

欧陆通 (300870.SZ)

2025 年 09 月 22 日

AI 高密化发展，国产高功率服务器电源龙头崛起

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈蓉芳（分析师）

蒋颖（分析师）

雷星宇（联系人）

chenrongfang@kysec.cn

jiangying@kysec.cn

leixingyu@kysec.cn

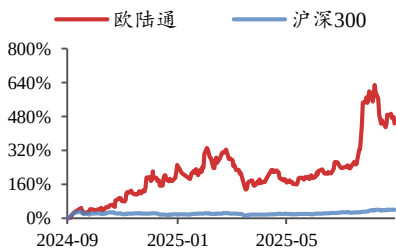
证书编号：S0790524120002

证书编号：S0790523120003

证书编号：S0790124040002

|              |              |
|--------------|--------------|
| 日期           | 2025/9/19    |
| 当前股价(元)      | 210.49       |
| 一年最高最低(元)    | 283.00/38.12 |
| 总市值(亿元)      | 231.23       |
| 流通市值(亿元)     | 231.23       |
| 总股本(亿股)      | 1.10         |
| 流通股本(亿股)     | 1.10         |
| 近 3 个月换手率(%) | 354.66       |

股价走势图



数据来源：聚源

● 国产高功率服务器电源领军者，受益于 AI 高密度化发展，给予“买入”评级

欧陆通是国内稀缺的高功率服务器电源供应商，专注于电源领域，产品矩阵丰富，主要包括电源适配器、数据中心电源和其他电源等，产品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、数据中心、动力电池设备、纯电交通工具等众多领域。公司高功率服务器电源产品已处于国内领军水平，已推出通用服务器电源、高功率 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源（Power Shelf）解决方案等核心产品，充分满足 AI 对于高功率服务器电源的需求，有望持续受益于 AIGC 发展，成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.22、4.45、5.47 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 71.5、51.8、42.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● AI 服务器新增 GPU 供电需求，服务器电源有望量价齐升

服务器电源是为服务器提供电能的设备，一般由数字化/模拟化控制 IC、MOS 管、整流肖特基管、电阻电容等元器件及部件组成。主流通用服务器电源功率在 800W-2000W，AI 服务器新增 GPU 模组，现阶段 AI 服务器需要的电源功率则在 2700W 及以上，未来则需要 5500W 甚至 8000W 以上的电源，或 Side car 等产品，如英伟达 Hopper 系列服务器单 PSU 电源功率为 3KW，英伟达 Blackwell 系列服务器单 PSU 至提升至 5.5KW，服务器电源产品有望实现量价齐升。

● 公司持续拓宽服务器电源产品布局，5.5KW 服务器电源在研

公司已有产品服务器电源产品涵盖 800W 以下、800-2000W、2000W 以上等全功率段产品系列。在高功率服务器电源产品及解决方案上，已推出包括 3200W 钛金 M-CRPS 及 1300W-3600W 钛金 CRPS 服务器电源、3300W-5500W 钛金和超钛金 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源等核心产品，主要应用于数据中心边缘计算及 GPU 服务器等场景，客户包括富士康、浪潮信息、华勤、星网锐捷、新华三、大华、联想、海康威视等，并积极开拓海外北美客户。

● 风险提示：原材料价格波动风险、AI 发展不及预期、行业竞争加剧风险

财务摘要和估值指标

| 指标         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 2,870 | 3,798 | 4,532 | 5,433 | 6,522 |
| YOY(%)     | 6.2   | 32.3  | 19.4  | 19.9  | 20.1  |
| 归母净利润(百万元) | 196   | 268   | 322   | 445   | 547   |
| YOY(%)     | 116.5 | 36.9  | 20.2  | 38.0  | 23.0  |
| 毛利率(%)     | 19.7  | 21.4  | 20.6  | 21.5  | 21.7  |
| 净利率(%)     | 6.8   | 7.1   | 7.1   | 8.2   | 8.4   |
| ROE(%)     | 10.5  | 12.4  | 11.4  | 13.9  | 14.8  |
| EPS(摊薄/元)  | 1.79  | 2.45  | 2.94  | 4.06  | 4.99  |
| P/E(倍)     | 117.7 | 86.0  | 71.5  | 51.8  | 42.2  |
| P/B(倍)     | 12.4  | 11.1  | 8.5   | 7.5   | 6.4   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1、深耕电源领域，开拓全球市场 .....              | 4  |
| 2、多方布局巩固优势，紧抓 AI 产业变革新机遇 .....     | 7  |
| 3、服务器电源业务领军，三大业务齐发力 .....          | 10 |
| 3.1、算力高密度化发展，服务器电源业务深度受益 .....     | 10 |
| 3.2、政策刺激宏观经济逐步复苏，电源适配器业务稳健发展 ..... | 15 |
| 3.3、持续拓展新领域，动力电池业务加速放量 .....       | 16 |
| 4、盈利预测与投资建议 .....                  | 18 |
| 4.1、业务分拆与盈利预测 .....                | 18 |
| 4.2、估值分析与投资评级 .....                | 18 |
| 5、风险提示 .....                       | 20 |
| 附：财务预测摘要 .....                     | 21 |

## 图表目录

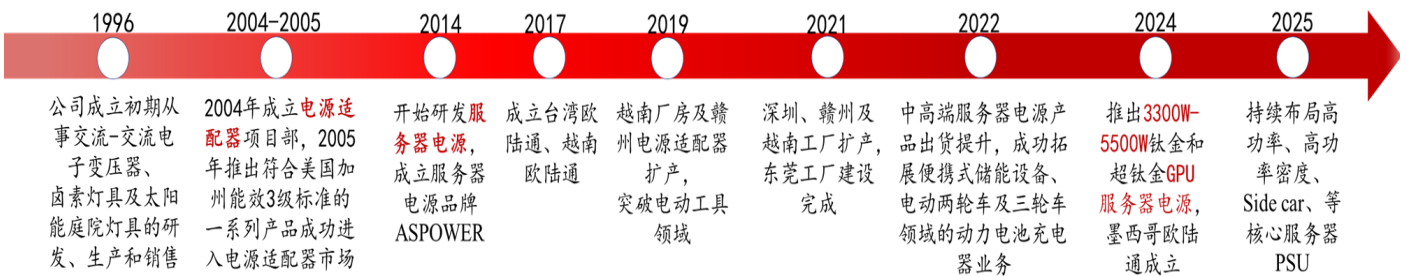
|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1：公司先后进入电源适配器、服务器电源、电动工具充电器等市场 .....       | 4  |
| 图 2：公司产品矩阵丰富，覆盖多个应用场景 .....                  | 4  |
| 图 3：公司股权结构稳定（截至 2025 年 8 月 31 日） .....       | 5  |
| 图 4：AIGC 浪潮下，2023 年后公司业绩保持较快增长（亿元） .....     | 7  |
| 图 5：服务器电源业务保持较快增长（亿元，%） .....                | 8  |
| 图 6：服务器电源营收占比持续提升 .....                      | 8  |
| 图 7：把握国产替代机会，并将加快海外市场拓展 .....                | 8  |
| 图 8：服务器电源业务带动综合毛利率提升 .....                   | 9  |
| 图 9：销售费用率保持稳定，2023 年后管理费用率呈下降趋势 .....        | 9  |
| 图 10：公司重视研发投入，持续完善产品布局 .....                 | 9  |
| 图 11：全球 Gen-AI 服务器有望快速放量(亿美元) .....          | 10 |
| 图 12：中国加速计算服务器有望快速增长（百万美元） .....             | 10 |
| 图 13：AI 服务器带来更多 PSU 电源需求 .....               | 11 |
| 图 14：NVL72 配置机框电源 .....                      | 11 |
| 图 15：Blackwell 系列配备 5.5KW PSU .....          | 11 |
| 图 16：AI 服务器电源有望加速放量，占比或持续提升（亿元） .....        | 12 |
| 图 17：开关电源产业链下游应用广泛 .....                     | 15 |
| 图 18：国内电源行业市场有望保持稳健增长 .....                  | 15 |
| 图 19：国内开关电源市场有望保持稳健增长 .....                  | 15 |
| 表 1：股权激励助力公司长远发展 .....                       | 5  |
| 表 2：公司层面可归属比例 X 计算方式 .....                   | 6  |
| 表 3：股权激励计划解禁时间安排 .....                       | 6  |
| 表 4：公司服务器电源产品应用场景包含通用服务器、AI 服务器和浸没式服务器 ..... | 12 |
| 表 5：公司加大研发高功率电源（部分在研项目） .....                | 13 |
| 表 6：政策促进电子消费 .....                           | 16 |
| 表 7：动力电池产品持续丰富 .....                         | 16 |
| 表 8：公司细分业务业绩预测 .....                         | 18 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| 表 9：欧陆通较可比公司估值偏低 ..... | 19 |
|------------------------|----|

## 1、深耕电源领域，开拓全球市场

扎根电源领域，先后布局电源适配器、服务器电源、电动工具充电器等业务。欧陆通成立于 1996 年，成立初期主要从事交流-交流（AC-AC）电子变压器、卤素灯具及太阳能庭院灯具的研发、生产和销售，2004 年公司成立电源适配器项目部，正式进军电源适配器市场，2017 年成立台湾欧陆通、以及越南欧陆通，建立境外生产基地，2022 年公司成功拓展便携式储能设备、电动两轮车及三轮车领域的动力电池充电器业务，产品矩阵持续丰富，2017-2022 年期间公司多次进行产能扩建以充分满足下游需求，2024 年墨西哥欧陆通成立。截至 2025 年上半年，公司已推出 3200W 钛金 M-CRPS 服务器电源、1300W-3600W 钛金 CRPS 服务器电源、3300W-5500W 钛金和超钛金 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源(Power Shelf) 解决方案等核心产品，可充分满足 AI 对于高功率服务器电源的需求，有望持续受益于 AIGC 发展。

图1：公司先后进入电源适配器、服务器电源、电动工具充电器等市场



资料来源：公司招股书、公司公告、开源证券研究所

三大业务板块，囊括办公电子、网络通信、安防监控、智能家居、数据中心、电动工具等多个下游领域。公司主要产品包括电源适配器、数据中心电源和其他电源等，公司产品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、数据中心、动力电池设备、纯电交通工具等众多领域。（1）**电源适配器业务**，布局覆盖 3W-400W 功率段产品，主要应用设备包括安防设备、网络设备、打印机、无人机、笔记本电脑、显示器等；（2）**服务器电源业务**，布局覆盖 60W-30KW 瓦数段，主要应用产品包括边缘计算服务器、人工智能服务器、存储器、通讯设备、网络安全以及 5G 微基站等；（3）**其他电源业务**，主要包括动力电池充电器、电动工具充电器、锂电类电动工具及家电充电器产品，持续拓宽下游客户。

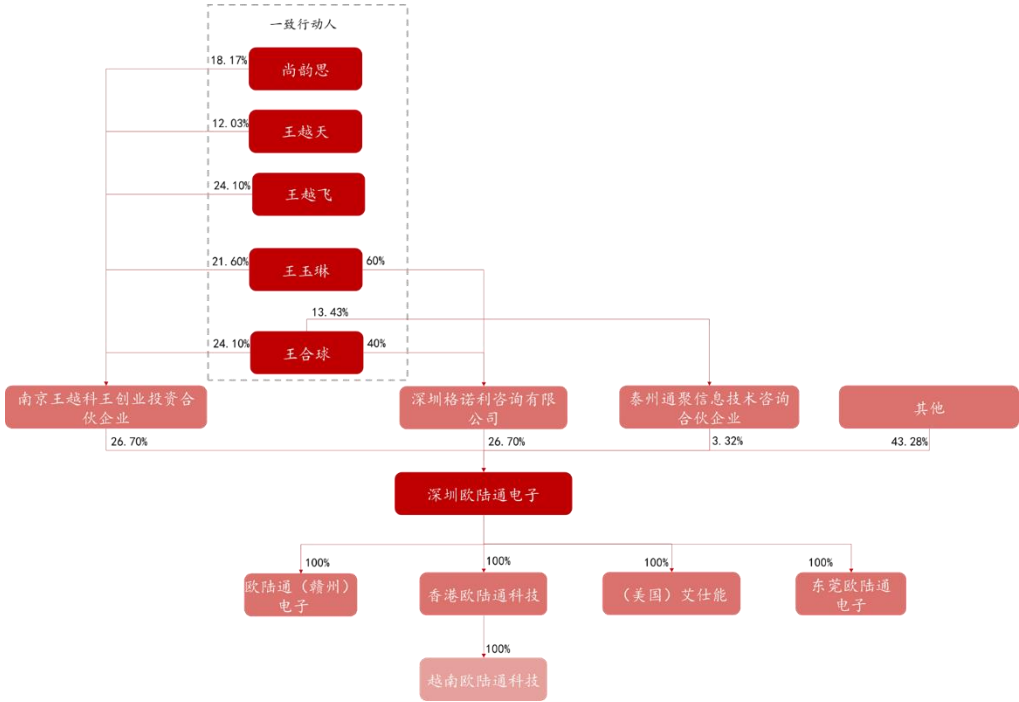
图2：公司产品矩阵丰富，覆盖多个应用场景



资料来源：公司官网

公司股权结构稳定，管理团队行业经验丰富。公司实际控制人为王合球、王玉琳、王越天、尚韵思和王越飞，并作为一致行动人。其中，王合球和王玉琳通过深圳市格诺利信息咨询有限公司控制公司 26.70%的股份，王合球、王玉琳、王越天、尚韵思和王越飞通过南京王越科王创业投资合伙企业控制公司 26.70%的股份，此外，王合球通过泰州通聚信息技术咨询合伙企业控制公司 3.32%的股份，深圳格诺利、南京王越科王和泰州通聚合计持有公司 56.72%的股份。公司董事长王合球先生曾任南京半导体器件总厂第一研究所技术员、深圳京导电子企业有限公司生产技术经理、深圳京泉电子有限公司生产技术经理，行业经验丰富。

图3：公司股权结构稳定（截至 2025 年 8 月 31 日）



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

股权激励彰显信心，助力公司长期发展。2024 年 9 月 23 日，公司通过《关于向 2024 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的议案》，拟向 196 名激励对象以 18.45 元/股的价格授予 264.6 万股股票，对 2024-2026 年的 3 个会计年度中的营业收入增长率或净利润增长率进行考核，根据考核指标的完成情况确定公司层面的归属比例（X）。参加本次激励计划的人员包括公司董事、高级管理人员、中层管理及核心骨干及董事会认为需要激励的其他人员，股权激励有助于提升公司核心人员的积极性，激发员工的主观能动性和创造力，有助于公司实现业绩增长和长远发展，提升公司核心竞争力。

表1：股权激励助力公司长远发展

| 归属期    | 考核年度 | 基数                            | 营业收入增长率（A）  |             | 净利润增长率（B）   |             |
|--------|------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|        |      |                               | 触发值<br>（An） | 目标值<br>（Am） | 触发值<br>（Bn） | 目标值<br>（Bm） |
| 第一个归属期 | 2024 | 以 2021-2023 的<br>三年平均值为基<br>数 | 28%         | 35%         | 48%         | 60%         |
| 第二个归属期 | 2025 |                               | 52%         | 65%         | 104%        | 130%        |
| 第三个归属期 | 2026 |                               | 72%         | 90%         | 200%        | 250%        |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2：公司层面可归属比例 X 计算方式**

| 考核指标        | 考核指标完成情况               | 对应系数        |
|-------------|------------------------|-------------|
| 营业收入增长率 A   | $A \geq A_m$           | $X_1=100\%$ |
|             | $A_n \leq A < A_m$     | $X_1=80\%$  |
|             | $A < A_n$              | $X_1=0$     |
| 净利润增长率 B    | $B > B_m$              | $X_2=100\%$ |
|             | $B_n \leq B < B_m$     | $X_2=80\%$  |
|             | $B < B_n$              | $X_2=0$     |
| 公司层面可归属比例 X | X 取 $X_1$ 和 $X_2$ 的孰高值 |             |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：股权激励计划解禁时间安排**

