

电力自动化先锋，虚拟电厂空间广阔

华泰研究

2025 年 6 月 30 日 | 中国内地

首次覆盖

电气设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

12.60

首次覆盖东方电子并给予“买入”评级,目标价 12.6 元,对应 2025 年 20XPE。公司为国内电力自动化先锋,持续内生外延,穿越行业周期,2008-2024 年营收 CAGR 达 14.4%。基本盘业务(配用电、调度、输变电自动化)伴随国内电网投资稳增长,同时出海带来更高增速,我们预计 2025-2027 年收入增速在 12%-20%;此外,公司持续培育新增长极,虚拟电厂空间广阔,新能源有望保持快增。

基本盘稳健向好,拓品类、扩市场带来更高增速

智能配用电、调度及云化、输变电自动化为公司的基本盘,合计营收占比在 8~9 成,伴随国内电网整体投资稳步增长,同时依靠产品品类拓展和加速开拓海外业务带来更高增速,我们预计 2025-2027 年业务收入增速处在 12%-20%。公司在多个子板块位处领军地位,国内电表方面,行业正值替换周期,新标准或带来量稳价升,公司市占率稳居前列,2024 年排名第四;调度方面,公司承建南网总调云端系统建设,市场地位与技术壁垒较高;配电网方面,公司一二次产品线齐全,作为行业领军者有望充分受益于配网行业投资提速。

合同负债与 ROE 持续提升,现金流管理优异

公司业绩增长阿尔法显著,从前瞻指标合同负债来看,近年来增速显著高于营收,截至 25Q1 末,绝对数额达 36.32 亿元,其强劲表现或将为后续业绩提供有力支撑。公司 ROE 水平从 2018 年 7.2%已提升至 2024 年 14.1%,其中归母净利率从 18 年的 5.6%提升至 24 年的 9.1%。预计在规模效应带动下,净利率有望带动 ROE 继续提升至 27 年的 16.2%。

我们与市场观点不同之处

市场对于虚拟电厂空间及公司优势的认识并不充分,我们认为大有可为。虚拟电厂的本质是灵活性资源的整合与挖掘,25 年 5 月出台的绿电直连政策有望深度激活用户侧灵活性资源,为其发展提供沃土。我们预计 2025 年国内市场为 67.4~112.4 亿元,空间广阔,2025-2027 年公司该板块收入增速或达 30%/50%/50%,毛利增量贡献占比为 5.0%/9.7%/13.7%。虚拟电厂技术壁垒高,公司核心优势,第一是对下懂能源,对上懂电网;第二是具备全链条集成实施能力,拥有从产品设计、软硬件研发、工程管理到项目实施全流程的资质及核心知识产权。公司已承建国内规模最大的南方电网虚拟电厂和国内首个城市级虚拟电厂项目,实现了国南网、发电集团、城市级和园区级等多应用场景的落地应用,整体技术国际领先。

稳居电力自动化领军地位,持续培育新增长极

我们预计 2025-2027 年归母净利润为 8.40、9.99、11.80 亿元,对应 EPS 分别为 0.63、0.75、0.88 元,三年 CAGR 为 19.9%。截至 6 月 27 日,可比公司 25 年一致预期平均 PE 为 19.3X,考虑到公司整体业务技术壁垒较高,虚拟电厂具备技术与先发优势,给予 2025 年 20 倍 PE,目标价 12.6 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:电网投资力度不及预期风险,行业竞争加剧,原材料价格上涨风险。

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

戚腾元

SAC No. S0570524080002
SFC No. BVU938

研究员

qitengyuan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

苗雨菲

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

研究员

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

马梦辰, CFA

SAC No. S0570524100001
SFC No. BUM666

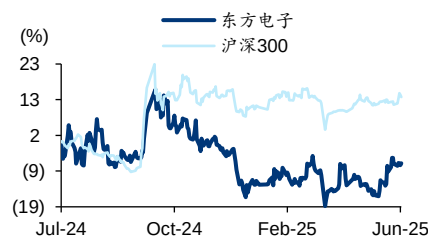
研究员

mamengchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	12.60
收盘价(人民币 截至 6 月 27 日)	10.25
市值(人民币百万)	13,742
6 个月平均日成交额(人民币百万)	185.77
52 周价格范围(人民币)	8.87-12.66
BVPS(人民币)	3.90

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	7,545	8,905	10,465	12,158
+/-%	16.47	18.03	17.52	16.17
归属母公司净利润	683.91	839.91	999.45	1,180
(百万)				
+/-%	26.34	22.81	18.99	18.11
EPS(最新摊薄)	0.51	0.63	0.75	0.88
ROE(%)	14.10	15.33	15.88	16.21
PE(倍)	20.09	16.36	13.75	11.64
PB(倍)	2.69	2.35	2.04	1.76
EV/EBITDA(倍)	12.65	10.00	7.62	6.62

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,240	10,699	11,476	14,645	15,733
现金	3,312	4,121	4,262	5,358	5,346
应收账款	1,469	1,543	1,882	2,322	2,744
其他应收账款	78.89	238.77	117.45	217.43	238.46
预付账款	161.00	320.15	188.74	409.28	310.37
存货	3,642	3,825	4,354	5,517	6,181
其他流动资产	577.40	652.32	671.89	821.24	913.43
非流动资产	1,902	1,930	2,064	2,203	2,354
长期投资	84.89	96.62	118.50	141.32	163.23
固定投资	876.11	981.50	1,094	1,227	1,363
无形资产	125.60	131.05	116.37	104.23	89.39
其他非流动资产	815.72	721.31	735.94	730.61	737.85
资产总计	11,142	12,630	13,541	16,849	18,087
流动负债	5,921	6,820	6,940	9,260	9,320
短期借款	287.61	262.02	262.02	262.02	262.02
应付账款	1,551	1,684	2,141	2,381	2,737
其他流动负债	4,083	4,874	4,537	6,617	6,321
非流动负债	191.15	202.59	188.25	194.00	194.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	191.15	202.59	188.25	194.00	194.95
负债合计	6,112	7,023	7,129	9,454	9,515
少数股东权益	446.16	492.77	565.15	651.28	753.01
股本	1,341	1,341	1,341	1,341	1,341
资本公积	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
留存公积	2,097	2,624	3,364	4,252	5,309
归属母公司股东权益	4,584	5,114	5,847	6,744	7,818
负债和股东权益	11,142	12,630	13,541	16,849	18,087

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	1,259	1,040	393.27	1,323	229.85
净利润	605.38	742.85	912.29	1,086	1,282
折旧摊销	87.01	104.93	106.78	120.54	118.89
财务费用	(59.71)	(91.10)	(70.08)	(83.78)	(93.23)
投资损失	(13.33)	(10.87)	(13.37)	(12.52)	(12.25)
营运资金变动	547.19	131.22	(465.52)	303.80	(982.01)
其他经营现金	92.44	163.05	(76.83)	(91.09)	(83.72)
投资活动现金	(106.56)	(98.58)	(197.68)	(211.60)	(229.98)
资本支出	(153.39)	(110.89)	(217.75)	(227.85)	(243.32)
长期投资	40.93	10.10	(21.89)	(22.82)	(21.91)
其他投资现金	5.90	2.21	41.95	39.07	35.25
筹资活动现金	(212.26)	(214.03)	(53.84)	(15.27)	(11.36)
短期借款	(31.29)	(25.60)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(4.48)	(0.08)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(176.49)	(188.35)	(53.84)	(15.27)	(11.36)
现金净增加额	939.52	728.98	141.76	1,096	(11.49)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,478	7,545	8,905	10,465	12,158
营业成本	4,295	5,002	5,929	7,008	8,189
营业税金及附加	62.70	69.31	80.35	97.28	111.46
营业费用	714.47	813.19	910.77	1,011	1,112
管理费用	367.74	388.42	435.03	482.88	531.17
财务费用	(59.71)	(91.10)	(70.08)	(83.78)	(93.23)
资产减值损失	(23.46)	(56.48)	(40.36)	(54.56)	(69.83)
公允价值变动收益	49.91	0.93	43.18	31.34	25.15
投资净收益	13.33	10.87	13.37	12.52	12.25
营业利润	664.31	809.04	994.84	1,184	1,398
营业外收入	1.68	4.07	3.03	2.92	3.34
营业外支出	4.41	3.12	3.12	3.12	3.12
利润总额	661.58	809.99	994.75	1,184	1,398
所得税	56.20	67.14	82.45	98.12	115.88
净利润	605.38	742.85	912.29	1,086	1,282
少数股东损益	64.07	58.94	72.38	86.13	101.73
归属母公司净利润	541.30	683.91	839.91	999.45	1,180
EBITDA	694.41	823.33	1,034	1,224	1,426
EPS (人民币, 基本)	0.40	0.51	0.63	0.75	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	18.64	16.47	18.03	17.52	16.17
营业利润	23.88	21.78	22.97	19.00	18.07
归属母公司净利润	23.46	26.34	22.81	18.99	18.11
获利能力 (%)					
毛利率	33.70	33.71	33.42	33.03	32.65
净利率	9.35	9.85	10.24	10.37	10.55
ROE	12.40	14.10	15.33	15.88	16.21
ROIC	43.98	67.01	56.42	77.55	50.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.85	55.61	52.65	56.11	52.61
净负债比率 (%)	(58.64)	(67.52)	(61.33)	(67.99)	(58.53)
流动比率	1.56	1.57	1.65	1.58	1.69
速动比率	0.89	0.93	0.97	0.92	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.63	0.68	0.69	0.70
应收账款周转率	4.73	5.01	5.20	4.98	4.80
应付账款周转率	2.80	3.09	3.10	3.10	3.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.63	0.75	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.78	0.29	0.99	0.17
每股净资产(最新摊薄)	3.42	3.81	4.36	5.03	5.83
估值比率					
PE (倍)	25.39	20.09	16.36	13.75	11.64
PB (倍)	3.00	2.69	2.35	2.04	1.76
EV EBITDA (倍)	16.11	12.65	10.00	7.62	6.62



正文目录

核心观点	4
配电：配网投资有望提速，公司有望显著受益	4
用电：国内正值替换周期，新标准或带来量稳价升	4
调度及云化：调度市场有望升级扩容，电力信息化长期趋势向好	4
与市场不同之处	4
电力自动化领军者，阿尔法显著	5
基本盘稳健向好，公司稳居领军地位	7
配电：配网投资有望提速，公司有望显著受益	7
用电：国内正值替换周期，新标准或带来量稳价升	8
调度及云化：调度市场有望升级扩容，电力信息化长期趋势向好	9
持续培育新增长极，虚拟电厂大有可为	12
虚拟电厂空间广阔，公司核心优势显著	12
抓紧海外紧缺窗口，加速开拓国际业务	15
合同负债与 ROE 持续提升，现金流管理优异	16
盈利预测与估值	19
风险提示	21

核心观点

公司通过持续的内生外延实现穿越行业周期成长，基本盘业务稳健向好。公司营业收入连续数年保持增长，08-24 年期间收入 CAGR 达到 14.4%，通过持续的内生外延，穿越行业周期，业绩表现较为稳健。智能配用电、调度及云化、输变电自动化为公司业务的基本盘，当前合计营收占比在 8~9 成，伴随电网整体投资实现稳步增长，同时出海带来更高增速，我们预计 25-27 年各业务的增速均处在 12%~20% 区间内。

合同负债数额与 ROE 持续提升。从前瞻指标合同负债来看，近年来该指标增速显著高于营收增速，截至 25Q1 末，绝对数额已达到 36.32 亿元，我们认为该指标的强劲表现或将为公司后续业绩提供有力支撑。公司 ROE 水平持续提升，从 18 年的 7.2% 提升至 24 年的 14.1%；其中归母净利率从 18 年的 5.6% 提升至 24 年的 9.1%，权益乘数从 18 年的 2.09 提升至 24 年的 2.45。我们预计在规模效应下费率有望持续下降，净利率有望带动 ROE 水平进一步提升，我们预计归母净利率、ROE 27 年分别有望达到 9.7%、16.2%。

配电：配网投资有望提速，公司有望显著受益

配网扩容与智能化需求急迫，我们看好配网高质量发展与投资提速，预计配网投资 24-30 年期间 CAGR 有望达到 6.4%，显著高于 21-23 年期间 CAGR 的 1.1%。公司拥有配电领域齐全的产业链，能提供从配电云主站、中低压一二次融合设备、高效智能变压器等全系列的产品和服务，作为行业领军者有望充分受益于行业投资提速。

用电：国内正值替换周期，新标准或带来量稳价升

我们预计全年的电表招标需求或维持在 9000 万只左右（2024 年 8939 万台），2024 年新标准智能电表或于 2025 年计量设备 3 批开始规模化招标，参照历史新老迭代过程，新表电价或有望提升，且有望带动需求维持高位。子公司威思顿 2023/2024 年在国网中标份额为 3.2%/3.1%，分别排名第五/四，市占率稳定。公司作为第一梯队企业，更具备技术优势，有望在新标准前期获更高市场份额。此外，“四可”要求下对于智能电表升级与物联表需求提升，我们预计公司用电业务有望维持增长态势。

调度及云化：调度市场有望升级扩容，电力信息化长期趋势向好

调度分为国调、网调、省调、地调、县调五级，我们预计“十五五”期间全国年均市场替换需求约 45.4 亿元。公司在地调占有率位居前列，同时参与南网总调建设，后续在格局相对稳定的基础上，有望通过做好运维和功能升级拓展来保障收入平稳增长。

与市场不同之处

市场对于虚拟电厂空间及公司优势的认识并不充分。我们认为公司在虚拟电厂核心优势显著，有望成为业务新增长极。

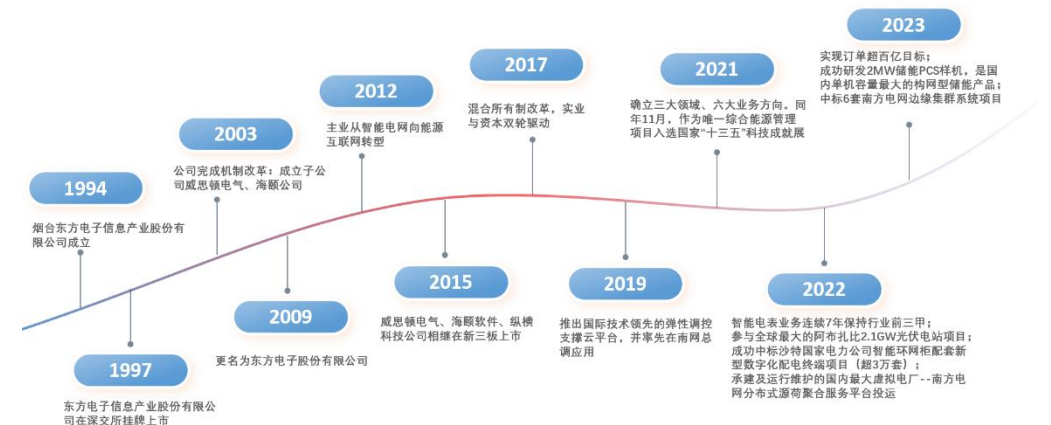
分布式资源以聚合虚拟电厂形式参与电网互动调节是发展新型电力系统的必然选择。虚拟电厂的本质是灵活性资源的整合与挖掘，25 年 5 月出台的绿电直连政策有望深度激活用户侧灵活性资源，为虚拟电厂发展提供沃土，有助于其规模快速发展壮大与商业模式的进一步疏通。我们预计 2025 年虚拟电厂的平台建设费、资源接入与监测费用为 67.4~112.4 亿元，空间广阔。虚拟电厂是综合能源服务的最高形式，整体核心技术壁垒高。

公司核心优势：1 是对下懂能源，对上懂电网，公司不仅有海量用户侧分布式资源的接入改造能力，同时具有与电网和电力交易中心互联互通的能力，使得公司能够更加精准地调节电力供需平衡；2 是公司具备虚拟电厂全链条集成实施能力，拥有从产品设计、软硬件研发、工程管理到项目实施全流程的资质及核心知识产权。公司已承建了国内规模最大的南方电网虚拟电厂和国内首个城市级虚拟电厂项目，整体技术国际领先。我们预计公司该板块后续有望呈现加速发展态势，预计 25-27 年该板块收入增速为 30%、50%、50%，对应当年毛利增量贡献占比为 5.0%、9.7%、13.7%。

电力自动化领军者，阿尔法显著

公司深耕电力自动化领域多年，产品持续迭代，业务线不断丰富，业绩连续数年保持快速增长。公司是配电自动化领域的开拓者，拥有发、输、变、配、用等电力各环节的自动化产品及系统解决方案，覆盖智能电网、智慧能源和智慧城市三大领域，布局“调度及云化业务、输变电自动化业务、智能配用电业务、新能源及储能、综合能源及虚拟电厂、工业互联网及智能制造”六大产业方向。公司连续数年保持业绩增长，2008-2024 年营收 CAGR 达到 14.4%，2024 年公司实现新中标额超 100 亿元，持续内生外延，业绩穿越行业周期增长，具备显著阿尔法。

图表1：公司发展历程



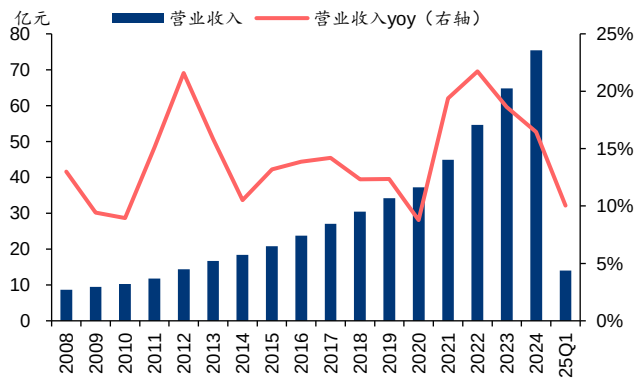
资料来源：东方电子集团官网，华泰研究

图表2：东方电子可提供的解决方案



资料来源：公司官网，华泰研究

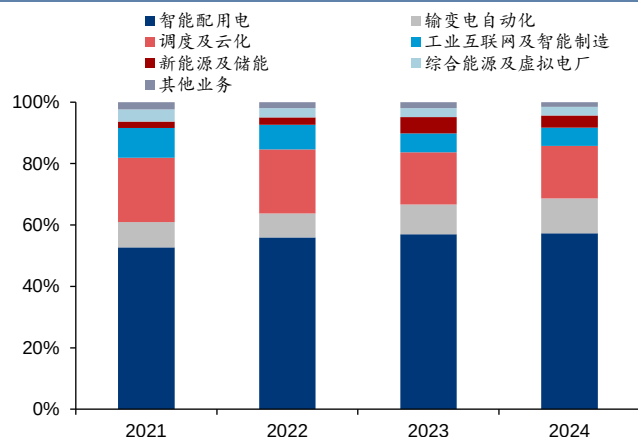
图表3：东方电子营收情况



资料来源：Wind，华泰研究

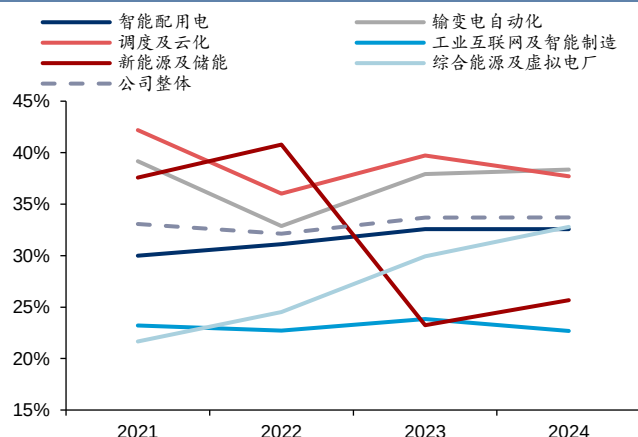
公司整体业务壁垒与毛利率较高，智能配用电、调度及云化、输变电自动化为基本盘。其中，智能配用电业务为最主要的业务，营收占比在 5~6 成，其毛利率在 30% 左右；调度及云化、输变电自动化两块业务营收占比合计接近 3 成，其毛利率在 40% 左右；公司整体毛利率近年来稳定在 32%-34% 内，因公司业务中电力信息化、智能化等方向占比较高，整体壁垒与利润均较高，毛利率在电网设备可比公司中位居前列。

图表4：公司分业务收入占比情况



资料来源：Wind，华泰研究

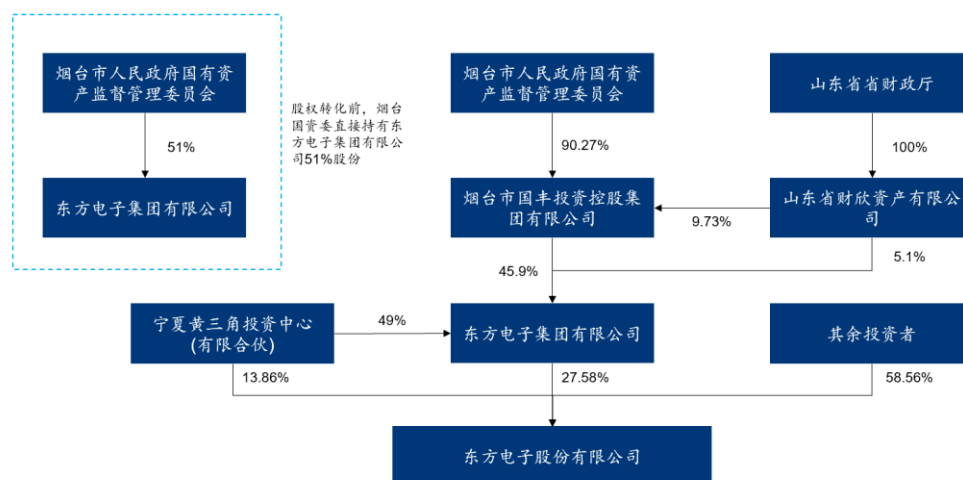
图表5：公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

公司股权结构稳定，实控人为烟台市国资委，管理团队经验丰富。公司最大股东为东方电子集团，截至 25Q1 持股比例为 27.58%，实际控制人为烟台市国资委。2017 年，公司实施混合所有制改革，引入战略投资者即第二大股东宁夏黄三角投资中心，推进“实业+资本”双轮驱动。主要管理层均在公司任职多年，行业与工作经验丰富。董事长方正基先生自 1999 年起在公司工作，历任继电保护业务经理、销售公司办事处主任、销售公司副总经理、公司总经理等数个重要职务，对于公司业务与行业发展具备深刻洞见。公司主要管理团队人员均在公司任职多年，具备丰富的销售、技术、财务背景。

图表6：公司股权结构



资料来源：Wind，华泰研究

基本盘稳健向好，公司稳居领军地位

配电：配网投资有望提速，公司有望显著受益

全国多地分布式能源接入配网受阻，配网扩容与智能化需求急迫。2024 年/25Q1 国内分布式光伏新增装机量分别达到 118.2/36.3GW，同比增速分别达到 22.7%/52.5%。但多地已经发布分布式光伏接网预警，山东、河北、广东、福建、黑龙江等多地已经开始限制分布式光伏接网。其原因在于 1) 容量受限：分布式能源大规模接入，传统配网将因为双向电力流动而引发“堵塞”，叠加变压器容量不足进一步导致负荷过载。2) 智能化限制：配网侧缺乏智能调度与实时监控，影响电能质量、调峰难度等。2024 年 3 月 1 日，国家发改委与能源局发布关于新形势下配电网高质量发展的指导意见，提到：配电网从形态上将从“无源”单向网络向“有源”双向网络系统转变，从承载力与灵活性上至 2025 年将具备 500GW 分布式新能源（截至 25 年 3 月底，我国分布式光伏累计装机量 411.0GW）与 1200 万台充电桩的接入能力。

2024 年国家能源局两次针对配电网发文, 2025 年国网计划投资 2660 亿元于设备更新改造, 强化配网可靠性, 我们看好配网高质量发展与投资提速。2024 年 3 月 1 日, 国家发改委与能源局发布关于新形势下配电网高质量发展的指导意见。24 年 8 月 13 日, 国家能源局印发《配电网高质量发展行动实施方案(2024~2027 年)》。2025 年, 国家电网计划安排大规模设备更新改造投资 2660 亿元, 其中提到要着力解决重点设备隐患, 推进老旧设备改造及设备防灾抗灾能力提升, 强化配网可靠性及承载力。我们认为国内配网投资占比与增速有望继续提升, 预计配网投资 24-30 年期间 CAGR 有望达到 6.4% (参见《新型电力系统成本篇: 多维解决消纳问题, 新能源迈入 2.0 时代》20241025)。

公司拥有配电领域齐全的产业链，作为行业领军者有望充分受益于行业投资提速。当前，公司的配电产业，能提供从配电云主站、中低压一二次融合设备、到储能、柔直等全系列的产品和服务。公司配电终端产品市场占有率连续多年位居市场前列，是国网、南网核心供应商；一二次融合产品以国内领先的技术满足南网和国网最新规范，率先推出国内首个数字式架构的数字式高防护环保型一二次融合环网箱。配网市场格局分散，公司在多类产品市场份额位居前列，可以减小单一品类份额波动带来的业绩影响，有望充分受益于行业大贝塔增长。

图表7: 东方电子能够提供数字化配电网全景解决方案

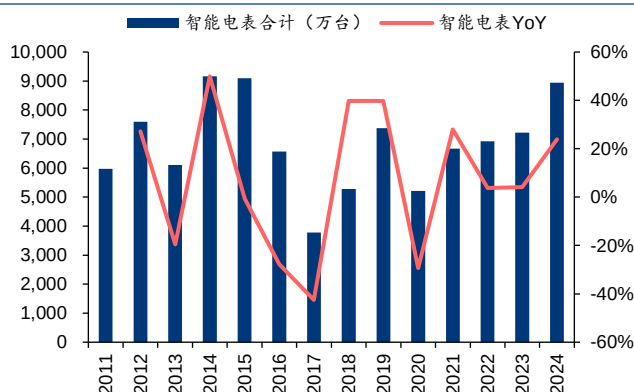


资料来源：公司公告，华泰研究

用电：国内正值替换周期，新标准或带来量稳价升

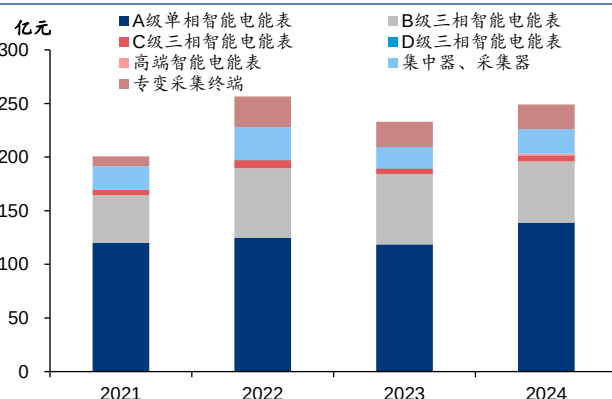
国内智能电表市场较为成熟，需求主要由存量替换升级需求拉动。目前国内正处于新一轮智能电表替换周期高点。从国家电网智能电表招标量看，智能电表上一轮周期的高点位于2014-2015年，单年度招标量超过9千万只。2020年新版智能电表定型，随后招标量逐渐爬升，2024年国网智能电表招标总量为8939万台，中标总金额为249.2亿元（含集中器、采集器、专变采集终端等）。2024年新标准智能电表或于2025年第3批开始规模化招标，新标准后招标量上有望企稳，同时新标准推行周期内，前期价格一般会高于后期。

图表8：2011-2024年国网电表招标数量统计



资料来源：国家电网新一代电子商务平台，华泰研究

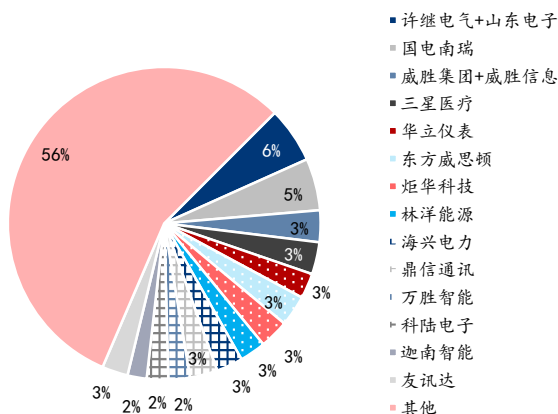
图表9：2021-2024年国网电表招标金额统计及拆分



资料来源：国家电网新一代电子商务平台，华泰研究

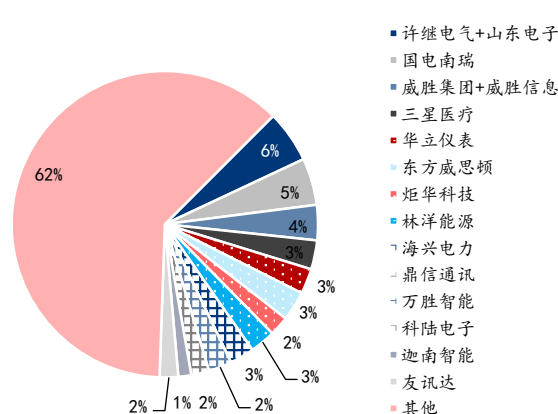
国内国南网统一招投标机制下，智能电表市场较为分散，子公司威思顿市占率稳定。2023/2024年，国网Top1企业中标金额占比均在5%~6%，威思顿分别排名第五/四，市占率3.2%/3.1%，市占率稳定。在新标准推行周期前期，更具备技术优势的龙头企业有望在前期获更高份额。

图表10：2023年国网电表各公司中标份额



注：金额统计含集中器、采集器、能量控制器等
资料来源：国家电网新一代电子商务平台，华泰研究

图表11：2024年国网电表各公司中标份额

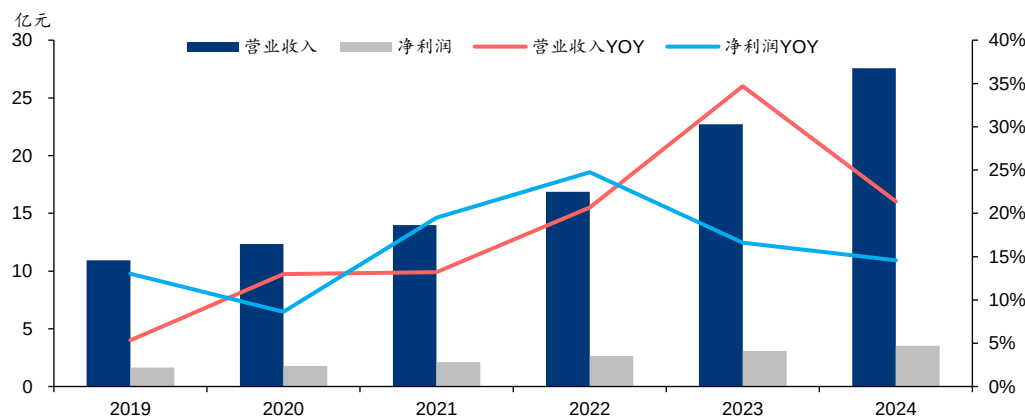


注：金额统计含集中器、采集器、能量控制器等
资料来源：国家电网新一代电子商务平台，华泰研究

此外，配网“四可”要求下，监测、调控要求提升，相关设备投资有望增加。2025年1月，国家能源局发布《分布式光伏发电开发建设管理办法》，首次将“四可”作为并网技术标准，明确要求：新建项目必须具备“可观、可测、可调、可控”能力，从源头提升电网承载力与调控能力。其中1)可观：通过智能监测设备（采集主站、终端等）实时展示电站运行状态，实现全景可视化。2)可测：是指实现分布式光伏用户15分钟级负荷数据全采集，重要台区光伏用户及关键数据实现1分钟级采集，精准测量发电功率、电压电流等参数，支持故障诊断与预测。全额上网采用单表法，余电上网采用两表/三表法。3)可调：是指应用群调群控装置和分布式电源接入单元（如规约转换器）/智能物联电能表等产品方案，建立柔性调节能力，实现分布式光伏功率和电压柔性可调，即精准送出电网需要的电量。4)可控：是指应用光伏专用断路器建立刚性控制能力，实现分布式光伏用户刚性可控。

从威思顿历史营收表现来看，近年来业绩与净利润表现出双高增态势且有望维持。2024年子公司威思顿实现营收/净利润27.6/3.5亿元，同比+21.4%/14.6%，威思顿24年全年在国网集招中标7.75亿，在南网框架招标中中标超5亿元；关口表全年累计销售首次突破1万只；光伏四可融合终端、量测开关、检测台体实现多省中标；运维及施工总包业务覆盖省份21个，合同额首次突破3亿元。伴随国内正值替换周期，公司市占率有望稳中有升，叠加“四可”要求下对于智能电表升级与物联表需求提升，我们预计用电业务业绩有望维持增长态势。

图表12：2019-2024年威思顿营收与净利润情况



资料来源：公司公告，华泰研究

调度及云化：调度市场有望升级扩容，电力信息化长期趋势向好

调度建设五级结构，替换空间相对稳定。电力调度控制中心是电网系统运行的“指挥中枢”，通过对电网进行组织、协调和指挥，来保障电网的安全、经济运行。《电网调度管理条例》明确，我国调度机构分为五级，分别为：国家调度机构（国调），跨省、自治区、直辖市调度机构（网调），省、自治区、直辖市调度机构（省调），省辖市级调度机构（地调），县级调度机构（县调）。目前国内电网调度体系已经建设的较为完备，市场空间相对稳定。参照前瞻产业研究院数据，我们按照国/网/省/地/县调数量分别为1/6/31/334/2900个，更新年限分别为8/8/8/5/5年，系统单价分别为1/0.8/0.6/0.2/0.05亿元，预计“十五五”期间年均市场替换需求分别为0.13/0.60/2.33/13.36/29.00亿元，合计约45.4亿元。

政策推动调度能力优化，市场有望升级扩容。在新能源大规模并网和新型电力系统加速建设的背景之下，国家对电网调度能力的优化提出了明确要求，例如，2024年1月发布的《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》强调了建设灵活智能的电网调度体系，推动“云大物移智链边”、5G等先进数字信息技术在电力系统各环节的应用，以实现海量资源的可观、可测、可调、可控。2024年12月发布的《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025—2027年）》要求电力调度机构通过智能化改造实现各类调节资源分级精细化管理。我们认为在分布式资源大量接入的背景下，电网对于调度的灵活性与精细化要求进一步提升，调度自动化市场有望受到升级需求拉动实现进一步扩容。

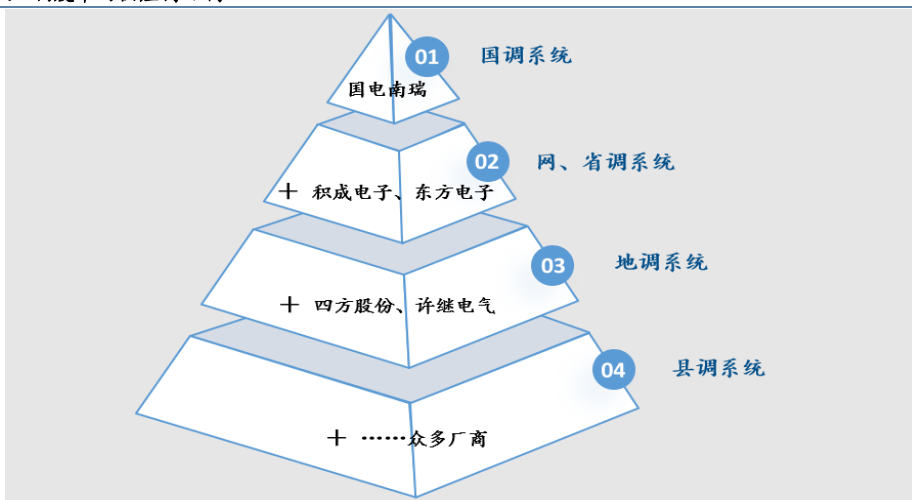
图表13：电网调度自动化市场年均替换需求测算

调度机构	数量	更新年限	系统单价	年均市场需求
国家调度机构（国调）	1	8 年	10000 万元	0.13 亿元
跨省、自治区、直辖市调度机构（网调）	6	8 年	8000 万元	0.60 亿元
省、自治区、直辖市调度机构（省调）	31	8 年	6000 万元	2.33 亿元
省辖市级调度机构（地调）	334	5 年	2000 万元	13.36 亿元
县级调度机构（县调）	2900	5 年	500 万元	29.00 亿元
合计	3272			45.41 亿元

资料来源：前瞻产业研究院，华泰研究预测

调度市场整体呈现金字塔结构，顶部壁垒与市场集中度高。处于金字塔顶尖的国调系统由国电南瑞垄断；网调及省调的供应商则新增积成电子、东方电子等；地调再度新增四方股份、许继电气等，仍具备一定壁垒；县调市场则参与者众多，产品同质化严重。

图表14：调度市场供应商结构



资料来源：华泰研究

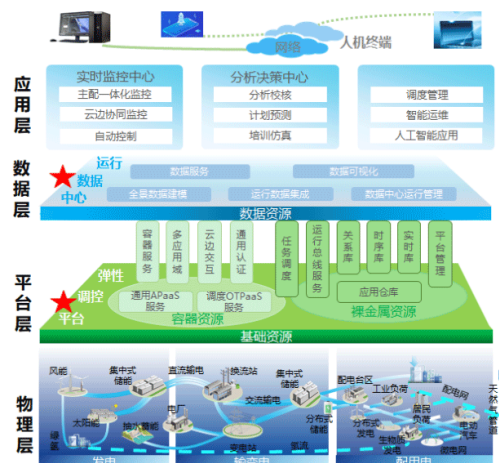
公司在地调市场占有率位居前列，参与南网总调建设。公司深耕调度自动化领域多年，公司的调度核心产品——E8000 智能电网调度控制系统，定位于网、省级和大型地区级电网自动化系统，在电网地调市场占有率位居前列。2023 年，东方电子承担了南网总调云端系统平台及应用的建设，该项目汇集南网全网运行数据，是南网新一代智能调度运行平台的中枢智慧大脑。

图表15：E8000 智能电网调度控制系统



资料来源：公司官网，华泰研究

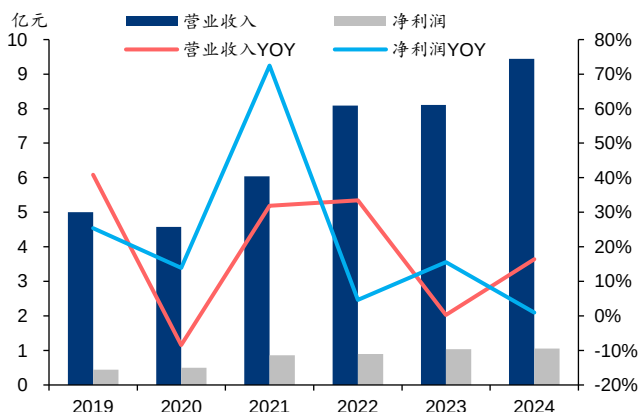
图表16：云边融合一体化电网智能调度系统（E8100）



资料来源：公司官网，华泰研究

控股子公司海颐软件是国内领先的电力信息化解决方案、产品和服务提供商。公司服务于电力能源、电子政务、交通运输等行业客户，为其提供行业数字化解决方案和服务。公司形成了营销管理系统、智能配用电系统、资产全寿命分析系统、运维监控系统、决策支持系统等多套产品体系，为电力企业提供基于调配售用全业务链的信息化解决方案。海颐软件自主开发的汇语预测平台广泛应用于新能源功率预测、用电负荷预测、电力市场交易价格预测等场景。公司同时承建了南方电网有限责任公司核心业务之一的营销管理系统，是南网的核心信息化服务供应商之一。受到大型项目确认节奏影响，公司业绩或存在一定波动，但不改电力信息化行业长期向好趋势。

图表17：2019-2024 年海颐软件营收与净利润情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表18：海颐软件核心产品



资料来源：公司官网，华泰研究

持续培育新增长极，虚拟电厂大有可为

虚拟电厂空间广阔，公司核心优势显著

虚拟电厂的本质是灵活性资源的整合和挖掘。虚拟电厂是将不同空间的可调节负荷、多元储能侧、电源侧等一种或多种资源聚合起来，参与电力系统运行与交易的智慧能源管理系统。其既可作为“正电厂”向系统供电调峰，又可作为“负电厂”加大负荷消纳配合系统填谷；既可快速响应指令配合保障系统稳定并获得经济补偿，也可等同于电厂参与容量、电量、辅助服务等各类电力市场获得经济收益。按照聚合资源的不同，虚拟电厂可分为电源型、负荷型、储能型、混合型等类型。

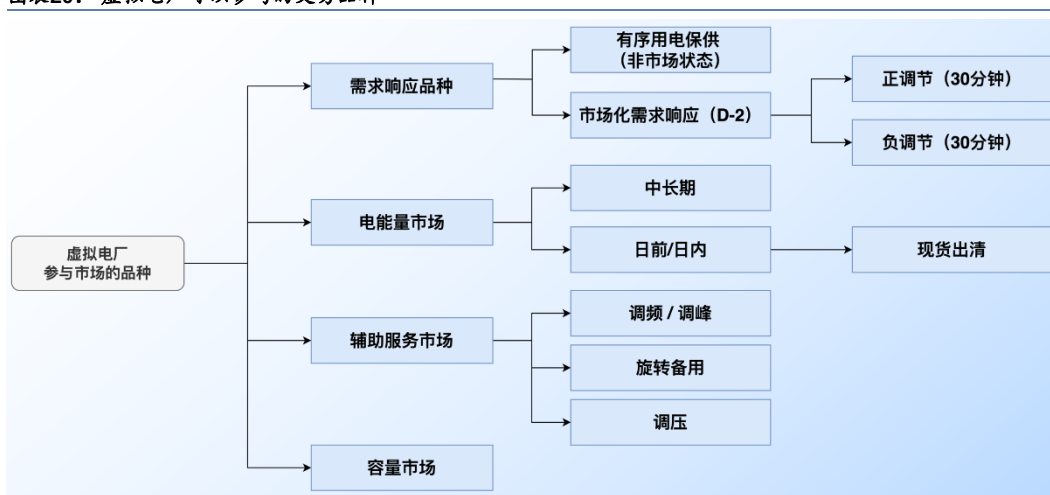
图表19：各类型虚拟电厂的特征

虚拟电厂	聚合资源	运营模式	出售属性
电源型	风、光等分布式能源	聚合可控、不可控机组（风电、光伏）等资源，通过出售其发出的电源，参与电力市场交易	强
负荷型	居民用电、写字楼制冷用电等	聚合区域内分散式负荷（如居民用电、工商业负荷）等资源，参与辅助服务市场，实现调频功能	弱
储能型	独立储能项目，风、光、储一体化项目	聚合不同地点的储能项目，响应调峰、调频需求参与电力辅助服务市场	中
混合型	源网荷储一体化	由可控机组、不可控机组（风光发电）、可控负荷（电动车）、独立储能项目等聚合而成	强

资料来源：电力圆桌《长三角虚拟电厂发展现状分析报告》2023年11月，华泰研究

我国虚拟电厂市场目前处于从邀约型向市场型过渡的阶段。按照发展阶段和应用模式的不同，可以分为邀约型、市场型和自主调度型虚拟电厂。1）邀约型，由各省政府部门牵头组织，各聚合商共同完成邀约、响应和激励领取。虚拟电厂主要聚合可控负荷资源，参与电力辅助服务市场，盈利主要来自响应补贴，市场化程度较低。2）市场型，虚拟电厂与电能量现货市场、辅助服务市场和容量市场的衔接机制成熟。在这一阶段，虚拟电厂聚合商以实体电厂模式参加不同电力市场，获取多样化的收益。虚拟电厂将作为市场主体被纳入各类电力交易市场，其盈利模式更加清晰和多样化。3）自主调度型，虚拟电厂能够实现跨空间自主调度。在这一阶段，虚拟电厂的资源聚合进一步扩大，包括微电网和局域能源互联网。虚拟电厂在这一阶段具有更大的自主调度能力和资源整合能力。三个阶段市场化程度逐步提高，我国虚拟电厂市场目前处于从邀约型向市场型过渡的阶段。

图表20：虚拟电厂可以参与的交易品种



资料来源：华泰研究

绿电直连政策有望深度激活用户侧灵活性资源，为虚拟电厂发展提供沃土。2025 年 5 月，国家发改委、国家能源局印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，明确绿电直连机制，即风电、太阳能发电、生物质发电等新能源不直接接入公共电网，通过直连线路向单一电力用户供给绿电；明晰安全优先、权责对等、源荷匹配的原则，以期实现满足企业绿色用能需求、提升新能源就近就地水平的目标。《通知》要求项目整体新能源年自发用电量占总可用发电量比例不低于 60%，占总用电量比例不低于 30%，并不断提高自发自用比例，2030 年前不低于 35%。我们认为绿电直连政策能够深度激活用户侧灵活性资源，打开新能源更大规模的发展潜力。而虚拟电厂的本质是灵活性资源的整合和挖掘，灵活性资源的空间打开为其发展提供了沃土，有助于其规模快速发展壮大与商业模式的进一步疏通。

我们预计 2025 年虚拟电厂的平台建设费、资源接入与监测费用为 67.4~112.4 亿元：

- 1) 根据国家电网，以 2GW 虚拟电厂建设为例，接入日前级资源 1.5GW（其中 0.5GW 支持填谷），小时级资源 0.3GW（其中 0.1GW 支持填谷），分钟级资源 0.15GW，秒级资源 0.05GW。总建设成本 5.36 亿元（其中平台建设费 1 套，价值 500 万元；资源接入与监测费用 2.85 亿元，储能建设费 2.46 亿元），折合单位投资额 268 元/kW（含储能），折合单位投资额 145 元/kW（不含储能）。

图表21：虚拟电厂建设费用

费用类型	单价	数量	小计
平台建设费	500 万元/套	1 套	0.05 亿元
工业企业日前级资源接入与监测	0.1 元/W	1.5GW	1.5 亿元
工业企业小时级资源接入与监测	0.2 元/W	0.3GW	0.6 亿元
商业分钟级资源接入与监测	0.5 元/W	0.15GW	0.75 亿元
合计（不含储能）			2.9 亿元
储能建设	1.8 元/Wh	136.9MWh	2.46 亿元
合计（含储能）			5.36 亿元

注：储能建设容量，按照最大调频容量 5 万千瓦，年均运行小时数 1000 小时计算，平均每天的放电能力需要达到 5 万千瓦 x(1000 小时:365 天)=13.69 万千瓦时天，该文件发布于 2023 年 5 月，期间储能价格降本幅度较大

资料来源：国家电网，华泰研究

- 2) 据中电联预测，2025 年全国统调最高用电负荷为 15.5 亿千瓦。根据《电力需求侧管理办法（征求意见稿）》，到 2025 年各省需求响应能力达到最大用电负荷的 3%-5%，其中年度最大用电负荷峰谷差率超过 40%的省份达到 5%或以上。我们假设国内需求响应均由虚拟电厂来调节，对应国内需求响应量为 0.465~0.775 亿千瓦，对应虚拟电厂投资额（不含储能）为 67.4~112.4 亿元。据中国电力科学研究院，到 2025 年电力系统功率调节缺口将达 5.6 亿千瓦，分布式资源以聚合虚拟电厂形式参与电网互动调节是发展新型电力系统的必然选择。

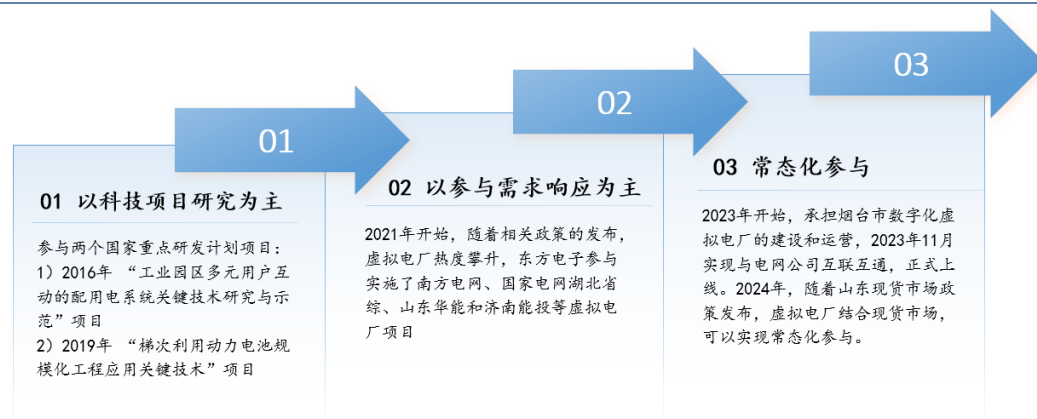
图表22：电网灵活性调节资源需求预测（单位：亿千瓦）

	2020	2025E	2030E	2050E
波动性可再生能源发电规模	5	10	15	40
灵活煤电机组	1	2	3	4
天然气发电机组	1	1.5	1.8	2.3
抽水蓄能	0.32	0.68	1.2	1.7
电化学储能	0.03	0.2	2	6.1
可再生能源功率调节缺口	2.65	5.62	7	25.9

资料来源：国家电网，华泰研究预测

东方电子可以提供虚拟电厂整体解决方案、系列化产品、技术和运维等服务，承担着虚拟电厂整体建设、运维等角色。包括智慧管控平台的建设，可调负荷资源现场勘探、接入改造，以及与电网的互联互通等全链条集成实施服务；同时在烟台市数字化虚拟电厂中，公司还承担运营角色。

图表23：东方电子虚拟电厂业务的三个发展阶段

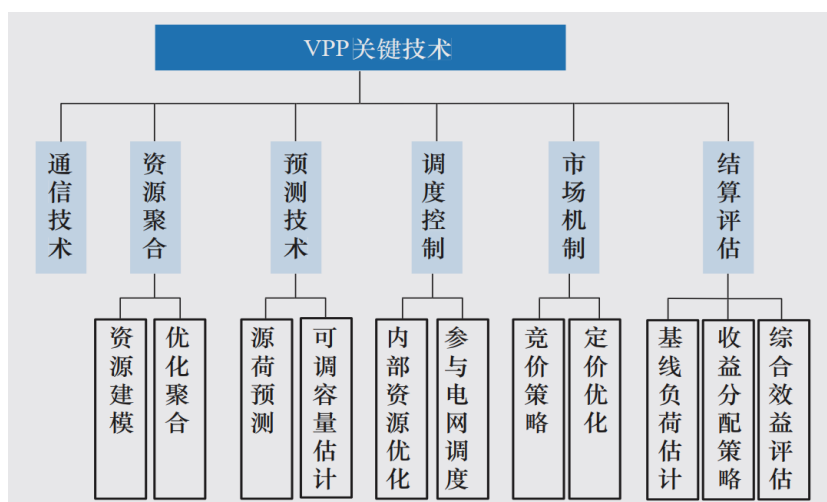


资料来源：北极星电力网，华泰研究

虚拟电厂是综合能源服务的最高形式，核心技术壁垒高。需要做到将通信技术、资源聚合、预测技术、调度控制、市场机制、结算评估等关键技术融会贯通。虚拟电厂需要摸清楚各种分布式资源的运行和成本特性，同时要与智能电网有机的结合起来，预测的准确度直接影响虚拟电厂调度和市场策略的制定，进而影响虚拟电厂的响应效果与收益结算。

公司实施了多个国家级、省部级综合能源和虚拟电厂项目，整体技术国际领先。东方电子在虚拟电厂业务方面的核心优势，第一是对下懂能源，对上懂电网，公司不仅有海量用户侧分布式资源的接入改造能力，同时具有与电网和电力交易中心互联互通的能力，使得公司能够更加精准地调节电力供需平衡；第二是公司具备虚拟电厂全链条集成实施能力，拥有从产品设计、软硬件研发、工程管理到项目实施全流程的资质及核心知识产权，打造了涵盖“绿色能源建设+智慧能源管理+云化智能运维+虚拟电厂+电力交易辅助决策+绿电绿证交易+碳资产管理”等绿色低碳全产业链的核心产品、技术和服务。公司已承建了国内规模最大的南方电网虚拟电厂和国内首个城市级虚拟电厂项目，实现了国网、南网、发电集团、城市级和园区级等多应用场景虚拟电厂的实用化落地应用。

图表24：VPP 关键技术总结



资料来源：《虚拟电厂关键技术综述与发展展望》（王健，郑峻峰等发布于《供用电》2023，40（12）），华泰研究

抓紧海外紧缺窗口，加速开拓国际业务

公司海外业务布局多年，已经与全球 40+个国家的合作伙伴达成战略联盟关系。公司国际业务成功实现了从单一产品销售到系统集成、从产品服务到电网运营及服务的转变。根据公司官网，公司当前国外运行的变电站自动化系统达到 4300+套，配电自动化终端超过 35000 套，海外电力控制中心中国国家级 3 套，省级 3 套，城市级 27 套。公司持续聚焦亚洲、中东、非洲等地，推进本地化运营，并开始突破西欧、南美等市场。

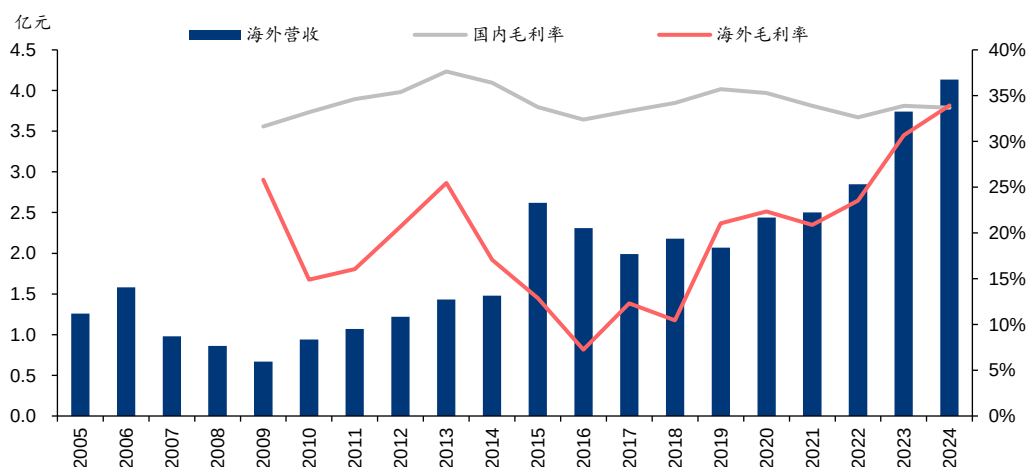
图表25：公司部分海外业务开展情况

地区	年份	业务开展情况
中东	2022	通过沙特国家电力测试并中标沙特国家电力公司（SEC）数字化智能环网柜配套新型数字化配电终端
	2023	取得沙特 META-5000 套 FRTU 项目、中电装备 2000 套环网柜项目 与沙特 SEP 公司签署了战略合作协议
	2024	沙特环网柜本地化产线正式投运，签订合同近 1.7 亿元 埃及市场签订 RTU 样机合同，通过北开罗公司产品认证 约旦取得 RTU 合同
东南亚	2023	取得马来西亚配网 FRTU 项目、斯里兰卡首个国家级 AMI 项目、泰国蓝牙表项目
中亚	2023	取得乌兹别克斯坦 500MW 光伏安装调试项目、东方电气光伏综自项目
	2024	获取乌兹别克斯坦本地运营相关资质，签订合同 5,000 万元
南亚	2023	尼泊尔 AMI 及 DCC、马尔代夫 EPC+F 等项目取得阶段性成果
	2024	威思顿中标马尔代夫光伏微电网项目，合同额 2,853 万元
	2024	威思顿中标马尔代夫 AMI 智能计量系统总包项目，合同额超 1 亿元
非洲	2023	取得赞比亚医院强电总包项目
南美	2024	中标尼加拉瓜国调中心项目
西欧	2024	中标比利时市场环网柜项目

资料来源：公司公告，华泰研究

随着海外电网投资开启景气周期，公司借助多年布局渠道，抓住紧缺窗口，加速海外业务开拓。公司早期在南亚、东南亚、非洲地区布局较为深入，近两年业务在中东地区快速拓展；出口产品也从早期的调度、工业互联网产品，逐步拓展至输变电、配电、新能源、微电网等业务。2023/2024 年公司海外营收及毛利率均实现较快增长，营收分别达到 3.74/4.13 亿元，同比增长 31.09%/10.62%，毛利率分别达到 30.68%/33.93%，同比提升 7.15/3.25pct，主要系出口产品结构优化。我们预计未来三年海外业务整体收入增速或保持 20%以上，同时毛利率有望维持高位。

图表26：公司海外营收与毛利率情况

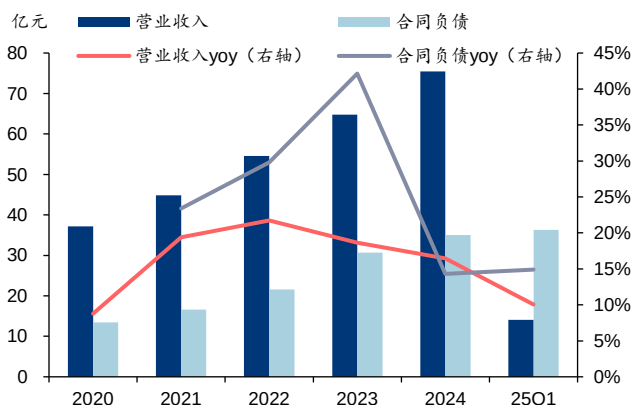


资料来源：Wind，华泰研究

合同负债与 ROE 持续提升，现金流管理优异

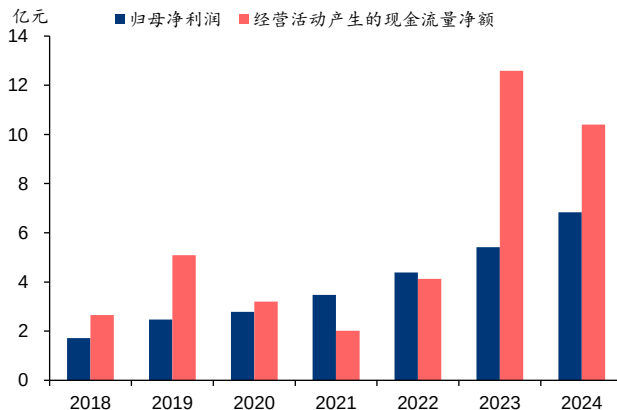
合同负债持续高增长，现金流管理优异。公司营业收入连续数年保持增长，2008-2024 年间收入 CAGR 达到 14.4%，公司通过持续的内生外延，穿越行业周期，业绩表现较为稳健。从前瞻指标合同负债来看，近年来该指标实现快速增长，增速整体显著高于营收增速，截至 25Q1 末，绝对数额已达到 36.32 亿元，我们认为该指标的强劲表现或将为公司后续业绩提供有力支撑。此外，公司的现金流管理优异，2023/2024 年归母净利润分别为 5.41/6.84 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 12.59/10.40 亿元。

图表27：公司营收及合同负债情况



资料来源：Wind，华泰研究

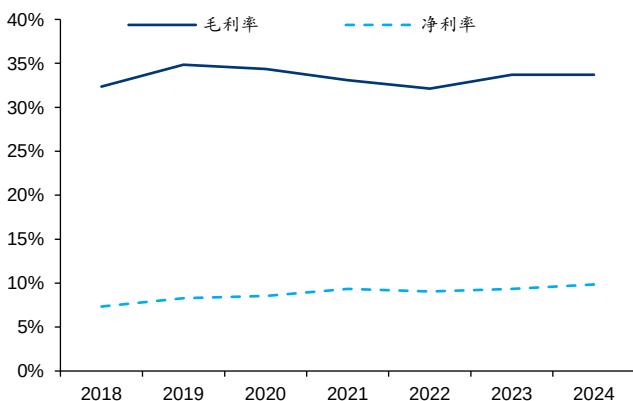
图表28：公司归母净利润与经营活动产生的现金流净额



资料来源：Wind，华泰研究

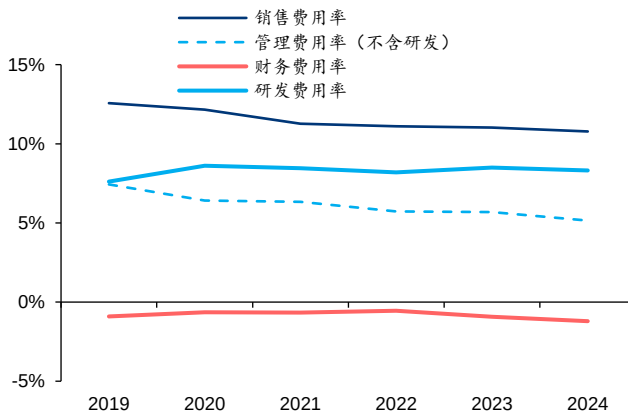
公司毛利率位居行业前列，期间费用率持续下降，净利率整体呈现提升趋势。公司毛利率近年来稳定在 32%-35% 区间内，因公司业务中电力信息化、智能化等方向占比较高，整体壁垒与利润均较高，毛利率在电网设备可比公司中位居前列。净利率方面，东方电子近年来整体表现出提升趋势，位于 8%-10% 左右，处于行业中等水平。主要系公司整体费用率水平较高，尤其是销售费用率与研发费用率位居前列。但整体来看，销售与管理费用率均呈现出连续下降的趋势，研发费用率则呈现提升趋势，这也是公司内生外延持续增长的核心驱动力所在。

图表29：公司毛/净利率



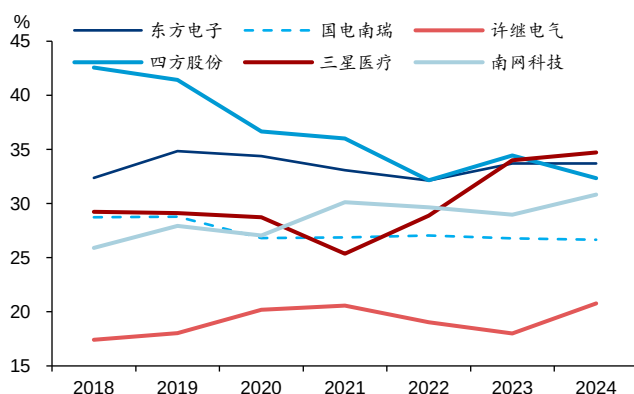
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：公司费用率



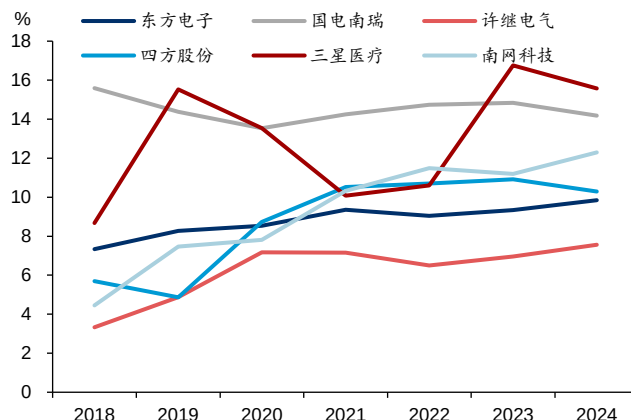
资料来源：Wind，华泰研究

图表31: 东方电子与可比公司毛利率对比



资料来源: Wind, 华泰研究

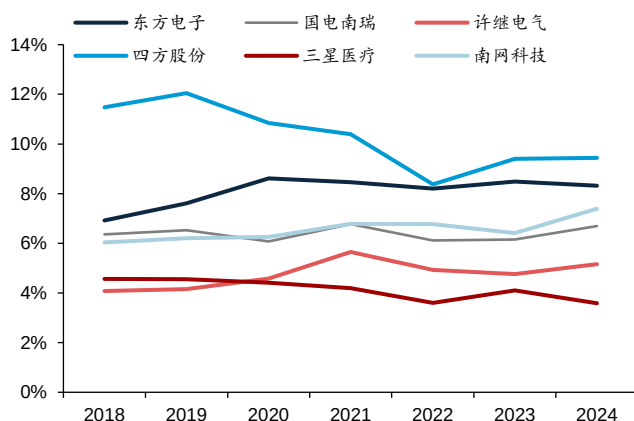
图表32: 东方电子与可比公司净利率对比



资料来源: Wind, 华泰研究

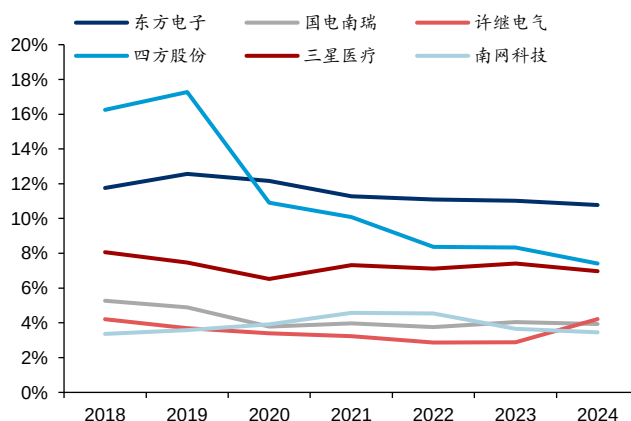
公司重视研发与销售, 通过技术创新与渠道开拓培育发展的新动力。公司研发费用率水平较高, 与四方股份位居行业第一梯队, 且整体呈现持续提升态势。24 年达到 8.3%, 高于可比公司均值 1.9pct。同时, 配电市场格局比较分散, 渠道力为重要竞争要素, 公司重视渠道开拓, 销售费用率保持在较高水平, 随着规模效应显现, 整体呈现下降趋势。

图表33: 东方电子与可比公司研发费用率对比



资料来源: Wind, 华泰研究

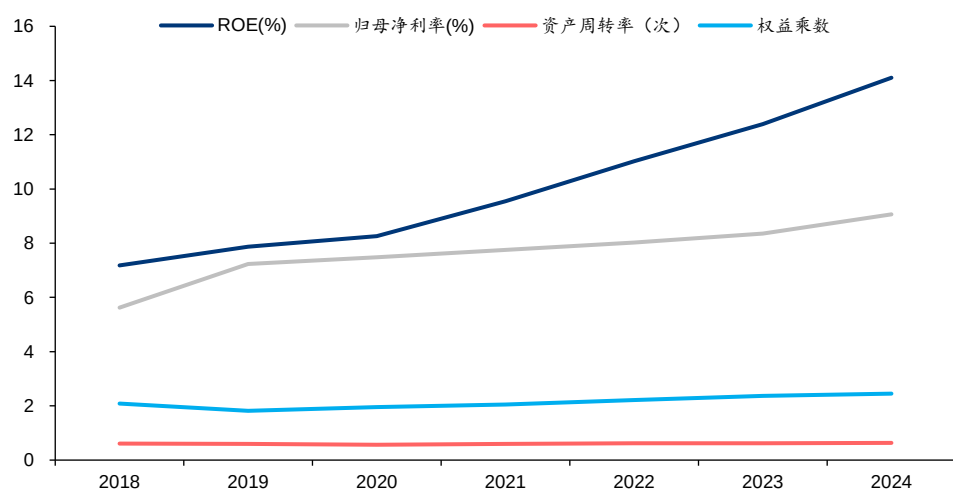
图表34: 东方电子与可比公司销售费用率对比



资料来源: Wind, 华泰研究

公司净资产收益率持续提升。在归母净利率与权益乘数带动下, 公司 ROE 水平持续提升, 从 18 年的 7.2% 提升至 24 年的 14.1%; 其中归母净利率从 18 年的 5.6% 提升至 24 年的 9.1%, 权益乘数从 18 年的 2.09 提升至 24 年的 2.45, 资产周转率则保持相对稳定。我们预计在规模效应下费率有望持续下降, 净利率有望带动 ROE 水平进一步提升, 我们预计归母净利率有望从 24 年的 9.1% 提升至 27 年的 9.7%, ROE 有望从 24 年的 14.1% 提升至 27 年的 16.2%。

图表35：公司杜邦分析



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 89.05、104.65、121.58 亿元，同比增长 18.03%、17.52%、16.17%；归母净利润为 8.40、9.99、11.80 亿元，同比增长 22.81%、18.99%、18.11%。

图表36：公司收入与利润情况

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	54.60	64.78	75.45	89.05	104.65	121.58
YOY	21.73%	18.64%	16.47%	18.03%	17.52%	16.17%
毛利率	32.1%	33.7%	33.7%	33.4%	33.0%	32.6%
毛利润（亿元）	17.54	21.83	25.43	29.76	34.57	39.69
归母净利润（亿元）	4.38	5.41	6.84	8.40	9.99	11.80
YOY	26.06%	23.46%	26.34%	22.81%	18.99%	18.11%

资料来源：Wind，华泰研究预测

智能配用电：2022-2024 年该板块收入增速为 29.3%、21.0%、17.1%。考虑到配网投资有望提速（我们预计配网投资 24-30 年期间 CAGR 有望达到 6.4%）；叠加国内电表正值替换周期，新标准或带来量稳价升，头部企业有望在新标准前期获得更高份额，我们预计 2025-2027 年公司该板块收入增速为 20%、18%、16%，对应收入 51.89、61.23、71.03 亿元。22-24 年，公司该业务毛利率分别为 31.1%、32.6%、32.6%，考虑到后续部分配电业务纳入集采，我们预计毛利率或呈现小幅下降趋势，预计 25-27 年为 32.0%、31.5%、31.0%。

输变电自动化：2022-2024 年该板块收入增速为 14.7%、45.3%、37.5%，考虑到前期集控站集中招标致 23-24 年收入增速较快，我们预计后续该板块将回归到常态化稳步增长阶段，叠加后期配套软件设备升级投资有望提升，预计 25-27 年收入增速保持在 12%，对应收入 9.59、10.75、12.03 亿元。22-24 年业务毛利率为 32.9%、37.9%、38.3%，考虑到后期配套软件设备投资占比有望提升，我们预计毛利率后续或保持在较高水平，预计 25-27 年为 38.3%。

调度及云化：2022-2024 年该板块收入增速为 21.0%、-3.0%、17.1%。其中，调度市场整体空间相对稳定，后续有望通过做好运维和功能升级拓展来保障收入平稳增长；另一块海颐软件目前主要业务方向为信息化电力营销系统，有望保持稳步增长。我们预计 2025-2027 年公司该板块收入增速为 15%、15%、12%，对应收入 14.84、17.07、19.11 亿元。22-24 年，公司该业务毛利率分别为 36.0%、39.7%、37.7%，该业务由于技术壁垒较高，毛利率在高位呈现小幅波动，我们取 23-24 年中值，预计 25-27 年毛利率为 38.7%，有望维持高位。

新能源及储能：2022-2024 年该板块收入增速为 40.8%、162.4%、-13.9%。考虑到公司该业务整体规模基数较小，我们预计 2025-2027 年公司该板块收入仍可保持较高增速，为 30%、25%、23%，对应收入 3.85、4.81、5.92 亿元。22-24 年，公司该业务毛利率分别为 40.8%、23.2%、25.7%，我们预计 25-27 年毛利率为 25%。

综合能源及虚拟电厂：2022-2024 年该板块收入增速为 -5.0%、16.3%、12.4%。我们认为虚拟电厂市场正在从邀约型向市场型过渡，有望呈现加速增长态势，发展空间广阔，我们预计 2025-2027 年公司该板块收入增速为 30%、50%、50%，对应收入 2.85、4.28、6.42 亿元。22-24 年，公司该业务毛利率分别为 24.5%、29.9%、32.8%，我们预计该业务在高技术壁垒保护下，毛利率有望维持高位，预计 25-27 年毛利率为 32.8%。

图表37：公司分板块盈利预测情况

(单位: 亿元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
智能配用电						
收入 (亿元)	30.53	36.94	43.24	51.89	61.23	71.03
yoy	29.3%	21.0%	17.1%	20.0%	18.0%	16.0%
成本 (亿元)	21.04	24.91	29.16	35.28	41.94	49.01
毛利 (亿元)	9.50	12.03	14.08	16.60	19.29	22.02
毛利率	31.1%	32.6%	32.6%	32.0%	31.5%	31.0%
输变电自动化						
收入 (亿元)	4.29	6.23	8.57	9.59	10.75	12.03
yoy	14.7%	45.3%	37.5%	12.0%	12.0%	12.0%
成本 (亿元)	2.88	3.87	5.28	5.91	6.62	7.42
毛利 (亿元)	1.41	2.36	3.28	3.68	4.12	4.62
毛利率	32.9%	37.9%	38.3%	38.3%	38.3%	38.3%
调度及云化						
收入 (亿元)	11.36	11.02	12.90	14.84	17.07	19.11
yoy	21.0%	-3.0%	17.1%	15.0%	15.0%	12.0%
成本 (亿元)	7.27	6.64	8.04	9.10	10.46	11.72
毛利 (亿元)	4.09	4.38	4.87	5.74	6.60	7.40
毛利率	36.0%	39.7%	37.7%	38.7%	38.7%	38.7%
工业互联网及智能制造						
收入 (亿元)	4.39	3.98	4.48	4.93	5.42	5.96
yoy	1.0%	-9.1%	12.4%	10.0%	10.0%	10.0%
成本 (亿元)	3.39	3.03	3.46	3.79	4.17	4.59
毛利 (亿元)	1.00	0.95	1.02	1.13	1.25	1.37
毛利率	22.7%	23.8%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
新能源及储能						
收入 (亿元)	1.31	3.44	2.96	3.85	4.81	5.92
yoy	40.8%	162.4%	-13.9%	30.0%	25.0%	23.0%
成本 (亿元)	0.78	2.64	2.20	2.89	3.61	4.44
毛利 (亿元)	0.53	0.80	0.76	0.96	1.20	1.48
毛利率	40.8%	23.2%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
综合能源及虚拟电厂						
收入 (亿元)	1.68	1.95	2.20	2.85	4.28	6.42
yoy	-5.0%	16.3%	12.4%	30.0%	50.0%	50.0%
成本 (亿元)	1.27	1.37	1.48	1.92	2.88	4.32
毛利 (亿元)	0.41	0.58	0.72	0.94	1.40	2.11
毛利率	24.5%	29.9%	32.8%	32.8%	32.8%	32.8%
公司整体						
收入 (亿元)	54.60	64.78	75.45	89.05	104.65	121.58
yoy	21.7%	18.6%	16.5%	18.0%	17.5%	16.2%
成本 (亿元)	37.06	42.95	50.02	59.29	70.08	81.89
毛利 (亿元)	17.54	21.83	25.43	29.76	34.57	39.69
毛利率	32.1%	33.7%	33.7%	33.4%	33.0%	32.6%

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究预测

销售费用率: 2022-2024 年分别为 11.1%/11.0%/10.8%，整体呈现下降趋势，考虑到营收规模增长会带来规模效应提升，我们预计 2025-2027 年销售费用率为 10.2%/9.7%/9.1%。

管理费用率: 2022-2024 年分别为 5.7%/5.7%/5.1%，未来随着管理效率提升费率有望进一步压降，我们预计 2025-2027 年管理费用率为 4.9%/4.6%/4.4%。

研发费用率: 2022-2024 年分别为 8.2%/8.5%/8.3%，考虑到公司加大研发投入与研发激励力度，我们预计 2025-2027 年研发费用率为 8.1%/7.9%/7.9%，费用绝对值增速为 15.0%。

图表38：公司费用率情况

指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	11.1%	11.0%	10.8%	10.2%	9.7%	9.1%
管理费用率	5.7%	5.7%	5.1%	4.9%	4.6%	4.4%
研发费用率	8.2%	8.5%	8.3%	8.1%	7.9%	7.9%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

综合前文，我们预测 25-27 年归母净利润为 8.40、9.99、11.80 亿元，同比增长 22.81%、18.99%、18.11%。我们选取国电南瑞、思源电气及许继电气作为可比公司，国电南瑞为国内二次设备龙头企业，思源电气与东方电子同为二次设备重点企业，许继电气与公司同为配用电领域的重点标的。截至 2025 年 6 月 27 日，可比公司 2025 年一致性预期平均 PE 为 19.3 倍，考虑到公司整体业务技术壁垒较高，虚拟电厂具备技术与先发优势，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，给予目标价 12.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值表（截至 2025 年 6 月 27 日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	25-27CAGR	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000400 CH	许继电气	21.50	219.03	23.4%	14.59	18.04	21.01	15.02	12.14	10.43
002028 CH	思源电气	72.53	564.58	24.7%	26.08	32.41	39.70	21.65	17.42	14.22
600406 CH	国电南瑞	22.26	1,787.94	11.2%	84.11	94.64	104.52	21.26	18.89	17.11
	均值							19.31	16.15	13.92
000682 CH	东方电子	10.25	137.42	19.9%	8.40	9.99	11.80	16.36	13.75	11.64

资料来源：Wind 一致预期（可比公司），华泰研究预测

风险提示

电网投资力度不及预期风险

公司聚焦电力行业，需求与电网公司的投资力度高度相关，也受到国家行业政策较大影响。未来行业的经营环境若发生变化，可能导致国家建设投资减少，影响公司收入。

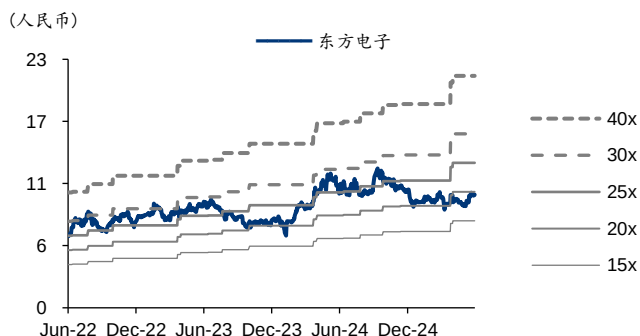
竞争加剧风险

公司是目前二次设备第一梯队企业，但是未来若有新企业进入行业，或相近领域公司跨界竞争，可能会分薄公司市场份额，导致公司产品价格和盈利能力下降。

原材料价格上涨风险

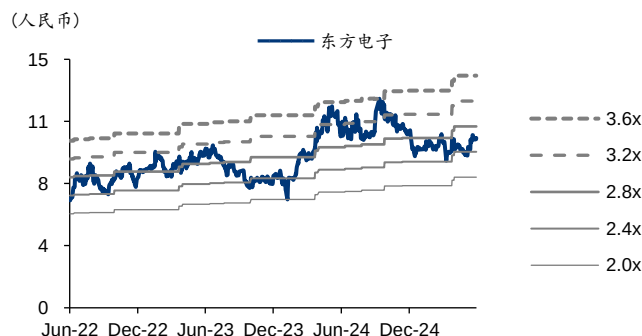
若受到上游原材料价格波动或市场供需关系的影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

图表40：东方电子 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表41：东方电子 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、戚腾元、苗雨菲、马梦辰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、戚腾元、苗雨菲、马梦辰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司