

工控&电网25Q4&26Q1总结
工控进一步复苏，电网景气度保持
--东吴电新团队

证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

证券分析师：司鑫尧

执业证书编号：S0600524120002

证券分析师：许钧赫

执业证书编号：S0600525090005

2026年5月12日

- **电力设备&工控板块2025年收入与利润均实现较快增长，26Q1收入延续增长，但利润端同比承压，环比有所修复。**1) 行业收入快速增长，景气度较高。电力设备/工控板块2025年收入6777/1550亿元，同比+6%/+22%，归母净利润521/114亿元，同比+20%/+34%，2026Q1收入1595/370亿元，同比+13%/+16%，归母净利润122/25亿元，同比+8%/-11%。2) **26Q1毛利率与净利率水平同比回落，环比修复。**2026Q1电力设备/工控行业毛利率为23%/26.1%，同比-0.5/-0.9pct，环比+0.1/+0.2pct；归母净利率为8%/6.8%，同比-0.4/-2.1pct，环比+2.5/+1.9pct，盈利能力较25Q4明显修复。3) **2026Q1末合同负债**较同期+14%/+2%，**存货**较同期+19%/36%。4) **2026Q1经营活动现金流阶段性承压**，净流出55/7.8亿元，净流出规模同比+67%/-260%。
- **工控行业Q1需求进一步复苏，龙头汇川强α进一步体现，二线伟创&雷赛&信捷在OEM市场需求整体向好的情况下也实现稳健增长。**1) **25年营收&利润同步增长，26Q1营收增长、利润下滑。**2025年工控板块实现营业收入1550亿元，同比+22%，实现归母净利润114.4亿元，同比+34%，其中2025Q4实现收入441亿元，同比+19%，环比+14%；实现归母净利润21.4亿元，同比+114%，环比-27%。26Q1实现收入370亿元，同比+16%，环比-16%；实现归母净利润25.0亿元，同比-11%，环比+17%。2) **竞争依旧激烈但边际趋缓。**25年板块毛利率26.0%，同比-1.0pct；归母净利率为7.4%，同比+0.65pct，其中25Q4板块毛利率25.9%，同比+1.6pct，环比+0.3pct；归母净利率为4.9%，同比+2.1pct，环比-2.8pct。26Q1板块毛利率26.1%，同比-0.9pct，环比+0.2pct；归母净利率为6.8%，同比-2.1pct，环比+1.9pct。3) **经营性现金流25年保持健康，26Q1阶段性承压。**25年板块经营性现金流为净流入195亿元，同比+16%，其中25Q4板块经营性现金流为净流入85.7亿元，同比-6.7%；26Q1板块经营性现金流为净流出7.8亿元，同比-260%。4) **公司层面**，汇川收入增势向好，二线伟创&雷赛&信捷也实现稳健增长。
- **国内电力设备板块26Q1收入增长显著，细分板块利润分化明显：国内高压/特高压板块整体盈利快速修复、国内配电板块账面利润回升、低压电器板块增收不增利、国内智能用电板块受电表降价影响利润显著回落。**1) **从不同板块来看**，26Q1国内电力设备板块实现营收811亿元，同比+13%，实现归母净利润57亿元，同比+7%。其中，高压/特高压营收同比+6%，归母净利润同比+12%；国内配电营收同比-9%，归母净利润同比+42%；低压电器营收同比+41%，归母净利润同比+2%；智能用电营收同比-1%，归母净利润同比-58%。2) **盈利能力方面**，受智能电表拖累，国内电力设备**26Q1整体毛利率与归母净利率同比均小幅下滑**。26Q1国内电力设备板块毛利率22.0%，同比-1.1pct；归母净利率7.1%，同比-0.4pct。3) **存货稳健增长，现金流有所承压。**26Q1国内电力设备板块存货1225.8亿元，同比+13.8%，除低压电器板块外均保持稳健增长；经营性现金流净流出11.2亿元，同比-264.8%。
- **出海设备板块收入稳健增长，盈利能力受交付与确认节奏影响有所下滑。**1) **业绩保持稳健增长。**25Q4出海板块实现营收451亿元，同比+2.3%；实现归母净利润21亿元，同比+9%。26Q1板块实现营收400亿元，同比+8.9%；实现归母净利润34亿元，同比-3.0%。2) **毛利率整体平稳，26Q1净利率小幅回落。**25Q4板块毛利率为24.3%，归母净利率4.8%，同环比+0.3pct/-6.9pct，主要受四季度项目确认节奏及费用投放扰动影响。26Q1板块毛利率为24.1%，同比基本持平，归母净利率为8.4%，同环比-1.0pct/+3.6pct。3) **存货/合同负债整体保持增长，支撑后续业绩释放。**25Q4期末存货389亿元，同比+22.8%；合同负债135亿元，同比+5.2%。26Q1期末存货进一步增至424亿元，同比+21.3%；合同负债140亿元，同比+5.5%。26Q1受季节性影响经营现金流阶段性承压，净流出4亿元，同比-228.1%。
- **AIDC板块量价双收，受益于国内外云厂商资本开支高增长。**1) **业绩整体显著增长。**25Q4AIDC出海板块实现营收457亿元，同比+8.2%；实现归母净利润19亿元，同比+163.1%。26Q1板块实现营收383亿元，同比+16.9%；实现归母净利润31亿元，同比+24.6%。2) **盈利能力方面，毛利率与净利率持续提升。**25Q4板块毛利率为21.3%，同环比+3.0pct/-0.6pct，归母净利率4.3%，同环比+2.5/-2.7pct。26Q1板块毛利率为22.4%，同环比+0.3pct/+1.1pct，归母净利率为8.1%，同环比+0.5pct/+3.8pct。3) **存货/合同负债延续增长，经营性现金流阶段性承压。**25Q4期末存货465亿元，同比+17.9%；合同负债517亿元，同比+15.5%。26Q1期末存货进一步增至554亿元，同比+30.4%；合同负债140亿元，同比+19.0%。26Q1经营性现金流受回款与付款节奏影响阶段性承压，净流出40亿元，同比-20%。
- **投资建议：1) 人形机器人&工控推荐**三花智控、汇川技术、宏发股份、浙江荣泰、北特科技、雷赛智能、儒竞科技、伟创电气、震裕科技、斯菱股份、科达利、兆威机电、优必选、祥鑫科技、奥比中光、信捷电气、捷昌驱动等，关注峰昭科技、凌云股份、南山智尚、步科股份、五洲新春、鸣志电器、龙溪股份、柯力传感、禾川科技、正弦电气、众辰科技等。2) **发电设备：**燃气轮机重点推荐东方电气，建议关注海联讯。3) **电力设备出海及特高压：**作为供不应求的核心环节，重点推荐思源电气、金盘科技、伊戈尔，建议关注神马电力、白云电器、平高电气、中国西电、许继电气等。4) **AIDC**是当前成长性最强的方向，服务器电源看好海外链，重点推荐：麦格米特，建议关注：欧陆通；柜外电源国内电力电子公司具备全球竞争力，重点推荐：阳光电源、中恒电气，优优绿能等；配电电器重点推荐：良信股份；SST重点推荐：四方股份、金盘科技。
- **风险提示：**宏观经济下行，电网投资不及预期，竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。



- 前言

- 25Q4&26Q1行业总结：工控

- 25Q4&26Q1行业总结：电力设备

- 投资建议与风险提示

- ◆ 电力设备板块2025年收入同比+6%，归母净利润同比+20%。工控板块2025年收入同比+22%，归母净利润同比+34%。我们在电力设备板块选取了54家上市公司，2025年收入6777亿元，同比增长6%，归母净利润521亿元，同比增长20%。我们在工控板块选取了24家上市公司，2025年收入1550亿元，同比增长22%，归母净利润114亿元，同比增长34%。
- ◆ 电力设备板块2026Q1收入同比+13%，归母净利润同比+8%。工控板块2026Q1收入同比+16%，归母净利润同比-11%。电力设备板块2026Q1收入1595亿元，同比增长13%，归母净利润122亿元，同比增长8%。工控板块2026Q1收入370亿元，同比增长16%，归母净利润25亿元，同比下降11%。

表 电力设备工控板块2025年收入和归母净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归属母公司股东净利润 (亿元)	同比增速 (%)
电力设备	6,777	6%	521	20%
国内电力设备	3,526	3%	276	19%
出海	1,673	5%	149	16%
AIDC	1,578	14%	96	29%
工控	1,550	22%	114	34%

表 电力设备工控板块2026Q1收入和归母净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归属母公司股东净利润 (亿元)	同比增速 (%)
电力设备	1,595	13%	122	8%
国内电力设备	811	13%	57	7%
出海	400	9%	34	-3%
AIDC	383	17%	31	25%
工控	370	16%	25	-11%

- ◆ 2026Q1电力设备和工控板块毛利率、归母净利率环比修复，但同比仍有一定压力。2026Q1电力设备板块毛利率为23%，同比-0.5pct，较25Q4提升0.1pct，其中国内电力设备/出海/AIDC分别同比-1.1/0.0/+0.3pct。从25Q4到26Q1看，电力设备板块毛利率平稳，AIDC板块毛利率提升，国内电力设备同比承压。2026Q1电力设备板块归母净利率为8%，同比-0.4pct，较25Q4提升2.5pct，其中国内电力设备/出海/AIDC分别同比-0.4/-1.0/+0.5pct，较25Q4变动+1.5/+3.6/+3.8pct。从25Q4到26Q1看，电力设备板块归母净利率由5%提升至8%，主要系毛利率回升叠加费用端改善共同推动。工控板块方面，2026Q1毛利率为26.1%，同比-0.9pct，较25Q4提升0.2pct，盈利能力环比小幅修复但同比仍承压；归母净利率为6.8%，同比-2.1pct，较25Q4提升1.9pct，较上一季度低基数有所改善，但仍明显低于去年同期。整体来看，工控板块盈利能力较25Q4有所恢复，但同比仍有压力。

图 电力设备工控板块分季度毛利率情况

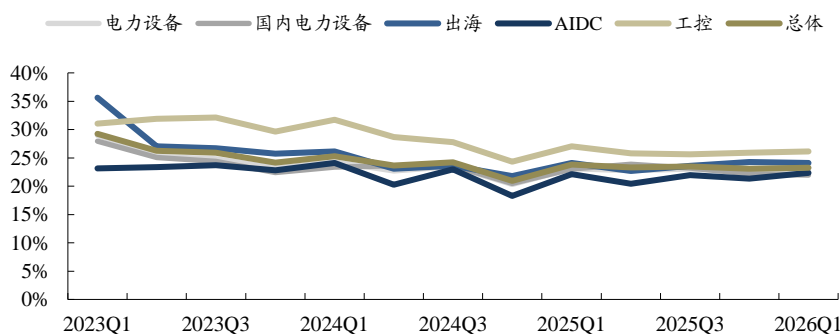
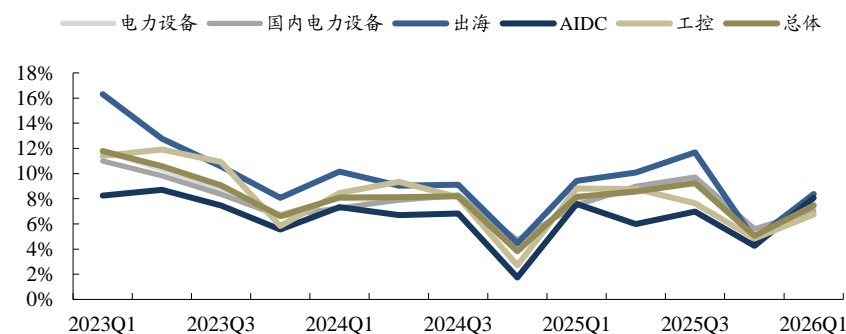
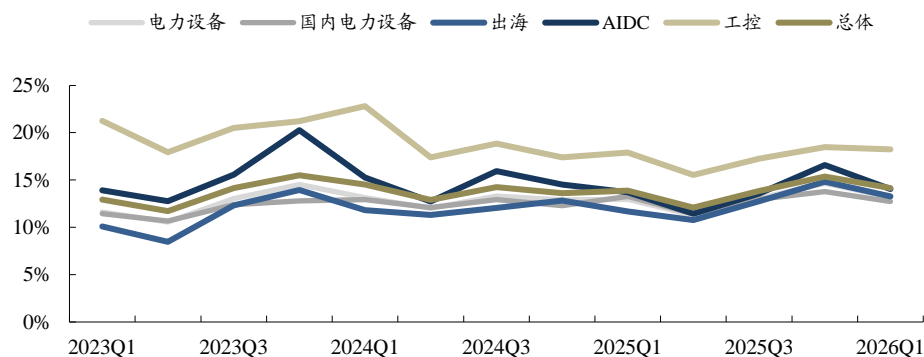


图 电力设备工控板块分季度归母净利率情况



- ◆ 2026Q1 电力设备板块和工控板块期间费用率同环比下降。2026Q1 电力设备板块期间费用率为13.2%，同比+0.2pct，环比-1.5pct。其中国内电力设备/出海/AIDC期间费用率分别为12.7%/13.3%/14.0%，同比-0.5/+1.6/+0.3pct，环比-1.0/-1.5/-2.5pct。从25Q4到26Q1看，电力设备板块期间费用率由14.7%回落至13.2%，国内电力设备、出海及AIDC三大方向费用率均有所下降，其中AIDC降幅最为明显。工控板块方面，2026Q1期间费用率为18.2%，同比+0.4pct，环比-0.2pct。整体来看，2026Q1期间费用率较25Q4均有所改善，但结构上表现为电力设备板块改善更为明显，工控板块则延续高位震荡特征。

