

干变龙头企业，加速布局 AI 及海外新市场

—— 金盘科技首次覆盖报告

2025 年 3 月 28 日

- **电力设备稳盘，AI 数字化打造新动能。**公司是全球电力设备供应商，变压器系列、成套系列、储能系列等产品为公司筑牢基本盘，AI 数智化领域实现业务的内生外延，持续对外输出数字化整体解决方案业务，积极进军工业机器人领域，打造新动能。公司发展稳健，营业收入从 2020 年 24.2 亿元增长到 2024Q1-3 的 47.99 亿元，归母净利润从 2020 年 2.32 亿元增长到 2024Q1-3 的 4.04 亿元，主要得益于公司拓宽产品领域，拓展新客户、新市场。
- **干变市占率领先，数据中心订单激增。**公司干式变压器收入占总营收约 60%，2019-2021 年国内市占率分别为 7.84%、9.43%、11.68%。按下游行业结构来看，2023 年公司新能源下游收入占比 56%，其中光伏（51%）、风电（30%）；非新能源领域中，收入占比 43%，其中工业企业电气配套（42%）、基础设施（19%）。2024 年来非新能源领域增量贡献大。24H1 国内重要基础设施、发电及供电、新基建领域的销售收入分别同比增长 104.7%、67.4%和 83.4%。受益 AI 算力需求旺盛，IDC 变压器订单暴增，2024Q1-3 公司国内数据中心订单量同比增长了 102%。我们认为公司移相整流变压器适配巴拿马电源，叠加配电开关打造智算中心 AIDC 强电侧产品全覆盖，未来有望持续受益于 AI 高速发展。
- **产能布局全球化，海外市场打开成长空间。**2024Q1-3 公司海外业务实现收入 13.66 亿元，占总营收的 29%，较 2023 年海外收入占比 18%大幅提升。24H1 外销订单为 28.48 亿元，同比增长 180%。公司目前已扩大公司在墨西哥的产能，并在墨西哥及美国做好全线产品产能扩产准备，欧洲已完成波兰工厂和欧洲销售及售后服务总部的布局。我们认为公司全球化生产战略，或有望缓解关税变化风险，海外收入有望持续兑现高增长。
- **储能收入高增，产品全面性能优越。**24H1 公司储能系列产品实现收入 2.84 亿元，达到 23 年全年收入近 7 成，毛利率达 12.08%。公司掌握除电芯外的高中低压储能变流器（PCS）、能量管理系统（EMS）、电池管理系统（BMS）等关键部件核心技术，成本较同行降低约 3%。目前，公司储能产品现有产能包括桂林基地的 1.2GWh 和武汉基地的 2.7GWh，具备 6-35kV 的储能能力，并在 2022 年 7 月发布了全球首例 35kV 高压级联大容量产品。
- **AI 赋能数智化生产，内生外延打造新成长曲线。**公司积极布局 AI 数智化生产，建成 7 座数字化标杆工厂，将 AI 技术与数字化制造平台深度融合，贯穿研发、生产、销售、运营等全过程。2024H1 数字化整体解决方案业务订单总金额达 4.76 亿元（不含税），涵盖新能源输配电、物流仓储等行业。此外，公司数据资产化进程，数据资产评估价值超 3 亿元。
- **进军工业机器人，开启智能制造新征程。**公司形成“海南研发+武汉制造”的双核架构布局机器人。依托集团在数字化工厂建设的技术积累，聚焦智能工业机器人，开发“软硬一体化”解决方案，已与客户签订业务合作协议。
- **投资建议：**公司作为干式变压器龙头，产能布局全球化，国内海口、武汉、桂林、上海等以及在美国、墨西哥均有产能，海外市场打开成长空间，以智算中

金盘科技（688676.SH）

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

黄林

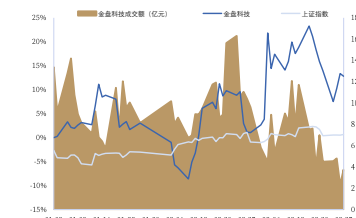
☎：010-8092-7627

✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

相对上证指数表现图

2025-3-28



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

心 AIDC 为代表的新基建板块营收增速亮眼，储能逐步兑现业绩，且积极布局 AI 数智化生产及机器人，有望贡献新动能。我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别达 5.95/8.87/11.67 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.94/2.55 元。给予“推荐”评级。

- **风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；市场需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；地缘政治的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6667.58	7049.15	9040.23	11601.36
收入增长率（%）	40.50	5.72	28.25	28.33
归母净利润（百万元）	504.66	594.77	887.13	1166.57
利润增速（%）	78.15	17.86	49.16	31.50
毛利率（%）	22.81	23.19	23.71	24.15
EPS（元）	1.10	1.30	1.94	2.55
PE	39.38	33.42	22.40	17.04

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录
Catalog

一、干变龙头，发展稳健4

 (一) 电力设备筑稳基本盘，AI 数字化打造新动能..... 4

 (二) 营收稳定，盈利能力持续优化 5

二、干变全球市占率领先，多元布局打造新增长7

 (一) 干变市占率领先，数据中心订单激增 7

 (二) 全球化布局，海外市场打开成长空间 9

 (三) 储能产品性能优越，产销两端发展迅速..... 9

 (四) AI 赋能数智化生产，内生外延打造新成长曲线 10

 (五) 进军工业机器人，开启智能制造新征程..... 11

三、盈利预测与估值分析13

 (一) 盈利预测 13

 (二) 相对估值 13

四、风险提示15

一、干变龙头，发展稳健

（一）电力设备筑稳基本盘，AI 数字化打造新动能

电力设备产品覆盖全面，“AI 大脑+未来工厂”打造新动能。公司是全球电力设备供应商，产品体系丰富完善，其中变压器系列、成套系列、储能系列等产品为公司筑牢基本盘，人工智能数字化领域实现业务的内生外延，公司各大基地数字化工厂的竣工投产、实现了从产品设计、生产、交付到售后的全面数字化制造模式变革，持续对外输出整套的数字化整体解决方案业务，打造新动能。

