

新能源业务快速增长，变压器出海空间广阔

——双杰电气 (300444.SZ) 首次覆盖

电力设备

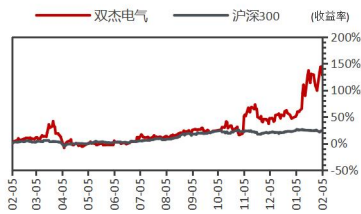
报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据: 2026年02月05日
 收盘价(元) 14.81
 一年内最高/最低(元) 15.85/5.86
 市净率 6.6
 股息率(分红/股价) -
 流通A股市值(百万元) 9,204
 上证指数/深证成指 4,076/13,953
 注:“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年09月30日
 每股净资产(元) 2.2
 资产负债率% 78.16
 总股本/流通A股(百万) 799/621
 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
 lujiayi@ajzq.com

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 1.90/3.77/5.56 亿元, 对应 PE 为 62/31/21 倍。考虑公司主营新能源建设和智能电气设备, 全球风光储装机规模不断提升, 中国电网投资规模持续增长, 且公司积极开拓欧美等海外市场, 有望进一步增厚公司利润。公司 PE 低于可比公司均值, 给予“买入”评级。
- **行业与公司情况:** 1) 公司主营业务包括新能源开发建设和智能电气设备等, 主要包括风光储建设、环网柜、变压器等产品, 全球新能源建设保持景气, 风光储装机量持续增加, 全球和中国电网投资规模呈现持续扩大趋势; 2) 公司新能源建设开发业务收入占比迅速提升, 进行全产业链布局, 能够有效控制项目成本且带动自身装备销售, 形成差异化竞争优势; 3) 公司作为配网侧设备优势供应商, 直接受益于配电网行业上行趋势, 近年获取的电网订单显著增长, 有望显著增加公司营收并提升盈利能力; 4) 公司积极布局海外市场, 较早切入欧洲市场, 变压器已取得 UL 认证支撑切入北美市场; 5) 公司积极推进重卡充电等业务, 有望成为新的利润增长点。
- **有别于市场的观点:** 市场普遍认为电气设备和新能源领域竞争激烈, 公司利润增长点不明朗。我们认为: 1) 国家电网“十五五”固定资产投资或达 4 万亿元, 较“十四五”增长约 40%, 公司是配网侧设备优势供应商, 近年订单量显著增长, 有望充分受益; 2) 公司在新能源领域全产业链布局, 可控制项目成本并带动自身装备销售, 公司计划投建年产约 55 万吨高碳铬铁合金项目, 有望贡献较大收入和利润; 3) 自 2026 年起, 欧盟禁止投运依赖氟化气体的部分中压电气开关设备, 公司固态绝缘环网柜等产品较早切入欧洲市场, 有望直接受益; 公司取得 UL 认证支撑北美市场的切入, 海外市场空间广阔且毛利率较高, 有望增厚公司利润; 4) 公司布局重卡充电及氢能等新型储能技术, 有望成为新的利润增长点。
- **关键假设点:** 1) 考虑公司新能源电站和源网荷储一体化项目进展顺利, 假设新能源业务 2025-2027 年增长率为 70%/55%/60%, 毛利率分别为 11.4%/14.0%/14.0%; 2) 考虑电网固定资产投资指引提升, 公司积极开拓海外市场, 假设智能电气和变压器业务 2025-2027 年增长率为 3%/40%/42%, 毛利率为 25.0%/30.5%/31.0%。
- **催化剂:** 1) 北美变压器订单落地; 2) 投资收益确认; 3) 高碳铬铁等源网荷储一体化和重卡充电业务持续推进。
- **风险提示:** 1) 全球贸易壁垒加剧的风险; 2) 市场竞争加剧风险; 3) 下游需求不及预期风险; 4) 原材料价格波动风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,140	3,473	4,607	6,834	10,427
同比增长率(%)	66.8%	10.6%	32.7%	48.4%	52.6%
归母净利润(百万元)	103	81	190	377	556
同比增长(%)	-160.0%	-21.8%	135.4%	98.1%	47.6%
每股收益(元/股)	0.13	0.10	0.24	0.47	0.70
毛利率(%)	19.6%	20.6%	17.2%	20.7%	20.4%
ROE(%)	6.7%	5.0%	12.2%	19.4%	22.3%
市盈率	114.5	146.3	62.2	31.4	21.3

