金盘科技（688676.SH）

强烈推荐（维持）

海外贡献加大，aIDC 打开新空间

公司公告 2024 年实现收入、归母净利润、扣非净利润 69.01、5.74、5.51 亿元，同比增长 3.50%、13.82%、14.64%，其中 Q4 单季度实现收入、归母净利润、扣非净利润 21.02、1.71、1.68 亿元，同比增长 10.97%、-0.45%、5.99%。

- **业绩符合预期，海外贡献加大。**2024 年公司整体收入微增，结构上外销收入 19.8 亿元，大幅增长 68.26%，国内收入 48.6 亿，下降 10.78%，主要系新能源下游销售额下降，但数据中心等新场景进展积极。外销、数据中心等贡献增加带动公司盈利改善，全年毛利率 24.32%，同比提升 1.5pcts，海外业务拓展等造成销售及管理费用率有所提升，综合费用率 14.45%，同比提升 1.1pct。归上净利率 8.3%，提升 0.8pct。报告期公司负债率下降 7.6pcts 至 53.8%，主要系可转债转股。期末在建工程 2.1 亿，增量主要为邵阳项目等。
- **海外增速快后劲强，加强国内开拓力度。**公司是少数在海外市场形成竞争力的变压器企业，报告期内新增客户 890 家，销售订单 89 亿，同比增长 13.63%，其中外销订单 33.24 亿元，大幅增长 66.92%，占比达到 37%。公司已完成墨西哥工厂扩建、波兰工厂产品下线，并筹备美国工厂建设，积极应对贸易新变化，海外贡献仍将逐步加大。2024 年公司国内业务受到硅料资本开支下行的影响，但公司 66kV 风电干变实现交付，110/120kV 定制油变批量生产，支撑新能源业务发展，同时在数据中心、工业及电网等非新能源场景取得积极进展，国内业务有望恢复稳健增长。
- **数据中心变压器领先，充分受益 aIDC。**公司干变领先，具备高电压等级油变供应能力，同时配套开发开关柜等，凭借优于国家能效标准及其低损耗、低温升、过载能力强、高可靠性、满足长期负载要求等优势，广泛应用于数据中心领域，进入字节、百度、华为、阿里、三大运营商等供应体系，同时得益在海外的持续耕耘，海外数据中心等基础设施市场也快速取得进展。2024 年公司新签 140 余份数据中心订单，订单增速 604%。相较传统变压器市场，智算中心对产品要求更高，供应集中在头部企业，预计其盈利表现也更好。除干变优势产品外，公司拓展油变、成套电源装备等，不断扩大受益面。
- **储能、数字化等新业务逐步收获。**储能领域公司形成完整的发电侧、电网侧、用电侧储能配套方案，涵盖高中低压多电压等级，2024 年储能业务收入 5.2 亿，同比增长 26.34%，贡献有望加大。2019 年开始启动数字化转型，目前已完成自有工厂数字化建设，经济效益、示范效应明显，同时对外方案输出有望成为新的增长点，2024 年数字化方案收入 1.2 亿，大幅增长 74%，累计订单已超 8 亿。此外公司积极在机器人领域拓展，由智能焊接等细分领域切入，推动智能化转型，在新领域拓展。
- **投资建议：**预测 2025 年公司实现归上净利润 8.0 亿，维持强烈推荐。
- **风险提示：海外市场贸易风险、市场需求不及预期、原材料价格波动。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6668	6901	8743	10511	12300
同比增长	41%	3%	27%	20%	17%
营业利润(百万元)	549	618	856	1048	1282
同比增长	113%	12%	39%	22%	22%
归母净利润(百万元)	505	574	796	974	1192
同比增长	78%	14%	39%	22%	22%
每股收益(元)	1.10	1.26	1.74	2.13	2.61
PE	28.7	25.2	18.2	14.9	12.2
PB	4.4	3.3	2.9	2.7	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

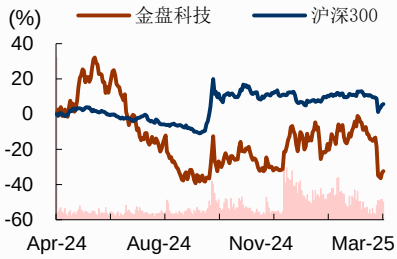
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：31.7 元