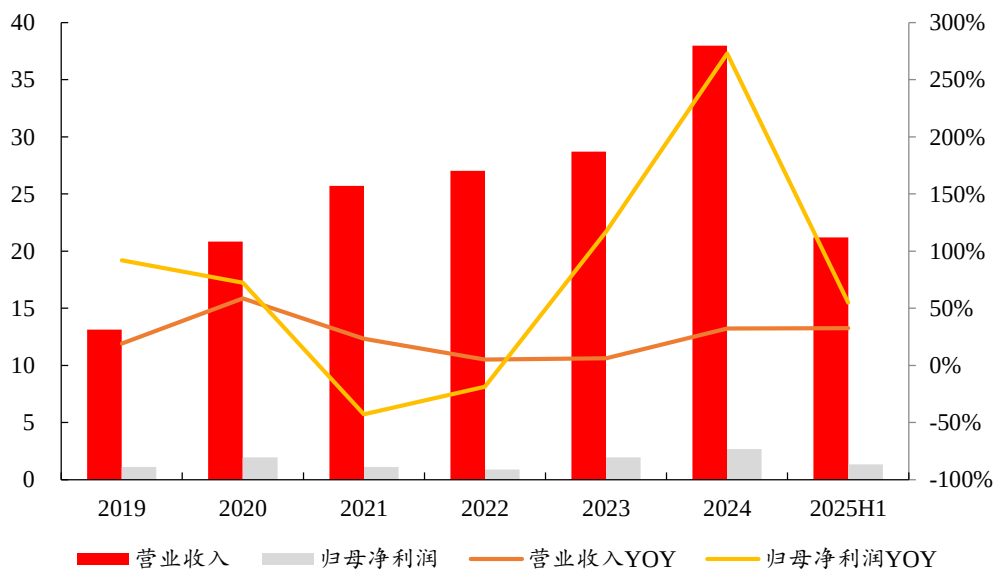
| 归属期    | 归属时间                                                    | 可归属数量占<br>获授权益数量<br>比例 |
|--------|---------------------------------------------------------|------------------------|
| 第一个归属期 | 自限制性股票授予之日起 12 个月后的首个交易日起 至限制性股票授予之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止 | 40%                    |
| 第二个归属期 | 自限制性股票授予之日起 24 个月后的首个交易日起 至限制性股票授予之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止 | 30%                    |
| 第三个归属期 | 自限制性股票授予之日起 36 个月后的首个交易日起 至限制性股票授予之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止 | 30%                    |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、多方布局巩固优势，紧抓 AI 产业变革新机遇

**业绩总体稳健，归母净利润重回增长。**2019-2024 年，公司总营收由 13.13 亿元增长至 37.98 亿元，年复合增速达 23.67%；归母净利润由 1.12 亿元增长至 2.68 亿元，年复合增速达 19.06%。公司 2020 年营收和归母净利润增速较快，主要是疫情背景下居家办公带来办公电子、网络通信、服务器等下游电源需求快速增长所致，之后增速有所放缓，主要受宏观经济影响。伴随全球经济持续回暖，AIGC 快速发展带来蓬勃的服务器高功率电源需求，2025 年上半年，公司实现总营收 21.20 亿元，同比增长 32.59%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比增长 54.86%，主要是数据中心电源业务营收实现高速增长，高功率服务器电源收入增长显著。我们认为，随着公司加速下游客户开拓，持续完善产品矩阵，有望充分受益于海内外 AIGC 发展。

**图4：AIGC 浪潮下，2023 年后公司业绩保持较快增长（亿元）**

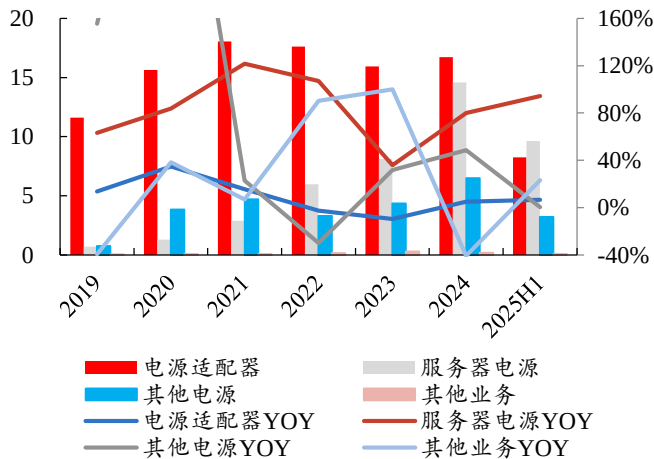


数据来源：Wind、开源证券研究所

**发力高功率服务器电源产品，持续拓展电源新领域市场。**分业务来看，公司营收主要以电源适配器业务为主，2019 年-2025 上半年，（1）电源适配器业务占比持续下滑，2025 年上半年电源适配器业务实现营收 16.73 亿元，同比增长 4.96%，占总营收 38.96%，主要受宏观经济影响，全球消费电子市场需求增速放缓，公司仍积极拓展新市场和新客户，营收实现正增长；（2）服务器电源业务占比持续提升，2025 年上半年电源适配器业务实现营收 9.62 亿元，同比增长 94.30%，占总营收 45.37%，其中，高功率数据中心电源业务实现营收 6.62 亿元，同比大幅增长 216.47%，占数据中心电源业务收入的 68.76%，公司高功率服务器电源产品已处于国内领军水平，已陆续为浪潮信息、富士康、华勤、联想、中兴、新华三等国内服务器厂商出货；（3）其他电源业务占比总体较为稳定，2025 年上半年其他电源业务实现营收 3.23 亿元，同比增长 0.41%，主要是全球电动工具市场需求疲软，但公司加速新客户导入，营收保持稳定。

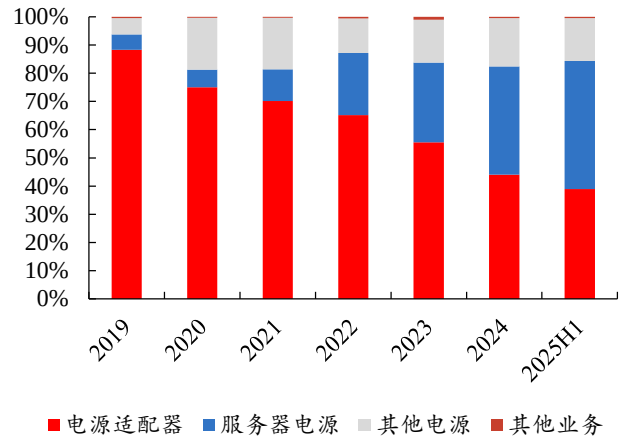
我们认为 AI 服务器作为重要算力底座，随着数字经济与 AIGC 的发展，AI 应用加速落地，或将带动高功率服务器电源需求加速释放，公司服务器电源业务有望持续受益。

图5：服务器电源业务保持较快增长（亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

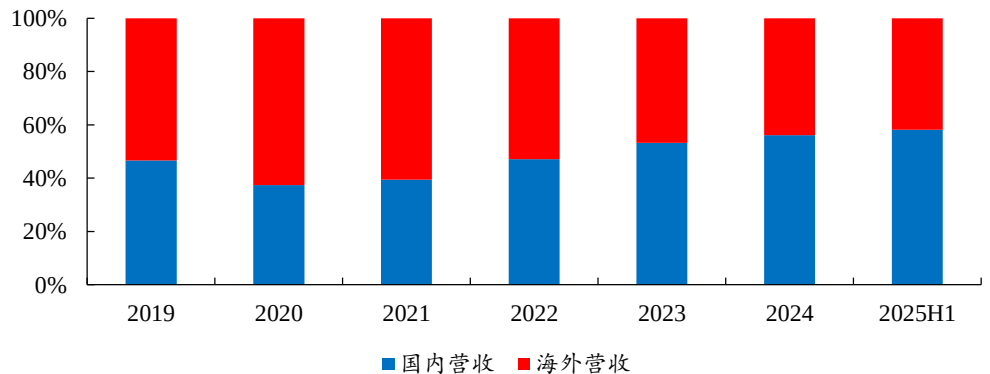
图6：服务器电源营收占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

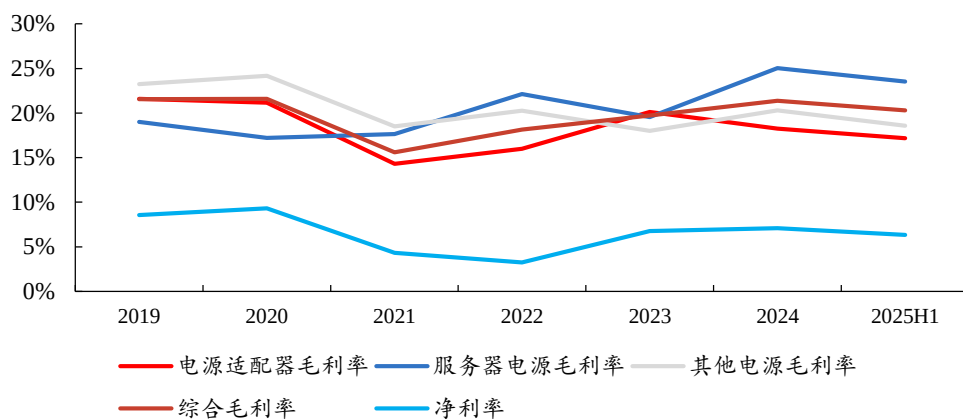
**把握国产替代机会，加快海外市场拓展。**分地区来看，2020年后公司国内营收占比持续提升，2025年上半年，实现国内营收12.35亿元，同比增长33.62%，占总营收58.23%，实现海外营收8.86亿元，同比增长16.80%，产品主要出口中国港澳台地区、国内保税区、北美、新加坡、越南、泰国、欧盟、韩国等国家和地区，境外销售客户包括LG、HP、沃尔玛、谷歌、Roku、Honeywell、Technicolor、Sagemcom、TTi等。公司注重全球布局，积极开拓全球市场，在深圳、东莞、赣州、苏州、越南、墨西哥设有生产基地。服务器业务方面已在中国台湾、美国都建立销售队伍，推进导入海外客户，包括北美头部云厂商，有望打开新成长空间。

图7：把握国产替代机会，并将加快海外市场拓展



数据来源：Wind、开源证券研究所

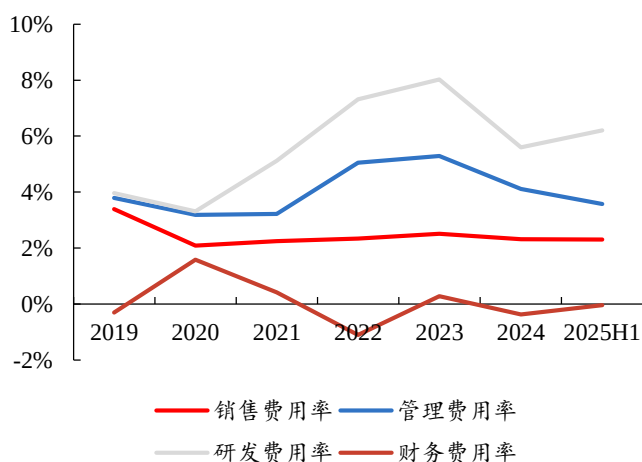
**公司整体毛利率水平近4年呈现缓慢上升趋势，规模优势有望改善盈利能力。**2021年后，公司积极开拓新客户并持续优化产品结构，提升高价值产品占比，综合毛利率有所回升，2025年上半年，公司实现综合毛利率20.31%，同比下降0.64个百分点，实现净利率6.33%，同比提升0.94个百分点。分业务来看，2025年上半年，公司电源适配器业务实现毛利率17.19%，同比下降0.40个百分点，主要是行业景气度低迷，部分产品价值量下降所致；服务器电源业务实现毛利率23.54%，同比下降2.70个百分点，主要是市场竞争加剧，部分产品单价下降所致；其他电源业务实现毛利率18.58%，同比减少1.20个百分点，主要是部分新产品导入初期毛利率水平较低。

**图8：服务器电源业务带动综合毛利率提升**


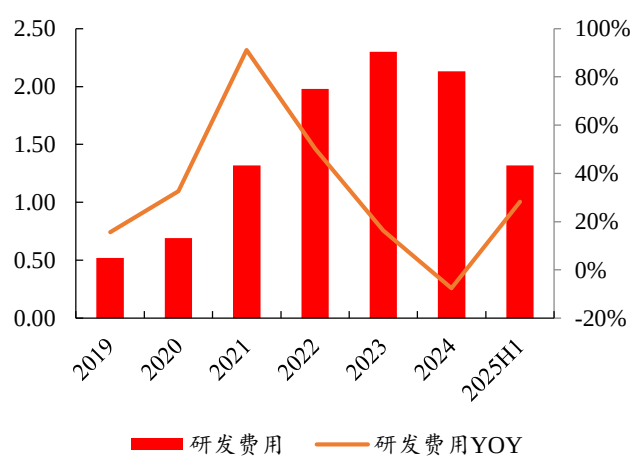
数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司费控能力较强，实现降本增效。**2020年后，公司销售费用率整体保持稳定，2022年和2023年管理费用率提升较快，主要是股权激励费用增加所致。2025年上半年，公司实现销售费用率2.30%，同比下降0.54个百分点；实现管理费用率3.57%，同比下降0.81个百分点，整体费控能力优秀。

**重视研发投入，紧抓AI变革机遇。**公司重视研发投入，持续拓宽产品品类，布局高功率AI服务器电源、纯电交通工具电源、动力电池设备电源等产品，2019-2024年，公司研发费用由2019年的0.52亿元增长至2024年的2.13亿元，年复合增长率达到32.58%。2025年上半年，公司实现研发费用1.32亿元，同比增长28.26%，实现研发费用率6.21%，公司保持主营业务各产品领域的研发投入。在电源适配器方面，公司积极开拓智能家居、无人机等新兴领域研发项目，向客户提供定制化产品；在服务器电源方面，公司微软高算力服务器及数据中心环境的高功率、高效率、高效液冷兼容设计、独立电源柜（side car）、高压直流输入等核心服务器电源技术方向进行布局，紧跟行业需求演变。

**图9：销售费用率保持稳定，2023年后管理费用率呈下降趋势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：公司重视研发投入，持续完善产品布局**


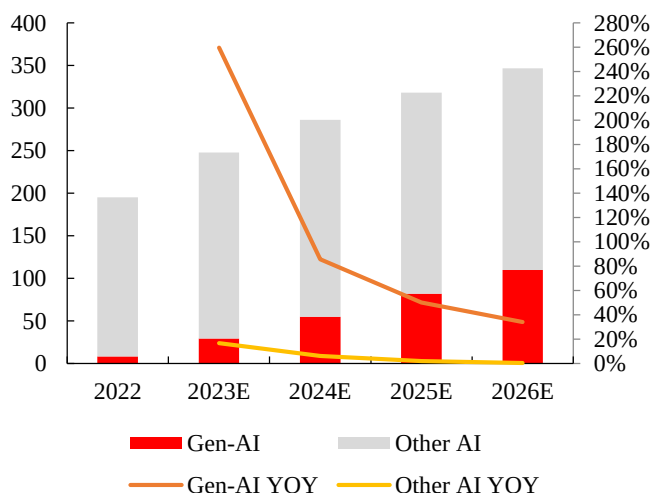
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、服务器电源业务领军，三大业务齐发力

#### 3.1、算力高密度化发展，服务器电源业务深度受益

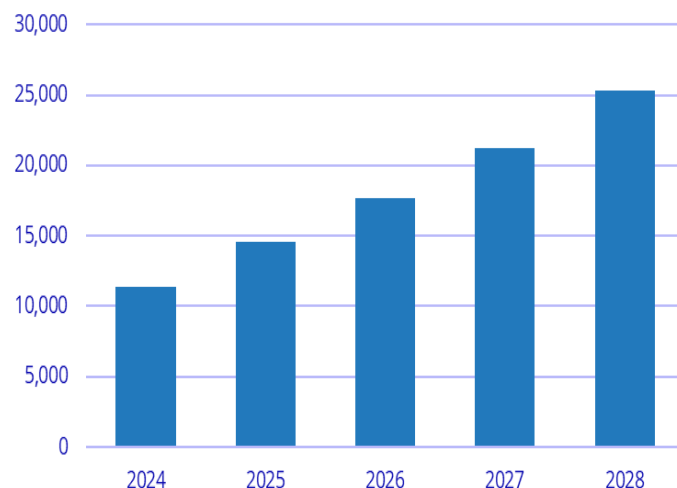
**AIGC 高速发展，带来大量 AI 服务器需求。**人工智能发展迅速，AI 大模型快速迭代，AI 服务器作为模型发展的重要算力底座，出货量有望持续增长。据 IDC 数据，全球人工智能服务器将从 2022 年的 195 亿美元增长到 2026 年的 347 亿美元，五年年复合增长率达 17.3%；其中，用于运行生成式人工智能的服务器市场规模在整体人工智能服务器市场的占比将从 2023 年的 11.9% 增长至 2026 年的 31.7%；2024 上半年，中国加速服务器市场规模达到 50 亿美元，同比 2023 上半年增长 63%，IDC 预计，到 2028 年，中国加速服务器市场规模或将达到 253 亿美元，国内 AI 服务器加速放量。

图11：全球 Gen-AI 服务器有望快速放量(亿美元)



数据来源：IDC、开源证券研究所

图12：中国加速计算服务器有望快速增长（百万美元）



资料来源：IDC、开源证券研究所

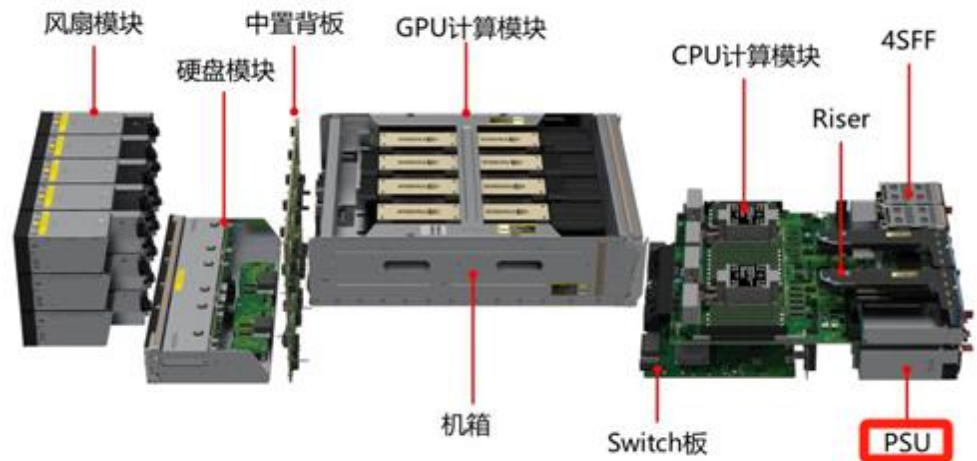
**AI 服务器新增 GPU 供电需求，服务器电源有望量价齐升。**服务器电源是为服务器提供电能的设备，一般由数字化/模拟化控制 IC、MOS 管、整流肖特基管、电阻电容、磁性材料、外壳、风扇等元器件及部件组成。主流通用服务器电源功率在 800W-2000W，AI 服务器新增 GPU 模组，现阶段 AI 服务器需要的电源功率则在 2700W 及以上，未来则需要 5500W 甚至 8000W 以上的电源，如 NVIDIA Hopper 系列服务器单 PSU 电源功率为 3KW，NVIDIA Blackwell 系列服务器单 PSU 电源功率提升至 5.5KW。

**AI 服务器电源要求更高电源效率要求。**由于 AI 服务器带来耗电量大幅提升，政策对节能减排要求趋严，对电源提出更高效率要求，按照美国能源之星的 80Plus 白金和钛金认证要求，以及欧盟颁布的“Lot 9” EU 2023 对数据中心电源要求，数据中心所用电源必须符合 80Plus 钛金级标准。

**服务器供电方式可分为分布式供电和集中式供电：**

(1) 分布式供电即每台服务器都配备所需功率的 AC DC 电源，可采用 N+1 或者 N+N 的冗余设计。以新华三 R5500 G6 8 卡 GPU 服务器为例，HGX H800 8-GPU 模组需配备 6 个 3KW 54V 电源，CPU 平台可配备 2 个 2KW/2.4KW 12V 电源，均支持 N+N 冗余。

图13: AI 服务器带来更多 PSU 电源需求



资料来源：新华三、ODCC《AI 服务器白皮书》、开源证券研究所

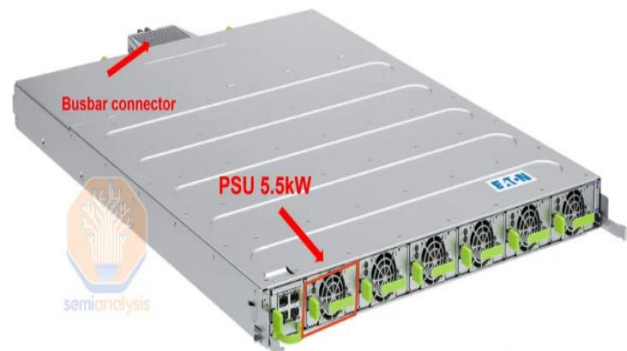
(2) 集中式供电采用大功率机框电源，为整个机柜的服务器提供电力，每个服务器节点不再需要单独配置电源。对于高算力密度机柜，无论从整体成本，还是单节点服务器的空间利用上，集中式供电均有明显的优势。以 GB200 NVL72 机柜为例，整机额定功率为 120KW，可按照 2N 配置为 4+4（或 4+2）power shelf（机框电源），每个 power shelf 支持 33KW（即 5.5KW x 6），可安插支持 6 个 5.5KW 的 PSU 单元，提供 5+1 的冗余能力。

图14: NVL72 配置机框电源



资料来源：CDCC

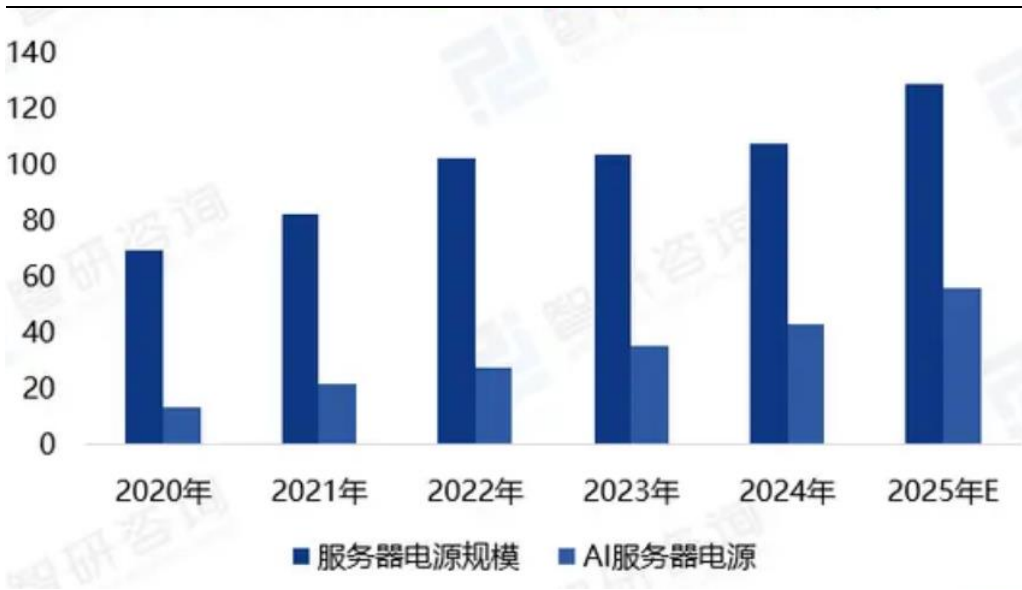
图15: Blackwell 系列配备 5.5KW PSU



资料来源：CDCC、Semianalysis

服务器电源市场空间广阔，AI 服务器电源占比有望提升。据智研咨询数据，2024 年国内服务器电源市场规模达 107.26 亿元，同比增长 3.69%，其中，AI 服务器电源市场规模达 43.29 亿元，成为未来核心增长点，预计 2025 年市场规模将突破 55 亿元，占比提升至 40%以上。

图16: AI 服务器电源有望加速放量, 占比或持续提升 (亿元)



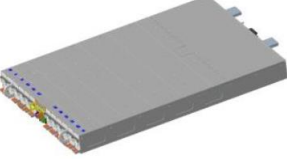
资料来源: 智研咨询

公司持续拓宽服务器电源产品布局, 5.5KW 服务器电源在研。公司已有产品包含通用服务器电源、高功率服务器电源、高功率机框式电源, 涵盖 800W 以下、800-2000W、2000W 以上等全功率段产品系列。在高功率服务器电源产品及解决方案上, 公司已推出包括 3200W 钛金 M-CRPS 服务器电源、1300W-3600W 钛金 CRPS 服务器电源、3300W-5500W 钛金和超钛金 GPU 服务器电源、浸没式液冷服务器电源及机架式电源 (PowerShelf) 解决方案等核心产品。其中, 公司也推出了符合 OCP 第三代开放式机柜 (ORV3) 规范的机架式电源解决方案, 配置 6 组 5.5KW 服务器电源, 可提供最高 33KW 的功率输出, 转换效率高达 97.5%, 并可拓展至 20U66KW、30U66KW 以及 40U132KW 等方案, 研发技术和产品处于领先水平。产品主要应用于数据中心的边缘计算服务器及人工智能服务器等场景, 客户包括富士康、浪潮信息、星网锐捷、新华三、华勤、大华、联想、海康威视等, 并积极开拓海外客户, 2021-2023 年, 公司主要客户包括富士康、浪潮信息、海康威视、华勤、联想等, 销售收入合计占服务器电源业务营收分别为 48.48%、45.80%和 43.72%。

据公司测算, 2022 年, 公司服务器电源全球的市场占有率在 0.73%~1.46%之间, 国内的市场占有率在 2.56%~5.10%之间, 随着公司服务器电源产品不断完善, 市占率有望逐渐提升。

表4: 公司服务器电源产品应用场景包含通用服务器、AI 服务器和浸没式服务器

| 类别      | 产品图例                                                                                | 关键参数                                                                                                                              | 应用场景  |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 通用服务器电源 |  | 1、电源功率: 800W<br>2、规格: D185*W73.5*H39 mm<br>3、转换效率: 最高规格符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准<br>4、标准: 符合 EN60950, EMC, EMI Class A level  | 通用服务器 |
|         |  | 1、电源功率: 1300W<br>2、规格: D185*W73.5*H39 mm<br>3、转换效率: 最高规格符合 80 Plus Titanium (钛金电源) 标准<br>4、标准: 符合 EN60950, EMC, EMI Class A level | 通用服务器 |

|          |                                                                                     |                                                                                                                                                            |          |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 高功率服务器电源 |    | 1、电源功率：1600W<br>2、规格：D185*W73.5*H39 mm<br>3、转换效率：最高规格符合 80 Plus Platinum （白金电源）标准<br>4、标准：符合 EN60950, EMC, EMI Class A level                               | 通用服务器    |
|          |    | 1、电源功率：3200W<br>2、规格：D185*W73.5*H39 mm<br>3、转换效率：最高规格符合 80 Plus Titanium （钛金电源）标准<br>4、标准：符合 EN60950, EMC, EMI Class A level                               | AI 服务器   |
|          |    | 1、电源功率：4000W<br>2、规格：D430*W68*H40 mm<br>3、转换效率：符合 80 Plus Titanium （钛金电源）标准<br>4、标准：符合 EN60950, EMC, EMI Class A level                                     | AI 服务器   |
|          |    | 1、电源功率:2500W<br>2、规格：D600*W68*H40 mm<br>3、转换效率：符合 80 Plus Titanium （钛金电源）标准<br>4、标准：符合 EN60950, EMC, EMI Class A level                                     | 浸没式液冷服务器 |
|          |  | 1、电源功率：30kW power shelf （12*2500w 单体电源）<br>2、规格：D850*W590*H74 mm<br>3、转换效率：97%+，单体电源符合 80 Plus Titanium （钛金电源）标准<br>4、标准：符合 EN60950, EMC, EMIClass A level | 浸没式液冷服务器 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表5：公司加大研发高功率电源（部分在研项目）**

| 项目名称                      | 拟达到的目标                                                                                                   |
|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一款高效率高功率密度 3400W 服务器电源    | 定制一款高效率高功率密度 3400W 服务器电源，满足 GPU 动态负载的要求，峰值效率为 96%（钛金），3400W 输出，采用智能化能量监控和管理及数字化控制技术，功率密度超 100W/inch3     |
| 一款高可靠性 2400W 服务器电源        | 定制一款高可靠性 2400W 服务器电源，满足 GPU 动态负载的要求，峰值效率为 96%（钛金），2400W 输出，采用智能化能量监控和管理及数字化控制技术，功率密度达到 80W/inch3         |
| 一款浸没式液冷集中式供电系统            | 定制一款浸没式液冷集中式供电系统，开发峰值效率为 96%（钛金牌）的电源和 power shelf，采用浸没式液冷+集中式供电，整体供电转换效率提升，支持 N+2 冗余，降低客户使用成本            |
| 一款 ATS 双输入 5.5KW 服务器电源    | 定制一款 ATS 双输入 5.5KW 服务器电源，效率满足超钛金的要求，带 ATS 部件峰值效率超过 97%，采用先进的全数字控制技术，具备高效、高密、数字化、高可靠等特点，支持热插拔，可应用于集中式供电方案 |
| 一款 M-CRPS 3200W 高性能服务器电源  | 定制 M-CRPS 3200W 高性能服务器电源，满足 GPU 动态负载的要求，峰值效率为 96%（钛金），3200W 输出，采用智能化能量监控和管理及数字化控制技术，功率密度超 100W/inch3     |
| 一款国产化 2000W 服务器电源         | 定制一款国产化 2000W 服务器电源，实现 100%国产化器件方案，采用软开关技术、模块化技术、数字化控制、技术平台化设计等多项技术创新                                    |
| 一款高可靠性风冷 33KW Power shelf | 定制一款高可靠性风冷 33KW power shelf，基于公司已有的 5.5kW GPU 服务器电源开发，用于                                                 |

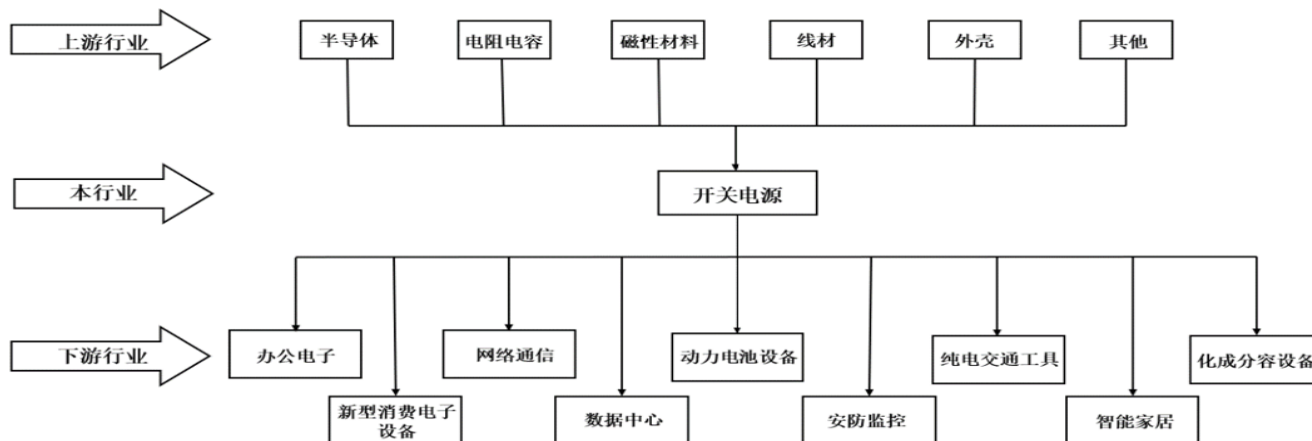
| 项目名称 | 拟达到的目标               |
|------|----------------------|
|      | 高算力服务器系统，实现系统功率 33kW |

资料来源：公司公告、开源证券研究所，注：截至 2024 年年报

### 3.2、政策刺激宏观经济逐步复苏，电源适配器业务稳健发展

电源产业链下游应用广泛，产品种类多样。电源产业链主要包括上游原材料、中游中间产品及电源制造、下游应用领域。原材料供应商主要为电源制造商提供控制半导体芯片、功率器件、变压器、PCB 板等电子器件；中游电源制造商进行电源产品研发和生产，根据行业用户对相关产品的需求，匹配相应型号、规格的电源产品，应用到相应的电子设备中，并提供设备的技术支持和售后服务；下游应用领域广泛，主要包括新能源汽车、网络通信、军工、智能家居以及消费电子等领域。

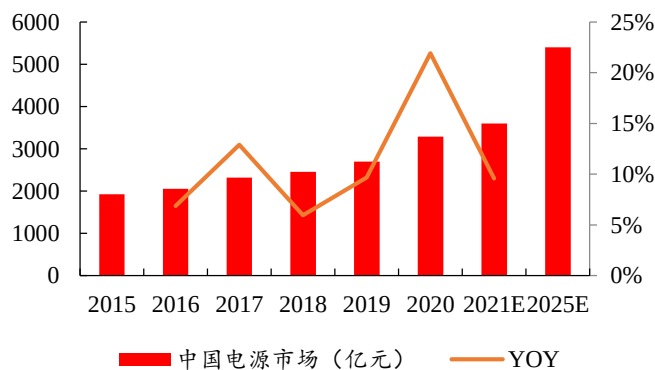
图17：开关电源产业链下游应用广泛



资料来源：公司公告、开源证券研究所

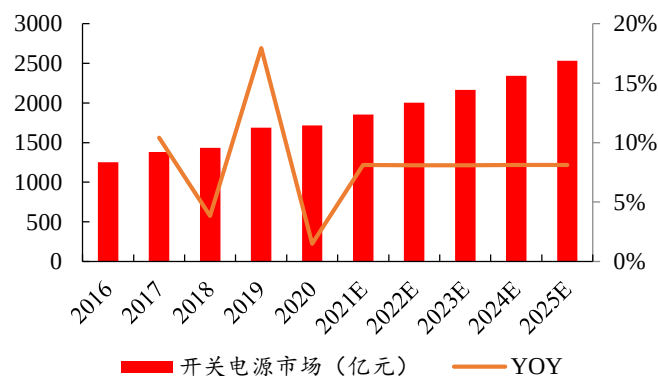
开关电源为主流电源产品，市场空间广阔。开关电源具有小型化、重量轻、转化效率高等优点，开关电源在降低能耗等方面具有长远优势，并且符合电子产品的安全、电磁兼容、环保等认证要求，逐渐成为主流电源产品。据中国电源学会数据，2020 年国内电源行业市场规模达 3288 亿元，预计到 2025 年其市场规模将增至 5400 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 11%。据亿渡数据，2020 年在国内电源市场中开关电源占比为 51.8%，国内开关电源市场规模为 1715 亿元，预计 2021-2025 年年复合增速为 8%左右，至 2025 年我国开关电源市场规模将达 2532 亿元。

图18：国内电源行业市场有望保持稳健增长



数据来源：中国电源学会、开源证券研究所

图19：国内开关电源市场有望保持稳健增长



数据来源：亿渡数据、开源证券研究所

政策密集出台刺激经济缓慢复苏，公司产品下游覆盖范围广，或将持续受益。2024 年国家多项以旧换新及“国补”政策陆续落地，下游家电行业缓慢复苏，2025 年 1 月 5 日，国务院在中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上表示要加力扩

围实施“两新”政策，1、扩大范围。将设备更新支持范围扩大至电子信息、安全生产、设施农业等领域，实施手机等数码产品购新补贴，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品给予补贴。2、提升标准。进一步提高新能源城市公交车及动力电池更新、农机报废更新补贴标准，加大家装消费品换新支持力度。

公司电源适配器产品系列完善，从 3W 到 400W 覆盖绝大多数终端产品需求，兼容办公电子、网络通信、安防监控、智能家居等终端等行业，覆盖安防设备、网络设备、打印机、无人机、笔记本电脑、显示器等产品，有望持续受益于国补政策。

表6：政策促进电子消费

| 发文名称                          | 发布时间        | 发文机构         | 重点内容                                                                                                       |
|-------------------------------|-------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《商务部办公厅关于实施数字消费提升行动的通知》       | 2024 年 4 月  | 商务部          | 深化数字技术与电子商务融合创新，丰富数字消费供给、激发数字消费需求、优化数字消费载体、提升数字消费业态，加快促进数字消费领域形成更高水平供需动态平衡，推动数字消费规模稳步增长，全面助力消费从疫后恢复转向持续扩大。 |
| 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》       | 2024 年 3 月  | 国务院          | 施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。     |
| 《关于促进电子产品消费的若干措施》             | 2023 年 10 月 | 国家发展改革委等部门   | 完善高质量供给体系，优化电子产品消费环境，进一步稳定和扩大电子产品消费                                                                        |
| 《关于推进轻工业高质量发展的指导意见》           | 2022 年 12 月 | 工业和信息化部等五部门。 | 电池:铅蓄电池非铅板栅、连铸连轧铅带、冲扩网板栅、回馈式充放电电源、铅冷切粒、无锅电池制造等先进工艺和智能装备等。                                                  |
| 《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022-2030 年）》 | 2022 年 8 月  | 科技部等九部门      | 以数据电源、电动车充电设备等应用场景为重点，开展“百城亿芯”应用示范工程，建设绿色低碳工业园区                                                            |

资料来源：政府部门官网、前瞻产业研究院、开源证券

### 3.3、持续拓展新领域，动力电池业务加速放量

公司坚守电源行业，围绕电源技术不断开拓新应用领域，包括锂电类电动工具及家电充电器、充电器、纯电交通工具充电器、化成分容设备电源等，不断触达新客户，并持续拓展已有客户的新项目及新市场，持续投入两轮车充电器、大功率动力电池充电器等其他电源产品研发，积极进行产品延伸。

表7：动力电池产品持续丰富

| 类别      | 产品示例                                                                                | 产品特点                                                                                     |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 动力电池充电器 |  | 1、支持 198-264Vac 高压输入，支持低压小电流充电，高压大电流充电，使终端电池的使用寿命增长； 2、具有输出过压，过流保护功能； 3、支持过温，雷击，静电保护设计特点 |

| 类别          | 产品示例                                                                              | 产品特点                                                                      |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 动力电池<br>充电器 |  | 1、具有先进的充电技术，可智能切换充电过程，实时监控充电状态； 2、可靠的充电保护，领先的故障自诊断功能； 3、充电时间快，效率高，精<br>度高 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、业务分拆与盈利预测

公司专注于电源领域，主要从事开关电源产品相关产品研发和销售，产品包括电源适配器、数据中心电源和其他电源等，产品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、数据中心、动力电池设备、纯电交通工具、化成分容设备等众多领域。公司大力投入服务器电源产品，产品涵盖 800W 以下、800-2,000W、2,000W 以上等全功率段，伴随 AIGC 加速发展，AI 服务器加速放量，带来蓬勃高功率服务器电源需求，有望充分受益于算力发展，成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 45.32、54.33、65.22 亿元；总营收增长率分别为 19.35%、19.87%、20.06%，综合毛利率分别为 20.62%、21.47%、21.68%。

（1）电源适配器业务：公司的电源适配器产品品类丰富，研发技术行业领先，伴随全球经济逐步复苏，AI 赋能消费电子终端更新换代，公司电源适配器业务有望持续受益，我们预计公司电源适配器业务 2025-2027 年营业收入分别为 17.90/19.06/20.11 亿元，毛利率为 7.00/6.50/5.50%。

（2）服务器电源业务：随着 AIGC 持续发展，AI 服务器需求持续释放，有望带动高功率服务器电源量价齐升，公司服务器电源业务有望充分受益，维持较快增速，我们预计公司服务器电源业务 2025-2027 年营业收入分别为 23.00/22.00/19.00 亿元，毛利率为 24.00/24.80/24.60%。

（3）其他电源业务：公司围绕电源技术不断开拓新应用领域，持续投入两轮车充电器、大功率动力电池充电器等其他电源产品研发，积极进行产品延伸，未来有望触达更多客户和项目，我们预计公司服务器电源业务 2025-2027 年营业收入分别为 6.46/7.77/9.24 亿元，毛利率为 19.00/20.20/20.20%。

**表8：公司细分业务业绩预测**

| 单位：亿元    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 37.98  | 45.32  | 54.33  | 65.22  |
| 同比(%)    | 32.32% | 19.35% | 19.87% | 20.06% |
| 综合毛利率(%) | 21.36% | 20.62% | 21.47% | 21.68% |
| 电源适配器业务  | 16.73  | 17.90  | 19.06  | 20.11  |
| 同比(%)    | 4.96%  | 7.00%  | 6.50%  | 5.50%  |
| 毛利率(%)   | 18.26% | 17.50% | 17.50% | 17.50% |
| 服务器业务    | 14.59  | 19.26  | 25.32  | 33.30  |
| 同比(%)    | 79.95% | 32.00% | 31.50% | 31.50% |
| 毛利率(%)   | 25.04% | 24.00% | 24.80% | 24.60% |
| 其他电源业务   | 6.49   | 7.98   | 9.73   | 11.58  |
| 同比(%)    | 48.71% | 23.00% | 22.00% | 19.00% |
| 毛利率(%)   | 20.30% | 19.00% | 20.20% | 20.20% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4.2、估值分析与投资评级

我们选取国内电源相关产品供应商麦格米特、可立克、奥海科技作为可比公司，理由如下：（1）麦格米特：主要从事智能家电电控产品、电源产品、新能源及轨道

交通部件、工业自动化产品、智能装备和精密连接的研发、生产与销售；(2) 中恒电气：作为数据中心高压直流（HVDC）绿色供电技术方案先行者，主要产品是通信电源系统、数据中心电源、电力操作电源系统等；(3) 新雷能：主要从事高效率、高可靠性、高功率密度电源产品的研发、生产和销售，产品包括集成电路类产品、电源类产品、电驱、电机类产品。2025-2027 年可比公司 PE 均值分别 98.0 倍、55.7 倍、38.4 倍。我们认为 AIGC 的高速发展有望拉动算力需求高速增长，AI 服务器是算力的重要底座，欧陆通作为国内领先的高功率服务器电源供应商，有望充分受益 AIGC 发展，我们持续看好公司的长期发展，成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.22、4.45、5.47 亿元，EPS 分别为 2.94、4.06、4.99 元，当前收盘价对应 PE 分别为 71.5、51.8、42.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表9：欧陆通较可比公司估值偏低**

| 证券简称 | 证券代码      | 收盘价（元） | 市值<br>（亿元） | EPS（元/股） |       |       | PE    |       |       |
|------|-----------|--------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |        |            | 2025E    | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 麦格米特 | 002851.SZ | 78.50  | 429.94     | 1.25     | 1.39  | 1.84  | 63.0  | 56.5  | 42.7  |
| 中恒电气 | 002364.SZ | 30.58  | 172.34     | 0.34     | 0.53  | 0.74  | 88.7  | 58.1  | 41.1  |
| 新雷能  | 300593.SZ | 18.95  | 102.80     | 0.13     | 0.36  | 0.60  | 142.3 | 52.4  | 31.4  |
| 平均估值 |           | 42.68  | 235.03     | 0.57     | 0.76  | 1.06  | 98.0  | 55.7  | 38.4  |
| 欧陆通  | 300870.SZ | 210.49 | 231.23     | 2.94     | 4.06  | 4.99  | 71.5  | 51.8  | 42.2  |

数据来源：Wind、开源证券研究所，股价为 2025 年 9 月 19 日收盘价（除欧陆通为开源证券研究所预测外，其余均为 Wind 一致性预期）

## 5、风险提示

### (1)、原材料价格波动风险

公司产品主要原材料为半导体、电阻电容、磁性材料、线材、外壳等，占营业成本比重较高，对销售成本、毛利率影响较大，若原材料价格波动较大，或将影响公司经营利润。

### (2)、AI 发展不及预期

若 AIGC 发展不及预期，将会影响 AI 服务器采购需求，进而影响服务器电源采购量，导致公司服务器电源业务增长受阻。

### (3)、行业竞争加剧风险

开关电源产品市场容量大，生产企业相对较多，若市场竞争加剧，电源适配器作为公司主营业务，或将影响公司发展。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 2176  | 3510  | 4136  | 4692  | 4884  |
| 现金               | 669   | 1026  | 1883  | 1789  | 1810  |
| 应收票据及应收账款        | 1053  | 1541  | 1481  | 2024  | 2052  |
| 其他应收款            | 74    | 32    | 89    | 52    | 111   |
| 预付账款             | 3     | 2     | 4     | 3     | 5     |
| 存货               | 336   | 465   | 500   | 644   | 726   |
| 其他流动资产           | 40    | 444   | 179   | 179   | 179   |
| <b>非流动资产</b>     | 1574  | 1812  | 1976  | 2180  | 2396  |
| 长期投资             | 95    | 77    | 60    | 51    | 41    |
| 固定资产             | 1014  | 961   | 1159  | 1372  | 1606  |
| 无形资产             | 72    | 69    | 68    | 67    | 66    |
| 其他非流动资产          | 393   | 706   | 689   | 689   | 683   |
| <b>资产总计</b>      | 3750  | 5322  | 6112  | 6872  | 7279  |
| <b>流动负债</b>      | 1529  | 2266  | 2199  | 2776  | 2913  |
| 短期借款             | 115   | 237   | 30    | 30    | 30    |
| 应付票据及应付账款        | 1206  | 1723  | 1703  | 2265  | 2378  |
| 其他流动负债           | 207   | 306   | 466   | 481   | 504   |
| <b>非流动负债</b>     | 365   | 886   | 1121  | 916   | 700   |
| 长期借款             | 320   | 762   | 1010  | 805   | 589   |
| 其他非流动负债          | 45    | 123   | 111   | 111   | 111   |
| <b>负债合计</b>      | 1893  | 3152  | 3319  | 3692  | 3612  |
| 少数股东权益           | -1    | -0    | -4    | -7    | -9    |
| 股本               | 101   | 101   | 109   | 109   | 109   |
| 资本公积             | 1090  | 1107  | 1463  | 1463  | 1463  |
| 留存收益             | 725   | 929   | 1194  | 1553  | 1991  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 1857  | 2171  | 2797  | 3187  | 3676  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 3750  | 5322  | 6112  | 6872  | 7279  |

| 现金流量表(百万元)     | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 392   | 397   | 375   | 499   | 659   |
| 净利润            | 194   | 268   | 319   | 442   | 544   |
| 折旧摊销           | 103   | 121   | 133   | 165   | 202   |
| 财务费用           | 8     | -14   | 5     | -21   | -39   |
| 投资损失           | -134  | 24    | -0    | -1    | 0     |
| 营运资金变动         | 113   | -72   | -103  | -110  | -76   |
| 其他经营现金流        | 109   | 68    | 22    | 23    | 28    |
| <b>投资活动现金流</b> | -170  | -627  | -25   | -366  | -416  |
| 资本支出           | 289   | 294   | 334   | 377   | 427   |
| 长期投资           | 0     | 44    | 17    | 9     | 10    |
| 其他投资现金流        | 118   | -377  | 292   | 2     | 1     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -134  | 558   | 506   | -226  | -222  |
| 短期借款           | -85   | 122   | -207  | 0     | 0     |
| 长期借款           | 58    | 443   | 248   | -204  | -216  |
| 普通股增加          | -1    | 0     | 8     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 26    | 17    | 356   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -131  | -24   | 101   | -22   | -6    |
| <b>现金净增加额</b>  | 90    | 347   | 856   | -93   | 21    |

| 利润表(百万元)        | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2870  | 3798  | 4532  | 5433  | 6522  |
| 营业成本            | 2304  | 2986  | 3598  | 4266  | 5108  |
| 营业税金及附加         | 18    | 21    | 24    | 31    | 36    |
| 营业费用            | 72    | 88    | 95    | 117   | 137   |
| 管理费用            | 152   | 156   | 177   | 212   | 254   |
| 研发费用            | 230   | 213   | 265   | 331   | 404   |
| 财务费用            | 8     | -14   | 5     | -21   | -39   |
| 资产减值损失          | -16   | -23   | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 19    | 23    | 19    | 20    | 21    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 1     | 0     | 1     | 1     |
| 投资净收益           | 134   | -24   | 0     | 1     | -0    |
| 资产处置收益          | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 211   | 302   | 365   | 494   | 614   |
| 营业外收入           | 1     | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出           | 1     | 4     | 2     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 211   | 300   | 365   | 493   | 613   |
| 所得税             | 17    | 32    | 47    | 51    | 69    |
| <b>净利润</b>      | 194   | 268   | 319   | 442   | 544   |
| 少数股东损益          | -2    | 0     | -4    | -3    | -3    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 196   | 268   | 322   | 445   | 547   |
| EBITDA          | 322   | 444   | 505   | 660   | 812   |
| EPS(元)          | 1.79  | 2.45  | 2.94  | 4.06  | 4.99  |

| 主要财务比率         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 6.2   | 32.3  | 19.4  | 19.9  | 20.1  |
| 营业利润(%)        | 96.3  | 42.9  | 21.0  | 35.3  | 24.2  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 116.5 | 36.9  | 20.2  | 38.0  | 23.0  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 19.7  | 21.4  | 20.6  | 21.5  | 21.7  |
| 净利率(%)         | 6.8   | 7.1   | 7.1   | 8.2   | 8.4   |
| ROE(%)         | 10.5  | 12.4  | 11.4  | 13.9  | 14.8  |
| ROIC(%)        | 8.6   | 8.8   | 7.9   | 10.3  | 11.8  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 50.5  | 59.2  | 54.3  | 53.7  | 49.6  |
| 净负债比率(%)       | -9.7  | 3.4   | -20.2 | -20.9 | -24.3 |
| 流动比率           | 1.4   | 1.5   | 1.9   | 1.7   | 1.7   |
| 速动比率           | 1.2   | 1.3   | 1.6   | 1.4   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| 应收账款周转率        | 3.4   | 3.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 应付账款周转率        | 3.3   | 3.0   | 5.8   | 0.0   | 0.0   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.79  | 2.45  | 2.94  | 4.06  | 4.99  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 3.58  | 3.63  | 3.43  | 4.56  | 6.02  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 16.96 | 18.94 | 24.66 | 28.22 | 32.69 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 117.7 | 86.0  | 71.5  | 51.8  | 42.2  |
| P/B            | 12.4  | 11.1  | 8.5   | 7.5   | 6.4   |
| EV/EBITDA      | 71.1  | 51.3  | 44.3  | 33.8  | 27.2  |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

21 / 23

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn