

共享AIDC建设机遇，迎行业超级周期

——海外电力设备巨头财报总结专题

证券分析师：曾朵红、司鑫尧

执业证书编号：S0600516080001、S0600524120002

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2026年5月28日

- **全球燃机、输变电龙头共享电网super cycle机遇，订单、业绩双双高速增长。** 24年以来随着全球电网改造需求增加+AIDC大幅提升用电需求，全球电网投资建设持续上升，全球燃机及输变电设备龙头企业营收与利润均高速增长。1) 燃机：最景气和稀缺环节，龙头在手订单已排至五年后。FY26Q1GEV发电业务26Q1营收100亿元，同比+60%，在手订单增至997亿美元，重型燃机订单持续上升，28年将扩产至24GW/年。FY26Q2西门子能源燃机营收达35亿欧元，同比+15%，在手订单规模达660亿欧元，同比+27%，26Q2新增订单88.7亿欧元，同比+26%，同时在美开展十亿美元的扩产计划。2) 输变电设备：GEV、西门子、日立、LS、现代电气及晓星重工均在高景气周期下实现持续增长，GEV输变电业务26Q1实现营收30亿美元，同比+61%，西门子能源输变电业务FY26Q2实现收入30.7亿欧元，同比+12%，日立能源输变电业务实现营收8363亿日元，同比+24%，LS/现代电气/晓星重工FY26Q1输变电业务实现收入9580/6999/8870亿韩元，同比+45%/9%/21%。同时各公司订单均维持增长态势，盈利能力持续上行，我们预计GEV等巨头将持续受益于行业的高景气度，订单、业绩维持高增态势。
- **北美AIDC配用电设备需求爆发，施耐德、维谛、伊顿均实现业绩高增。** 在北美AIDC装机规模加速提升的背景下，北美配用电设备需求明显提升，推动全球配用电龙头在美业绩爆发。施耐德能源管理业务FY26Q1实现收入80.5亿欧元，有机+12.8%，同时北美收入34亿欧元，有机增长16%，美国业务收入占比从FY22Q1的31%提升至FY26Q1的41%；维谛FY26Q1实现净销售额26.5亿美元，同比+30%，有机增长+23%，超过指引0.5亿美元，季度调整后营业利润为5.5亿美元，同增64%，超过指引0.6亿美元，在美洲实现收入18.1亿美元，有机+44%；伊顿北美电气部门FY26Q1实现营收36亿美元，同比+20%，经营性利润9.2亿元，同比+2%，FY26Q1实现营收36亿美元，同比+20%，经营性利润9.2亿元，同比+2%，FY26Q1末12个月平均新签yoy达42%，在手订单yoy达44%。
- **AIDC电源为弹性最大环节，台达、光宝已充分受益。** AIDC电源由于此前基数较小，NVL 72系列机柜加速放量迅速带动需求增长，且将持续往高功率迭代，价值量和利润率有望双增。台达FY26Q1实现营收/净利润1594/328亿台币，同比+34%/133%，盈利创下历史新高，电源业务实现收入/经营性利润856/189亿台币，同比+43%/85%。光宝FY26Q1实现营收434亿台币，同比+19%，净利润41亿台币，同比+12%，云端及物联网业务实现收入/经营性利润229/34亿台币，同比+47%/61%。
- **投资建议：SST整机重点推荐【四方股份】【阳光电源】【金盘科技】**，高频隔离变为核心零部件，建议关注可立克、京泉华、新特电气。**AI电源重点推荐【麦格米特】【中恒电气】【科士达】【优优绿能】【盛弘股份】**，建议关注欧陆通。**变压器出海重点推荐【思源电气】【金盘科技】【伊戈尔】**，建议关注神马电力、白云电器、大连电瓷、特变电工等；**燃机重点推荐【东方电气】**，建议关注汽轮科技；**AIDC配套设备看好SSCB、超级电容、BBU等配套电气设备的量价齐升，重点推荐【蔚蓝锂芯】【良信股份】**，建议关注江海股份、法拉电子、明阳电气。
- **风险提示：全球电网投资不及预期、终端客户招标不及预期，AIDC建设进度不及预期，关税政策不及预期，竞争加剧等。**

注：若无特别说明，正文中涉及到日期均为公司对应的财年数据

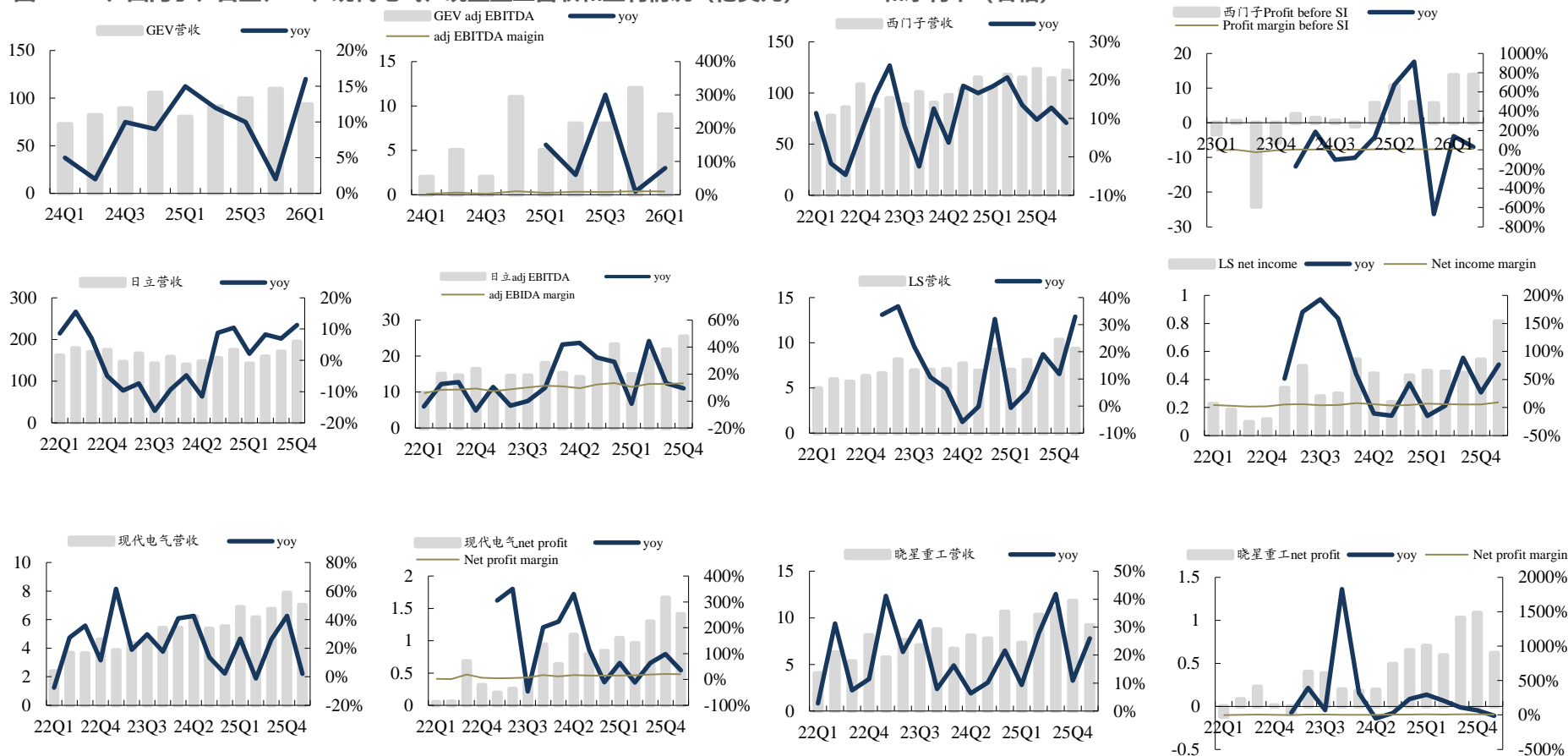


- 燃机及输变电设备：共享全球电网高景气迎高速增长
- AIDC配电设备：乘AIDC东风，迎增长新阶段
- AIDC电源：市场空间大幅提升，全球龙头深度受益
- 投资建议与风险提示

燃机及输变电设备：共享全球电网高景气迎高速增长

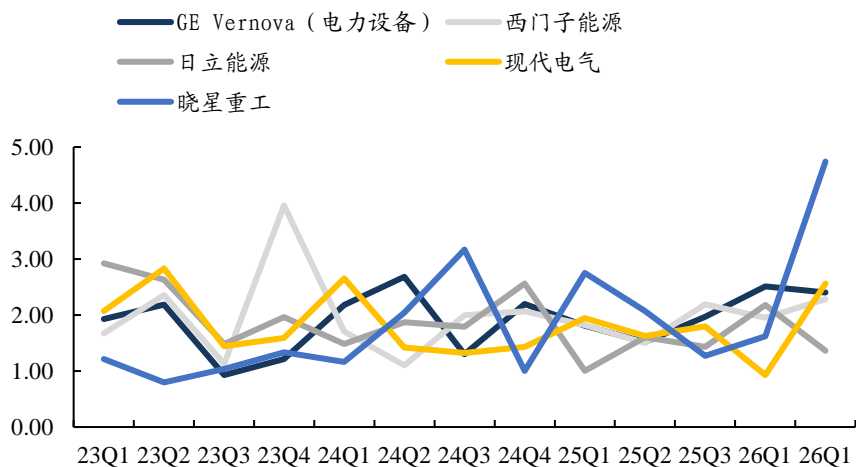
全球燃机及输变电设备龙头量利双增，盈利能力同步大幅改善。24年以来随着全球电网改造需求增加+AIDC大幅提升用电需求，全球电网投资建设持续上升，GEV、西门子、日立、LS电气、现代电气、晓星重工等全球燃机及输变电设备龙头企业营收与利润均高速增长，同时受益于产品供不应求推动价格提升，盈利能力大幅改善

图：GEV、西门子、日立、LS、现代电气、晓星重工营收和盈利情况（亿美元）& YOY和净利率（右轴）

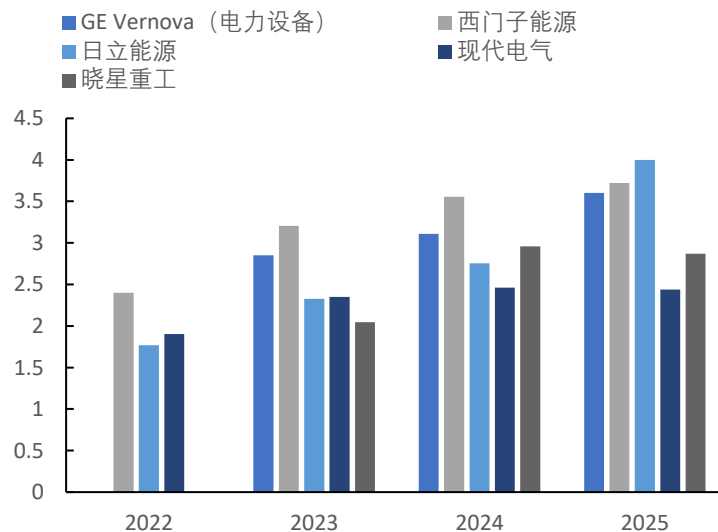


- 23-25年海外电力设备巨头订单仍保持了较快增长，其中高压电力变压器需求远超预期。海外电力设备巨头新签订单/收入保持基本保持在1以上，新增需求仍大于供给，看好需求高景气的持续性。
- 产能释放节奏缓慢，在手订单交期普遍在2年以上：1) 巨头投产主要集中在发达国家，因熟练工人不足，产能释放节奏缓慢；2) AI算力中心对变压器交期要求高，部分采取加价抢单或巨头分包给中国公司的形式，为国产高压电力设备出海创造了条件。

