积累，但电力数字化整体市场参与者众多，国电南瑞、许继电气等电网系央企在调度自动化等核心环节占据主导地位。中恒博瑞在继电保护定值等项目投标中，频繁直面泰豪软件、中电普华、清大科越等对手的激烈竞争；虚拟电厂、电力交易辅助等新兴业务虽空间广阔，但格局未定、对手林立。整体看，公司软件业务在产业链中处于"细分专长+非主导"的相对弱势地位，项目制交付模式下议价能力有限。

5.4 护城河

★★★☆☆

公司整体护城河较深。护城河主要源于技术优势与卡位优势。公司早在2016年即牵头制定《信息通信用240V/336V直流供电系统技术要求和试验方法》国家标准，凭借标准话语权与"HVDC+巴拿马电源"完整产品矩阵构建技术壁垒。2025年国内智算中心HVDC市场以31%市占率位居第一，CR3达72%，深度绑定阿里、腾讯、字节及三大运营商等头部客户，大型IDC客户对三年稳定运营与可靠交付的强要求形成天然进入壁垒。2026年8月宁德时代拟以41亿元增资控股股东，双方在算力基础设施、新能源充换电、新型电力系统三大领域开展战略协同，进一步夯实"供电+储能"一体化方案商的长期护城河。

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	(3.5星)护城河宽度较好。公司护城河主要来自技术优势与卡位优势。公司牵头制定《信息通信用240V/336V直流供电系统》国家标准的技术话语权，2025年国内智算中心HVDC市占率31%位居第一，CR3超70%，行业集中度高、头部效应显著。公司深度绑定阿里、腾讯、字节及三大运营商等头部客户，与阿里合作超十年；大型IDC客户普遍要求供应商具备三年稳定运营与可靠交付能力，公司凭借30年电力电子积累、年产80万电源模块的制造体系及持续高研发投入，构筑了显著的技术与客户双壁垒。公司整体业务控制力中等，ROE和ROIC随着HVDC渗透率提升及公司业务规模效应增长有望展现较好的超额收益。	(3星)护城河可持续性较好。公司护城河可持续性具备较强支撑：牵头制定《信息通信用240V/336V直流供电系统》国家标准的先发优势、国内智算中心HVDC市占率31%第一的龙头地位，以及与阿里（巴拿马电源独家配套）、腾讯、字节、三大运营商的深度绑定，构成长期底座。800V HVDC产品发布与施耐德等海外巨头合作深化，有望延长优势周期。但可持续性仍面临考验：国内HVDC价格竞争加剧已使毛利率承压，800V生态中台达、维谛、麦格米特等对手林立，海外认证与规模化订单兑现节奏存在不确定性。预计未来超额收益衰减速度较慢，但仍需观察技术迭代与客户突破。
其他电源	(2星)护城河宽度较差。所处市场竞争激烈，通信电源全球前三（华为、维谛、中兴）市占率约51%，充电桩行业由特来电、星星充电、国家电网三巨头主导，产品同质化程度较高。公司虽在运营商集采和电网配套中保有一定份额，但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。整体护城河较浅，超额收益不明显。	(3星)护城河可持续性较好。可持续性来自与三大运营商、国网/南网等核心客户的长期深度合作，通信电源集采份额居前，电力操作电源系统加速抢占增量市场份额；工程化交付经验、深度定制开发与长周期验证逐步构建客户粘性，新进入者难以在短期内补齐全链条能力。但可持续性仍面临考验：通信电源、充电桩等领域竞争者众多，集采压价常态化与跨界巨头挤压会限制超额收益弹性。预计未来超额收益衰减速度较慢，整体呈现"基本盘稳健、弹性不足"的特征。
软件	(1星)护城河宽度差。公司软件业务主要由中恒博瑞承载，虽在继电保护定值计算与整定等细分领域具备一定积累，但电力数字化整体市场由国电南瑞、许继电气等电网系央企主导，公司处于细分专长而非全栈主导地位，难以形成显著的技术壁垒。虚拟电厂、电力交易等新兴业务格局未定、对手林立，项目制交付模式下客户黏性有限。整体看，公司软件业务缺乏差异化的护城河，超额收益不明显。	(2星)护城河持续性较差。公司软件业务主要由中恒博瑞承载，虽在继电保护定值计算等细分领域具备一定积累，但整体市场由国电南瑞、许继电气等电网系央企主导，客户资源、资质壁垒与全栈产品能力均不占优。虚拟电厂、电力交易等新兴业务格局未定、对手林立，公司尚处试点与商业模式验证阶段，护城河易被侵蚀。预计未来超额收益衰减较快，高超额收益情况难以维持。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于AI数据中心HVDC渗透率提升、公司业务如期放量、国内市占率稳居前列、海外业务持续突破、与宁德时代的协同兑现、盈利能力改善等核心假设，经测算，公司当前估值处于合理水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括数据中心电源、其他电源、软件。

