



公司研究 | 深度报告 | 四方股份 (601126.SH)

四方股份：电网二次龙头迈上新征程

报告要点

公司由中国工程院首批院士杨奇逊创办于 1994 年，至今已有 30 余年历史。公司以继保技术起家，目前业务已经覆盖电力的发、输、配、用、储等各个细分环节。公司在过去的 19 年里营收复合增长率达 12.8%，归母净利润复合增长率也达 12.8%，发展十分稳健。当前公司的在任高管团队具备丰富的从业经历和专业背景，正在借助新型电力系统背景走向新的发展征程。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002

SFC: BUD284



袁澎

SAC: S0490524010001

四方股份 (601126.SH)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

四方股份：电网二次龙头迈上新征程

四方股份：源于继保，三十年匠心发展

公司由中国工程院首批院士杨奇逊创办于 1994 年，至今已有 30 余年历史。公司以继保技术起家，目前业务已经覆盖电力的发、输、配、用、储等各个细分环节。公司在过去的 19 年里营收复合增长率达 12.8%，归母净利润复合增长率也达 12.8%，发展十分稳健。当前公司的在任高管团队具备丰富的从业经历和专业背景，正在借助新型电力系统背景走向新的发展征程。

网内市场：龙头地位稳固，二次配网有望再加速

继电保护等二次系统业务是公司的压舱石业务，目前正迎来较好的发展契机。近几年，国网输变电常规批次二次设备招标体量维持 40 至 50 多亿元的体量，2025 年 1-2 批次呈现大增的态势，同比增幅高达 48%，其中改造类项目的需求在第 2 次招标中大幅提升，35kV 及以下的继电保护需求总量达到 1888 台套，增幅超 10 倍，66kV-330kV 和 750kV 均有不同程度的明显提升。同时南网 2024 年主网二次设备需求同比增长 69.9%至 22.64 亿元的水平，2025 年第 1 批次再度同增 39.6%，亦显示良好的需求前景。配网方面，随着国网 4-5 月份联合采购招标公告的发布，目前一二次融合成套环网箱同比增长 46%，年内累计增长 29%；一二次融合成套柱上断路器同比增长 156%，年内累计增长 56.4%。我们分析认为，以上增长预计主要与 2024 年国家发改委发布的配网高质量发展意见和国家能源局发布的配网高质量发展行动方案有关。同时公司在二次设备保持国内龙二位置，配网份额有望稳步提升，网内业务有望再加速。

网外市场：技术底蕴深厚，不断拓展全新领域

近几年，公司网外市场发展成果显著。2019-2024 年，电厂及工业自动化业务年化增速达 20.6%，其中，2019-2023 年期间，公司发电与企业电力系统收入快速增长。公司依托一二次设备集成能力和市场积累的先发优势，加速向新能源综合服务商转型，在海上风电、风光大基地等细分市场的占有率稳居行业前列，同时后续业绩不乏微电网、综合能源、源网荷储、调相机、运维管控等项目，并且大客户市场开发成效显著。传统发电领域，公司在海外煤电、水电项目多有斩获，同时也参与辽宁徐大堡、秦山第三核电等国家重大工程项目，彰显公司过硬的技术实力。用户侧，公司针对钢铁冶金、石油石化、轨道交通等高耗能行业，加速推进能效优化与清洁能源替代。2024 年，公司在数据中心市场得到业务拓展，深度参与了甘肃庆阳“东数西算”源网荷储一体化智慧零碳大数据产业园和世纪互联太仓大数据产业园等项目。同时，公司近几年在储能、新型电力电子装备、源网荷储等领域取得快速的发展，中压换流阀、电力电子变压器（固态变压器）、直流控制保护系统、构网型装备、源网荷储一体化系统、四方 AI 大模型矩阵进一步奠定发展前景。

投资建议

综上所述，我们认为四方股份作为国内二次设备领域龙头企业，竞争优势较为突出，目前已经向多元协同业务发展，业务版图和市场布局不断开拓，公司当前估值较低，并保持高分红，股息率水平位于行业前列。我们预计公司 2025、2026 年归属母公司股东净利润分别为 8.44、9.58 亿元，对应 PE 分别为 16、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、国内电网建设速度不及预期；2、网外业务发展不及预期；3、市场竞争加剧的风险；4、新业务开拓不及预期的风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.10
总股本(万股)	83,327
流通A股/B股(万股)	81,885/0
每股净资产(元)	5.79
近12月最高/最低价(元)	21.96/15.30

注：股价为 2025 年 6 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

四方股份：源于继保，三十年匠心发展	6
专业铸造全场景业务能力	6
匠心成就跨越式发展成果	8
网内市场：龙头地位稳固，二次配网有望再加速	10
网内二次迎新契机，老牌龙头有望受益	10
国网配网联合采购放量，南网配网公司份额大增	16
网外市场：技术底蕴深厚，不断拓展全新领域	19
发电侧受益新能源成长，业务版图不断拓宽	19
用户侧深耕高耗能行业，零碳智算加快渗透	23
新兴业务赋能多维成长	24
高分红低估值，构筑长期价值	27
投资建议	29
风险提示	30

图表目录

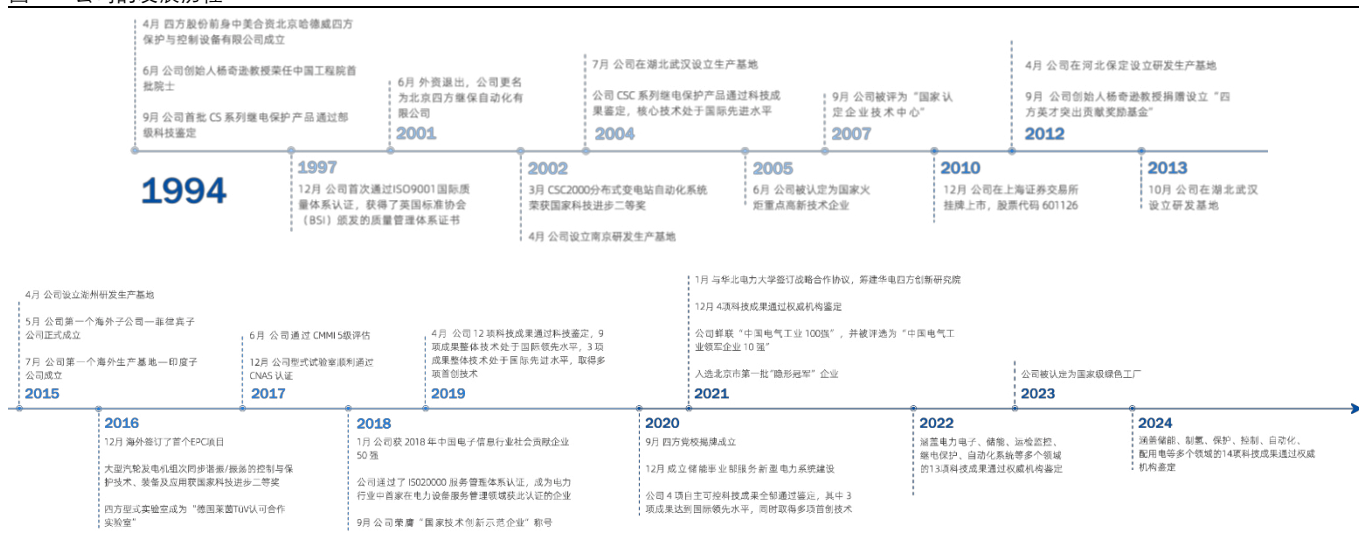
图 1：公司的发展历程	6
图 2：公司历年营业总收入及增速情况	8
图 3：公司 2019-2024 年营收结构	8
图 4：公司历年综合毛利率水平	9
图 5：公司历年分业务毛利情况	9
图 6：公司历年分业务毛利率情况	9
图 7：公司历史费用率情况	10
图 8：公司历年归母净利润及增速情况	10
图 9：公司历年归母净利润率情况	10
图 10：公司主要的网内二次设备产品	11
图 11：国网输变电设备常规批次二次设备招标金额（批次）	11
图 12：国网输变电设备常规批次二次设备招标金额（年度）	11
图 13：2025 年第 1-2 批次各电压等级工程继电保护招标量	12
图 14：2025 年第 1-2 批次各电压等级工程监控系统招标量	12
图 15：2024 年以来国网继电保护设备改造需求占比情况	13
图 16：《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》或对改造需求形成拉动	14
图 17：《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	14
图 18：《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》	14
图 19：国网继电保护台套数长期需求情况	15
图 20：国网输变电二次设备市场份额情况	15
图 21：南方电网主网设备历年招标情况	16
图 22：南网主网二次设备市场份额情况	16

图 23: 公司主要的网内配网设备产品	17
图 24: 公司在国网省招配网中分设备类型中标比例	17
图 25: 国网省招配网一二次融合成套柱上断路器招标量 (万套)	18
图 26: 国网省招配网一二次融合成套环网箱招标量 (万套)	18
图 27: 南网配网 10kV 开关设备招标量	18
图 28: 南网配网 10kV 开关设备份额情况	19
图 29: 公司收入增速与国网继电保护招标量增速对比	19
图 30: 公司在发电领域的业务布局	20
图 31: 国内光伏地面电站历年新增装机 (万 kW)	20
图 32: 国内分布式光伏历年新增装机 (万 kW)	20
图 33: 国内风电历年新增装机 (GW)	21
图 34: 国内海风历年新增装机 (GW)	21
图 35: 公司在用电领域的业务布局	23
图 36: 国内储能历年新增装机	26
图 37: 公司的中压换流阀产品	26
图 38: 公司的电力电子变压器 (固态变压器) 产品	26
图 39: 公司构网型技术的应用	27
图 40: 公司源网荷储系统解决方案	27
图 41: 新疆特变电工若羌县硅基新材料源网荷储一体化项目	27
图 42: 公司历史分红率和股息率	28
图 43: 公司自由现金流历史情况 (百万元)	28
图 44: 公司历史 PE 估值水平	29
表 1: 公司第八届董事会聘任高级管理人员情况	6
表 2: 2024 年以来国网各批次继电保护设备基建和改造需求情况 (套)	12
表 3: 公司在新能源领域的部分重点中标项目情况	21
表 4: 公司在传统发电领域的部分重点中标项目情况	22
表 5: 公司在用电领域的部分重点中标项目情况	24
表 6: 公司在储能领域的部分重点中标项目情况	25
表 7: 公司利润敏感性分析	30

四方股份：源于继保，三十年匠心发展 专业铸造全场景业务能力

北京四方继保自动化股份有限公司由中国工程院首批院士杨奇逊创办于 1994 年，至今已有 30 余年发展历程。公司以继电保护技术起家，产品逐步拓展至变电站自动化系统、发电机组次同步谐振的控制和保护技术、电力电子产品、一二次融合设备以及储能、氢能、源网荷储一体化等整体解决方案能力。作为电力自动化领域的领军企业，公司长期深耕能源电力领域，目前业务已经发展至电力的发、输、配、用、储等各个细分环节。

图 1：公司的发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司总部位于北京，并在保定、武汉、南京、湖州等地设有研发及生产基地，在印度、菲律宾、肯尼亚等境外地区设有分支机构。公司服务网络覆盖全国 30 多个省区，依托海外子公司及全球各合作伙伴，覆盖全球 90 多个国家和地区。