图：GEV、西门子、日立、现代电气、晓星重工季度订单收入比

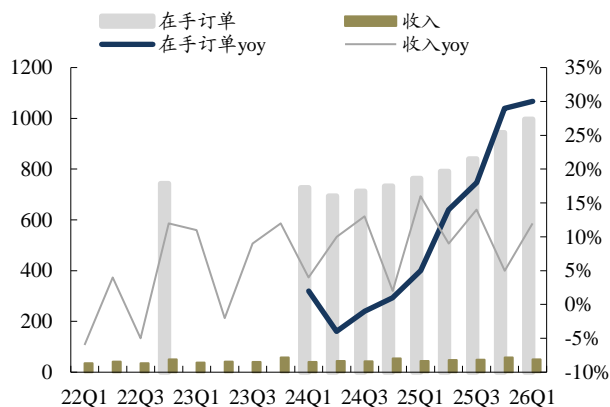


图：GEV、西门子、日立、现代电气、晓星重工在手订单/收入

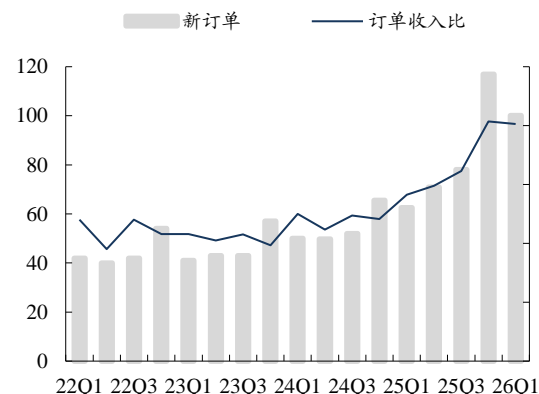


- 营收、新增订单持续增长，在手订单持续堆积。**公司发电业务主要产品即为燃机，营收随着订单交付持续增长，FY26Q1末营收100亿美元，同比+60%，同时新增订单由于燃机价格上升和重燃需求增加持续高增，2025年进一步提速，FY26Q1新增订单收入比突破 2.0，推动FY26Q1末在手订单达997亿美元，为公司增长的强劲动力。
- 利润总体稳步向上，盈利能力持续攀升，**公司调整后 EBITDA 呈现较明显季节性特征，2025 年利润率持续维持 10% 以上，26年 Q1进一步攀升至 16.3%，同比+4.8pct，得益于燃机的交付量增加且价格上升，盈利水平显著改善。

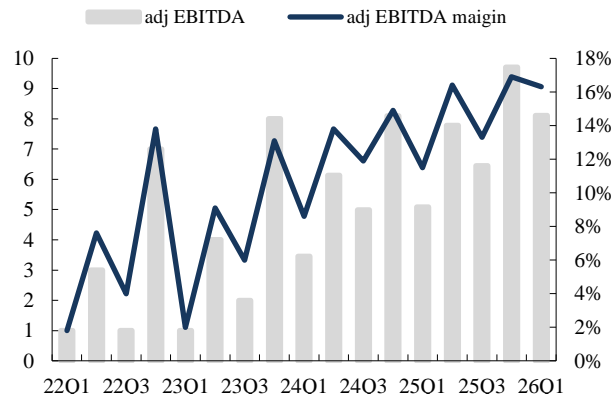
图：GEV发电业务在手订单和收入情况 (亿美元，左轴) & YOY (右轴)



图：GEV发电业务新增订单 (左轴，亿美元) 和订单收入比 (右轴)



图：GEV发电业务盈利 (亿美元) 及利润率 (%)



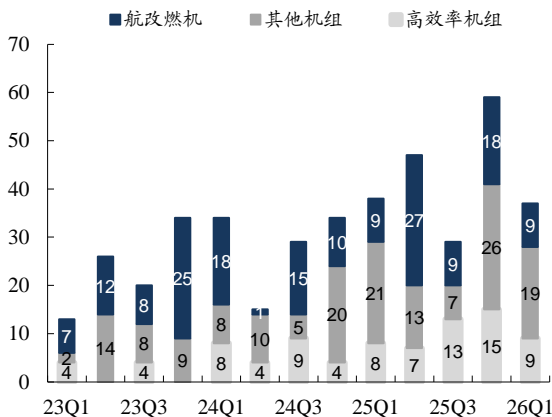
GEV 燃机业务主要分为两大产品系列：

- ✓ 重型燃气轮机：包括高效率机组与其他机组，面向大型电站、AIDC 配套、工业中心电站等场景，单机容量大、发电效率高。
- ✓ 航改燃机：以航空发动机技术衍生而来，主要面向分布式能源、调峰电站、小型热电联产等场景，单机容量较小，响应速度快。

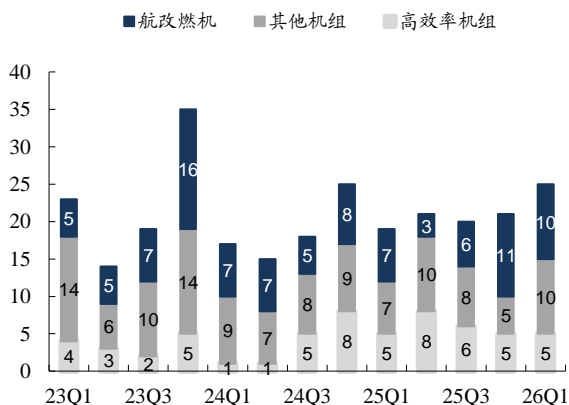
从新签订单数量看，重型燃气轮机订单增长迅猛：从 FY23Q1 的 6 台，快速攀升至 FY25Q4 的 41 台，FY26Q1 订单达 28 台，反映 AIDC 对大容量、高效率机组的需求爆发，此外航改燃机订单同样呈向上趋势。

数量口径与容量口径订单出货比同步提升，反映燃机产能紧缺的现状：无论是按台数统计，还是按容量统计，订单出货比均呈显著上升趋势，FY25Q4 容量口径订单出货比达 3.3，FY26Q1 达 1.9，公司的燃机交付速度已明显跟不上需求，产能告紧。

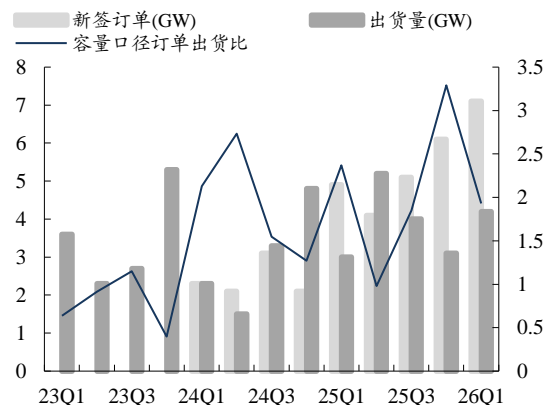
图：新签订单按产品分类（台）



图：出货台数按产品分类（台）



图：新签订单和出货量（左轴）&容量口径订单出货比（右轴）



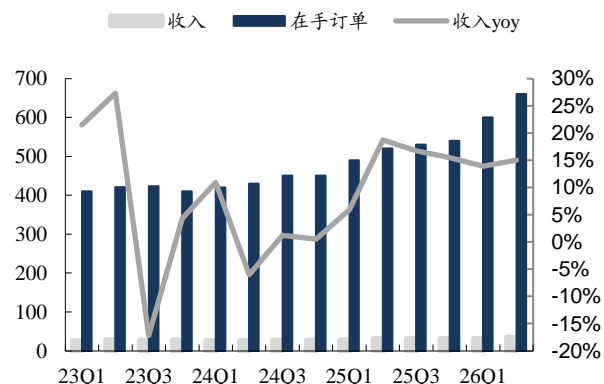
- **订单&价格增长可预见性强，公司发电业务增长指引明确。**公司26Q1进一步上修指引，受益于燃机的高需求，公司预计订单将持续增长，26FY发电业务公司预计实现16-18%的内生收入增长，部门 EBITDA 率同步提升在 17-19%（此前指引16%-18%）的较高水平。
- **2025-2028 年，发电业务公司预计收入复合增速将高于 15%，产能与交付能力同步爬坡。**根据公司指引，燃气轮机年交付量将在 2026 年中达到 20GW，2028 年进一步提升至 24GW，订单兑现能力持续增强，为业绩增长提供充足支撑。

图：GEV参展第八届进博会（左右两侧为GEV燃机产品样品）

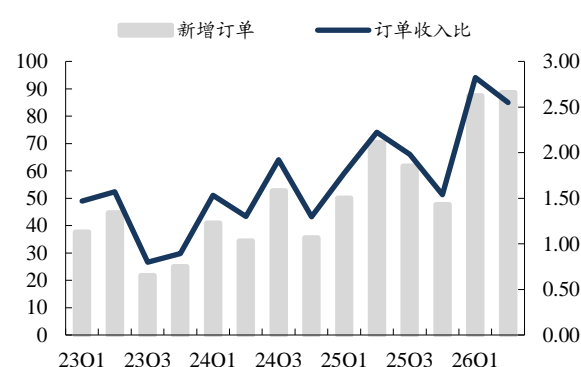


- 订单高增推动收入增长，订单收入比持续上升**，西门子燃机业务新增订单与在手订单均高速增长，FY26Q2在手订单规模达 660 亿欧元，同比+27%，FY26Q2新增订单88.7亿欧元，同比+26%，继FY26Q1后再创历史新高，单季度容量达12GW，总承诺量达 87 GW，其中 24GW 与数据中心相关。在高订单和价格驱动下，FY26Q2营收达35亿欧元，同比+15%，同时订单收入比达 2.55，产能同样供不应求。
- 利润加速向上，盈利能力快速修复**。扣除特殊项目前的利润规模波动中持续向上，利润率从 FY23Q4约 4% 低位快速修复，FY26Q2扣除特殊项目前利润率已达16%，同比+1.3pct。利润率的修复主要得益于高附加值燃机订单的交付。

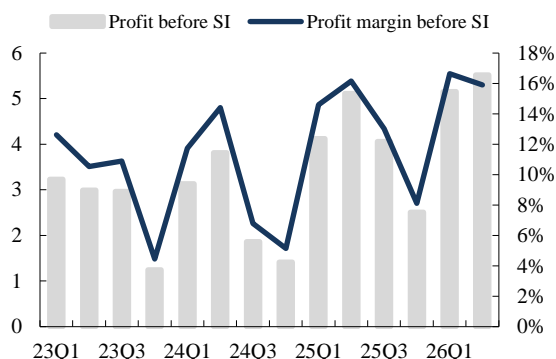
图：西门子燃机业务在手订单和收入情况（亿欧元）&YOY（右轴）



图：西门子燃机业务新增订单（亿欧元）和订单收入比（右轴）



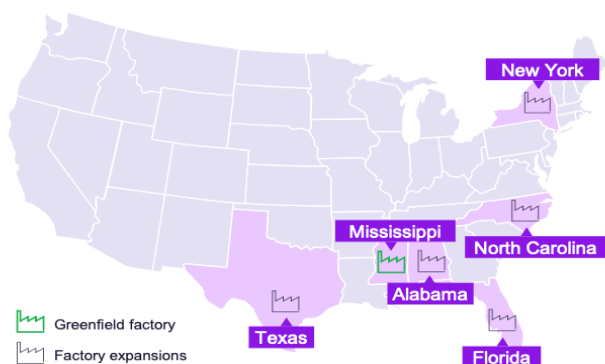
图：西门子燃机业务盈利（亿欧元）及利润率（右轴）



- **公司对燃机业务的未来增长持乐观态度，公司预计25-28收入CAGR15%。**由于美国、土耳其和波兰的订单需求持续增长，FY26公司预计燃机业务营收增速为同比16-18%，扣除特殊项目前利润率为14-16%；到FY28目标为营收保持15%左右的年复合增长率，扣除特殊项目前利润率进一步提升至18-20%。
- **在美国开展10亿美元的投资计划，多个项目聚焦燃机扩产。**其中多项投资被用于恢复或者增加燃气轮机的制造生产能力，包括恢复在北卡罗纳的燃机制造项目和增大燃机研发投入、在佛罗里达扩产燃机叶片。