图1：金盘科技产品覆盖示意图



资料来源：金盘科技官网，中国银河证券研究院

深耕行业 20 年，发展稳健。1997 年前身“海南金盘特种变压器厂”成立。次年，公司股票在美国证券交易所上市。2017 年，公司完成股份制改革，更名为“海南金盘智能科技股份有限公司”。2021 年，公司科创板上市；并入选四部委“智能制造试点示范工厂”。2022 年，桂林基地数字化工厂竣工投产；直挂 35kV 高压大容量储能装备投产上市。

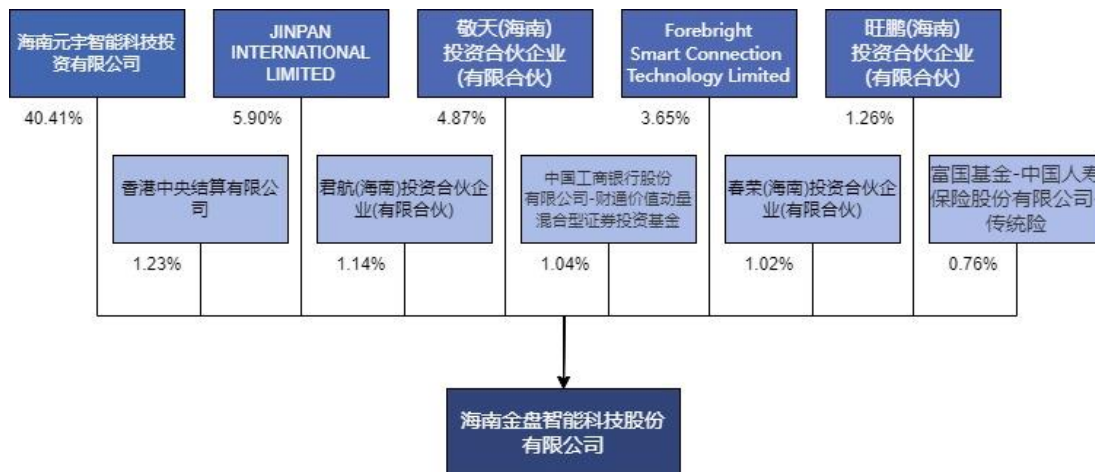
图2：金盘科技发展历程



资料来源：金盘科技官网，中国银河证券研究院

股权结构较为集中。截至 2024 年三季度，公司实际控制人及第一大股东为公司创始人及董事长李志远先生，通过持有海南元宇智能科技投资有限公司 99% 的股权，持有公司 40.41% 的股份。YUQING JING 女士通过金盘国际持有公司 5.9% 的股权，与李志远（二人为夫妻关系）合计持股达 46.31%。此外，一致行动人靖宇梁、李晨煜通过敬天投资和元宇投资间接持有 5.31% 股份。

图3：金盘科技股权结构（2024 年三季度）

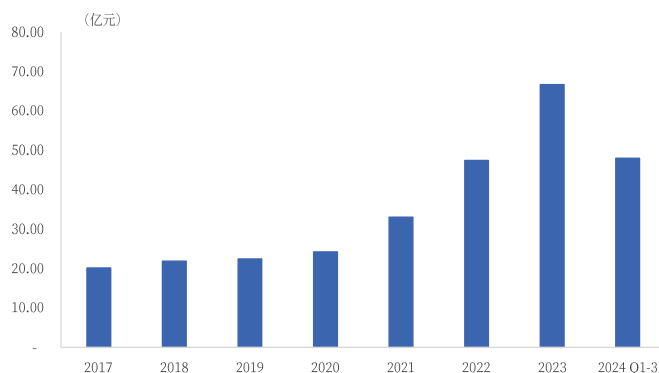


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）营收稳定，盈利能力持续优化

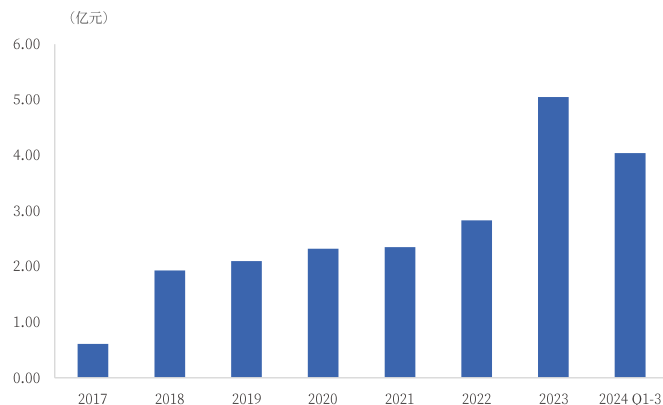
营收盈利增长稳健。公司发展稳健，营业收入从 2020 年 24.2 亿元增长到 2024Q1-3 的 47.99 亿元，归母净利润从 2020 年 2.32 亿元增长到 2024Q1-3 的 4.04 亿元，主要得益于公司拓宽产品领域，拓展新客户、新市场。按产品结构来看，公司收入以输变电设备为主，2022 年、2023 年，干式变压器收入分别占总收入的 68.87%、61.38%；储能及数字化解决方案收入加速兑现。按下游行业结构来看，2023 年公司新能源下游收入占比 56%，其中光伏（51%）、风电（30%）；非新能源领域中，收入占比 43%，其中工业企业电气配套（42%）、基础设施（19%）。受光伏、风电等下游需求阶段性疲软和行业竞争加剧影响，公司 241 国内新能源收入同比下降 19.29%，但新基建业务增长支撑国内营收稳中向好。24H1 国内重要基础设施、发电及供电、新基建领域的销售收入分别同比增长 104.7%、67.4%和 83.4%，最后内销总收入同比下降 10.02%。

图4：2017-2024Q1-3 公司营收情况



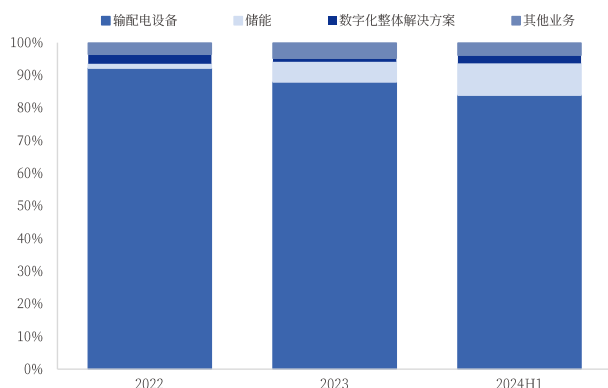
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图5：2017-2024Q1-3 公司归母净利润情况



