

# 金盘科技（688676）

## 电通四海，算启新局

买入（维持）

2026 年 08 月 11 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书：S0600524120002

sixy@dwzq.com.cn

研究助理 陈俞成

执业证书：S0600126080010

chenych@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E    | 2028E    |
|---------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元）    | 6,901  | 7,295  | 8,602  | 10,176   | 12,524   |
| 同比（%）         | 3.50   | 5.71   | 17.92  | 18.29    | 23.08    |
| 归母净利润（百万元）    | 574.42 | 659.54 | 887.69 | 1,255.27 | 1,709.24 |
| 同比（%）         | 13.82  | 14.82  | 34.59  | 41.41    | 36.17    |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.25   | 1.43   | 1.93   | 2.73     | 3.72     |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 56.03  | 48.80  | 36.26  | 25.64    | 18.83    |

### 投资要点

- **国内干式变压器龙头，数字化制造与全球化布局构筑核心竞争力。**公司成立于 1997 年，长期深耕干式变压器领域，产品逐步拓展至液浸式变压器、成套设备、储能、数字化工厂整体解决方案及 AIDC 电气设备，广泛应用于新能源、数据中心、轨道交通及工业配套等场景。公司 1998 年设立 JST USA 并在美国上市，截至 25 年底产品已覆盖全球 87 个国家，并在美国、墨西哥、马来西亚等地完成本地化产能布局；7 座数字化工厂形成柔性制造、质量控制与高效交付优势。在海外布局与产品矩阵持续完善双重助推下，公司近年来实现订单高增，2026Q1 公司新签/在手订单达 33.4/90.0 亿元，同比+64.5%/+26.0%，推动公司业绩稳步增长，2025 年/2026Q1 公司分别实现营收 72.9/15.2 亿元，同比+5.7%/+13.4%；实现归母净利润 6.6/1.1 亿元，同比+14.8%/+4.8%，展望 26 年下半年，我们认为公司在手订单将加速兑现，实现业绩快速增长。
- **深耕北美打造本土品牌，核心下游由新能源转向 AIDC。**新能源并网、电网老化更新及 AIDC 用电增长共同推动全球电网投资上行，北美电网急需改造扩容，大型 CSP 建设 AIDC 自备电源为大势所趋，推动海外变压器供需持续紧张，国内厂商迎来出海良机。公司深耕北美风电干变市场培养 JST 成为美国本土品牌，随着下游市场结构的变化，公司凭借高市场认可度向北美数据中心市场快速拓展，近年来公司在数据中心配电设备领域持续突破，为国内少有的能直接对接北美 CSP 的厂商。25 年年底，公司与海外客户 F 签订 0.99 亿美元 AIDC 项目订单，折合人民币 6.96 亿，实现 AIDC 海外大单突破，2026Q1 公司海外新签/在手订单达 22.5/51.4 亿元，同比+280.7%/+82.5%，我们预计以 AIDC 产品为主，此外公司 24 年首次获得海外 345kV 主变订单，25 年正式实现交付，完成了从配电变压器供应商向主变供应商的拓展，而北美 CSP 自备电源不受美国变压器进口禁令限制，我们认为公司凭借交付与生产能力优势，高压主变有望为公司进一步打开远期成长空间。
- **前瞻布局 AIDC 先进供电技术，构筑长期竞争力护城河。**随着 AIDC 单机柜功率密度持续提升，供电架构正由 UPS 向 HVDC、SST 演进，公司把握 AI 算力时代的历史性机遇，布局研发并推出了固态变压器、高压直流电源、电力模块等新一代产品。公司是少数同时具备传统变压器、高频磁性器件和大功率电力电子能力的厂商：1）长期变压器制造积累形成电磁设计、绝缘散热及制造测试优势，2）非晶合金材料布局强化高频磁芯与高频变压器能力，3）高压级联储能业务则沉淀了功率变换、SiC 应用及数字控制技术。凭借此前的技术积累，2026 年 1 月，公司正式发布 2.4MW “元神 ONE”系列 SST，为全球率先发布 AIDC SST 的产商之一；同时 HVDC 电源产品已在公司机房部署运行，我们认为公司 AIDC 电源产品随着产业走向成熟以及北美 CSP 直流渗透率提升，该板块业务有望为公司长期增长的重要增量。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内干式变压器龙头，海外与 AIDC 业务进入加速放量期。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.9/12.6/17.1 亿元，同比+35%/+41%/+36%，与此前预测基本一致，对应 PE 分别为 36x/26x/19x。考虑到公司深耕北美市场多年，相较于可比公司在北美具有更强的品牌效益、具备明显的直销渠道优势，海外订单及本地化产能加速兑现，同时充分受益于 AIDC 供配电需求增长，SST 业务打开长期成长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全球电网建设投资不及预期；海外地缘与贸易政策风险；海外项目交付与产能建设不及预期；研发成果不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元)        | 70.00        |
| 一年最低/最高价      | 45.08/111.11 |
| 市净率(倍)        | 6.23         |
| 流通 A 股市值(百万元) | 32,184.99    |
| 总市值(百万元)      | 32,184.99    |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 11.24  |
| 资产负债率(% ,LF) | 57.82  |
| 总股本(百万股)     | 459.79 |
| 流通 A 股(百万股)  | 459.79 |