公司过去竞争力的核心来自于输变电二次领域的技术和人才优势。公司创始人杨奇逊教授是国内微机继电保护装置的第一人，1984 年即实现微机保护装置国产化应用，随后创立四方股份，当前为四方集团董事、华北电力大学教授；当前公司董事长高秀环女士是杨奇逊教授的博士生学生，也是四方的创始团队之一。目前，尽管杨奇逊教授已不在上市公司任职，但当前公司的高管团队具备丰富的从业经历和专业背景，人才迭代和储备十分丰富，有望带领公司走向新的未来。

表 1：公司第八届董事会聘任高级管理人员情况

姓名	职务	主要工作经历
高秀环	董事长	1994 年至 2016 年在工作，现任公司第八届董事会董事长，四方电气（集团）股份有限公司董事长、总经理，北京市第十四次妇女代表大会代表、北京商会副会长、海淀区工商联副主席、中国电机工程学会理事、中国能源研究会常务理事、中国电机工程学会女科技工作者委员会副主任委员。历任公司总经理助理、董事会秘书、质量管理部经理、质量和信息中心主任、质量管理体系代表、信息及人力资源总监、副总裁、第四届董事会董事、第五届董事会董事及董事长、第六届董事会董事长、第七届董事会董事长。
刘志超	董事、总裁	2008 年 4 月至今在公司工作，现任公司第八届董事会董事、总裁，北京四方继保工程技术有限公司执行董事、总经理，四方股份（香港）有限公司执行董事，四方电气（集团）股份有限公司董事，中国电器工业协会继电保护及自

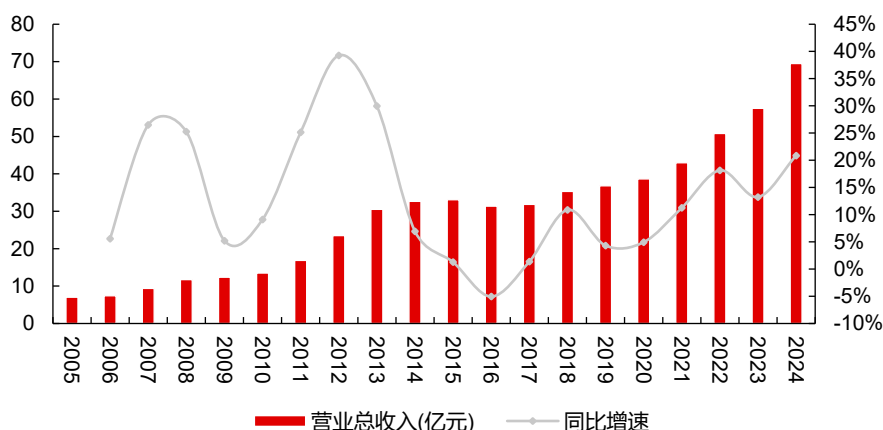
		动化设备分会理事长，中国电机工程学会继电保护专业委员会副主任委员，中国电机工程学会海上风电技术专业委员会副主任委员，中国电机工程学会第十二届咨询工作委员会委员，IEEE PES 直流电力系统技术委员会直流输电控制与保护分委会常务理事。历任公司研发中心部门经理、新能源业务副总经理、电网业务副总经理、研发中心主任、解决方案与产品中心主任、研究院副院长、总裁助理。
张涛	董事	1994 年至 2007 年及 2010 年至今在公司工作，现任公司第八届董事会董事、四方电气（集团）股份有限公司董事、北京市劳动模范、享受国务院特殊津贴专家。历任公司总工程师、技术委员会主任兼基础平台研发中心主任、营销委员会主任、副总裁、总裁、第四届董事会董事、第五届董事会董事、第六届董事会董事；2007 年至 2010 年曾任四方电气（集团）股份有限公司副总经理、电厂业务总经理。
祝朝晖	董事	2008 年 10 月至今在公司工作，现任公司第八届董事会董事、四方电气（集团）股份有限公司董事。历任公司研发总监、副总裁（期间曾兼任投资总监、生产中心主任、采购中心主任）、常务副总裁、第五届董事会董事、第六届董事会董事。
赵志勇	董事	2007 年至今在公司工作，现任公司第八届董事会董事、四方电气（集团）股份有限公司董事、苏州四方智电能源科技有限公司董事长、中能智新科技发展有限公司董事。历任北京四方吉恩电气有限公司总经理、公司电厂业务单元副总经理及总经理、采购中心主任、总裁助理、人力资源总监。
郝沐阳	职工董事	2000 年 4 月至今在公司工作，现任公司第八届董事会职工董事，四方电气（集团）股份有限公司监事。历任公司法律顾问、上市办公室副主任、主任，第二届、第三届、第四届、第五届、第六届董事会秘书，行政中心主任。曾任四方电气（集团）股份有限公司董事。
秦红霞	副总裁	1996 年 7 月至今在公司工作，现任公司副总裁、总工程师、四方电气（集团）股份有限公司监事会主席、北京市第十四届政协委员、中国电机工程学会会士、中国电工技术学会控制与保护专委会副主任委员、全国量度继电器和保护设备标准化技术委员会副主任委员、国际供电会议组织 CIRED 中国国家委员会委员、中国科技产业化促进会标准化工作委员会专家委员、北京市软件行业协会常务理事。历任公司装置研发部经理、稳控事业部副主任、直流输电事业部主任、研发中心主任、研究院院长、质量与技术管理中心主任，曾任四方电气（集团）股份有限公司董事。
胡晓东	副总裁	1996 年至 2005 年及 2018 年 9 月至今在公司工作，现任公司副总裁、Sifang Automation Philippines Corporation 董事。曾任公司主任工程师、市场营销部经理、营销中心副主任、副总经理兼华中电网销售主管。
付饶	首席财务官	2019 年 1 月至今在公司工作，现任公司首席财务官、Sifang Automation India Private Limited 董事、Sifang Automation Philippines Corporation 董事、苏州四方智电能源科技有限公司董事。
杨军	副总裁	1999 年 9 月至今在公司工作，现任公司副总裁。历任公司工程技术中心总经理、销售中心总经理、总裁助理兼销售中心总经理。
钱进文	副总裁、董事会秘书	2018 年 5 月至今在公司工作，现任公司副总裁、董事会秘书兼董事会办公室主任。曾任公司战略发展部主任、证券部经理、四方电气（集团）股份有限公司投资总监。
刘树	副总裁	2009 年 8 月至今在公司工作，现任公司副总裁、配用电业务单元总经理、苏州四方智电能源科技有限公司总经理、中国电机工程学会直流输电与电力电子专业委员会、中国电力企业联合会直流配电系统标准化技术委员会委员、中国电力企业联合会电力系统用电力电子器件标准委员会委员、IEEE UPFC P2745 WG 委员。历任公司主回路及结构设计部经理、直流输电及电力电子事业部主任、直流输电及电力电子业务单元总经理、总裁助理等。
高峰	副总裁	2000 年 4 月至今在公司工作，现任公司副总裁、设计院院长，中国自动化学会智能分布式能源专业委员会委员。历任公司研发中心自动化室副主任、主任，故障信息系统产品线经理，电厂业务营销中心副主任，电厂业务副总经理，生产中心副主任，运营计划中心副主任，工程技术中心总经理，发电及用电业务单元总经理，行业销售中心总经理，国际业务单元总经理，设计院院长，总裁助理。曾任公司第三届、第四届监事会监事。
徐刚	副总裁	2000 年 2 月至今在公司工作，现任公司副总裁、质量管理部主任、技术委员会副主任、工程服务管理委员会主任，中国电力促进会集成电路专委会常务委员、中国人工智能学会智慧能源专业委员会常务委员。历任公司研发工程师、装置通用软件研发部经理、研发中心副主任、研发中心主任、产品中心主任、工程服务中心总经理、总裁助理。

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

匠心成就跨越式发展成果

从公司的历史财务情况来看，公司在 2006-2024 年的 19 年时间里，营业收入保持持续增长，仅 2016 年营收同比减少 5.04%，19 年复合增长率达 12.8%。其中 2005-2013 年处于高速增长阶段，随后进入个位数增长阶段（仅 2018 年增速达两位数），2021 年至今再度恢复两位数增长，并且增速逐步走高，2024 年收入增速达 20.86%，创 2022 年以来的增速新高。

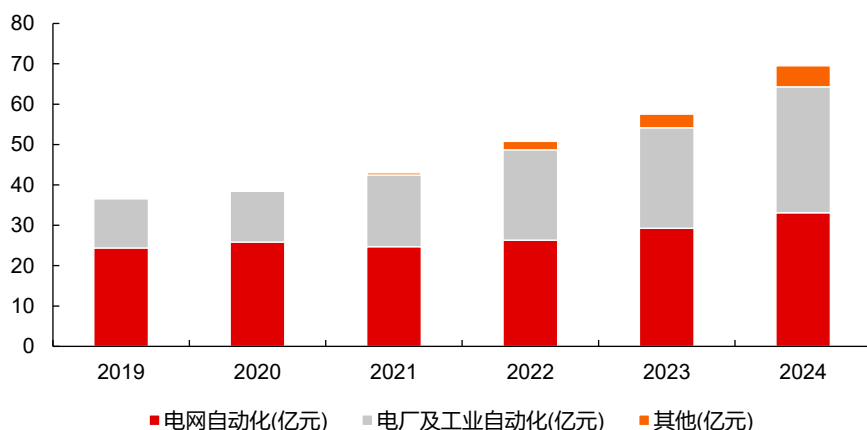
图 2：公司历年营业总收入及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

从营收结构看，近几年，公司电厂及工业自动化业务支撑了公司的整体发展，2019-2024 年，公司电网自动化业务收入复合增速达 6.3%，电厂及工业自动化业务复合增速达 20.6%，可见电厂及工业自动化业务成为近几年营收增长的主要贡献，另外公司其他业务逐步放量，部分新业务成长也较为明显。

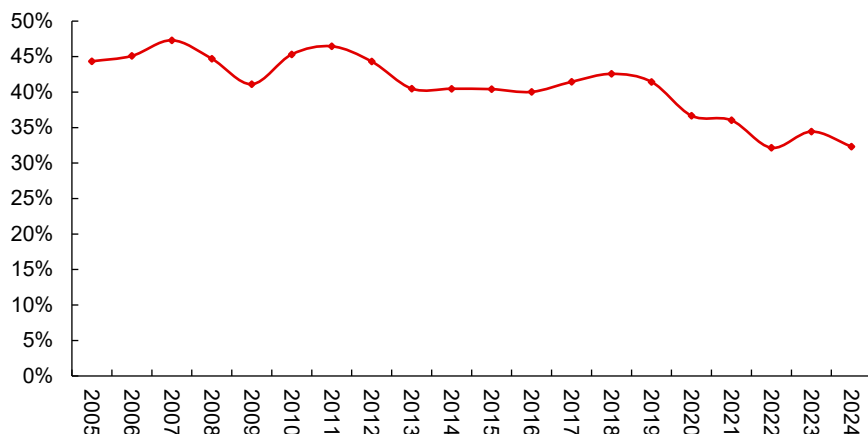
图 3：公司 2019-2024 年营收结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率方面，随着行业的发展及竞争的加剧，以及公司业务管线的不断拓宽，公司综合毛利率水平从 2005-2013 年的 40%以上的水平，逐步下降至目前 30%-35%的区间，但依然处于较好的盈利水平。