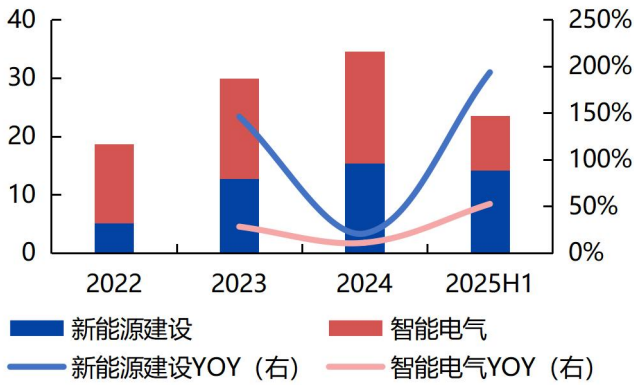
注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1: 公司利润增长逻辑

项目	观点
利润增长逻辑	1) 全球风光储装机量保持景气, 公司新能源业务收入占比迅速提升且进行全产业链布局, 一方面能够有效控制成本, 有利于增加利润, 另一方面能够带动公司装备产品销售, 进一步增厚利润; 2) 公司是配网侧设备的优势供应商, 中国和全球电网投资规模持续提升, 公司有望充分受益; 3) 公司积极开拓高毛利率的海外市场, 欧洲等市场环保政策有望拉动产品替换需求, 公司取得 UL 认证可支撑北美市场的切入, 市场空间广阔。
行业需求核心变量	1) 风光储装机量; 2) 电网投资规模。
季度业绩趋势判断	公司已于 2025 年公告获 UL 认证, 2026 年或实现北美市场变压器出货, 促进公司业绩增长。
公司跟踪的核心指标	1) 风光储装机量; 2) 电网招标规模; 3) 切入北美市场进度; 4) 高碳铬铁项目进度。
关键假设点	1) 假设新能源业务 2025-2027 年增长率为 70%/55%/60%, 毛利率分别为 11.4%/14.0%/14.0%; 2) 假设智能电气和变压器业务 2025-2027 年增长率为 3%/40%/42%, 毛利率为 25.0%/30.5%/31.0%。

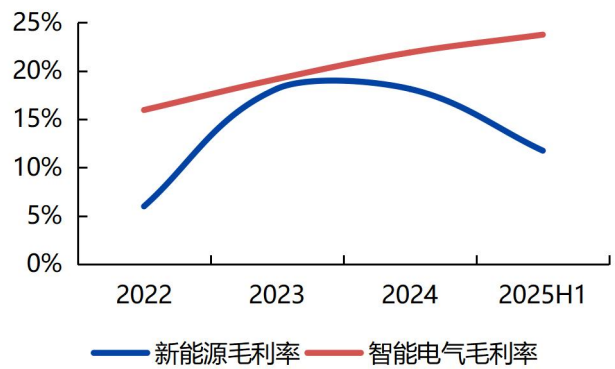
资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 2: 公司主营业务包括新能源建设和智能电气等, 新能源建设开发业务收入增速较高



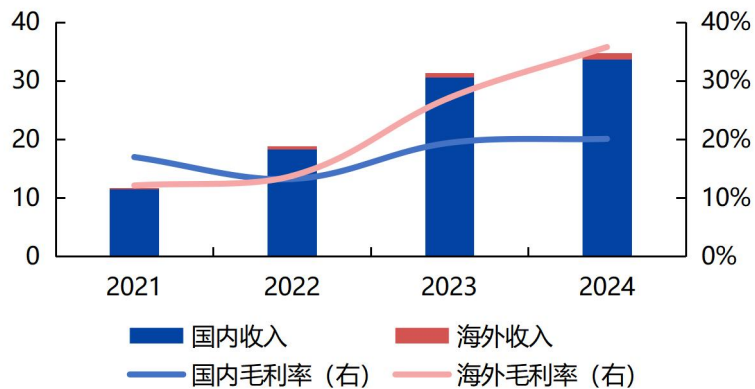
资料来源: iFind, 爱建证券研究所

图表 3: 公司智能电气产品毛利率较高



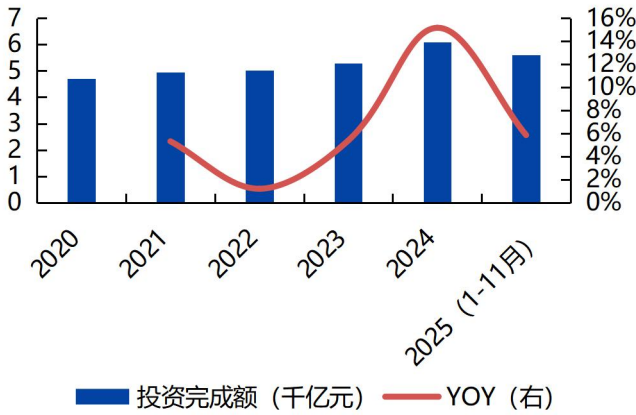
资料来源: iFind, 爱建证券研究所

图表 4: 公司海外收入和毛利率逐渐提升, 2024 年毛利率明显高于国内



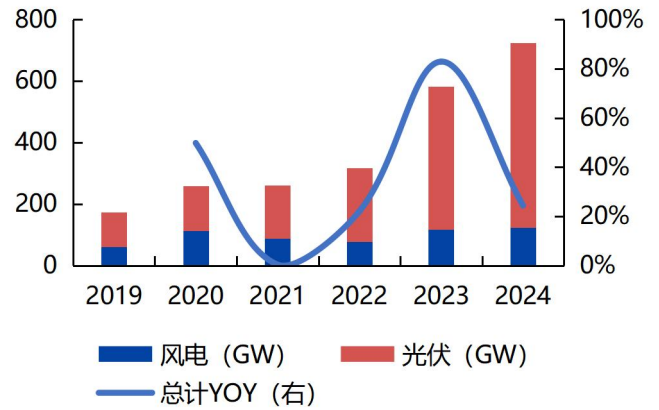
资料来源: iFind, 爱建证券研究所

图表 5: 中国电网工程投资完成额或持续提升, 国家电网“十五五”投资规模或达四万亿



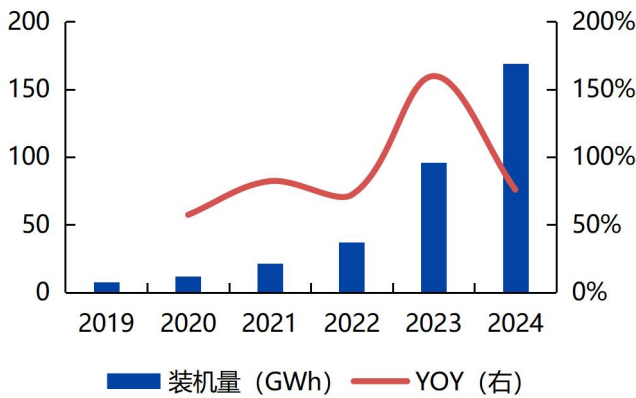
资料来源: 国家能源局, 国家电网, 爱建证券研究所

图表 6: 全球风电和光伏年度装机量持续增长



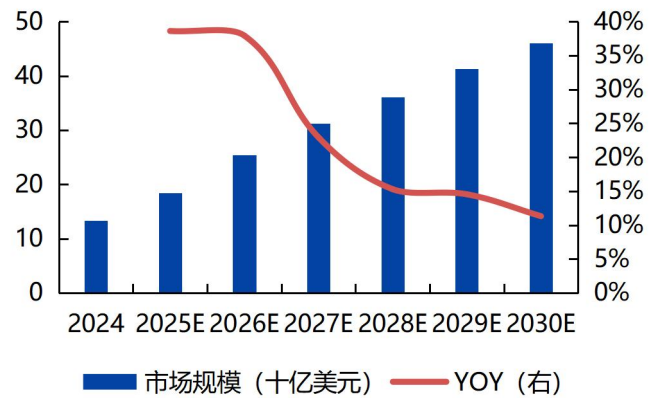
资料来源: Bloomberg NEF, IEA, 爱建证券研究所

图表 7: 全球电池储能装机量保持高增速



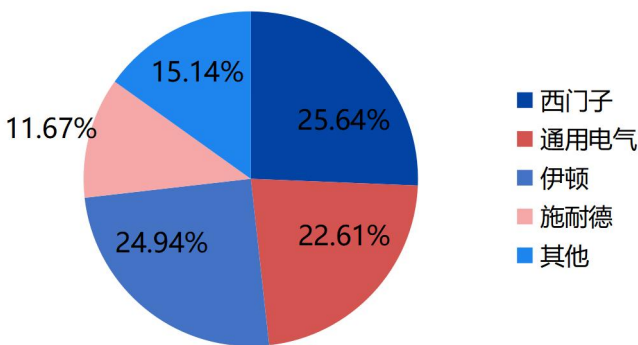
资料来源: IRENA, 爱建证券研究所

图表 8: 北美变压器市场规模持续增长



资料来源: Verified Market Research, 爱建证券研究所

图表 9: 当前北美变压器市场由海外企业主导, 公司获 UL 认证加速切入



资料来源: Verified Market Research, 爱建证券研究所

图表 10: 欧洲环网柜市场规模持续提升, 欧洲环保政策或催化大量产品替换需求



资料来源: GMInsight, 公司公告, 爱建证券研究所

图表 11：公司直接及间接持有的金力股份全部股份被佛塑科技以发行股份方式购买，佛塑科技需向双杰电气及其控股子公司发行约 4640 万股股份，发行价约 3.81 元/股

日期	事件	要点摘要
2024 年 11 月 1 日	首次披露并购重组预案	佛塑科技拟以“发行股份+支付现金”方式收购金力股份 100%股权。
2025 年 4 月 30 日	发布重组草案	明确以股份+现金方式收购金力股份，合计对价 50.8 亿元，其中股份 46.8 亿元、现金 4 亿元，并拟向控股股东广新集团配套融资不超过 10 亿元。
2025 年 6 月 12 日	深交所受理	交易申请文件于 6 月 12 日获得深交所受理。
2025 年 7 月 22 日	草案（修订稿）发布	披露修订稿，延续对价 50.8 亿元与配套融资安排，交易完成后金力股份将并表为子公司。
2025 年 12 月 9 日	深交所并购重组委审核通过	深交所并购重组审核委员会会议审议为“符合重组条件和信息披露要求”。
2026 年 1 月 5 日	证监会同意注册批复	公司收到证监会《关于同意发行股份购买资产并募集配套资金注册的批复》，标志监管注册环节完成，进入实施状态，需向双杰电气及其控股子公司杰新园发行约 4640 万股股份，发行价 3.84 元/股，除息调整为 3.81 元/股。

资料来源：佛塑科技公告，爱建证券研究所（备注：公司曾以控股子公司股权认购金力股份增发的股份，约持有金力股份总股本的 3.86%，转让金力股份股权有利于优化公司整体资产结构，提高上市公司资产流动性，或产生公允价值变动收益。）

图表 12：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
002028.SZ	思源电气	1,504.52	29.73	39.52	50.87	50.60	38.07	29.57
002851.SZ	麦格米特	646.98	4.15	8.88	13.43	156.05	72.85	48.19
688676.SH	金盘科技	427.88	7.64	10.21	13.19	56.04	41.91	32.44
688248.SH	南网科技	283.03	4.79	6.37	8.05	59.13	44.46	35.15
	均值					80.45	49.32	36.34
300444.SZ	双杰电气	118.28	1.90	3.77	5.56	62.17	31.38	21.27

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 2026 年 2 月 5 日数据。）

风险提示：

- 1) 全球贸易壁垒加剧的风险：**全球贸易壁垒有逐步加剧趋势，公司积极开拓海外市场，若国际贸易环境发生重大变化，则会对公司经营产生影响。
- 2) 市场竞争加剧风险：**新能源行业竞争较为激烈，若公司不能及时迭代技术并控制成本，则其盈利能力会受到影响。
- 3) 下游需求不及预期风险：**若电网和新能源领域需求不及预期，则会对公司盈利能力产生影响。
- 4) 原材料价格波动风险：**公司主要大宗原材料涉及铜和硅钢等，若原材料价格大幅波动，或对公司经营状况产生影响。

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	492	581	462	646	939	净利润	111	89	193	381	563
应收款项	1,341	1,879	1,457	3,405	4,013	折旧摊销	69	89	159	164	179
存货	949	1,632	2,182	3,241	5,061	营运资本变动	1,493	1,894	469	5,109	4,844
流动资产	3,127	4,632	4,788	8,195	11,263	经营活动现金流	206	-645	165	-659	212
长期股权投资	22	11	12	13	14	资本开支	444	227	200	322	442
固定资产	945	1,383	1,376	1,461	1,620	投资变动	0	-1	111	1	1
在建工程	385	61	74	84	91	投资活动现金流	-446	-229	-337	-325	-445
无形资产	242	276	282	296	317	银行借款	584	1,733	2,111	3,364	3,999
非流动资产	2,055	2,180	2,552	2,669	2,868	筹资活动现金流	315	919	60	1,179	540
资产合计	5,182	6,813	7,340	10,864	14,131	现金净增加额	75	46	-119	185	292
短期借款	503	999	1,178	2,281	2,815	期初现金	266	492	581	462	646
应付款项	1,361	2,030	2,208	3,817	5,406	期末现金	492	581	462	646	939
流动负债	1,361	2,030	2,208	3,817	5,406						
长期借款	81	734	934	1,084	1,184						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	829	1,375	1,591	1,743	1,845						
负债合计	3,596	5,117	5,704	8,847	11,551						
股本	799	799	799	799	799						
资本公积	937	947	682	682	682						
留存收益	-203	-124	66	443	999						
归母股东权益	1,537	1,625	1,562	1,939	2,495						
少数股东权益	49	71	54	58	65						
负债和权益总计	5,182	6,813	7,320	10,844	14,111						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,140	3,473	4,607	6,834	10,427
营业成本	2,525	2,758	3,814	5,423	8,301
税金及附加	15	21	23	34	52
销售费用	169	189	249	355	542
管理费用	141	178	249	355	542
研发费用	99	88	111	150	229
财务费用	32	36	54	82	110
资产减值损失	-10	-10	30	45	71
公允价值变动	0	-69	110	0	0
投资净收益	-22	-13	-5	-3	0
营业利润	116	101	200	397	586
营业外收支	0	2	0	0	0
利润总额	117	103	201	397	586
所得税	6	14	8	16	23
净利润	111	89	193	381	563
少数股东损益	7	8	2	5	7
归母净利润	103	81	190	377	556
EBITDA	217	227	428	655	892

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	66.8%	10.6%	32.7%	48.4%	52.6%
营业利润增速	-166.1%	-12.8%	97.9%	98.2%	47.5%
归母净利润增速	-160.0%	-21.8%	135.4%	98.1%	47.6%
盈利能力指标					
毛利率	19.6%	20.6%	17.2%	20.7%	20.4%
净利率	3.5%	2.6%	4.2%	5.6%	5.4%
ROE	7.0%	5.3%	11.9%	19.1%	22.0%
ROIC	4.7%	2.5%	5.0%	6.9%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	69.4%	75.1%	77.7%	81.4%	81.7%
净负债比率	2.27	3.02	3.53	4.43	4.51
流动比率	1.13	1.24	1.16	1.15	1.16
速动比率	0.75	0.75	0.58	0.65	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.51	0.63	0.63	0.74
应收账款周转率	2.34	1.85	3.16	2.01	2.60
存货周转率	3.31	2.13	2.11	2.11	2.06
每股指标					
每股收益	0.13	0.10	0.24	0.47	0.70
每股经营性现金流	0.26	-0.81	0.21	-0.83	0.27
每股净资产	1.99	2.12	2.02	2.50	3.21
估值比率					
市盈率	114.45	146.31	62.17	31.38	21.27
市销率	3.77	3.41	2.57	1.73	1.13
市净率	7.46	6.97	7.32	5.92	4.62
EV/EBIT	101.19	118.42	63.43	40.78	31.46
EV/EBITDA	68.85	72.09	39.88	30.56	25.16

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。

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

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

任何机构或个人不得以任何形式翻版

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。