### 相关研究

《金盘科技(688676)：2026 年一季报点评：业绩符合市场预期，数据中心市场迎来爆发》

2026-04-24

《金盘科技(688676)：2025 年年报点评：业绩符合市场预期，AIDC 业务快速增长》

2026-03-23

## 内容目录

|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 电力能源产品布局全面，海外业务加速开展 .....</b>       | <b>4</b>  |
| 1.1. 深耕电力能源领域，出海&AIDC 带来成长机遇 .....        | 4         |
| 1.2. 股权结构较为集中，管理层团队稳定 .....               | 5         |
| 1.3. 营收&利润稳步增长，经营质量持续改善 .....             | 6         |
| <b>2. 全球电网迎来高景气周期，AI 进一步加剧电力紧缺 .....</b>  | <b>9</b>  |
| 2.1. 全球电网开启超级周期，多重需求推升变压器景气 .....         | 9         |
| 2.2. 海外风光储景气上行，AIDC 建设拉动电力设备需求 .....      | 13        |
| 2.3. 新能源&AIDC 变压器市场空间测算 .....             | 15        |
| <b>3. 起于风电干变龙头，AI 时代多产品布局迎高速增长期 .....</b> | <b>16</b> |
| 3.1. 深耕新能源领域多年，AIDC 推动公司订单快速增长 .....      | 16        |
| 3.2. 扎根北美多年渠道优势显著，海外产能投产加速订单获取 .....      | 17        |
| 3.3. 基于技术积累率先发布 SST 产品，打造全新增长极 .....      | 19        |
| 3.4. 数字化工厂建设进一步赋能生产，发行可转债扩产锚定未来增长 .....   | 21        |
| <b>4. 盈利预测与投资建议 .....</b>                 | <b>23</b> |
| 4.1. 盈利预测 .....                           | 23        |
| 4.2. 投资建议 .....                           | 24        |
| <b>5. 风险提示 .....</b>                      | <b>25</b> |