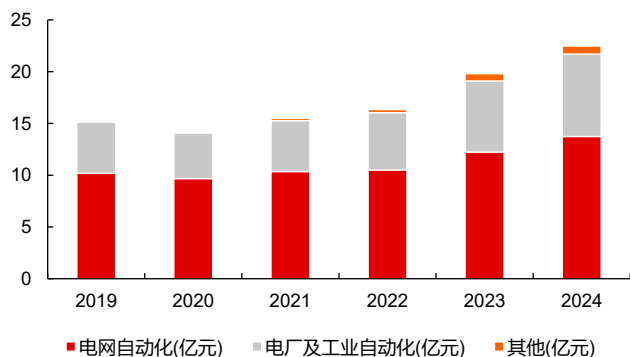
图 4：公司历年综合毛利率水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

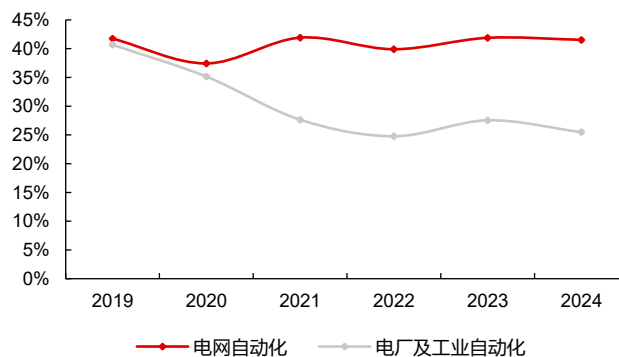
从 2019 年之后的毛利结构来看，公司 2019-2024 年电网自动化业务毛利率保持稳定，偶有波动的主要原因是公司毛利率相对较低的配电开关产品占比变动。而电厂及工业自动化业务毛利率逐步降低，预计与公司发电侧新能源占比不断提升有关，新能源场站的相关产品毛利率水平低于公司平均水平。尽管毛利率水平有所下降，但公司营收的快速增加依然使得公司整体毛利额有了比较明显的增加，其中 2019-2024 年电网自动化业务毛利额复合增速达 6.2%，电厂及工业自动化业务毛利额复合增速达 9.85%。

图 5：公司历年分业务毛利情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

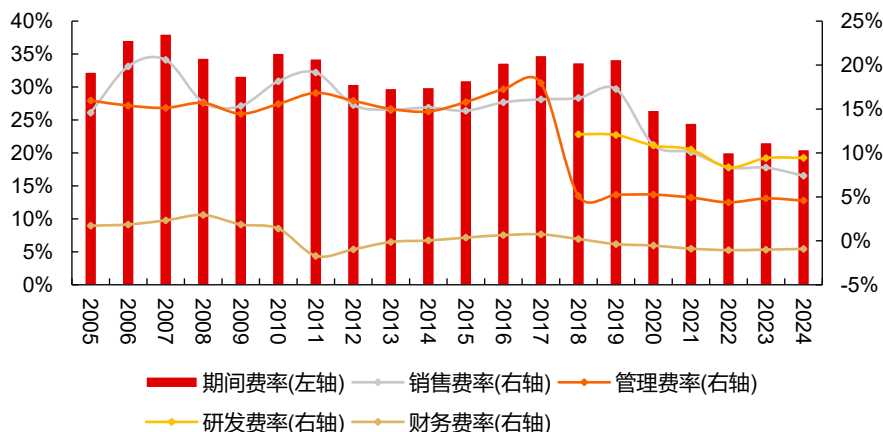
图 6：公司历年分业务毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

从费用率情况看，公司 2019 年之前的历史费用率保持约为 30% 及以上的水平，2020 年公司销售费用率显著下降，带动公司整体费用率下降，随后公司持续进行成本管理，期间费用率持续降低，2024 年，公司的期间费用率达 20.51%。

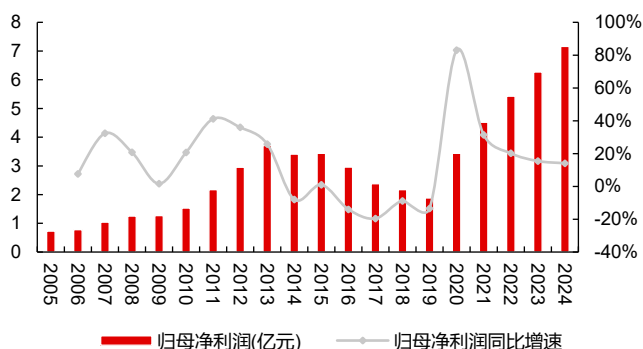
图 7：公司历史费用率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

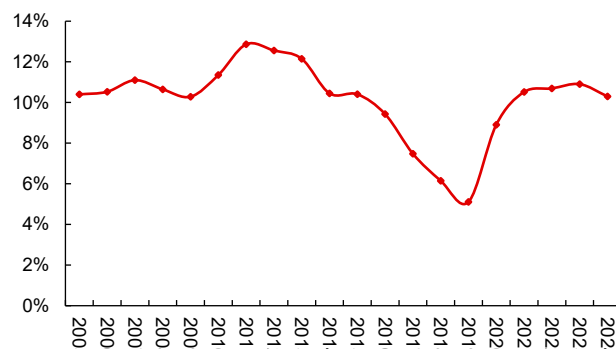
最终，公司归母净利润在 2024 年达到 7.16 亿元，2005-2024 年累计复合增长率达 12.8%，与收入增速基本一致。其中 2019-2024 年复合增长率达 30.7%。尽管归母净利润率在 2013-2019 年之间下滑，但公司凭借出色的内部治理能力在 2020 年之后迅速修复。

图 8：公司历年归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：公司历年归母净利润率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

网内市场：龙头地位稳固，二次配网有望再加速

网内二次迎新契机，老牌龙头有望受益

继电保护等二次系统业务是公司的压舱石业务，目前正迎来较好的发展契机。根据国家能源局《电力二次系统安全管理若干规定》（国能发安全规〔2022〕92 号），电力二次系统包括继电保护和安全自动装置，发电机励磁和调速系统，新能源发电控制系统，电力调度通信和调度自动化系统，直流控制保护系统，负荷控制系统，储能电站监控系统等。涉网二次系统是指电源及相关电力用户中与电网安全稳定运行相关的二次系统。

公司在二次设备领域布局全面，其中网内二次设备基本实现全面覆盖，涵盖为输变电领域提供 1000kV 特高压到 10kV 低压全系列的保护、自动化产品及解决方案，如继电保护、变电站自动化、直流输电控制保护、电网安全稳定控制、调度自动化、保护信息及二次设备运维系统、智能运检，并在上述领域积累了丰富经验和技術底蕴，处于国际领先行列。

图 10：公司主要的网内二次设备产品

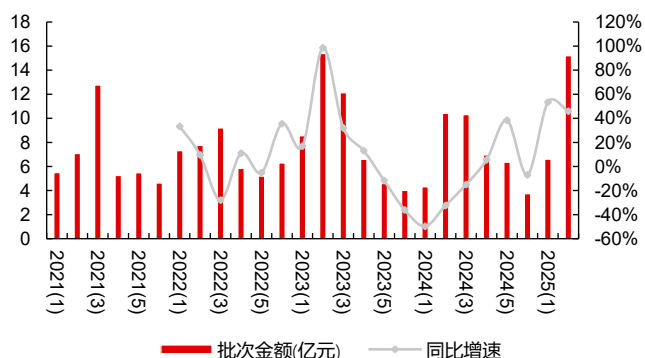


资料来源：公司官网，长江证券研究所

国网改造需求起势，公司龙头地位稳固

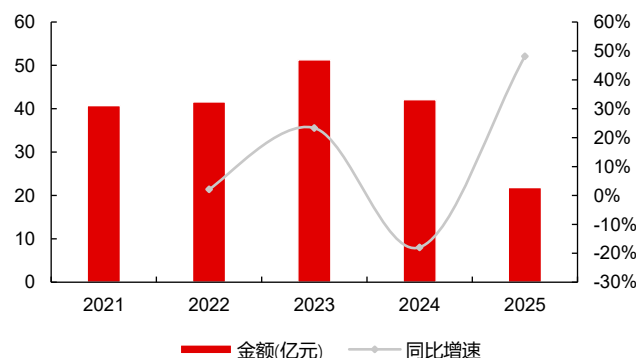
目前，公司主要通过参与国家电网 110kV-750kV 常规输变电工程二次设备招投标获取国网订单。从国家电网每年 6 个输变电设备常规批次的二次设备招标量来看，近几年维持 40 至 50 多亿元的体量，其中 2021 年的二次设备招标金额达 40.7 亿元，2022 年招标金额达 41.6 亿元，同比增长 2.2%，2023 年招标金额达 51.3 亿元，同比增长 23.3%，2024 年招标金额达 42.1 亿元，同比减少 18%。目前 2025 年国网已经发布第 1 次和第 2 次输变电设备招标，从二次设备需求看，呈现大增的态势，同比增幅高达 48%。

图 11：国网输变电设备常规批次二次设备招标金额（批次）



资料来源：国家电网，长江证券研究所，2023(1)代表 2023 年第 1 次招标

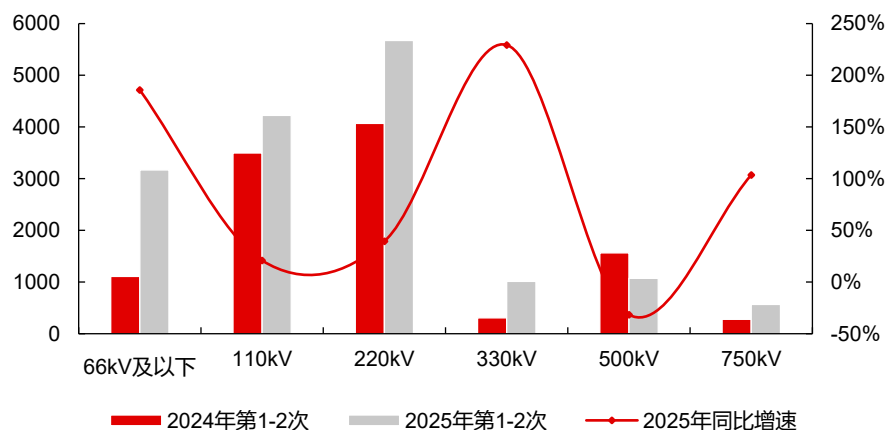
图 12：国网输变电设备常规批次二次设备招标金额（年度）



资料来源：国家电网，长江证券研究所，2025 年数据截至 5 月底

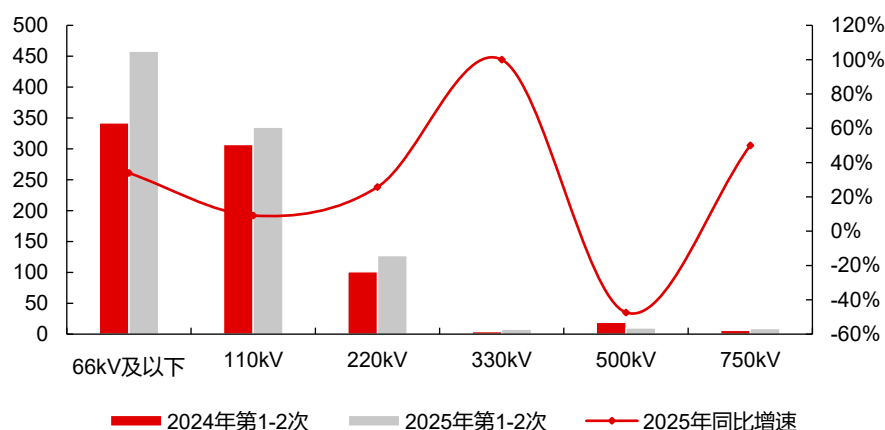
2025 年二次设备需求增长的原因，我们认为主要系改造需求增加所致，同时基建需求依旧保持旺盛。从分电压等级工程的二次设备需求来看，2025 年 66kV 及以下、330kV 和 750kV 相关工程的二次设备增速明显较高，110kV 和 220kV 工程的二次设备保持适当增长，500kV 工程年初招标同比有所降低。