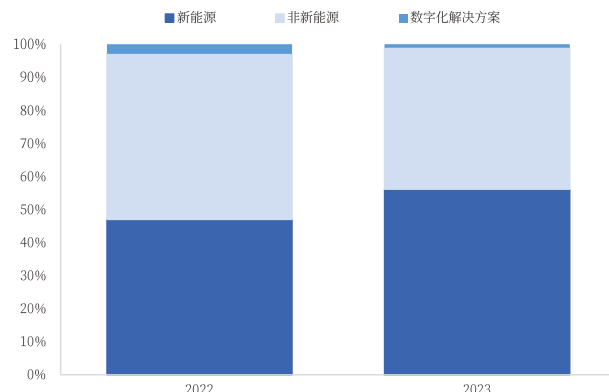
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图6：公司营业收入构成情况（按产品）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

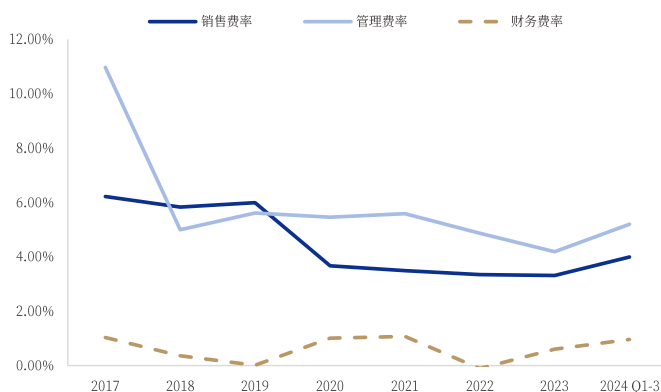
图7：公司营业收入构成情况（按下游客户）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

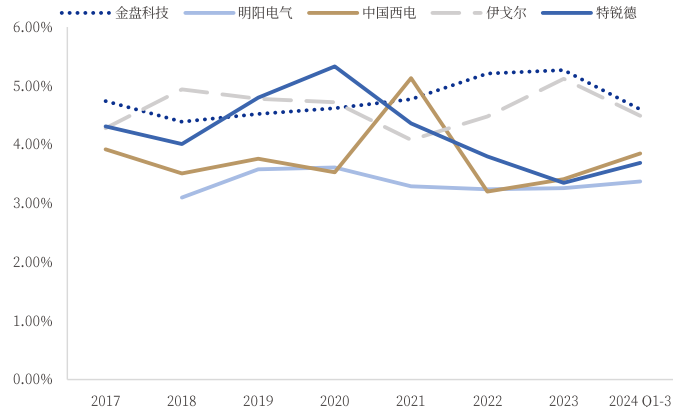
期间费用率稳定，研发投入持续增长。公司期间费用率整体保持在 12% 左右，2022 年来销售、管理费用率提升主要系为开拓海外市场，新增海外销售力量费用所致。研发费用率保持稳定，研发投入递增。公司研发费用率基本维持在 5% 左右，居于行业中上游水平。得益于公司营收不断增长，研发投入逐年递增。

图8：公司历史三项费用率的变化



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

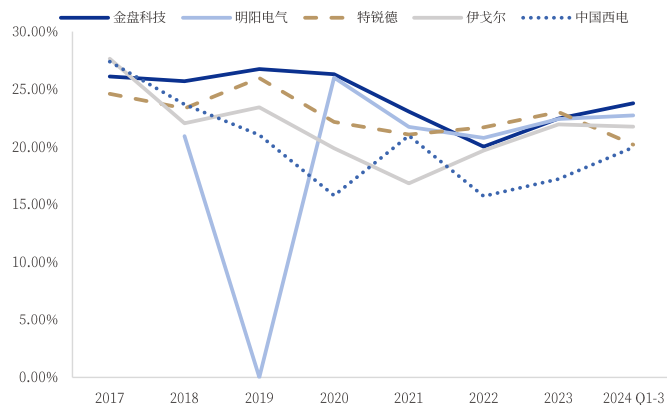
图9：公司研发费用率与同行业上市公司对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

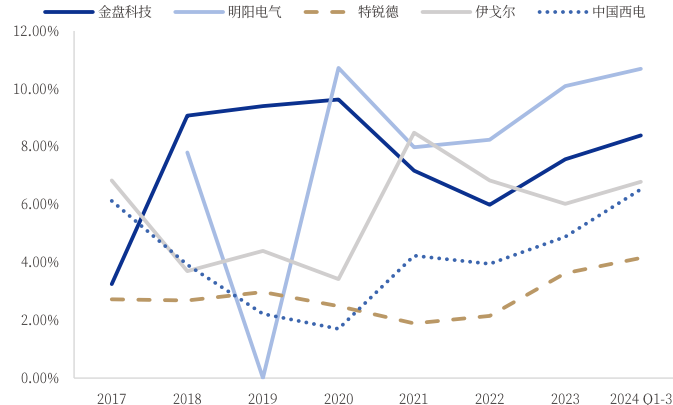
盈利能力改善，且居于行业较高水平。2024Q1-3 公司毛利率 24.21%，同比+2.05pcts；净利率 8.34%，同比+1.38pcts。公司毛利率受原材料成本影响较大，2021-2022 年上游原材料价格上升，毛利率短期承压。随着原材料价格下降叠加公司数字化制造能力提升，优质订单比例增加，以及持续加大应收账款和存货管理毛利率和净利率稳步提升。公司毛利率处于行业较高水平，主要系公司主要产品为干式变压器系列产品，其毛利率高于其他产品，且公司干式变压器产品中应用于新能源、 高端装备、 节能环保等中高端市场。