基础数据

总股本（百万股）	457
已上市流通股(百万股)	457
总市值（十亿元）	14.5
流通市值（十亿元）	14.5
每股净资产（MRQ）	9.7
ROE（TTM）	12.9
资产负债率	53.8%
主要股东	海南元宇智能科技投资有限
主要股东持股比例	40.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-26	-5	-26
相对表现	-21	-1	-33



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《金盘科技（688676）—业绩高增长，出海成效显著，新业务逐步贡献》2024-03-27

游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
张伟鑫 S1090521070003
zhangweixin@cmschina.com.cn

1、业绩符合预期，海外贡献加大

公司公告 2024 年实现收入、归母净利润、扣非净利润 69.01、5.74、5.51 亿元，同比增长 3.50%、13.82%、14.64%，其中 Q4 单季度实现收入、归母净利润、扣非净利润 21.02、1.71、1.68 亿元，同比增长 10.97%、-0.45%、5.99%。

2024 年公司整体收入微增，结构上外销收入 19.8 亿元，大幅增长 68.26%，国内收入 48.6 亿，下降 10.78%，主要系新能源下游销售额下降，但数据中心等新场景进展积极。

外销、数据中心等贡献增加带动公司盈利改善，全年毛利率 24.32%，同比提升 1.5pcts，海外业务拓展等造成销售及管理费用率有所提升，综合费用率 14.45%，同比提升 1.1pct。归上净利率 8.3%，提升 0.8pct。

报告期公司负债率下降 7.6pcts 至 53.8%，主要系可转债转股。期末在建工程 2.1 亿，增量主要为邵阳项目等。

表 1：业绩摘要

（人民币，百万）	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化	2023Q4	2024Q4	同比变化
营业收入	4745.60	6667.58	6900.86	3.50	1894.56	2102.31	10.97
营业成本	3782.77	5146.87	5222.89	1.48	1431.38	1585.90	10.79
毛利润	962.83	1520.71	1677.97	10.34	463.18	516.41	11.49
销售税金	16.14	29.86	38.35	28.42	8.44	12.57	48.97
毛利润（扣除销售税金）	946.68	1490.85	1639.62	9.98	454.74	503.85	10.80
销售费用	159.15	220.93	263.52	19.28	63.29	72.02	13.79
管理费用	230.89	279.35	352.10	26.04	77.21	102.69	33.00
研发费用	247.14	351.08	352.82	0.50	124.94	132.30	5.89
经营利润	309.50	639.50	671.18	4.96	189.30	196.84	3.98
资产和信用减值损失	-61.80	-86.94	-100.55	15.65	-7.84	-52.95	575.22
财务费用	-5.22	39.70	28.48	-28.26	19.42	-17.80	-191.67
投资收益	-2.21	1.95	10.94	461.15	10.49	6.76	-35.56
资产处置收益	1.00	-0.40	0.68	-267.42	0.29	0.08	-72.71
公允价值变动净收益	-17.73	-21.62	-22.94	6.11	2.05	-3.48	-270.08
其他收益	24.06	56.45	86.94	54.03	21.14	13.23	-37.40
营业外收入	7.86	6.48	4.91	-24.27	3.39	0.44	-87.13
营业外支出	0.99	4.23	5.74	35.57	3.66	3.81	4.09
利润总额	264.92	551.48	616.94	11.87	195.73	174.91	-10.64
所得税	-18.36	49.47	46.43	-6.14	25.93	4.80	-81.47
税后净利润	283.28	502.01	570.51	13.65	169.80	170.11	0.18
少数股东损益	0.00	-2.65	-3.91	47.28	-1.61	-0.53	-67.31
归母净利润	283.28	504.66	574.42	13.82	171.41	170.63	-0.45
非经常性损益	48.67	23.90	23.28	-2.57	12.89	2.61	-79.71
扣非归母净利润	234.61	480.77	551.14	14.64	158.52	168.02	5.99
主要比率	-	-	-	**百分点变化(%)**	-	-	**百分点变化(%)**
毛利率	20.29	22.81	24.32	1.51	24.45	24.56	0.12
销售费用率	3.35	3.31	3.82	0.51	3.34	3.43	0.08
管理费用率	4.87	4.19	5.10	0.91	4.08	4.88	0.81
研发费用率	5.21	5.27	5.11	-0.15	6.59	6.29	-0.30
财务费用率	-0.11	0.60	0.41	-0.18	1.03	-0.85	-1.87
经营利润率	6.52	9.59	9.73	0.13	9.99	9.36	-0.63
所得税率	-6.87	9.00	7.66	-1.34	14.00	2.86	-11.14

（人民币，百万）	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化	2023Q4	2024Q4	同比变化
净利率	5.97	7.53	8.27	0.74	8.96	8.09	-0.87
扣非净利率	4.94	7.21	7.99	0.78	8.37	7.99	-0.38

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：负债情况

负债情况	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化
负债率%	54.25	61.51	61.35	53.76	-7.59
短期借款（百万元）	83.69	209.21	54.90	168.32	206.58
一年内到期的非流动负债（百万元）	58.61	49.66	325.03	448.30	37.92
长期借款（百万元）	336.40	265.93	522.44	853.82	63.43
应付债券（百万元）	0.00	800.51	836.96	0.00	-100.00
长期应付款（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	—
在手现金（百万元）	830.05	583.60	791.80	559.93	-29.28

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：现金流情况

公司经营情况	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化
赊销比	42.84	44.78	45.27	44.63	-0.64
存货营收比	43.13	36.51	26.03	30.71	4.68
销售商品、劳务获现金/营收	87.74	72.54	76.14	80.20	4.06
经营性现金流净额（百万元）	252.87	-104.20	204.96	-36.98	-118.04
经营现金流净额/税后净利润	1.07	-0.37	0.41	-0.06	-0.47

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：资产回报率情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化
归上净利率(%)	7.10	5.97	7.57	8.32	0.76
总资产周转率(%)	0.70	0.74	0.83	0.76	-0.07
权益乘数	2.13	2.41	2.59	2.34	-0.25
ROE(%)	10.62	10.62	16.35	14.83	-1.53
ROA(%)	5.01	4.41	6.28	6.29	0.01
ROIC(%)	9.57	8.06	11.81	11.03	-0.78

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：固定资产和在建工程情况

固定资产和在建工程情况	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化
固定资产（百万元）	549.46	732.57	1826.94	1752.63	-4.07
在建工程（百万元）	264.10	561.97	87.21	214.23	145.64

资料来源：公司公告、招商证券

表 6：公司人力资源状况

	2020	2021	2022	2023	2024
人均薪酬(万元)	15.35	18.53	19.84	21.22	23.14
人均创收(万元)	132.68	166.54	231.95	302.11	297.71
人均创利(万元)	12.68	11.83	13.85	22.87	24.78
在职人员总数	1,826	1,983	2,046	2,207	2,318
按专业构成					
综合管理人员	37	45	--	--	--
行政人员	32	37	57	--	--
销售人员	237	248	236	242	253
技术人员	378	411	340	394	408
财务人员	27	29	32	--	--

	2020	2021	2022	2023	2024
生产人员	884	937	925	1,026	1,022
采购仓储人员	29	27	--	--	--
其他专业	202	249	456	545	635
按学历构成					
硕士	37	37	40	52	71
本科生	500	551	607	712	824
专科生	334	398	412	468	468
高中及以下	955	997	987	975	955

资料来源：公司公告、招商证券

2、海外贡献加大饱满，aIDC 带来新空间

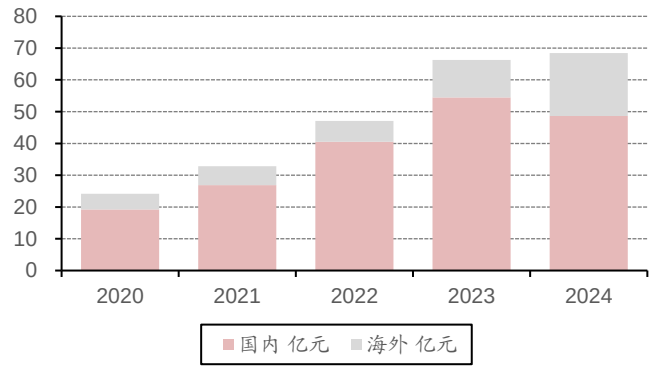
公司是少数在海外市场形成竞争力的变压器企业，报告期内新增客户 890 家，销售订单 89 亿，同比增长 13.63%，其中外销订单 33.24 亿元，大幅增长 66.92%，占比达到 37%。

- 变压器海外市场拓展成效卓越，下游客户包括西门子、GE、维斯塔斯等一线大厂，产品服务覆盖 87 个国家和地区，主要产品获得美国 UL、荷兰 KEMA、欧盟 CE、欧洲 DNV-GL、加拿大 CSA 认证及中国节能产品认证等 355 项国内外权威认证。
- 下游市场由新能源优势领域，向发电及供电、工业企业电气配套、基建等多领域快速扩张，产品品类也在不断拓宽。

公司已完成墨西哥工厂扩建、波兰工厂产品下线，并筹备美国工厂建设，积极应对贸易新变化，海外贡献仍将逐步加大。

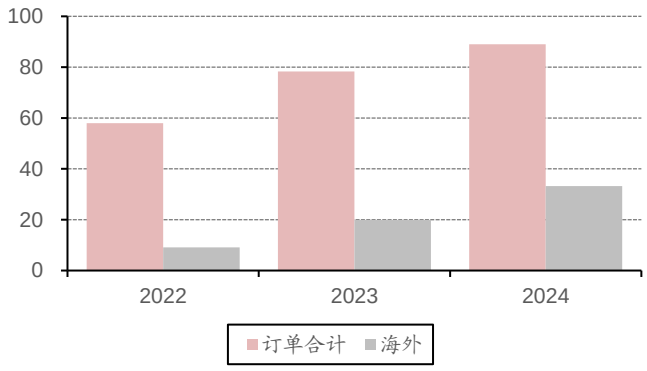
2024 年公司国内业务受到硅料资本开支下行的影响，但公司 66kV 风电干变实现交付，110/120kV 定制油变批量生产，支撑新能源业务发展，同时在数据中心、工业及电网等非新能源场景取得积极进展，国内业务有望恢复稳健增长。

图 1：公司主营分地区构成及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司新签订单情况（亿元，不含税）



资料来源：公司公告、招商证券

表 7：盈利能力整体逐步提升

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
毛利率	18.2%	19.0%	20.3%	22.4%	22.7%	21.0%	22.8%	24.4%	25.4%	21.7%	25.5%	24.6%
净利率	4.6%	5.1%	6.0%	7.4%	6.7%	6.5%	7.5%	9.0%	7.2%	7.9%	9.6%	8.1%

资料来源：Wind、招商证券

数据中心变压器领先，充分受益 aIDC。公司干变领先，具备高电压等级油变供应能力，同时配套开发开关柜等，凭借优于国家能效标准及其低损耗、低温升、过载能力强、高可靠性、满足长期负载要求等优势，广泛应用于数据中心领域，进入字节、百度、华为、阿里、三大运营商等供应体系，同时得益在海外的持续耕耘，海外数据中心等基础设施市场也快速取得进展。

2024 年公司新签 140 余份数据中心订单，订单增速 604%。相较传统变压器市场，智算中心对产品要求更高，供应集中于头部企业，预计其盈利表现也更好。除干变优势产品外，公司拓展油变、成套电源装备等，不断扩大受益面。

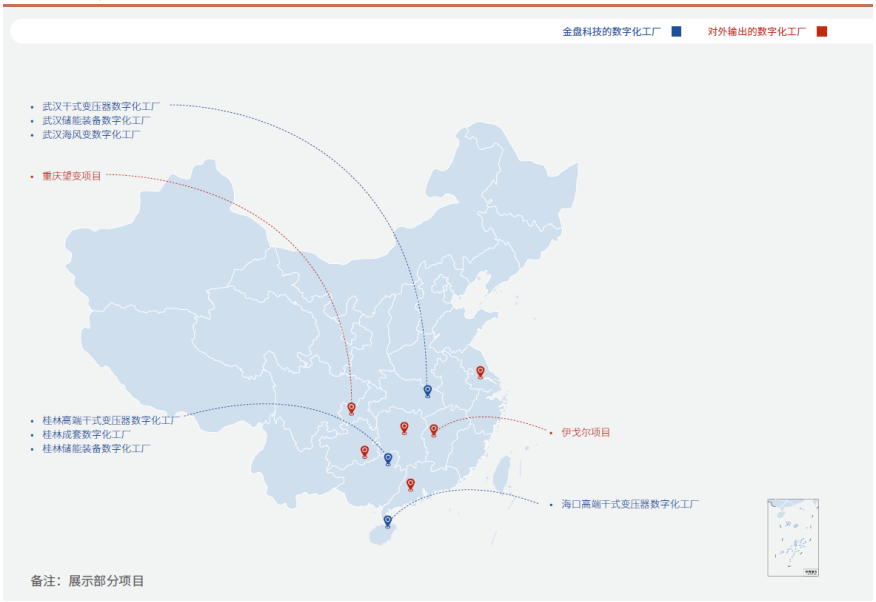
3、储能、数字化等新业务逐步贡献

储能领域公司形成完整的发电侧、电网侧、用电侧储能配套方案，涵盖高中低压多电压等级，2024 年储能业务收入 5.2 亿，同比增长 26.34%，贡献有望加大。

2019 年开始启动数字化转型，目前已完成自有工厂数字化建设，经济效益、示范效应明显，同时对外方案输出有望成为新的增长点，2024 年数字化方案收入 1.2 亿，大幅增长 74%，累计订单已超 8 亿。

此外公司积极在机器人领域拓展，由智能焊接等细分领域切入，推动智能化转型，在新领域拓展。

图 3：部分公司数字化工厂项目



资料来源：公司公告、招商证券

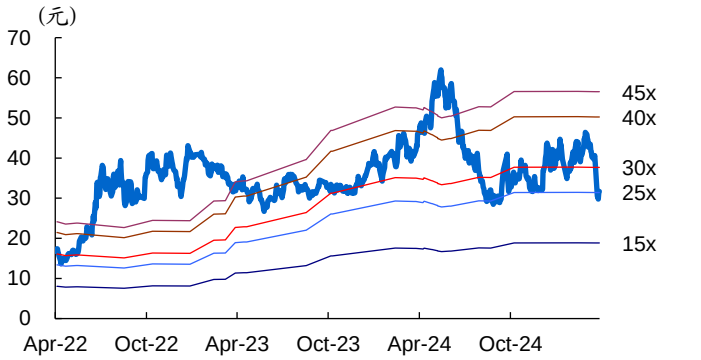
风险提示

1）行业需求不及预期

2）原材料价格波动

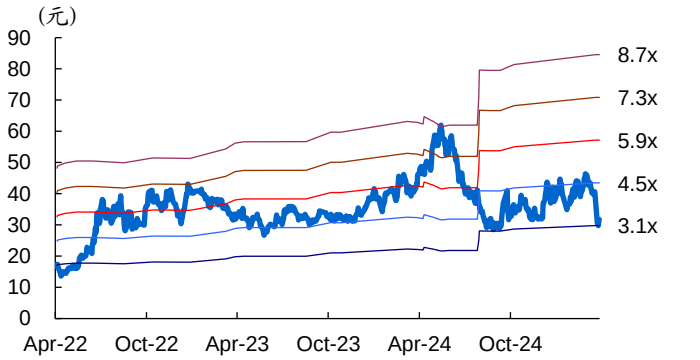
3）海外市场贸易风险

图 4：金盘科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 5：金盘科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

《金盘科技（688676）—业绩高增长，出海成效显著，新业务逐步贡献》2024-03-27

《金盘科技（688676）—干式变压器领先企业，积极布局储能业务、打造第二增长曲线》2023-03-01

《国内互联网企业加大资本开支，aIDC 产业确定性受益—电力设备系列报告（35）》20250219

《AI 高效化推动终端需求繁荣，aIDC 建设确定性强—电力设备系列报告（34）》20240212

《智算带来数据中心投资需求，配套电气设备值得关注—电力设备系列报告（33）》20241227

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6074	7029	9002	10792	12642
现金	792	560	790	919	1103
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	393	404	511	615	719
应收款项	2625	2676	3390	4076	4770
其它应收款	86	78	99	119	139
存货	1736	2119	2699	3246	3786
其他	441	1192	1511	1817	2125
非流动资产	2454	2587	2525	2470	2421
长期股权投资	65	52	52	52	52
固定资产	1827	1753	1687	1629	1577
无形资产商誉	171	264	268	271	274
其他	391	518	518	518	518
资产总计	**8529**	**9616**	**11526**	**13262**	**15063**
流动负债	3702	4061	5510	6734	7910
短期借款	55	168	1189	1587	1947
应付账款	2388	2504	3190	3836	4474
预收账款	593	644	821	987	1151
其他	667	743	310	324	338
长期负债	1530	1109	1109	1109	1109
长期借款	522	854	854	854	854
其他	1007	255	255	255	255
负债合计	**5232**	**5169**	**6619**	**7843**	**9019**
股本	427	457	457	457	457
资本公积金	1283	2032	2032	2032	2032
留存收益	1587	1960	2426	2944	3577
少数股东权益	(1)	(3)	(8)	(15)	(23)
归属于母公司所有者权益	3297	4450	4916	5434	6067
负债及权益合计	**8529**	**9616**	**11526**	**13262**	**15063**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	205	(37)	85	291	490
净利润	502	571	790	968	1184
折旧摊销	152	224	227	220	214
财务费用	44	39	35	40	45
投资收益	(2)	(11)	(102)	(102)	(102)
营运资金变动	(512)	(853)	(866)	(835)	(850)
其它	21	(6)	0	0	0
投资活动现金流	(247)	(438)	(63)	(63)	(63)
资本支出	(919)	(435)	(165)	(165)	(165)
其他投资	672	(3)	102	102	102
筹资活动现金流	246	243	208	(98)	(243)
借款变动	485	491	572	398	360
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	23	750	0	0	0
股利分配	(260)	(256)	(329)	(456)	(559)
其他	(2)	(772)	(35)	(40)	(45)
现金净增加额	204	(232)	230	129	184

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6668	6901	8743	10511	12300
营业成本	5147	5223	6653	8000	9330
营业税金及附加	30	38	49	58	68
营业费用	221	264	297	357	418
管理费用	279	352	446	515	578
研发费用	351	353	420	505	590
财务费用	40	28	35	40	45
资产减值损失	(87)	(100)	(90)	(90)	(90)
公允价值变动收益	(22)	(23)	5	5	5
其他收益	56	87	90	90	90
投资收益	2	11	7	7	7
营业利润	549	618	856	1048	1282
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	4	6	6	6	6
利润总额	551	617	855	1047	1281
所得税	49	46	65	80	98
少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(7)	(8)
归属于母公司净利润	505	574	796	974	1192

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	41%	3%	27%	20%	17%
营业利润	113%	12%	39%	22%	22%
归母净利润	78%	14%	39%	22%	22%
获利能力					
毛利率	22.8%	24.3%	23.9%	23.9%	24.1%
净利率	7.6%	8.3%	9.1%	9.3%	9.7%
ROE	16.4%	14.8%	17.0%	18.8%	20.7%
ROIC	14.1%	11.8%	12.8%	13.6%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	53.8%	57.4%	59.1%	59.9%
净负债比率	10.6%	15.3%	17.7%	18.4%	18.6%
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7
应收账款周转率	2.6	2.3	2.5	2.4	2.4
应付账款周转率	2.3	2.1	2.3	2.3	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.10	1.26	1.74	2.13	2.61
每股经营净现金	0.45	-0.08	0.19	0.64	1.07
每股净资产	7.21	9.73	10.75	11.88	13.26
每股股利	0.56	0.72	1.00	1.22	1.49
估值比率					
PE	28.7	25.2	18.2	14.9	12.2
PB	4.4	3.3	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	27.9	23.7	18.2	15.5	13.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。