图 13：2025 年第 1-2 批次各电压等级工程继电保护招标量



资料来源：国家电网，长江证券研究所

图 14：2025 年第 1-2 批次各电压等级工程监控系统招标量



资料来源：国家电网，长江证券研究所

考虑到 2025 年初 10kV-220kV 继电保护需求旺盛，我们对项目需求来源进行分析，可以看出 2025 年的改造类项目的需求在第 2 次招标大幅提升，其中 35kV 及以下的继电保护需求总量达到 1888 台套，增幅超 10 倍，66kV-330kV 和 750kV 均有不同程度的明显提升；同时，750kV、330kV 和 66kV 电压等级工程的基建需求也增幅较大。

表 2：2024 年以来国网各批次继电保护设备基建和改造需求情况（套）

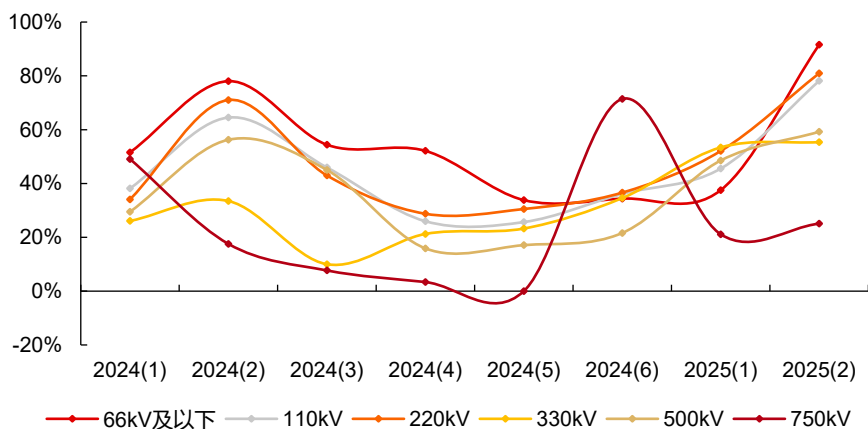
批次	性质	35kV 及以下	66kV	110kV	220kV	330kV	500kV	750kV
2024(1)	基建	156	59	773	947	68	512	84
	改造	33	196	477	490	24	214	81
2024(2)	基建	79	67	797	762	143	367	94
	改造	150	369	1449	1869	72	472	20
2024(3)	基建	148	111	1076	1142	252	460	288

	改造	245	64	915	861	28	377	24
2024(4)	基建	57	66	695	1048	126	529	114
	改造	64	70	244	423	34	100	4
2024(5)	基建	92	41	785	865	188	383	38
	改造	45	23	271	380	57	79	0
2024(6)	基建	95	50	541	670	104	185	4
	改造	21	55	306	387	55	51	10
2025(1)	基建	122	146	746	931	116	230	209
	改造	58	103	624	1012	133	217	56
2025(2)	基建	115	116	624	710	340	254	227
	改造	1888	621	2229	3019	422	369	76

资料来源：国家电网，长江证券研究所

同时，从各批次需求占比情况来看，2024 年下半年以来，改造类项目需求占比触底回升，并且各等级项目节奏虽有差异，但总体趋势相同。

图 15：2024 年以来国网继电保护设备改造需求占比情况



资料来源：国家电网，长江证券研究所

改造上量的原因，尤其是 35kV 及以下工程需求大幅提升的原因，我们认为主要与国家发改委在 2024 年 3 月份发布的《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》（发改能源[2024]187 号）有较大关系。该政策明确提出“加快配电网建设改造和智慧升级，强化源网荷储协同发展”、“加快推进城镇老旧小区、城中村配电设施升级改造”等意见，预计对改造需求形成显著刺激。

图 16:《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》或对改造需求形成拉动

国家发展改革委 国家能源局关于新形势下 配电网高质量发展的指导意见

发改能源〔2024〕187号

各省、自治区、直辖市、新疆生产建设兵团发展改革委、能源局，北京市城市管理委员会，国家能源局各派出机构，有关电力企业：

配电网作为重要的公共基础设施，在保障电力供应、支撑经济社会发展、服务改善民生等方面发挥重要作用。随着新型电力系统建设的推进，配电网正逐步由单纯接受、分配电能给用户的电力网络转变为源网荷储融合互动、与上级电网灵活耦合的电力网络，在促进分布式电源就近消纳、承载新型负荷等方面的功能日益显著。为推动新形势下配电网高质量发展，助力构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，现提出以下意见。

一、总体要求

(一) 指导思想

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神，深入落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，紧扣新形势下电力保供和转型目标，有序扩大配电网投资，提高投资效益，协同推进配电网建设改造，系统推进配电网与源网荷储科学融合发展，全面提升城乡配电网供电保障能力和综合承载能力，以配电网高质量发展助力新型能源体系

和新型电力系统建设，服务经济社会发展，推动实现“双碳”目标，加快中国式现代化进程。

(二) 基本原则

坚持安全供电，增强保障能力。将保障电力安全可靠供应作为首要任务，适度超前规划建设配电网，持续优化网架结构，保持合理供电裕度，缩小城乡供电差距。适当提高设防标准，协同提升重要用户应急保障水平，夯实本质安全基础。

坚持绿色发展，助力低碳转型。加快配电网建设改造和智慧升级，强化源网荷储协同发展。切实满足分布式新能源发展需要，全力支撑电动汽车充电基础设施体系建设，积极推动新型储能多元发展，全面推进能源绿色低碳转型。

坚持统筹协调，强化规划引领。牢固树立系统思维，加强配电网规划与国家发展战略、城乡发展规划、产业发展规划在编制、实施过程中的衔接互动。深化多部门联动协作，实现源网荷储资源的科学有序配置。

坚持科学管理，促进提质增效。建立健全配电网科学发展机制，强化全过程管理。创新配电网运营管理模式，提升标准化水平，推进先进科技研发和应用，深化电力体制改革，进一步提高配电网质量和效益。

资料来源：国家发改委，长江证券研究所

与此同时，国家能源局于 2024 年 7-8 月发布《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》（发改能源〔2024〕1128 号）、《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》（国能发电力〔2024〕59 号）政策进一步明确改造方向。

图 17:《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》

加快构建新型电力系统行动方案 (2024—2027 年)

四、配电网高质量发展行动

(七) 组织编制建设改造实施方案。围绕供电能力、抗灾能力和承载能力提升，指导各省份能源主管部门编制配电网发展实施方案，明确工作目标、任务举措、项目安排、资金保障等内容，并做好与配电网规划的衔接。

(八) 健全配电网全过程管理。指导各地开展新能源接入影响分析，建立配电网可开放容量定期发布和预警机制。在电动汽车发展规模较大的重点省份，组织开展配电网可接入充电设施容量研究。针对性提升新能源、电动汽车充电设施接入能力。加快健全配电网工程定额与造价管理体系，完善模块化设计、规范化选型、标准化建设，提高配电网工程建设效率和安全质量。

资料来源：国家能源局，长江证券研究所

图 18:《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》

配电网高质量发展行动实施方案 (2024—2027 年)

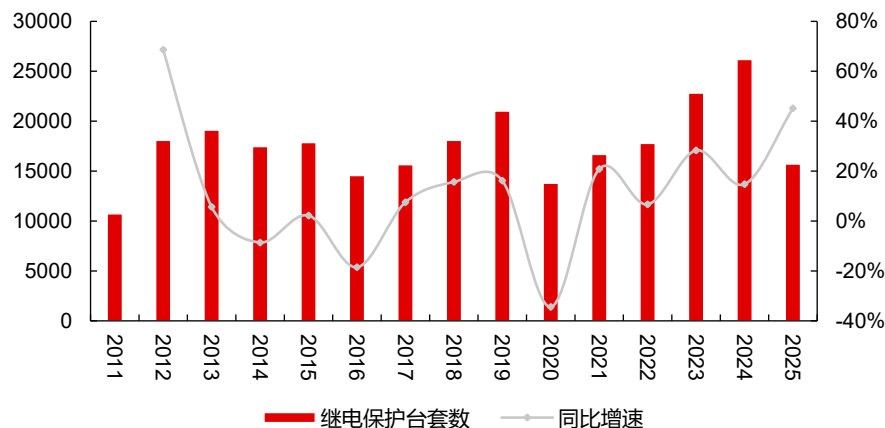
(二) 工作重点。围绕供电能力、抗灾能力和承载能力提升，结合各地实际，重点推进“四个一批”建设改造任务。一是加快推动一批供电薄弱区域配电网升级改造项目。加大老旧小区、城中村配电网投资力度，着力提升非电网直供电小区的供电保障水平，结合市政改造工作同步落实配电网改造项目。系统摸排单方向、单通道、单线路县域电网，加快完成供电可靠性提升改造。二是针对性实施一批防灾抗灾能力提升项目。详细排查灾害易发、多发地区及微地形、微气象等重点区域的电力设施，差异化提高局部规划设计和灾害防范标准。三是建设一批满足新型主体接入的项目。结合分布式新能源的资源条件、开发布局和投产时序，有针对性加强配电网建设，提高配电网对分布式新能源的接纳、配置和调控能力。满足电动汽车充电基础设施的用电需求，助力构建城市面状、公路线状、乡村点状的充电基础设施布局。四是创新探索一批分布式智能电网项目。面向大电网末端、新能源富集乡村、高比例新能源供电园区等，探索建设一批分布式智能电网项目。

资料来源：Wind，长江证券研究所

从中长期改造需求潜力来看，截至 2023 年，国网二次设备总台套数依然维持 10000-25000 台套之间，2024 年突破 25000 台套上限，在上述行动方案政策及新型电力系统

需求的加持下，我们预计二次设备的需求有望突破 30000 台大关，并且在未来 3 年内维持相当的需求。

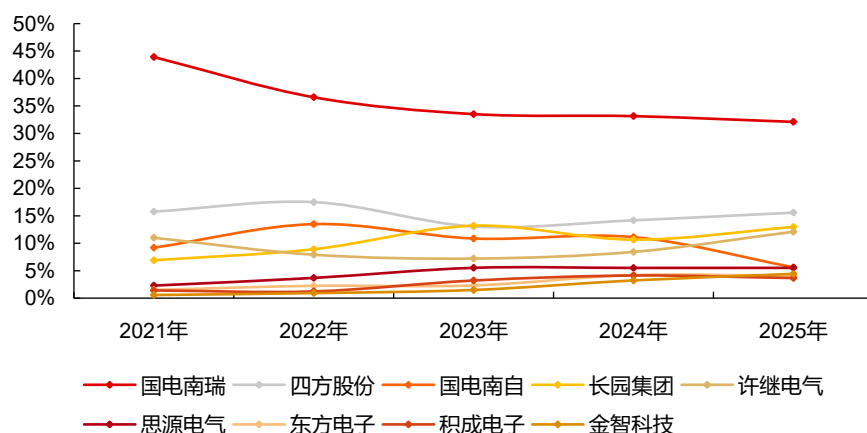
图 19：国网继电保护台套数长期需求情况



资料来源：Wind，长江证券研究所，2025 年数据截至 5 月底

从竞争力方面来看，近几年，公司在国网输变电二次设备市场保持龙二的竞争力地位，近几年份额维持在 13-18% 的区间，预计国网二次设备市场放量可以给公司带来显著的订单和收入增量。

图 20：国网输变电二次设备市场份额情况

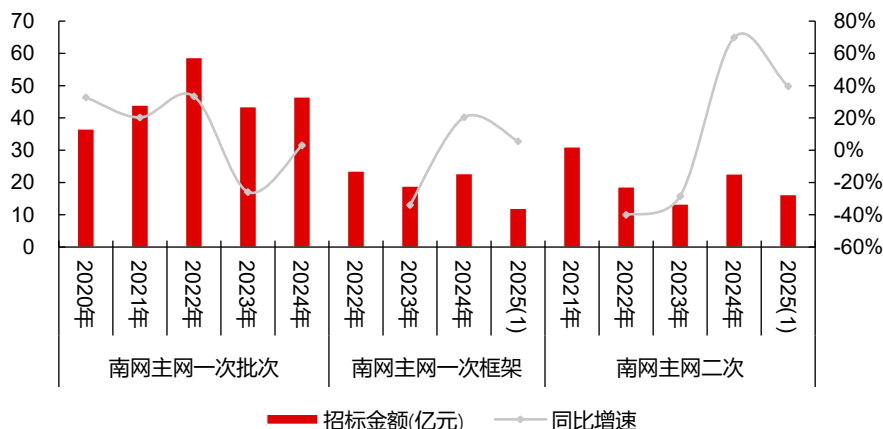


资料来源：国家电网，长江证券研究所，2025 年数据截至 5 月底

南网主网二次高增，公司竞争优势突出

从南网主网二次设备近几年招标情况来看，南网主网二次 2021 年招标金额高达 31.05 亿元，随后 2022-2023 年连续同比负增至 13.32 亿元的水平，2024 年需求显著恢复，同比增长 69.9% 至 22.64 亿元的水平，从 2025 年第 1 批次招标情况看，同比增速也达到 39.6%，说明南网主网二次的需求呈现进一步恢复的态势。与主网一次设备对比，南网主网二次设备的近两年增速明显偏高。

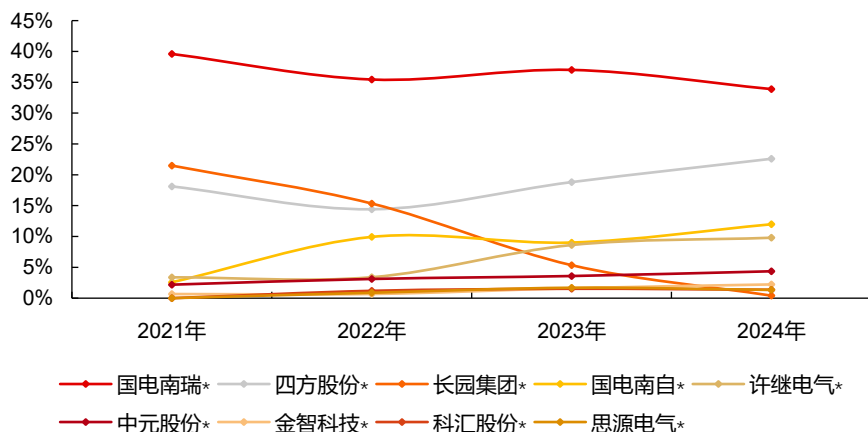
图 21：南方电网主网设备历年招标情况



资料来源：南方电网，长江证券研究所，2025(1)代表 2025 年第 1 次招标

从南网主网二次设备市场的竞争情况来看，公司份额也保持龙二地位，并且近三年份额从 2022 年的 14.41%提升至 2024 年的 22.6%，增幅明显，并且与龙一国电南瑞的份额差距收缩，与第三名及之后的份额差距有所拉大。我们认为南网市场充分体现出公司优质的技术水平和市场开拓能力。

图 22：南网主网二次设备市场份额情况



资料来源：南方电网，长江证券研究所

国网配网联合采购放量，南网配网公司份额大增

公司的配网产品主要包括二次设备配电自动化终端、配电主站系统等，以及偏一次设备的一二次融合开关设备、环保型柱上断路器、环网柜等开关类产品，广泛应用于城市配电网、农村电网改造、工业供电等领域。

图 23：公司主要的网内配网设备产品

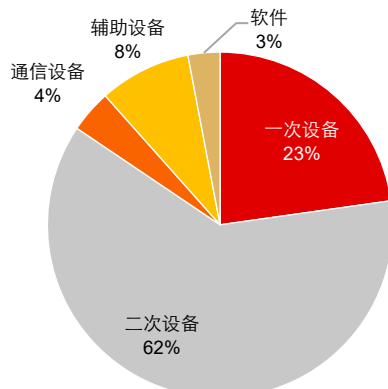


资料来源：公司官网，长江证券研究所

2025 年，国网省招配网招标方式出现变化。年初，国网发布《关于拓展公司二级区域联合采购范围的通知》、《2025 年区域联合采购工作方案》，拟对 10kV 变压器、10kV 柱上变压器台成套设备、一二次融合成套柱上断路器、一二次融合成套环网箱、10kV 电力电缆及附件、低压电力电缆及附件、架空绝缘导线等七小类物资进行区域联合采购，分为华东、华北、华中和川渝、西北和西藏、东北等 5 个大区执行。

公司在国网省招配网市场设备包括一二次融合成套断路器和一二次融合成套环网箱，目前总体体量不大，份额水平相对较低，因此价格下降对公司总体影响预计十分有限。目前，公司在省招配网市场依然以二次设备为主，而二次设备暂未纳入联合采购范畴。

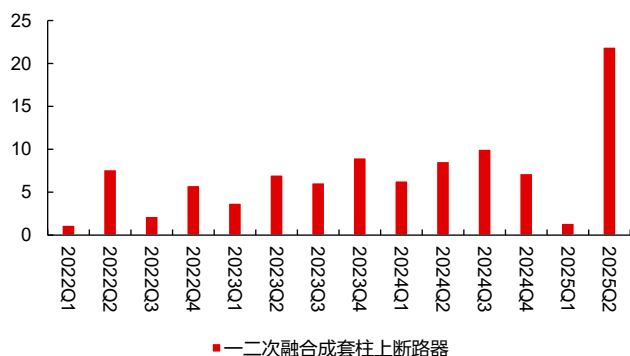
图 24：公司在国网省招配网中分设备类型中标比例



资料来源：国家电网，长江证券研究所

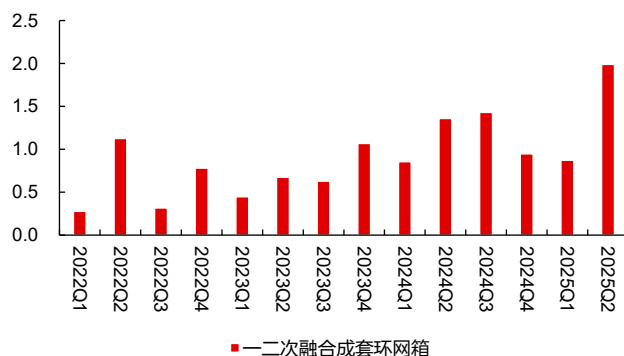
从国网一二次融合断路器和环网箱的招标量来看，随着 4-5 月份联合采购招标公告的发布，已经快速上量，其中，一二次融合成套环网箱 2025Q2 发布 1.99 万套，同比增长 46%，2025 年内累计增长 29%；一二次融合成套柱上断路器 2025Q2 发布 21.9 万套，同比增长 156%，2025 年内累计增长 56.4%。预计主要也是因配网改造需求提升的影响，同时随着区域联合采购的实施，公司的市场份额水平有望得到进一步的提升。

图 25：国网省招配网一二次融合成套柱上断路器招标量（万套）



资料来源：国家电网，长江证券研究所

图 26：国网省招配网一二次融合成套环网箱招标量（万套）

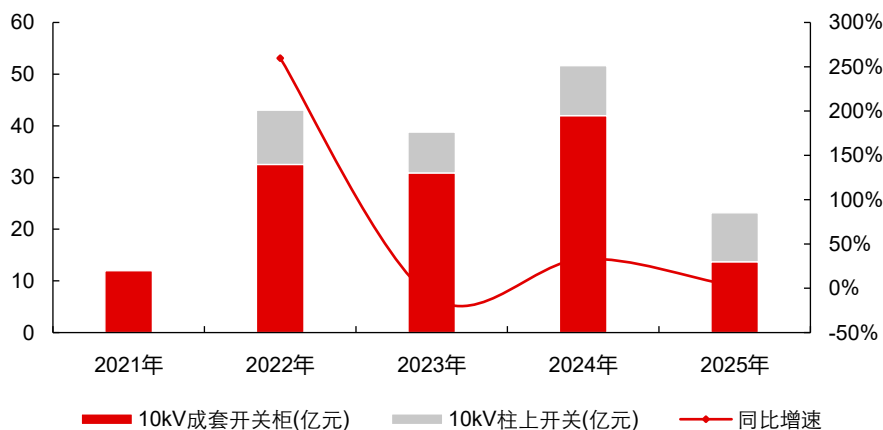


资料来源：国家电网，长江证券研究所

南网方面，公司参与的主要品种为南网 10kV 成套开关柜和 10kV 柱上开关等开关类品种。目前，不仅从南网配网 10kV 开关设备招标体量，还是公司在南网配网 10kV 开关设备市场表现来看，都有较大的增长。

其中，10kV 成套开关柜 2022 年大幅增长至 32.5 亿元，2023 年小幅下滑至 30.9 亿元，2024 年再度增长至 42 亿元，目前 2025 年第 1 批的招标金额达 13.7 亿元，同比有下降；10kV 柱上开关 2022 年起在南网总部进行招标，2022-2024 年维持 10 亿不到的体量，但 2025 年第 1 批招标金额即达到 9.5 亿元，与 2024 年全年体量相当。

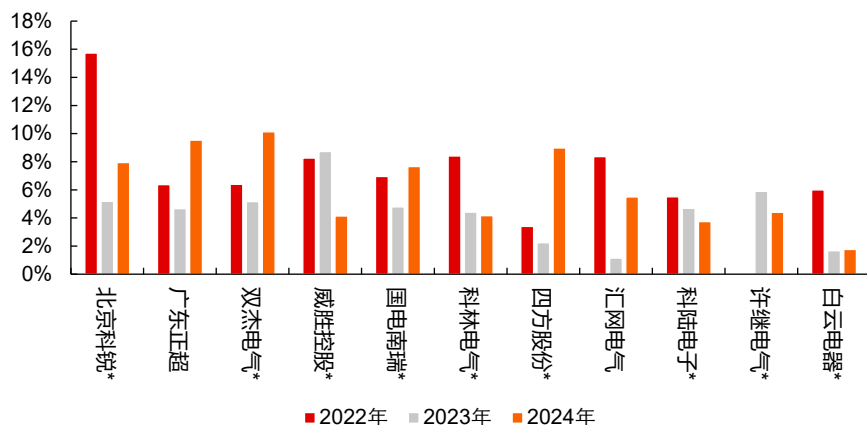
图 27：南网配网 10kV 开关设备招标量



资料来源：南方电网，长江证券研究所，2025 年数据截至 5 月底

2024 年，公司在南网配网 10kV 开关设备市场取得较大突破，份额水平从不到 5% 达到 8.98%，已跻身第一梯队水平。随着总量与份额的双提升，公司在南网市场仍将有一定的增长。

