

Q3 业绩出现波动，新场景应用迎来突破

爱科赛博(688719)

资本货物/工业

首次覆盖
增持

评级

目标价格(元):

46.10

当前价格: (元)

39.87

本报告导读:

25 年签单订单和费用增长导致业绩承压，对 26 年业绩增长保持信心。

投资要点:

- 首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.27、1.32、1.74 元。公司的传统业务竞争态势趋于平稳，增量业务值得期待，26 年营业收入有望得到快速增长。我们以可比公司的 PE 估值为主，参考其 PB 估值，给予公司 2026 年 35 倍 PE 估值，目标价为 46.10 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。
- 25Q3 业绩承压，订单交付节奏影响收入规模。25 年前三季度，公司实现营业收入 5.85 亿元，同比下降 1.65%，归母净利润-0.45 亿元，扣非净利润-0.51 亿元。25Q3 单季度，营业收入 1.54 亿元，同比下降 21.13%，归母净利润-0.27 亿元，扣非净利润-0.28 亿元，同比转亏，毛利率 33.41%，环比上升 2.65pct。受到业务特性与产品结构的影响，三季度大部分订单签订节点偏后，造成收入环比二季度下滑。
- AI 服务器的演进催生对测试设备需求。AI 算力需求爆炸式增长推动了数据中心供电技术的演进。其核心部件（如 UPS、PSU、SST）都需要进行严格测试。这为测试设备供应商提供了巨大的、持续的市场机会。公司业务端已从研发、产品阶段进入市场验证阶段，与“头部客户”进行产品试用和小批量使用。
- 公司积极拓展核聚变项目订单。公司积极拓展 BEST 及环流三号为代表的核心重点项目，同时积极拓展商业堆领域的多技术路线项目（如高温超导托卡马克、球形托卡马克、场反位形等路线），预计四季度随着各类项目进展及招标公示，力争取得合作订单。公司计划未来三年内紧抓可控核聚变产业的战略机遇期，通过电源产品与核心技术的双重突破，推动相关业务实现规模化提升。
- 风险提示。需求不及预期；市场拓展不及预期；行业竞争加剧；人才流失风险。

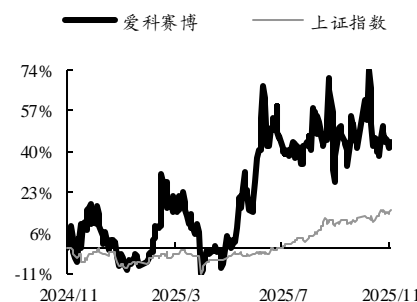
交易数据

52 周内股价区间(元)	24.75-48.20
总市值(百万元)	4,600
总股本/流通 A 股(百万股)	115/90
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	1,696
每股净资产(元)	14.70
市净率(现价)	2.7
净负债率	-28.31%

52周股价走势图



升幅(%)

	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	1%	44%
相对指数	-1%	-9%	29%

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	826	972	1,094	1,468	1,882
(+/-)%	42.7%	17.7%	12.6%	34.1%	28.2%
净利润(归母)	139	73	31	152	200
(+/-)%	101.8%	-47.3%	-57.7%	391.6%	31.8%
每股净收益(元)	1.20	0.63	0.27	1.32	1.74
净资产收益率(%)	7.6%	4.1%	1.8%	8.4%	10.3%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	33.18	62.91	148.81	30.27	22.97

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

财务预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,166	292	110	82	71	营业总收入	826	972	1,094	1,468	1,882
交易性金融资产	80	596	596	596	596	营业成本	476	631	731	954	1,217
应收账款及票据	494	581	660	889	1,142	税金及附加	6	6	6	9	11
存货	314	348	396	514	654	销售费用	64	69	78	88	113
其他流动资产	63	75	84	110	139	管理费用	50	64	88	100	128
流动资产合计	2,117	1,892	1,846	2,192	2,603	研发费用	89	142	186	205	264
长期投资	0	42	42	42	42	EBIT	141	55	25	141	188
固定资产	110	130	207	248	266	其他收益	23	19	22	29	38
在建工程	16	211	202	151	117	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产及商誉	14	35	35	35	35	投资收益	0	1	1	1	2
其他非流动资产	35	65	104	104	104	财务费用	4	-12	-3	3	6
非流动资产合计	175	483	590	580	565	减值损失	-23	-25	-1	1	1
总资产	2,293	2,374	2,436	2,772	3,168	资产处置损益	0	0	0	0	0
短期借款	8	64	134	204	274	营业利润	136	69	30	140	185
应付账款及票据	293	338	392	512	653	营业外收支	11	-2	-2	-2	-2
一年内到期的非流动负债	1	2	0	0	0	所得税	14	-6	-2	-12	-15
其他流动负债	140	168	183	225	272	净利润	134	72	31	150	198
流动负债合计	441	572	709	940	1,199	少数股东损益	-5	-1	0	-2	-2
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	139	73	31	152	200
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁负债	3	1	1	1	1	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	14	18	22	22	22	ROE(摊薄,%)	7.6%	4.1%	1.8%	8.4%	10.3%
非流动负债合计	17	19	23	23	23	ROA(%)	8.4%	3.1%	1.3%	5.8%	6.7%
总负债	458	591	732	963	1,222	ROIC(%)	6.9%	3.2%	1.5%	7.6%	9.2%
实收资本(或股本)	82	115	115	115	115	销售毛利率(%)	42.4%	35.1%	33.2%	35.0%	35.3%
其他归母股东权益	1,742	1,668	1,589	1,695	1,836	EBIT Margin(%)	17.0%	5.6%	2.3%	9.6%	10.0%
归属母公司股东权益	1,824	1,783	1,704	1,811	1,951	销售净利率(%)	16.2%	7.4%	2.8%	10.2%	10.5%
少数股东权益	10	0	0	-2	-4	资产负债率(%)	20.0%	24.9%	30.1%	34.8%	38.6%
股东权益合计	1,834	1,783	1,704	1,809	1,947	存货周转率(次)	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1
总负债及总权益	2,293	2,374	2,436	2,772	3,168	应收账款周转率(次)	2.2	2.0	2.0	2.1	2.1
						总资产周转率(次)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
						净利润现金含量	0.3	1.0	-0.8	-0.1	0.1
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资本支出/收入	2.9%	27.7%	9.3%	2.2%	1.7%
经营活动现金流	45	70	-25	-17	16	EV/EBITDA	26.36	39.30	80.55	26.06	20.53
投资活动现金流	-104	-841	-116	-30	-30	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.18	62.91	148.81	30.27	22.97
筹资活动现金流	1,139	-120	-41	19	3	P/B(现价)	2.52	2.58	2.70	2.54	2.36
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0	P/S(现价)	5.57	4.73	4.20	3.13	2.44
现金净增加额	1,081	-890	-182	-28	-11	EPS-最新股本摊薄(元)	1.20	0.63	0.27	1.32	1.74
折旧与摊销	16	23	32	40	46	DPS-最新股本摊薄(元)	0.36	0.19	0.08	0.40	0.52
营运资本变动	-132	-38	-68	-211	-234	股息率(现价,%)	0.9%	0.5%	0.2%	1.0%	1.3%
资本性支出	-24	-269	-102	-32	-31						

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

根据历史财务数据和公司公告，我们假设：

(1) 测试电源：虽然业务竞争持续但价格趋于平稳，公司对成本的管控逐步显现成效，我们假设成本优化带动未来毛利率改善，出货量保持稳定增长。预测 25-27 年的营业收入分别为 7.26、10.18、13.49 亿元，毛利率分别为 35%、37%、37%。

(2) 电能质量控制设备：公司的通用电能质量控制设备已覆盖数据中心场景，我们假设销量稳定成长，毛利率维持稳定，预测 25-27 年的营业收入分别为 1.75、1.96、2.15 亿元，毛利率分别为 25%、25%、25%。

(3) 特种电源：25 年特种装备领域市场需求逐步释放，公司在手订单充裕，我们看好公司产品在半导体、医疗等领域的应用拓展，预测 25-27 年的营业收入分别为 1.63、2.22、2.86 亿元，毛利率分别为 38%、38%、38%。

(4) 其他主营业务：我们假设 25-27 年的营业收入保持 15% 的增速，毛利率保持为 15%。

(5) 其他业务：我们假设 25-27 年的营业收入增速为 0%，毛利率保持为 10%。

表 1 公司业绩拆分和预测 (单位: 亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
测试电源					
营业收入	4.87	6.63	7.26	10.18	13.49
YoY	58.4%	36.0%	9.5%	40.3%	32.5%
营业成本	2.31	4.19	4.72	6.41	8.50
毛利率	52.5%	36.7%	35.0%	37.0%	37.0%
电能质量控制设备					
营业收入	1.58	1.59	1.75	1.96	2.15
YoY	21.1%	0.9%	9.9%	12.2%	9.6%
营业成本	0.98	1.17	1.31	1.47	1.61
毛利率	37.6%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
特种电源					
营业收入	1.59	1.20	1.63	2.22	2.86
YoY	43.3%	-24.4%	35.5%	36.0%	28.9%
营业成本	1.06	0.71	1.01	1.38	1.77
毛利率	33.3%	40.8%	38.0%	38.0%	38.0%
其他主营业务					
营业收入	0.22	0.04	0.05	0.05	0.06
YoY	149.63%	-81.35%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	0.16	0.01	0.04	0.05	0.05
毛利率	24.4%	73.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务					
营业收入		0.26	0.26	0.26	0.26
YoY			0%	0%	0%
营业成本		0.23	0.23	0.23	0.23
毛利率		13.3%	10.0%	10.0%	10.0%
总和					
营业收入	8.26	9.72	10.94	14.68	18.82
YoY	42.7%	17.7%	12.6%	34.1%	28.2%
营业成本	4.76	6.31	7.31	9.54	12.17
毛利率	42.4%	35.1%	33.2%	35.0%	35.3%

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

表 2 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		PB(倍)	
			2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
688551	科威尔	40.71	0.58	1.00	1.45	40.71	28.08	2.47	2.33
300820	英杰电气	55.41	1.46	1.42	1.77	39.02	31.31	4.56	4.07
300593	新雷能	25.42	-0.92	0.09	0.43	282.44	59.12	5.43	5.05
300693	盛弘股份	46.58	1.38	1.58	2.03	29.48	22.95	6.66	5.46
均值						36.40	27.44	4.56	3.95

注：收盘价为 2025 年 11 月 7 日价格，可比公司的盈利预测为 wind 一致预期（180 天）

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	行业投资评级	增持 明显强于沪深 300 指数 中性 基本与沪深 300 指数持平 减持 明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666