仅供内部参考，请勿外传！

通合科技（300491）深度研究

综合性电源厂商，AIDC 供电开启第二增长曲线

2026 年 10 月 13 日

【投资要点】

- **AI 数据中心推动供电架构升级，800V 方案为综合性电源厂商打开成长空间。**AI 训练与推理持续提升机柜功率，供电系统对转换效率、功率密度及散热提出更高要求。800V 直流方案通过提高母线电压、减少部分转换环节，为 MW 级机柜供电提供支持，正推进产业协同与部署准备。公司已布局 240V、336V、±400V 和 800V 等 HVDC 模块及整机，有望受益于架构升级。
- **谐振软开关技术、规模化制造与高可靠场景验证构成公司竞争基础。**公司 2004 年取得谐振电压控制型功率变换器发明专利，围绕软开关控制持续积累效率、热管理、EMC 及可靠性 know-how，并完成十代充电模块产品迭代。相关能力已应用于新能源、智能电网及航空航天特种电源，并进一步迁移至数据中心 HVDC，支撑新品导入和制造协同。
- **重卡充电需求与产品升级支撑新能源业务规模增长。**公司 40kW、50kW、80kW 充电模块完成一级能效认证，80kW 加权效率超过 97%。全系风冷模块采用双面灌胶工艺，60kW、80kW 浸没式液冷产品达到 IP67 防护等级，更好适配重卡及工程车辆场景。2025 年实际产能 57.17 万台（套）、产能利用率 109.84%，产品迭代与规模化交付共同支撑业务拓展。
- **智能电网构成稳定基本盘，HVDC 打开 AIDC 供电第二增长曲线。**公司将电力操作电源领域积累的高压整流、功率变换、成本控制和可靠性能力迁移至数据中心，形成多档电压规格的 HVDC 模块及整机方案。截至 2026 年 3 月 12 日，公司披露 HVDC 客户采购意向金额合计约 3.4 亿元，后续随采购意向转化、产品交付及验收推进，有望逐步形成收入贡献；国内项目推进与海外客户导入持续拓展成长空间。
- **航空航天特种电源提供高壁垒、高附加值的协同成长曲线。**公司 2019 年收购霍威电源，补充航空航天特种电源产品、资质与客户能力，产品聚焦高功率密度、小型化、高可靠性和定制化，长期研发验证、质量体系与客户协作形成进入壁垒。订单确认受行业规划、型号研制及验收节奏影响较大，阶段间存在不确定性；但考虑特种电源国产化持续推进，以及公司产业化项目投产、产品资质和客户储备不断完善，相关业务有望随项目落地与验收推进实现中长期稳健增长。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

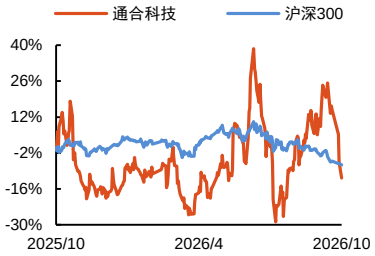
证券分析师：王舫朝

证书编号：S1160524090005

证券分析师：孙心睿

证书编号：S1160526070002

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	4,797.19
流通市值（百万元）	4,255.39
52 周最高/最低（元）	42.42/21.75
52 周最高/最低（PE）	184.43/94.57
52 周最高/最低（PB）	6.18/3.17
52 周涨幅（%）	24.14
52 周换手率（%）	6.44

注：数据更新日期截止 2026 年 10 月 12 日

相关研究

仅供内部参考，请勿外传！

【投资建议】

◆ **公司是国内领先的综合性电源厂商，长期布局新能源、智能电网、航空航天三大业务，HVDC 进一步拓展数据中心应用曲线。**我们预计 2026—2028 年营收分别为 21.37/30.73/39.00 亿元，同比增长 37.26%/43.78%/26.90%；归母净利润分别为 0.90/1.80/3.17 亿元，同比增长 123.42%/100.34%/76.15%；EPS 分别为 0.50/1.01/1.78 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1557.16	2137.38	3073.08	3899.66
增长率(%)	28.78%	37.26%	43.78%	26.90%
归属母公司净利润（百万元）	40.15	89.71	179.73	316.60
增长率(%)	67.72%	123.42%	100.34%	76.15%
EPS(元/股)	0.23	0.50	1.01	1.78
市盈率（P/E）	109.26	69.63	34.76	19.73
市净率（P/B）	3.66	5.01	4.58	3.98

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 注：数据截至 9 月 30 日

【风险提示】

◆ 充电需求与行业竞争风险；
◆ HVDC 意向转化与海外拓展不及预期风险；
◆ 航空航天毛利率下滑与长账期回款风险；
◆ 商誉减值风险；
◆ 应收账款增长风险；
◆ 产能建设不及预期风险。

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1. 深耕电源领域二十八载，综合性厂商协同发展 5
1.1. 综合性电源厂商，三大业务协同拓展应用边界 5
1.2. 内生外延协同发展，可转债布局 HVDC 新增长点 5
1.3. 营收延续高增，盈利处于筑底阶段 7
2. 软开关技术筑根基，四重壁垒铸护城河 12
2.1. 谐振全程软开关技术，二十年沉淀的平台内核 12
2.2. 技术、成本、可靠性与客户资质构筑四重壁垒 12
2.3. 一核三线能力迁移，同源技术复用 13
3. 三线业务协同并进，HVDC 打开成长天花板 15
3.1. 重卡带动充电需求增长，高功率产品带动收入放量 16
3.1.1. 充电设施持续扩容，公司新能源收入高增 16
3.1.2. 公司十代产品持续迭代，实际产能支撑规模交付 18
3.2. 航空航天研发与产业化能力持续完善 18
3.2.1. 霍威电源特种电源长期能力持续积累 18
3.3. 电网业务构筑基本盘，HVDC 第二曲线启动 18
3.3.1. 二十年深耕国网体系，操作电源行业领先 18
3.3.2. 高功率机柜驱动 800V 供电架构升级 19
3.3.3. 采购意向与产能布局支撑 HVDC 拓展 20
3.4. 三线业务深度协同，客户优质结构多元 21
4. 盈利预测 23
4.1. 收入稳增结构优化，利润弹性显著释放 23
4.2. 投资建议 24
5. 风险提示 25

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1：公司发展历程 5
图表 2：公司战略发展沿革一览 6
图表 3：公司营业收入及增速 7
图表 4：公司归母净利润及同比 7
图表 5：公司单季度营收与归母净利润 7
图表 6：公司分业务收入及综合毛利率（亿元） 8
图表 7：公司分业务毛利构成（亿元） 9
图表 8：公司主要盈利能力指标 9
图表 9：公司期间费用率 10
图表 10：公司研发费用及研发费用率 10
图表 11：公司股权结构：两位实控人持股 28.50%，三大全资子公司分工明确 11
图表 12：公司四层核心壁垒体系 12
图表 13：能力横向迁移，打开长期增长空间 13
图表 14：公司分业务收入占比 15
图表 15：2026H1 公司分业务毛利率 16
图表 16：中国充电基础设施持续增长 16
图表 17：公司 2026H1 分业务收入增速 17
图表 18：通合科技新能源业务毛利率（2022—2026H1） 17
图表 19：公司新能源功率变换产品产能 18
图表 20：HVDC 募投项目产能释放测算（套） 18
图表 21：800V 直流供电的主要部署路径 19
图表 22：同为 1MW 功率时不同母线电压对应的电流 20
图表 23：HVDC 客户采购意向金额约 3.4 亿元 21
图表 24：HVDC 第二增长曲线：国内交付筑基、海外拓展增量 21
图表 25：通合科技 2026—2028 年分业务盈利预测 23

仅供内部参考，请勿外传！

1.深耕电源领域二十八载，综合性厂商协同发展

1.1.综合性电源厂商，三大业务协同拓展应用边界

二十八年“know-how”积累，成就综合性电源解决方案提供商。公司成立于 1998 年，是国内较早布局电源技术研发与应用的企业之一，依托长期积淀形成新能源、智能电网、航空航天三大业务协同发展格局。2012 年整体改制为股份有限公司，2015 年在深圳证券交易所创业板上市（股票代码：300491.SZ）。公司持续拓展产品边界与下游场景，现已覆盖新能源电源、智能电网电源、航空航天特种电源等领域。

综合性电源厂商，研发与生产体系支撑多业务协同。公司采用石家庄、西安双总部协同运营模式，并在北京、石家庄、西安布局研发资源。双总部与跨区域研发体系共同支撑公司业务拓展、技术研发及客户服务。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2.内生外延协同发展，可转债布局 HVDC 新增长点

公司上市后持续推进内生研发、外延并购与重点项目建设，支撑技术升级和业务边界拓展。2019 年公司通过收购霍威电源切入航空航天特种电源；2026 年推出可转债以布局数据中心供配电项目，为 HVDC 规模化发展提供产能基础。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 2：公司战略发展沿革一览

时间	战略类型	核心内容	战略意义
2015 年	IPO	创业板上市	获得资本市场平台，募资支持主业扩张
2019 年	发行股份收购	收购霍威电源 100%股权	拓展航空航天特种电源产品与客户能力
2021 年	向特定对象发行股票	募集资金投向航空航天特种电源产业化项目、西安研发中心等	补强航空航天特种电源研发与生产能力
2023 年	项目投产	上述项目于 2023 年 11 月 30 日达到预定可使用状态	航空航天特种电源产业化能力进一步完善
2026 年	可转债	可转债募资 5.22 亿元	主要投向数据中心供配电项目，布局 HVDC 产能

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2019 年的霍威电源并购是公司重要的战略资本运作，为公司补充航空航天特种电源研发、生产与客户能力。霍威电源具备高可靠定制电源技术积累，2025 年相关业务毛利率 45.40%，对公司盈利结构形成支撑。

航空航天特种电源产业化项目及西安研发中心持续补强业务能力。相关项目于 2023 年 11 月 30 日达到预定可使用状态，为公司航空航天特种电源研发、生产及客户服务提供支撑。

可转债募投布局数据中心供配电，为 HVDC 业务提供产能支持。公司 2025 年启动可转债项目，2026 年 6 月发行上市，募集资金总额约 5.22 亿元，其中约 4.07 亿元计划投向数据中心供配电项目，其余用于补充流动资金。公司此前借用原有产线少量生产 HVDC 产品；募投项目规划新增整机系统 6240 套/年、模块 5.7 万套/年，项目测算整体毛利率 31.86%。

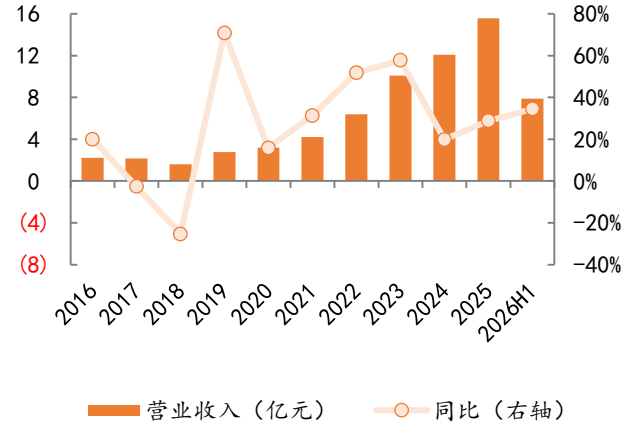
仅供内部参考，请勿外传！

1.3. 营收延续高增，盈利处于筑底阶段

收入保持较快增长，盈利有望随新增合同提价覆盖与产品结构优化逐步修复。2021—2025 年公司营业收入由 4.21 亿元增长至 15.57 亿元，2026H1 实现 7.88 亿元，同比增长 34.47%；归母净利润 107.55 万元，上年同期为 1546.94 万元，同比下降 93.05%。

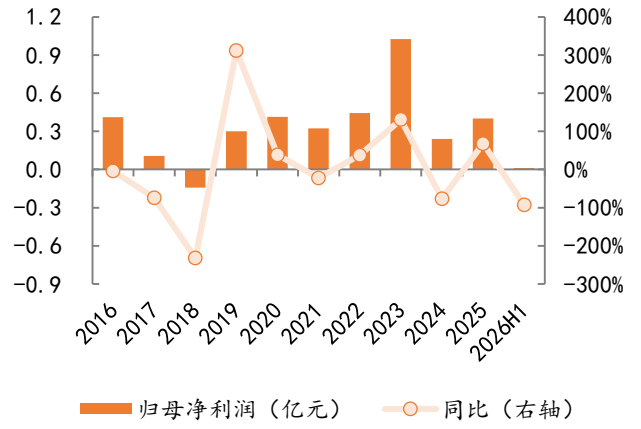
2026H1 新能源收入增长，盈利有望随新增合同提价覆盖逐步修复。新能源功率变换收入 6.23 亿元，同比增长 61.96%，毛利率 13.36%，较上年同期下降 6.18 个百分点，主要系整个行业上游原材料涨价导致；智能电网和航空航天收入分别为 1.00/0.51 亿元，毛利率 41.09%/43.44%。

图表 3：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

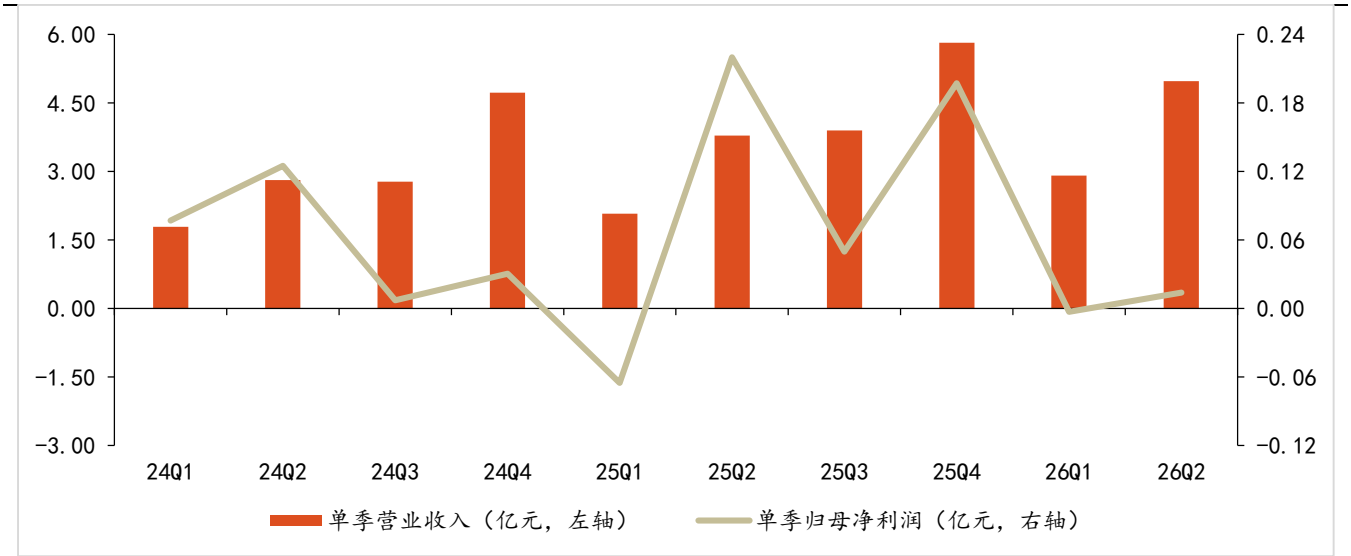
图表 4：公司归母净利润及同比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

单季度收入延续高增，2026Q2 营收 4.97 亿元，同比增长 31.33%。2026Q2 归母净利润 138.47 万元，同比下降 93.70%。后续盈利有望随 7 月启动的新增合同提价覆盖、原材料成本与产品结构变化逐步修复。

图表 5：公司单季度营收与归母净利润

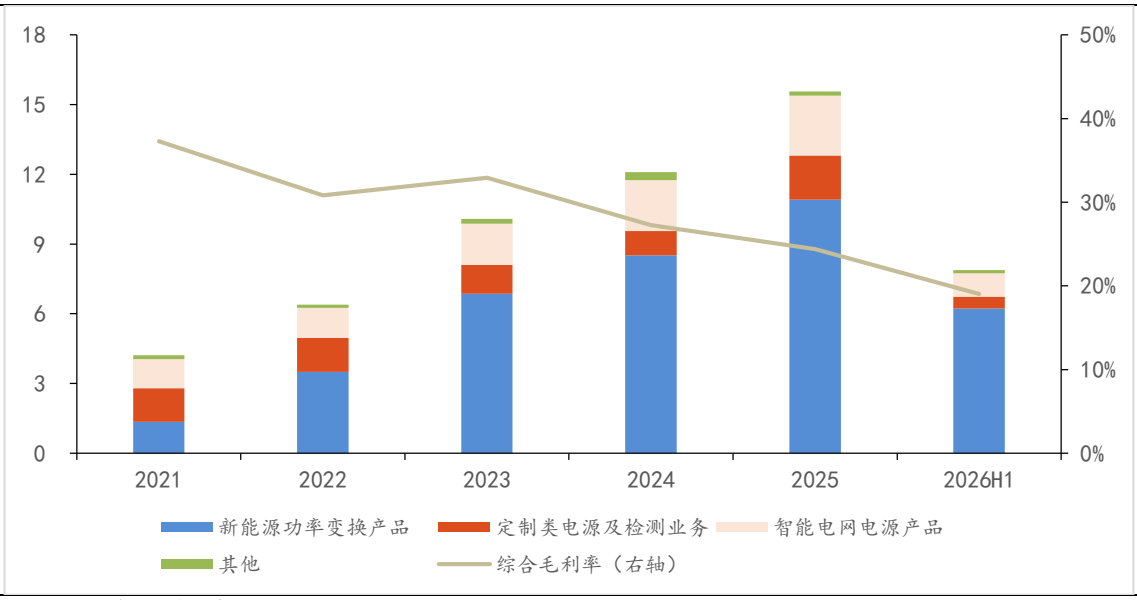


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所；注：营业收入为左轴，归母净利润为右轴，单位均为亿元。

仅供内部参考，请勿外传！

成长性的核心引擎仍是新能源功率变换产品。2026H1 该板块收入 6.23 亿元，占公司收入约 79.1%，同比增长 61.96%；智能电网与航空航天收入分别为 1.00 亿元和 0.51 亿元。电动重卡配套充电基础设施需求增长、一级能效产品及时推出与交付提速共同带动新能源收入放量。

图表 6：公司分业务收入及综合毛利率（亿元）

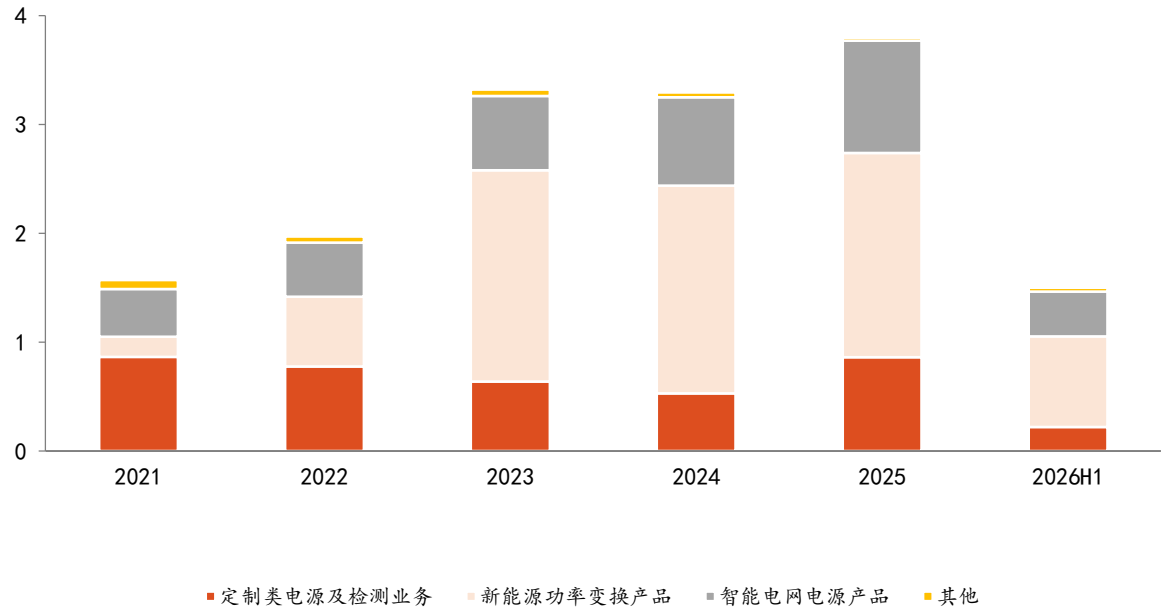


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。
注：2021—2023 年电网项为原电力行业口径，2024 年起采用重分类后的智能电网口径；其他合并原其他电源及其他业务

从分业务看，2026H1 新能源功率变换产品毛利率 13.36%，智能电网电源产品毛利率 41.09%，定制类电源及检测业务毛利率 43.44%，后两类业务维持较高毛利率。

仅供内部参考，请勿外传！

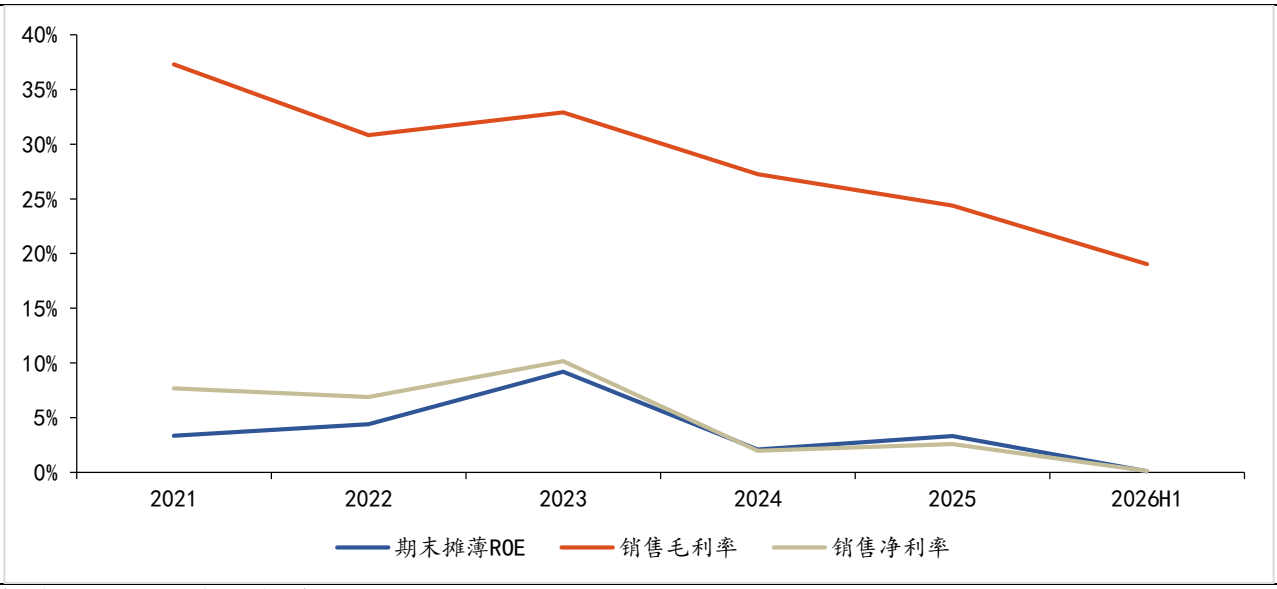
图表 7：公司分业务毛利构成（亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所；注：毛利按收入减成本计算，分类与图表 6 一致；2023 年成本采用 2024 年年报比较期口径。

盈利能力短期承压。2026H1 公司综合毛利率 19.03%、销售净利率 0.14%；按期末归母净资产计算的摊薄 ROE 为 0.09%（未年化）。新能源产品毛利率回落拖累当期盈利，期间费用率同比下降，对盈利形成一定支撑。我们预计，随公司新能源新增合同提价覆盖及业务结构优化，盈利修复可期。

图表 8：公司主要盈利能力指标

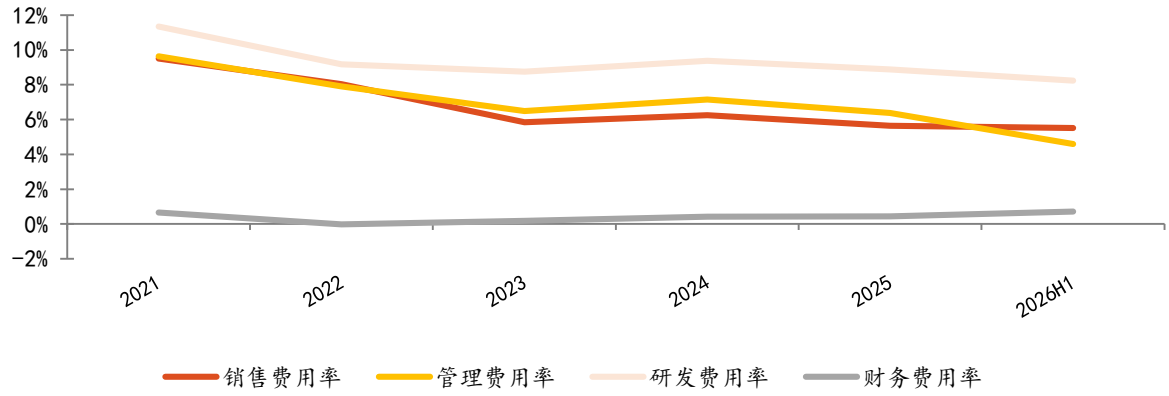


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

期间费用率同比下降，研发费用保持投入。2026H1 期间费用率约 19.07%，较 2025H1 的 24.68%下降 5.61 个百分点；销售、管理、研发和财务费用率分别为 5.52%、4.60%、8.23%和 0.72%，同比分别变动-0.36、-3.10、-2.46 和+0.32 个百分点。2026H1 研发费用 0.65 亿元，同比增长 3.48%。

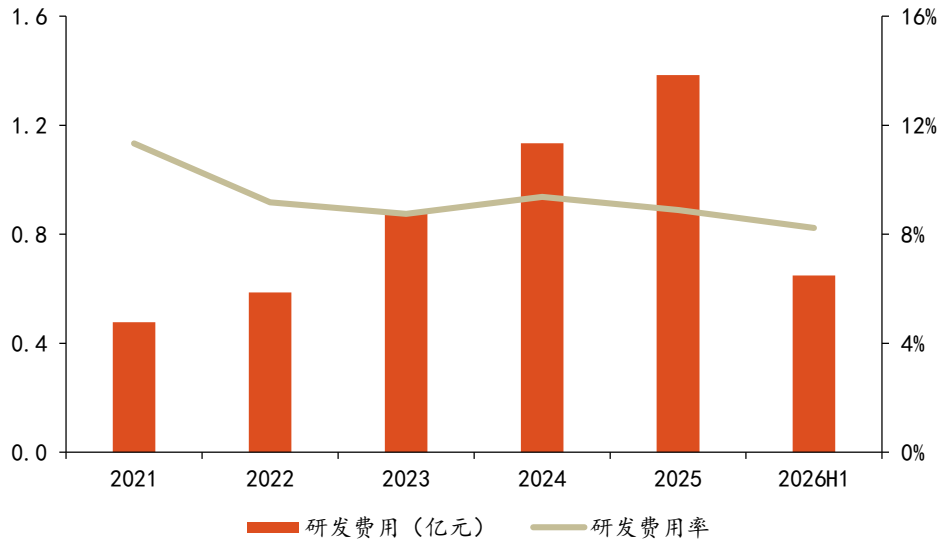
图表 9：公司期间费用率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

研发费用保持高位，技术平台持续迭代。2026H1 研发费用 0.65 亿元，研发费用率约 8.23%。公司充电模块产品已完成十代更迭，40kW、50kW、80kW 产品完成一级能效认证；长期研发积累为底层能力跨场景迁移提供支持。

图表 10：公司研发费用及研发费用率

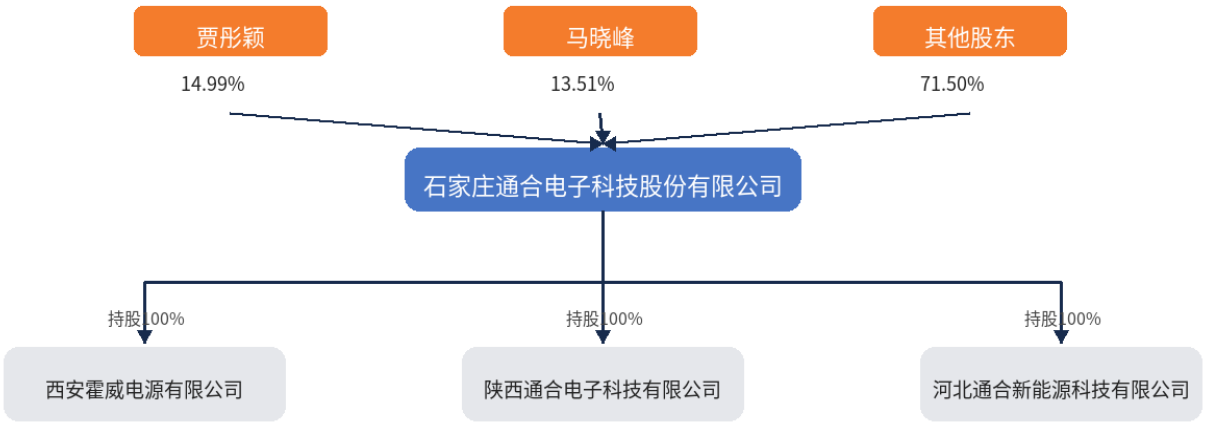


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

创始人技术出身、控制权稳定。截至 2026 年 6 月 30 日，贾彤颖和马晓峰分别持股 14.99%和 13.51%，合计持股 28.50%。两位实控人长期参与公司经营。贾彤颖曾任职于中科院兰州近代物理研究所；马晓峰 1998—2012 年历任通合有限生产部经理、总经理和执行董事，2012 年 8 月至 2021 年 8 月任公司董事长，2021 年 8 月至今任董事长、总经理。三大全资子公司中，霍威电源负责航空航天特种电源业务；陕西通合开展研发及生产业务；河北通合新能源聚焦新能源功率变换产品。

图表 11：公司股权结构：两位实控人持股 28.50%，三大全资子公司分工明确



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司持续实施股权激励，以经营目标绑定核心团队利益。2024 年激励计划以 2021—2023 年平均营业收入为基数，2025 年收入考核目标对应约 13.10 亿元，2025 年实际收入 15.57 亿元；预留部分若在 2024 年三季报披露后授予，其 2026 年收入考核目标对应约 15.17 亿元。2026 年新一期计划首次授予的 2026/2027 年收入考核目标分别为 17/20 亿元；若预留部分于 2026 年三季报披露后授予，则 2027/2028 年考核目标为 20/23 亿元。

仅供内部参考，请勿外传！

2.软开关技术筑根基，四重壁垒铸护城河

2.1.谐振全程软开关技术，二十年沉淀的平台内核

谐振电压控制型功率变换器是公司的核心技术资产。公司于 2004 年获得该技术的发明专利，通过双环控制提升谐振式功率变换器的动态响应和可靠性，推动全程软开关技术产业化，为多业务技术迁移奠定基础。

公司围绕谐振式功率变换主拓扑持续积累软开关控制能力。谐振软开关通过利用谐振过程改善开关器件动作时的电压、电流条件，有助于降低开关损耗。公司在谐振式主拓扑基础上引入双环控制，并披露率先实现谐振式功率变换主拓扑的全程软开关。长期研发与工程应用经验为效率、功率密度和可靠性优化提供支撑。

该技术是具有高度通用性的平台型技术，构成公司横向迁移的物理基础。2012 年，公司“高可靠高效率谐振式高频开关电源项目”获得国家发改委中央预算内资金扶持，进一步验证了该技术的行业领先性和战略价值。这一底层技术架构不是服务于单一产品的专用技术，而是同样适用于新能源领域、HVDC 电源模块、电力操作电源和航空航天特种电源的平台型技术。

2.2.技术、成本、可靠性与客户资质构筑四重壁垒

基于谐振式全程软开关技术内核，公司构建了四层递进的核心壁垒，形成难以被竞争对手快速复制的能力体系。这四层壁垒从技术领先、成本控制、可靠性工艺到客户资质层层递进，共同构成公司的护城河。

图表 12：公司四层核心壁垒体系

壁垒层级	核心内容	关键指标/证据
第一层 技术壁垒	高功率产品效率与可靠性持续优化	40kW/50kW/80kW 产品一级能效；80kW 加权效率>97%；60kW/80kW 液冷产品满足 IP67
第二层 成本壁垒	标准化设计与标准成本管理	标准化设计、模块化生产、多供应商采购及跨业务技术协同
第三层 可靠性工艺壁垒	车规级严苛环境考验	全系风冷充电模块采用双面灌胶工艺；60/80kW 浸没式液冷产品满足 IP67
第四层 客户与资质壁垒	国网标准+航空航天资质与可靠性要求	国网“六统一”相关技术积累；航空航天产品具备长期研发、验证与可靠性壁垒

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

产品能效升级与工程经验积累共同提升竞争能力。2026H1 公司 40kW、50kW、80kW 充电模块完成一级能效认证，80kW 产品加权效率超过 97%，并持续推进双面灌胶及液冷产品。长期积累的谐振控制、热管理与 EMC 相关 know-how 为产品迭代和跨场景应用提供支撑。

标准化设计与制造管理共同支撑成本控制。公司推进标准化设计和模块化生产，通过标准成本管理对产品材料及制造成本进行管控，并结合多供应商采购和不同业务间的技术协同提升经营效率。随着产品交付规模扩大，共性研发与制造资源有望得到更充分利用。

仅供内部参考，请勿外传！

严苛环境下的品质积淀并非一朝一夕可达。公司全系风冷充电模块采用双面灌胶工艺，全面密封核心元器件、提升产品稳定性；液冷产品方面，公司率先推出并量产 IP67 防护等级的 60/80kW 浸没式液冷充电模块，适配重卡、工程车辆恶劣作业场景。

国网体系与航空航天领域均具备较高进入壁垒。公司长期服务智能电网场景，具备国网“六统一”相关技术积累；航空航天产品强调高可靠、小型化和定制化，长期研发验证和质量体系形成客户粘性。

2.3.一核三线能力迁移，同源技术复用

共性功率变换技术支持跨场景应用，产品与客户积累支撑业务拓展。公司将充电模块领域积累的高压整流、功率变换及可靠性工艺应用于 HVDC 产品，同时通过收购霍威电源补充航空航天特种电源产品、资质与客户能力，逐步拓展技术应用边界。

图表 13：能力横向迁移，打开长期增长空间

领域	产品与技术进展	协同基础
新能源充电	40kW、50kW、80kW 产品完成一级能效认证；80kW 加权效率超过 97%	高压整流、功率变换与规模化制造
可靠性工艺	风冷充电模块采用双面灌胶；60kW、80kW 浸没式液冷产品达到 IP67	热管理及复杂环境可靠性设计
数据中心 HVDC	覆盖 240V、336V、±400V 和 800V 等规格；应用双面灌胶技术	模块化控制与整机集成
航空航天	霍威电源补充特种电源产品、资质与客户能力	定制研发、高可靠应用与客户服务

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

新能源领域能力向 HVDC 延伸，高压整流与功率变换技术形成协同。公司充电产品最高电压可达 1kV，HVDC 产品覆盖 240V、336V、±400V 和 800V 等规格，并将充电模块的双面灌胶技术应用于 HVDC 产品。航空航天特种电源强调高功率密度、小型化与高可靠性，霍威电源的产品、资质和客户积累进一步补充公司综合服务能力。

AI 数据中心供电架构升级，为 HVDC 产品应用打开空间。高功率机柜推动电源厂商向高压直流方案拓展，800V 方案正推进产业协同与部署准备。公司已形成多档 HVDC 模块及整机产品能力，截至 2026 年 3 月 12 日披露客户

仅供内部参考，请勿外传！

采购意向金额合计约 3.4 亿元，后续采购意向转化、交付验收及海外客户导入有望逐步带动业务增长。

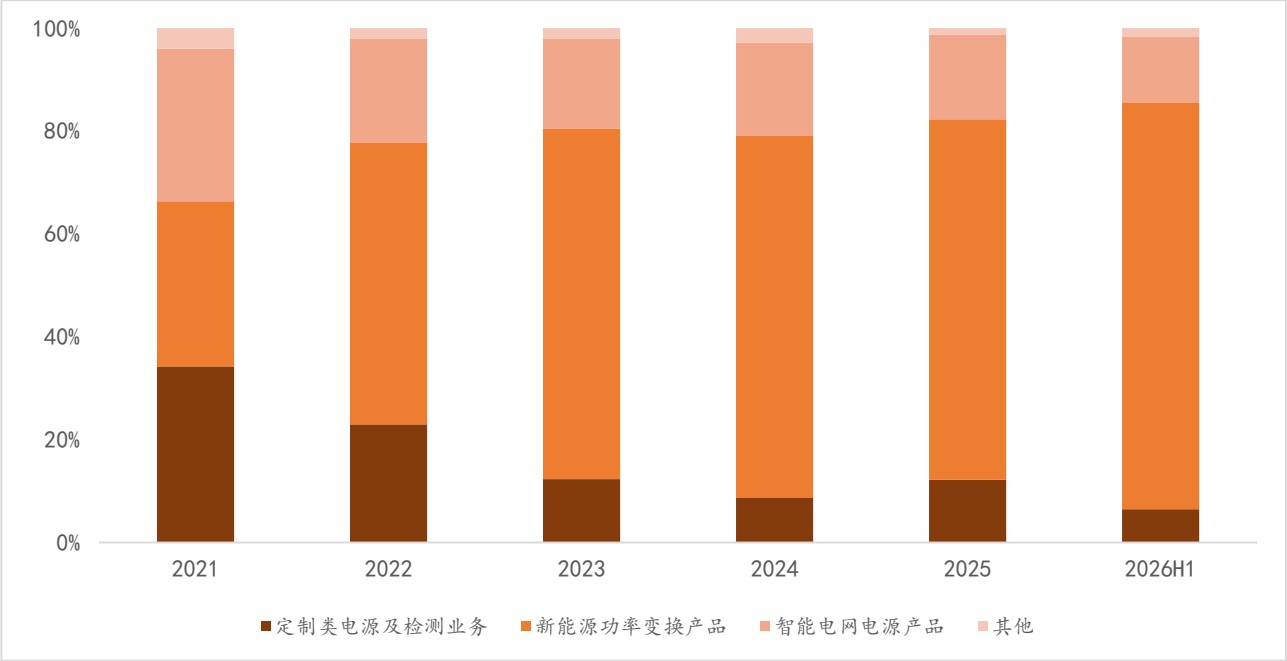
综上，公司核心壁垒是以谐振软开关技术为底层、以规模化制造与交付能力为中层、以多场景应用验证为顶层的复合能力体系。这一体系支持公司在综合性电源厂商定位下，持续将共性技术能力迁移至不同应用场景，推动新能源、智能电网、航空航天与 HVDC 等业务曲线协同发展。

仅供内部参考，请勿外传！

3.三线业务协同并进，HVDC 打开成长天花板

公司收入以新能源功率变换产品为主，智能电网与航空航天协同发展。2025 年新能源功率变换产品营收 10.91 亿元，占总收入 70.04%；智能电网电源产品营收 2.57 亿元，占比 16.53%；定制类电源营收 1.90 亿元，占比 12.20%；其他业务 0.19 亿元，占比 1.23%。2026H1 新能源、智能电网和航空航天收入分别为 6.23/1.00/0.51 亿元，占营业收入 79.11%/12.72%/6.45%。

图表 14：公司分业务收入占比

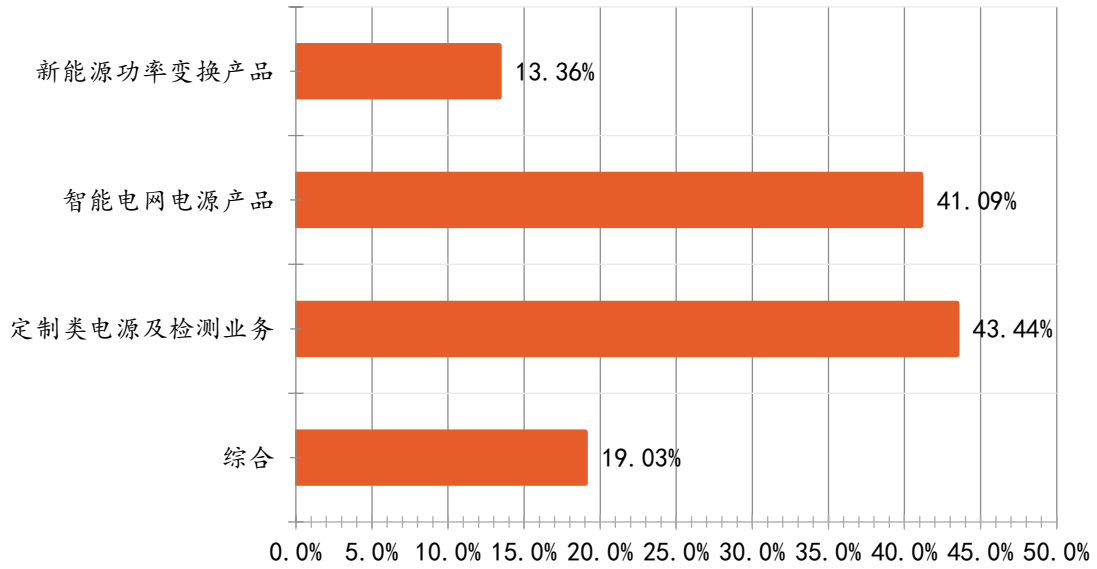


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所
注：收入分类口径与图表 6 一致，历史分类调整详见图表 6 注释。

智能电网与航空航天维持较高毛利率，新能源盈利有望随产品升级与新增合同提价逐步修复。2026H1 新能源、智能电网和航空航天毛利率分别为 13.36%、41.09%和 43.44%，智能电网与航空航天业务的较高毛利率为整体盈利提供支撑；随 HVDC 产品交付规模扩大，业务结构有望进一步优化。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 15：2026H1 公司分业务毛利率



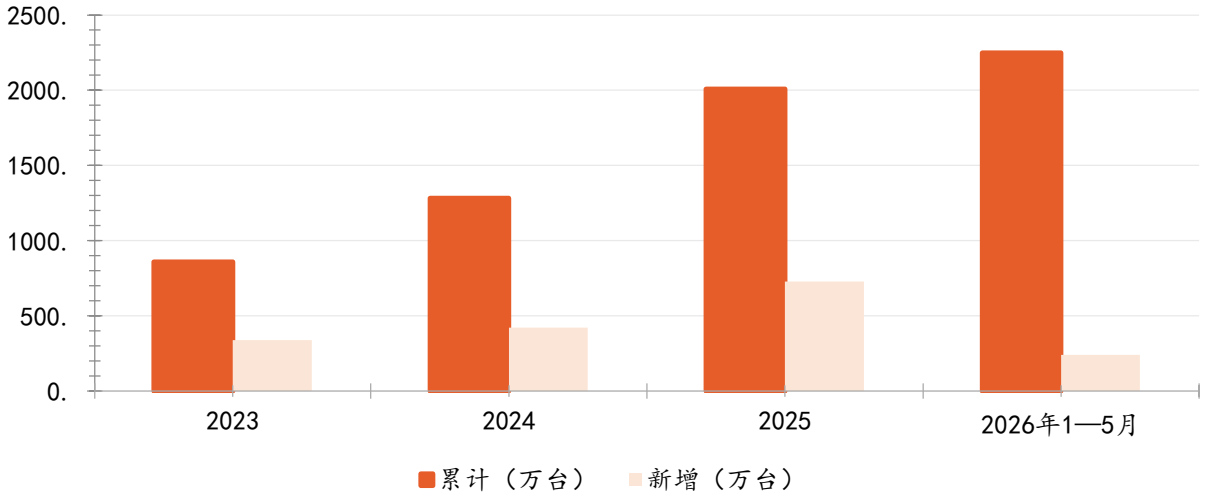
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.1.重卡带动充电需求增长，高功率产品带动收入放量

3.1.1.充电设施持续扩容，公司新能源收入高增

新能源汽车充电基础设施保持增长，为新能源领域提供需求基础。2025 年全国充电设施新增 727.4 万台、同比增长 72.3%；2026 年前五月累计保有量进一步增至约 2249.7 万台。2026H1 公司新能源收入同比增长 61.96%，主要受电动重卡配套充电基础设施需求增长、符合一级能效标准的高功率产品及时推出以及交付节奏加快共同驱动，我们看好公司在增量市场的份额提升进度。

图表 16：中国充电基础设施持续增长

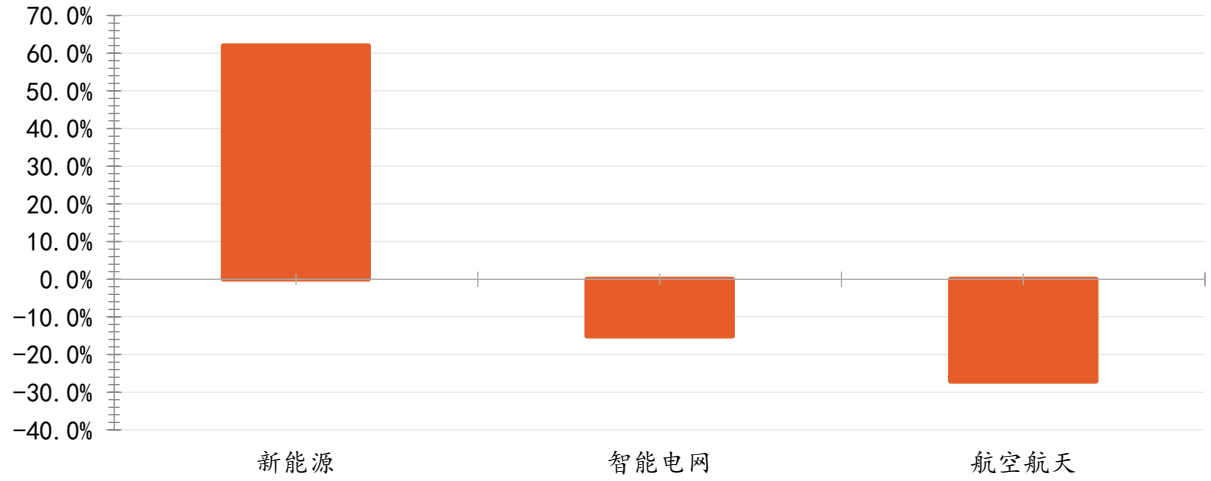


资料来源：中国充电联盟、公司公告，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

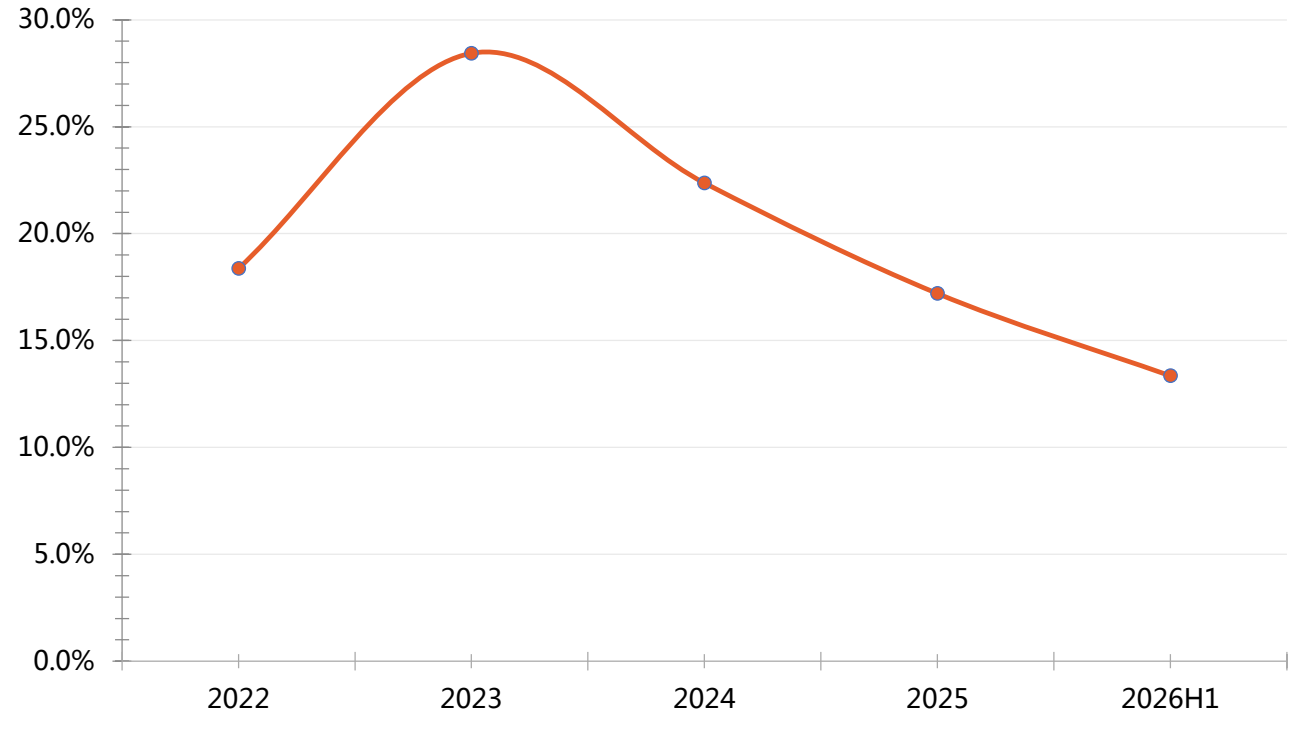
新能源业务毛利率随价格与成本变化波动，后续有望随新增合同提价逐步修复。2022—2025 年公司新能源业务毛利率分别为 18.37%、28.44%、22.38%和 17.21%，2026H1 为 13.36%。据 2026 年半年报，公司于 2026 年 7 月启动充电模块涨价，产品升级与采购、制造管理优化有望共同促进盈利修复。以 2025 年披露的销量口径测算，该业务综合销售均价约 1800.34 元/台套，单位营业成本约 1490.55 元/台套，对应毛利率约 17.21%。

图表 17：公司 2026H1 分业务收入增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 18：通合科技新能源业务毛利率（2022—2026H1）



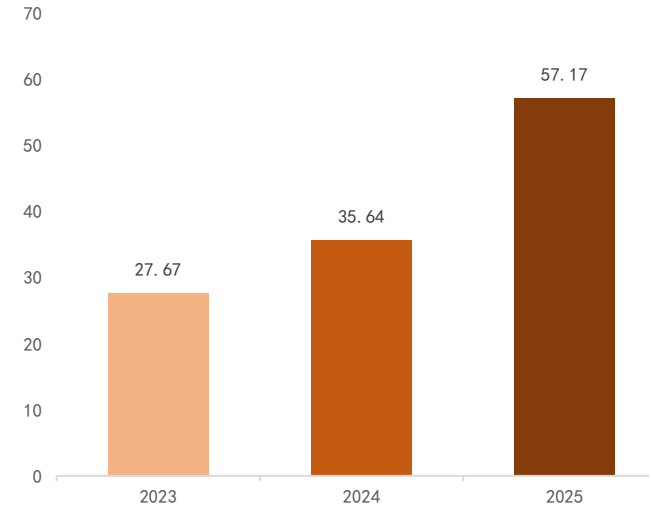
资料来源：公司公告、Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.2.公司十代产品持续迭代，实际产能支撑规模交付

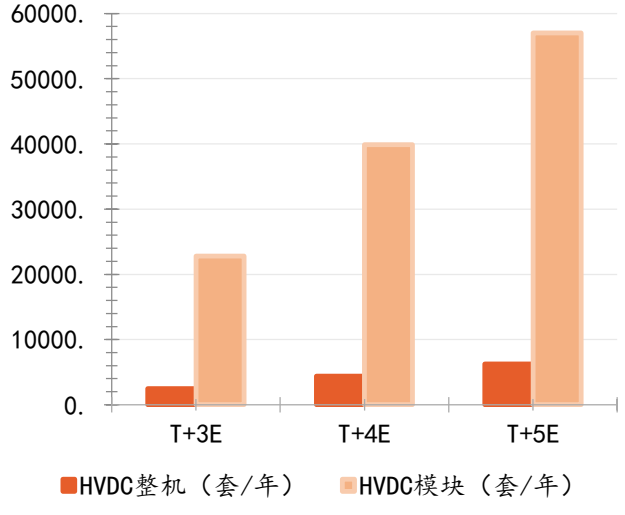
公司充电模块持续迭代，产能扩张支撑规模交付。2026H1 公司 40kW、50kW、80kW 产品完成一级能效认证，80kW 加权效率超过 97%；60kW、80kW 浸没式液冷产品达到 IP67 防护等级。2023—2025 年新能源功率变换产品产能分别为 27.67/35.64/57.17 万台（套），2025 年产量 62.80 万台（套）、产能利用率 109.84%。公司持续推进海外产品认证与区域市场拓展，海外业务中长期有望贡献增量。

图表 19：公司新能源功率变换产品产能



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 20：HVDC 募投项目产能释放测算（套）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。
注：T 为项目开始建设年，T+3E/T+4E/T+5E 分别按 40%/70%/100%达产率测算，并非已实现产量。

3.2.航空航天研发与产业化能力持续完善

3.2.1.霍威电源特种电源长期能力持续积累

航空航天特种电源项目完善研发与产业化能力。相关产业化项目及西安研发中心于 2023 年 11 月 30 日达到预定可使用状态，其中产业化项目可研测算年均收入约 2.99 亿元。2026H1 定制类电源及检测业务收入 0.51 亿元、毛利率 43.44%。

3.3.电网业务构筑基本盘，HVDC 第二曲线启动

3.3.1.二十年深耕国网体系，操作电源行业领先

仅供内部参考，请勿外传！

公司在智能电网电源领域拥有超过 20 年积累，是国网“六统一”标准相关技术参与者之一。2025 年智能电网电源收入 2.57 亿元、同比增长 17.3%，毛利率约 40%，增长动力主要来自国家电网投资规模持续扩大——“十五五”期间国网固定资产投资预计达 4 万亿元，智能电网电源作为电网基础设施的配套需求将长期受益。2026H1 收入 1.00 亿元、同比下降 15.13%，但毛利率维持 41.09%。国内传统电网与 HVDC 项目交付支撑智能电网业务基准增长，海外客户拓展有望提供中长期增量。

3.3.2.高功率机柜驱动 800V 供电架构升级

高压直流架构为高功率机柜供电提供新的系统方案。HVDC 方案将交流电整流为高压直流电，通过直流配电系统向下游设备供电。在相同传输功率下，提高电压可降低电流，减轻线缆与配电环节的电流负担。800V 方案进一步衔接机柜级与数据厅级架构，有助于减少部分转换环节、优化配电空间。

800V 方案按不同部署层级推进，产业协同与系统集成能力成为重点。NVIDIA 公开方案包含机柜级 Power Rack、集群级 Power Center 及数据厅级 DC Power Block 等路径。其中，Power Rack 规划于 2026 年第三季度进入生产，集群级方案预计最快于 2027 年第三季度部署。不同路径反映了交流与直流系统共存、存量设施改造及新建高密度数据中心的不同需求。

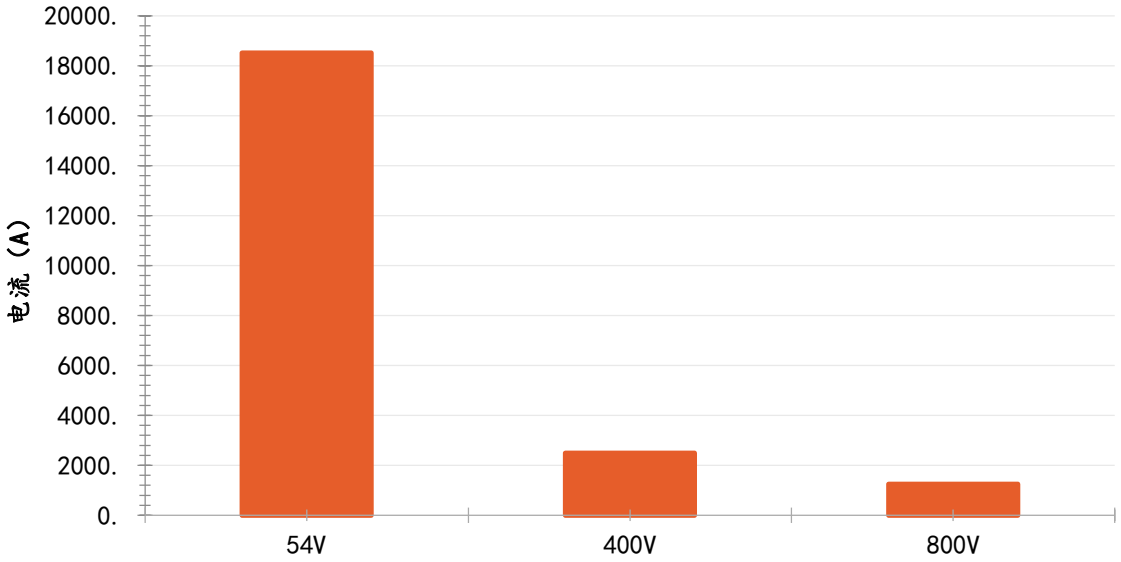
图表 21：800V 直流供电的主要部署路径

部署层级	主要方式	公开方案进展
机柜级 Power Rack	集中整流形成 800V 直流配电，匹配下游功率变换设备	规划 2026 年第三季度进入生产
集群级 Power Center	集中配置供电设备，向多个计算机柜分配直流电	预计最快 2027 年第三季度部署
数据厅级 DC Power Block	面向高密度数据厅集中供电，中压交流经降压与整流后形成 800V 直流	推进产业协同与系统设计

资料来源：NVIDIA 白皮书，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 22：同为 1MW 功率时不同母线电压对应的电流



资料来源：NVIDIA，东方财富证券研究所；

800V 供电方案推进产业协同，公司多档 HVDC 产品布局拓展应用空间。AI 训练与推理带动高功率机柜需求，供电系统对高压整流、功率变换、并联控制、热管理和可靠性提出更高要求。800V 方案通过提高母线电压降低传输电流，机柜级、集群级及数据厅级方案分别推进部署准备。公司将新能源与智能电网业务中积累的控制、制造及可靠性经验应用于 240V、336V、±400V 和 800V 等 HVDC 模块与整机，有望随客户导入和项目交付拓展收入来源。

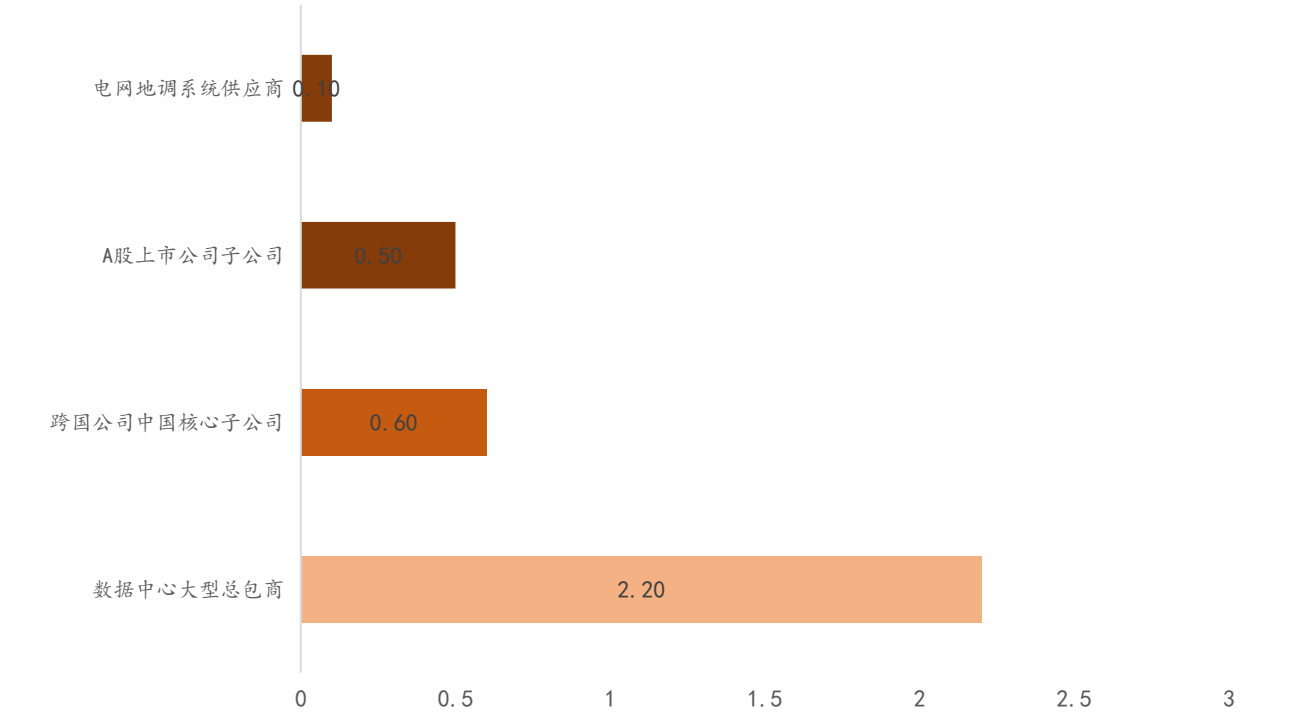
3.3.3.采购意向与产能布局支撑 HVDC 拓展

公司 HVDC 收入规模扩大，多档产品布局支撑客户拓展。HVDC 产品涵盖供电模块、监控系统及整机系统，电压规格包括 240V、336V、±400V 和 800V。2024 年全年 HVDC 收入 160.37 万元，2025 年前三季度收入 1996.98 万元；HVDC 模块毛利率由 2024 年的 39.87%升至 2025H1 的 42.05%。可转债募投项目整体测算毛利率为 31.86%，随产品交付扩大与项目产能释放，有望优化业务结构。

HVDC 客户采购意向金额合计约 3.4 亿元。截至 2026 年 3 月 12 日，公司披露数据中心大型总包商、大型跨国公司中国核心子公司、A 股上市公司子公司及电网地调系统供应商的采购意向金额分别为 2.2/0.6/0.5/0.1 亿元。采购意向尚需转化为正式合同，后续随合同签订、产品交付及验收推进，有望逐步形成收入贡献。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 23：HVDC 客户采购意向金额约 3.4 亿元



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

海外市场拓展稳步推进。公司持续参加海外行业展会并向全球客户展示 HVDC 方案，围绕欧美等市场推进客户导入与配套合作；随着产品认证、方案验证和客户合作持续深化，海外市场中长期有望成为新的增长来源。

可转债募投项目为 HVDC 规模化交付提供产能支持。公司此前利用原有产线少量生产 HVDC 产品；本次募投项目达产后规划整机 6240 套/年、模块 5.7 万套/年，项目测算整体毛利率 31.86%，实际盈利仍取决于产品结构、订单交付及成本变化。

图表 24：HVDC 第二增长曲线：国内交付筑基、海外拓展增量

短期　采购意向转化与交付	中期　募投产能释放	长期　海外客户拓展
截至 2026 年 3 月 12 日 客户采购意向约 3.4 亿元 随合同、交付及验收确认收入	项目规划整机 6240 套/年 模块 5.7 万套/年 项目测算毛利率 31.86%	推进海外客户导入与配套合作 随产品认证及方案验证深化 中长期有望贡献新增量

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.4. 三线业务深度协同，客户优质结构多元

仅供内部参考，请勿外传！

公司三大业务共享谐振软开关技术平台和功率变换核心 know-how。新能源充电模块的大规模量产经验可反哺 HVDC 和航空航天特种电源的成本与可靠性；智能电网客户经验有助于 HVDC 在数据中心与电力场景落地。

HVDC 当前以国内项目率先落地，客户类型包括数据中心总包商、跨国公司中国子公司与配电网设备供应商等。公司同步推进海外客户导入与市场拓展，中长期有望形成新增量。

仅供内部参考，请勿外传！

4. 盈利预测

4.1.收入稳增结构优化，利润弹性显著释放

新能源提价与 HVDC 放量有望带动盈利修复。我们预计 2026—2028 年营业收入分别为 21.37/30.73/39.00 亿元，归母净利润分别为 0.90/1.80/3.17 亿元，EPS 分别为 0.50/1.01/1.78 元。核心假设如下：

1） **新能源功率变换产品:2026H1 收入同比增长 61.96%。**预计 2026—2028 年销量 86.68/118.67/144.22 万台套，同比增长 43.08%/36.90%/21.53%，主要由电动重卡需求、海外客户拓展及高功率产品放量驱动；综合均价 1845.86/1938.15/1986.61 元/台套，同比增长 2.50%/5.00%/2.50%，反映新增合同提价及产品结构改善。对应收入 16.00/23.00/28.65 亿元；考虑提价逐步落地，毛利率假设 15.50%/18.00%/20.00%。

2） **智能电网（含 HVDC）：传统电力操作电源稳步增长，HVDC 项目交付贡献增量。**预计 2026—2028 年传统电力操作电源收入 2.38/2.74/3.15 亿元，同比增长 5.00%/15.00%/15.00%；HVDC 收入 1.00/2.00/3.00 亿元，国内项目交付与客户拓展推动收入增长。对应智能电网收入合计 3.38/4.74/6.15 亿元，毛利率预计 40.50%/41.50%/42.50%。

3） **航空航天：2026H1 收入 0.51 亿元。**考虑“十五五”规划逐步落实带动采购及验收节奏改善，叠加国产化需求与新项目拓展，预计 2026—2028 年销量 3.11/4.20/5.47 万台套，同比增长-5.26%/35.00%/30.00%；综合均价 5779.29/6659.48/7325.43 元/台套，同比增长 0.00%/15.23%/10.00%，高附加值定制项目占比提升有望改善均价。对应收入 1.80/2.80/4.00 亿元，毛利率 44.00%/45.00%/46.00%。

其他业务：预计 2026—2028 年收入均为 0.19 亿元，与 2025 年持平。其他业务收入贡献较小，毛利率假设均为 20.00%。

图表 25：通合科技 2026—2028 年分业务盈利预测

业务板块	2025A	2026E	2027E	2028E
新能源功率变换产品				
收入（亿元）	10.91	16.00	23.00	28.65
增速	—	+46.66%	+43.75%	+24.57%
毛利率	17.21%	15.50%	18.00%	20.00%
智能电网（含 HVDC）				
收入（亿元）	2.57	3.38	4.74	6.15
增速	—	+31.65%	+40.12%	+29.76%
毛利率	40.03%	40.50%	41.50%	42.50%
航空航天				
收入（亿元）	1.90	1.80	2.80	4.00
增速	—	-5.26%	+55.56%	+43.00%
毛利率	45.40%	44.00%	45.00%	46.00%
其他业务				
收入（亿元）	0.19	0.19	0.19	0.19
增速	—	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	14.97%	20.00%	20.00%	20.00%
合计				
总收入（亿元）	**15.57**	**21.37**	**30.73**	**39.00**

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

4.2.投资建议

公司是国内领先的综合性电源厂商，长期布局新能源、智能电网、航空航天三大业务，HVDC 进一步拓展数据中心应用曲线。我们预计 2026—2028 年营收分别为 21.37/30.73/39.00 亿元，同比增长 37.26%/43.78%/26.90%；归母净利润分别为 0.90/1.80/3.17 亿元，同比增长 123.42%/100.34%/76.15%；EPS 分别为 0.50/1.01/1.78 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

5.风险提示

充电需求与行业竞争风险：2025 年新能源功率变换业务占公司收入 70.04%，若充电设施建设需求低于预期，或行业价格竞争加剧，将影响收入增长及毛利率修复。

HVDC 意向转化与海外拓展不及预期风险：截至 2026 年 3 月 12 日，公司披露 HVDC 客户采购意向金额合计约 3.4 亿元，采购意向转化为正式合同及后续交付验收存在不确定性。若数据中心客户导入或海外拓展进度不及预期，将影响 HVDC 业务收入及盈利贡献。

航空航天毛利率下滑与长账期回款风险：军工业务毛利率高达 45.4%，若订单价格调整或竞争加剧导致毛利率下滑将影响利润贡献；军工客户账期普遍较长，回款延迟可能影响现金流。

商誉减值风险：2019 年并购霍威电源形成商誉，2023 年、2024 年分别计提商誉减值 1249.57 万元、1551.71 万元，截至 2024 年末累计计提 3704.55 万元。若霍威电源未来经营不达预期，可能再次触发商誉减值并影响当期利润。

应收账款增长风险：2025 年应收账款 9.52 亿元、占营收比约 61%，若下游客户回款延迟可能面临坏账风险和现金流压力。

产能建设不及预期风险：可转债 HVDC 募投项目达产后规划整机 6240 套/年、模块 5.7 万套/年，若项目建设、设备调试或产能释放进度不及预期，可能影响产品交付及收入增长。

仅供内部参考，请勿外传！

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1849.52**	**2683.19**	**3676.58**	**4435.23**
货币资金	291.42	470.61	603.13	608.91
应收及预付	1143.90	1600.32	2258.40	2840.54
存货	328.25	493.74	648.78	780.15
其他流动资产	85.95	118.52	166.27	205.63
非流动资产	**690.78**	**880.40**	**1141.10**	**1161.42**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	369.64	543.14	775.89	854.85
在建工程	67.04	85.21	114.66	57.50
无形资产	71.32	71.04	70.15	68.67
其他长期资产	182.77	181.01	180.40	180.40
资产总计	**2540.30**	**3563.59**	**4817.68**	**5596.65**
流动负债	**1216.61**	**1626.95**	**2348.76**	**2807.04**
短期借款	152.50	202.50	452.50	502.50
应付及预收	801.26	1159.58	1600.96	1979.95
其他流动负债	262.85	264.88	295.31	324.59
非流动负债	**118.19**	**688.84**	**1104.30**	**1219.20**
长期借款	83.63	133.63	533.63	633.63
应付债券	0.00	522.13	537.59	552.50
其他非流动负债	34.56	33.07	33.07	33.07
负债合计	**1334.80**	**2315.79**	**3453.06**	**4026.24**
实收资本	175.67	177.67	177.67	177.67
资本公积	654.12	654.12	654.12	654.12
留存收益	375.70	434.01	550.84	756.62
归属母公司股东权益	1205.50	1247.80	1364.63	1570.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	**2540.30**	**3563.59**	**4817.68**	**5596.65**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1557.16**	**2137.38**	**3073.08**	**3899.66**
营业成本	1177.34	1669.35	2332.53	2877.20
税金及附加	10.14	10.69	15.37	20.48
销售费用	87.77	111.14	159.80	194.98
管理费用	99.30	85.50	122.92	155.99
研发费用	138.38	160.30	230.48	272.98
财务费用	6.89	21.99	38.53	50.89
资产减值损失	-17.45	-18.38	-26.43	-33.54
公允价值变动收益	0.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.71	0.48	0.81	1.10
资产处置收益	-0.30	-0.28	-0.45	-0.58
其他收益	26.28	35.27	52.28	65.59
营业利润	**31.31**	**79.99**	**171.96**	**324.58**
营业外收入	0.21	0.30	0.32	0.30
营业外支出	0.43	0.22	0.25	0.27
利润总额	**31.09**	**80.07**	**172.03**	**324.60**
所得税	-9.06	-9.64	-7.70	8.01
净利润	**40.15**	**89.71**	**179.73**	**316.60**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**40.15**	**89.71**	**179.73**	**316.60**

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**73.66**	**-109.83**	**-91.46**	**112.13**
净利润	40.15	89.71	179.73	316.60
折旧摊销	40.08	61.12	81.30	91.19
营运资金变动	-37.67	-312.94	-443.20	-413.28
其它	31.10	52.28	90.71	117.63
投资活动现金流	**-84.03**	**-251.38**	**-341.57**	**-110.95**
资本支出	-85.21	-250.19	-340.38	-110.55
投资变动	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.18	-1.18	-1.19	-0.40
筹资活动现金流	**48.69**	**540.39**	**565.55**	**4.60**
银行借款	27.88	100.00	650.00	150.00
债券融资	0.00	522.13	15.46	14.91
股权融资	10.82	2.00	0.00	0.00
其他	10.00	-83.74	-99.91	-160.31
现金净增加额	**38.31**	**179.18**	**132.52**	**5.78**
期初现金余额	**219.68**	**257.99**	**437.18**	**569.69**
期末现金余额	**257.99**	**437.18**	**569.69**	**575.48**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力（%）				
营业收入增长	28.78%	37.26%	43.78%	26.90%
营业利润增长	73.16%	155.44%	114.98%	88.75%
归属母公司净利润增长	67.72%	123.42%	100.34%	76.15%
获利能力（%）				
毛利率	24.39%	21.90%	24.10%	26.22%
净利率	2.58%	4.20%	5.85%	8.12%
ROE	3.33%	7.19%	13.17%	20.16%
ROIC	3.27%	5.35%	7.53%	11.13%
偿债能力				
资产负债率（%）	52.55%	64.98%	71.67%	71.94%
净负债比率	-	33.64%	69.82%	70.80%
流动比率	1.52	1.65	1.57	1.58
速动比率	1.22	1.32	1.26	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.70	0.73	0.75
应收账款周转率	1.85	1.90	1.96	1.88
存货周转率	3.97	4.06	4.08	4.03
每股指标（元）				
每股收益	0.23	0.50	1.01	1.78
每股经营现金流	0.42	-0.62	-0.51	0.63
每股净资产	6.86	7.02	7.68	8.84
估值比率				
P/E	109.26	69.63	34.76	19.73
P/B	3.66	5.01	4.58	3.98

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 注：数据截至 9 月 30 日

仅供内部参考，请勿外传！

分析师申明

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，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。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。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。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。