图 电力设备工控板块分季度费用率情况



期间费用率	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	Q1同比	Q1环比
电力设备	13.0%	11.3%	13.1%	14.7%	13.2%	0.2pct	-1.5pct
国内电力设备	13.3%	11.4%	13.0%	13.8%	12.7%	-0.5pct	-1.0pct
出海	11.7%	10.8%	12.8%	14.8%	13.3%	1.6pct	-1.5pct
AIDC	13.7%	11.4%	13.6%	16.6%	14.0%	0.3pct	-2.5pct
工控	17.9%	15.5%	17.3%	18.5%	18.2%	0.4pct	-0.2pct

- ◆ 2026Q1 电力设备板块经营现金流净额同比减少55亿元，存货规模较年初+8%，合同负债同比+2%；工控板块经营现金流净额同比减少7.8亿元，存货规模同比+11%，合同负债同比+3%。2026Q1 电力设备板块经营活动现金流量净流出55亿元，净流出规模同比扩大67%；工控板块经营活动现金流量净流出7.8亿元，净流出规模同比缩小260%。截至2026Q1，电力设备板块存货规模为2204亿元，同比+19%，较2025Q4增长156亿元，环比+8%；工控板块存货规模为365亿元，同比+36%，较2025Q4增长37亿元，环比+11%。从年初变化看，板块存货在2025Q4高基数基础上继续抬升，主要受AIDC存货环比修复带动，26Q1环比+19%。2026Q1 电力设备板块合同负债规模为1065亿元，同比+14%，较2025Q4变化18亿元，环比+2%；工控板块合同负债规模为41亿元，同比+2%，较2025Q4变化1亿元，环比+3%。整体来看，电力设备板块合同负债延续较高水平。

图 电力设备工控板块2023Q1-2026Q1经营净现金流情况（亿元）

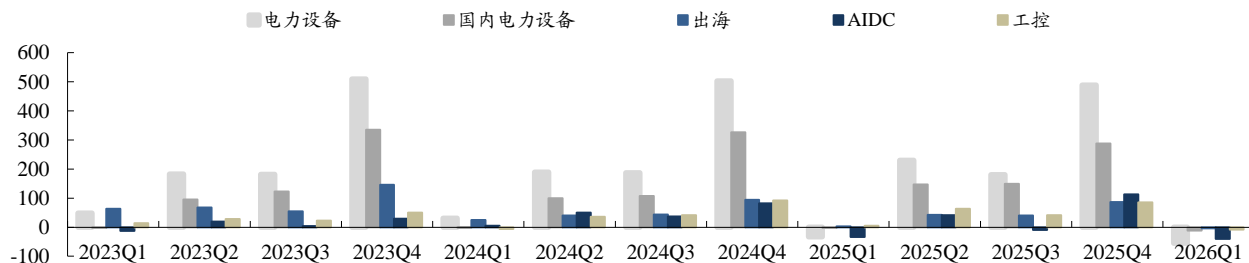


图 电力设备&工控板块整体2023Q1-2026Q1存货情况（亿元）

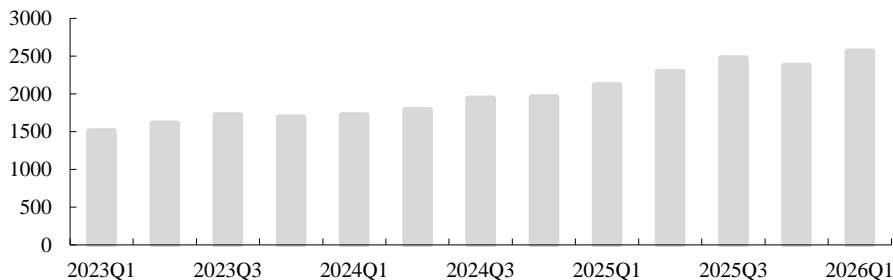
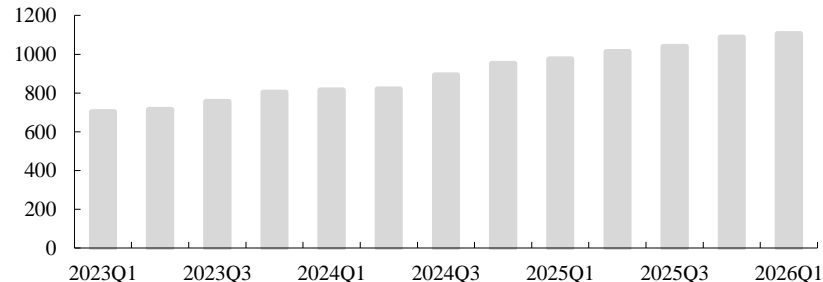
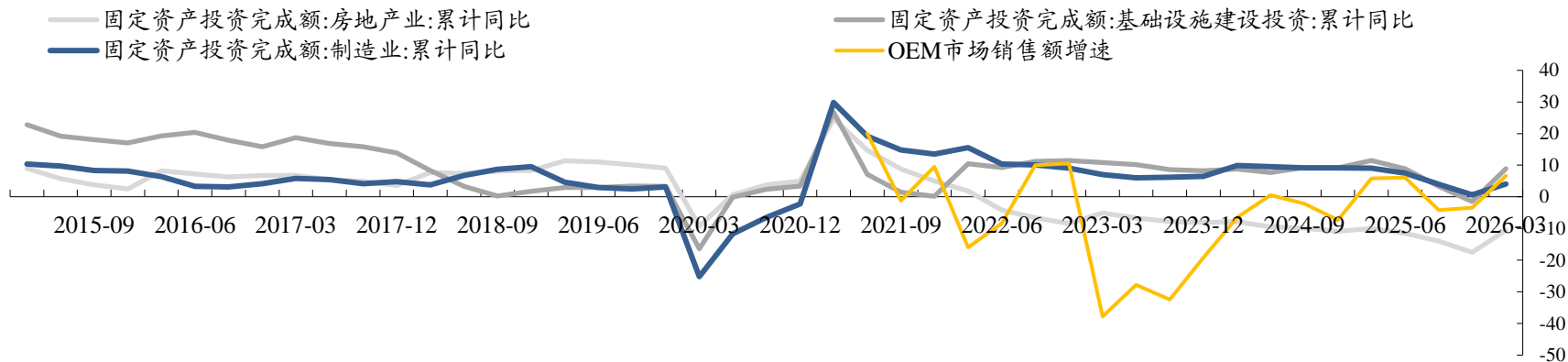


图 电力设备&工控板块整体2023Q1-2026Q1合同负债情况（亿元）



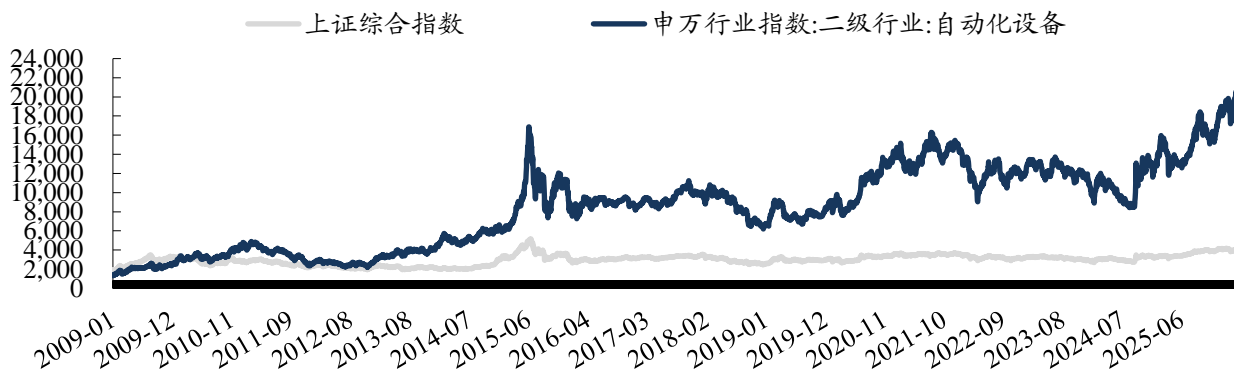
2.1 工控：需求兼具周期性及成长性

图 工控行业周期轮动



周期性：

- 从历史上看，2008年以来3轮上行周期，行业增长与制造业景气度、固投的关系明确，行业业绩的波动性高于股价的弹性。



- 第一轮“四万亿计划”**：2008年四万亿+PMI自2008年历史低位后连续反弹，2010年工控行业增速创新高，2009年、2010年年初至年末超额收益分别达93%、72%。
- 第二轮房地产三年小周期反弹**：2013-2014年持续超额收益，房地产投资2013年初有一定反弹+轻工业用电量增长+PMI持续位于荣枯线之上，行业略有增速，股价略有超额收益。
- 第三轮供给侧改革**：2016H2开始反弹，制造业和房地产都是触底反弹，2017年行业弹性甚至接近2010年，说明行业弹性仍然很高，指数反弹不明显，个股龙头业绩和股价表现优异。
- 第四轮贸易战扰动**：2018Q2开始贸易战影响下游投资信心，工控行业增速开始快速下行，股价整体有所回落。
- 第五轮先进制造驱动**：19Q4复苏、20-21年高增，21年中景气度最高，后增速逐步放缓。**从房地产投资驱动到制造业投资驱动**
- 新一轮周期**：24Q4企稳、25年开始向上态势，26年趋势持续。以传统行业需求上行为主导，新能源增速相对24年放缓

2.2 中观行业季度跟踪：需求复苏进一步明确

□ 分产品来看，2026Q1 低压变频 / 交流伺服 / 大中型 PLC / 小型 PLC 销售额环比增速分别为 15.5%/+14.2%/+38.0%/+11.3%。

图 工控行业分四大产品环比增速

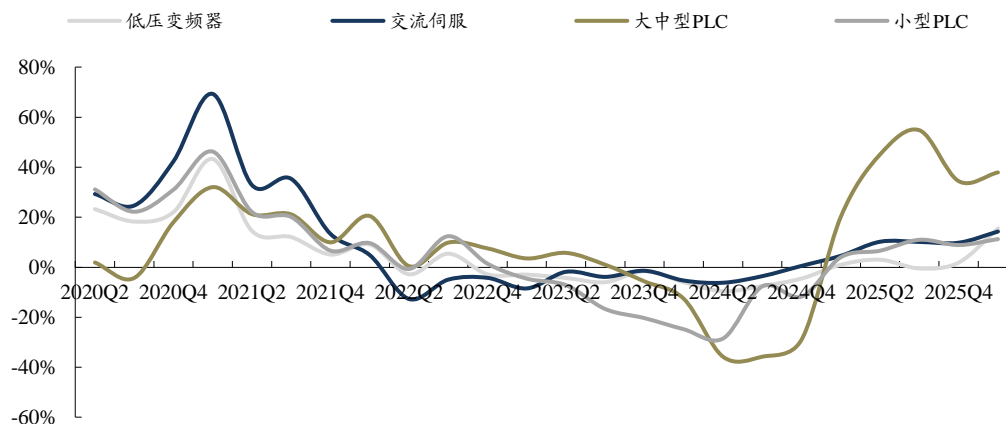


表 工控行业分产品增速（单位：百万元）

	2023Q1	YoY	2025Q1	YoY	2025Q2	YoY	QoQ	2025Q3	YoY	QoQ	2025Q4	YoY	QoQ	2026Q1	YoY	QoQ
低压变频器	7763	-3.0%	7370	1.0%	7244	3.0%	-1.7%	7395	-0.5%	2.1%	6638	1.9%	-10.2%	7665	4.0%	15.5%
交流伺服	5539	-8.5%	5480	4.5%	5782	10.2%	5.5%	5457	10.1%	-5.6%	5602	9.8%	2.7%	6400	16.8%	14.2%
大中型PLC	2081	3.5%	2187	20.3%	2050	45.2%	-6.3%	2124	54.8%	3.6%	2158	34.5%	1.6%	2977	36.1%	38.0%
小型PLC	1844	-4.6%	1443	4.0%	1512	6.6%	4.8%	1679	11.0%	11.0%	1484	8.9%	-11.6%	1651	14.4%	11.3%
HMI	1134	-1.6%	1159	3.7%	1365	2.7%	17.8%	1198	5.4%	-12.2%	1143	5.3%	-4.6%	1257	8.5%	10.0%
CNC	3765	-10.2%	3680	3.0%	4005	16.6%	8.8%	3650	13.7%	-8.9%	4215	12.4%	15.5%	4490	22.0%	6.5%

2.2 中观行业季度跟踪：需求复苏进一步明确

- 工控自动化市场26Q1整体增速+2.3%，OEM行业复苏进一步明确。1) 分市场看，26Q1OEM市场、项目型市场整体增速为+6.6%/+0.7%，新兴行业投资明显回暖，传统行业改造订单释放，项目型需求改善；2) 分行业来看，26Q1锂电需求超预期，AI算力投资拉动半导体等电子行业设备需求大幅增长，工业机器人/食品饮料/物流等行业均明显改善。