图 28：南网配网 10kV 开关设备份额情况

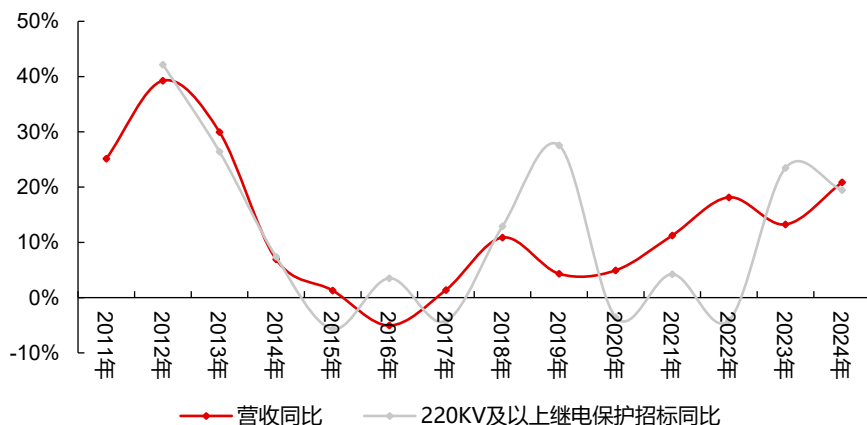


资料来源：南方电网，长江证券研究所

网外市场：技术底蕴深厚，不断拓展全新领域

从历史情况看，2015 年及之前，公司收入增速与国网二次设备继电保护招标量高度相关，这与公司依靠继电保护技术的发展历程有关。但从 2015 年之后，相关性逐步减弱，尤其在 2020 年之后的几年，公司的收入增速水平显著快于继电保护招标量增速水平。显然，公司在其他领域的业务开拓促使公司保持了持续的增长。南网市场自然是其中一个重要因素，但公司在电网外市场的大力开拓预计是更加重要的原因。

图 29：公司收入增速与国网继电保护招标量增速对比



资料来源：Wind，国家电网，长江证券研究所

发电侧受益新能源成长，业务版图不断拓宽

发电侧是公司过去几年的重要增量之一，在新能源发电领域，聚焦新型电力系统建设需求，依托升压站综合自动化系统与二次设备集成技术，提供具备并网友好接入、智能灵活调控特性的解决方案，构建支持无人值守、远程集控及智能诊断的新能源智慧运维平台，有效提升清洁能源消纳能力；在传统发电领域，提供自主可控的电力保护、电气自动化、过程控制平台及仿真培训等覆盖发电全流程的国产化解决方案，推动传统能源的能效优化与智能化升级。

图 30：公司在发电领域的业务布局



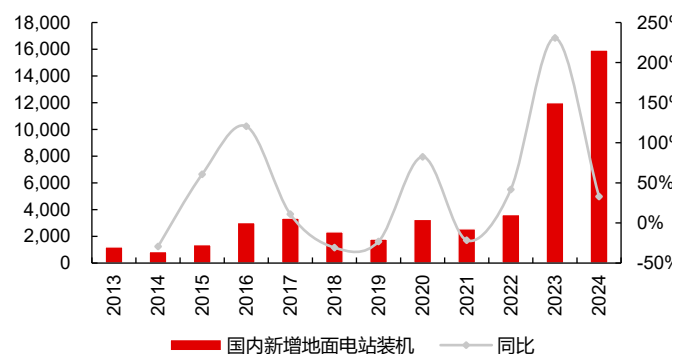
资料来源：公司公告，长江证券研究所

新能源方面，公司依托一二次设备集成能力和市场积累的先发优势，加速向新能源综合服务商转型，在海上风电、风光大基地等细分市场的占有率稳居行业前列。

过去几年，国内新能源市场快速发展，2024 年国内地面电站新增装机达到 159.39GW，分布式光伏新增装机达 118.18GW，国内风电整体新增装机达到 79.82GW，其中海风装机达到 4.04GW。2025 年国家发改委发布《深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展》（发改价格[2025]136 号），指出新能源项目（风电、太阳能发电）上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。尽管短期内新能源量价机制面临重塑，市场主体或呈现观望态势，但我们预计随着各地新能源入市细则逐步落地，实际影响或好于预期。

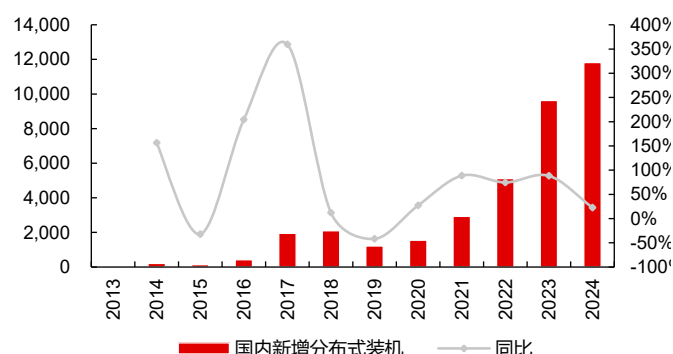
尤其是，公司目前在新能源领域产品布局完善，针对新能源并网控制、智慧场站运维、一体化监控、新能源场站无功补偿和电能质量解决方案、分布式调相机一体化控制等有较深的技术积累，预计在存量新能源场站和新增新能源场站市场均有较大的发展潜力。

图 31：国内光伏地面电站历年新增装机（万 kW）



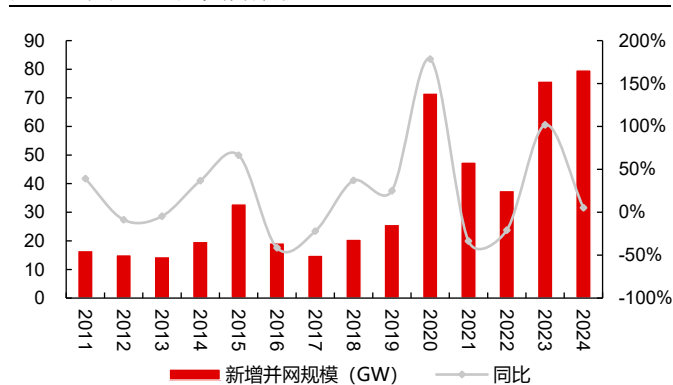
资料来源：国家能源局，中电联，长江证券研究所

图 32：国内分布式光伏历年新增装机（万 kW）



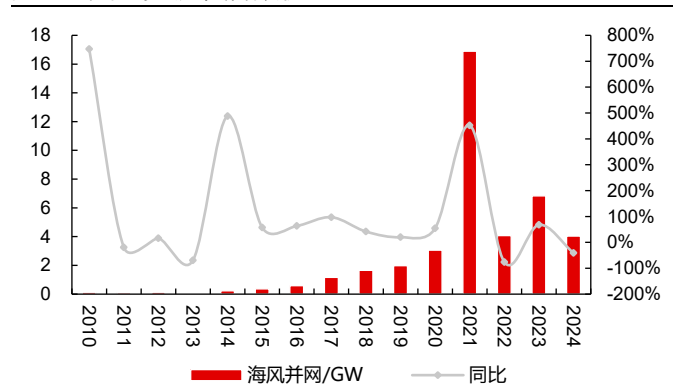
资料来源：国家能源局，中电联，长江证券研究所

图 33：国内风电历年新增装机（GW）



资料来源：国家能源局，中电联，长江证券研究所

图 34：国内海风历年新增装机（GW）



资料来源：国家能源局，中电联，长江证券研究所

近几年，公司在新能源领域取得较高增速，一方面与新能源市场快速发展有关，另一方面也与公司在新能源领域的产品和业务从单一走向多元化相关，后续业绩不乏微电网、综合能源、源网荷储、调相机、运维管控等项目，并且大客户市场开发成效显著，中标多个框招项目和大客户重点项目。

表 3：公司在新能源领域的部分重点中标项目情况

年份	新能源部分重点中标项目情况
2018 年	中标第三批光伏领跑者多个标志性项目
	中标东北地区、新疆五彩湾地区等多项次同步研究、监测及保护项目
2019 年	中标粤电珠海金湾海上风电项目
	中标三峡集团福清兴化湾二期海上风电项目
	中标新疆木垒大石头南 220kV 风电升压汇集站
2020 年	中标西藏朗朗明珠光伏 50 兆瓦光伏生态示范
	实现新能源新签合同额近 10 亿元，较上年同期增长超过 25%。
	中标全国各地风电和光伏项目
2021 年	中标山东三峡新能源昌邑海上风电项目
	实现新能源新签合同额超 11 亿元，较上年同期增长超 40%。
	中标我国规模最大的“风光储”一体化项目——三峡乌兰察布新一代电网友好绿色电站示范项目
2022 年	中标华润苍南 1 号等海上风电项目
	持续扩大重点客户的市场占有率，新签合同额同比大幅增长。
	中标三峡包头风电基地、北方上都风电基地、广西贵港覃塘区 2000MW 多能互补新能源发电等项目
2023 年	中标三峡山东潍坊昌邑、明阳青洲四、华润电力苍南 1 号等海上风电项目
	中标山东高速集团分布式光伏项目、缅甸邦德 100MW 光伏项目
	中标河北唐山市零碳城市纵横钢铁分布式光伏项目、山东齐奥新能源有限公司光伏电站建设工程项目
2024 年	中标广州南沙综合能源项目
	中标云南怒江独龙江微电网项目
	中标三沙热带海岛微电网群管群控项目
2025 年	中标南网科研院微电网群源网荷储协同调控技术研究项目
	中标我国首个千万千瓦级“沙戈荒”风光火储一体化新能源大基地项目——三峡库布齐沙戈荒项目
	中标全球最大、海拔最高水光互补——雅砻江两河口水光互补、柯拉一期光伏项目

2024 年	中标国家能源通榆风电项目
	中标蒙能化德风光储项目
	中标广西环江风光储综合能源一体化项目
	中标陕投渭南白水新能源汇集站项目
	中标国能新疆甘泉堡源网荷储项目
	中标中广核新能源 2023 年度综合自动化系统框架项目
	中标福建永福数字能源公司 2023-2024 年度综合自动化系统框架项目
	中标阳光电源 2023 年度分布式光伏综合自动化系统框架项目
	中标广东大唐勒门 I 海上风电扩建项目
	中标海南大唐儋州海上风电项目
	中标浙江华润苍南 1#二期项目
	首次斩获超百亿规模的山东华能半岛北 L 厂址海上风电项目
	中标京能国际通辽集控新能源运维管控项目
	中标京能国际通辽科尔沁 138 万千瓦生态风电调相机项目
	中标内蒙古能源泉泉百万千瓦风储基地 EPC 总承包分布式调相机项目
	承接三峡能源职业能力认定实训考核项目

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

传统发电领域，公司也保持稳健的发展，并且在海外煤电、水电项目多有斩获，同时也参与了辽宁徐大堡、秦山第三核电等国家重大工程项目，彰显公司过硬的技术实力。

表 4：公司在传统发电领域的部分重点中标项目情况

年份	传统发电部分重点中标项目情况
2018 年	中标新疆恰木萨计算机监控和保护项目
	中标三峡电厂多批次改造计算机监控和保护项目
	中标湖南白鱼潭计算机监控和保护项目
	中标福建雷公口计算机监控和保护项目
2019 年	中标三峡集团白鹤滩 16*1000MW 水电站项目
	中标刚果（金）布桑加 4*60MW 水电站项目
2020 年	中标巴基斯坦 SK4*221MW 水电站计算机监控系统项目
	中标广东电网韶关供电局暂态实验室仿真项目
	中标江苏无锡惠联垃圾发电仿真机项目
	中标孟加拉 1320MW 燃煤电站仿真系统项目
2021 年	中标三峡电站项目、湖南渣滩电站技术升级改造项以及金牛坪自主可控水电站监控项目等十余个项目
2022 年	中标华电邹县 1000MW 机组仿真系统、印尼 KALTIM2X100MW 燃煤电站仿真系统等多个仿真项目
2023 年	中标江西大唐国际新余二期电厂 2X1000MW 工程项目
	中标浙能六横电厂二期 2*1000MW 工程项目
	中标国能湖南岳阳电厂 2*1000MW 新建工程项目
	中标内蒙古达拉特发电厂五期 1*1000MW 机组扩建工程项目
	中标国能肇庆电厂二期 2*400MW（F）级燃气热电联产项目
	中标巴基斯坦塔贝拉水电项目
	中标深圳前海三智慧变电站数字孪生系统仿真项目

2024 年	中标白鹤滩电厂“浪淘金沙”实训室仿真系统项目
	中标四川华电苏洼龙水电站仿真培训系统项目
	中标中国电力科学研究院常规电厂及新能源场站仿真系统项目
	中标江苏大唐吕四港电厂扩建项目
	中标浙江北仑电厂一期项目
	中标印尼华电玻雅电厂项目
	中标贵州清水江白水水电站智能化升级项目
	中标云南保山松山河口水电站智能化升级项目
	参与辽宁徐大堡、秦山第三核电等国家重大工程
	成功拓展越南宝涯 2 水电 DCS 项目
	为华能汕头电厂定制基于沉浸式智慧安全体验系统

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

用户侧深耕高耗能行业，零碳智算加快渗透

用户侧也是公司着力深耕的市场之一。面对宏观经济与工业转型压力，公司紧抓能源绿色低碳转型与数字技术融合机遇，在智慧用电业务实现稳步增长，行业领先地位进一步巩固。依托“技术驱动+场景深耕”双轮战略，聚焦低碳、绿色、智能需求，在智能配电、综合能源管理、数字化用能等方面提供全栈解决方案，取得显著成效。

图 35：公司在用电领域的业务布局



资料来源：Wind，长江证券研究所

用户侧，公司已开辟多个主流行业大客户，其中，工业领域，公司针对钢铁冶金、石油石化、轨道交通等高耗能行业，加速推进能效优化与清洁能源替代，推动行业绿色转型升级。零碳智慧园区方面，公司自主研发的能碳管理平台构建了“监测-分析-优化”闭环体系，能耗、安全、碳排全链条全面管理，助力多个国家级园区达成年度减排目标。另外，公司实现了用电安全、能耗监测、低碳运行管理等系列产品的技术升级及推广应用。无论是产品维度还是客户维度，近几年都得到了极大的提升。

2024 年，公司在数据中心市场得到业务拓展，深度参与了甘肃庆阳“东数西算”源网荷储一体化智慧零碳大数据产业园和世纪互联太仓大数据产业园等项目，为未来的智算中心绿色用电提供完善的解决方案。

表 5：公司在用电领域的部分重点中标项目情况

年份	用电领域部分重点中标项目情况
2019 年	中标茂名石化、中科炼化动力站、防城港钢铁基地炼铁高炉、炼钢连铸、唐山河钢产业升级及宣钢产能转移等工程项目
	中标山东电工生产厂区综合能源服务项目
	新签合同额较上年同期增长超过 25%
2020 年	中标北京银行全行电气火灾检测预警服务项目
	中标中国宝武钢铁集团 EMS 项目
	中标马鞍山钢铁公司能源总厂 220 千伏烧结变高炉变更项目
2021 年	中标马鞍山钢铁公司智慧制造项目
	在天柱钢铁、唐银钢铁等项目中，提供包含调度集控系统、变电站监控系统、SVG、开关柜等设备
	积极参与宝武集团、河北钢铁集团的智慧制造项目
	为嘉兴市有轨电车一期建党百年献礼工程建设项目提供了电力监控系统和交流保护整套解决方案
2022 年	为中土集团总包哥伦比亚波哥大有轨电车项目提供了电力监控系统整套解决方案。
	中标钢铁冶金、石油石化、轨道交通等高耗能企业的多个国内外项目
	中标秦皇岛智慧零碳园区和新疆合盛硅业二期工业园区项目
2023 年	完成了中国移动昌吉数据中心和福州数据中心、天津盘古云泰数据中心、江苏太仓大数据园区等多个项目
	中标宝武钢铁、日照钢铁、首钢集团等的综合自动化和集控系统项目
	中标国家能源集团杭锦能源塔然高勒煤矿项目
	中标河南豫联园区等的整体智能供电系统项目
	中标武汉、西安、长春等多条地铁的能耗管理系统项目
	中标云南合盛硅业、信义硅业等园区项目
2024 年	中标石油化工、钢铁冶金行业集控调度类项目
	参加南山集团、新疆天龙矿业等大型企业综合自动化集控系统与智慧能源基地建设
	为晋钢产业园、豫联园区等项目提供“能碳协同管理+分布式能源集成”解决方案
	深度参与甘肃庆阳“东数西算”源网荷储一体化智慧零碳大数据产业园
	深度参与世纪互联太仓大数据产业园
	深度参与武汉、西安、深圳等十余个城市地铁智能化升级项目
	中标钢铁、煤气田、石油化工、港口等多个行业企业调度自动化及能源管控系统项目

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

新兴业务赋能多维成长

依托优秀的技术底蕴，近几年，公司在储能、新型电力电子装备、源网荷储等领域取得快速的发展。

储能领域，公司开发了工商业储能柜、高压级联储能系统、储能协调控制器、储能能量管理系统、集中式储能变流器、液冷储能电池舱等多款产品，覆盖设备、系统、软件等多个维度，能力全面。近几年，公司储能业务发展迅速，在国家电网、南方电网、大唐、三峡、国能、华电、中节能、中电建、国电投等多个大客户中屡屡中标。

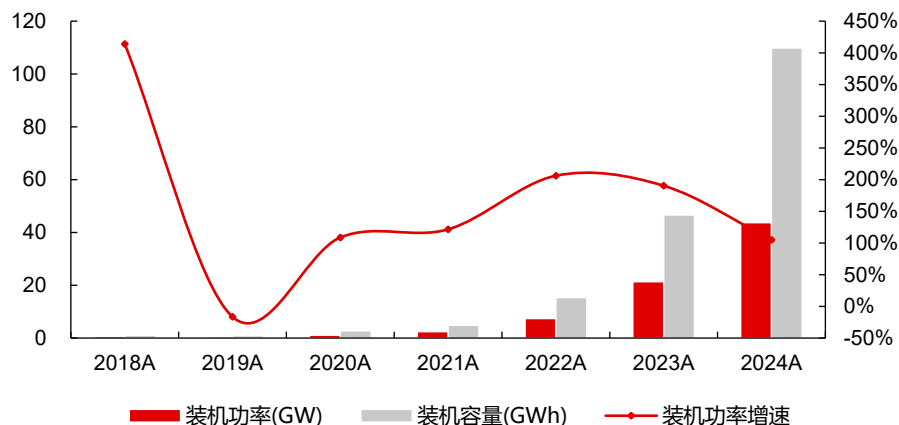
表 6：公司在储能领域的部分重点中标项目情况

年份	储能领域部分重点中标项目情况
2021 年	中标普惠安阳风电场配套储能项目
	中标河南商水风远风电配套储能项目
	中标南方电网调峰调频公司高压级联电池储能系统集成项目
	中标山东莱芜孟家百兆瓦储能电站能量管理系统项目
2022 年	中标宁波慈溪氢能耦合项目高压直流储能电池系统项目
	中标中节能河南尉氏县风电配置储能系统项目
	中标中电建甘肃礼县固城风电配置储能系统项目
	中标中电投新疆达坂城风电配置储能系统项目
	中标宁夏侯桥 200MW/400MWh 电网侧共享储能电站能量管理系统及逆变升压系统集成项目
2023 年	中标多个储能能量管理系统框架招标
	中标南网储能科研院液冷式级联电池储能设备研制与系统集成技术服务项目
	中标南网 2023-2025 年级联电池储能系统框招项目
	中标大唐浙江乌沙山“火电+储能”联合 AGC 调频储能系统项目
	中标华电集团山东十里泉火储联合调频项目
	中标三峡集团河北新乐光伏储能集成项目
	中标国能浙江开化光伏储能集成项目
	参与建设国能宁海高压级联式 44MW/40MWh 火储联合调频电站项目
2024 年	中标华电山东莱州百万机组 30MW/30MWh 火储联合调频项目
	中标龙源电力储能能量管理系统 EMS 框招项目
	完成华电集团大洋新能源光伏电站配置 15MW/15MWh 储能项目建设及投运
	参与建设蓝天电厂 50MW/110MWh 独立储能电站
	实施塔牌集团 20MW/40MWh 及 10MW/20MWh 储能电站
	中标江苏联发环保 10MW/20MWh 储能电站项目

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

目前，我国储能市场仍处于快速发展时期，2024 年国内储能新增装机规模增长至 43.7GW/109.8GWh，同比增长 104.9%。在新型电力系统快速发展的背景下，我国储能还有较大的增量，预计公司储能业务仍有很大的发展空间。

图 36：国内储能历年新增装机



资料来源：国家能源局，中电联，长江证券研究所

公司拥有成熟的电力电子技术，无功补偿及 SVG 等产品早已成熟应用于电网、发电和用户行业中。2018 年以来，公司深耕电力电子技术，2019 年即参与广东电网支持能源消费革命的城市-园区双级“互联网+”智慧能源示范工程项目、贵州电网城市配电网柔性互联关键设备及技术研究项目重点示范项目，培育出中压换流阀、电力电子变压器（固态变压器）、直流控制保护系统等一批重点产品，未来有望应用于交直流配电网、新能源外送以及人工智能数据中心等重点领域。

图 37：公司的中压换流阀产品



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 38：公司的电力电子变压器（固态变压器）产品



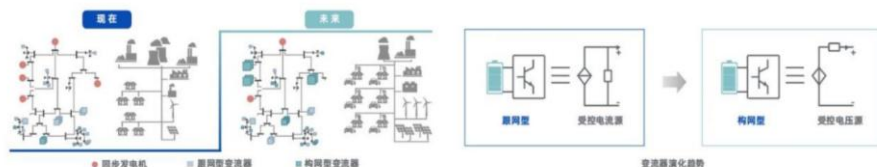
资料来源：公司官网，长江证券研究所

另外，公司的构网型技术赋能电力电子进一步升级，构网型储能变流器、构网型 SVG 产品相继推出，成为解决高比例电子设备电力系统一系列问题的关键措施。

图 39：公司构网型技术的应用

构网技术应用 Application of Grid-forming Technologies

随着新型电力系统的建设，电网“双高”特征显著，系统短路容量、惯性支撑能力显著下降，造成宽频振荡、过电压等一系列问题，影响电网安全稳定运行，限制新能源送出，以储能、SVG为载体的构网型装备成为解决以上问题的重要方式。

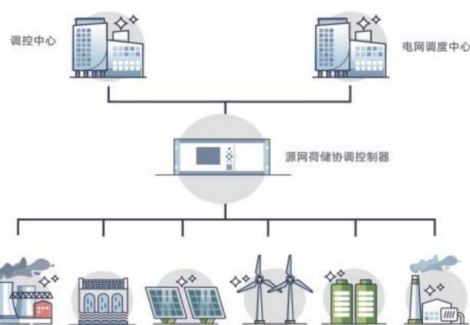


资料来源：公司公告，长江证券研究所

基于长期和多维度的技术储备，公司系统解决方案能力得到快速提升，推出源网荷储一体化调控系统解决方案，并且推广至绿电制氢等多个领域。公司的源网荷储一体化调控系统解决方案以一体化平台为核心，配置服务器、磁盘阵列、工作站、交换机、网关机、源网荷储协调控制器、场站控制器及二次安防等设备，系统满足电网安全要求，实现源网荷储一体化日前、日内及实时多时间尺度优化协调控制，满足源网荷储项目电网需求及经济性目标，并且在新疆特变电工若羌县硅基新材料源网荷储一体化项目得到实施。

图 40：公司源网荷储系统解决方案

源网荷储 Source-Grid-Load-Storage



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 41：新疆特变电工若羌县硅基新材料源网荷储一体化项目



资料来源：公司官网，长江证券研究所

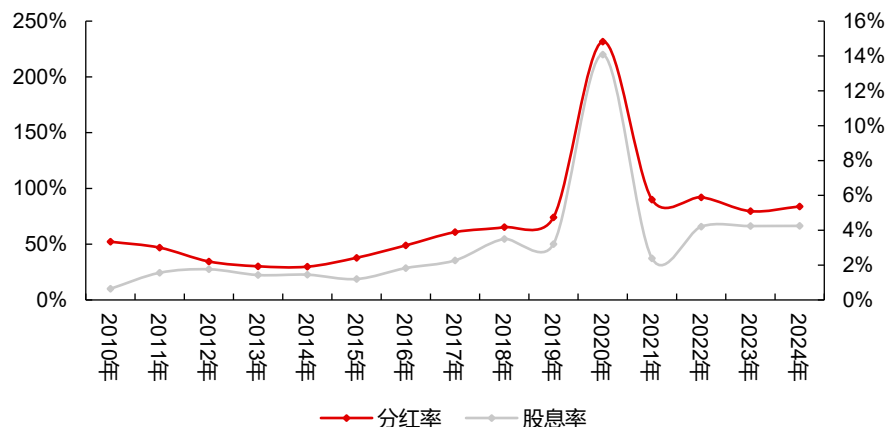
2024 年起，公司高度关注 AI 技术的发展动态，积极布局并增设人工智能工作室，构建“数据-算力-模型”三位一体基座。基于 DeepSeek 等开源模型，公司研发了覆盖电力领域多业务场景的四方 AI 大模型矩阵，目前已成功应用于特高压智能巡视、负荷预测与调度优化、运检智能助手等场景，推动电力产业向“认知驱动”的数智化跃迁。

总体看，公司出色的技术底蕴已经打开了多维度的成长路径，无论从产品拓展还是客户拓展方面均具备较强的增长潜力。未来，公司将继续秉持“创新驱动、价值创造”的理念，不断提升自身技术实力和服务水平，为新型电力系统的建设贡献力量。

高分红低估值，构筑长期价值

公司 2010 年上市以来，持续秉持高分红战略回报投资者，坚持每年分红，历史最低分红率约为 30%，近几年维持约 80%-90%的水平，上市以来累计分红约 40 亿元，是公司融资总额的 2.12 倍。目前，公司股息率维持约 4.2%的水平，是电力设备领域分红率较高的公司之一。

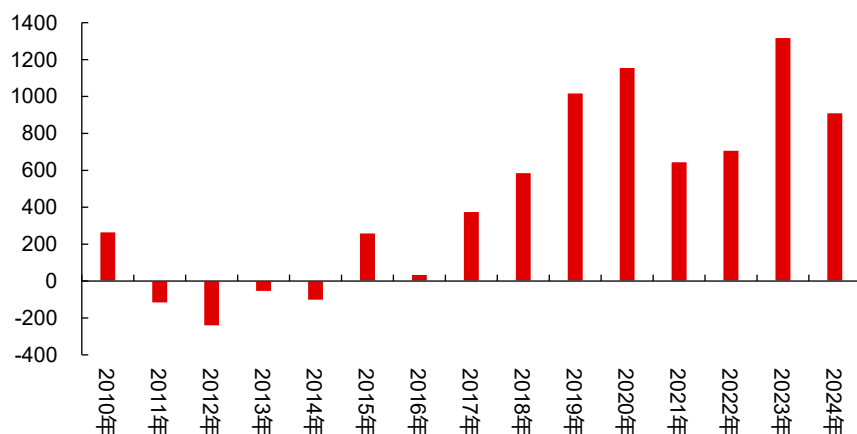
图 42：公司历史分红率和股息率



资料来源：Wind，长江证券研究所，按 2025 年 6 月 9 日收盘价计算

公司持续的高分红能力源自于主营业务高质量的现金流，2016 年及之后，公司自由现金流逐步开始增加，我们分析认为主要系公司自身对于经营性账款的管理能力较为优秀，同时公司预收款项或合同负债随着订单模式的改善逐步改善，公司现金流持续强化，进入良好的发展周期。

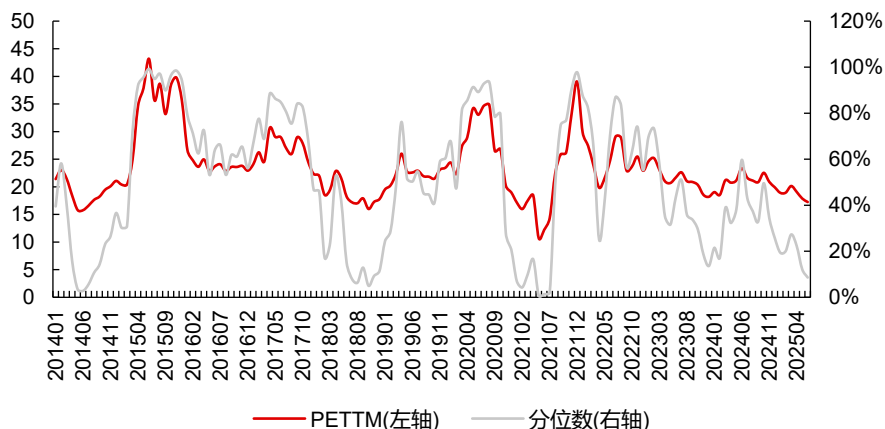
图 43：公司自由现金流历史情况（百万元）



资料来源：Wind，长江证券研究所，自由现金流=息前税后利润+非现金调整-营运资金增量-净 PPE

从公司的 PETTM 历史估值水平来看，波动区间在 10-45 倍之间波动，历史中位数为 22.6 倍，当前估值位于 17.25 倍，所处历史分位数为 8.6%，处于较低水平，我们认为公司估值仍有一定的提升空间。

图 44：公司历史 PE 估值水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资建议

综上所述，我们认为四方股份作为国内二次设备领域龙头企业，竞争优势较为突出，目前已经向多元协同业务发展，业务版图和市场布局不断开拓。目前，无论是公司的传统二次主业，还是新兴的储能、新型电力电子等业务，无论是网内业务，还是发电和用户侧，均受益于新型电力系统的建设，以较快的速度正在增长，我们预计公司 2025、2026 年归属母公司股东净利润分别为 8.44、9.58 亿元，对应 PE 分别为 16、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、国内电网建设速度不及预期：公司目前主要收入和利润依然以电网二次业务建设，与国内高压电网项目建设密切相关，因此若国内电网建设发展速度不及预期，将影响主业的需求，进而影响公司业绩。
- 2、网外业务发展不及预期：近几年，网外尤其是新能源业务的发展给公司带来了较大的业务弹性，若后续新能源市场体量不及预期，可能会影响公司业务需求。
- 3、市场竞争加剧的风险：目前国内存在少数竞争对手，未来若市场竞争变得激烈，可能也会影响产品价格和毛利率水平，进而影响公司的利润增长。
- 4、新业务开拓不及预期的风险：公司目前发展了储能、新型电力电子装备、源网荷储一体化等等的新业务，若新业务发展不及预期，将影响公司增速水平。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测时，我们对公司的收入和毛利率进行了一定的假设，最终预计公司 2025、2026 年分别实现收入 83、96 亿元，实现归属母公司股东净利润 8.44、9.58 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若电力二次业务发展速度不及预期或公司市场份额不及预期，则对应 2025、2026 年归属母公司股东净利润降低至 8、9 亿元。

表 7：公司利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
归属净利润（百万元）	716	844	958	716	800	900
增长率	14.1%	18%	13.5%	14.1%	11.7%	12.5%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6951	8305	9630	10827	货币资金	3532	3883	4234	4559
营业成本	4703	5650	6611	7455	交易性金融资产	240	240	240	240
毛利	2248	2655	3019	3372	应收账款	1190	1354	1545	1715
%营业收入	32%	32%	31%	31%	存货	1967	2324	2695	3016
营业税金及附加	53	58	67	76	预付账款	247	282	331	373
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2747	3162	3592	3980
销售费用	515	598	674	747	流动资产合计	9923	11246	12636	13882
%营业收入	7%	7%	7%	7%	长期股权投资	59	62	66	70
管理费用	319	365	404	433	投资性房地产	28	22	16	10
%营业收入	5%	4%	4%	4%	固定资产合计	392	454	500	543
研发费用	656	789	915	1029	无形资产	207	202	204	213
%营业收入	9%	10%	10%	10%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-64	-71	-78	-85	递延所得税资产	202	210	210	210
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	235	218	222	244
加: 资产减值损失	-49	-50	-50	-50	资产总计	11046	12415	13855	15172
信用减值损失	-37	-35	-35	-35	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2568	3092	3636	4121
投资收益	6	6	6	5	预收账款	0	0	0	0
营业利润	803	961	1091	1233	应付职工薪酬	326	390	456	514
%营业收入	12%	12%	11%	11%	应交税费	85	104	120	135
营业外收支	20	10	10	10	其他流动负债	3469	4096	4754	5338
利润总额	824	971	1101	1243	流动负债合计	6448	7682	8966	10109
%营业收入	12%	12%	11%	11%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	108	126	143	162	应付债券	0	0	0	0
净利润	716	845	958	1082	递延所得税负债	3	3	3	3
归属于母公司所有者的净利润	716	844	958	1081	其他非流动负债	15	16	16	16
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	6467	7700	8985	10127
EPS (元)	0.87	1.01	1.15	1.30	归属于母公司所有者权益	4575	4710	4865	5040
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	4	4	4	5
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	4579	4714	4870	5045
经营活动现金流净额	1254	1221	1342	1459	负债及股东权益	11046	12415	13855	15172
取得投资收益收回现金	2	6	6	5	基本指标				
长期股权投资	-4	-4	-4	-4		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-167	-143	-175	-215	每股收益	0.87	1.01	1.15	1.30
其他	-224	-20	-15	-15	每股经营现金流	1.50	1.47	1.61	1.75
投资活动现金流净额	-393	-162	-188	-228	市盈率	19.49	15.89	14.01	12.41
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.09	2.85	2.76	2.66
股权融资	9	0	0	0	EV/EBITDA	11.99	9.17	7.80	6.66
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	7.0%	7.2%	7.3%	7.5%
筹资成本	-499	-708	-803	-907	净资产收益率	15.6%	17.9%	19.7%	21.5%
其他	-6	-1	0	0	净利率	10.3%	10.2%	9.9%	10.0%
筹资活动现金流净额	-496	-709	-803	-907	资产负债率	58.5%	62.0%	64.9%	66.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	365	351	351	325	总资产周转率	0.68	0.71	0.73	0.75

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。