图：西门子在美国的扩产规划

U.S. facility expansion program



Mississippi ■

- New HV switchgear facility
- New state-of-the-art Training Center

North Carolina ■

- Resuming gas turbine manufacturing as communicated at CMD
- Increase capacity for large power transformers
- Expanding R&D in GT

Florida ■

- Increase capacity for gas turbine blades and vanes
- Upgrade of Innovation Center
- AI lab with NVIDIA

Alabama ■

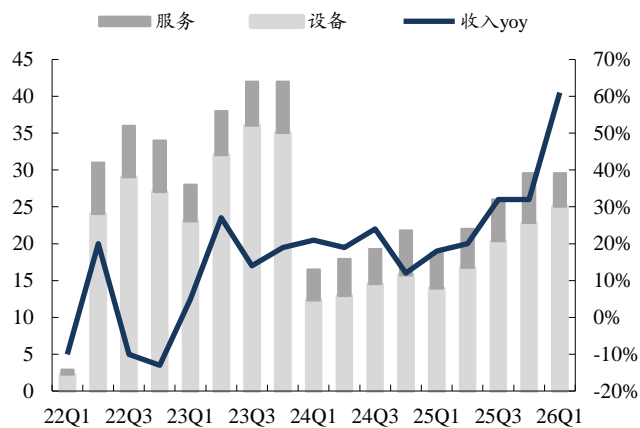
- Expanding production of copper and insulation electrical components for generators

New York & Texas ■

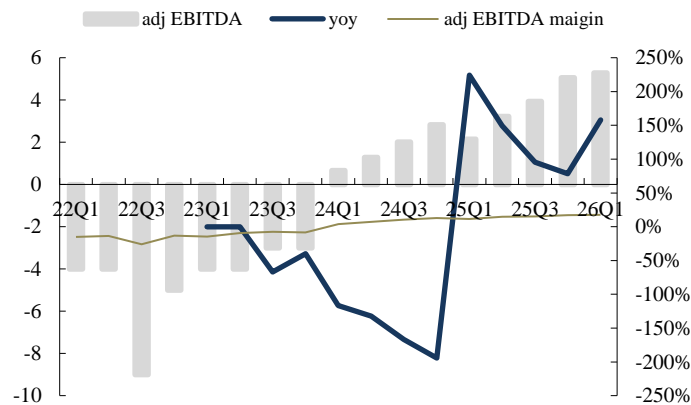
- Upgrade facilities that manufacture and service compression equipment

- **GEV的输变电业务主要分为设备 (equipment) 和服务 (service) 两块，由于FY23Q4前该板块未拆出风电业务，故主要分析24FY及以后的数据。**
- **营收方面**，自 FY24Q1 以来，GEV输变电业务营收整体呈稳步上行态势。其中设备端收入增速显著快于服务业务；FY25 起，受益于开关设备、高压直流输电设备订单与交付的大幅放量，公司收入端增长明显提速，FY26Q1 输变电业务实现收入30亿美元，同比+61%。
- **利润方面**，在 FY24Q1 拆分风电业务后，公司调整后 EBITDA 首次实现转正，FY25Q1调整后EBITDA创历史新高，并受断路器和高压直流设备驱动，盈利水平持续改善，FY26Q1 adj EBITDA margin达17.8%，同比+6.4pct。

图：GEV输变电业务收入（亿美元）& YOY（右轴）

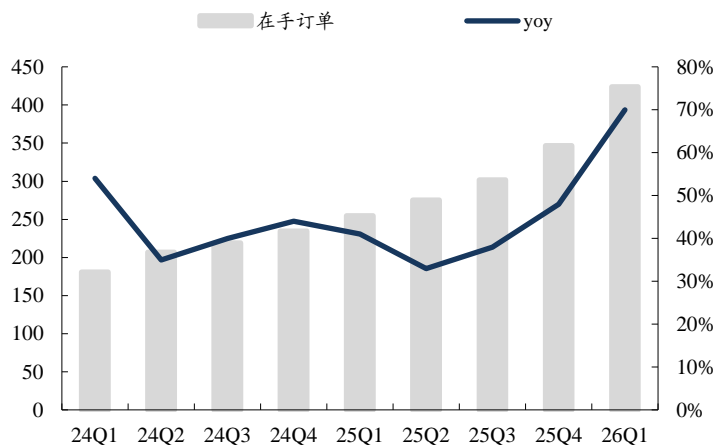


图：GEV输变电业务利润情况（亿美元）& YOY和调整后 EBITDA利润率（右轴）

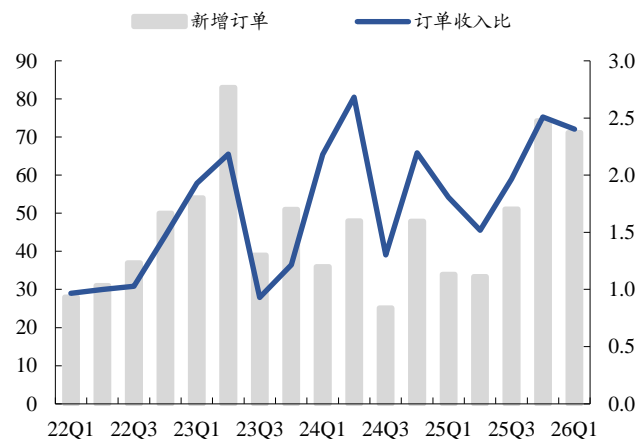


- GEV输变电订单充足，未来业绩确定性较强。**作为美国少有的本土变压器厂商，公司充分受益于北美需求爆发，订单持续增长，FY26Q1输变电业务新增订单达71亿美元，同比+111%，在手订单424亿美元，同比+67%，创下了史上最高的季度记录，新增订单收入比达2.4。

图：GEV输变电业务在手订单（亿美元） & YOY（右轴）



图：GEV输变电业务新增订单（亿美元） & 订单收入比（右轴）



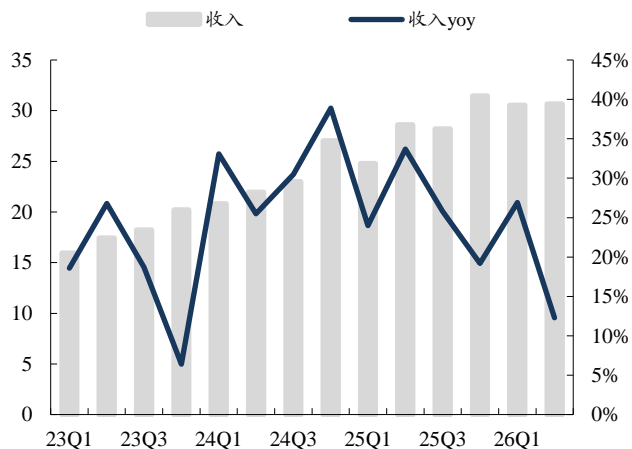
- 公司上调26业绩指引，对长期业绩也持乐观态度。公司FY26Q1进一步上修指引，GEV输变电业务FY26公司预计年营收为140-140亿美元，同比+40%-45%。其中大约30亿美元的增量收入来自Prolec GE，已于2026年2月由GE全资控股并表，公司预计息税折旧摊销前利率进一步增长至18-20%。同时，公司在FY25Q4财报中指引，2026至2028年输变电业务的营收将维持17%-19%的复合有机增长率，调整后息税折旧摊销前利率有望进一步上升至22%，实现量利双收。

图：GEV的传统电力变压器和发电机升压变压器产品

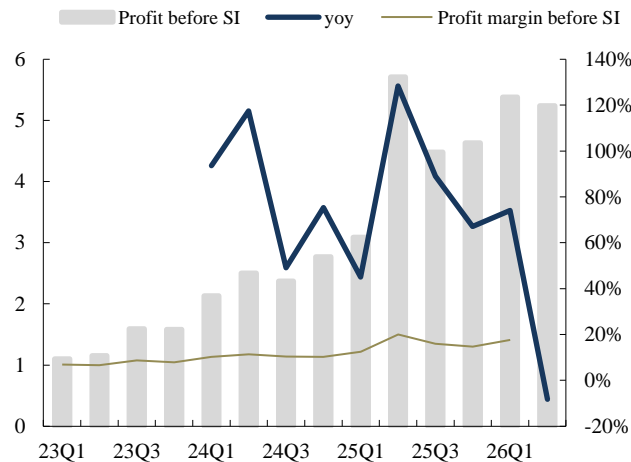


- 受益于电网扩大营收规模稳步扩张，盈利能力持续提升。**自FY23Q1起，西门子输变电业务收入呈稳健上升趋势，FY26Q2实现收入30.7亿欧元，同比+12%，Profit before SI受交付周期影响季度间有所波动，但总体稳步向上，从FY23Q1的1.1亿欧元，提升至FY26Q2的5.2亿欧元，增量显著，主要为美国需求推动。Profit margin before SI整体稳步提升，FY26Q2达17%，同比+4.6pct，盈利水平持续增强。

图：西门子输变电业务收入（亿欧元）YOY（右轴）

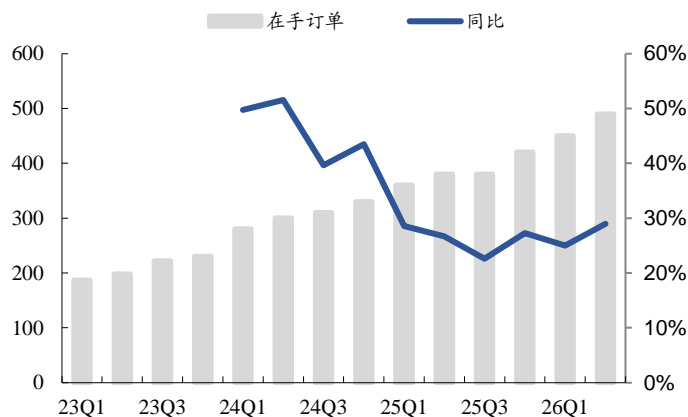


图：西门子输变电业务利润情况（亿欧元）& YOY和利润率(右轴)

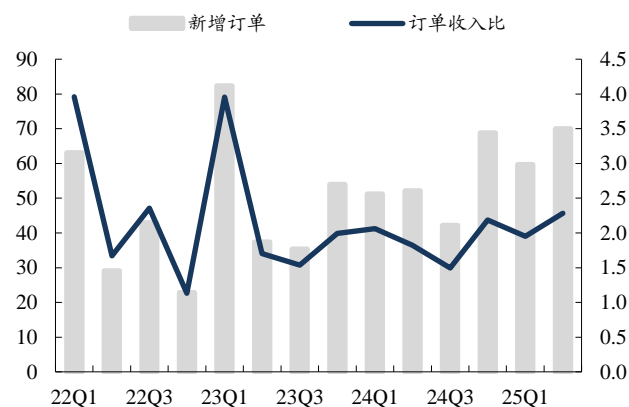


- 输变电业务订单充足，未来业绩确定性较强。** 受益于北美市场的高需求，公司在手订单规模持续攀升，FY23Q1-FY26Q2，西门子输变电业务在手订单规模从约187 亿欧元增长至 490 亿欧元，实现翻倍以上增长。新增订单整体维持在高位区间，FY26Q2新增70亿元订单，同比+42%，订单情况仍高度景气。订单收入比长期维持在 1.5 以上的水平，产能持续打满，行业高景气度可持续。