业务一：数据中心电源

1.收入假设：

（1）中短期：2026-2030年进入加速放量期，核心驱动为HVDC、巴拿马电源及800V HVDC在智算中心的加速渗透，HVDC在整体数据中心市场渗透率逐步提升至25%以上，市场规模从30亿元扩大至超过500亿元。公司深度绑定阿里、腾讯、字节等头部云厂商，海外业务持续突破，在全球整体市占率稳步提升至19%。预计2025-2030年收入由约7.8亿元增至93.8亿元，年复合增速约66%。

（2）长期：增速随基数扩大逐步放缓，2031-2041年年复合增速约11.7%（收入稳步增至2041年的309亿元）。国内HVDC渗透率提升叠加海外800V HVDC放量，是长期增长的核心支撑，预计2033年全球AI数据中心HVDC渗透率提升至50%以上，公司全球市占率提升并稳定在20%。

2.盈利能力假设：

（1）毛利率：短期随高价值HVDC、巴拿马电源及800V HVDC占比提升，业务规模效应增强，成本逐步摊薄，从2026年的约22%提升至2028年高点30%，随后因行业竞争加剧回落并稳定在25%左右（2031年后长期维持25%）。

（2）费用率：规模效应下三费率稳步压降。销售费用率由4.5%降至4%，管理费用率由4%降至3%，研发费用率由6%降至5%（维持高位以支撑800V HVDC、第三代半导体等核心技术迭代），长期整体三费率约12%并趋于稳定。

业务二：其他电源（通信电源、电力操作电源、充电桩等）

1.收入假设：

（1）中短期：通信电源业务受益于国内外需求而保持较高增长，电力操作电源和充电桩等业务保持平稳。2026-2030年维持平稳增长，预计年复合增速约9.6%，作为基本盘提供稳定现金流。

（2）长期：增速进一步放缓，2031-2041年年复合增速约4.3%（收入稳步增至2041年的20.7亿元），弹性有限。

2.盈利能力假设：

（1）毛利率：稳定在25%左右。受运营商集采压价、原材料波动影响，呈现一定的小幅波动幅度；电力操作电源与通信电源业务结构相对稳定。

（2）费用率：三费率整体平稳。销售费用率稳定在5%，管理费用率稳定在5%，研发费用率由7%逐步降至5%，长期整体三费率约15%，盈利贡献稳定但弹性有限。

业务三：软件（电力数字化与能源互联网）

1.收入假设：

（1）中短期：受益于AI原生平台发布及电力数字化需求，虚拟电厂、电力交易等新兴业务逐步贡献增量，预计2026-2030年收入规模年复合增速为约22.4%。

（2）长期：随基数扩大及新兴业务成熟，增速回落，2031-2041年年复合增速约4.9%（收入稳步增至2041年的23.1亿元），规模基数仍较小。

2.盈利能力假设：

（1）毛利率：稳定在30%左右，仍是三大业务中毛利率最高的板块；软件业务成本以研发为主，边际成本低。

（2）费用率：三费率随业务拓展逐步压降——销售费用率由6.5%降至6%，管理费用率由5.5%降至5%，研发费用率由8%降至5%，长期整体三费率约16%；净利率长期稳定在约12%-13%，显著高于公司整体水平，提供稳健的高毛利补充。