图 工控行业下游细分行业增速

亿元	2024				2025								2026	
	2024Q3	YoY	2024Q4	YoY	2025Q1	YoY	2025Q2	YoY	2025Q3	YoY	2025Q4	YoY	2026Q1	YoY
OEM市场合计	21849	-2.1%	25416	-7.3%	23021	5.8%	25078	6.1%	20934	-4.2%	24554	-3.4%	24550	6.6%
机床	1813	-11.6%	1814	-25.2%	2195	32.3%	2054	14.6%	2175	20.0%	1982	9.3%	2349	7.0%
电子制造	1947	6.8%	1929	-3.1%	2018	4.6%	1759	-13.0%	1981	1.7%	1962	1.7%	2220	10.0%
半导体	1477	-11.5%	1572	-21.6%	1807	5.9%	1710	11.0%	1681	13.8%	1664	5.9%	2078	15.0%
电池	1203	2.8%	1782	43.5%	1425	-5.5%	1449	24.2%	1576	31.0%	1692	-5.1%	1924	35.0%
纺织	1388	8.4%	1376	4.2%	1739	25.2%	1620	22.2%	1411	1.7%	1509	9.7%	1756	1.0%
工业机器人	1371	-3.9%	1437	-2.6%	1240	-6.3%	1275	-5.4%	1437	4.8%	1332	-7.3%	1513	22.0%
食品饮料	1282	4.7%	1226	-1.8%	1348	12.3%	1273	1.0%	1275	-0.5%	1151	-6.1%	1469	9.0%
物流	1196	10.5%	1221	11.8%	1228	8.1%	1270	11.1%	1341	12.1%	1239	1.5%	1351	10.0%
电梯	1108	10.2%	1172	11.7%	1343	13.4%	1314	16.3%	1327	19.8%	1368	16.7%	1330	-1.0%
包装	1241	10.5%	1312	-0.2%	1269	0.5%	1222	0.1%	1349	8.7%	1306	-0.5%	1294	2.0%
暖通空调	842	10.1%	794	2.6%	853	-1.4%	846	1.4%	819	-2.7%	844	6.3%	878	2.9%
起重	816	-0.6%	863	-10.0%	829	-3.8%	811	2.1%	784	-3.9%	801	-7.2%	763	-8.0%
塑料	624	9.5%	596	2.2%	663	5.4%	670	5.5%	664	6.4%	645	8.2%	683	3.0%
橡胶	529	1.0%	530	2.3%	544	3.2%	543	3.6%	565	6.8%	544	2.6%	533	-2.0%
纸巾	489	1.2%	494	-0.2%	467	-1.3%	485	0.2%	507	3.7%	462	-6.5%	472	1.1%
制药	408	4.9%	405	6.3%	407	-1.7%	384	3.2%	380	-6.9%	372	-8.1%	411	1.0%
印刷	497	29.8%	462	37.5%	428	15.4%	431	-1.8%	426	-14.3%	465	0.6%	342	-20.1%
工程机械	373	-14.6%	378	1.6%	331	-9.1%	343	-10.2%	351	-5.9%	347	-8.2%	321	-3.0%
建材	347	4.8%	279	-8.2%	297	-6.9%	290	-16.7%	285	-17.9%	363	30.1%	276	-7.1%
烟草	52	18.2%	54	20.0%	52	10.6%	50	-2.0%	52	0.0%	52	-3.7%	49	-5.8%
其他	2846	-23.6%	5720	-23.7%	2538	-2.0%	5279	9.5%	548	-80.7%	4454	-22.1%	2538	0.0%
项目型市场合计	63554	2.7%	61016	4.0%	65776	3.5%	60344	1.3%	64124	0.9%	59273	-2.9%	66254	0.7%
化工	13997	4.8%	14169	7.0%	14801	-1.3%	14247	0.5%	13482	-3.7%	13190	-6.9%	14061	-5.0%
市政及公共设施	11319	2.7%	11667	4.8%	12892	6.3%	12056	2.3%	12177	7.6%	11459	-1.8%	13537	5.0%
电力	8186	7.5%	7919	13.3%	7980	13.8%	7900	8.1%	8358	2.1%	7979	0.8%	8539	7.0%
石化	6002	15.7%	5853	7.2%	7270	33.3%	6229	6.8%	5979	-0.4%	5774	-1.3%	6979	-4.0%
冶金	5108	4.9%	4617	-1.5%	4531	-12.0%	4692	-5.9%	4904	-4.0%	4744	2.8%	4304	-5.0%
采矿	2929	-1.3%	3255	2.9%	3386	-9.8%	3549	13.4%	3581	22.3%	3448	5.9%	4165	23.0%
汽车	4048	-14.0%	4096	-9.9%	3678	-10.1%	3645	-9.6%	3751	-7.3%	3679	-10.2%	3715	1.0%
造纸	2315	2.0%	2275	-3.3%	2658	20.2%	2588	15.0%	2508	8.3%	2333	2.5%	2631	-1.0%
其他	9650	-2.2%	7165	1.2%	8580	-1.8%	5438	-10.1%	9384	-2.8%	6667	-7.0%	8323	-3.0%
工控行业合计	85403	1.4%	86432	0.4%	88797	4.1%	85422	2.7%	85058	-0.4%	83827	-3.0%	90804	2.3%

2.3 公司月度跟踪：Q1销售/订单改善

- Q1企业订单及销售增长提速，预计Q2景气度延续。年初以来，锂电、半导体、消费类3C行业持续高景气，物流、包装、印刷等多行业持续表现较好，食品饮料、纺织、液晶、机床等行业需求复苏。我们预计全年工控OEM市场同比5~10%增长，内资公司凭借新兴产业需求复苏加速及持续替代日系品牌实现稳健增长。

表 工控公司月度销售/订单统计 (亿元)

产品类型	厂商	伺服				低压变频器				中大PLC			
		安川		松下		台达		ABB		安川	施耐德		
销售/订单	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	订单	GR	
2023Q1	1月	1.2	-40%	0.74	-27%	1.1	-33%	4.5	-10%	0.6	-25%	1	-6%
	2月	1.5	-6%	0.89	-63%	1.15	-3%	5.1	2%	1	113%	0.72	3%
	3月	2.2	29%	1.74	0%	1.35	2%	5.5	10%	0.96	12%	0.44	10%
2023Q2	4月	2.2	69%	0.99	-53%	1.35	-11%	5.7	46%	1	n.a.	0.5	11%
	5月	1.9	-10%	1.14	-31%	1.3	-13%	4.5	15%	0.97	94%	0.7	-7%
	6月	2.15	8%	1.15	-36%	1.3	-24%	2.8	-8%	0.79	-21%	0.67	-4%
2023Q3	7月	1.8	13%	0.87	-25%	1.2	-6%	3.2	-20%	0.7	-42%	0.75	0%
	8月	1.4	-7%	1.04	-2%	1.1	-6%	2.8	-3%	0.65	-41%	0.7	8%
	9月	1.3	0%	1.17	-24%	1	-7%	5.7	36%	0.8	-33%	0.75	0%
2023Q4	10月	1.2	-8%	0.82	-9%	1	-5%	3.3	0%	0.7	-30%	0.7	-4%
	11月	1.4	-7%	1.01	3%	1.2	11%	2.2	-4%	0.8	-20%	0.75	-6%
	12月	1.6	14%	1.12	2%	1.1	9%	3.5	59%	0.7	-30%	0.9	-2%
2024Q1	1月	1.65	38%	1	35%	1.2	4%	4.8	7%	0.65	8%	0.95	-5%
	2月	1.4	-7%	0.76	-15%	1.15	-9%	3.7	-27%	0.35	-65%	0.65	-10%
	3月	1.65	-41%	1.12	-36%	1.1	-19%	5.1	-7%	0.7	-27%	0.5	14%
2024Q2	4月	1.5	-32%	1.77	79%	1.4	4%	5.2	-9%	0.85	-15%	0.45	-10%
	5月	1.3	-46%	1.61	41%	1.35	4%	4	-11%	0.75	7%	0.7	0%
	6月	1.1	-49%	1.41	23%	1.3	0%	4.8	71%	0.7	-11%	0.72	7%
2024Q3	7月	1.2	-33%	1.12	29%	1.35	13%	3.2	0%	0.75	7%	0.66	-12%
	8月	1.3	-7%	1.22	17%	1.2	9%	2.6	-7%	0.75	15%	0.6	-14%
	9月	1.2	-8%	1.23	5%	1.1	10%	4.4	-23%	0.7	-13%	0.66	-12%
2024Q4	10月	1.1	-8%	0.92	12%	1.09	9%	3.2	-3%	0.6	-14%	0.62	-11%
	11月	1.6	7%	1.12	11%	1.3	8%	2.8	27%	0.75	7%	0.78	4%
	12月	1.5	-6%	1.26	13%	1.2	9%	3	-14%	0.8	14%	0.9	0%
2025Q1	1月	0.98	-41%	1.14	-14%	1.2	0%	4.2	-13%	0.52	-20%	0.95	0%
	2月	2	43%	1.02	34%	1.27	10%	3.9	5%	0.65	86%	0.7	8%
	3月	1.2	-8%	1.19	6%	1.15	5%	5.1	0%	0.76	9%	0.48	-4%
2025Q2	4月	1.5	0%	1.78	1%	1.35	-4%	4.9	-6%	0.7	-18%	0.42	-7%
	5月	1.4	8%	1.61	0%	1.38	2%	4.2	5%	0.61	-19%	0.65	-7%
	6月	1.4	27%	1.44	2%	1.35	4%	5.3	10%	0.68	-3%	0.66	-8%
2025Q3	7月	1.5	25%	1.1	-2%	1.36	1%	3	-6%	0.67	-11%	0.68	3%
	8月	1.7	31%	1.43	17%	1.3	8%	2.3	-12%	0.72	-4%	0.57	-5%
	9月	0.9	-25%	1.32	7%	1.15	5%	4.3	-2%	0.65	-7%	0.55	-17%
2025Q4	10月	1.2	9%	0.96	4%	1.11	2%	3.6	13%	0.6	0%	0.5	-19%
	11月	1.5	-6%	1.22	7%	1.32	2%	3.2	14%	0.68	-9%	0.65	-17%
	12月	1.6	7%	1.41	9%	1.3	8%	3.5	17%	0.62	-23%	0.8	-11%
2026Q1	1月	1.9	94%	1.25	10%	1.5	25%	6.1	45%	0.85	63%	1	5%
	2月	0.86	-57%	0.95	-7%	1.1	-13%	4.1	5%	0.4	-38%	0.5	-29%
	3月	1.3	8%	1.33	12%	1.25	9%	4.5	-12%	0.66	-13%	0.5	4%

2.4 竞争格局：内资头部全面提速，小品牌出清

- 伺服：多行业需求共振。** 1) 需求端：2026Q1锂电持续放量，AI算力投资拉动PCB、泛半导体设备新一轮建设，物流仓储自动化持续推进。2) 供给端：头部国产厂商规模扩张势头明显，部分外资通过加大本土化产品，同时围绕锂电等高景气赛道实现增长。
- 低压变频器：需求复苏，格局稳定。** 26Q1低压变频需求复苏，新兴产业投资回暖，传统行业节能改造订单释放。外资通过代理商政策&组织架构调整更加适应中国市场，头部品牌保持增长。
- 小型PLC：需求超预期复苏，电子&物流为主要驱动力。** 1) 需求侧：电子行业-苹果进入批量订货阶段，AI相关需求持续旺盛；物流投资能够持续增长。2) 供给侧：汇川领衔，内资增长明显加速，外资围绕3C、汽车、包装、食饮等行业进行防守。

图 低压变频器内外资比例（右轴为CR5占比，下同）

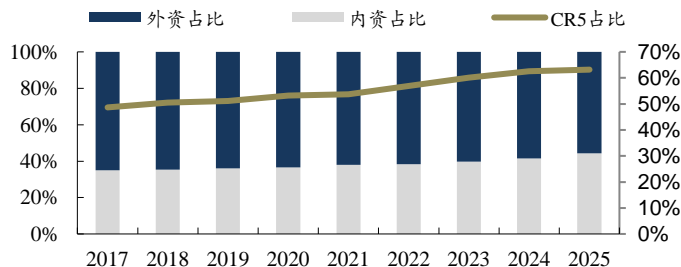


图 交流伺服内外资比例

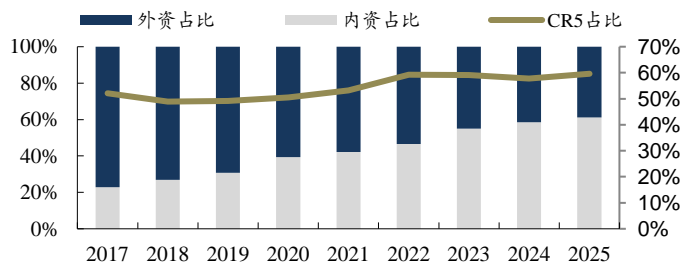


图 小型PLC内外资比例

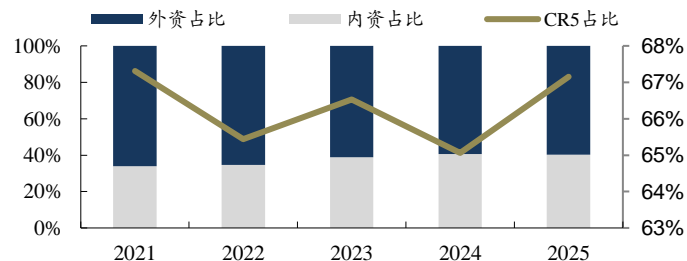
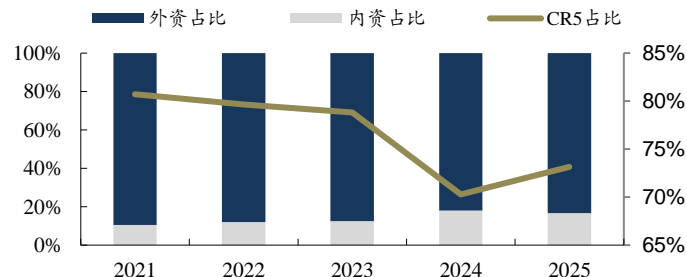


图 大中型PLC内外资比例



2.5 出海：龙头破局存量市场，海外存在替代机遇

- 海外尤其是东南亚、一带一路等需求相对较好，欧美技术、品牌壁垒高，但市场空间更大，24H2开始部分内资工控公司开始在欧美创新性产品方面获取定点，但由于原有品牌积淀深厚，替代仍需时间：
- 东南亚国家市场追求性价比&解决方案，需求增速快于国内，行销能力重于技术研发能力。25H1伟创依托海外非俄国家的光伏扬水等行业而增长较快，欧洲地区经销商拓展正常进行，美国认证暂停（原本无对美业务）；麦米印度空调变频需求增速趋缓，汇川海外增长稳定，主要也是印度、东南亚等市场工控需求拉动，海外电梯24年&25H1增长边际放缓，工控以解决方案&定制化出海。
- 欧洲和美国市场，针对行业大客户，内资龙头凭借产品差异化创新和定制化服务，同样实现了替代。如麦格米特进入欧美电源领域，25年已拿到订单。汇川进入欧洲注塑机领域，电梯产品已在匈牙利工厂部分落地，工控品牌逐渐渗透。鸣志电器依托海外子公司进入医疗、机器人等高端领域。
- 日本和德国市场自动化技术世界前列，市场拓展难度高，客户采购对技术的考量排在第一位，攻克难度高于前两者。内资涉足较少，麦格米特、鸣志电器在日本OA市场有产品销售。

