

良信股份 (002706)

“两智一新”稳增长, AIDC 创新机

2025年06月15日

买入 (首次)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,585	4,238	5,181	6,497	8,259
同比 (%)	10.30	(7.57)	22.26	25.39	27.12
归母净利润 (百万元)	510.97	312.11	459.20	601.71	807.07
同比 (%)	21.15	(38.92)	47.13	31.03	34.13
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.45	0.28	0.41	0.54	0.72
P/E (现价&最新摊薄)	18.33	30.01	20.40	15.57	11.61

关键词: #进口替代 #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **深耕低压电器 20 余载, 转型智能配电解决方案提供商。**公司成立于 1999 年, 是我国低压电器领域的领军企业之一。低压电器下游覆盖广泛, 地产作为其主要应用下游当前处于下行周期, 公司居安思危, 22 年提出“两智一新”战略进行发展转型, 成立 4 大 BU 协同作战, 从单一设备制造商向智能配电解决方案提供商转型。24 年受地产下游疲弱+市场&研发高投入影响, 营收&利润同比-8%/-39%, 随着 AIDC 需求放量+地产降幅收窄, 我们预计公司 24-27 年营收 CAGR 有望达到 20-30%。

■ **成长性: 风储高速增长, AIDC 直流化+国产替代创造新机遇。**1) **新能源领域,**我们预计 24 年新能源下游收入占比约 45-50%, 其中光伏、储能和风电收入占比较高。公司新能源领域持续发力, 不断提升市场份额, 展望 25 年, 储能和风电装机需求有望维持高增, 光伏维持高位, 公司新能源下游收入有望实现 20-30%增长。2) **数字能源领域,**我们预计 24 年数字能源下游收入占比约 10-15%, AI 的快速发展拉动 AIDC 基础设施的建设需求, 国内市场公司与华为、中兴等头部解决方案厂商合作多年, 未来有望在 AIDC 国产化替代的需求中提高低压电器&开关柜份额, 海外公司凭借完善的直流产品储备、优异的性能以及性价比, 积极推进与维谛技术产品合作, 为 HVDC 配套直流低压电器产品, 我们测算到 27 年数据中心市场有望为公司带来近 20 亿的收入空间, 成长空间广阔。

■ **基本盘: 基建投资稳健复苏, 地产需求降幅收窄。**1) **基础建设领域,**我们预计 24 年基建下游收入占比约 15%, 轨交、市政等建设需求有望实现弱复苏, 随着用户逐渐重视对能源利用效率的管理, 公司智能配电柜具有可观可测可控等功能, 针对医院、高校、石油冶金等客户, 提供软件+硬件的系统解决方案, 有望成为下游客户对配电产品的主流需求。25 年我们预计基础设施下游收入有望实现 20-30%的稳健增长。2) **地产领域,**24 年我们预计公司智能楼宇下游收入占比约 10-20%, 地产收入敞口逐渐下降, 公司市场战略向商业地产、酒店等下游调整, 住宅聚焦央企地产公司; 通过提高智能家居产品的推广力度, 在传统领域寻找新的发展机遇, 展望 25 年我们预计智能楼宇板块收入降幅有望继续收窄。

■ **盈利预测与投资评级:**公司是国内低压电器的领军企业, 布局“两智一新”实现转型发展, 海盐工厂投运提高公司生产经营效率, 前瞻布局 AIDC 领域, 数据中心直流化趋势明确, 公司直流产品序列齐全, 携手华为、维谛技术等头部系统解决方案公司推进低压电器国产化替代, 打开公司远期成长空间。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 4.59/6.02/8.07 亿元, 同比+47%/31%/34%, 现价对应 PE 分别为 20/16/12 倍, 给予公司 25 年 25x PE, 对应目标价 10.2 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:**数据中心机架规模扩张不及预期、新能源发电及储能装机量不及预期、上游原材料价格大幅波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.34
一年最低/最高价	5.49/10.38
市净率(倍)	2.29
流通 A 股市值(百万元)	7,628.52
总市值(百万元)	9,366.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.64
资产负债率(%LF)	27.15
总股本(百万股)	1,123.13
流通 A 股(百万股)	914.69

相关研究

《良信股份(002706): 加码海盐提质增利, 低压龙头再攀高峰》

2021-07-04

《良信股份(002706): 精益求精, 信诚存志》

2021-05-20

内容目录

1. 低压电器领军企业，“两智一新”赋能升级	5
1.1. 转型升级：从传统低压电器制造厂到智能配电解决方案提供商	5
1.2. 收入结构优化，出海未来可期	5
1.3. 股权结构：管理层持股稳定，股权激励凝聚团队斗志	7
1.4. 管理层：技术出身+管理深造背景支撑战略转型	7
1.5. 业绩短期承压，高研发投入布局未来	8
2. 周期属性弱化叠加需求主体转移，智能配电撬动第二增长曲线	10
2.1. 顺周期性减弱，智能配电需求推动持续稳定增长	10
2.1.1. 低压电器的分类：配电、终端、控制	10
2.1.2. 低压电器市场规模：主要应用场景结构性转变，外部冲击下展现韧性	11
2.1.3. 行业竞争格局：全球外资主导，国内格局分散	12
2.2. 下游行业：数据中心&新能源需求增长迅速，房地产重要性减弱	13
2.2.1. 数据中心：AIDC 直流化引领智能配电需求，2027 年市场需求或达 362 亿元	13
2.2.2. 新能源：风光储装机量持续增长，“四可”要求催生智能配电需求	19
2.2.3. 建筑：房地产开工尚待复苏，智能家居市场逆势增长	21
2.2.4. 工业&电网：配电绿色智能化转型，提振智能低压电器需求	22
3. 高性价比推进国产替代，“两智一新”重构产研生态	24
3.1. 公司产品布局：广覆盖、稳转型、高性价比	24
3.1.1. 公司主要产品及对应下游	24
3.1.2. 产品高性价比助推国产替代进程	24
3.1.3. 公司市场份额：新能源发电遥遥领先，智能电工巩固建筑市场	25
3.2. 公司核心竞争力：“两智一新”发力智能配电，海盐工厂赋能产研创新	25
3.2.1. 贯彻“两智一新”发展战略，领衔配电智能化转型	25
3.2.2. 海盐工厂全流程数字化，显著提升产研效率	26
3.2.3. 研发投入行业领先，积极拓展直流产品	27
3.2.4. 数据中心需求增长迅速，打开公司增长空间	29
4. 盈利预测与投资建议	30
4.1. 盈利预测	30
4.2. 投资建议	31
5. 风险提示	32

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	主营业务收入结构 (单位: 亿元)	6
图 3:	国内外收入结构 (单位: 亿元)	6
图 4:	股权结构图 (截至 2025 年第一季度)	7
图 5:	营业收入&归母净利润 (单位: 亿元)	8
图 6:	2024 年期间费用率有所增长.....	8
图 7:	2024 年盈利能力承压	9
图 8:	各产品毛利率.....	9
图 9:	ROE&营运能力.....	9
图 10:	资本结构&偿债能力	9
图 11:	低压电器产品序列	10
图 12:	全球低压电器市场规模	11
图 13:	国内低压电器市场规模	11
图 14:	2023 年全球低压电器市场格局	12
图 15:	2023 年国内低压电器主要厂商市占率	12
图 16:	2023 年低压电器下游行业市场规模及占比.....	13
图 17:	2013/2023 国内低压电器下游市场规模 (单位: 亿元)	13
图 18:	中国智能算力规模及预测 (EFLOPS, FP16)	14
图 19:	中国通用算力规模及预测 (EFLOPS, FP64)	14
图 20:	北美主要 CSP 资本开支及指引 (单位: 亿美元)	14
图 21:	国内主要 CSP 资本开支 (单位: 亿元)	15
图 22:	低压电器在数据中心的应用示例.....	15
图 23:	AIDC 机柜功率密度不断上升	16
图 24:	传统 UPS 供电架构及效率	16
图 25:	预制式直流供配电模组供电架构及效率	16
图 26:	2023 年直流低压电器市场规模.....	17
图 27:	2023 年直流低压电器下游行业市场规模	18
图 28:	数据中心行业低压电器价值量测算表	19
图 29:	新能源装机量 (单位: GW)	19
图 30:	低压电器在集中式光伏中的应用示例	20
图 31:	低压电器在风电主控柜中的应用示例	20
图 32:	低压电器在集中式储能的应用示例	20
图 33:	低压电器在直流充电桩中的应用示例	20
图 34:	近 5 年国内房屋新开工面积 (单位: 万平方米)	22
图 35:	中国智能家居市场规模	22
图 36:	中国工业固定资产投资完成额累计同比	23
图 37:	中国制造业 PMI.....	23
图 38:	国内电网基本建设投资完成额累计值 (单位: 亿元)	23
图 39:	公司主要产品及对应下游	24
图 40:	三款参数相近的塑壳断路器产品价格对比.....	25
图 41:	2023 年公司下游细分市场份额及市占率	25
图 42:	公司“两智一新”相关产品.....	26

图 43:	海盐工厂鸟瞰图	27
图 44:	可比公司研发费用率	27
图 45:	可比公司研发人员占比	27
图 46:	公司研发支出&研发人员	28
图 47:	公司累计申请与获得专利授权情况	28
图 48:	公司在数据中心下游收入测算	30
图 49:	良信股份收入拆分	31
表 1:	公司主营产品类别及下游应用场景	6
表 2:	公司高管团队简介	8
表 3:	分布式光伏“四可”催生智能断路器需求	21
表 4:	公司部分直流产品	29
表 5:	公司 2025 年新取得直流相关专利一览 (截至 2025/5/10)	29
表 6:	可比公司估值 (截至 2025 年 6 月 13 日)	32

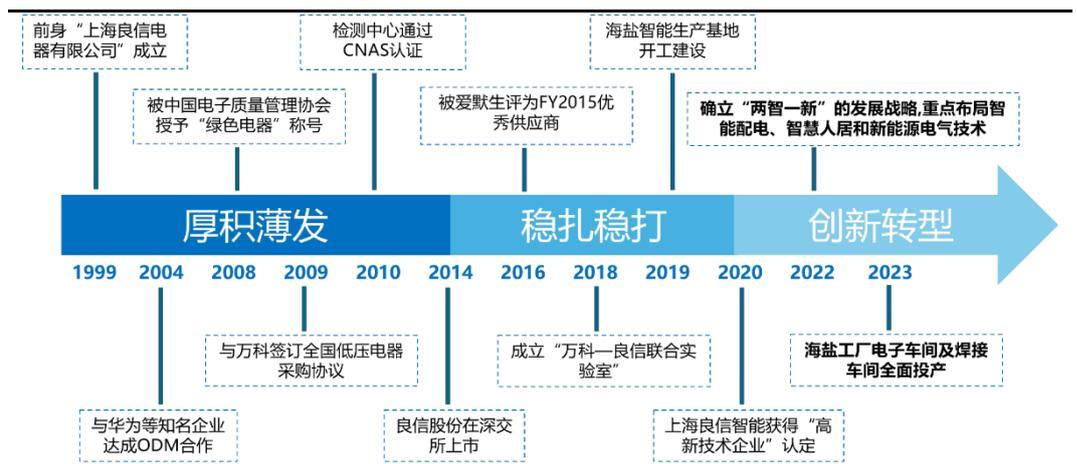
1. 低压电器领军企业，“两智一新”赋能升级

1.1. 转型升级：从传统低压电器制造厂到智能配电解决方案提供商

作为国内低压电器行业高端市场的领军企业，良信股份凭借其在新能源、数据中心等高增长赛道的深入布局，正在开启新的成长周期。公司成立于1999年，2004年成立上海总部，逐步从传统低压电器制造商转型为智能配电解决方案提供商。公司主营业务涵盖配电电器、终端电器、控制电器及智能电工四大板块，作为配电设备领域的标杆企业，良信股份深度布局新能源发电及储能、智算中心、智能配电等前沿领域，并通过“技术领先+场景定制”策略巩固高端市场地位。

2022年起，在“两智一新”战略指引下，公司聚焦新能源电气技术、智能配电和智慧人居三大赛道。公司针对风电/光伏/储能领域推出NDB2ZB直流断路器等特种产品；为智算中心开发支持模块化拼装的智能融合配电模组；通过与华为、维谛等头部客户长期合作，实现场景化解决方案落地。

图1：公司发展历程

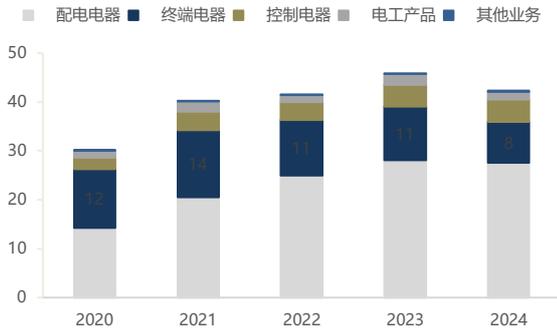


数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 收入结构优化，出海未来可期

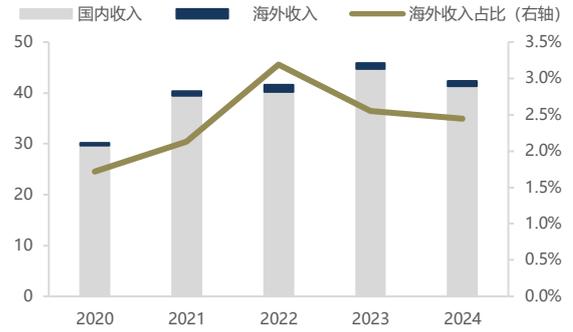
公司以低压电器为核心产品，借力AIDC东风布局国际业务。2024年营业收入共42.38亿元，其中配电电器收入27.59亿元（占比65.11%），终端电器收入8.35亿元（占比19.71%），控制电器收入4.58亿元（占比10.81%），智能电工收入1.56亿元（占比3.68%），其他业务收入0.29亿元。公司高度重视出海业务，2024年海外收入1.04亿元，占比2.45%，4年CAGR达18.92%。公司在2024年在组织架构上将国际业务部提升为一级系统，由总裁、董事长直接领导，层级上升，预算翻倍，围绕北美和东南亚市场对数据中心低压电器的增量需求持续布局 and 开发。

图2: 主营业务收入结构 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 国内外收入结构 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

配电电器在电力系统中承担着电能分配与系统保护的核心功能。公司的配电电器产品主要类型包括塑壳断路器 MCCB、框架断路器 ACB、双电源转换开关 ATS、隔离开关 LBS 等。据格物致胜统计, 公司 2023 年 ACB/MCCB/ATS/LBS 分别占配电电器营收比例约 52.40%/26.57%/11.11%/9.93%。

终端电器作为电力系统的末端防护屏障, 聚焦于用电设备与人身安全的精细化保护。公司的终端电器产品主要类型包括终端配电产品 (含微型断路器、终端配电箱、汇流排等) 和浪涌保护器 SPD 等。据格物致胜统计, 公司 2023 年终端配电产品/SPD 分别占终端电器营收比例 93.99%/6.01%。

控制电器作为现代电气系统的中枢神经, 在电路中发挥启停调度、逻辑转换、安全防护等多重作用。公司的控制电器产品主要类型包括接触器组 (含直流、交流)、过载继电器等。据格物致胜统计, 公司 2023 年接触器组 (含直流、交流) 占控制电器营收比例约 86.08%。

表1: 公司主营产品类别及下游应用场景

类别	收入占比	主要产品	主要应用场景	功能简介
配电电器	65%	框架断路器、塑壳断路器、隔离开关等	新能源发电电网、民用建筑、数据中心、工厂供电系统	配电电器在电力系统中承担着电能分配与系统保护的核心功能, 其通过断路器、隔离开关、熔弧装置等设备实现电网主干线路的电力调度与故障隔离, 不仅能够将高压电能转换为适合终端使用的低压电能, 还能通过过载保护、短路跳闸等机制确保电网稳定性
终端电器	20%	微型断路器、终端配电箱、插座等	民用建筑、工业OEM、智能家居	终端电器作为电力系统的末端防护屏障, 聚焦于用电设备与人身安全的精细化保护。通过小型断路器、漏电保护器和自复式过欠压保护器等装置, 实时监测电路中的电流波动, 在检测到漏电、短路或电压异常时能快速切断电源, 保护设备
控制电器	11%	接触式继电器、热过载继电器、接触器等	工业OEM、数据中心、光伏逆变器、储能系统电路控制	控制电器作为现代电气系统的中枢神经, 通过电磁感应与智能控制技术实现对设备的精准操控, 在电路中发挥启停调度、逻辑转换、安全防护等多重作用
智能电工	4%	数字家庭综合箱、云居平台、智慧能源管理平台	智能建筑、智慧园区、零碳园区、智慧人居	智能电工作为现代电力系统与物联网深度融合的产物, 通过集成传感器、人工智能算法和云平台技术, 构建起覆盖能源生产、传输、消费全链条的智能化管理网络

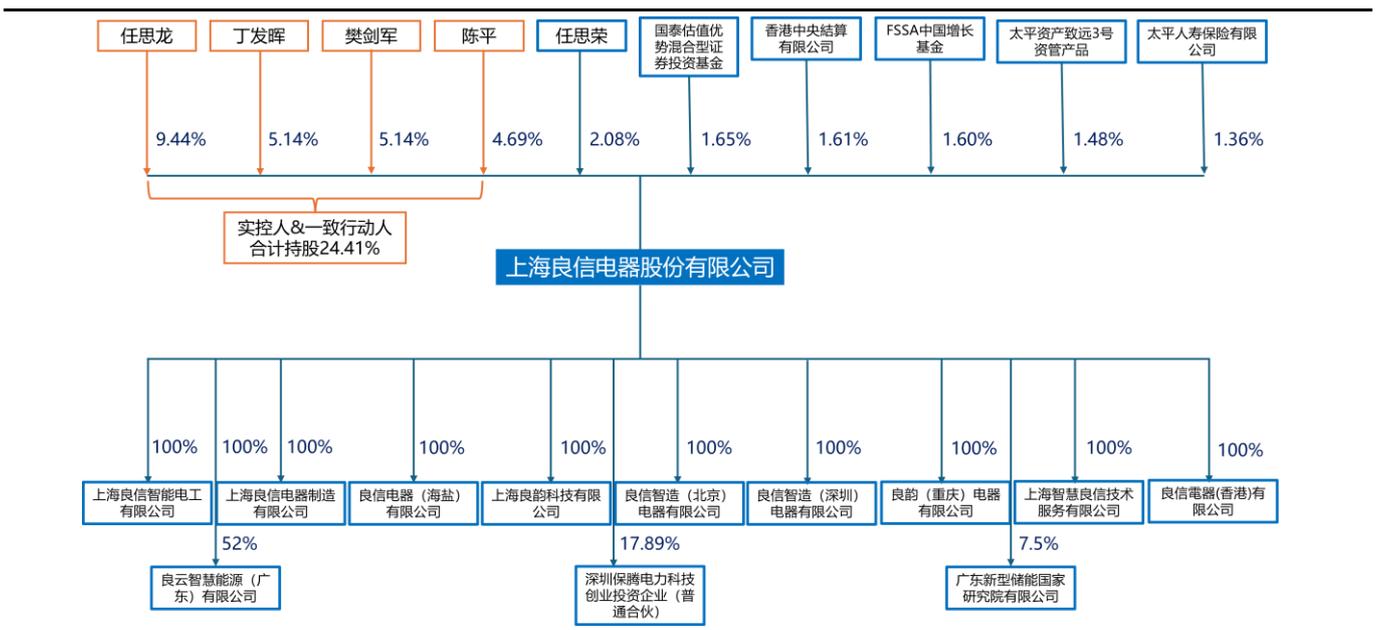
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 股权结构：管理层持股稳定，股权激励凝聚团队斗志

公司实控人（4名一致行动人）持股比例稳定，员工持股计划深度绑定员工利益与公司发展。截至 2025 年第一季度，前十大股东合计持股比例为 34.19%，公司实控人任思龙持有 1.06 亿股，占比 9.44%，与一致行动人丁发晖、樊剑军、陈平合计持股比例达 24.41%，股权结构稳定。

公司 2023 年实施奋斗者 2 号员工持股计划，旨在激励核心管理人员和技术骨干，增强团队的凝聚力和战斗力，从而推动公司长期稳定发展。2023 年公司回购专用账户中的 A 股股份合计 1209 万股，占公司总股本的 1.08%，根据公司未来 3 年业绩情况及个人考核情况分三批确认归属比例，第一/二/三批归属比例分别为 20%/30%/50%，解锁条件为：以公司 2022 年年报数据为基数，2023/2024/2025 年营业收入增长率累计不低于 20%/44%/73%，扣非后净利润增长率累计不低于 15%/32%/52%。受外部环境变化、地产需求结构性缩减的影响，23、24 两年业绩目标均未完成。

图4：股权结构图（截至 2025 年第一季度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 管理层：技术出身+管理深造背景支撑战略转型

公司核心管理团队展现出深厚的技术背景与丰富的行业经验。董事长任思龙作为公司创始人，是天水 213 机床电器厂技术骨干出身，其从业经历贯穿技术研发至企业管理全链条。一致行动人副董事长丁发晖、董事陈平、樊剑军均具有二十余年低压电器行业经验，早期均在天水 213 机床电器厂从事产品设计与研发工作，后共同参与良信股份的创立与发展，形成稳定的技术管理梯队；多位高管均通过中欧国际工商学院等知名院校的 EMBA/AMP 项目完成管理能力升级。这种“技术出身+管理深造”的高管团队有效支撑

了公司从传统电器制造商向智能配电解决方案提供商的战略转型。

表2: 公司高管团队简介

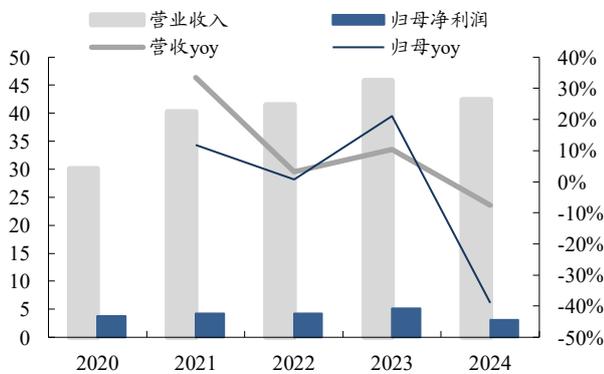
姓名	职务	学历	简介
任思龙	总裁,董事长,董事	硕士	男, 1962年4月出生, 中国籍, 无境外永久居留权, 中欧国际工商学院EMBA。1983 - 1999年在水天213机床电器厂工作, 先后担任 技术员、研究所所长、副厂长 ; 1999年至今在本公司工作, 曾担任 监事、现担任公司董事长 。1994年荣获机电部“ 部级优秀科技青年 ”称号; 2007年担任中国电器工业协会通用低压电器分会 常务理事 ; 2010年担任上海电器行业协会 第七届理事会理事、副会长 。
樊剑军	副董事长,董事	硕士	男, 1966年6月出生, 中国籍, 无境外永久居留权, 复旦大学工商管理学院EMBA。1991 - 1999年在水天213机床电器厂工作, 先后担任 设计员、天水213西安公司生产技术主管 ; 1999年至今在本公司工作, 先后担任 技术部经理、制造部经理、事业部总监, 现担任公司副董事长 。
丁发晖	副董事长,董事	硕士	男, 1967年10月出生, 中国籍, 无境外永久居留权, 中欧国际工商学院EMBA。1992 - 2000年3月在水天213机床电器厂工作, 先后担任 设计员、深圳天庆电器实业有限公司销售经理 ; 2000年4月至今在本公司工作, 先后担任 营销经理、品质经理、营销总监, 现担任公司副董事长 。
陈平	董事	硕士	男, 1967年12月出生, 中国籍, 无境外永久居留权, 复旦大学工商管理学院EMBA, 1991 - 1999年在水天213机床电器厂工作, 先后担任 设计员、产品研发主任 , 1999年至今在本公司工作, 先后担任 技术部经理、营销部经理、工控事业部总监, 现担任公司董事 。
董晓丹	副总裁	硕士	男, 1982年2月出生, 中国籍, 无境外永久居留权, 清华大学EMBA, 中欧国际工商学院CMO, 中欧国际工商学院AMP。2005年至今, 在本公司工作, 历任 办事处经理、东北大区总监、华北大区总监、建筑BU全国营销总监、全国销售部总监、营销中心总经理、营销及智能配电产品系统总经理、总裁助理, 现担任公司副总裁 。
魏佳男	副总裁	硕士	女, 1983年1月出生, 中国籍, 无境外永久居留权, 中欧国际工商学院EMBA。2005年至今, 在本公司先后担任 大客户部经理、办事处经理、行业总监、产品线总经理、上海良信智能电气有限公司总经理、总裁助理, 现担任公司副总裁 。
乔嗣健	副总裁	博士	男, 1980年6月出生, 中国籍, 无境外永久居留权, 研究生学历, 博士学位。2001年至今在本公司工作, 先后担任 营销、供应链、研发、人力资源等业务领域管理职务, 现担任公司董事、副总裁 。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.5. 业绩短期承压, 高研发投入布局未来

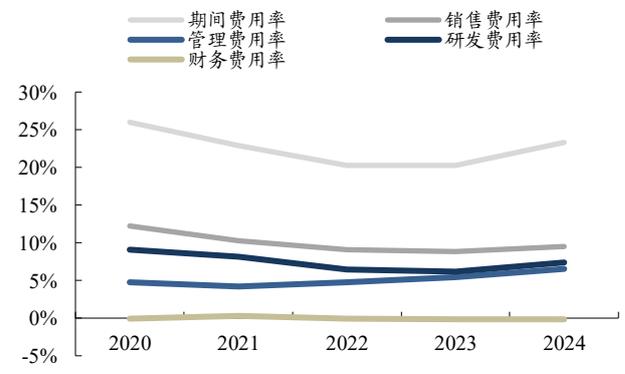
2024 全年收入承压, 费用投入反增, 低基数下次年有望同比大幅改善。公司 2024 年实现营业收入 42.38 亿元, 同比-7.57%; 归母净利润 3.12 亿元, 同比-38.94%, 主要系地产景气度下行导致对终端电器需求疲软导致。费用投入方面, 公司 2024 销售费用率 9.51%, 同比+0.68pct; 管理费用率 6.54%, 同比+1.13pct; 研发费用率 7.36%, 同比+1.19pct, 对客户直销模式的销售投入和产品智能化、模块化的研发投入彰显了公司的长期布局。

图5: 营业收入&归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2024 年期间费用率有所增长

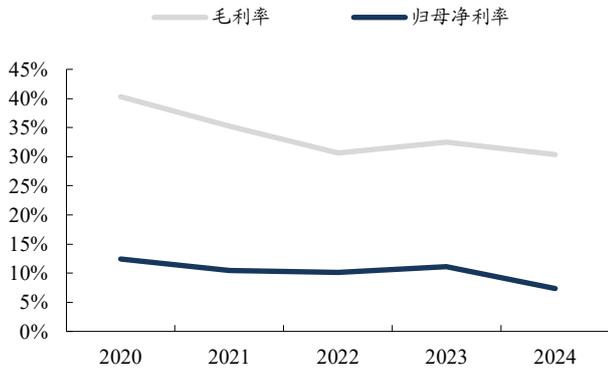


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

利润率结构性下调, 处在业务转型与地产需求收缩阵痛期。公司 2024 归母净利润率

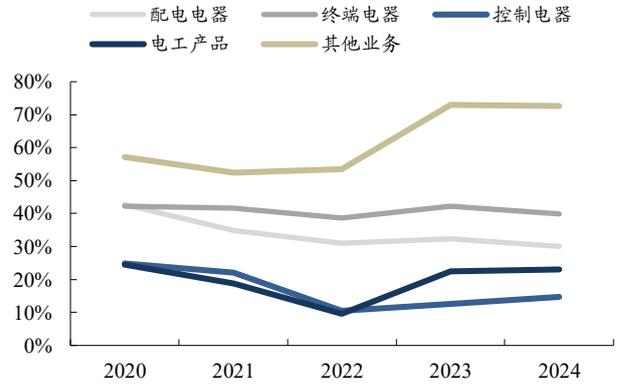
7.36%，同比-3.78pct；毛利率 30.37%，同比-2.09pct，主要系上游原材料价格波动及下游降价压力导致。分业务看，配电电器/终端电器/控制电器/电工产品毛利率分别为 30.04%/39.88%/14.74%/23.13%，高毛利的终端电器主要应用在建筑行业，业务转型和房地产需求萎缩带来的收入结构改变导致综合毛利率有所下降。

图7: 2024 年盈利能力承压



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

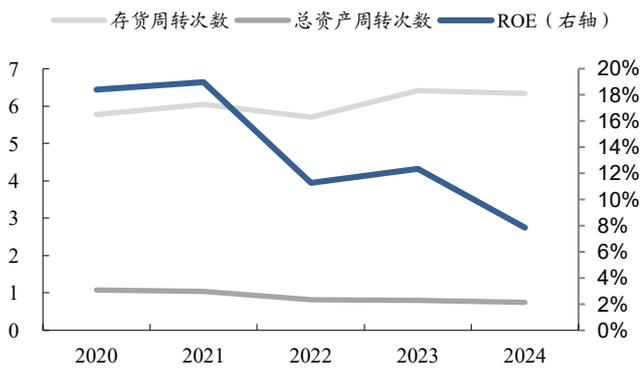
图8: 各产品毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

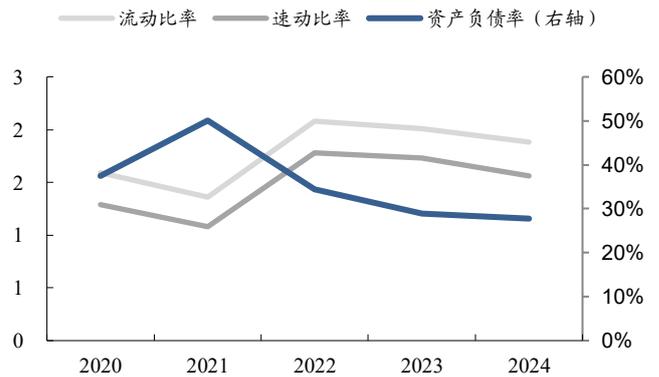
2024 全年 ROE 承压，资本结构合理，营运能力和偿债能力稳健。公司 2024 全年 ROE 7.85%，同比-4.51pct，主要受地产需求持续不景气及新能源下游调价压力影响；总资产周转次数/存货周转次数分别为 6.34/0.75 次，同比-0.07/0.05 次。公司债务水平合理，2024 年资产负债率 27.76%，同比-1.19pct；流动比率/速动比率分别为 1.88/1.56，同比略微下滑，偿债能力仍有所保障。

图9: ROE&营运能力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 资本结构&偿债能力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 周期属性弱化叠加需求主体转移，智能配电撬动第二增长曲线

2.1. 顺周期性减弱，智能配电需求推动持续稳定增长

2.1.1. 低压电器的分类：配电、终端、控制

低压电器是一种能根据外界的信号和要求，手动或自动地接通、断开电路，以实现
对电路或非电对象的切换、控制、保护、检测、变换和调节的元件或设备。根据国家标
准，额定电流在交流 1200V/直流 1500V 以下的电器均属低压范畴，可分为配电电器、
终端电器、控制电器三大类型，根据格物致胜，2023 年三类产品市场规模分别占比约
48%、35%、16%。

配电电器主要用于电力系统的分配与保护，其核心功能是在电路发生过载或短路时
及时切断电源，防止设备损坏和事故的发生。断路器是最具代表性的产品之一。断
路器通过内置的脱扣机构实现自动保护，当检测到异常电流时，能够迅速动作，隔离故
障区域。随着新能源发电的快速发展，尤其是光伏和风电装机容量的持续上升，对电
网的智能化改造提出更高要求，这也带动了中高端断路器产品的市场需求。

终端电器主要负责末端设备的用电管理，常见于家庭、商业建筑及工业终端设备中。
其典型产品包括插座、开关和熔断器等。例如，智能插座通过集成传感器和通信模块，
可实现远程控制、能耗监测等功能，满足用户对节能和便捷操作的需求。在房地产市
场经历调整后，建筑行业对低压电器的整体需求有所下降，但终端电器的智能化升级将
成为未来增长的重要驱动力。

控制电器用于自动化控制系统中，实现对电动机、照明设备及其他负载的精确控制。
接触器和继电器是该类产品的典型代表。接触器通过电磁原理实现电路的远程控制，广
泛应用于工业生产线上、电梯系统及空调设备中；而继电器则用于信号传递和逻辑控制，
是实现复杂控制流程的关键组件。随着制造业自动化水平的提升以及 AI 数据中心建设
的加速推进，对高性能控制电器的需求显著增加。在数据中心领域，为保障供电的连
续性和稳定性，对低压电器的可靠性、响应速度和智能化能力提出了更高要求。

图 11: 低压电器产品序列

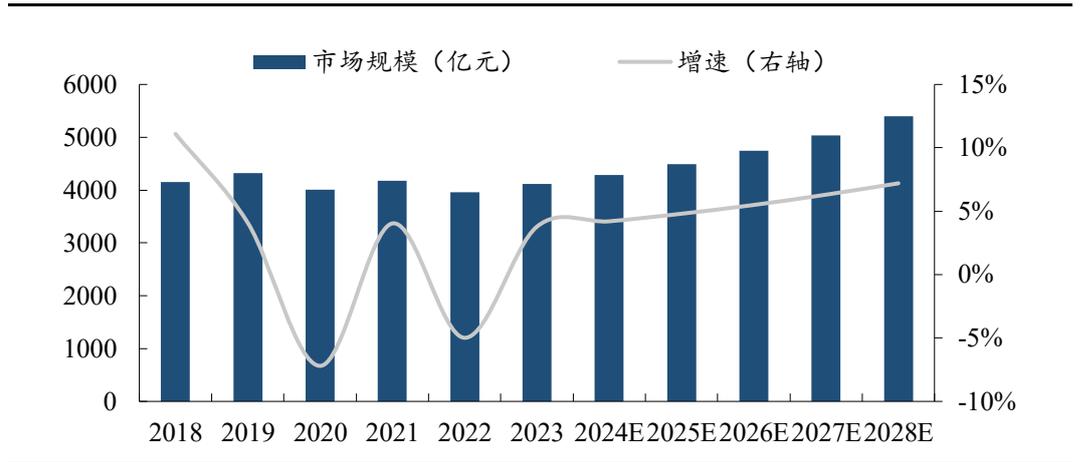


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.2. 低压电器市场规模：主要应用场景结构性转变，外部冲击下展现韧性

全球低压电器市场规模疫情后呈现稳步复苏态势。根据格物致胜，全球低压电器2023年市场规模达到4052亿元，同比+10%，预计未来5年内保持约6%的均速增长。市场规模的增长主要受益于新能源发电装机容量的快速扩张以及用电需求的稳步提升。2024年全球新能源发电装机容量达46.43亿千瓦，将推动低压电器产品向智能化、数字化方向升级。数据中心、工业控制、建筑、交通等下游应用领域的稳定需求，以及新能源汽车等新兴产业的快速发展助力了低压电器市场规模的稳步复苏。

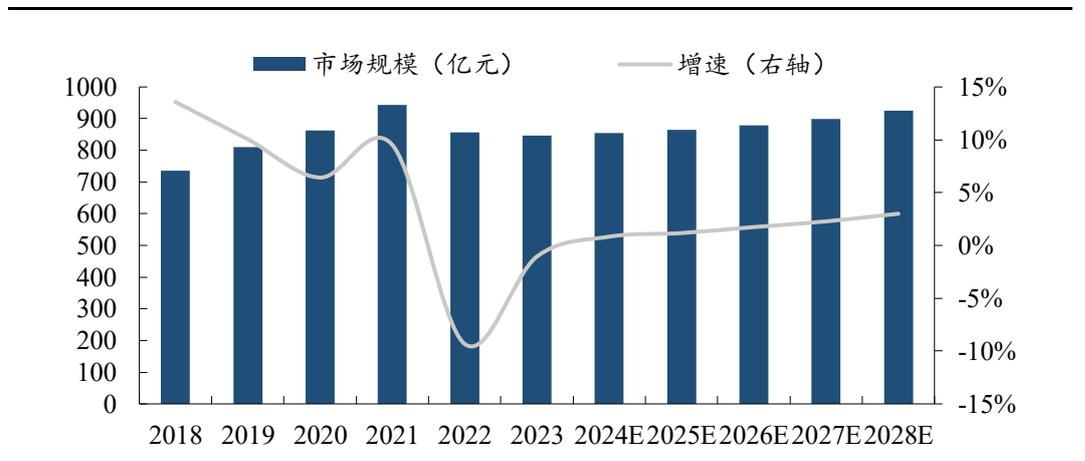
图12：全球低压电器市场规模



数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

国内低压电器市场在经过数年的波动与结构性调整后，地产需求缩减，新能源与智能配电成为新的增长主线。2021-2022年受疫情冲击，行业在供应链中断和项目投资延迟的影响下市场规模出现下滑；根据格物致胜，2023年虽面临外贸环境严峻和内需不足的双重压力，市场规模仍维持在847亿元水平，同比-1.1%，展现出较强的韧性。行业应用场景已从传统建筑领域向新能源、数据中心等新兴领域转移，这种结构性变化为广阔的国产替代空间创造了条件。

图13：国内低压电器市场规模

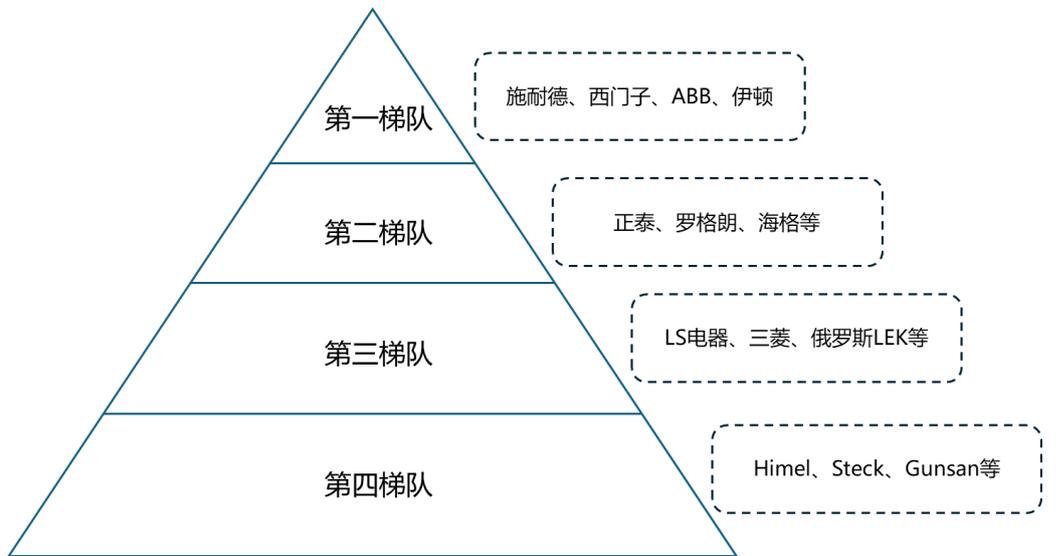


数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

2.1.3. 行业竞争格局：全球外资主导，国内格局分散

全球低压电器市场主要由跨国巨头领衔，施耐德、ABB、西门子等国际品牌凭借技术积累和全球化渠道占据中高端市场，国内品牌有较大出海业务空间。国内企业如正泰在“一带一路”战略和能源变革的引导下，海外业务体量可观；区域性品牌如美国 GE、英国 E-TCS 等在其本土也有较强品牌知名度和市场影响力。

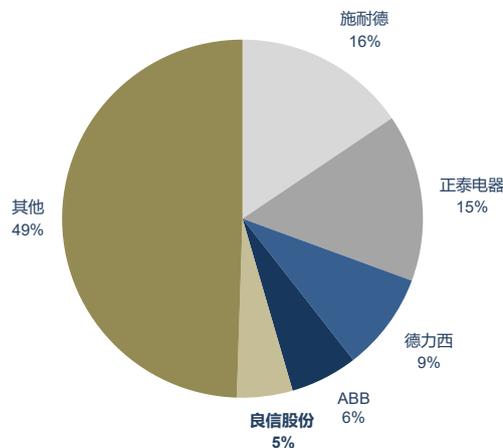
图14：2023 年全球低压电器市场格局



数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

国内低压电器市场格局分散，2023 年 CR3 仅 39.5%，CR5 为 50.5%。根据格物致胜，第一梯队企业中，施耐德市占率达 15.5% 位居第一，正泰电器以 15.1% 紧随其后。良信股份 2023 年国内市占率 5.0% 位居第五，在下游新能源发电和数据中心的低压电器供应上优势明显，其直流产品（包括直流断路器、直流开关、直流 1U 断路器等）市占率在国内位居第一，凭借强大的产品研发及定制化能力赢得市场青睐。

图15：2023 年国内低压电器主要厂商市占率

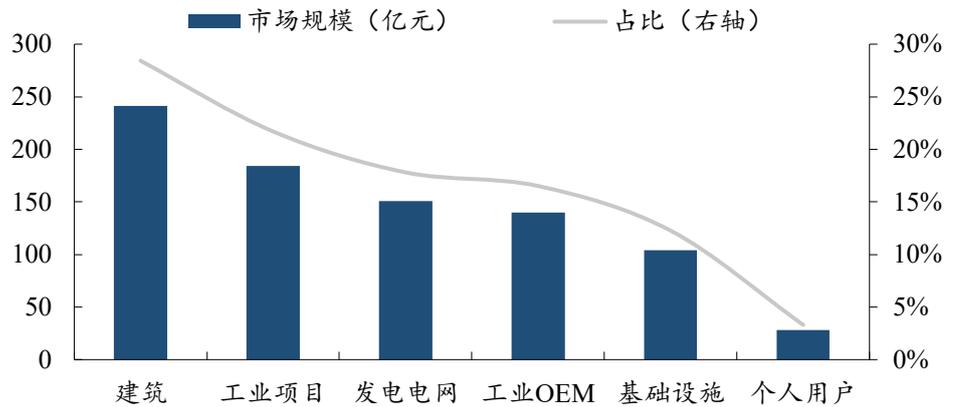


数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

2.2. 下游行业：数据中心&新能源需求增长迅速，房地产重要性减弱

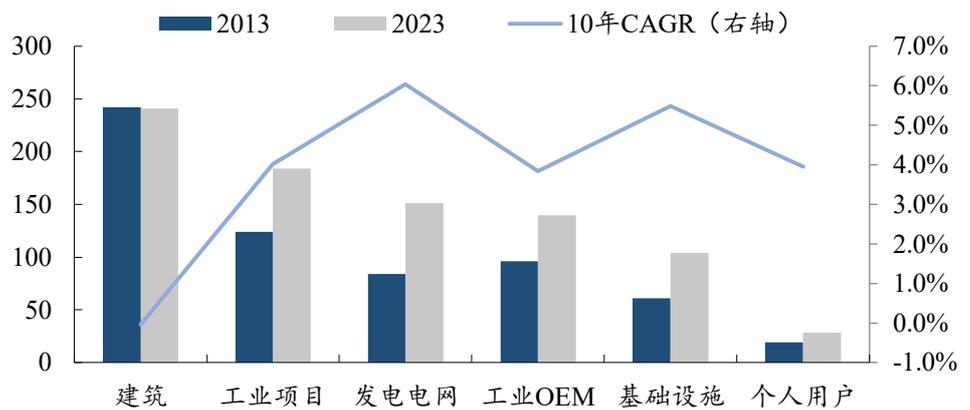
低压电器下游应用场景涵盖多个关键行业，随着新能源发电装机量及电网投资的提升，以及新增 AIDC 供电系统对低压电器的增量需求，发电电网和基础设施两大下游行业在总规模中的占比呈上升趋势。低压电器的主要下游应用包括建筑行业/工业项目/发电电网/工业 OEM/基础设施/个人用户，2023 年市场规模分别达到 241/184/151/140/104/28 亿元，占比分别为 28%/22%/18%/17%/12%/3%，其中发电电网和基础设施增长最快，2013~2023 年 10 年 CAGR 分别达到 6.0%和 5.5%。

图16：2023 年低压电器下游行业市场规模及占比



数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

图17：2013/2023 国内低压电器下游市场规模（单位：亿元）



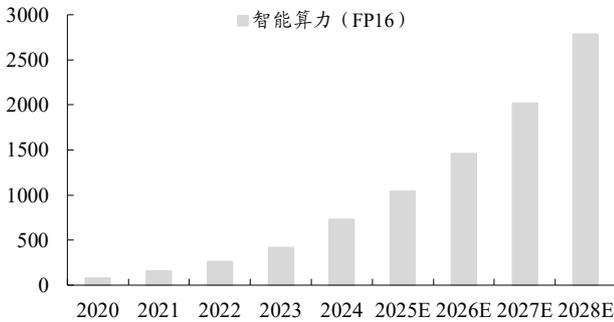
数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

2.2.1. 数据中心：AIDC 直流化引领智能配电需求，2027 年市场需求或达 362 亿元

自互联网技术革命开启以来，数字化基础设施经历了三次重大变革。21 世纪初期，随着 Web2.0 技术的普及，首批具备规模化特征的数据中心集群开始在全球范围布局，这些设施构成了现代信息社会的关键支撑；2010 年后，基于分布式架构的云计算平台逐步取代传统 IDC，实现了计算资源的弹性调配与服务的智能化供给；2020 年，人工智能

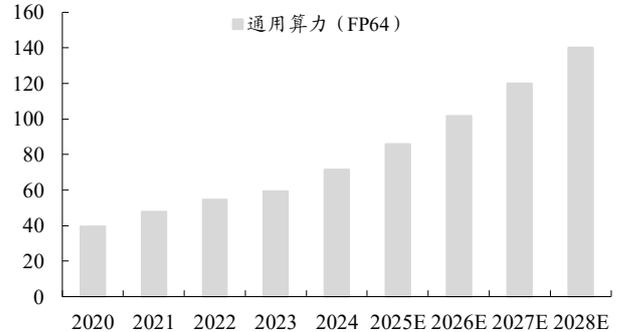
技术的突破性进展引发了第三次基础设施升级浪潮，全球算力需求呈现指数级增长态势，为应对 AI 模型训练与推理的特定需求，新一代智能计算中心应运而生。

图18: 中国智能算力规模及预测 (EFLOPS, FP16)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

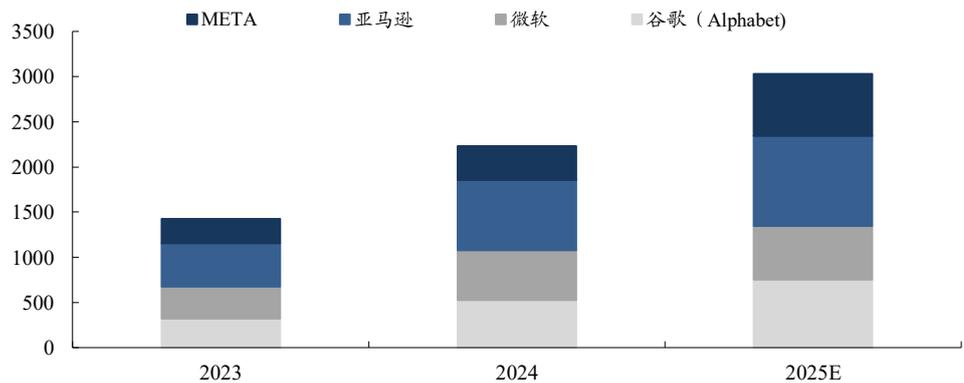
图19: 中国通用算力规模及预测 (EFLOPS, FP64)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

从北美主要 CSP 的最新资本支出指引来看，谷歌、微软、亚马逊和 Meta 均展现出对 AI 驱动的数据中心扩张的坚定承诺。根据相关公司财报及业绩会，谷歌 25Q1 资本支出达到 172 亿美元，并重申全年资本支出目标为 750 亿美元；微软同期资本支出为 214 亿美元，尽管环比略有下降，但其强调将在下半年加大投入，并计划未来两年内将其欧洲数据中心容量提升 40%；亚马逊 25Q1 资本支出达 250 亿美元，同比增长 67.6%，继续朝着全年 1000 亿美元的目标迈进；Meta 则将 2025 年资本支出指引从 600-650 亿美元上调至 640-720 亿美元，反映出其在 AI 训练和推理能力上的持续加码。

图20: 北美主要 CSP 资本开支及指引 (单位: 亿美元)

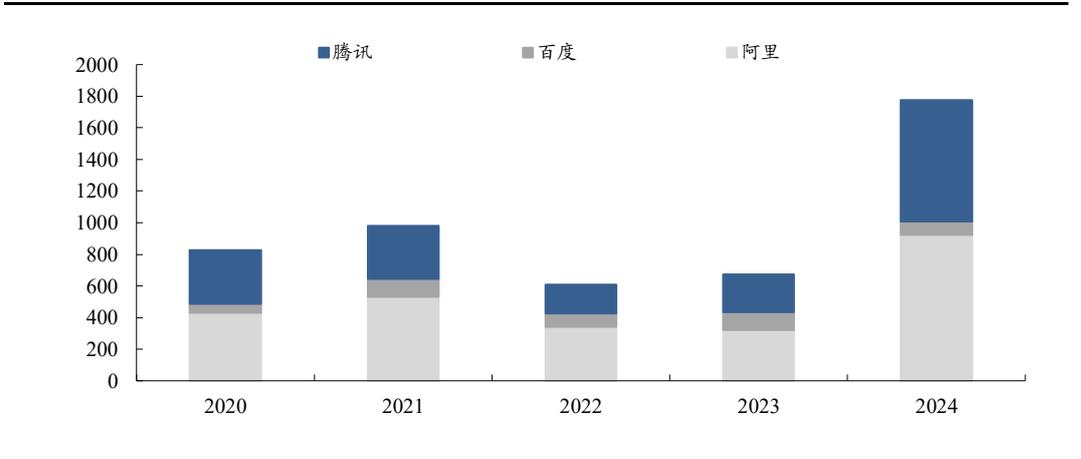


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

国内 CSP 资本支出呈指数增长趋势，阿里 FY2025 资本支出 925 亿元，同比增长 188%，腾讯 FY2024 资本支出 768 亿元，同比增长 221%。根据阿里 FY25Q3 业绩会，未来三年阿里将投入超过 3800 亿元用于云和 AI 硬件基础设施建设，这一金额超过了过去十年的累计投入，创下了中国民营企业在该领域的最高纪录。此次大规模投资主要聚焦于 AI 数据中心的建设与运营，旨在应对推理计算需求的快速增长；根据腾讯财报，

25Q1 腾讯资本开支 274.8 亿元人民币，同比增长 91%，增长主要集中在 AI 数据中心及相关基础设施建设上，反映出腾讯在人工智能领域的持续深化布局。

图21: 国内主要 CSP 资本开支 (单位: 亿元)

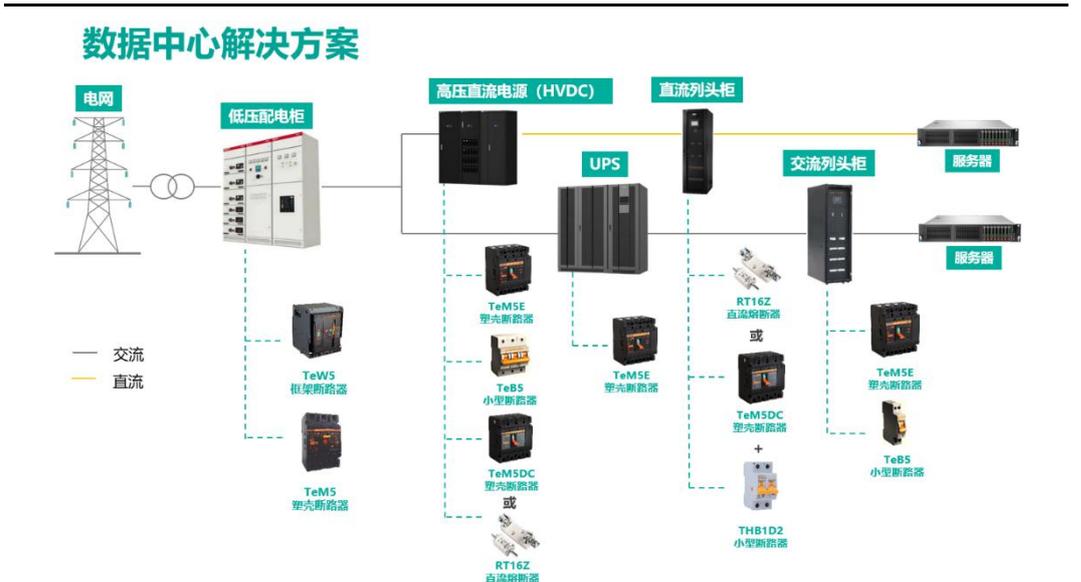


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

*注: 阿里资本开支按下一财年数额估算, 有一定误差

低压电器在数据中心及智算中心的应用主要体现在配电系统、智能监控和运维管理三大核心环节。低压电器产品作为用电负载的前端设备，为数据中心机房提供智能配电系统集成方案、低压成套解决方案及核心元器件模块化方案，覆盖从电力输入到终端设备的全链路保护。在智算中心场景中，低压电器通过高精度断路器、双电源转换开关等关键组件保障 GPU 服务器等高密度算力设备的稳定供电，同时依托智能监控技术实现能耗优化与故障预警。例如，在配电系统中，断路器、双电源自动转换开关等设备用于实现电力的合理分配与切换，确保在突发断电情况下仍能维持不间断供电。

图22: 低压电器在数据中心的应用示例

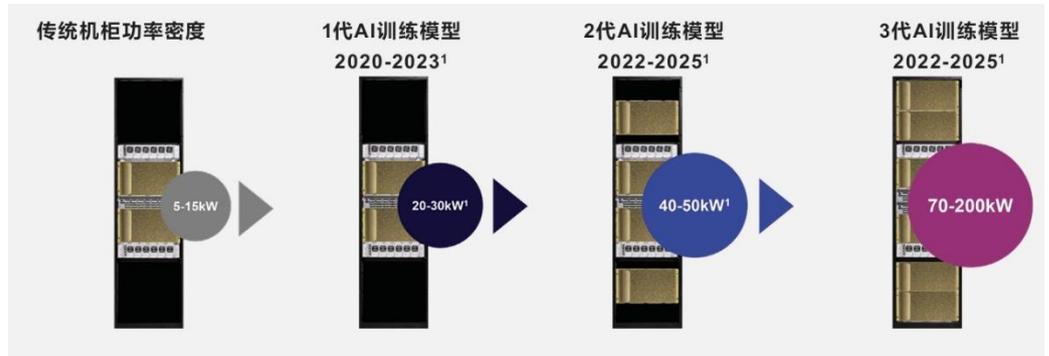


数据来源: 天正电气官网, 东吴证券研究所

智算中心由于其高功率密度、不间断运行及智能化管理的核心需求，对配电设备的性能要求显著高于传统场景，目前外资供应商供货占比达 90% 以上。AI 算力集群的部

署使得单机柜功率密度突破 20kW，叠加 24/7 运行特性，要求配电系统具备超高可靠性和快速故障隔离能力。当前外资品牌凭借先发技术优势占据 90%以上高端市场份额，随着国产厂商在智能断路器等领域的技术突破，叠加 HVDC、固态断路器等新技术渗透，本土替代窗口正在打开，未来 3-5 年国产替代空间有望加速释放。

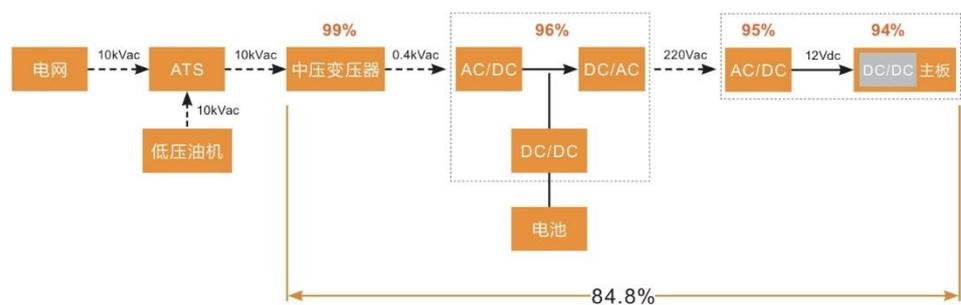
图23: AIDC 机柜功率密度不断上升



数据来源: OMDIA, 东吴证券研究所

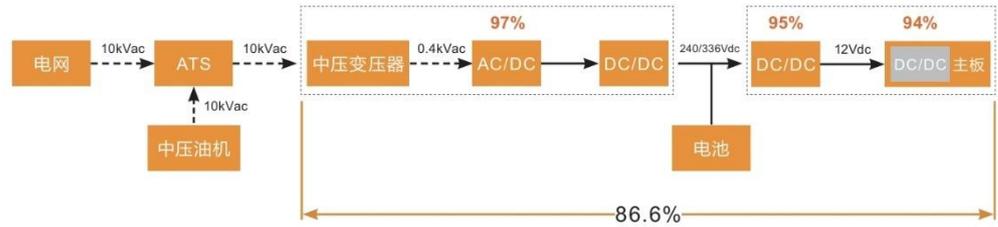
数据中心供电技术的变革正朝着直流化方向加速演进，其核心优势体现在效率提升与能耗降低的双重效应。根据维谛技术《运营商全直流供电方案》，传统 UPS 供电系统从输入侧到 IT 设备主板的全链路效率仅为 84.8%，而采用预制式直流供配电模组后，全链路效率提升至 86.6%，主要得益于模组效率达到 97%。传统 UPS 供电系统需经历中压变压器、UPS 逆变、IT 设备整流器及主板 DC/DC 变换器四环节，相比之下，HVDC 方案省去 UPS 逆变环节，直接以 DC240V 或 DC336V 母线为 IT 设备供电。集成了 10kVac 中压配电，隔离变压，模块化直流电源和输出配电单元等环节的预制式直流供配电模组解决了分立式 HVDC 系统单套功率局限 ($\leq 500kW$) 的问题，同时适配了 IT 设备向 20-40kW/机柜高功率密度发展的趋势，全链路效率较传统方案提升了约 2 个百分点。这种架构优化使得新建数据中心 PUE 可控制在 1.25 以下，显著降低运维成本。

图24: 传统 UPS 供电架构及效率



数据来源: 维谛, 东吴证券研究所

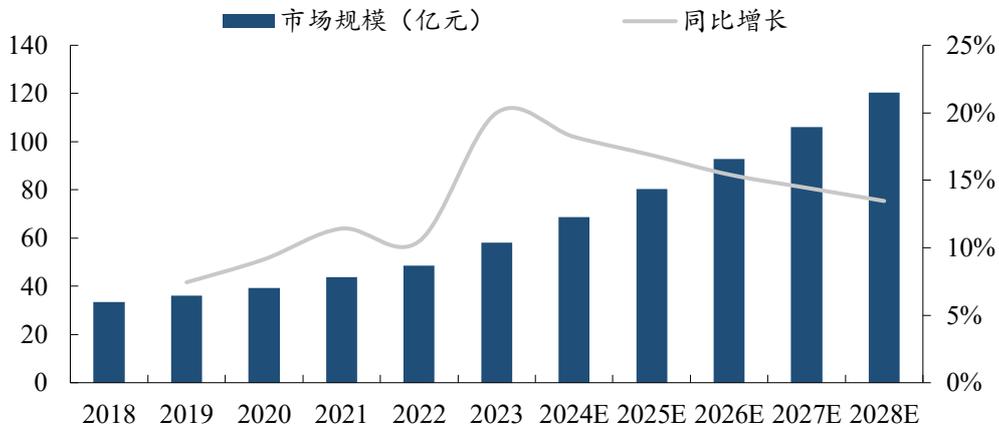
图25: 预制式直流供配电模组供电架构及效率



数据来源：维谛，东吴证券研究所

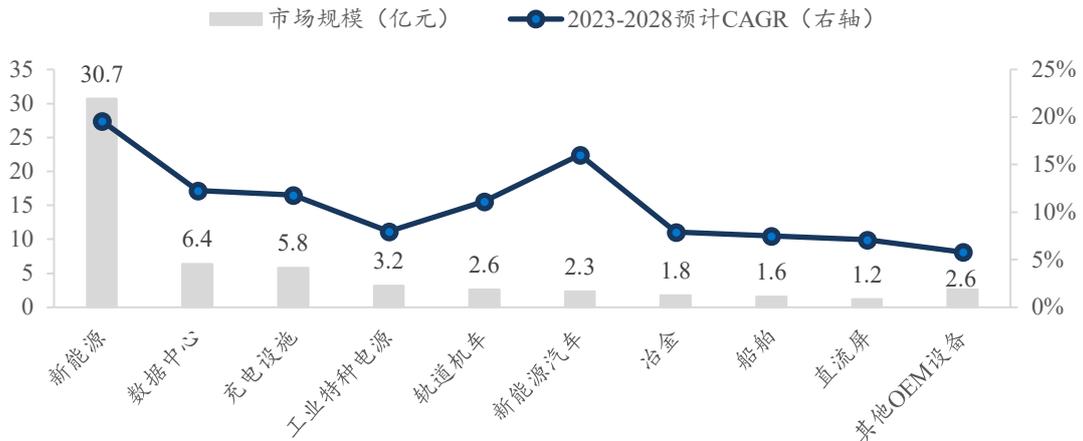
供电系统的变化不仅体现在电源本身，还延伸至配电设备层面，尤其是直流断路器和空开（空气开关），作为直流供电系统中的核心组件，其重要性日益凸显。2023年，国内直流低压电器市场规模达58.2亿元，同比+20%，其中新能源需求占比52.7%。传统交流断路器在直流环境下存在响应慢、灭弧难等问题，难以满足高功率密度、高稳定性的需求。直流断路器专门针对直流电流特性设计，具备更快的断电响应时间和更强的灭弧能力，能够有效保障数据中心在突发情况下的电力安全。

图26：2023年直流低压电器市场规模



数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

图27: 2023年直流低压电器下游行业市场规模



数据来源: 格物致胜, 东吴证券研究所

基于 IDC 对全球数据中心及人工智能数据中心的能耗预测, 我们对低压电器在数据中心行业的价值量进行了测算。测算基于以下假设:

- (1) 数据中心全年运行, 运行 8760 小时/年;
- (2) 交流低压电器价值量 0.3 元/瓦, 直流低压电器价值量 0.6 元/瓦;
- (3) 2022-2027E 直流产品在智算中心和通用数据中心渗透率分别为 5%/8%/10%/20%/30%/40%, 3%/3%/5%/10%/15%/20%;
- (4) 数据中心 PUE 在 2022-2027E 分别为 1.4/1.4/1.3/1.2/1.1/1.05。

据测算, 2027 年全球数据中心行业低压电器市场规模可达 362 亿元, 其中对直流低压电器的需求规模达 87 亿元。

图28: 数据中心行业低压电器价值量测算表

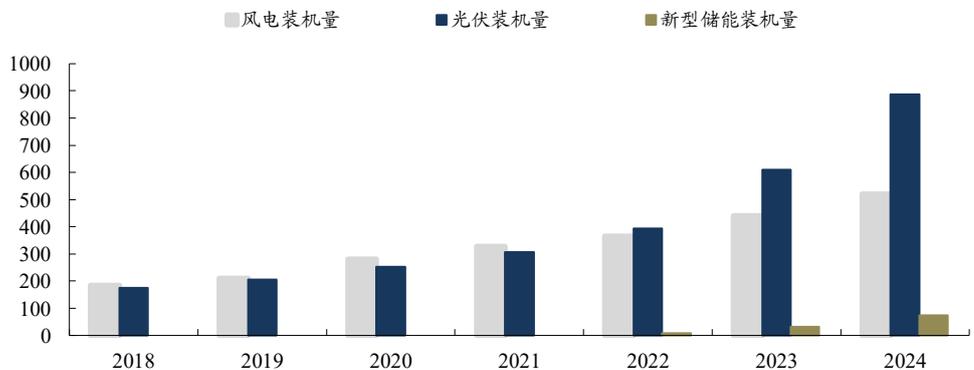
交流低压电器价值量	0.3 元每瓦					
直流低压电器价值量	0.6 元每瓦					
直流渗透率 (智算中心)	5%	8%	10%	20%	30%	40%
直流渗透率 (通用数据中心)	3%	3%	5%	10%	15%	20%
PUE	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.05
IT设备能耗 (TWh)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	23	23	55	78	106	146
通用数据中心	280	351	396	482	599	668
IT设备能耗总和	303	374	451	560	705	814
IT设备功率 (GW)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	3	3	6	9	12	17
通用数据中心	32	40	45	55	68	76
IT设备功率总和	35	43	51	64	80	93
配套设备功率 (GW)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	1	1	2	2	1	1
通用数据中心	13	16	14	11	7	4
配套设备功率总和	14	17	15	13	8	5
低压电器价值 (亿元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	12	12	27	38	52	74
通用数据中心	138	174	185	218	259	288
全球数据中心低压电器市场规模	150	186	212	256	311	362
yoy		24%	14%	21%	21%	16%
其中: 直流低压电器市场规模	5	7	12	29	54	87
yoy		42%	79%	146%	85%	60%

数据来源: IDC, 东吴证券研究所测算

2.2.2. 新能源: 风光储装机量持续增长, “四可” 要求催生智能配电需求

全球可再生能源装机规模持续扩张, 光伏、风电及新型储能装机量呈现加速发展态势。2024 年光伏/风电/新型储能装机量 886.66/520.68/73.80GW, 同比增长 45.47%/17.98%/135.11%, 光伏/风电 5 年 CAGR34.07%/20.01%, 新型储能 2 年 CAGR 达 191.25%。储能系统作为解决可再生能源间歇性问题的关键配套, 随着电池成本下降和政策支持力度加大, 其装机规模正经历加速增长阶段, 特别是在电源侧调频和用户侧峰谷套利场景中渗透率快速提升。从技术路线看, 锂电储能占据主导地位, 压缩空气、液流电池等长时储能技术也开始进入商业化示范阶段。未来随着技术成熟及政策推进, 风光储一体化项目将成为新型电力系统建设的重要方向。

图29: 新能源装机量 (单位: GW)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

光伏/风电装机量激增，随着新能源电站规模扩大，传统断路器在应对风光发电的间歇性、波动性方面显现短板，在动态负载调节、故障自愈等场景的性能不足，智能断路器逐渐成为刚需。光伏电站因逆变器并网需要，侧重防逆流保护和谐波抑制功能；风电场要求断路器具备低电压穿越能力，以应对电网瞬时电压跌落；储能系统则强调双向功率控制精度，确保充放电过程安全。根据国家能源局《分布式光伏发电开发建设管理办法》，新建的分布式光伏发电项目应当实现“可观、可测、可调、可控”，提升分布式光伏发电接入电网承载力和调控能力，进一步明确了智能断路器在光伏发电的刚需。

智能断路器在新能源电站中主要实现过载保护、电弧检测与拓扑重构三大核心功能。过载保护功能通过实时监测电流变化，在毫秒级时间内切断故障电路，可将事故率降低40%以上。电弧检测技术采用高频采样（采样率达10kHz）和AI算法，能识别90%以上的潜在电弧故障，相比传统方案误报率下降60%。拓扑重构功能则依托智能断路器的快速切换能力（动作时间<20ms），在电网故障时自动重组供电路径，使新能源电站的供电可靠性提升至99.98%。这些功能协同作用，有效解决了新能源发电间歇性带来的电网波动问题。

表3: 分布式光伏“四可”催生智能断路器需求

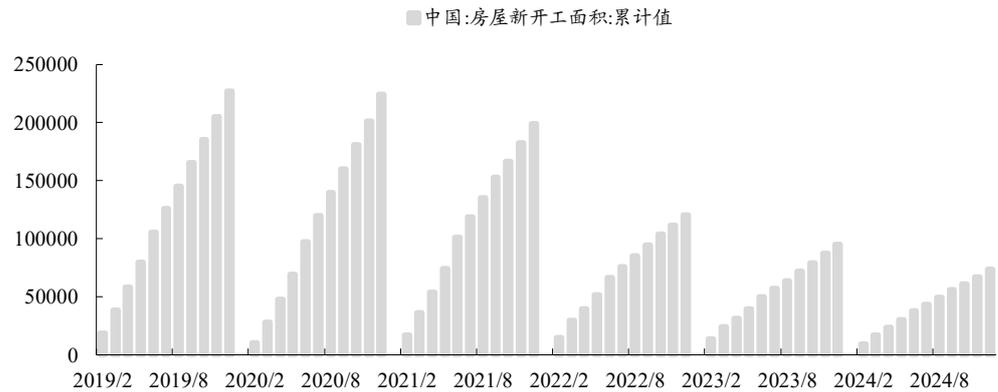
分布式光伏“四可”要求	
可观	实时观测光伏系统的运行情况实现对分布式光伏的统计数据、运行状态、调节控制、异常告警的全面可视化展示。
可测	对分布式光伏用户的数据进行分钟级采集，以实现实时感知、运行监测和异常分析，为故障预警和异常分析提供数据支持。
可调	通过调整逆变器、储能等设备，建立柔性调节能力，以实现分布式光伏发电功率的灵活调节，保障电网稳定。
可控	通过光伏专用断路器等设备，建立刚性控制能力，确保所有分布式光伏用户都能实现全面监控，包括开关机控制、功率控制等。

数据来源：奋兮科技，东吴证券研究所

2.2.3. 建筑：房地产开工尚待复苏，智能家居市场逆势增长

房屋新开工面积持续收缩，地产景气度修复仍需时日。2024 全年/25Q1 房屋新开工面积 7.39/1.30 亿平方米，同比-22.52%/-24.80%；2024 全年/25Q1 房地产开发企业到位资金 107661/24729 亿元，同比-15.53%/-3.74%。房企资金链紧张是制约新开工的核心因素。2024 年房地产开发企业到位资金中，定金及预收款下降 23.0%，个人按揭贷款更是大幅下滑 27.9%。当前行业处在主动去库存周期，新开工市场的复苏还将依赖销售回款的明显改善、存量土地资源的有效盘活和“三大工程”对投资的实质性拉动。

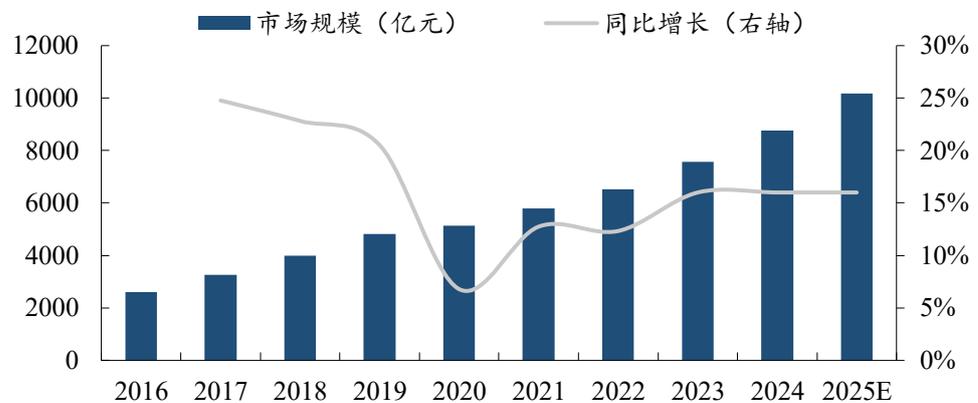
图34: 近5年国内房屋新开工面积(单位: 万平方米)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

尽管地产景气度处于下行周期, 智能家居市场规模仍逆势增长。2024年达8767亿元, 同比+16.00%, 5年CAGR12.72%。智能家居是指通过物联网技术将家庭中的各种设备连接起来, 实现远程控制、自动化管理和智能交互的一种现代化居住方式。智能家居的逆势增长主要得益于政策推动、消费结构升级及存量建筑节能改造需求。在智能家居场景中, 现代低压电器已从基础电力保护功能演进为具备远程监控、能耗优化等智能化的终端节点。

图35: 中国智能家居市场规模



数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所

2.2.4. 工业&电网: 配电绿色智能化转型, 提振智能低压电器需求

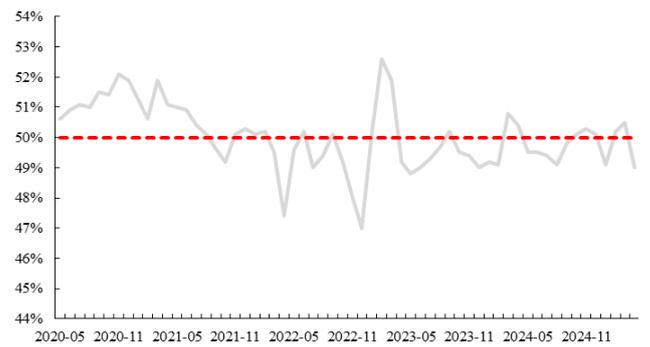
国内工业景气度整体向好, 制造业 PMI 和工业固定资产投资完成额等核心指标均展现出扩张趋势, 新增厂房与产线组成结构持续优化。2024 全年制造业 PMI 勉强维持在荣枯线附近, 2025 年 3 月录得 50.5, 较年初有所回升; 工业固定资产投资完成额累计同比增长维持在 12% 上下。在工业新增厂房方面, 随着制造业转型升级步伐加快, 对定制化、智能化、绿色化工业厂房的需求显著上升, 特别是新能源、高端装备制造、生物医药等领域, 对高标准厂房的依赖程度加深, 推动相关工程项目的落地速度; OEM 产

线的建设也呈现出结构性分化特征，原材料加工和出口导向型行业新增产线数量较多，而部分传统制造业则因需求疲软而放缓扩张节奏。

低压电器作为电力系统中不可或缺的基础组件，广泛应用于各类工业厂房及 OEM 产线中，承担着电路连接、断开、保护及控制等功能。在工业厂房中，可以通过断路器、接触器等实现电机启停保护；在自动化产线上，可以利用 PLC 与低压电器协同完成流水线逻辑控制，以及通过智能配电系统优化能源管理。

图36: 中国工业固定资产投资完成额累计同比

图37: 中国制造业 PMI

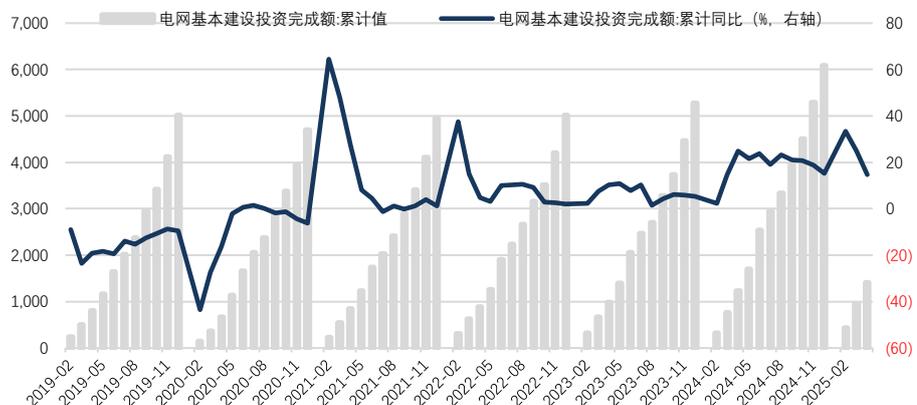


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国内电网投资规模持续扩大，新能源装机规模快速增长，风电、光伏等可再生能源占比持续提升，2024 年国内新能源发电装机容量占总发电装机容量的比例达到 43.85%，对电网的灵活性、稳定性和智能化水平提出更高要求，低压电器作为配电系统的核心组件，在配电网智能化改造中承担了关键任务。2024/25Q1，国内电网基建投资完成额达 6083/956 亿元，同比+15%/+25%。智能断路器通过快速切断故障电流、实时监测电能质量等功能，能够有效缓解新能源发电间歇性对电网稳定性的冲击；随着特高压配套电网建设加速，低压电器在电压等级转换环节的应用场景进一步拓展，用于特高压配套变电站用电系统、控制保护电源等关键环节。

图38: 国内电网基本建设投资完成额累计值 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

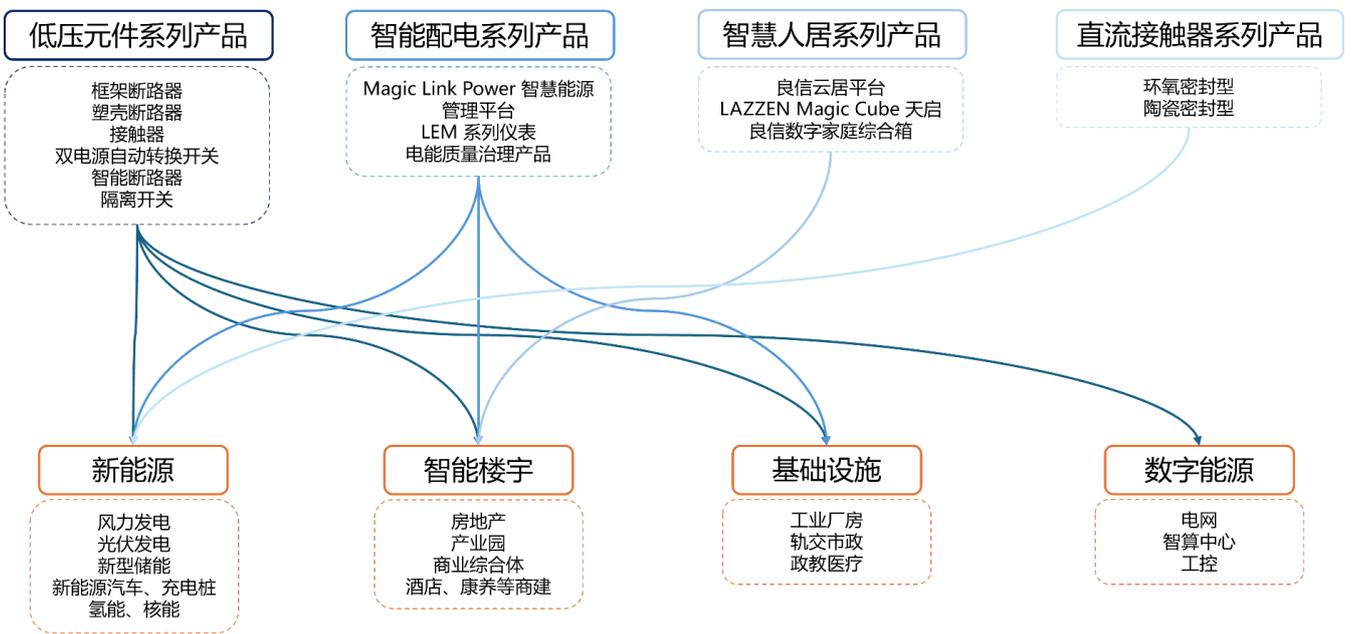
3. 高性价比推进国产替代，“两智一新”重构产研生态

3.1. 公司产品布局：广覆盖、稳转型、高性价比

3.1.1. 公司主要产品及对应下游

公司是国内低压电器行业高端市场的领先企业之一，从事配电电器、终端电器、控制电器以及智能家居、中低压智能配电柜等产品及相关软件系统的研发、生产和销售。公司生产的低压电器产品作为用电负载的前端设备，广泛应用于新能源、智算中心、新能源汽车、电力、工业、基础设施、智能楼宇等国民经济的各个领域。

图39：公司主要产品及对应下游



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 产品高性价比助推国产替代进程

在保证性能过关的条件下，公司的产品相较外资有着突出的性价比优势。公司始终秉持“以客户为中心，以市场为导向”的发展理念，把握市场动态，洞察行业趋势，凭借卓越的自主研发能力与高效的客户响应机制，不断推出契合市场需求的前沿产品，致力于推动外资品牌的国产化替代进程，坚定不移地朝着塑造国际知名品牌的目标迈进。公司的低压电器产品在性能指标上几乎与外资品牌齐平，尤其在分断能力、电气寿命等核心参数上已达到国际水平。同时，公司产品凭借本土化供应链优势，在价格上显著低于外资同类产品，性价比优势显著。以塑壳断路器产品为例，良信 NDM3 系列塑壳断路器产品在参数相近的情况下，参考价格仅是外资品牌的约 1/4。

图40：三款参数相近的塑壳断路器产品价格对比

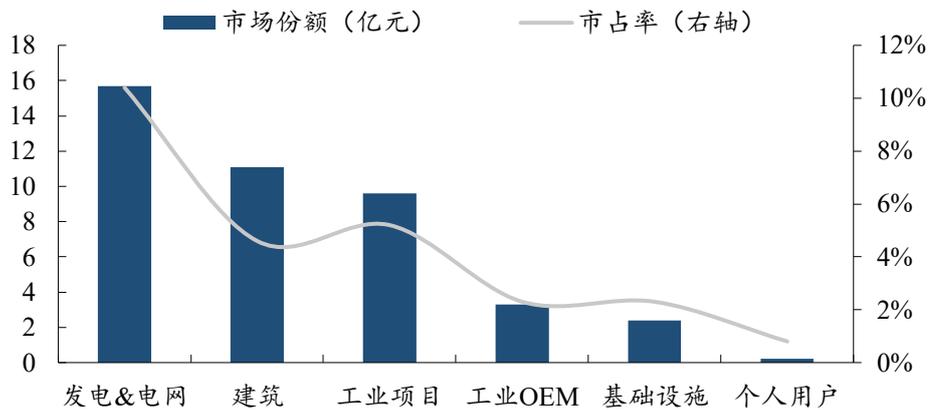
生产厂商	产品名称	极数	壳架电流	额定电流	分段能力	参考价格 (元)
ABB	T5H630 PR221DS-LSI R630 FF 3P	3P	630A	630A	70KA	7235
施耐德	CVS630H/ETS2.3 3P 630	3P	630A	630A	70KA	6500
良信	NDM3-630M/3300 630A	3P	630A	630A	70KA	1778

数据来源：电气云，东吴证券研究所

3.1.3. 公司市场份额：新能源发电遥遥领先，智能电工巩固建筑市场

公司贯彻执行“两智一新”发展战略，在下游新能源发电行业具有显著的先发优势，市占率稳居第一。根据格物致胜，2023 年公司在发电电网/建筑/工业项目/工业 OEM/基础设施/个人用户下游市场市占率分别达 10.4%/4.6%/5.2%/2.3%/2.3%/0.8%，市场份额达 15.7/11.1/9.6/3.3/2.4/0.2 亿元；公司框架断路器出货量超过 20 万台，在国内新能源框架产品市场占有率超过 60%，助力新能源发电设备累计出货量超过 200GW，低压元件市场规模连续保持行业第一。公司通过提供智能化、模块化的低压电器解决方案，满足了新能源项目对高效、安全、稳定电力系统的需求。

图41：2023 年公司下游细分市场份额及市占率



数据来源：格物致胜，东吴证券研究所

3.2. 公司核心竞争力：“两智一新”发力智能配电，海盐工厂赋能产研创新

3.2.1. 贯彻“两智一新”发展战略，领衔配电智能化转型

公司以“创新、联接、时尚”为价值内核，以“两智一新”为战略指引，着力构筑新时代背景下的崭新品牌形象，加速迈向数字零碳新征程。公司早在 2022 年就认识到，数字化转型是场事关长远、考验耐力的“马拉松”，着眼的决不仅仅是立竿见影的业绩增

长，而是在新一轮产业革命大背景下构筑企业竞争新优势。

公司长期贯彻“两智一新”战略规划，重点布局配电智能化、人居智慧化和新能源电气技术。配电智能化方面，加大框架断路器、塑壳断路器以及集成业务等投入，凭借更高效、更智慧的低压配电解决方案满足客户所需；人居智慧化方面，持续引领电器互联互通、计量信息上传、边缘计算等技术升级，依托房地产 B2B 平台优势，实现灵活便捷的智能家居管理，赋能美好生活；新能源电气技术领域，致力深耕“风光储”、“氢车充”低压电气系统解决方案，与合作伙伴共建智慧电气零碳新生态。

图42：公司“两智一新”相关产品

产品示例	产品名称	适用范围	下游应用
	NDM3DE系列智能化塑壳断路器	适用于交流50Hz/60Hz，工作电压AC380V至AC415V，额定工作电流32A~630A的电路中做不频繁转换之用。断路器具备给终端设备反馈产品的电流、电压、功率、电能、寿命等信息且精度达到电表级，用于对负载端的检测和监控，降低电网的运维成本，也为将来的能效系统提供必要的依据。	主要应用于公共建筑、工业建筑、商业建筑等领域，也可向新能源拓展。
	NEA E系列智能配电箱	适用于交流50Hz，额定绝缘电压690V，工作电压AC400V及以下，额定电流630A及以下的低压配电系统中，可用于馈电、照明，以及动力负荷控制。NEA E系列低压开关柜以标准化和模块化的功能单元设计，以及网络化和智能化的通讯监控功能，为客户提供定制化配电解决方案和可靠电力保障。	可泛用于电力系统、通信机房及数据中心、市政基础设施（机场、商用地产、高端民用地产、医院、轨道交通）及工业设施（石油化工、电厂、钢铁及有色金属、造纸、水处理、水泥及玻璃、食品饮料、医药、纺织）等行业的配电场所。
	Magic Link Power 智能云配电系统	良信智能云配电系统，是具备采集、监控、分析、预测、指导，易用高效的电气系统化产品方案。系统通过底层良信智能配电器件及智能传感器，采集项目配电线路状态、故障、电量、健康及环境等信息，使用边缘计算网关对数据处理，并运用多元通信技术进行上传，通过智能云配电Web端及APP软件数据分析，实现配电就地站控、本地、云端管理。系统集成场站管理、能效管理、元件管理、故障管理、智能运维、无线测温等功能模块。	助力工业、公建、地产、商业、交通、信息通讯、新能源、工控等行业配电数字化及低碳化转型。
	NDG3A-400C直流高压隔离开关	适用于直流DC1500V及以下，额定工作电流400A及以下低压配电网络中，作为不频繁接通、分断电路及线路的隔离之用，可提供手动断路、短时大电流过载等功能。	主要应用于新能源集中式光伏汇流箱等。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2.2. 海盐工厂全流程数字化，显著提升产研效率

2019年，良信电器启动了总投资约23.8亿元、占地206亩的海盐智能生产基地建设项目，该项目覆盖低压电器全产业链，致力于打造集研发、设计、制造、加工及服务于一体的智能化生产基地，截至2024年末已将全部产能转移至海盐工厂，目标实现百亿产值。通过引入自动化高精装备、智能物流仓储配送系统和工业互联网平台，良信电器实现了从模具、冲压、注塑、电镀、焊接、电子、装配到仓储物流的全流程智能化管理，标志着公司在智能制造领域的重大突破。

作为浙江省“未来工厂”之一，海盐基地按照工业4.0标准建设，不仅提升了生产效率和产品质量，还显著降低了研发周期。数据显示，通过数字孪生技术和自动化控制系统的应用，良信电器实现了在线检测精度达到3μm以内，研发周期缩短30%，生产效率提高27.94%，订单准时交付率提升21.18%。此外，MES系统的应用进一步优化了生产流程，使制程直通率提升30%，人均小时产能提升8.9%，工单及时交付达成率提升17.93%。

图43: 海盐工厂鸟瞰图

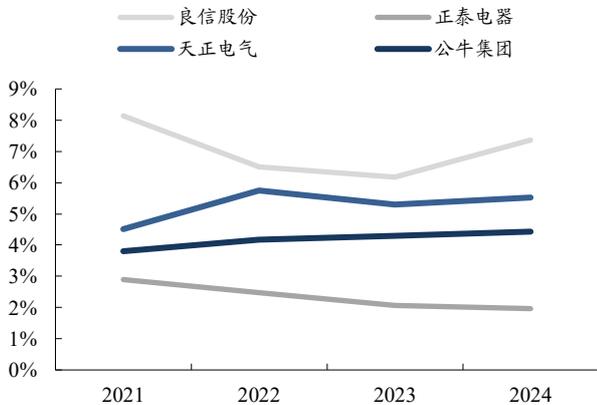


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.2.3. 研发投入行业领先, 积极拓展直流产品

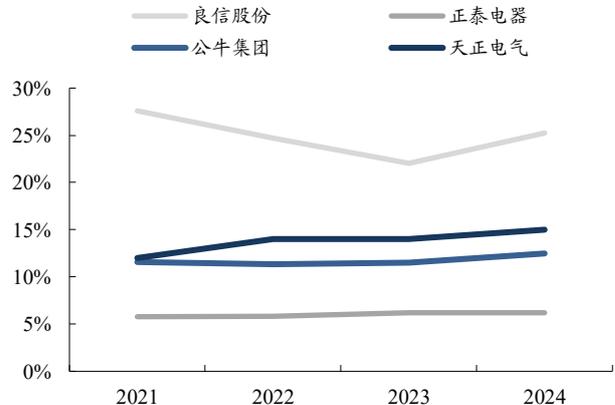
良信股份高度重视技术研发投入, 研发费用率与研发人员数量占比位居行业前列, 持续推动产品创新与技术升级, 以巩固其在智能配电领域的领先地位。2024年, 公司研发费用率达 7.4%, 研发人员数量占比达 25.2%, 显著高于可比公司平均水平。尽管营收经历波动调整, 公司始终重视研发投入, 长期保持着较高的研发费用率水平。

图44: 可比公司研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图45: 可比公司研发人员占比

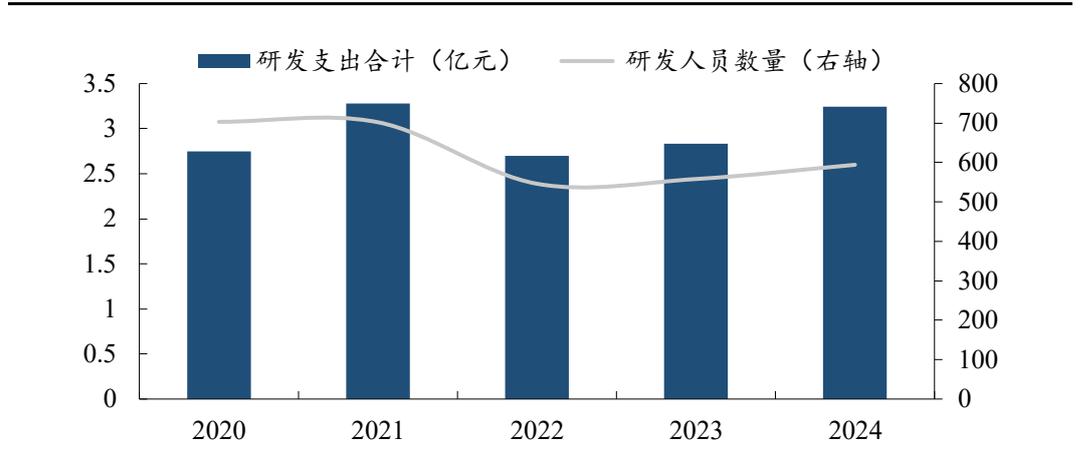


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司凭借持续的研发投入和丰富的专利储备, 构建了在 AIDC 领域的核心竞争力。公司在研发投入方面持续加码, 2024 年全年研发投入达 3.25 亿元, 同比增长 14.68%, 并新申请专利 456 项, 其中发明专利 127 项, 累计申请国内外专利 3103 项 (含 PCT 国际申请 26 项), 其中发明专利 922 项, 累计获得授权 2171 项, 展示出强大的创新能力。公司取得的专利涵盖智能配电、直流接触器、隔离开关等关键产品, 为公司在 AIDC 领域提供了坚实的技术支撑。此外, 公司深耕数据中心领域超过 20 年, 与国内华为、中兴通讯、海外维谛技术等头部 AIDC 解决方案供应商保持良好合作关系, 共同开发适配市场需求的定制化产品; 公司积极推进新产品 UL、CE 等国际认证, 为拓展北美、东

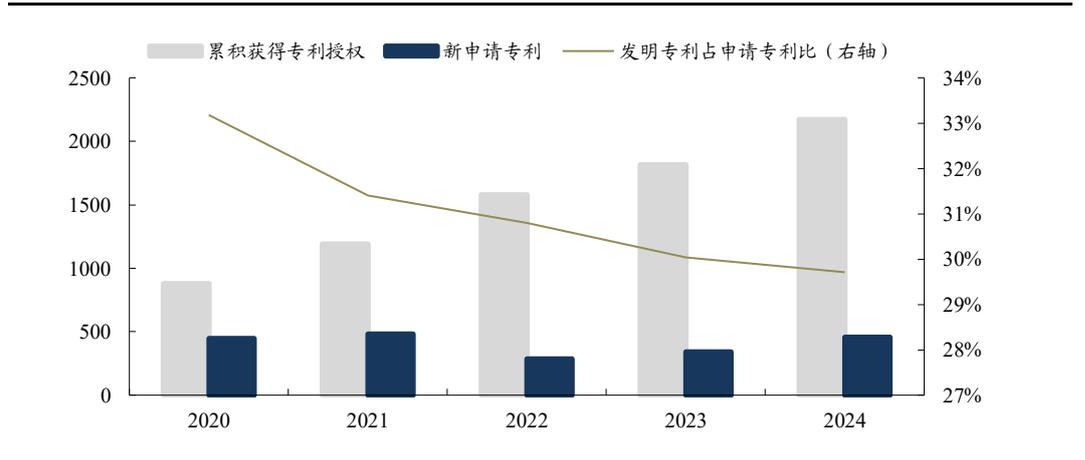
南亚等市场打下基础。

图46: 公司研发支出&研发人员



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图47: 公司累计申请与获得专利授权情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司在直流化产品上的持续创新和市场拓展,使其在新能源和 AIDC 等新兴领域具备较强的发展潜力。在直流化产品布局方面,良信股份推出了多款适用于新能源、数据中心等场景的直流产品,如直流接触器、直流断路器、直流高电压隔离开关等,具备高电流、高电压承载能力和高可靠性,广泛应用于储能、新能源发电、数据中心 HVDC 系统。2024 年,公司完成超 160 项产品开发和提升计划,84 款产品的开发与优化,其中 19 款为全新产品,52 项为性能提升与功能拓展产品,展现了其在产品上的快速迭代能力。

表4: 公司部分直流产品

产品示例	产品名称	适用范围	下游应用
	NDM3Z系列直流塑料外壳式断路器	适用于直流系统应用环境, 额定工作电压DC1500V, 额定工作电流至800A的电路中。断路器具有过载、短路保护功能, 能保护线路和电源设备不受损坏。	广泛用于新能源、电力发电、输变电、通讯、工控、地产、电力电源、轨道交通、工(公)建等行业中。
	NDM3ZB直流三段式塑壳断路器	适用于直流系统应用环境, 额定工作电压DC250V, 额定工作电流至800A的电路中。断路器具有过载长延时、短路短延时(可调)、短路瞬时保护功能, 能保护线路和电源设备不受损坏。	广泛用于新能源、电力、工控、地产、电力电源、电信、轨道交通、工(公)建等行业中。
	NDZ3T系列直流接触器	适用于工作电压至DC750V, 工作电流为40~400A的直流系统中。	主要用于电动汽车、充电桩、充电站等领域。
	NDG3A-400C直流高压隔离开关	NDG3A-400C直流高压隔离开关适用于直流DC1500V及以下, 额定工作电流400A及以下低压配电网中, 作为不频繁接通、分断电路及线路的隔离之用, 可提供手动断路、短时大电流过载等功能。	主要应用于新能源集中式光伏汇流箱等。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表5: 公司 2025 年新取得直流相关专利一览 (截至 2025/5/10)

专利号	专利名称	专利类型	申请日	有效期	证书号
ZL 2024 2 0408426.X	直流接触器壳体及直流接触器	实用新型	2024/3/4	10 年	第22749645号
ZL 2019 1 0562499.8	一种直流接触器的动触头组件及该直流接触器发明	发明	2019/6/26	20 年	第7806322号
ZL 2024 2 0290540.7	一种触头机构、直流接触器及配电箱	实用新型	2024/2/8	10 年	第22617518号
ZL 2024 2 0412610.1	直流接触器壳体及直流接触器	实用新型	2024/3/4	10 年	第22619233号
ZL 2023 2 3422713.0	一种通信电路、直流开关装置及直流开系统	实用新型	2023/12/14	10 年	第22033872号
ZL 2023 2 3442834.1	直流接触器的控制电路和直流接触器	实用新型	2023/12/15	10 年	第22018863号

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.4. 数据中心需求增长迅速, 打开公司增长空间

基于此前对低压电器在数据中心行业价值量的估算, 我们对公司在数据中心行业未来的收入空间进行了测算。测算基于以下增量假设:

(1) 公司整柜业务价值量 0.9 元/瓦, 2022-2027E 整柜业务占比分别为 0/0/1%/3%/5%/7%;

(2) 中国数据中心能耗占全球比例 2022-2027E 分别为 15%/18%/20%/25%/28%/30%;

(3) 公司低压电器产品在国内数据中心市占率 2022-2027E 分别为 8%/8%/8%/10%/10%/10%;

(4) 公司低压电器产品在国外数据中心市占率 2022-2027E 分别为 0/0/1%/1%/2%/2%。

测算公式为: 收入=总功率*{[(直流价值量*直流占比+交流价值量*交流占比)]*元件占比+整柜价值量*整柜占比}* (国内占比*国内市占率+国外占比*国外市占率)

经测算, 我们预计 2027 年公司数据中心业务收入规模有望达到 19 亿元。

图48: 公司在数据中心下游收入测算

交流低压电器价值量	0.3 元每瓦					
直流低压电器价值量	0.6 元每瓦					
整柜直投价值量	0.9 元每瓦					
直流渗透率 (智算中心)	5%	8%	10%	20%	30%	40%
直流渗透率 (通用数据中心)	3%	3%	5%	10%	15%	20%
整柜占比	0	0	1%	3%	5%	7%
PUE	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.05
中国数据中心能耗占全球比例	15%	18%	20%	25%	28%	30%
公司在数据中心下游国内市占率	8%	8%	8%	10%	10%	10%
公司在数据中心下游海外市占率	0	0	1%	1%	2%	2%
IT设备能耗 (TWh)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	23	23	55	78	106	146
通用数据中心	280	351	396	482	599	668
总和	303	374	451	560	705	814
IT设备功率 (GW)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	3	3	6	9	12	17
通用数据中心	32	40	45	55	68	76
总和	35	43	51	64	80	93
配套设备功率 (GW)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	1	1	2	2	1	1
通用数据中心	13	16	14	11	7	4
总和	14	17	15	13	8	5
公司数据中心下游营收 (亿元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
人工智能数据中心	0	0	1	2	3	5
通用数据中心	2	3	5	7	12	14
营收总和	2	3	6	9	15	19
yoy		49%	110%	65%	66%	23%

数据来源: IDC, 东吴证券研究所测算

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 53.36/67.38/86.26 亿元, 同比 +26%/+26%/+28%, 2025-2027 年归母净利润分别为 4.70/6.20/8.37 亿元, 同比 +51%/32%/35%。分业务板块看:

新能源: 储能/风电业务将成为主力增长点, 充电桩/新能源车业务将保持稳定增长, 氢能、核电等业务有望起量, 光伏业务将维持稳定规模支撑。我们预计 2025-2027 年新能源板块收入分别为 26.89/35.03/44.47 亿元, 同比+36%/+30%/+27%。

数字能源: 数据中心 (含智算中心) 业务将带来大额增量需求, 工控/电网需求将顺周期维持稳定增长。我们预计 2025-2027 年数字能源板块收入分别为 11.02/15.43/23.14 亿元, 同比+30%/+40%/+50%。

基础设施: 工业厂房、轨交、市政等业务受相关产业景气度驱动。我们预计 2025-

2027 年基础设施板块收入分别为 7.95/9.53/10.97 亿元，同比+25%/+20%/+15%。

智能楼宇：房地产业务受房地产新开工情况、智能家居行业景气度双重影响，降幅将有所收窄，商业建筑业务将成新增长点。我们预计 2025-2027 年智能楼宇板块收入分别为 5.78/5.62/5.89 亿元，同比-6%/-3%/+5%。

其他业务：我们预计 2025-2027 年其他业务收入分别为 1.73/1.76/1.80 亿元，同比+2%/+2%/+2%。

图 49：良信股份收入拆分

单位：百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	4,027.16	4,157.06	4,585.07	4,237.87	5,335.90	6,738.28	8,626.30
yoy		3%	10%	-8%	26%	26%	28%
总成本	2,609.30	2,885.00	3,097.32	2,951.07	3,696.32	4,653.59	5,937.91
毛利润	1,417.86	1,272.06	1,487.75	1,286.80	1,639.58	2,084.69	2,688.39
毛利率	35.21%	30.60%	32.45%	30.36%	30.73%	30.94%	31.17%
新能源板块							
收入				1970.61	2688.93	3503.55	4447.11
yoy					36%	30%	27%
毛利率				28.50%	29.00%	29.50%	29.80%
毛利润				561.62	779.79	1033.55	1325.24
收入占比				47%	50%	52%	52%
基础设施（工业厂房，轨交，市政等）							
收入				635.68	794.60	953.52	1096.55
yoy					25%	20%	15%
毛利率				30%	30.00%	30.00%	29%
毛利润				190.70	238.38	286.06	318.00
收入占比				15%	15%	14%	13%
智能楼宇							
收入				614.49	577.62	562.26	588.87
yoy					-6%	-3%	5%
毛利率				33.50%	33.50%	33.50%	33.50%
毛利润				205.85	193.50	188.36	197.27
收入占比				15%	11%	8%	7%
数字能源							
收入				847.57	1101.85	1542.58	2313.88
yoy					30%	40%	50%
毛利率				32.00%	33.50%	33.50%	34.00%
毛利润				271.22	369.12	516.77	786.72
收入占比				20%	21%	23%	27%
其他							
收入				169.51	172.91	176.36	179.89
yoy					2%	2%	2%
毛利率				33.86%	34%	34%	34%
毛利润				57.39	58.79	59.96	61.16
收入占比				4%	3%	3%	2%

数据来源：东吴证券研究所

4.2. 投资建议

公司是国内低压电器的领军企业，布局“两智一新”实现转型发展，海盐工厂投运提高公司生产经营效率，前瞻布局 AIDC 领域，数据中心直流化趋势明确，公司直流产品序列齐全，携手华为、维谛技术等头部系统解决方案公司推进低压电器国产化替代，打开公司远期成长空间。我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 4.59/6.02/8.07 亿元，同比+47%/31%/34%，现价对应 PE 分别为 20/16/12 倍。选取低压电器领域的头部公

司宏发股份、正泰电器、公牛集团作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 15/14/12 倍，考虑到公司在数据中心布局领先，成长空间广阔，业绩有望超预期，因此我们给予公司 2025 年 25 倍 PE，对应股价约 10.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值 (截至 2025 年 6 月 13 日)

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				PE				评级
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600885.SH	宏发股份	334	32.00	16.31	19.85	23.16	26.89	20	17	14	12	东吴
601877.SH	正泰电器	478	22.23	38.74	48.43	56.65	63.57	12	10	8	8	未评级
603195.SH	公牛集团	902	49.86	42.72	45.90	50.06	54.45	21	20	18	17	未评级
平均值								18	15	14	12	
002706.SZ	良信股份	94	8.34	3.12	4.59	6.02	8.07	30	20	16	12	东吴

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 其中正泰电器、公牛集团盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

- (1) **数据中心机架规模扩张不及预期风险。** AI 大模型计算对智算中心的硬件需求的高频更新与智算中心较长建设周期的矛盾，或将造成智算中心供给与需求之间难以匹配。
- (2) **新能源发电及储能装机量不及预期风险。** 政策对新能源发电全面入市的推动或将造成光伏、风电和储能新增装机的短期波动。
- (3) **地产景气度超预期下滑风险。** 或对终端电器需求及综合毛利率产生拖累。
- (4) **上游原材料（铜、银）价格波动风险。** 或拖累综合毛利率。

良信股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,743	3,178	3,971	4,923	营业总收入	4,238	5,181	6,497	8,259
货币资金及交易性金融资产	895	932	1,250	1,571	营业成本(含金融类)	2,951	3,586	4,483	5,680
经营性应收款项	1,322	1,668	2,026	2,493	税金及附加	33	36	45	58
存货	469	518	625	778	销售费用	403	461	572	719
合同资产	0	0	0	0	管理费用	277	311	383	479
其他流动资产	57	60	69	82	研发费用	312	352	435	545
非流动资产	2,763	2,715	2,662	2,568	财务费用	(5)	(9)	(7)	(12)
长期股权投资	17	17	17	17	加:其他收益	53	57	71	91
固定资产及使用权资产	2,032	1,985	1,919	1,832	投资净收益	9	10	13	17
在建工程	81	77	75	74	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	193	199	204	208	减值损失	(11)	(30)	(30)	(30)
商誉	19	19	19	19	资产处置收益	(2)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	123	113	123	113	营业利润	316	480	639	867
其他非流动资产	299	305	305	305	营业外净收支	35	30	30	30
资产总计	5,506	5,893	6,633	7,491	利润总额	351	510	669	897
流动负债	1,461	1,619	2,058	2,513	减:所得税	39	51	67	90
短期借款及一年内到期的非流动负债	27	125	205	225	净利润	312	459	602	807
经营性应付款项	952	976	1,196	1,483	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	59	78	130	182	归属母公司净利润	312	459	602	807
其他流动负债	423	441	528	624	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.28	0.41	0.54	0.72
非流动负债	68	66	66	66	EBIT	305	501	661	885
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	478	837	1,005	1,260
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.36	30.78	30.99	31.23
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	7.36	8.86	9.26	9.77
其他非流动负债	65	63	63	63	收入增长率(%)	(7.57)	22.26	25.39	27.12
负债合计	1,529	1,686	2,125	2,579	归母净利润增长率(%)	(38.92)	47.13	31.03	34.13
归属母公司股东权益	3,977	4,207	4,508	4,912					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,977	4,207	4,508	4,912					
负债和股东权益	5,506	5,893	6,633	7,491					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	456	421	793	946	每股净资产(元)	3.54	3.75	4.01	4.37
投资活动现金流	(172)	(259)	(259)	(245)	最新发行在外股份(百万股)	1,123	1,123	1,123	1,123
筹资活动现金流	(722)	(136)	(226)	(390)	ROIC(%)	6.50	10.81	13.15	16.16
现金净增加额	(436)	27	308	310	ROE-摊薄(%)	7.85	10.91	13.35	16.43
折旧和摊销	173	336	344	375	资产负债率(%)	27.76	28.60	32.03	34.43
资本开支	(283)	(223)	(222)	(222)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.01	20.40	15.57	11.61
营运资本变动	(34)	(367)	(146)	(227)	P/B(现价)	2.36	2.23	2.08	1.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>