表2：公司整体业绩预测

中恒电气	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.6	19.6	21.4	25.5	38.8	59.1	86.0	120.5
归母净利润(亿)	0.4	1.1	1.3	1.6	3.3	7.0	12.1	16.1
归母净利润增速(%)	170.7	178.3	15.2	25.6	106.7	114.8	72.5	32.2
经营性净利润(亿)	0.2	0.8	1.2	1.6	3.3	7.3	12.6	16.6
经营性净利润增速(%)	140.4	234.1	56.3	28.9	112.3	117.6	73.3	32.4
经营性归母净利润(亿)	0.2	0.8	1.2	1.5	3.2	7.0	12.1	16.0
经营性归母净利润增速(%)	137.9	249.4	54.7	29.0	112.3	117.6	73.3	32.4

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)	3.2	6.7	7.8	10.9	21.7	39.1	62.6	93.8
收入增速(%)	-17.9	111.0	16.1	40.0	100.0	80.0	60.0	50.0
经营性净利润(亿)	-0.4	-0.1	0.3	0.5	1.9	5.3	10.1	13.7
经营性净利率(%)	-11.2	-0.9	4.2	4.8	8.7	13.5	16.2	14.7
经营性净利润增速(%)	-8.5	84.0	676.2	59.5	262.7	179.3	91.1	35.9
其他电源	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	7.2	7.8	8.6	9.0	9.9	10.9	12.0	12.9
收入增速(%)	10.5	9.4	9.4	5.0	10.0	10.0	10.0	8.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
经营性净利率(%)	4.2	6.0	6.1	6.4	7.2	8.0	8.4	8.7
经营性净利润增速(%)	375.6	54.4	11.7	10.6	23.8	22.6	14.6	12.0
软件	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	5.2	5.1	5.0	5.6	7.1	9.1	11.4	13.7
收入增速(%)	-9.2	-2.3	-1.1	11.2	27.3	27.6	25.8	19.9
经营性净利润(亿)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7	1.1	1.4	1.8
经营性净利率(%)	5.5	7.2	7.3	8.4	10.1	11.9	12.7	12.9
经营性净利润增速(%)	302.0	29.2	-0.2	27.6	53.7	49.9	34.0	22.3

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	14.5%	高-	较好	较强	9.0%	16.43	14.9
其他电源	5.2%	中等-	一般	较强	8.5%	12.46	1.2
软件	6.0%	中等	一般	一般	8.5%	12.15	2.0
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)	-15.7	159.5	143.8	3.1	19.6	-	127.3
其他电源(亿)	2.2	10.1	12.3	3.4	2.1	-	13.6
软件(亿)	1.6	15.9	17.4	2.0	-	-	19.4
公司整体测算(亿)	-11.9	185.5	173.6	8.4	21.7	-	160.3

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
数据中心电源(亿)	34.1	122.1	156.2	3.1	19.6	0.1	139.8
其他电源(亿)	5.6	6.9	12.4	3.4	2.1	-	13.7
软件(亿)	8.4	11.9	20.3	2.0	-	-	22.3
公司整体测算(亿)	48.1	140.9	189.0	8.4	21.7	0.1	175.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性 ★★★☆☆

公司估值确定性一般。作为国内HVDC龙头，深度绑定阿里、腾讯、字节等头部客户，受益于AI数据中心高景气，数据中心电源收入及占比持续提升。但公司估值确定性一般：短期盈利兑现度有限，海外收入占比仍低，业绩高度依赖国内智算中心HVDC渗透率提升节奏、海外800V HVDC放量进度，以及宁德时代战略入股后的协同订单落地节奏。这些关键变量的时间窗口与兑现程度仍存在较大不确定性，估值表现将取决于公司能否将高增长预期转化为实质利润，受行业需求、新技术渗透率及业务拓展多重因素影响。

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%≤X＜-30%	-33%≤X＜-20%	-20%≤X＜25%	25%≤X＜50%	50%≤X＜100%	X≥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作有悖原意的引用、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。