图：西门子输变电业务在手订单（亿欧元）&同比（右轴）



图：西门子输变电业务新增订单（亿欧元）&订单收入比（右轴）



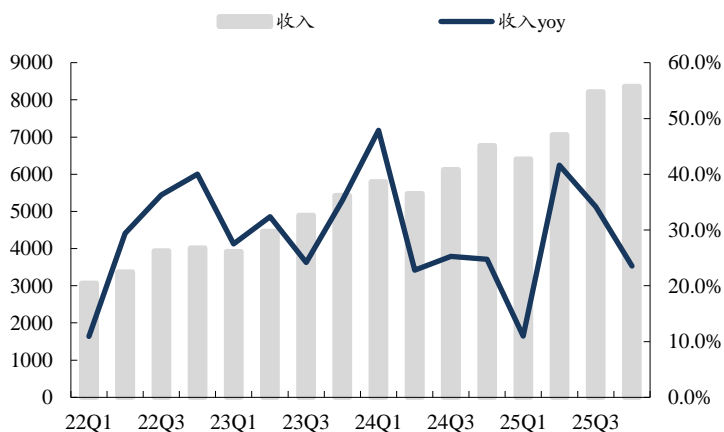
- ❑ **公司大幅上修26年指引，体现管理层良好信心。** FY26Q1，公司进一步上修指引，公司预计26年营收增加25%-27%（此前19%-21%），扣除特殊项目前利率为18%-20%（此前16%-18%），展现管理层对业绩上涨的良好信心。
- ❑ **为了支撑业务的增长，西门子在美国和欧洲均有新工厂建设/投产。** 西门子在美国10亿美元的投资计划中包括了**新建高压开关设备厂、大型变压器**扩产等项目，同时在克罗地亚萨格勒布与KONČAR合资建设变压器油箱工厂，现已投产，进一步为订单增长作支撑。

图：西门子在欧洲的变压器油箱工厂投产

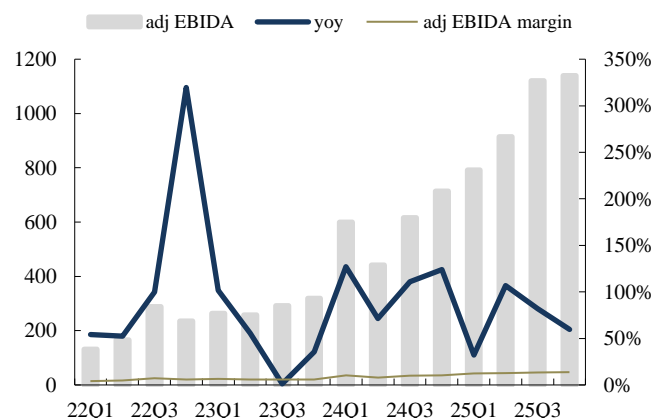


- **营收整体在20%以上增速，持续创新高。** FY22Q1-FY25Q4，日立输变电业务收入从3019亿日元增长至8363亿日元，整体维持在高景气区间持续上行，FY25Q4收入增速达24%。
- **盈利能力大幅提升，业绩再创新高。** 公司输变电业务调整后 EBITDA从FY22Q1的131亿日元，增长至FY25Q4 的1139亿日元，FY25Q4同比+60%。量增带动的规模效应释放叠加产品价格上升，利润率从FY22Q1 的4.3%，增长至FY25Q4的13.6%，同比+3.1pct。

图：日立输变电业务收入（亿日元）&YOY（右轴）

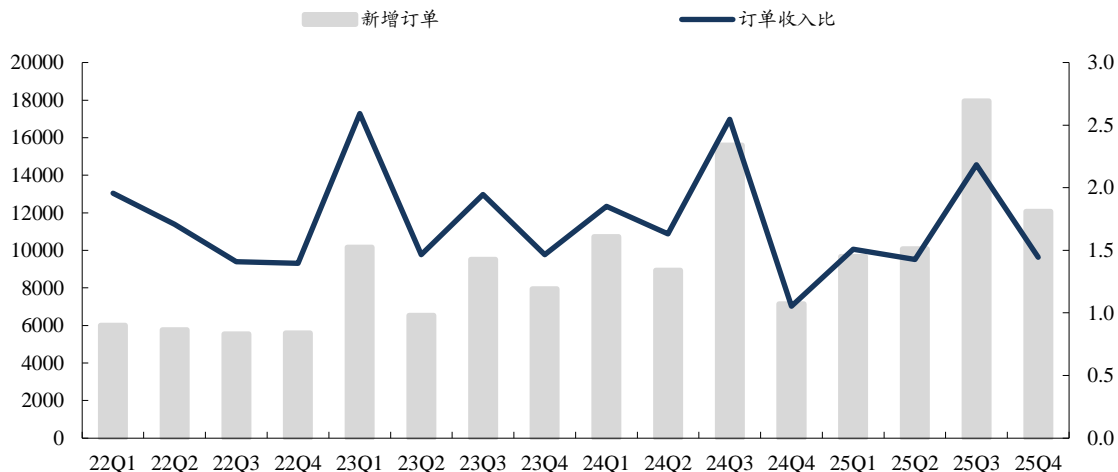


图：日立输变电业务利润情况（亿日元）&YOY和利润率（右轴）



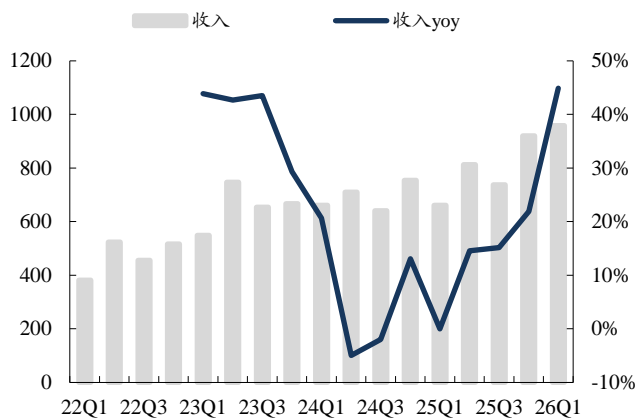
- 订单持续爆发式增长，反应高景气周期。** FY25Q4日立能源输变电业务实现订单12076亿日元，同比+68%，订单的持续爆发，反映出全球电网升级、AIDC建设等下游需求持续旺盛，行业高景气度得到验证。FY22Q1以来，日立能源输变电业务订单收入比始终维持在1以上，反应产能处于供不应求状态，交付周期拉长，为后续收入与利润释放提供了充分保障。
- 为提升美国订单交付质量，收购美国本土设备服务商Shermco少数股权。** 通过与Shermco合作，日立可快速切入北美电气服务市场并整合其现场能力，同时推出 HMAX Energy AI 解决方案套件，实现关键能源基础设施的智能运维，提升订单交付质量。

图：日立输变电业务新增订单（亿日元）&订单收入比（右轴）

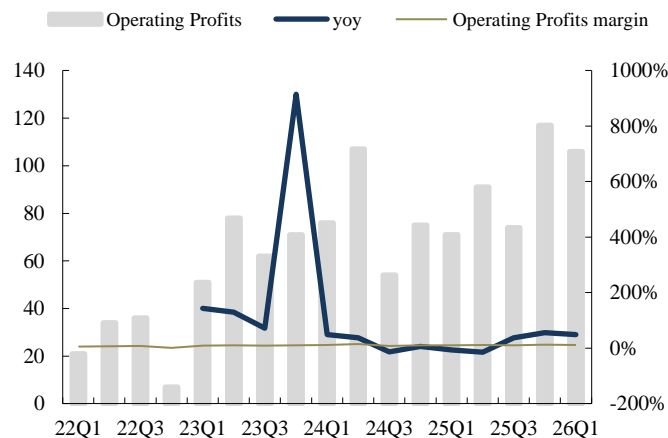


- 营收方面**，规模持续扩张，增速虽有波动但韧性十足。FY26Q1 LS 输变电业务收入达9580 亿韩元，同比+45%，创历史新高，FY23经历一段快速扩张期后在FY24有所收敛，FY25起受益于下游需求大爆发，LS 输变电业务重返快速增长轨道。
- 利润方面**，利润规模大幅增加，LS 输变电业务FY26Q1实现经营性利润1060 亿韩元，同比+49%，量增带动的规模效应与定价权提升显著释放。经营性利润率同步快速提升，26Q1达11.1%，同比+0.4pct。

图：LS输变电业务收入（十亿韩元） & YOY（右轴）

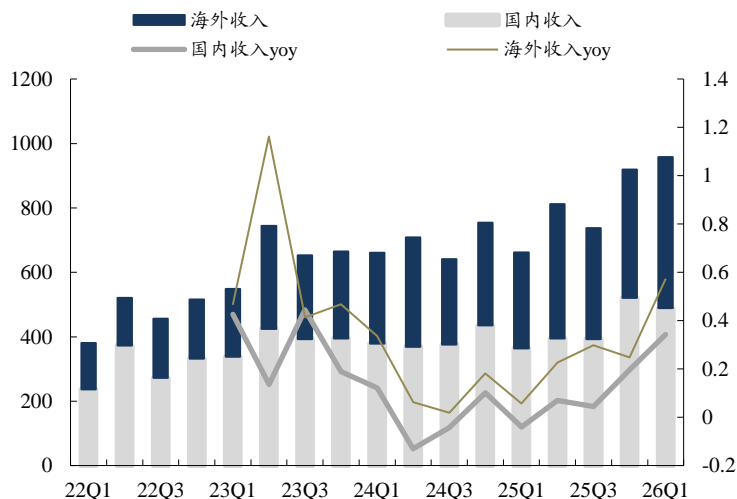


图：LS输变电业务利润情况（十亿韩元） & YOY和利润率（右轴）

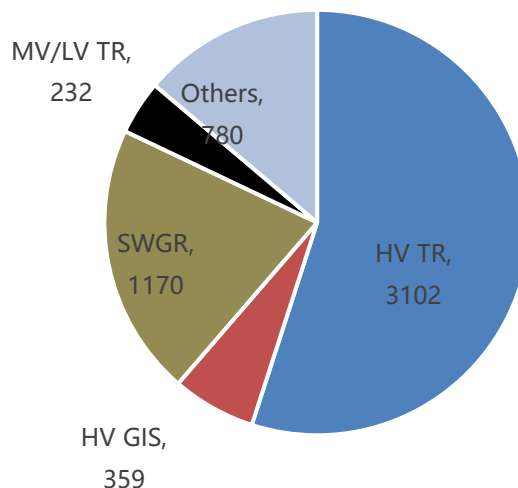


- 海外业务占比持续提升，已成为主要增长极。** FY22年以来，LS 输变电业务海外收入规模持续扩张，从 FY22Q1的 1440亿韩元增长至 FY26Q1的4690亿韩元，FY26Q1同比+57%；国内收入同样整体为增长趋势，FY26Q1达4890亿韩元，同比+34%，增速略慢海外。
- 在手订单高速增长，最紧缺环节的高压变贡献主要订单。** FY26Q1末，LS输变电业务在手订单达56430亿韩元，同比+45%，其中高压变压器在手订单31020亿韩元，同比+91%，占比达55%。

图：LS输变电业务分地区收入（十亿韩元）&YOY（右轴）

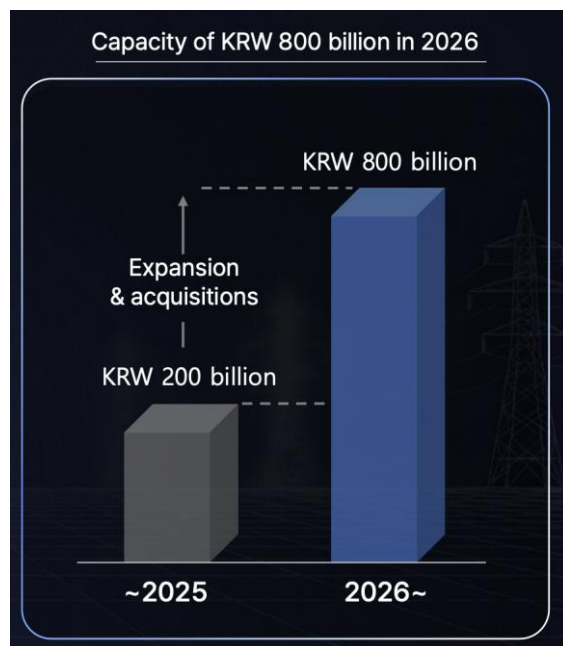


图：LS输变电业务26Q1末在手订单情况（十亿韩元）

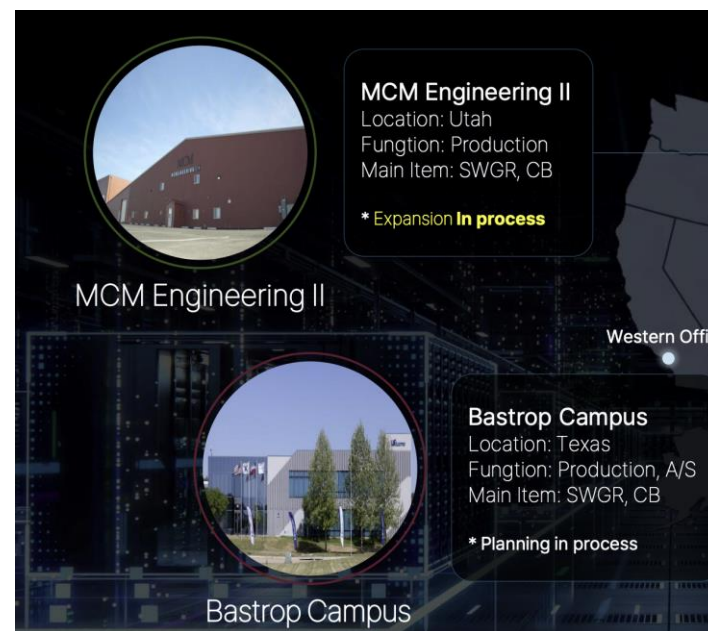


- **高压变年产值提升至8000亿韩元，在美两地扩张开关柜等产能。** 由于高压变的高景气，公司于FY25Q3完成对釜山工厂的扩产，扩产后年产值从2000亿韩元提升至7000亿韩元，同时完成对LS power solution 51%股权收购，新增1000亿韩元年产值，合计高压变年产能达8000亿韩元。同时公司正在推进美国犹他州和德克萨斯州的两处扩产，主要产品为开关柜和断路器等，可进一步加强在美国本土的交付能力。

图：LS高压变产能大幅提升

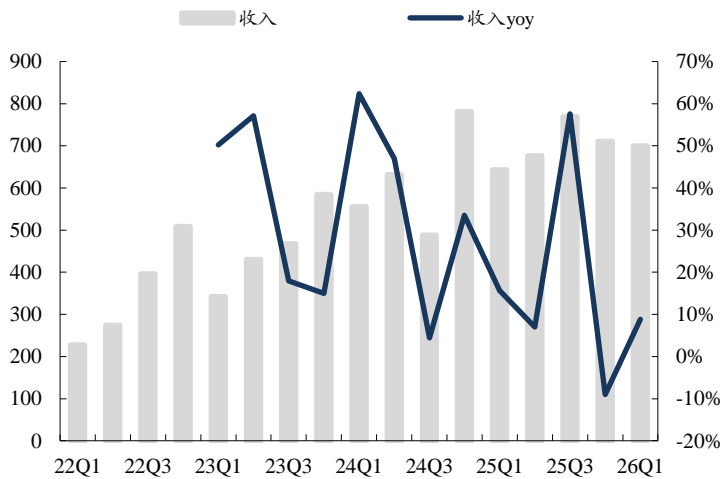


图：LS正推进在美扩产

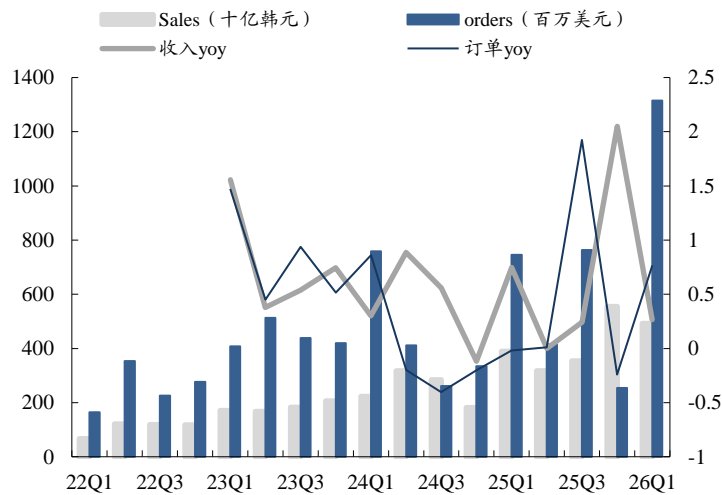


- 公司收入持续增长，北美订单快速扩张。** FY22Q1-FY26Q1受下游需求公司业绩总体呈上升态势，FY26Q1公司输变电业务实现收入6999亿韩元，同比+9%。公司深度受益于北美电网建设的高景气周期，FY26Q1实现北美地区订单13亿美元，同比+77%，收入4923亿韩元，同比+27%。

图：现代电气输变电业务收入（十亿韩元）&YOY（右轴）

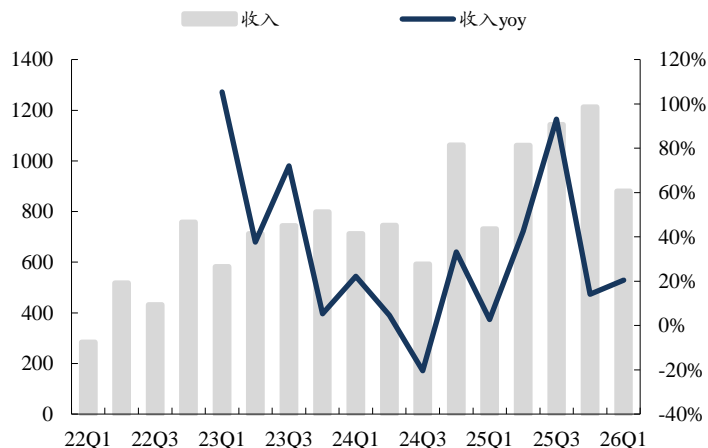


图：现代电气北美收入、订单情况&YOY（右轴）

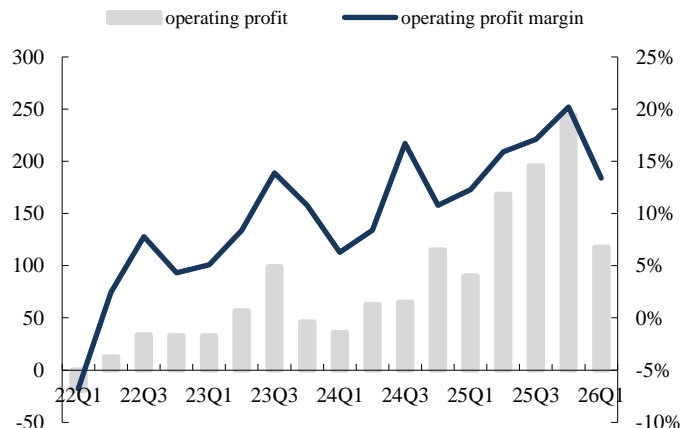


- 业绩快速增长，盈利能力持续上行。** FY26Q1晓星重工输变电业务收入达8870亿韩元，同比+21%，维持强劲的增长态势。营业利润从FY22Q1的小幅亏损实现转正并快速增长，FY26Q1达1177亿韩元，同比+13%，营业利润率持续上升，FY26Q1达13.4%，同比+1.1pct。

图：晓星重工输变电业务收入（十亿韩元）&YOY（右轴）

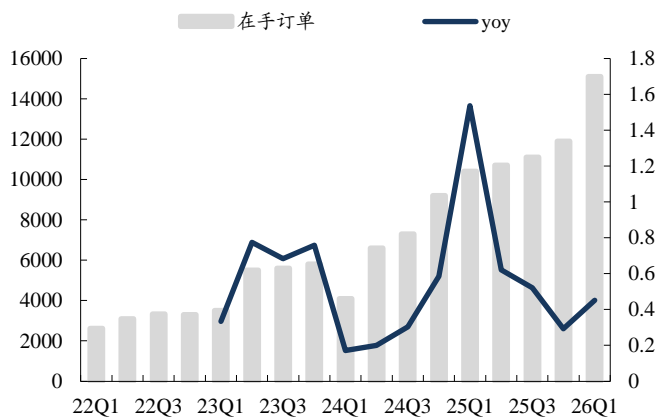


图：晓星重工输变电业务利润情况（十亿韩元）&YOY（右轴）

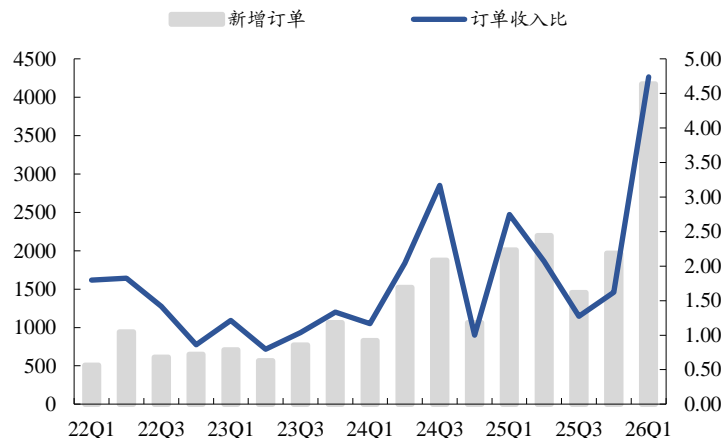


- 26Q1签下在美国有史以来的最大订单，我们预计将持续受益于北美超高压建设。** FY26Q1，晓星重工实现订单41745亿韩元。同比+108%，并于26年2月与美国一家大型输电网运营商签署了价值约 7870亿韩元的合同，成为其在美国市场单一项目最大规模的一笔订单，该合同涵盖了 765 kV 超高压变压器、并联电抗器及相关电力设备。作为北美唯一具备超高压变压器产能的厂商，我们认为公司将充分受益于美国超高压建设的大周期，订单持续保持高增速。
- 在手订单逐季高增，充分保障后续增长。** 自FY24Q1以来，公司在手订单实现逐季增长，FY26Q1达 151000亿韩元，同比+45%，在手订单的持续高增可保障公司未来的长期增长。

图：晓星重工输变电业务在手订单（十亿韩元）&YOY（右轴）



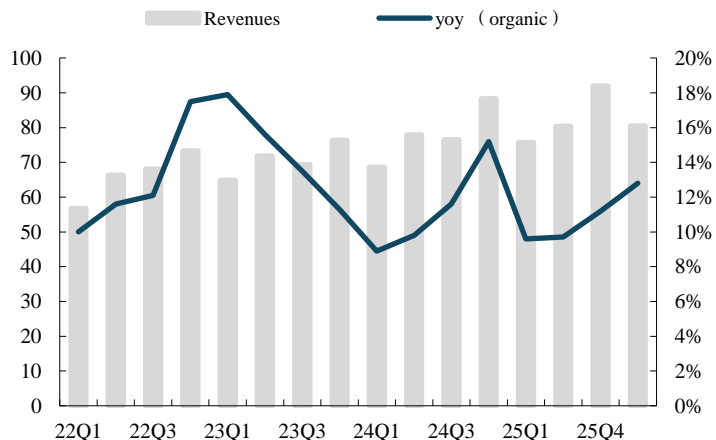
图：晓星重工输变电业务新增订单（十亿韩元）&订单收入比（右轴）



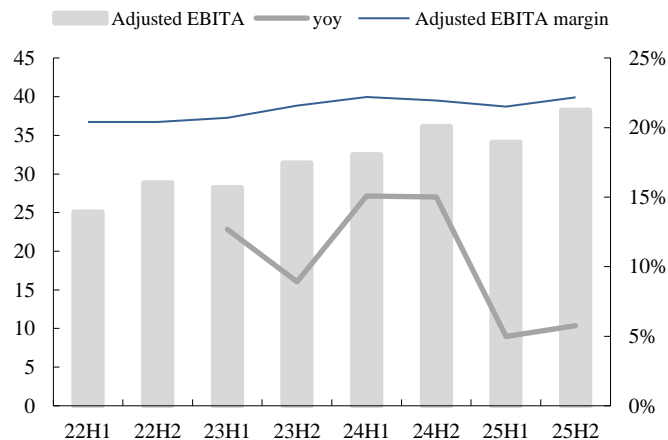
AIDC配电设备：乘AIDC东风，迎增长新阶段

- 收入长期保持两位数增长，盈利能力持续向好。** FY26Q1受数据中心液冷和电网端的推动，施耐德能源管理业务实现收入80.5亿欧元，有机增长12.8%，自FY22Q1以来季度营收始终保持两位数左右的有机增长。盈利上，FY25H2公司能源管理业务实现Adjusted EBIDTA 38亿欧元，同比+6%，Adjusted EBITA margin达22.2%，同比+0.2pct。

图：施耐德能源管理业务收入情况（亿欧元）&YOY（右轴）

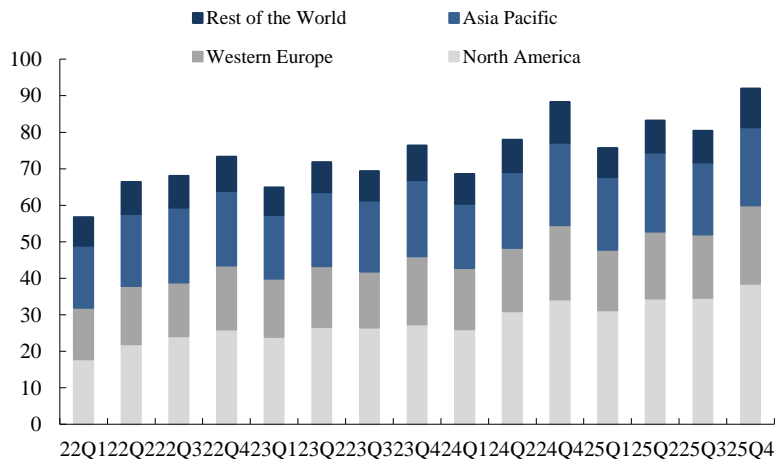


图：施耐德能源管理业务利润情况（亿欧元）&YOY和利润率（右轴）

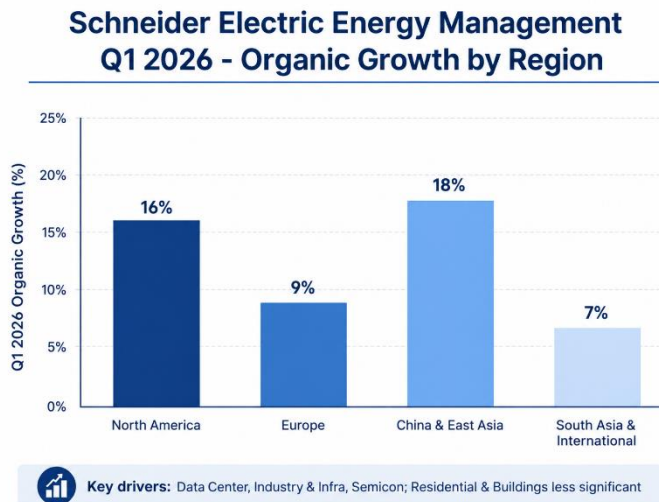


- 能源管理业务在美持续扩张，占比持续提升。** 受益于北美数据中心建设带来的需求激增，FY26Q1施耐德能源管理业务实现北美收入34亿欧元，有机增长16%，美国业务收入占比从FY22Q1的31%提升至FY26Q1的41%，同时，施耐德FY26Q1在中国及东亚地区能源管理业务有机增长18%，同样为数据中心推动，成为能源管理业务增长的主要动力。

图：施耐德能源管理业务分地区收入情况（亿欧元）

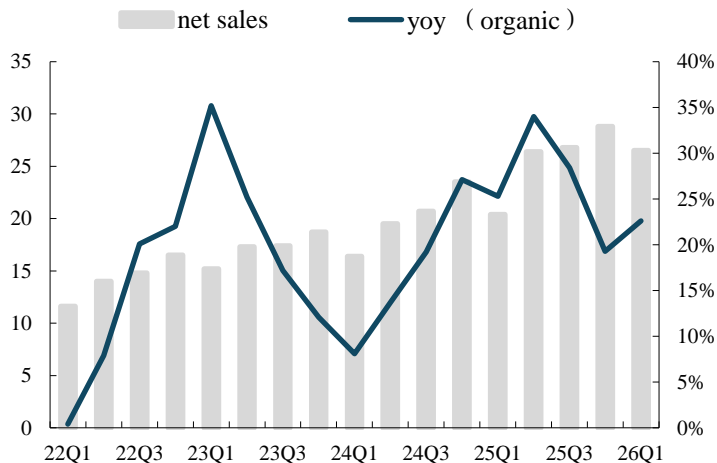


图：施耐德能源管理业务分地区收入有机增长情况

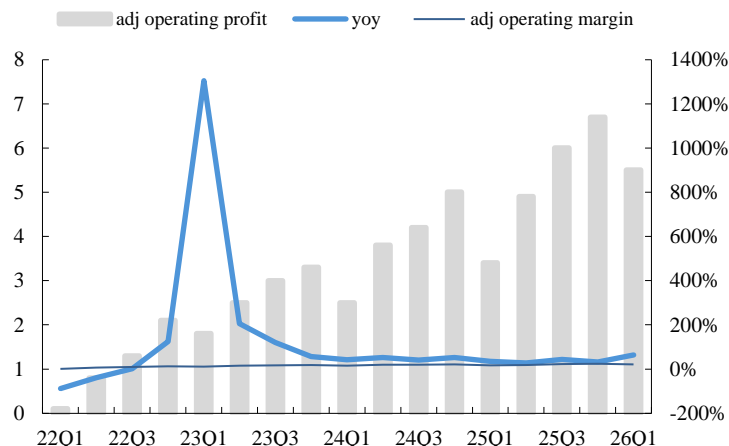


- FY26Q1业绩再超预期，盈利能力加速提升。** FY26Q1维谛实现净销售额 26.5亿美元，同比+30%，有机增长 +23%，超过指引0.5亿美元，主要系AI带来液冷模块、UPS 和电源管理整体方案需求增长。季度调整后营业利润为 5.5亿美元，同增 64%，超过指引0.6亿美元；调整后营业利润率提升至 20.8%，同比 +4.3pct。

图：维谛收入情况（亿美元）&YOY（右轴）

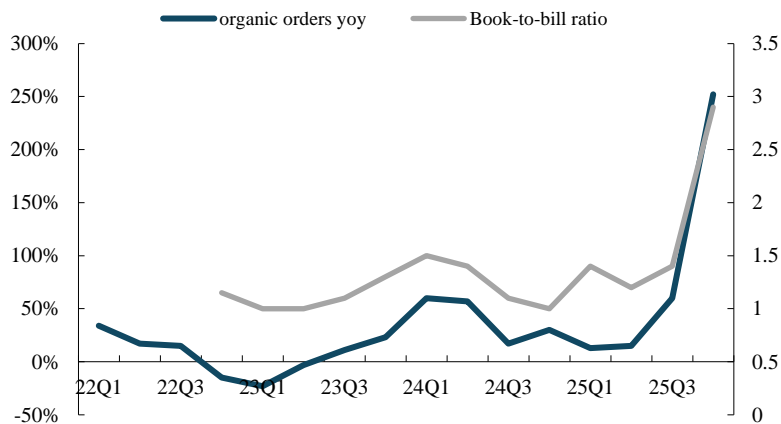


图：维谛利润及利润率情况（亿美元）&YOY和利润率（右轴）

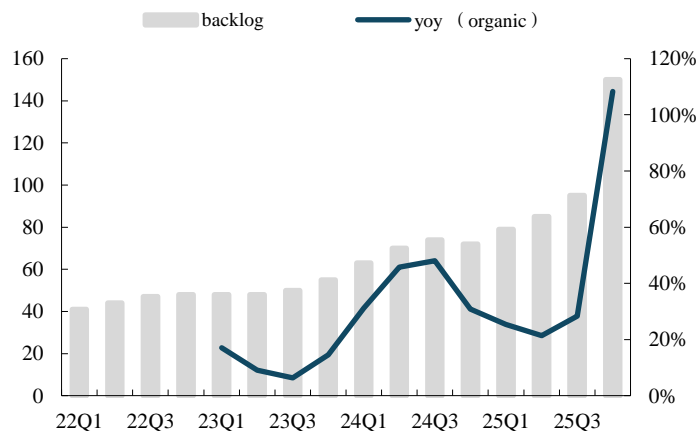


- 有机订单增速持续上行，推动在手订单高增。FY25Q4公司新增订单有机增长252%，增速大超市场预期，反应行业的高度景气，订单收入比达2.9，在手订单150亿美元，有机增长108%，充分保证了后续的高增长。为进一步保证本土订单的交付，公司在美国多个地区进行了产能的扩张，并收购PurgeRite增强液冷产能和技术能力。

图：维谛有机订单增长率（左轴）及订单收入比（右轴）

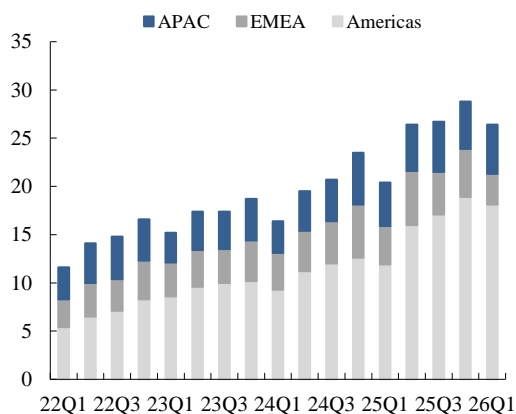


图：维谛在手订单情况（亿美元）&YOY（右轴）

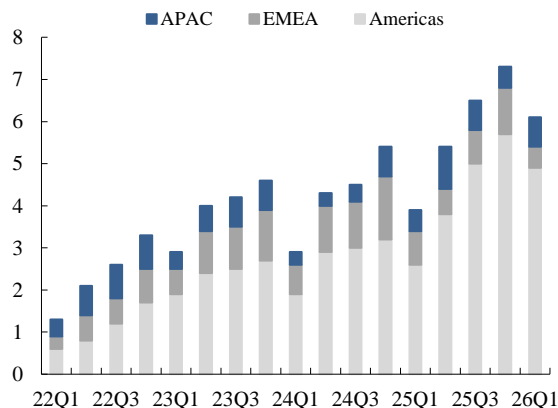


□ **北美高速增长，亚太稳增，欧洲、非洲及中东有所承压。** FY26Q1公司在美洲/亚太/EMEA实现收入18.1/5.1/3.1亿美元，有机+44%/+12%/-29%，美洲地区延续高增趋势，亚太地区稳健增长，EMEA地区有所承压，实现调整后经营性利润4.9/0.7/0.5亿元，调整后经营性利润率27.0%/13.1%/16.6%，维谛在美洲地区盈利能力大幅领先于其他地区，贡献公司主要的利润来源。

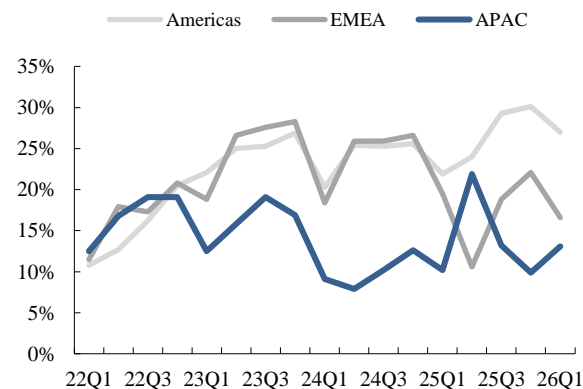
图：维谛分地区营收情况（亿美元）



图：维谛分地区调整后经营性利润情况（亿美元）

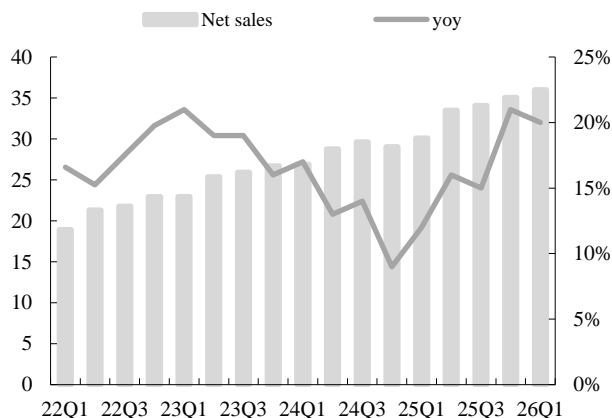


图：维谛分地区调整后经营性利润率情况

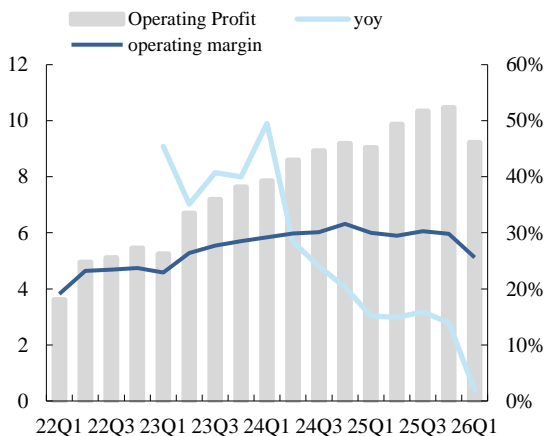


□ 下游需求推动营收连续创新高，盈利能力短期承压明显，新签订单快速增长保证长期增长趋势。FY25Q1以来公司北美电气部门已连续五个季度营收创历史新高，FY26Q1实现营收36亿美元，同比+20%，经营性利润9.2亿元，同比+2%，经营性利润率25.6%，同比-4.4pct，盈利能力短期承压明显，主要系短期内快速扩张带来影响。FY25以来伊顿北美电气部门新签订单重返增长轨道，FY26Q1末12个月平均新签yoy达42%，在手订单yoy达44%。在新订单的快速增长下，公司指引FY26北美电气部门收入有机增长12%-14%，经营性利润率增长至28.8%-29.2%。

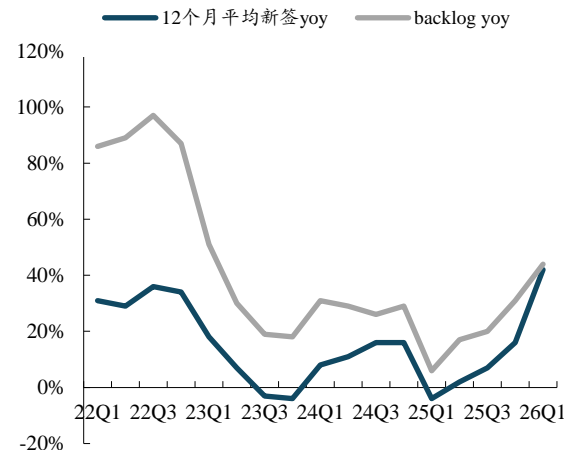
图：伊顿北美电气部门营收情况（亿美元）&YOY（右轴）



图：伊顿北美电气部门经营性利润情况（亿美元）&YOY和利润率（右轴）

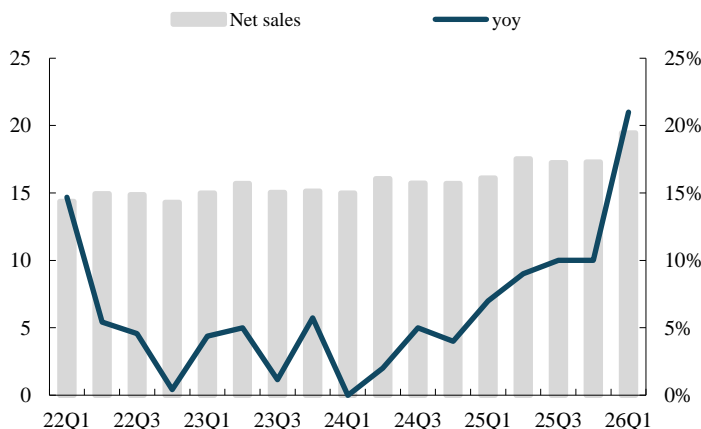


图：伊顿北美电气部门订单情况

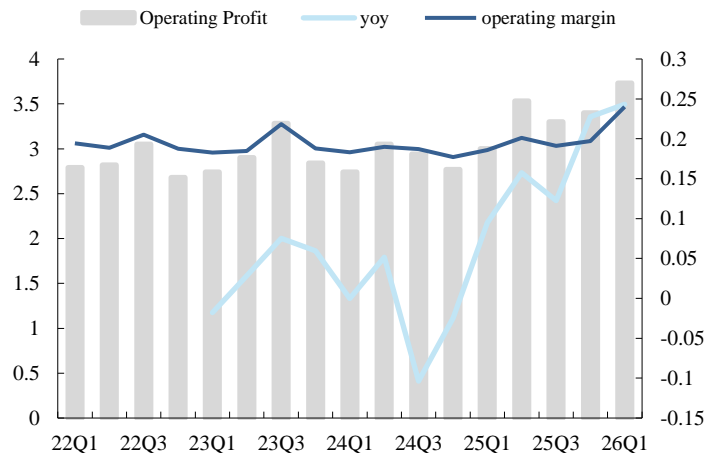


- 全球电气部门收购Boyd Thermal有望打通上升空间。** FY25年底伊顿以95 亿美元完成对液冷公司Boyd Thermal的收购，并将其并入全球电气部门，公司预计其FY26可贡献17亿美元收入，FY26Q1伊顿全球电气部门实现收入19.5亿元，同比+21%，经营性利润3.7亿元，同比+24%，经营性利润率24%，同比+5%pct，收购Boyd Thermal可帮助公司在弥补液冷技术短板的同时，推动全球电气部门进入上升轨道。公司指引FY26全球电气部门收入有机增长6.5%-8.5%，经营性利润提升至19.6%-20.0%

图：伊顿北美电气部门营收情况（亿美元）&YOY（右轴）



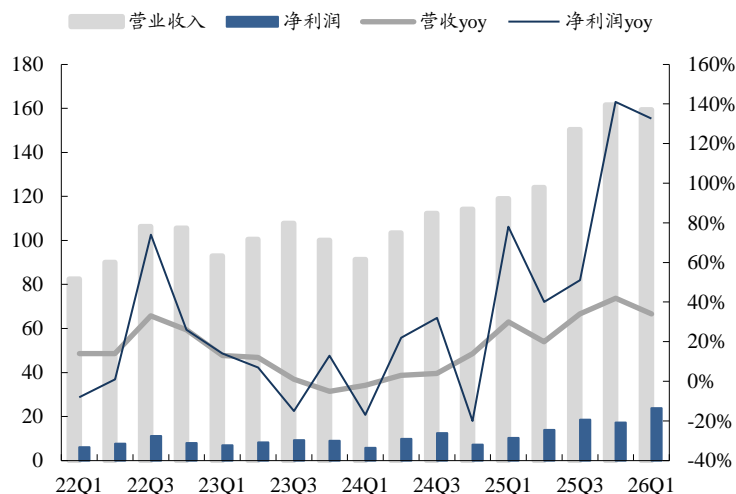
图：伊顿北美电气部门经营性利润情况（亿美元）%YOY和利润率（右轴）



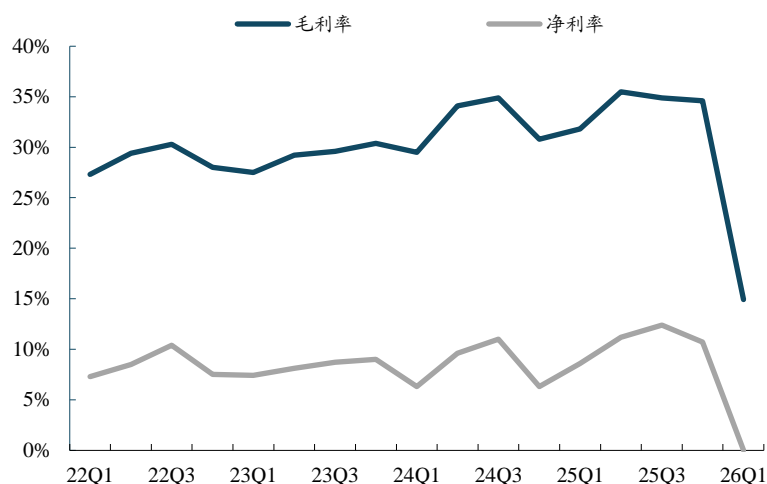
AIDC电源：市场空间大幅提升，全球龙头深度受益

- 营收保持高增趋势，盈利能力显著跃升。** FY26Q1，台达实现营收1594亿台币，同比+34%，净利润238亿台币，同比+133%，创下历史新高，毛利率/净利率达37.0%/14.9%，同比+5.2/6.3pct，主要系高利润的AI服务器电源和液冷产品加速放量，FY26Q1 AI电源占总收入比例提升至约30%，同比提升7pct，液冷业务占总收入比例维持在9%左右。

图：台达营收及利润情况（十亿台币）&YOY（右轴）

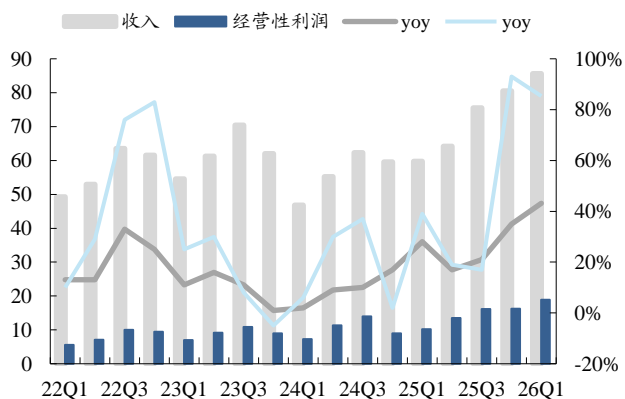


图：台达盈利能力情况

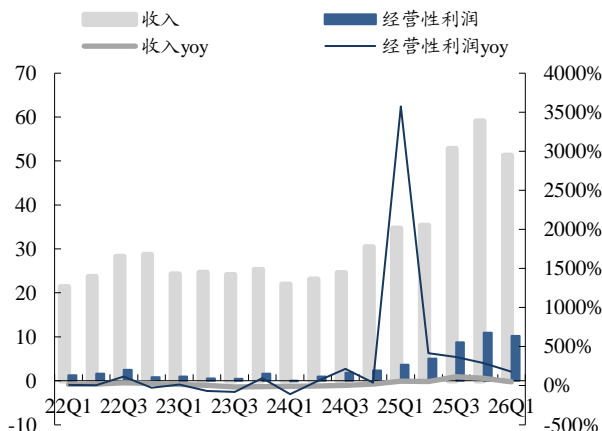


□ **AI服务器电源、液冷为增长核心动力，美国地区收入快速增长。** FY26Q1台达电源业务实现收入/经营性利润856/189亿台币，同比+43%/85%，基础设施业务实现收入/经营性利润513/102亿台币，同比+48%/180%，二者为公司增长的核心动力。FY25台达实现美国地区收入1972亿台币，同比+87%，为业绩增长最快地区。

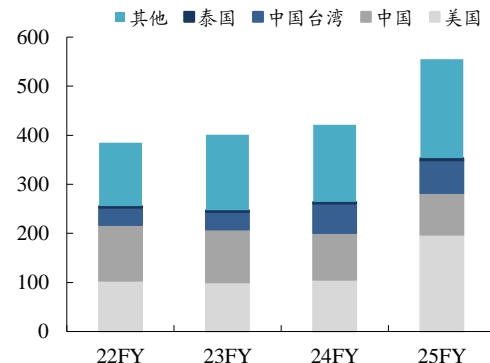
图：台达电源业务营收及利润情况（十亿台币）&YOY（右轴）



图：台达基础设施业务营收及利润情况（十亿台币）&YOY（右轴）

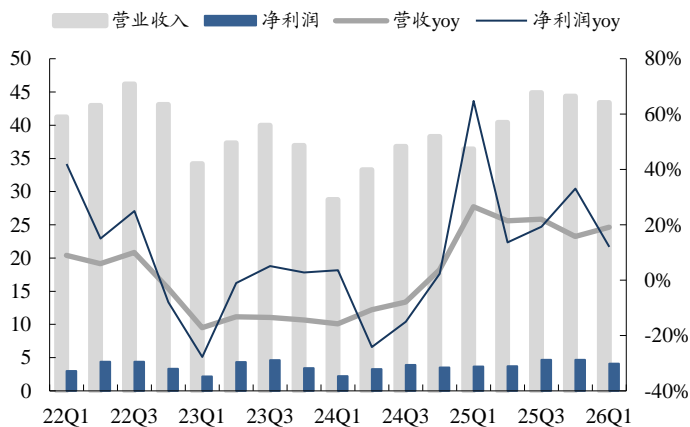


图：台达分地区收入情况（十亿台币）

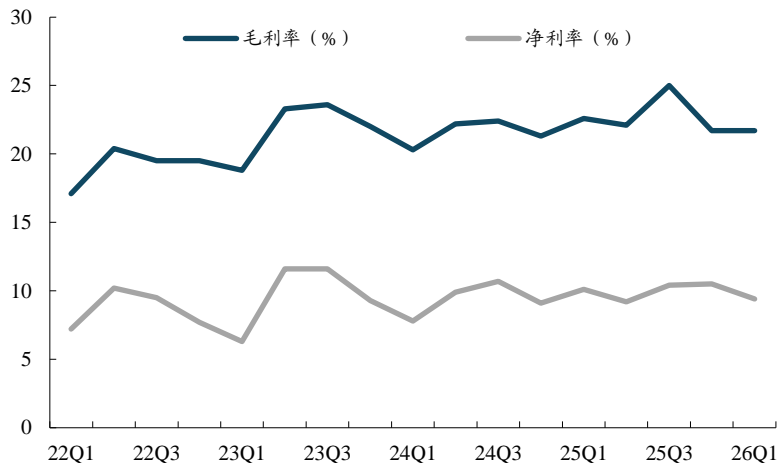


- 业绩受AI服务器电源推动加速上升，盈利能力总体平稳。** FY26Q1，光宝实现营收434亿台币，同比+19%，净利润41亿台币，同比+12%，主要系NVL 72机柜加速出货带动33kW Power Shelf、8.5kW PSU 以及BBU出货增加，推动业绩上行，毛利率/净利率达21.7%/9.4%，同比-0.9/-0.7pct，略有下滑但总体平稳。

图：光宝营收及利润情况（十亿台币）&YOY（右轴）

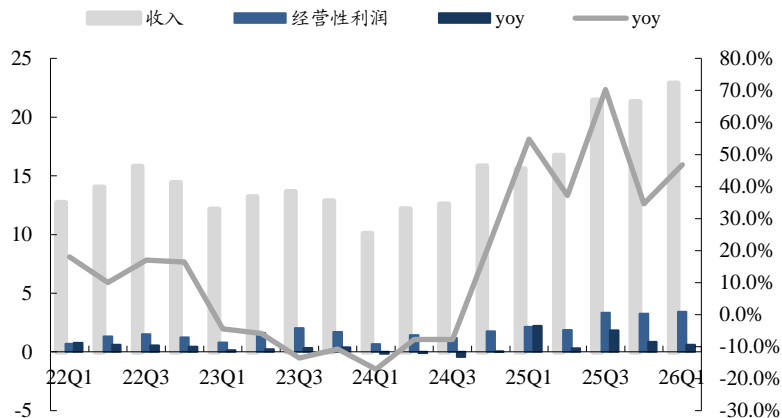


图：光宝盈利能力情况

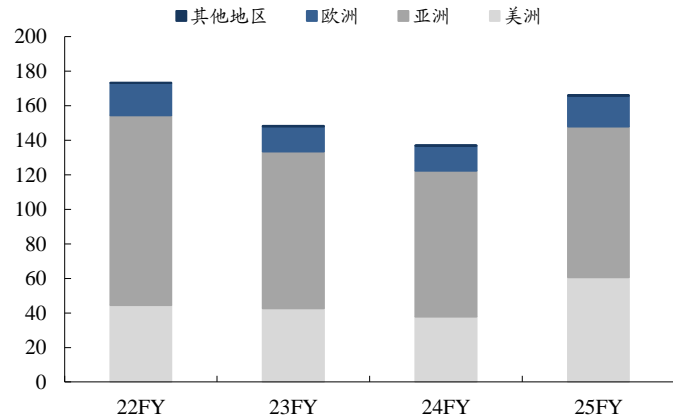


- AI服务器电源推动云端及物联网业务高增，美国业务快速增长。** FY26Q1光宝云端及物联网业务实现收入/经营性利润229/34亿台币，同比+47%/61%，AI服务器电源贡献核心增长。FY25光宝实现美国地区收入606亿台币，同比+60%，为主要增长市场，公司计划在美国投资9.2亿美元，用于AI产品相关的产能建设。全年，公司目标AI相关产品达营收的30%。

图：光宝云端及物联网业务营收及利润情况（十亿台币）&YOY（右轴）



图：光宝分地区收入情况（十亿台币）



投资建议与风险提示

- 尽管海外巨头市值已远高于国内，由于高增长预期一致，估值仍明显高于国内电力设备商。** GEV、西门子能源、现代电气等26年wind一致预期对应市值PE均超过45x，LS超过80x，而国内厂商尽管相较此前估值已大幅上修，但仍与海外公司存在差距。国内电力设备头部厂商具备丰富的高压和特高压运行经验，产品性能和运行经验均领先，客户渠道有望随着海外电力设备紧缺进一步打开，综合看市值仍具备上行空间。

图：海外电力设备巨头估值表（截至2026年5月27日）

证券代码	公司简称	国家	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			PE			来源
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
GEV.N	GE Vernova	美国	18,936	2,676	3,078	3,441	343	344	449	55	55	42	Wind
ENR.DF	西门子能源	德国	11,896	3,257	3,433	3,836	118	265	382	101	45	31	Wind
6501.T	日立	日本	9,629	4,731	4,420	4,868	298	335	422	32	29	23	Wind
267260.KS	现代电气	韩国	1,779	198	215	253	36	43	54	50	42	33	Wind
010120.KS	LS electric	韩国	1,769	241	263	310	14	22	28	127	80	64	Wind
ETN.N	伊顿	美国	10,776	1,929	2,068	2,257	287	330	377	38	33	29	Wind
SND.DF	施耐德	美国	12,298	3,307	3,410	3,669	343	435	494	36	28	25	Wind
VRT.N	维谛	美国	8,388	719	962	1,186	94	159	210	90	53	40	Wind
2308.TW	台达	德国	14,145	1,252	1,604	2,170	134	213	343	105	66	41	Wind
2301.TW	光宝	日本	1,250	375	440	541	34	44	59	37	28	21	Wind

投资建议:

➤ **SST整机重点推荐【四方股份】【阳光电源】【金盘科技】**，高频隔离变为核心零部件，建议关注可立克、京泉华、新特电气。**AI电源重点推荐【麦格米特】【中恒电气】【科士达】【优优绿能】【盛弘股份】**，建议关注欧陆通。**变压器出海重点推荐【思源电气】【金盘科技】【伊戈尔】**，建议关注神马电力、白云电器、大连电瓷、特变电工等；**燃机重点推荐【东方电气】**，建议关注汽轮科技；**AIDC配套设备看好SSCB、超级电容、BBU等配套电气设备的量价齐升，重点推荐【蔚蓝锂芯】【良信股份】**，建议关注江海股份、法拉电子、明阳电气。

图：核心公司估值表（截至2026年5月27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		
SST	整机	601126.SH	四方股份	690	82.81	8	10	11	15	83	71	61	46	买入	东吴
		688676.SH	金盘科技	477	103.75	7	9	13	17	72	53	38	28	买入	东吴
		300274.SZ	阳光电源	3,817	184.09	135	140	170	221	28	27	22	17	买入	东吴
	高频隔离变	002782.SZ	可立克	149	30.14	3	4	6	-	50	35	27	-	未评级	Wind
		002885.SZ	京泉华	130	48.11	1	-	-	-	155	-	-	-	未评级	Wind
		301120.SZ	新特电气	89	24.02	0	0	1	1	207	188	121	85	未评级	Wind
AI电源	柜内电源	002851.SZ	麦格米特	790	135.86	1	8	16	26	542	99	49	31	买入	东吴
		300870.SZ	欧陆通	455	417.00	2	5	7	9	186	101	70	52	未评级	Wind
	柜外电源	002364.SZ	中恒电气	320	56.77	1	3	5	7	253	127	71	44	买入	东吴
		301590.SZ	优优绿能	76	180.30	1	2	3	6	71	36	22	13	买入	东吴
		002518.SZ	科士达	326	56.00	6	9	14	20	53	35	23	17	买入	东吴
		300693.SZ	盛弘股份	170	54.47	5	6	7	9	36	30	24	20	买入	东吴
电力设备出海	变压器	002028.SZ	思源电气	1,548	197.82	32	46	64	87	49	34	24	18	买入	东吴
		002922.SZ	伊戈尔	193	45.60	2	5	7	12	96	40	26	16	买入	东吴
		603530.SH	神马电力	244	56.47	4	6	8	10	56	40	30	24	未评级	Wind
		603861.SH	白云电器	82	15.20	2	-	-	-	40	-	-	-	未评级	Wind
		002606.SZ	大连电瓷	74	16.80	2	3	4	5	35	25	19	15	未评级	Wind
		600089.SH	特变电工	1,317	26.06	60	74	94	125	22	18	14	11	未评级	Wind
	燃机	600875.SH	东方电气	1,224	36.05	38	46	58	73	32	27	21	17	买入	东吴
		300277.SZ	汽轮科技	249	16.40	0	5	7	8	11082	45	38	32	未评级	Wind
		002706.SZ	良信股份	166	14.82	3	4	6	8	63	41	30	21	买入	东吴
		002245.SZ	蔚蓝锂芯	389	22.78	7	10	14	20	55	39	28	19	买入	东吴
AIDC配套电气设备	002484.SZ	江海股份	575	67.60	7	9	11	13	85	64	53	45	未评级	Wind	
	301291.SZ	明阳电气	188	59.69	6	7	10	12	32	25	19	15	未评级	Wind	
	600563.SH	法拉电子	383	170.37	12	13	16	18	32	29	25	21	未评级	Wind	

- **全球电网投资不及预期。**国内电力设备出海公司较依赖于全球电网投资等高景气度，若全球电网投资不及预期，将会影响相关订单获取及交付，从而对公司业绩造成不利影响。
- **终端客户招标不及预期。**受下游各大CSP及大型AIDC运营商资本开支周期波动影响，若终端客户在输配电设备、电源方面的年度/季度招标节奏放缓或规模缩减，将可能导致订单确认节奏不及预期，从而对相关公司的收入增长产生不利影响。
- **AIDC建设不及预期。**若因算力芯片供给受限、园区规划审批延缓、电力接入不足等因素导致国内外AIDC新建/扩建项目进度放缓，则相关配套电力设备的交付需求可能推迟，进而对相关公司的业绩释放节奏造成负面影响。
- **关税政策不及预期。**变压器、电源等在海外市场的销售对关税环境较为敏感，若海外国家针对国内采取新的关税政策，或提高现有关税税率，将可能抬升相关产品进入海外市场的成本，削弱价格竞争力，影响海外订单获取及整体盈利水平。
- **竞争加剧。**全球电力设备玩家较多，海外厂商规模较大，若海外厂商加速扩产或进行降价，可能会影响相关公司的订单获取或盈利。

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