表 工控公司出海情况更新（按海外直接营收规模排序。截至2025年报）

国内工控公司（按照海外收入体量排序）	海外营收（亿元）	海外营收YoY	海外收入占比	海外毛利率	国内毛利率	海外毛利率-国内毛利率
麦格米特	27.93	4.39%	29.70%	25.58%	20.90%	4.68pct
汇川技术	26.49	29.89%	5.87%	35.49%	28.55%	6.94pct
英威腾	13.92	4.79%	31.11%	37.77%	28.52%	9.25pct
伟创电气	5.44	19.36%	28.53%	49.26%	33.31%	15.95pct

2.6 人形机器人：积极布局，聚焦零部件

- 国内机器人零部件空间测算：长期空间排序来看，行星滚柱丝杠>无框力矩电机>谐波减速器>空心杯电机>梯形丝杠>行星减速器。

图：国内人形机器人零部件空间测算

中国	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国人形机器人新增需求 (万台)	1	4	17	33	64	136	243	446	736	965	1163
-增速		531%	160%	55%	47%	118%	48%	38%	35%	27%	24%
旋转执行器 (亿元)	12	36	133	152	258	386	545	836	1410	1882	2154
-增速		212%	270%	14%	69%	50%	41%	53%	69%	34%	14%
线性执行器 (亿元)	0	0	0	89	145	325	661	1224	1917	2390	2735
-增速				63%	123%	103%	85%	57%	25%	14%	
无框力矩电机 (亿元)	2	7	27	49	85	150	256	443	716	920	1053
-增速		212%	291%	77%	74%	78%	70%	73%	62%	29%	14%
谐波减速器 (亿元)	6	18	61	65	107	160	226	347	584	780	893
-增速		212%	248%	7%	64%	50%	41%	53%	69%	34%	14%
行星滚柱丝杠 (亿元)	0	0	0	46	70	148	293	528	827	1031	1180
-增速				54%	111%	98%	80%	57%	25%	14%	
梯形丝杠 (亿元)	0	0	0	5	9	20	40	72	112	140	160
-增速				64%	124%	98%	80%	57%	25%	14%	
空心杯电机 (亿元)	0	1	5	9	20	51	95	188	316	408	483
-增速		264%	276%	103%	117%	153%	85%	97%	69%	29%	18%
行星减速器 (亿元)	0	0	1	2	4	10	18	35	59	77	91
-增速		264%	276%	103%	117%	153%	85%	97%	69%	29%	18%

人形机器人零部件：工控公司均有卡位核心零部件及其总成

- 工控公司均有卡位核心零部件及其总成。除了丝杠、减速器等机械件相对布局少，电机、驱动及编码器均有系列产品。
- 工控公司人形机器人业务处于送样阶段，订单和收入体量并不大，团队大多依靠协作、服务机器人零部件销售收入去反哺人形机器人零部件开发，25年仅亿元及以下收入体量，需待人形产业化后贡献业绩增量。
- 汇川持续推进“AI+人形”重大战略布局：1) 聚焦零部件+工业场景解决方案，电控、电机、驱动器、关节模组、行星丝杠、编码器产品均完成第一代产品开发并获得部分定点，预计26年仿生臂可实现量产交付状态；2) 服务领域通过零部件赋能行业，工业领域将与厂商合作，提供零部件及数据，不放弃高价值场景的整机解决方案；3) 计划26年针对小批量多品种的工业场景发布2-3款解决方案。

表：工控公司在人形机器人零部件的布局

公司	是否发布系列产品	空心杯电机	无框伺服电机	驱动器	编码器	丝杆	谐波/行星减速器	整机
汇川技术	没发布		√	√	√	√	√	√
鸣志电器	发布空心杯与无框电机及其驱动	√	√	√	√		√	
雷赛智能	发布空心杯与无框电机及其驱动	√	√	√	√			
禾川科技	发布无框伺服系列产品	√	√	√	√	√	√	√
伟创电气	发布无框伺服系列产品	√	√	√	√		√	
信捷电气	发布中大型PLC及伺服产品	√	√	√	√			

2.7 2025年&2026一季度度行业总结：复苏趋势进一步明确

- 工控行业2025年复苏持续，龙头汇川收入增势向好，二线如伟创、雷赛、信捷在OEM市场需求整体向好的情况下也实现稳健增长。2025年工控板块实现营业收入1550亿元，同比+22%，实现归母净利润114.4亿元，同比+34%，其中2025Q4实现收入441亿元，同比+19%，环比+14%；实现归母净利润21.4亿元，同比+114%，环比-27%。26Q1实现收入370亿元，同比+16%，环比-16%；实现归母净利润25.0亿元，同比-11%，环比+17%。其中2026Q1汇川/伟创/禾川/雷赛/信捷收入同比+13%/+21%/+19%/+35%/+20%，归母净利润同比-23%/-15%/+79%/+29%/+18%。

表 工控公司收入和归母净利润变动情况分析表（亿元）

公司	营业收入								归母净利润							
	2025A	25A同比	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	25A同比	2025Q4	25Q4同比	25Q4环比	2026Q1	26Q1同比	26Q1环比
汇川技术	451	22%	134	15%	21%	101	13%	-25%	50.5	18%	8.0	-15%	-38%	10.1	-23%	27%
禾川科技	10	25%	3	70%	27%	3	19%	-4%	-1.3	21%	-0.4	55%	28%	-0.1	79%	85%
蓝海华腾	5	38%	1	14%	13%	1	-25%	-25%	0.5	86%	0.0	-38%	-31%	0.1	-58%	180%
英威腾	45	4%	14	16%	28%	9	6%	-35%	2.1	-27%	0.6	-55%	143%	-0.3	-187%	-150%
新时达	35	5%	9	-19%	-13%	9	10%	-2%	0.1	102%	0.0	100%	-53%	-0.1	8%	-747%
宏发股份	172	22%	43	33%	-6%	51	28%	19%	17.6	8%	2.9	-20%	-43%	4.8	18%	68%
信捷电气	20	18%	6	27%	25%	5	20%	-26%	2.5	11%	0.7	36%	39%	0.5	18%	-27%
麦格米特	94	15%	26	15%	23%	28	20%	7%	1.5	-67%	-0.7	-368%	-271%	1.1	7%	272%
埃斯顿	49	22%	11	69%	-14%	12	-2%	12%	0.4	106%	0.2	102%	-28%	1.0	675%	513%
弘讯科技	8	-2%	2	11%	27%	2	-11%	-13%	0.4	-33%	0.1	-24%	185%	0.1	-71%	-38%
合康变频	74	56%	13	-24%	-25%	17	-25%	33%	0.6	502%	-0.1	-2224%	-526%	-0.1	-141%	3%
科华恒盛	82	5%	25	4%	24%	14	18%	-42%	4.2	33%	0.7	-5%	-27%	0.8	13%	6%
科士达	53	27%	17	33%	15%	12	31%	-25%	6.1	55%	1.7	342%	-13%	1.4	25%	-16%
智光电气	38	47%	13	89%	52%	10	58%	-21%	1.4	142%	1.9	201%	4708%	0.2	162%	-88%
易事特	37	21%	12	65%	52%	8	28%	-33%	0.2	-87%	-0.7	-318%	-908%	0.1	-66%	121%
大豪科技	30	19%	8	26%	4%	8	16%	8%	7.1	22%	1.1	19%	-46%	2.4	41%	118%
鸣志电器	28	14%	7	23%	-1%	7	18%	-3%	0.6	-22%	0.1	-63%	-51%	0.1	92%	22%
英搏尔	39	59%	15	84%	53%	11	99%	-28%	1.9	162%	0.4	86%	-67%	0.6	431%	54%
正弦电气	4	20%	1	28%	4%	1	25%	7%	0.4	6%	0.1	47%	38%	0.1	31%	14%
伟创电气	19	19%	6	23%	32%	5	21%	-21%	2.6	7%	0.4	10%	-54%	0.5	-15%	27%
步科股份	7	32%	2	42%	9%	2	43%	-12%	0.7	48%	0.3	69%	52%	0.1	20%	-52%
三友联众	23	6%	6	-1%	-5%	6	9%	3%	0.7	15%	0.1	-18%	-51%	0.2	45%	55%
联合动力	207	28%	62	13%	15%	43	11%	-31%	11.3	21%	3.4	-6%	41%	0.5	-85%	-86%
雷赛智能	19	18%	6	34%	40%	5	35%	-8%	2.3	12%	0.7	16%	58%	0.7	29%	11%
工控	1,550	22%	441	19%	14%	370	16%	-16%	114.4	34%	21.4	114%	-27%	25.0	-11%	17%

- 竞争依旧激烈但边际趋缓。** 25年板块毛利率26.0%，同比-1.0pct；归母净利率为7.4%，同比+0.65pct，其中25Q4板块毛利率25.9%，同比+1.6pct，环比+0.3pct；归母净利率为4.9%，同比+2.1pct，环比-2.8pct。26Q1板块毛利率26.1%，同比-0.9pct，环比+0.2pct；归母净利率为6.8%，同比-2.1pct，环比+1.9pct。主要原因有：1) 新能源资本开支边际好转，传统行业增势延续，价格竞争边际趋缓。2) 工控企业在新业务/新市场上（完善工控解决方案品类&横向延伸至人形机器人等新技术领域）已完成前期平台搭建，费用率稳步下行。
- 期间费用率长期稳定在20%上下，2025Q4期间费用率同环比均上升，26Q1期间费用率同比小幅上升，环比小幅下降。** 25Q4工控行业整体销售费用率上升。26Q1行业整体期间费用率较稳定，行业内大部分企业管理费用率小幅上升，销售费用率下降，综合下行业整体期间费用率边际下降。

图 工控板块毛利率和归母净利率情况

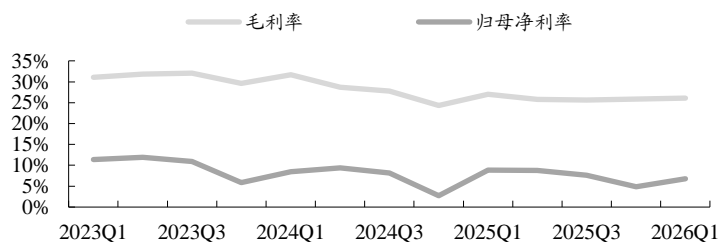
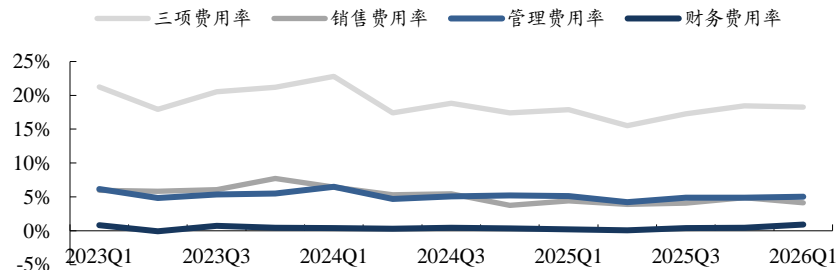


图 工控板块期间费用率情况



- 工控板块经营现金流25年同比上升，26Q1同比大幅下降，整体健康但26Q1阶段性承压。25年板块经营性现金流为净流入195亿元，同比+16%；26Q1板块经营性现金流为净流出7.8亿元，同比-260%。
- 2026Q1存货规模有所增长，合同负债规模小幅增长。截至2026Q1，工控行业存货规模365亿元，较年初增长+11%；全行业来看，内资企业库存处于合理位置。2026Q1工控行业合同负债规模41亿元，较年初增长+3%，更多传统下游明显复苏，带动合同负债小幅增长。

图 工控板块2020Q1-2026Q1经营净现金流情况（亿元）

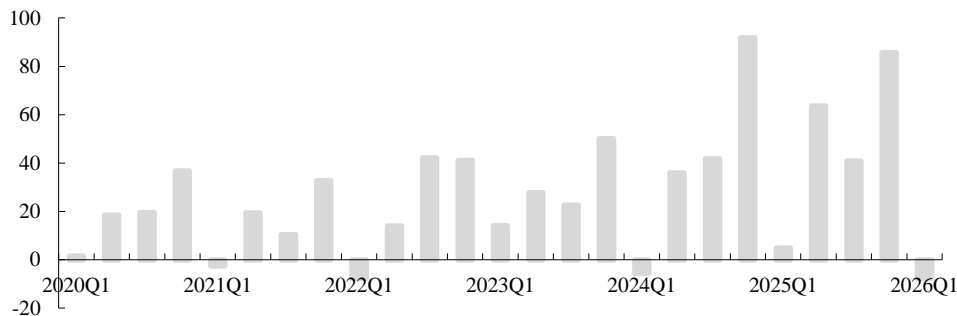


图 工控板块2023Q1-2026Q1存货情况（亿元）

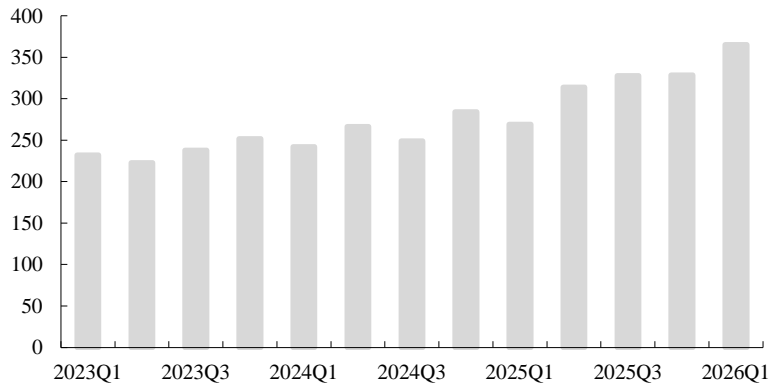
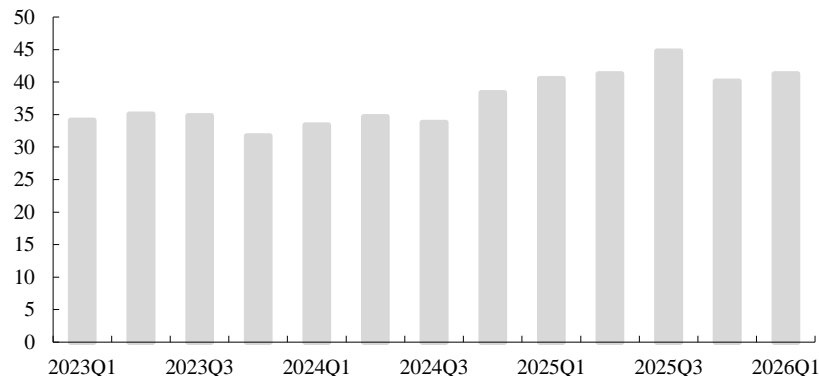


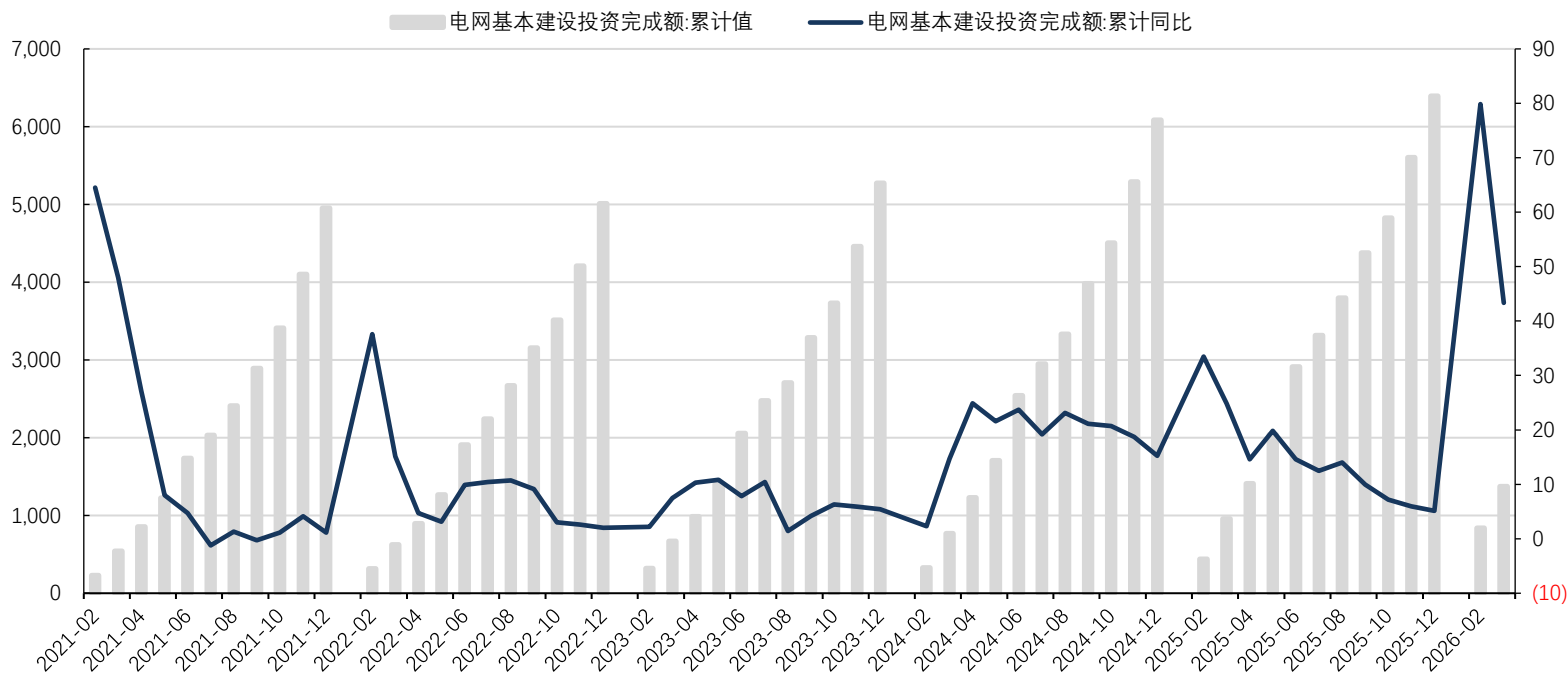
图 工控板块2023Q1-2026Q1合同负债情况（亿元）



3.1 开局之年电网投资高增，国内电网维持高景气度

- 26Q1 电网投资开门红，奠定“十五五”投资高景气基调。26年1-3月电网基建投资完成额1370亿元，同比+43%，其中国家电网固定资产投资超1290亿元，同比+37%，Q1电网投资实现高增长，结构上我们认为投资额主要集中在电网施工、土建等环节，设备环节有望在Q2体现在报表端。“十五五”两网计划投资超5万亿，26年作为开局之年，国网计划投资7055亿元，南网计划投资1800亿元，结构上重点投向特高压、配网智能化及数字化转型，高景气开局奠定了“十五五”电网投资的主基调。

图 电网基础建设投资完成额累计值（左轴，亿元）&累计同比（右轴，%）



3.1 开局之年电网投资高增，国内电网维持高景气度

- “十四五”一次设备每年均保持较高速增长，26年开年高基数下招标增速略有分化。截至26年国网前两批输电物资招标，变压器/组合电器/电抗器/互感器/电容器/断路器/隔离开关/消弧线圈/开关柜招标量分别同比-15%/-11%/-14%/+7%/+17%/+49%/+14%/+24%/+17%，前两批招标受去年同期高基数+在建项目较多导致招标需求释放有所滞后，我们认为随着电网建设节奏加速，26年一次设备需求或继续实现稳健增长。
- 二次设备受益于设备更新实现了高速增长。截至26年前两批物资招标，保护/监控招标量分别同比-5%/+56%，结构上主要需求来自于改造项目的设备更新需求。

表 国网输电物资招标情况（截至26年前两批）

产品	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26 YTD	26 YTD YoY
变压器（容量MVA）	192,432	43.7%	299,689	55.7%	379,464	26.6%	403,503	6.3%	498,601	23.6%	159,355	-14.8%
组合电器（套）	9,556	28.6%	11,291	18.2%	13,612	20.6%	13,830	1.6%	15,917	15.1%	4,336	-10.7%
电抗器	1,294	64.0%	1,503	16.2%	1,773	18.0%	1,936	9.2%	2,383	23.1%	844	-13.5%
互感器	17,228	168.1%	19,755	14.7%	29,341	48.5%	34,197	16.6%	41,543	21.5%	19,409	7.3%
电容器	3,736	653.2%	4,463	19.5%	5,234	17.3%	5,857	11.9%	7,156	22.2%	3,079	16.7%
断路器	2,647	79.6%	3,610	36.4%	4,432	22.8%	5,486	23.8%	5,102	-7.0%	3,016	49.2%
隔离开关	10,170	234.1%	11,012	8.3%	13,165	19.6%	15,459	17.4%	17,938	16.0%	8,296	13.6%
消弧线圈	1,432	817.9%	1,505	5.1%	1,886	25.3%	2,133	13.1%	2,726	27.8%	1,304	23.6%
开关柜	33,294	306.1%	36,919	10.9%	43,188	17.0%	47,685	10.4%	58,353	22.4%	25,907	17.3%
保护类设备	18,403	10.9%	18,323	-0.4%	23,164	26.4%	26,597	14.8%	42,600	60.2%	19,375	-5.4%
变电监控设备	1,553	128.7%	1,466	-5.6%	1,566	6.8%	1,810	15.6%	2,358	30.3%	1,473	55.5%

3.1 特高压进入新阶段新高度，成长属性渐强、周期性属性渐弱

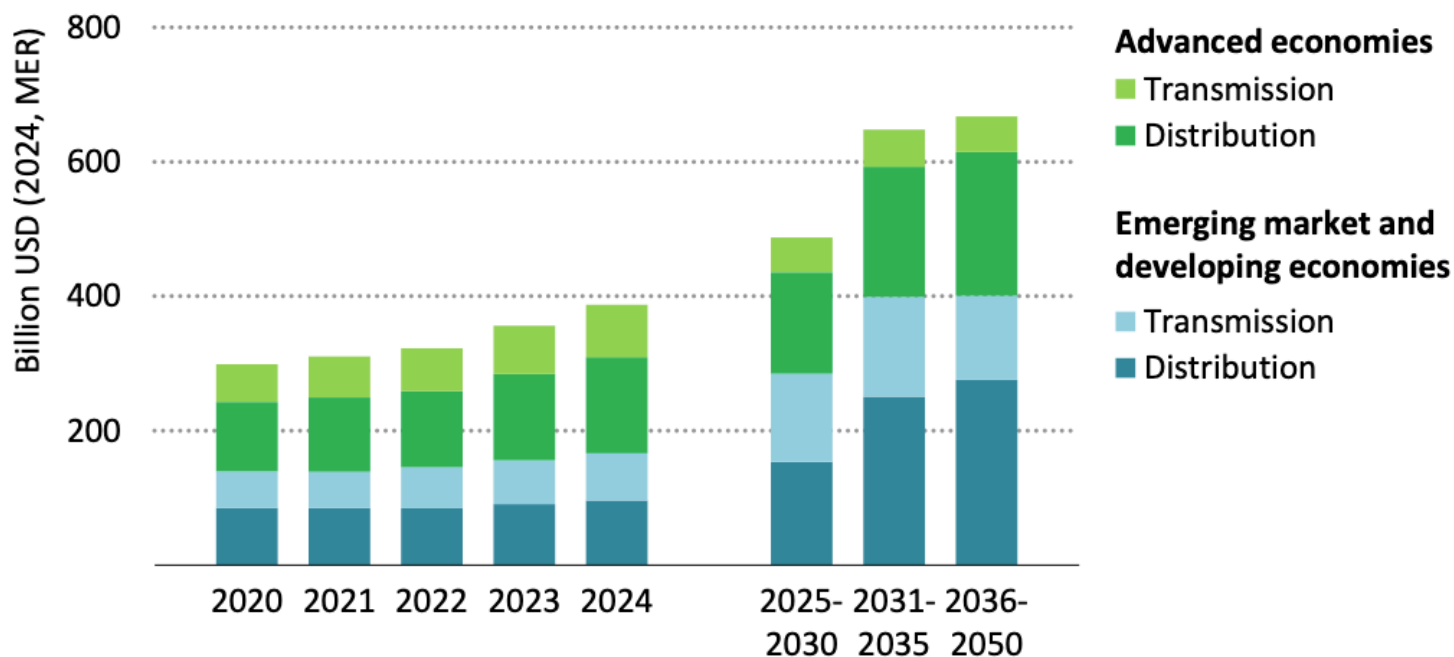
- 26年核准开工线路有望创历史新高。新开工方面：根据国网年初规划，26年力争核准【4交6直】、【4交1直省间电力互济】，开工建设攀西、浙江环网等特高压工程，推进青藏铁路电气化外电配套等重点工程建设，建成陕北-安徽等“七交一直”特高压工程，我们认为26年特高压相关公司有望实现订单大幅增长，特高压交流受益公司有望迎来业绩的高速增长。

表 国内特高压在建和待建工程进度表

类型	项目名称	开工/预计开建时间	预计投运时间	当前进展	所属规划
特高压直流	陕西-安徽±800KV	建设中，24年3月	26年上半年	核心设备电气安装	“十四五”规划
	甘肃-浙江±800KV (柔)	建设中，24年7月	27年7月	全面建设阶段	
	蒙西-京津冀±800KV (半柔)	建设中，25年9月			
	藏东南-粤港澳大湾区±800KV一期 (全柔)	建设中，25年12月	28年上半年		
	陕西-河南±800KV (半柔)	已核准	27年年底		滚动增补
	吉电入京±800kV	环评公示，26年			
	库布齐-上海±800kV (半柔)	环评公示，26年			
	青桂直流±800kV (半柔)	可研，26年			
	疆电送川渝±800kV (全柔)	可研，26年		预计Q3核准，年底前开工	
	巴丹吉林-四川±800kV (半柔)	可研，26年			
特高压交流	阿坝-成都1000kV	建设中，24年1月	26年12月	阿坝站正式开工	“十四五”规划
	大同-怀来-天津北-天津南双回1000KV	建设中，25年3月	27年6月	正式开工	
	烟威 (含中核cx送出) 1000kV	建设中，25年5月	26年底	进入实质性建设阶段	
	浙江1000kV环网	建设中，26年4月	29年11月底	正式开工	滚动增补
	达拉特-蒙西1000kV	建设中，26年4月		正式开工	
	攀西-川南1000kV	建设中，26年3月	28年	正式开工	
	赣江-赣南1000kV	可研，26年			
	甘孜-阿坝扩建	可研，26年			
背靠背直流互济	重庆-贵州【渝黔背靠背】	已核准，26年		招标控制价审查	电力灵活互济工程
	湖南-贵州【湘黔背靠背】	预可研，27年			
	湖南-广东【湘粤背靠背】	已核准，26年		招标控制价审查	
	福建-江西【闽赣背靠背】	已核准，26年		招标控制价审查	
	安徽-湖北【皖鄂背靠背】	可研，26年		成套设计招标	
	山东-江苏【鲁苏背靠背】	可研，26年		成套设计招标	

- 全球电网投资有望在25-35年进入高速增长阶段。根据IEA，24年全球电网投资约3980亿美元，其中欧洲/北美/非洲/中东/中南美洲电网投资同比+6%/8%/7%/7%/7%，均呈现加速趋势。IEA测算，预计到2035年全球电网投资的年均增长率将达到5%，届时与电网相关的年度投资支出将增至约6500亿美元，全球电网投资刚刚启动。

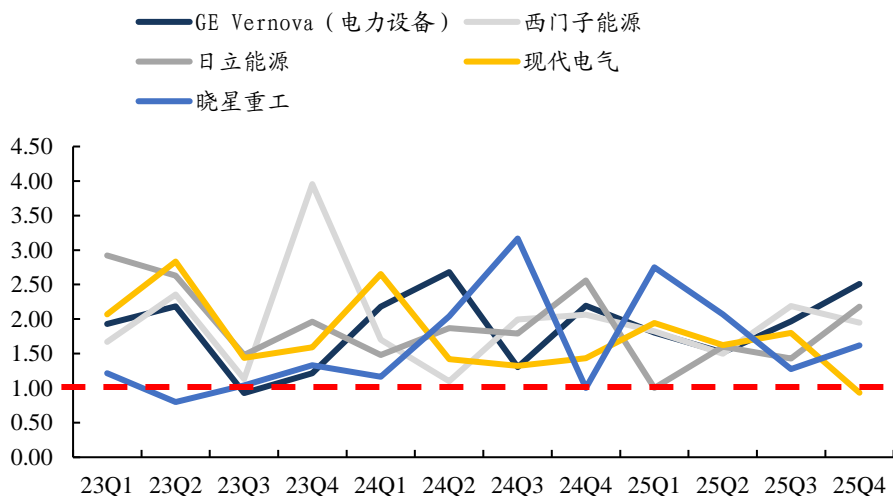
图：到35年全球电网投资将增加至约6500亿美元



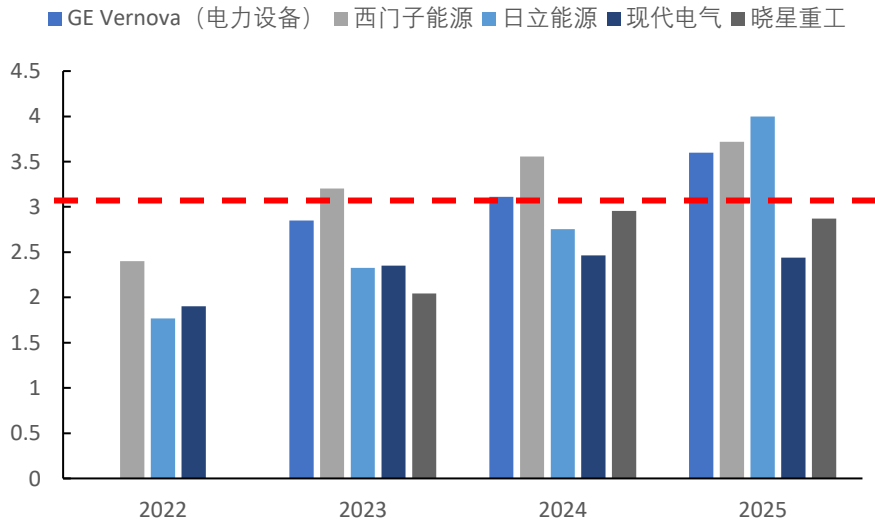
IEA. CC BY 4.0.

- 23-25年海外电力设备巨头订单仍保持了较快增长，其中高压电力变压器需求远超预期。美国AIDC接力再工业化，欧洲电网扩容+中东2030愿景，海外电力设备巨头新签订单/收入保持基本保持在1以上，新增需求仍大于供给，看好需求高景气的持续性。
- 产能释放节奏缓慢，国际龙头企业在手订单交期普遍在3年以上：1) 巨头投产主要集中在发达国家，因熟练工人不足，产能释放节奏缓慢；2) AI算力中心对变压器交期要求高，部分采取加价抢单或巨头分包给中国公司的形式，为国产高压电力设备出海创造了条件。

图：海外电力设备公司每季度新签订单/收入基本大于1



图：海外电力设备公司在手订单/收入逐年增加，25年已累加至3年以上



- 海外市场空间广阔，国内电力设备厂商出海进一步加速。智能电表是我国电力设备出海最早且海外份额最高的产品，2019年-2025年海兴电力海外收入占比保持在55%以上。伊戈尔、金盘等配电变压器出海进展顺利，对公司国际业务的增长形成补充。高压电力设备出海保持高壁垒，思源电气、特变电工出海马太效应显著，其中25年思源电气海外收入占比提升至27%。盈利能力方面，海外市场毛利率相比国内具有较明显的优势。

图 主要电力设备公司海外收入占比

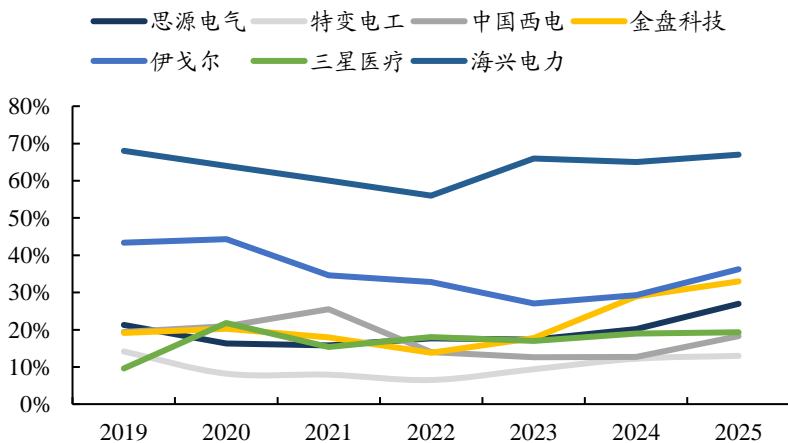
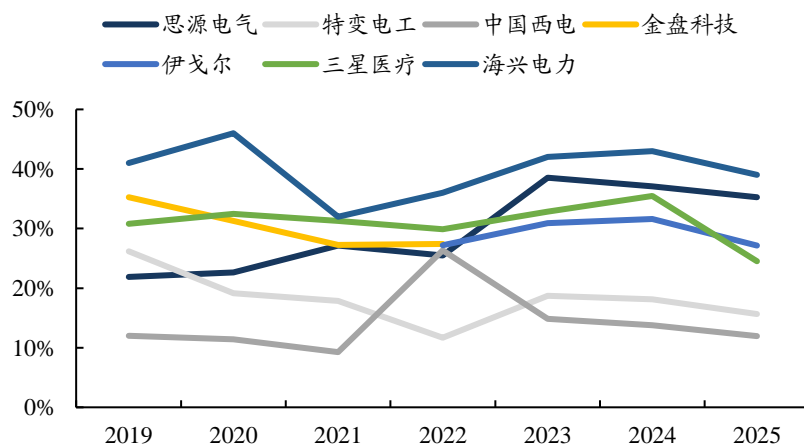


图 主要电力设备公司海外毛利率情况



- 国内高压/特高压板块整体盈利快速修复；国内配电板块账面利润回升，双杰电气贡献主要利润；低压电器板块增收不增利，正泰电器贡献主要利润；国内智能用电板块收入略有下滑，利润同比显著回落。我们共选取了26家国内电力设备企业，26Q1实现营收811亿元，同比+13%，实现归母净利润57亿元，同比+7%，收入增长显著，盈利能力向好。
- 国内高压/特高压板块整体盈利快速修复。26Q1特高压/高压板块实现收入521亿元，同比+6%，归母净利润38亿元，同比+12%。特变电工归母净利润恢复增长，26Q1净利润同比+13%。排除特变电工后，板块收入271亿元，同比+5%；归母净利润20亿元，同比+11%，板块盈利能力呈上升趋势。
- 国内配电板块账面利润回升，双杰电气贡献主要利润。26Q1实现收入38亿元，同比-9%，实现归母净利润4亿元，同比+42%，主要系双杰电气其他非流动金融资产公允价值变动带来账面盈利大幅增长所致。
- 低压电器板块增收不增利，正泰电器贡献主要利润。26Q1实现收入234亿元，同比+41%，实现归母净利润14亿元，同比+2%。正泰电器受益于户用电站业务增长，26Q1实现收入213亿元，同比+46%。
- 国内智能用电板块收入略有下滑，利润同比显著回落。26Q1实现收入18亿元，同比-1%，实现归母净利润1亿元，同比-58%，主要系国内降价电表开始大规模交付，影响板块公司利润。

表 国内电力设备板块26Q1收入和归母净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归属母公司股东净利润 (亿元)	同比增速 (%)
国内高压/特高压	521	6%	38	12%
国内配电	38	-9%	4	42%
低压电器	234	41%	14	2%
国内智能用电	18	-1%	1	-58%
国内电力设备	811	13%	57	7%

- 国内电力设备26Q1毛利率与归母净利率同比均小幅下滑。26Q1国内电力设备板块毛利率22.0%，同比-1.1pct，主要受智能电表影响；归母净利率7.1%，同比-0.4pct，国内高压/特高压板块贡献突出，低压电器、国内智能用电板块回落较大，整体盈利能力有所下滑。
- 26Q1国内电力设备板块费用率整体微降。26Q1国内电力设备期间费用率为12.7%，同比-0.5%。国内配电、低压电器费用管控成效显著，国内智能用电板块仍保持高位。

表 国内电力设备板块毛利率和归母净利率情况

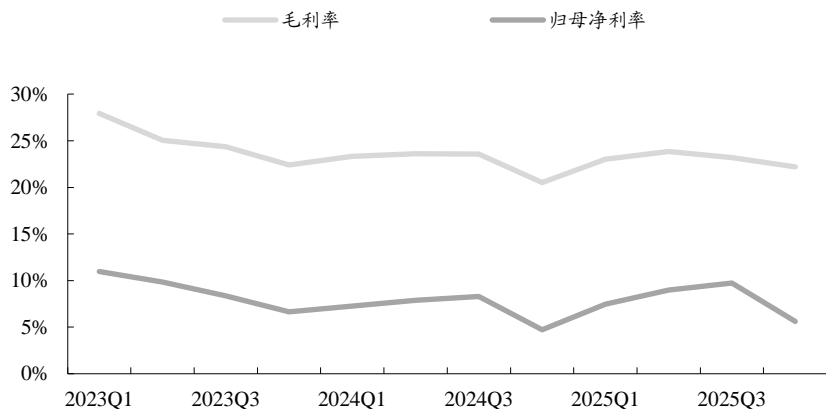
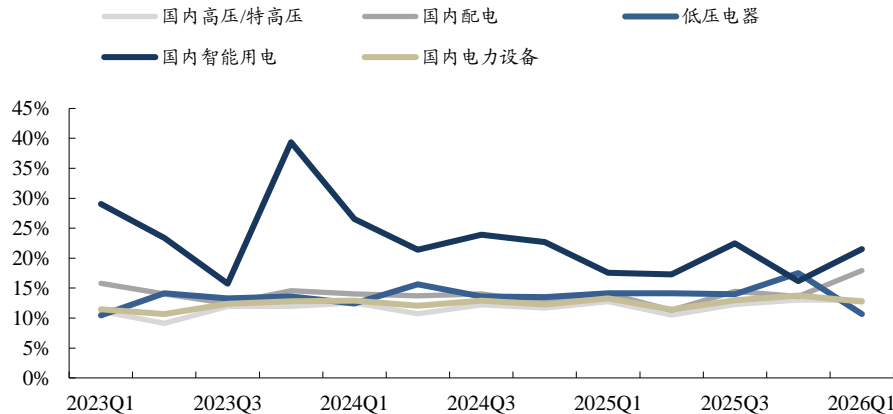


表 国内电力设备板块期间费用率



- 26Q1国内电力设备板块现金流有所承压。**26Q1国内电力设备板块经营性现金流净流出11.2亿元，同比-264.8%，低压电器板块相较同期有明显改善，国内高压/特高压、国内智能用电板块较同期有明显承压。
- 存货稳健增长，国内电力设备板块增长基础扎实。**26Q1国内电力设备板块存货1225.8亿元，同比+13.8%，低压电器板块存货较年初-8%，其他细分板块继续保持稳健增长态势。

图 国内电力设备板块2023Q1-2026Q1经营净现金流情况（亿元）

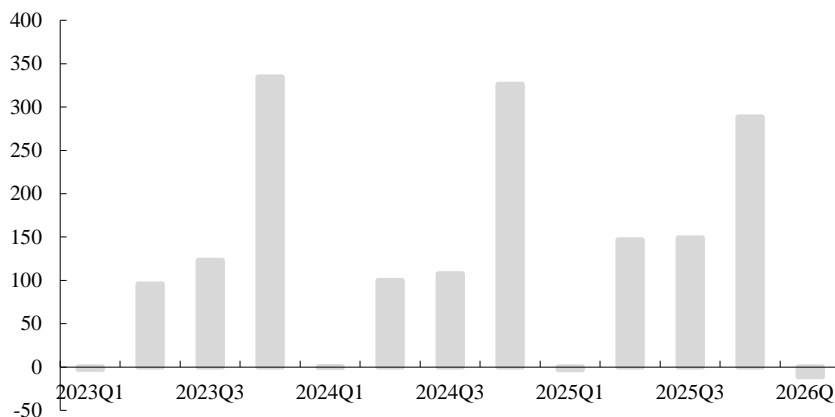
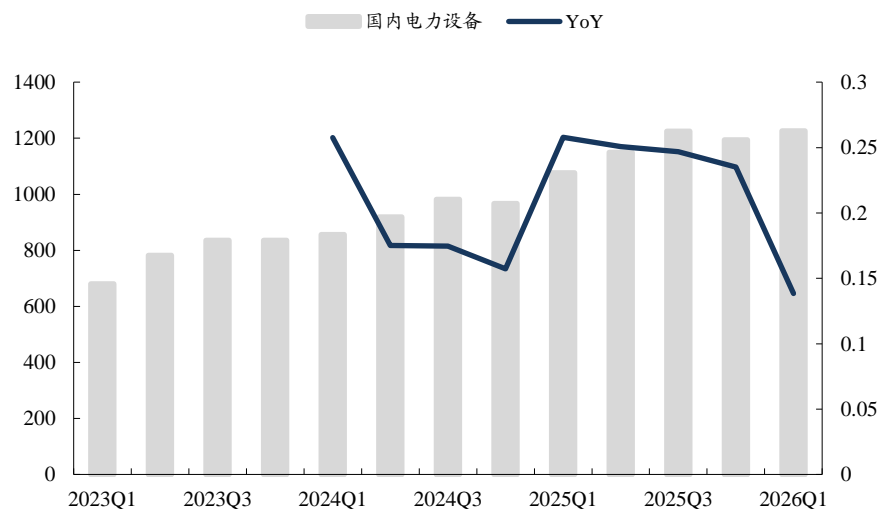


图 国内电力设备板块2023Q1-2026Q1存货情况（亿元）



□ 出海板块2025年海外订单兑现延续，收入保持稳健增长，2026Q1收入增速回升，利润端受交付及确认节奏影响同比小幅回落。25Q4板块实现营收451亿元，同比+2.3%；实现归母净利润21亿元，同比+9.0%，年末交付与利润确认支撑较强。26Q1板块实现营收400亿元，同比+8.9%；实现归母净利润34亿元，同比-3.0%，利润端同比小幅承压，但较25Q4明显修复。从公司层面看，25Q4思源电气收入同比+53%，利润端大连电瓷、神马电力、特变电工等表现较好；26Q1多数公司收入端继续实现同比增长，其中思源电气、大连电瓷、神马电力分别同比+42%、+88%、+34%，反映海外订单兑现仍具韧性。利润端表现有所分化，但大连电瓷、伊戈尔、神马电力等同比增速较高。其中特变电工25Q4/26Q1分别实现归母净利润4.7/18亿元，继续贡献板块主要利润。整体来看，出海板块收入端仍受海外订单交付支撑，26Q1增速较25Q4有所改善；利润端受不同公司项目交付、费用投放及确认节奏影响有所波动，但环比25Q4已明显修复。

图 出海板块2023Q1-2026Q1收入情况（亿元）

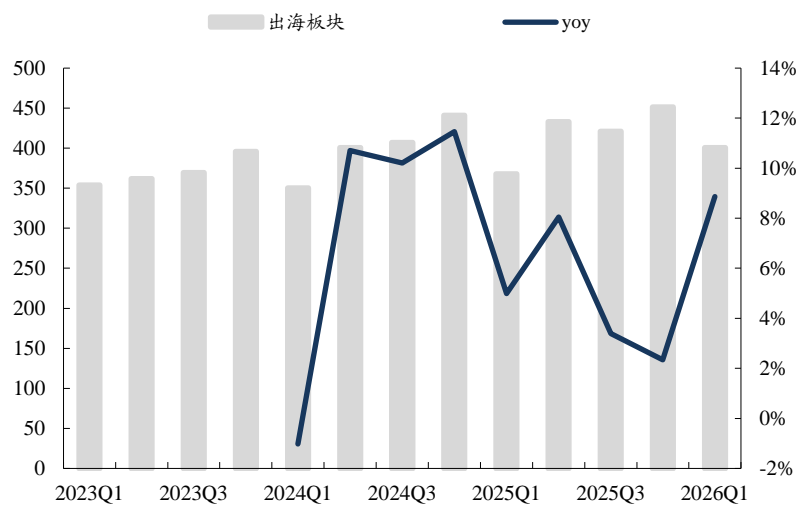
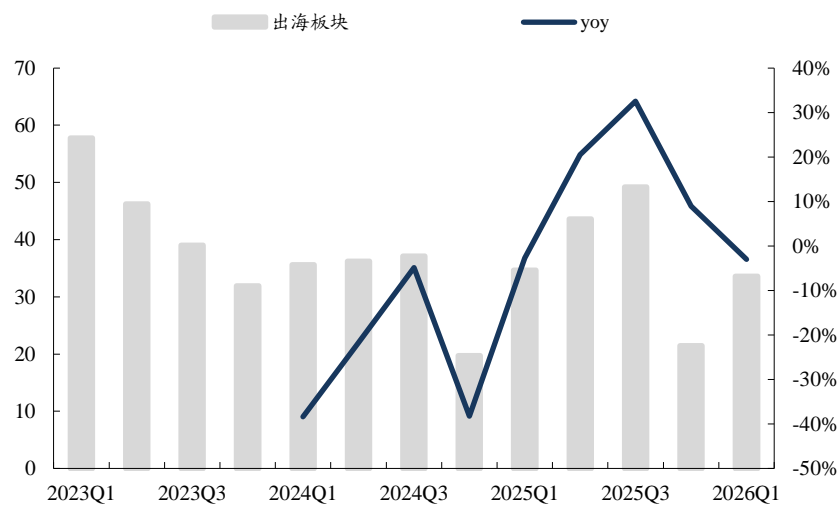


图 出海板块2023Q1-2026Q1归母净利润情况（亿元）



- 出海板块毛利率整体稳定，归母净利率26Q1环比修复但同比小幅回落。** 25Q4板块毛利率为24.3%，同环比+2.5pct/+0.7pct；归母净利率为4.8%，同环比+0.3pct/-6.9pct，主要受四季度项目确认节奏及费用投放扰动影响。26Q1板块毛利率为24.1%，同比基本持平、环比-0.2pct，整体维持稳定；归母净利率为8.4%，同环比-1.0pct/+3.6pct，较25Q4明显修复，但较去年同期仍小幅回落。
- 出海板块费用率25Q4阶段性抬升，26Q1环比回落但同比仍有上行。** 25Q4期间费用率为14.8%，同环比+2.0pct/+2.0pct，其中销售/管理/财务费用率分别为4.9%/4.7%/1.4%，较25Q3均有所提升。26Q1期间费用率为13.3%，同环比+1.6pct/-1.5pct，其中销售/管理/财务费用率分别为4.1%/4.2%/1.8%。整体看，26Q1费用率环比改善，但同比仍受海外拓展投入及财务费用扰动影响。

图 出海板块毛利率和归母净利率情况

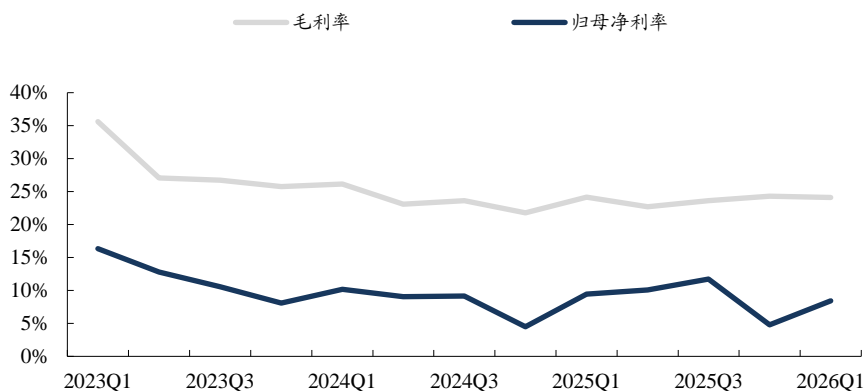
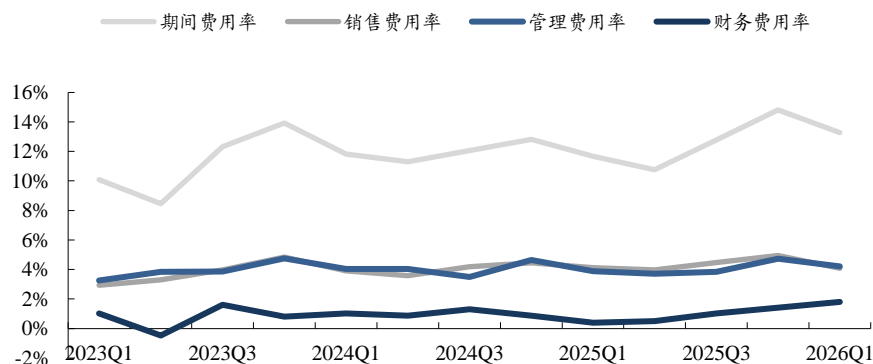


图 出海板块各项费用率情况



- 出海板块25Q4经营现金流维持年末回款高位，26Q1受回款与付款节奏影响阶段性承压。**25Q4板块经营活动现金流净额为87亿元，同比-7.8%、环比+116.2%，年末回款特征明显；26Q1经营活动现金流净额为-4亿元，同比-228.1%、环比-104.8%，主要受一季度回款节奏及项目付款季节性影响。
- 出海板块存货、合同负债延续增长，待交付基础仍较充足。**25Q4期末存货389亿元，同比+22.8%；合同负债135亿元，同比+5.2%。26Q1期末存货进一步增至424亿元，同比+21.3%、环比+9.1%；合同负债140亿元，同比+5.5%、环比+3.5%。整体看，尽管26Q1现金流阶段性承压，但存货及合同负债仍保持增长，反映海外订单交付及后续收入确认仍具一定支撑。

图 出海板块2023Q1-2026Q1经营净现金流情况（亿元）

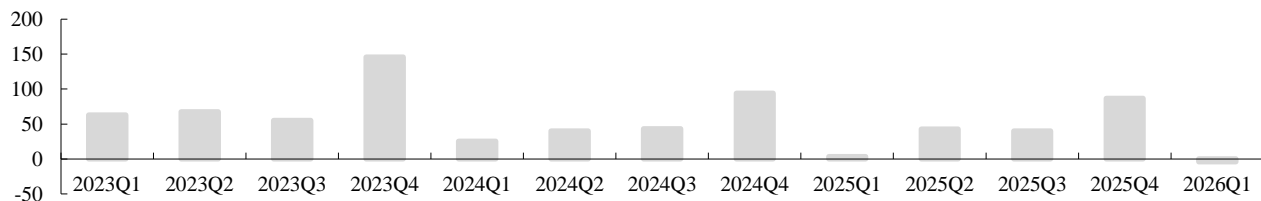


图 出海板块2023Q1-2026Q1存货情况（亿元）

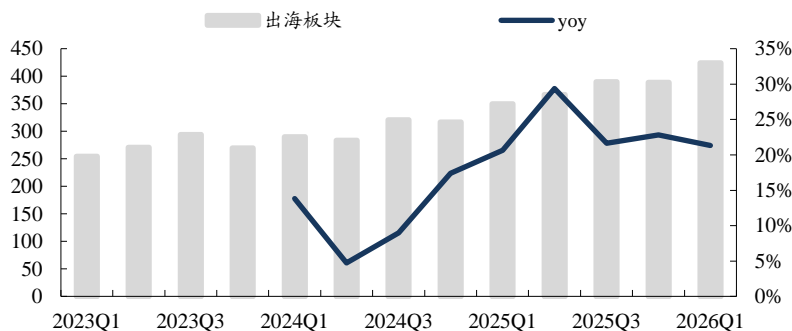
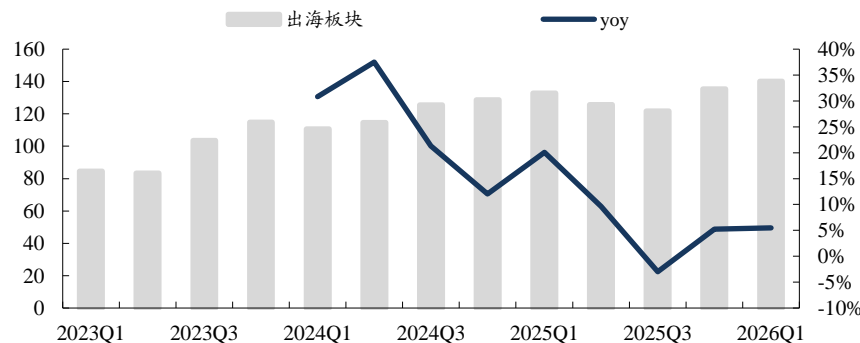


图 出海板块2023Q1-2026Q1合同负债情况（亿元）



▣ AIDC板块2025年订单兑现延续，收入保持稳健增长，2026Q1收入增速进一步回升，利润端明显修复。25Q4板块实现营收457亿元，同比+8.2%；实现归母净利润19亿元，同比+163.1%，主要受低基数及东方电气、科士达、盛弘股份等贡献支撑。26Q1板块实现营收383亿元，同比+16.9%；实现归母净利润31亿元，同比+24.6%，收入、利润均较25Q4改善。公司层面看，25Q4宏发股份、麦格米特、科华数据、科士达分别实现营收43/26/25/17亿元，同比+33%/+15%/+4%/+33%；东方电气实现营收228亿元，同比+6%，仍为板块主要收入来源。26Q1多数公司收入保持增长，宏发股份、麦格米特、伊戈尔、科华数据、科士达分别同比+28%/+20%/+18%/+18%/+31%，订单交付韧性仍强。利润端方面，26Q1东方电气实现归母净利润16亿元，同比+37%，继续贡献主要利润；伊戈尔、科士达、四方股份等利润同比增长较快。整体看，AIDC板块受益于国内外云厂商资本开支爆发式增长，实现量价双收。

图 AIDC2023Q1-2026Q1收入情况（亿元）

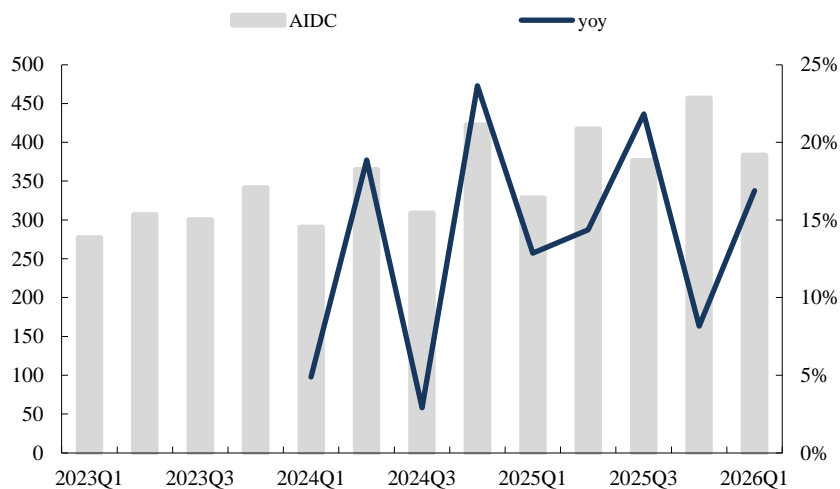
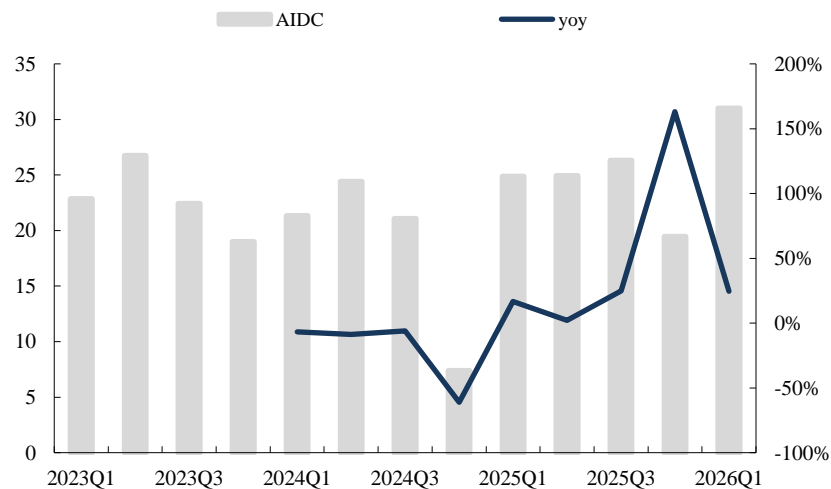


图 AIDC2023Q1-2026Q1归母净利润情况（亿元）



- AIDC板块毛利率同比改善，归母净利率26Q1环比明显修复。**25Q4板块毛利率为21.3%，同环比+3.0pct/-0.6pct；归母净利率为4.3%，同环比+2.5pct/-2.7pct，利润率环比回落主要受四季度费用投放及交付确认节奏扰动影响。26Q1板块毛利率为22.4%，同环比+0.3pct/+1.1pct，盈利能力有所修复；归母净利率为8.1%，同环比+0.5pct/+3.8pct，较25Q4明显改善。
- AIDC板块费用率25Q4阶段性抬升，26Q1环比回落。**25Q4期间费用率为16.6%，同环比+2.1pct/+3.0pct，其中销售/管理/财务费用率分别为3.4%/6.7%/0.5%，管理费用率环比提升较明显。26Q1期间费用率为14.0%，同环比+0.3pct/-2.6pct，其中销售/管理/财务费用率分别为2.8%/4.9%/1.0%。整体看，26Q1费用率较25Q4明显改善，带动净利率环比修复，但财务费用率同比仍有所抬升。

图 AIDC毛利率和归母净利率情况

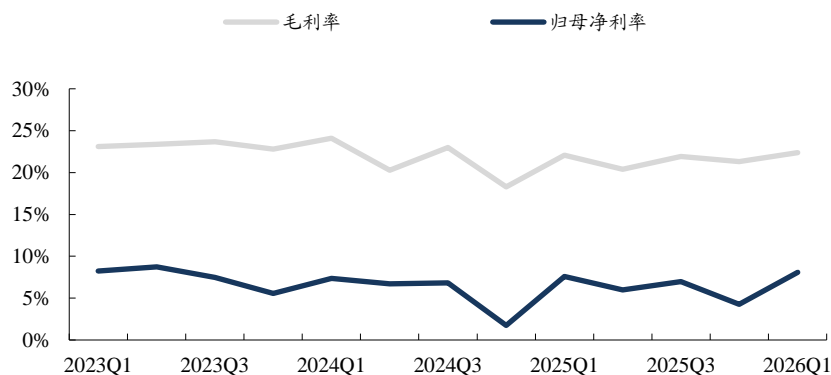
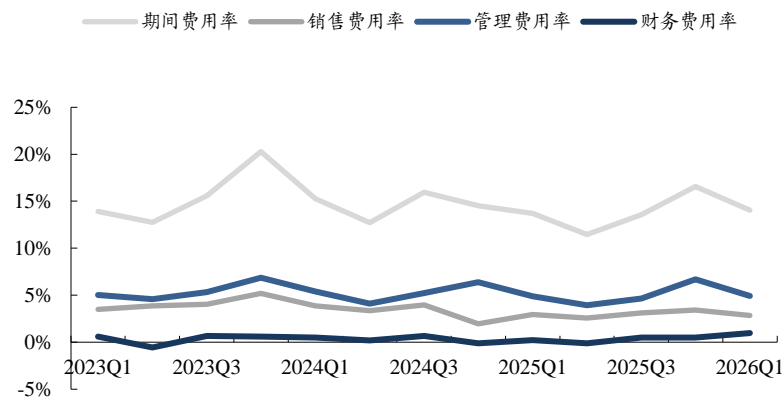


图 AIDC各项费用率情况



- **AIDC板块25Q4经营现金流维持年末回款高位，26Q1受回款与付款节奏影响阶段性承压。**25Q4板块经营活动现金流净额为113亿元，同比+37.2%，较25Q3由负转正，年末回款特征明显；26Q1经营活动现金流净额为-40亿元，同比净流出扩大，环比由正转负，主要受一季度回款节奏、项目付款及备货投入影响。
- **AIDC板块存货、合同负债延续增长，待交付基础仍较充足。**25Q4期末存货465亿元，同比+17.9%、环比-13.2%；合同负债517亿元，同比+15.5%、环比+4.2%。26Q1期末存货进一步增至554亿元，同比+30.4%、环比+19.1%；合同负债536亿元，同比+19.0%、环比+3.6%。整体看，尽管26Q1现金流阶段性承压，但存货及合同负债仍保持较快增长，反映AIDC订单储备和后续收入确认仍具支撑。

图 AIDC2023Q1-2026Q1经营净现金流情况 (亿元)

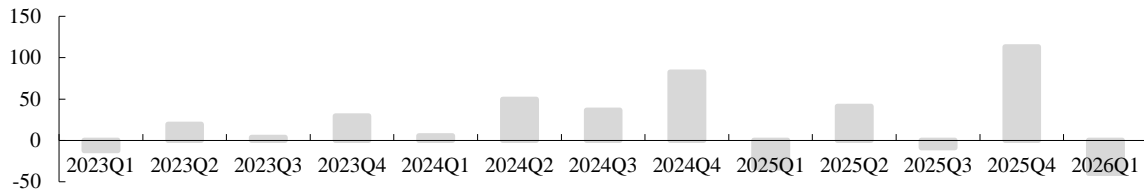


图 AIDC2023Q1-2026Q1存货情况 (亿元)

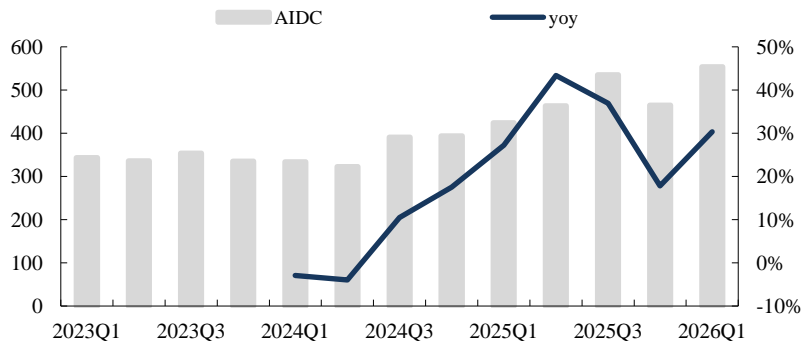
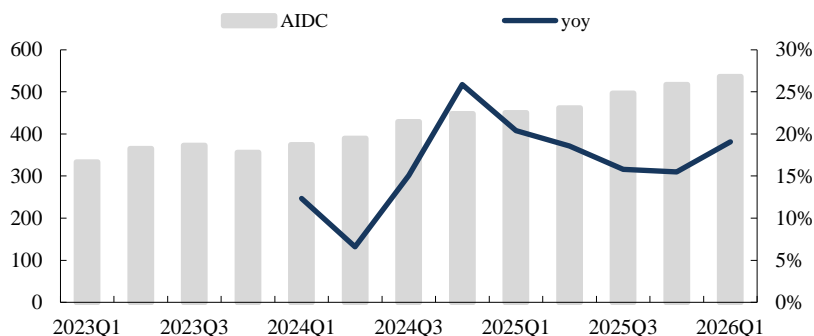


图 AIDC2023Q1-2026Q1合同负债情况 (亿元)



- **投资建议:** 1) **人形机器人&工控推荐**三花智控、汇川技术、宏发股份、浙江荣泰、北特科技、雷赛智能、儒竞科技、伟创电气、震裕科技、斯菱股份、科达利、兆威机电、优必选、祥鑫科技、奥比中光、信捷电气、捷昌驱动等，关注峰昭科技、凌云股份、南山智尚、步科股份、五洲新春、鸣志电器、龙溪股份、柯力传感、禾川科技、正弦电气、众辰科技等。2) **发电设备:** 燃气轮机重点推荐东方电气，建议关注海联讯。3) **电力设备出海及特高压:** 作为供不应求的核心环节，重点推荐思源电气、金盘科技、伊戈尔，建议关注神马电力、白云电器、平高电气、中国西电、许继电气等。4) **AIDC:** 服务器电源看好海外链，重点推荐麦格米特，建议关注欧陆通；柜外电源国内电力电子公司具备全球竞争力，重点推荐阳光电源、中恒电气，优优绿能等；配电电器重点推荐良信股份；SST重点推荐四方股份、金盘科技。

图 核心公司盈利预测 (截至2026年5月8日)

板块	环节	证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				PE				评级	数据来源
						2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
发电设备	燃气轮机	600875.SH	东方电气	1,281	37.72	38	46	58	73	33	28	22	18	买入	东吴
		300277.SZ	海联讯	284	18.75	0	6	7	9	12670	47	39	-	未评级	Wind
电力设备	出海	002028.SZ	思源电气	1,550	198.10	32	46	64	87	49	34	24	18	买入	东吴
		688676.SH	金盘科技	419	91.21	7	9	13	17	64	47	33	25	买入	东吴
		002922.SZ	伊戈尔	179	42.26	2	5	7	12	89	37	24	15	买入	东吴
		603861.SH	白云电器	90	16.68	2	-	-	-	44	-	-	-	未评级	Wind
		603530.SH	神马电力	282	65.25	4	6	8	10	65	47	35	28	未评级	Wind
	特高压	601179.SH	中国西电	881	17.19	13	15	19	22	69	58	48	39	买入	东吴
		600312.SH	平高电气	293	21.62	11	14	17	20	26	21	17	14	买入	东吴
		000400.SZ	许继电气	269	26.41	12	15	18	20	23	19	15	13	买入	东吴
AIDC	柜内电源	002851.SZ	麦格米特	714	122.70	1	8	16	26	490	89	44	28	买入	东吴
		300870.SZ	欧陆通	420	384.78	2	5	6	9	172	91	65	47	未评级	Wind
	柜外电源	002364.SZ	中恒电气	254	45.15	1	3	5	7	201	101	56	35	买入	东吴
		301590.SZ	优优绿能	76	181.79	1	2	3	6	71	36	22	14	买入	东吴
		300274.SZ	阳光电源	2,899	139.85	135	140	170	221	22	21	17	13	买入	东吴
	SST	688676.SH	金盘科技	419	91.21	7	9	13	17	64	47	33	25	买入	东吴
		601126.SH	四方股份	535	64.20	8	10	11	15	65	55	47	36	买入	东吴
	配套电气设备	002706.SZ	良信股份	131	11.65	3	4	6	8	49	32	23	16	买入	东吴
		301291.SZ	明阳电气	186	59.50	6	8	11	12	32	22	17	15	未评级	Wind
		002484.SZ	江海股份	367	43.14	7	9	11	13	54	41	34	29	未评级	Wind
工控&机器人		300124.SZ	汇川技术	2,031	75.00	51	60	72	87	40	34	28	23	买入	东吴
		002050.SZ	三花智控	2,077	51.69	41	47	58	73	51	45	36	28	买入	东吴
		600885.SH	宏发股份	502	32.43	18	19	23	27	29	26	22	18	买入	东吴
		002979.SZ	雷赛智能	156	49.51	2	3	4	6	69	50	38	28	买入	东吴
		688698.SH	伟创电气	159	74.24	3	3	4	5	60	49	40	33	买入	东吴

- **宏观经济下行。**工控自动化公司下游涵盖各大制造业领域，若宏观经济下行，使得制造业企业资本开支意愿下降，最终影响工控设备的采购。
- **电网投资不及预期。**电力设备公司主要客户为国家电网、南方电网公司，其收入依赖电网公司每年的投资开支。若电网投资不及预期，将会影响电力设备招标量，从而对公司业绩造成不利影响。
- **竞争加剧。**电网&工控设备发展较为成熟，若在投标或商务谈判过程中面临较强的价格竞争，可能对公司业绩造成不利影响。
- **原材料价格上涨超预期。**电网&工控设备原材料占比较高，既包括大宗商品铜、钢等，也包括IGBT、MCU等半导体材料。若上述核心原材料价格继续维持高位，将对相关公司利润造成不利影响。

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>

东吴证券 财富家园