图10: 公司销售毛利率与同行业上市公司对比



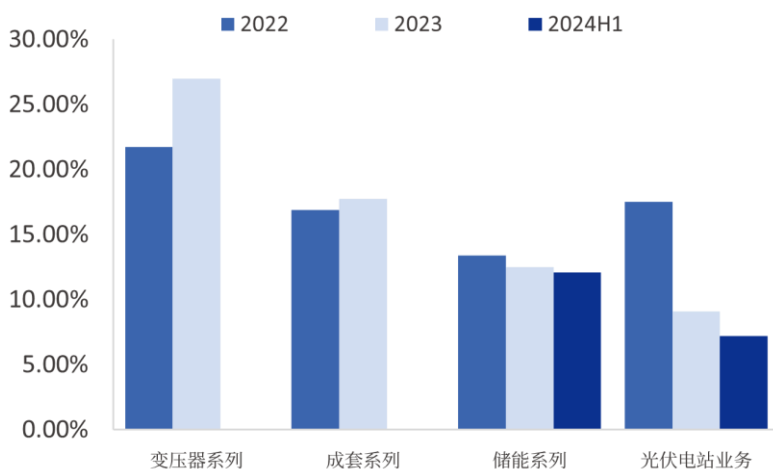
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 公司销售净利率与同行业上市公司对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12: 公司各产品线毛利率情况



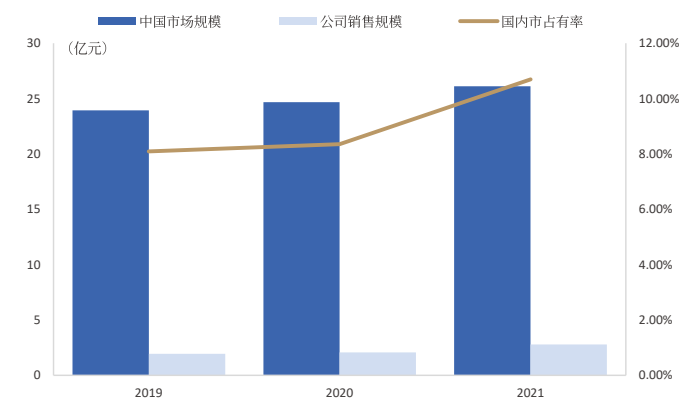
资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

二、干变全球市占率领先，多元布局打造新增长

(一) 干变市占率领先，数据中心订单激增

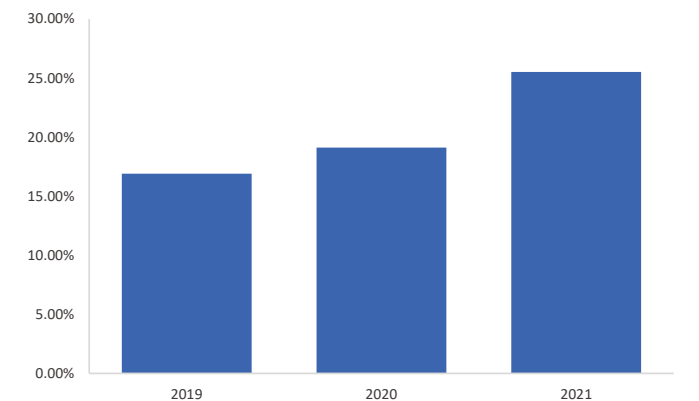
市占率领先，主要面向中高端市场。公司是干式变压器龙头，为风能、轨道交通、高效节能等领域中高端市场客户定制化开发的特种干式变压器产品。根据前瞻产业研究院数据，公司干式变压器系列产品 2019-2021 年市占率分别为 7.84%、9.43%、11.68%，市占率持续提升。截止 24H1，公司的干式变压器产品已成功应用于国内累计 137 个风电场项目、217 个光伏电站项目以及 44 个城市的 170 个轨道交通项目。

图13: 2019-2021 年公司干式变压器市占率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图14: 2019-2021 年公司风式干式变压器市占率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

风电干式变压器全球领先。公司是国内外少数可为风能领域生产风电干式变压器的企业之一，客户覆盖维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒等。根据公司公告，2019-2021 年公司风电干式变压器全球市占率分别为 16.90%、19.10%、25.50%。全球风机行业集中度较高，随着全球风电装机持续较快增长，预计公司风式变压器系列市占率将会进一步提升。

受益 AI 算力需求旺盛，IDC 变压器订单暴增。由 ChatGPT 引爆的各类 AI+应用落地对算力提出要求，AIDC 智算中心建设有望加速。高效节能变压器是 IDC 用电系统的重要设备，公司高效节能变压器系列产品凭借优于国家能效要求、低损耗，过载能力强，高可靠性，满足长期负载要求等优势，已广泛应用于百度、华为、阿里巴巴、中国移动、中国电信、中国联通等百余个 IDC 项目。根据公司调研问答，2024Q1-3，公司国内数据中心订单量同比增长了 102%，我们认为公司有望持续受益于国内互联网厂商加大 IDC 基建投资。

移相整流变压器适配巴拿马电源，叠加配电开关打造 AIDC 强电侧产品全覆盖。巴拿马电源是 2018 年由阿里巴巴与台达合作推出的数据中心供电架构，而后主要在互联网企业的数据中心推广。相比传统数据中心的供电方案，巴拿马电源占地面积减少 50%，其设备和工程施工量可节省 40%，其功率模块的效率高达 98.5%。巴拿马电源由 10kV 中压柜（可选），移相变压器柜，整流输出柜，交流分配柜组成。公司是国内主要中高压变频器厂商的移相整流变压器的主要供应商之一，公司移相整流变压器可与中、高压变频器及变频调速器等成套柜体配套，支持巴拿马电源实现高压直流。未来公司有望凭借移相整流变压器+配电开关多种产品，为 AIDC 客户解决供电系统的高效转换与稳定性问题。截至 2022 年底，江苏省数据中心传统 UPS 系统电源的应用占比最大约 54%，分布式电源、HVDC、巴拿马电源和一体化电力模块应用比例分别为 22%、12%、6% 和 6%。我国阿里云、华为云、腾讯云、中国电信等数据中心已经成功运用巴拿马电源，但巴拿马渗透率仍不足 10%，未来巴拿马电源有望不断提高渗透率，公司有望随之受益。

图15: 巴拿马电源原理图

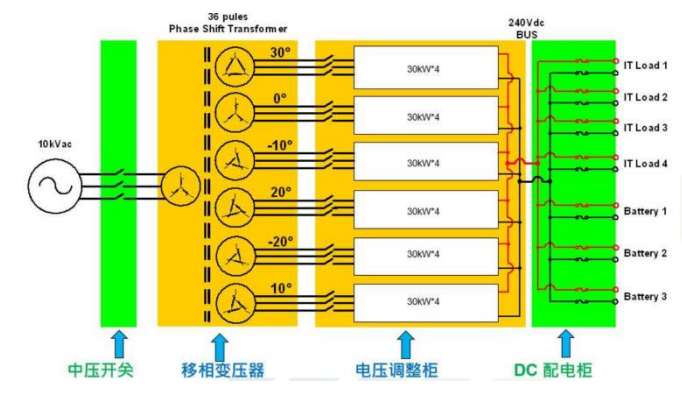
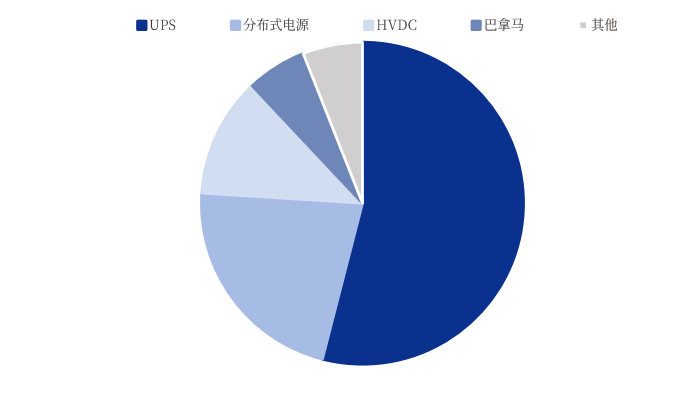


图16: 江苏省数据中心电源分布占比



资料来源：《巴拿马供电技术白皮书》ODCC，中国银河证券研究院

资料来源：《巴拿马电源在数据中心的应用分析与建议》程雷，中国银河证券研究院

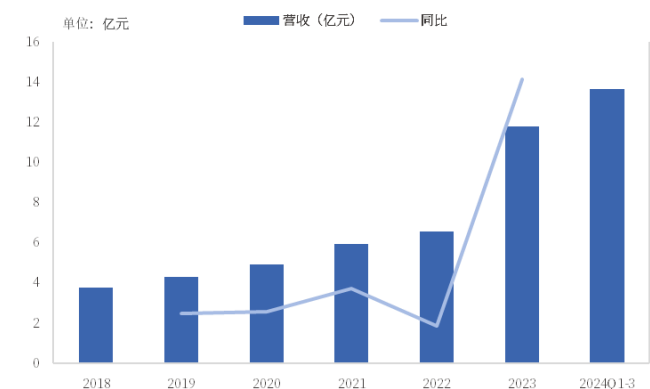
液冷及高效节能变压器硕果累累，巩固技术优势。公司始终将技术创新视作企业发展的核心动力，目前已形成了产品研发与制造技术创新的双轮驱动。截止 2024 年，公司成功研发出 18.XMW 海上风电漂浮式机舱内置干式变压器，是目前世界上应用于漂浮式海上风力发电机组机舱内部电压等级最高、容量最大的干式变压器，且即将应用于某漂浮式海上风电示范项目。此外，公司持续研发高电压等级不同下游领域的各类液浸式变压器产品，并积极推进液浸式变压器系列产品在全球市场的产业化进程。2024 年公司已研发并批量生产针对海外不同区域的 110/120kV 等级定制化液浸式变压器产品，“干式变压器”成功入选《国家工业和信息化领域节能降碳技术装备推荐目录（2024 年版）》、公司“20+MW 等级大容量海上风电机组变”成功下线、公司移相整流变压器助力珠江三角洲水资源配置工程实现全线通水、国内首台采用金盘科技 66kV 干式变压器的陆上风电机组在安徽阜阳风光储基地项目中成功并网。

（二）全球化布局，海外市场打开成长空间

国际市场表现亮眼海外业务突飞猛。2024Q1-3 公司海外业务实现收入 13.66 亿元，占总营收的 29%，较 2023 年海外收入占比 18%大幅提升。截至 24H1，公司产品已服务全球约 86 个国家及地区，广泛应用于境外累计 500 余个发电站项目和 14 个轨道交通项目，间接或直接出口至境外风电场项目约 1.6 万台。从订单数据来看，24H1 外销订单为 28.48 亿元，同比增长 180%，我们认为高盈利海外市场订单高增，海外收入有望持续兑现高增长。

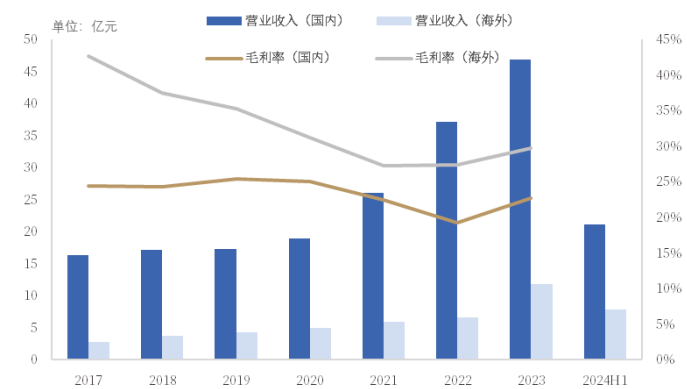
全球化产能加速布局。公司目前在美国、墨西哥，以及国内海口、武汉、桂林、上海等地均有产能，在新增产能布局方面，公司已扩大公司在墨西哥的产能，并在墨西哥及美国做好全线产品产能扩产准备。欧洲已完成波兰工厂和欧洲销售及售后服务总部的布局，为公司进一步拓展市场奠定基础。我们认为公司全球化生产战略，或有望缓解关税变化风险。

图17：公司海内外营收情况



资料来源：金盘科技各年年报，中国银河证券研究院

图18：公司海外营收及其增速情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院替换

（三）储能产品性能优越，产销两端发展迅速

储能收入高增，产品覆盖全面。24H1 公司储能系列产品实现收入 2.84 亿元，达到去年全年收入近 7 成，毛利率达 12.08%。公司掌握除电芯外的高中低压储能变流器（PCS）、能量管理系统（EMS）、电池管理系统（BMS）等关键部件核心技术，成本较同行降低约 3%。目前，公司储能产品现有产能包括桂林基地的 1.2GWh 和武汉基地的 2.7GWh，具备 6-35kV 的储能能力，并在 2022 年 7 月发布了全球首例 35kV 高压级联大容量产品。

表1：公司储能产品情况

公司	现有产能	主要产品	技术合作	储能方面其他能力
金盘科技	桂林基地 1.2GWh；武汉 2.7GWh	具备 6-35kV 能力； 22 年 7 月发布全球首 例 35kV 高压级联大 容量产品	聘任储能领域知名专家兼超 数授作为首席科学家；与上 海交大开展中高压直挂储能 系统技术合作	SVG 切入到 PCS、EMS 和 BMS 均为自主开发；生 产电芯外购
智光电气	1.2GWh；广州一期 1.5GWh	全球单机容量最大 35KV/20MW/40MW h 电化学储能系统	与智光储能、上海交大、华 能集团清洁能源技术研究院 联合研发	提供储能电池 PACK 集成、BMS、PCS 及 EMS、电 芯测试等核心服务及设备支持
四方股份	-	10kV/6MW 高压级联 电池储能变流器 (PCS)、高安全液冷储 能系统、储能工商业 一体柜	与中国电科院、清华大学联 合研发；设立博士后工作 站、院士工作站	自研储能变流器 PCS、能量管理系统 EMS、协调控 制器等产品
新风光	IPO 募投形成年产 900 台 PCS 生产能 力	单台大容量 6kV、 35kV 高压直挂级联式 储能系统	与卡迪夫大学、国家电能变 换与控制工程技术研究中心 合作	布局 1500V 中压、400V 低压 PCS 储能逆变一体 舱；智慧储能系统覆盖电源侧、电网侧、用户侧

资料来源：金盘科技、智光电气、新风光、四方股份，中国银河证券研究院

中高压直挂（级联）储能系统技术优势显著。金盘科技的产品在功率、效率、电能质量、响应速度和防护等级等方面均具有明显优势，其额定功率高达 12.5MW，最大系统功率达到 20MW，适用于大规模储能需求；系统最大效率为 99.16%，确保了更高的能量转换效率。此外，其 THD（总谐波失真）控制在 $\leq 0.6\%$ ，远低于行业平均水平，保证了更纯净的电能质量。响应时间小于 3ms，能够迅速响应电网需求。采用液冷方式和 IP65 防护等级，确保了系统的稳定性和耐用性。

表2：公司数字化工厂建设情况

公司	金盘科技	阳光电源	科华数据	上能电气	新风光	锦浪科技
产品	中高压直挂（级联） 储能系统	SC1725UD 储能变 流器	BCS2500K-3450K-B- H/T 储能变流器	EH-3450-HA-UD 储 能变流器	高压级联储能并网产 品	RHI-3P10K-HV ESS- 5G 储能变流器
额定功率	12.5MW	-	3.45MW	3.45MW	2MW--100MW	10kW
电路拓扑	高压级联多电平技术	三电平拓扑	三电平拓扑	三电平拓扑	H 桥级联	-
最大效率	99.16%	99%	99.03%	99%	-	98.40%
THD	$\leq 0.6\%$	$\leq 3\%$	$\leq 3\%$	$\leq 1.5\%$	$< 3\% (\geq 25\%P)$	$< 2\%$
响应时间	$< 3ms$	$< 30ms$	-	-	10ms	$< 40ms$
冷却方式	液冷	智能强制风冷	智能风冷	温控强制风冷	空调（水冷）	自然冷却
防护等级	IP65	IP65	IP54	-	户内 IP20 户外 IP54	IP65
单机系统功率	最大 20MW	-	-	1.65MW	-	-

资料来源：金盘科技、阳光电源、科华数据、上能电气、新风光、锦浪科技，中国银河证券研究院

（四）AI 赋能数智化生产，内生外延打造新成长曲线

金盘科技以自建工厂为“AI 技术试验田”，建成 7 座数字化标杆工厂。人工智能浪潮席卷全球，金盘科技提前谋篇布局，公司自 2013 年起布局数字化，2017 年成立智能科技研究院，2019 年启动集团级数字化转型，先后在海口、桂林、武汉基地自主设计建设数座数字化工厂，将 AI 技术与数字化制造平台深度融合，贯穿研发、生产、销售、运营等全过程。此外，依托公司多年在数智制

造领域的数​​据积​​淀，公​​司不​​断推​​动数​​据资​​产化​​进​​程，数​​据资​​产评​​估价​​值超 3 亿​​元。

表3：公司数字化工厂建设情况

建设时间	基地	项目	产能	投运时间
2019	UPS	高端干式变压器数字化工厂	670KVA/年提升至1500万KVA/年	2021
2021	桂林（2.0）	（一期）中低压成套开关设备生产线数字化技改升级	相比技改前最大产能提升了100%以上	2021.7
2021		（二期）高端干式变压器数字化工厂	665KVA/年提升至1400万KVA/年	2022.7
2022.1		储能装备数字化工厂	设计产能1.2GWh	
2021.9	武汉（3.0）	干式变压器数字工厂	规划产能1900万KVA	2023
		海风变数字化工厂	-	
		储能系列产品数字化工厂	规划年产能2.7GWh	
2024.11	桐乡（4.0）	VPI变压器产品数字化工厂	单位面积产出提升至少10%到20%	2025E

资料来源：金盘科技，中国银河证券研究院

高毛利 AI 数字化解决方案订单爆发式增长。目前，公司数字化团队已成功实施完成包括干式变压器、成套、储能、油浸式变压器 4 大产品类别数字化工厂整体解决方案。公司持续对外输出整套的数字化整体解决方案业务，2024 年上半年，公司数字化整体解决方案业务合计签订订单总金额达 4.76 亿元（不含税），业务涵盖新能源输配电、物流仓储等行业。伊戈尔电气部署的 APS 智能排产系统，通过数字孪生仿真与强化学习算法，实现产能利用率提升 30%。公司正探索订阅制收费模式，将能源管理、设备健康监测等标准化 AI 功能模块按年收费，进一步强化收入可持续性。

表4：公司数字化解决方案部分订单

时间	客户	项目	金额（百万）	交付时间
2021.8	伊戈尔	智能制造整体解决方案 EPC	147.6	2022.10
2021.12		智能制造整体解决方案 EPC 增补	23.7	2022.10
2022.6		智能制造整体解决方案 EPC（厂房二）	131.3	2023.7
2023.7	望变电气	数字化技改项目	70	-
合计			372.6	-

资料来源：金盘科技，中国银河证券研究院

（五）进军工业机器人，开启智能制造新征程

"海南研发+武汉制造"双核架构布局机器人。公司前期已在海南自贸区注册成立金盘智能机器人（海南），初期聚焦智能机器人研发与销售领域的资质储备。2025 年，公司通过引入具有行业经验的外部技术团队，整合成立金盘机器人（武汉），标志着其正式切入工业机器人制造领域，形成"海南研发+武汉制造"的双核业务架构。根据公司战略规划，该业务板块将全面覆盖工业机器人本体制造、智能机器人系统集成、定制化解决方案研发等产业链环节，旨在依托集团在数字化工厂建设领域的核心技术积累，构建"硬件+软件+服务"的全栈式智能机器人服务体系。

聚焦智能工业机器人。金盘智能机器人选择了一条高度聚焦工业场景的技术路径，其核心竞争力在于技术整合能力、深度定制化能力与行业 Know-how 的深度融合。依托母公司金盘科技在电力设备领域积累的数字化工厂建设经验和母公司 159 项专利储备（其中 32 项涉及工业物联网、数字孪生技术）快速构建技术壁垒。金盘机器人开发了“软硬一体化”解决方案，例如，在海口工厂的物流自动化改造中，其 AGV 机器人不仅完成物料搬运，还通过数字孪生系统实时同步生产线数据，

将设备协同效率提升 40%，故障响应时间缩短至 15 秒以内。这种“机器人+工业互联网”的集成模式，已成功复制至伊戈尔等客户，形成可规模化推广的行业模板。目前，金盘机器人已完成生产准备，并与客户签订了业务合作协议。

三、盈利预测与估值分析

(一) 盈利预测

(1) 输配电业务（变压器+成套系列）：我们预计 2024/2025/2026 年该业务市场需求持续增长，公司凭借技术和市场优势，市占率有望进一步提升，叠加产品结构优化，我们预计 2024/2025/2026 年公司输配电业务实现营收 59.79/77.73/100.84 亿元，毛利率分别为 24.2%、24.8%、25.3%。

(2) 储能业务：2024 年初公司储能项目进展顺利，相比 2023 年底在项目规模和技术成熟度上有所提升。随着储能市场快速发展，公司加大研发投入和市场拓展，我们预计 2024/2025/2026 年储能业务收入保持增长，实现营收 5.55/6.88/8.59 亿元，储能业务毛利率虽略有波动但仍较为稳定，预计 2024/2025/2026 年毛利率仍望维持在 10%。

(3) 数字化整体解决方案业务：公司在数字化领域不断创新，在手项目储备丰富。随着行业数字化转型加速，我们预计 2024/2025/2026 年公司数字化整体解决方案业务实现营收 2/2.6/3.38 亿元，毛利率保持在 25%左右。

基于以上假设，预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 5.94/8.87/11.67 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.94/2.55 元。

表5：公司业务预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）						
输配电（变压器+成套系列）	32.04	43.76	58.63	59.79	77.73	100.84
储能	-	0.64	4.14	5.55	6.88	8.59
数字化整体解决方案	-	1.36	0.71	2	2.6	3.38
其他业务	0.99	1.7	3.2	3.2	3.2	3.2
总计	33.03	47.46	66.68	70.49	90.40	116.01
收入增长率（%）						
输配电（变压器+成套系列）	34.5	36.6	34.0	2.0	30.0	29.7
储能			546.9	32.8	25.0	25.0
数字化整体解决方案			-47.9	182.4	30.0	30.0
其他业务	145.7	71.7	88.3	0.0	0.0	0.0
总计	36.3	43.7	40.5	5.7	28.2	28.3
毛利率						
输配电（变压器+成套系列）	23.4%	20.5%	24.2%	24.2%	24.8%	25.3%
储能		13.4%	12.5%	10.0%	10.0%	10.0%
数字化整体解决方案		22.5%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	28.1%	15.8%	11.5%	26.6%	26.6%	26.6%
总计	23.5%	20.3%	22.8%	23.2%	23.7%	24.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 相对估值

公司当前估值水平与明阳电气、特锐德、伊戈尔、中国西电等其他电气设备企业相比具有估值

溢价，主要是因为公司多元布局打造新增长级，变压器迎来数据中心需求爆发期，AI 赋能数智化生产，成长性较强。

表6：可比公司 PE 估值表（截止 2025.3.26）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	目前
301291.SZ	明阳电气	46.60	145.49	2.08	2.71	3.35	22.43	17.19	13.89	3.38
300001.SZ	特锐德	24.03	253.68	0.78	1.08	1.39	30.93	22.20	17.28	3.74
002922.SZ	伊戈尔	18.33	71.89	0.89	1.17	1.45	20.58	15.64	12.61	2.32
601179.SH	中国西电	6.85	351.12	0.24	0.35	0.44	28.38	19.54	15.61	1.59
	平均数		205.55				25.58	18.64	14.85	2.76
688676.SH	金盘科技	41.48	189.75	1.30	1.94	2.55	33.42	22.40	17.04	4.64

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

原材料价格大幅上涨的风险：公司营业成本中上游原材料占比高，如果原材料价格大幅上涨且顺价能力受限，将会对公司业绩产生不利影响；

市场需求不及预期的风险：公司下游客户集中度较高，如果风电新增装机不符预期，将会对公司业绩产生不利影响；

行业竞争加剧的风险：公司产品主要面对干式变压器中高端市场，如果市场竞争加剧，可能对公司盈利造成影响；

地缘政治的风险：公司海外业务加大拓展，地缘政治以及汇率波动对业绩有较大影响。

图表目录

图 1: 金盘科技产品覆盖示意图4

图 2: 金盘科技发展历程.....4

图 3: 金盘科技股权结构（2024 年三季报）5

图 4: 2017-2024Q1-3 公司营收情况.....5

图 5: 2017-2024Q1-3 公司归母净利润情况.....5

图 6: 公司营业收入构成情况（按产品）6

图 7: 公司营业收入构成情况（按下游客户）6

图 8: 公司历史三项费用率的变化6

图 9: 公司研发费用率与同行业上市公司对比.....6

图 10: 公司销售毛利率与同行业上市公司对比7

图 11: 公司销售净利率与同行业上市公司对比7

图 12: 公司各产品线毛利率情况.....7

图 13: 2019-2021 年公司干式变压器市占率情况8

图 14: 2019-2021 年公司风式干式变压器市占率情况8

图 15: 巴拿马电源原理图.....8

图 16: 江苏省数据中心电源分布占比8

图 17: 公司海内外营收情况.....9

图 18: 公司海外营收及其增速情况.....9

表 1: 公司储能产品情况..... 10

表 2: 公司数字化工厂建设情况 10

表 3: 公司数字化工厂建设情况 11

表 4: 公司数字化解决方案部分订单 11

表 5: 公司业务预测..... 13

表 6: 可比公司 PE 估值表（截止 2025.3.26） 14

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6074.38	8455.69	9952.04	12128.92
现金	791.80	2274.30	2347.40	2591.61
应收账款	2625.34	2637.04	3467.64	4452.68
其它应收款	86.10	77.99	102.54	136.58
预付账款	76.80	183.73	216.64	235.43
存货	1735.63	2453.17	2869.87	3538.50
其他	758.72	829.46	947.95	1174.12
非流动资产	2454.21	2807.01	3076.41	3223.29
长期投资	65.20	67.65	70.10	72.55
固定资产	1826.94	2682.65	3415.84	4026.51
无形资产	170.62	172.32	174.02	175.72
其他	391.44	-115.61	-583.55	-1051.49
资产总计	8528.59	11262.70	13028.45	15352.21
流动负债	3702.31	4961.27	5842.36	7003.00
短期借款	54.90	57.98	49.41	-3.86
应付账款	1759.04	2019.44	2555.86	3183.35
其他	1888.36	2883.85	3237.09	3823.51
非流动负债	1529.75	1533.06	1533.06	1533.06
长期借款	522.44	522.44	522.44	522.44
其他	1007.31	1010.62	1010.62	1010.62
负债合计	5232.06	6494.32	7375.41	8536.05
少数股东权益	-0.65	-1.88	-4.35	-7.80
归属母公司股东权益	3297.19	4770.26	5657.39	6823.96
负债和股东权益	8528.59	11262.70	13028.45	15352.21

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	204.96	1058.11	855.11	1071.11
净利润	502.01	593.55	884.66	1163.12
折旧摊销	152.91	380.77	503.29	625.81
财务费用	44.17	0.00	0.00	0.00
投资损失	-1.95	1.65	0.88	0.91
营运资金变动	-621.90	74.20	-533.59	-718.76
其它	129.72	7.95	-0.13	0.05
投资活动现金流	-246.98	-744.34	-773.44	-773.64
资本支出	-910.21	-771.88	-770.11	-770.28
长期投资	651.83	-2.45	-2.45	-2.45
其他	11.40	29.98	-0.88	-0.91
筹资活动现金流	246.22	1168.39	-8.57	-53.27
短期借款	-154.31	3.07	-8.57	-53.27
长期借款	256.51	0.00	0.00	0.00
其他	144.02	1165.31	0.00	0.00
现金净增加额	210.79	1482.50	73.10	244.21

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6667.58	7049.15	9040.23	11601.36
营业成本	5146.87	5414.78	6896.78	8799.41
营业税金及附加	29.86	30.48	38.17	49.87
营业费用	220.93	259.41	316.72	409.60
管理费用	279.35	379.95	443.19	573.82
财务费用	39.70	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-15.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-21.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.95	-1.65	-0.88	-0.91
营业利润	549.23	615.73	918.05	1218.11
营业外收入	6.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	551.48	615.73	918.05	1218.11
所得税	49.47	22.19	33.39	55.00
净利润	502.01	593.55	884.66	1163.12
少数股东损益	-2.65	-1.23	-2.47	-3.45
归属母公司净利润	504.66	594.77	887.13	1166.57
EBITDA	762.22	996.50	1421.33	1843.92
EPS (元)	1.10	1.30	1.94	2.55

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	40.50%	5.72%	28.25%	28.33%
营业利润	112.84%	12.11%	49.10%	32.69%
归属母公司净利润	78.15%	17.86%	49.16%	31.50%
毛利率	22.81%	23.19%	23.71%	24.15%
净利率	7.57%	8.44%	9.81%	10.06%
ROE	15.31%	12.47%	15.68%	17.10%
ROIC	10.98%	8.72%	11.51%	13.22%
资产负债率	61.35%	57.66%	56.61%	55.60%
净负债比率	29.23%	-4.88%	-5.56%	-8.98%
流动比率	1.64	1.70	1.70	1.73
速动比率	1.09	1.13	1.14	1.16
总资产周转率	0.83	0.71	0.74	0.82
应收账款周转率	3.00	2.68	2.96	2.93
应付账款周转率	3.16	2.87	3.01	3.07
每股收益	1.10	1.30	1.94	2.55
每股经营现金	0.45	2.31	1.87	2.34
每股净资产	7.21	10.43	12.37	14.92
P/E	39.38	33.42	22.40	17.04
P/B	6.03	4.17	3.51	2.91
EV/EBITDA	21.34	19.71	13.76	10.45
P/S	2.98	2.82	2.20	1.71

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度独立、客观地出具本报告本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，在《亚洲货币》《机构投资者》《新财富》《水晶球》等评选中屡获佳绩，其中《亚洲货币》评选新能源行业 2018-2023 年连续第一名，《机构投资者》评选荣获 2020 年全球最受欢迎十位分析师，锂电池行业 2020 年第一名，新能源 2018 年第一名，2019-2020 年第二名，2021-2024 年第一名。2017 年《新财富》分析师第二名，《水晶球》第二名，金牛奖第一名，IAMAC 保险最受欢迎分析师第一名。2016 年《新财富》分析师第三名。

黄林，北京大学本硕。2022 年 7 月加入银河证券。曾任职于中国联通从事 5G 行业营销。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理完成投资者适当性匹配并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用并不构成对客户的投资咨询建议并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的所载内容及观点客观公正但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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银河证券网站以外的地址或超级链接银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准北交所市场以北证 50 指数为基准香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn