

# ABB 合资工厂产能持续爬坡，储能业务快速增长

## 电力设备

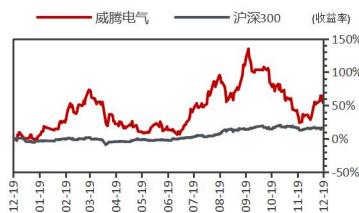
### 报告原因：

### 买入 (首次评级)

2025年12月19日	
收盘价 (元)	37.84
一年内最高/最低 (元)	57.70/22.74
市净率	4.3
股息率 (分红/股价)	0.40
流通 A 股市值 (百万元)	7,143
上证指数/深证成指	3,890/13,140
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

2025年09月30日	
每股净资产 (元)	8.9
资产负债率%	64.95
总股本/流通 A 股 (百万)	189/189
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

### 一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

### 相关研究

### 证券分析师

朱攀

S0820525070001

021-32229888-25527

zhupan@ajzq.com

### 联系人

陆嘉怡

S0820124120008

021-32229888-25521

lujiaiyi@ajzq.com

## ——威腾电气 (688226.SH) 首次覆盖

### 投资要点：

- 投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.39/1.46/2.21亿元，对应PE为182/49/32倍。考虑AIDC装机旺盛推动供电系统需求，ABB合资工厂产能持续爬坡，公司在母线行业海外市场盈利能力较好，且积极开展新业务切入高成长赛道，业绩有望持续改善，公司2026年PE低于可比公司均值，给予“买入”评级。
- 行业与公司情况：**1) 概况：公司主营配电设备(以母线为核心)、储能系统、光伏新材料三大业务，积极拓展光模块业务，有望实现与现有业务协同效应推动公司持续发展，未来增长点主要在于数据中心母线需求旺盛、出海空间广阔，光伏焊带利润修复和光模块业务提供业绩增长弹性；2) 母线：全球数据中心装机量持续增长推动供电系统需求，智能母线由于较高的空间利用率和较低的TCO成本逐渐成为数据中心机房末端配电的主流选择，公司在母线行业市场份额高，和ABB合资公司已开始生产且规模化交付，出货量持续增长，或可借助ABB品牌开拓海外市场；3) 光伏焊带：全球和中国新增光伏装机量呈增长态势，光伏焊带是光伏组件里关键的导电连接部件，TOPCon双玻一体化成本焊带占比6%以上，2025H2以来光伏焊带加工费抬升，利好公司利润修复；4) 储能：公司储能系统业务以网源侧和用户侧储能为主，全球新增投运新型储能项目装机规模逐渐提升，公司与西屋电气为战略合作伙伴，有望推动海外中高端市场开拓；5) 光通信：公司基于自身在数据中心业务领域的优势，对外投资设立新公司切入光通信业务，进一步丰富数据中心相关产品线序列，有望加大利润弹性。
- 有别于大众的认识：**1) 市场担心光伏焊带行业竞争加剧会导致公司盈利能力难以改善，业绩前景不明朗。我们认为光伏装机需求持续增长，2025H2以来光伏焊带加工费呈抬升态势，有望提升公司利润；2) 市场认为储能行业内部竞争加剧，盈利压力持续上升，公司业绩难以改善。我们认为公司和西屋电气合作有利于开拓海外市场，加大公司利润空间。
- 关键假设点：**1) 光伏焊带：光伏装机量逐步提升，预计公司2025-2027年光伏焊带产品收入增速为17%/4%/0%；2) 储能：预计公司2025-2027年储能系统收入增速为50%/100%/50%；3) 母线：预计公司2025-2027年母线产品收入增速为4%/37%/20%；4) 光通信：假设2026年开始盈利。
- 催化剂：**1) 数据中心建设推动母线需求旺盛；2) 与ABB合作开拓市场；3) 光通信业务将进入业绩收获期。
- 风险提示：**1) 市场竞争加剧风险；2) 主要原材料价格波动的风险；3) 宏观经济波动风险；4) AI发展不及预期风险。

### 财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,848	3,481	3,777	5,141	6,312
同比增长率(%)	74.0%	22.2%	8.5%	36.1%	22.8%
归母净利润(百万元)	120	95	39	146	221
同比增长(%)	72.3%	-21.2%	-58.7%	273.0%	51.1%
每股收益(元/股)	0.64	0.50	0.21	0.77	1.17
毛利率(%)	17.7%	15.7%	11.8%	14.8%	16.0%
ROE(%)	11.7%	5.7%	2.3%	7.8%	10.6%
市盈率	49.2	74.4	182.5	48.9	32.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

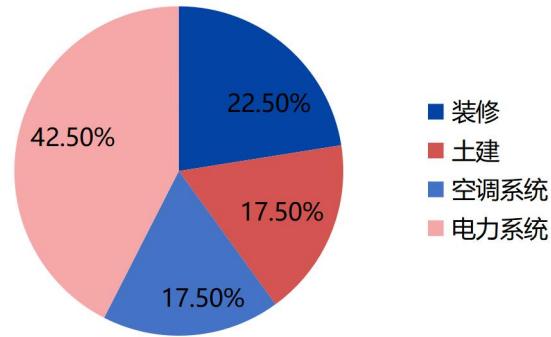
**图表 1：2025H1 公司收入和毛利情况**

产品	收入 (百万元)	收入占比	毛利 (百万元)	毛利占比	毛利率
光伏焊带	808.51	46.68%	41.01	20.37%	5.07%
母线	437.60	25.26%	98.17	48.77%	22.43%
储能系统	371.73	21.46%	39.70	19.72%	10.68%
中低压成套设备	35.49	2.05%	7.38	3.66%	20.78%
其他	78.79	4.55%	15.03	7.47%	19.08%
总计	1,732.12	100.00%	201.28	100.00%	11.62%

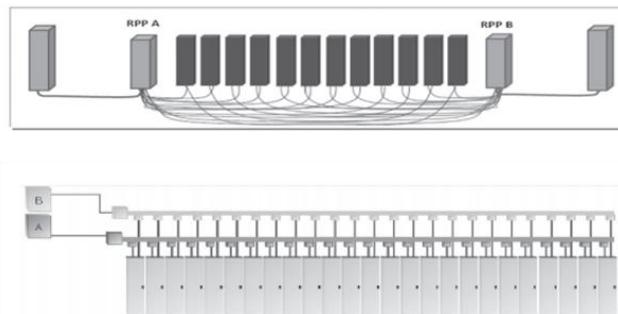
资料来源：iFind，爱建证券研究所

**图表 2：全球数据中心装机量持续增长推动供电系统需求**

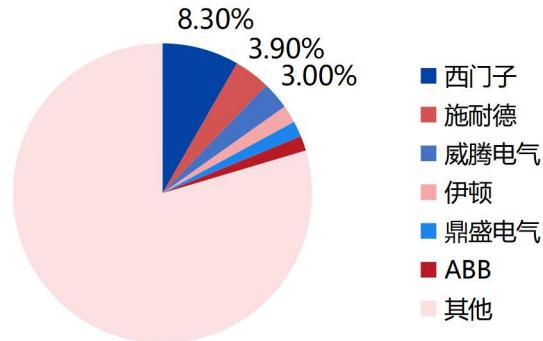

资料来源：IEA，爱建证券研究所

**图表 3：数据中心建造成本中电力系统投入占比超 40%**


资料来源：Dgtl Infra，爱建证券研究所

**图表 4：智能小母线沿机架排布，显著提升空间利用率**


资料来源：《智能小母线与列头柜配电模式比较》，爱建证券研究所

**图表 5：2023 年国内企业中威腾电气母线市场份额最高**


资料来源：制造业排名，爱建证券研究所

**图表 6：智能母线行业市场格局**

企业	简介
西门子	德国工业自动化与电气设备巨头，在智能母线领域，西门子凭借自身工业数字化基因，以 SIVACON 8PS 为核心产品系列，聚焦高端场景定制与全流程智能化运维，在全球高端市场均占据重要地位，通过镇江西门子母线有限公司深耕国内市场。
施耐德	施耐德电气是全球能源管理和自动化领域的数字化转型专家，I-LINE 系列为经典核心，覆盖多电流等级与场景，其中

	I-LINE H 高电流母线、I-LINE Track 中电流母线，可全面适配数据中心从灰区到白区的多样电流需求。
ABB	ABB 集团是全球领先的工业能源与自动化领域跨国企业，低压母线槽系列是 ABB 智能母线的主力产品，包含多款细分型号以适配不同需求。
威腾电气	威腾电气是国内母线领域的头部制造商，覆盖配电设备、储能系统、光伏新材三大业务，打造了多款差异化自有母线产品，依托与 ABB 的合作优势，威腾电气推出多款联名母线产品并完成认证。
白云电器	集高低压配电设备研发、制造、销售及服务于一体的企业，适配多元场景的母线产品矩阵。

资料来源：各企业官网，爱建证券研究所

**图表 7：智能母线供电在综合成本方面具有优势**

成本类型	列头柜+电缆供电	智能母线供电
初期建设成本	初期假设成本较低，但后期改造成本高	初期建设成本略高，但具备良好的扩展性，长期成本较低
运维成本	运维复杂，故障排查与系统维护成本高	运维简便，故障率低，维护成本显著降低
能耗成本	线路损耗大，PUE 值高，能耗成本高	线路损耗小，PUE 值可降至 1.3 以下，能耗成本显著降低
改造成本	改造周期长费用高，难适应高功率需求	改造量少，增加插接箱或更换 PDU 即可实现功率升级
综合 TCO (总拥有成本)	高	低

资料来源：《智能小母线技术在数据中心弹性供电系统中的应用研究》，爱建证券研究所

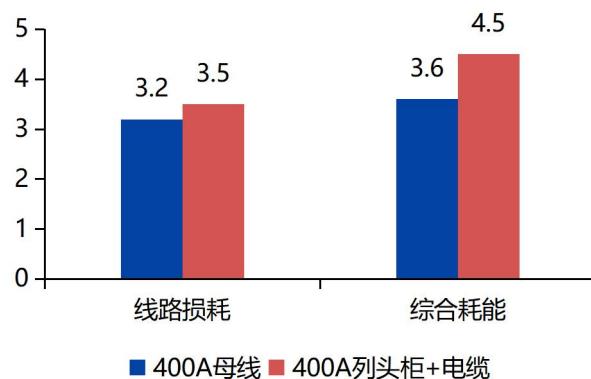
**图表 8：智能母线和列头柜造价估算**

序号	项目名称	规格	单位	数量	单位 (元)	合计 (元)
<b>列头柜方案造价估算</b>						
1	列头柜	160A, 双路	台	11	20000	220000
2	IT 机柜	1200*600*2200mm	台	205	5000	1025000
3	列走线架	铝合金, 400mm	米	132	300	39600
4	配电电缆	ZA-RVV-1kV, 3*6mm <sup>2</sup>	米	4100	15	61500
5	安装工程费	-	项	1	-	269220
6	总造价	元/项	-	-	-	1615320
7	平均造价	元/机架	-	-	-	7880
<b>智能母线方案造价估算</b>						
1	始端电缆馈电箱	160A	台	22	2200	48400
2	母线槽直线段	3L+N+PE	米	264	3000	792000
3	插接箱	63	个	144	2000	288000
4	IT 机柜	1200*600*2200mm	台	216	5000	1080000
5	安装工程费	-	项	1	-	220840
6	总造价	元/项	-	-	-	2429240
7	平均造价	元/机架	-	-	-	11246

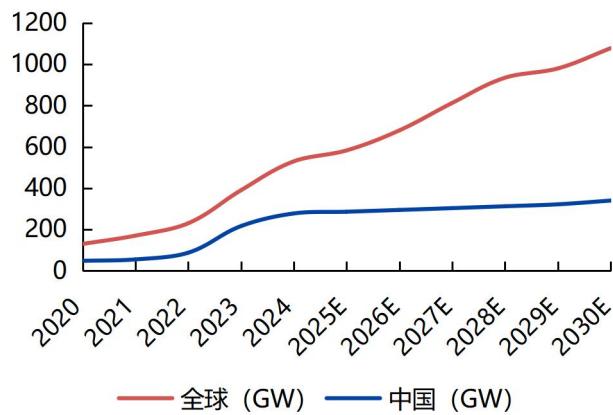
资料来源：《智能小母线与列头柜配电模式比较》，爱建证券研究所

**图表 9：国家电网工程投资完成额逐步提升**


资料来源：国家能源局，爱建证券研究所

**图表 10：母线配电运营成本更低**


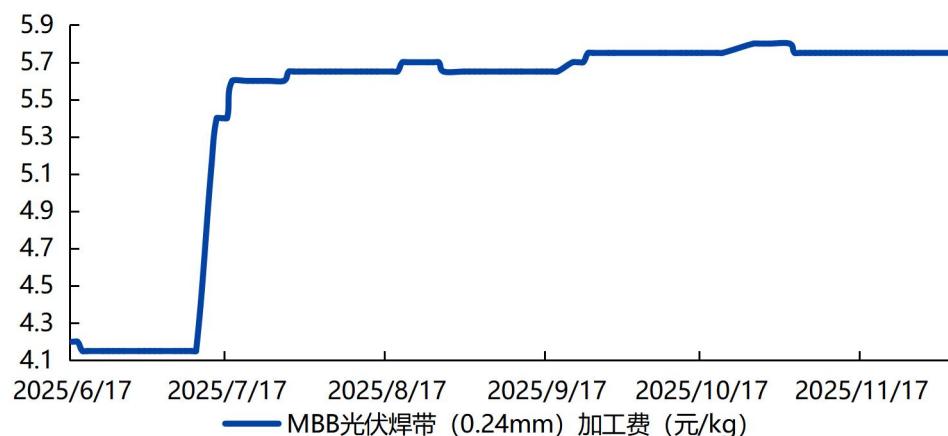
资料来源：《数据中心末端配电母线联合解决方案白皮书》，爱建证券研究所

**图表 11：全球和中国新增光伏装机量呈增长态势**


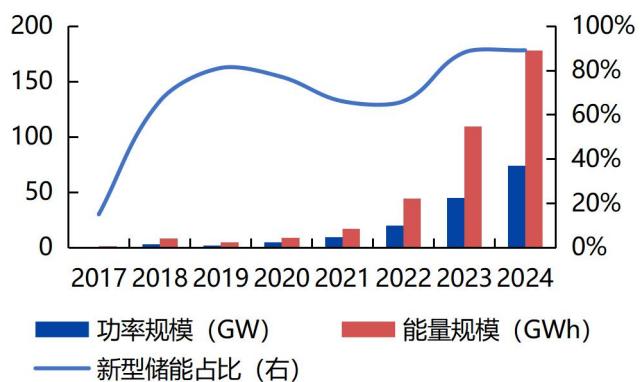
资料来源：CPIA，爱建证券研究所

**图表 12：TOPCon 双玻一体化成本焊带占比 6%以上**


资料来源：InfoLink，爱建证券研究所

**图表 13：2025H2 以来光伏焊带加工费抬升，利好焊带企业利润修复**


资料来源：SMM，爱建证券研究所

**图表 14：全球新增投运新型储能项目装机规模逐渐提升**


资料来源：中关村储能产业技术联盟，爱建证券研究所

**图表 15：公司积极推进储能系统业务**

类别	品种	图示
网源侧储能系统	直流舱	
	变流升压一体舱（交流舱）	
用户侧储能系统	工商业储能标准柜	

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

**图表 16：公司切入光通信领域**


资料来源：威腾电气公众号，爱建证券研究所

**图表 17：公司利润增长逻辑**

项目	观点
利润增长逻辑	1) 全球数据中心装机量持续增长推动供电系统需求，目前智能母线海外应用广泛，国内渗透率较低，近年头部企业已开始采用，预计未来增速显著；2) 公司在母线行业市场份额高，和 ABB 合资公司已开始生产且规模化交付，出货量持续增长，或可借助 ABB 品牌开拓海外市场；3) 全球和中国新增光伏装机量呈增长态势，2025H2 以来光伏焊带加工费抬升，利好公司利润修复；4) 全球新增投运新型储能项目装机规模逐渐提升，公司与西屋电气为战略合作伙伴，有望推动海外中高端市场开拓；5) 公司基于自身在数据中心业务领域的优势，对外投资设立新公司切入光通信业务，进一步丰富数据中心相关产品线序列，有望加大利润弹性。
行业需求核心变量	1) 数据中心装机量；2) 智能母线渗透率；3) 光伏焊带加工费。
季度业绩趋势判断	2025Q3 以来光伏焊带加工费温和抬升，利好公司利润修复；母线和储能行业格局稳定；光模块相关业务尚未实际出货，预计 2025Q4 公司业绩稳定。
公司跟踪的核心指标	光伏焊带加工费；智能母线出货量；光模块出货量

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 18：可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002837.SZ	英维克	889.94	6.33	9.83	14.00	140.70	90.50	63.58
002851.SZ	麦格米特	442.59	4.43	8.86	12.61	99.94	49.93	35.09
002364.SZ	中恒电气	131.20	1.86	3.18	4.61	70.71	41.29	28.43
301120.SZ	新特电气	67.86	0.50	0.88	1.21	135.18	77.09	55.94
平均值						111.63	64.70	45.76
688226.SH	威腾电气	71.43	0.39	1.46	2.21	182.48	48.92	32.38

资料来源：iFind，爱建证券研究所（备注：所有可比公司业绩均为 iFind 一致预期，基于 2025 年 12 月 19 日数据，取数据中心配套设备相关公司作为可比公司）

#### 风险提示：

- 1) 市场竞争加剧风险：**随着国际品牌逐渐加大国内市场的拓展力度以及较多的企业进入该领域，市场竞争逐渐加剧，若公司技术发展滞后于行业水平，可能面临产品竞争力减弱、市场份额下降甚至销售收入下滑的风险。
- 2) 主要原材料价格波动的风险：**公司所用原材料中铜铝等所占比重较高，若原材料价格出现较大幅度波动，公司资金周转会出现一定压力。
- 3) 宏观经济波动风险：**国内宏观经济的增长的不确定性因素增多，如果我国宏观经济增长乏力，将使得行业下游客户对公司产品的需求大幅下降，进而导致公司面临业绩下滑的风险。
- 4) AI 发展不及预期风险：**虽然目前 AI 发展向好，但后续技术进展或不及预期，导致算力需求和数据中心建设量减少，从而影响公司母线业务收入和利润。

**财务预测摘要：**

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	306	896	1,195	1,400	1,588	净利润	134	102	42	159	239
应收款项	1,764	1,802	2,145	3,084	3,395	折旧摊销	27	43	94	156	226
存货	287	466	366	729	596	营运资本变动	1,321	1,200	-305	2,663	-236
<b>流动资产</b>	<b>2,430</b>	<b>3,379</b>	<b>3,838</b>	<b>5,379</b>	<b>5,808</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-219</b>	<b>117</b>	<b>-459</b>	<b>433</b>	<b>-45</b>
长期股权投资	21	16	21	27	29	资本开支	354	358	660	980	1,200
固定资产	245	520	1,067	1,695	2,413	投资变动	85	-7	-3	-29	-10
在建工程	127	709	663	760	887	<b>投资活动现金流</b>	<b>-266</b>	<b>-364</b>	<b>-659</b>	<b>-953</b>	<b>-1,192</b>
无形资产	175	187	212	250	300	银行借款	992	1,291	2,725	3,542	5,100
<b>非流动资产</b>	<b>671</b>	<b>1,528</b>	<b>2,094</b>	<b>2,858</b>	<b>3,749</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>538</b>	<b>844</b>	<b>1,423</b>	<b>736</b>	<b>1,442</b>
<b>资产合计</b>	<b>3,101</b>	<b>4,907</b>	<b>5,932</b>	<b>8,237</b>	<b>9,557</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>54</b>	<b>599</b>	<b>299</b>	<b>205</b>	<b>187</b>
短期借款	812	824	1,807	2,175	3,283	期初现金	200	306	896	1,195	1,400
应付款项	586	1,352	868	2,052	1,482	期末现金	306	896	1,195	1,400	1,588
流动负债	586	1,352	868	2,052	1,482						
长期借款	181	467	917	1,367	1,817						
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债</b>	<b>195</b>	<b>491</b>	<b>942</b>	<b>1,392</b>	<b>1,842</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,019</b>	<b>3,169</b>	<b>4,137</b>	<b>6,282</b>	<b>7,363</b>						
股本	157	187	189	189	189						
资本公积	436	984	984	984	984						
留存收益	437	496	535	681	902						
归母股东权益	1,033	1,666	1,720	1,866	2,087						
少数股东权益	49	72	75	88	107						
<b>负债和权益总计</b>	<b>3,101</b>	<b>4,907</b>	<b>5,932</b>	<b>8,237</b>	<b>9,557</b>						

利润表					财务比率						
	单位:百万元										
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,848	3,481	3,777	5,141	6,312	<b>成长能力指标</b>					
营业成本	2,345	2,935	3,330	4,380	5,300	营业收入增速	74.0%	22.2%	8.5%	36.1%	22.8%
税金及附加	12	15	17	22	28	营业利润增速	99.8%	-22.2%	-59.8%	277.6%	49.3%
销售费用	121	134	125	170	202	归母净利润增速	72.3%	-21.2%	-58.7%	273.0%	51.1%
管理费用	78	95	89	123	151	<b>盈利能力指标</b>					
研发费用	92	104	98	139	170	毛利率	17.7%	15.7%	11.8%	14.8%	16.0%
财务费用	30	58	47	79	117	净利率	4.7%	2.9%	1.1%	3.1%	3.8%
资产减值损失	-2	0	40	60	80	ROE	12.4%	5.9%	2.4%	8.2%	10.9%
公允价值变动	0	0	0	0	0	ROIC	6.2%	3.2%	0.9%	2.8%	3.2%
投资净收益	-4	-14	-6	-13	-16	<b>偿债能力</b>					
<b>营业利润</b>	<b>158</b>	<b>123</b>	<b>49</b>	<b>187</b>	<b>279</b>	资产负债率	65.1%	64.6%	69.7%	76.3%	77.0%
营业外收支	-1	-3	-1	-2	-2	净负债比率	1.87	1.82	2.30	3.21	3.36
<b>利润总额</b>	<b>157</b>	<b>120</b>	<b>48</b>	<b>185</b>	<b>277</b>	流动比率	1.33	1.26	1.20	1.10	1.05
所得税	23	17	6	26	38	速动比率	1.15	1.03	1.06	0.92	0.91
<b>净利润</b>	<b>134</b>	<b>102</b>	<b>42</b>	<b>159</b>	<b>239</b>	<b>营运能力</b>					
少数股东损益	13	8	3	13	19	总资产周转率	0.92	0.71	0.64	0.62	0.66
<b>归母净利润</b>	<b>120</b>	<b>95</b>	<b>39</b>	<b>146</b>	<b>221</b>	应收账款周转率	1.61	1.93	1.76	1.67	1.86
EBITDA	214	207	224	461	663	存货周转率	9.93	7.46	10.32	7.05	10.59
						<b>每股指标</b>					
						每股收益	0.77	0.51	0.21	0.77	1.17
						每股经营性现金流	-1.40	0.62	-2.43	2.29	-0.24
						每股净资产	6.91	9.32	9.51	10.35	11.62
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	49.16	74.39	182.48	48.92	32.38
						市销率	2.08	2.03	1.89	1.39	1.13
						市净率	5.47	4.06	3.98	3.65	3.26
						EV/EBIT	40.81	56.78	77.50	39.35	29.56
						EV/EBITDA	35.65	45.01	44.99	26.07	19.47

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888 传真: 021-68728700 服务热线: 956021

邮政编码: 200124 邮箱: ajzq@ajzq.com 网址: http://www.ajzq.com

### 评级说明

#### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

#### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

#### 行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

### 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券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。

### 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。