

麦格米特 (002851.SZ)

优于大市

参与英伟达 GB200 系统开发，AI 服务器电源有望放量

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 其他电源设备 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码: S0980520080003
 证券分析师: 袁阳 0755-22940078 yuanyang2@guosen.com.cn 执证编码: S0980524030002

事项:

公司公告: 10月17日晚,公司发布公告称,公司在近期召开的 OCP 全球峰会上正式推出适用于 NVIDIA MGX™平台的最新电源系统,此完全模块化的解决方案共具有6个5,500W电源模块,在1U服务器电源架中提供总计33kW的功率,效率高达97.5%。公司是行业领先的电源解决方案提供商,目前作为40余家数据中心部件提供商之一参与英伟达 Blackwell GB200 系统的开发,此次公司与英伟达的合作项目是基于合作意愿而形成的合作伙伴关系,预计将对公司未来生产经营产生积极影响。

国信电新观点: 考虑到上半年公司公允价值变动净收益同比减少94%,基于审慎性原则,我们下调公司2024/2025年盈利预测至5.7/8.9亿元(原为7.3/9.0亿元);考虑到AI服务器电源有望放量,我们上调2026年盈利预测至11.6亿元(原为11.0亿元),2024-2026年归母净利润同比变动-9.4%/+56.2%/+29.9%,对应动态PE 36/23/18x。公司传统主业增长稳健,AI服务器大功率电源打开业绩增长上限,坚定维持“优于大市”评级。

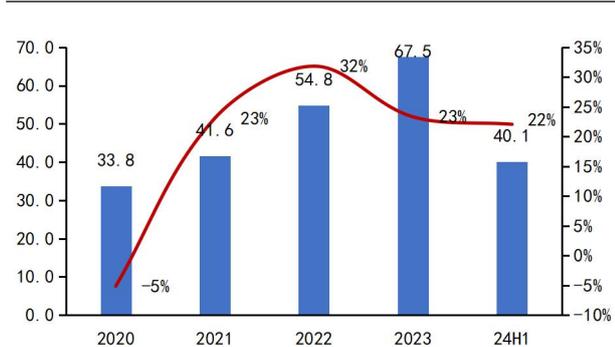
评论:

◆ 上半年业绩回顾

2024年上半年,公司实现营业收入40.1亿元,同比+22.0%;归母净利润3.2亿元,同比-19.3%,主要是因为公司公允价值变动净收益同比减少94%;扣非归母净利润2.8亿元,同比+18.6%。公司上半年综合毛利率25.8%,同比+0.8pcts.;销售净利率8.0%,同比-3.9pcts.。

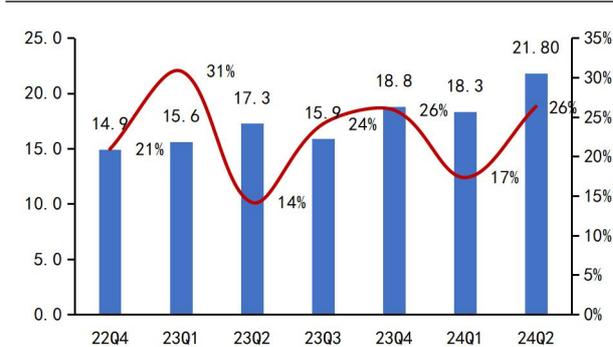
分业务来看,2024年上半年智能家电产品/电源产品/新能源汽车及轨道交通/工业自动化/智能装备/精密连接业务分别实现营业收入20.1/11.0/2.0/3.0/1.9/1.8亿元,同比+44%/+13%/-36%/+7%/+14%/+30%,占整体营收的比例分别为50%/27%/5%/8%/5%/5%;分业务毛利率分别为26.2%/25.0%/24.2%/30.3%/35.0%/7.2%,同比+0.5/+1.0/+1.9/-1.5/+5.9/-2.9pcts.。

图1: 公司营业收入及同比增速(亿元、%)



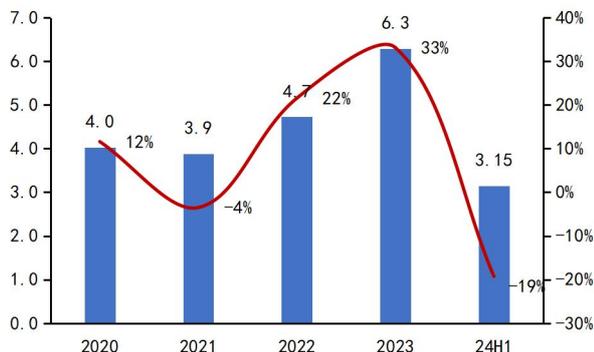
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速(亿元、%)



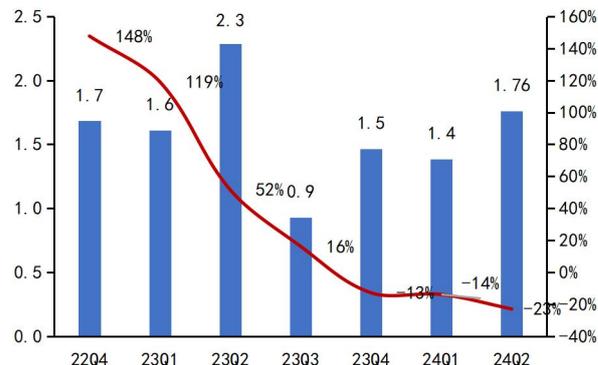
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速 (亿元、%)



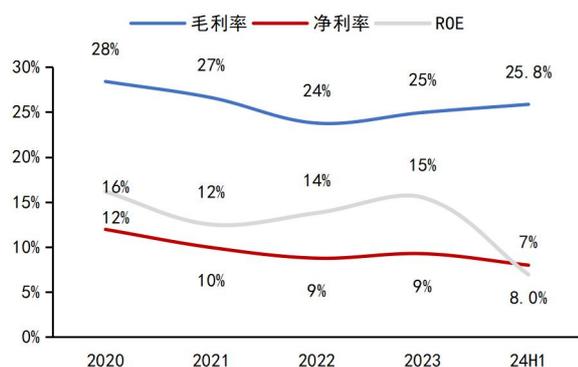
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司参与英伟达 GB200 服务器开发

10月17日晚,公司发布公告称,公司在近期召开的OCP全球峰会上正式推出适用于NVIDIA MGX™平台的最新电源系统,此完全模块化的解决方案共具有6个5,500W电源模块,在1U服务器电源架中提供总计33kW的功率,效率高达97.5%。公司是行业领先的电源解决方案提供商,目前作为40余家数据中心部件提供商之一参与英伟达Blackwell GB200系统的开发,此次公司与英伟达的合作项目是基于合作意愿而形成的合作伙伴关系,预计将对公司未来生产经营产生积极影响。

据估算,英伟达GB200 NVL72机柜需6个33kW电源模组,单台机柜电源功率约198kW,电源单价约4元/W,单台NVL72电源价值量约80万元。预计2025年GB200出货量超3万台(包括NVL72和NVL36),电源市场空间有望达到201亿元。若公司市占率达到4%/8%/16%,有望在2025年带来8.0/16.1/32.2亿元增量收入。

表1: 2025-2027 年 GB200 服务器电源收入贡献预测

	2025E	2026E	2027E
出货量 (万台)			
GB200 NVL72	2.0	4.0	6.0
GB200 NVL36	1.0	2.0	3.0
合计	3.0	6.0	9.0
电源单价 (万元/台)			
GB200 NVL72	79	79	79
GB200 NVL36	43	43	43
电源价值量 (亿元)			
GB200 NVL72	158	316	474
GB200 NVL36	43	86	129
合计	201	402	603
麦格米特渗透率 (%)	4%	5%	5%
GB200 电源业务收入 (亿元)	8.0	20.1	30.2

资料来源: 英伟达公司官网, 国信证券经济研究所预测

◆ 盈利预测

公司主营业务核心假设如下:

表2: 主营业务核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能家电电控					
收入 (亿元)	20.9	26.2	37.0	45.0	53.0
YOY	32%	25%	41%	22%	18%
毛利率	24%	25%	26%	26%	26%
电源产品					
收入 (亿元)	18.8	21.2	24.0	33.7	48.3
YOY	25%	13%	13%	41%	43%
毛利率	22%	24%	25%	29%	29%
新能源及轨道交通产品					
收入 (亿元)	5.3	7.1	6.5	9.0	11.0
YOY	94%	35%	-8%	38%	22%
毛利率	21%	23%	24%	24%	24%
工业自动化					
收入 (亿元)	3.8	5.8	7.0	8.5	10.0
YOY	41%	54%	20%	21%	18%
毛利率	29%	33%	31%	30%	30%
智能装备					
收入 (亿元)	3.0	3.7	4.2	5.0	5.8
YOY	-21%	23%	15%	19%	16%
毛利率	32%	28%	35%	33%	30%
精密连接					
收入 (亿元)	2.7	3.2	3.8	4.4	4.8
YOY	108%	16%	20%	16%	9%
毛利率	16%	8%	7%	7%	7%
合计					
收入 (亿元)	54.8	67.5	83.0	106.1	133.4
YOY	32%	23%	23%	28%	26%
毛利率	24%	25%	26%	25%	25%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

考虑到上半年公司公允价值变动净收益同比减少 94%，基于审慎性原则，我们下调公司 2024/2025 年盈利预测至 5.7/8.9 亿元（原为 7.3/9.0 亿元）；考虑到 AI 服务器电源有望放量，我们上调 2026 年盈利预测至 11.6 亿元（原为 11.0 亿元），2024-2026 年归母净利润同比变动-9.4%/+56.2%/+29.9%，对应动态 PE 36/23/18x。

表3: 公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,478	6,754	8,297	10,612	13,345
同比变动(%)	31.8%	23.3%	22.8%	27.9%	25.8%
净利润(百万元)	473	629	570	890	1,157
同比变动(%)	21.6%	33.1%	-9.4%	56.2%	29.9%
每股收益(元)	0.95	1.26	1.13	1.77	2.30
EBIT Margin	5.1%	5.1%	6.9%	8.8%	8.8%
净资产收益率(ROE)	13.8%	15.5%	12.3%	17.0%	18.9%
市盈率(PE)	43.1	32.6	36.2	23.2	17.9
EV/EBITDA	64.7	53.3	35.9	24.7	21.4
市净率(PB)	5.32	4.52	4.15	3.59	3.07

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 投资建议

我们预测公司 2024-2026 年营业收入为 83.0/106.1/133.4 亿元，同比+22.8%/+27.9%/+25.8%；归母净利润为 5.7/8.9/11.6 亿元，同比-9.4%/+56.2%/+29.9%，对应 EPS1.13/1.77/2.30 元，动态 PE36/23/18x。公司传统主业稳健增长，AI 服务器大功率电源打开业绩增长上限，坚定维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

GB200 服务器出货量不及预期的风险，公司市场份额不及预期的风险，贸易政策风险，经济周期下行风险。

相关研究报告:

《麦格米特(002851.SZ)-电气自动化平台型企业，受益于智能家电与 AI 产业发展》——2024-07-18

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	520	596	971	1661	2969	营业收入	5478	6754	8297	10612	13345
应收款项	1803	2341	2614	3198	4022	营业成本	4176	5070	6168	7775	9792
存货净额	1911	1918	2197	2769	3488	营业税金及附加	18	36	41	53	67
其他流动资产	347	457	493	544	588	销售费用	229	325	373	435	547
流动资产合计	5872	6141	7105	9026	11950	管理费用	144	206	232	244	294
固定资产	1169	1789	2021	1841	1662	研发费用	632	771	913	1167	1468
无形资产及其他	293	289	290	290	291	财务费用	22	26	55	46	18
其他长期资产	994	1712	1659	1592	1334	投资收益	6	(8)	0	0	0
长期股权投资	125	182	182	182	182	资产减值及公允价值变动	182	233	(10)	(10)	(10)
资产总计	8454	10113	11257	12931	15419	其他损益	61	87	90	51	64
短期借款及交易性金融负债	427	392	600	500	400	营业利润	506	633	595	932	1213
应付款项	2644	3273	3548	4473	5902	营业外净收支	(1)	4	5	5	5
其他流动负债	322	463	542	592	744	利润总额	505	637	600	937	1218
流动负债合计	3443	4182	4773	5671	7180	所得税费用	26	12	30	47	61
长期借款及应付债券	1027	1253	1386	1386	1386	少数股东损益	7	(4)	0	0	0
其他长期负债	152	138	123	123	123	归属于母公司净利润	473	629	570	890	1157
长期负债合计	1179	1391	1509	1509	1509	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4622	5573	6282	7180	8689	净利润	473	629	570	890	1157
少数股东权益	128	123	123	123	123	资产减值准备	(27)	(37)	0	0	0
股东权益	3704	4417	4851	5628	6606	折旧摊销	108	144	180	191	191
负债和股东权益总计	8454	10113	11257	12931	15419	公允价值变动损失	(185)	(281)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	22	26	55	46	18
每股收益	0.95	1.26	1.13	1.77	2.30	营运资本变动	(433)	131	(205)	(234)	(7)
每股红利	0.05	0.27	0.23	0.35	0.46	其它	43	(276)	40	46	18
每股净资产	7.70	9.06	9.87	11.41	13.35	经营活动现金流	(21)	310	585	894	1359
ROIC	12%	12%	10%	13%	15%	资本开支	(372)	(396)	(412)	(12)	(12)
ROE	14%	15%	12%	17%	19%	其它投资现金流	(825)	104	52	68	257
毛利率	24%	25%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(1197)	(292)	(360)	56	245
EBIT Margin	5%	5%	7%	9%	9%	权益性融资	153	108	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	9%	11%	10%	负债净变化	1183	25	341	(100)	(100)
收入增长	32%	23%	23%	28%	26%	支付股利、利息	(102)	(25)	(136)	(114)	(178)
净利润增长率	22%	33%	-9%	56%	30%	其它融资现金流	156	(201)	208	(100)	(100)
资产负债率	55%	55%	56%	56%	56%	融资活动现金流	1212	82	151	(260)	(296)
股息率	0.1%	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%	现金净变动	(5)	101	376	689	1308
P/E	43.1	32.6	36.2	23.2	17.9	货币资金的期初余额	492	520	596	971	1661
P/B	5.3	4.5	4.2	3.6	3.1	货币资金的期末余额	520	596	971	1661	2969
EV/EBITDA	64.7	53.3	35.9	24.7	21.4	企业自由现金流	(432)	218	104	836	1291
						权益自由现金流	(296)	154	361	693	1173

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032