## 图表目录

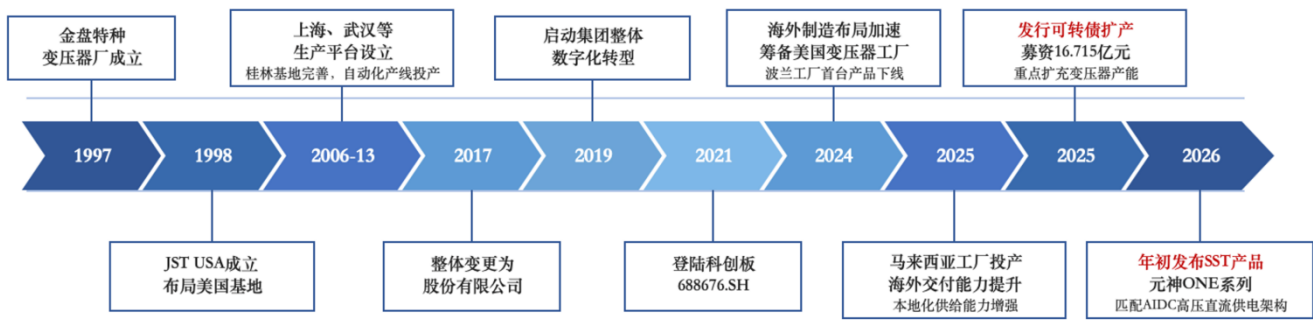
|       |                                       |    |
|-------|---------------------------------------|----|
| 图 1:  | 金盘科技发展历程.....                         | 4  |
| 图 2:  | 金盘科技股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）.....     | 5  |
| 图 3:  | 2022-2026Q1 公司营业收入 & 归母净利润.....       | 7  |
| 图 4:  | 2022-2026Q1 公司销售毛利率 & 销售净利率.....      | 7  |
| 图 5:  | 输配电设备贡献公司主要收入.....                    | 7  |
| 图 6:  | 各业务毛利率变化趋势.....                       | 7  |
| 图 7:  | 2022-2026Q1 公司期间费用率情况.....            | 8  |
| 图 8:  | 2022-2026Q1 公司现金流量情况.....             | 8  |
| 图 9:  | 2021-2025 行业内部分公司人均创收对比.....          | 8  |
| 图 10: | 2021-2025 行业内部分公司人均创利对比.....          | 8  |
| 图 11: | 全球电网从用电侧、发电侧带动电网侧扩张，不同主体驱动因素略有不同..... | 9  |
| 图 12: | 美国数据中心耗电量占比（2023 年起为预测值）.....         | 10 |
| 图 13: | 未来电网投资中需求的增长将是主要驱动因素.....             | 11 |
| 图 14: | 变压器的产能在 2030 年预计仍将供不应求.....           | 11 |
| 图 15: | 中国变压器出口金额持续上升（亿美元）.....               | 11 |
| 图 16: | 中美欧光伏年度新增装机情况及预测.....                 | 13 |
| 图 17: | 中美欧风电年度新增装机情况及预测.....                 | 13 |
| 图 18: | 全球风电光伏新增装机情况及预测.....                  | 13 |
| 图 19: | 中美欧年度储能出货量情况及预测.....                  | 14 |
| 图 20: | 全球储能年度出货量情况及预测.....                   | 14 |
| 图 21: | 全球数据中心装机情况及预测.....                    | 14 |
| 图 22: | 公司的全球布局（截至 2024 年 12 月 31 日）.....     | 18 |
| 图 23: | 公司的海外订单情况.....                        | 19 |
| 图 24: | 非晶合金为高频变压器的重要磁芯材料之一.....              | 20 |
| 图 25: | 公司发布的元神 ONE 系列 SST 产品.....            | 20 |
| 图 26: | 公司数字化工厂的落地项目.....                     | 21 |
| 表 1:  | 公司主营业务产品.....                         | 5  |
| 表 2:  | 公司管理层情况（截至 2025 年 12 月 31 日）.....     | 6  |
| 表 3:  | 美国分地区数据中心累计装机容量（GW）.....              | 10 |
| 表 4:  | 数据中心容量和对应供电方案.....                    | 10 |
| 表 5:  | 中国厂商通过 AIDC 客户需求进入北美市场.....           | 10 |
| 表 6:  | AIDC 变压器市场规模测算（表中装机容量单位均为 GW）.....    | 12 |
| 表 7:  | 新能源、AIDC 市场空间测算.....                  | 15 |
| 表 8:  | 公司在新能源、轨交、工业领域积累深厚.....               | 16 |
| 表 9:  | 公司 AIDC 业务积淀深厚.....                   | 17 |
| 表 10: | 公司订单加速增长、在手订单持续增加.....                | 17 |
| 表 11: | 公司的海外生产基地布局.....                      | 18 |
| 表 12: | 公司的 25 年可转债募投项目.....                  | 22 |
| 表 13: | 盈利预测拆分（分产品）.....                      | 24 |
| 表 14: | 可比公司估值（截至 2026 年 8 月 10 日）.....       | 25 |

1. 电力能源产品布局全面，海外业务加速开展

1.1. 深耕电力能源领域，出海&AIDC 带来成长机遇

深耕变压器行业近三十年，公司逐步由传统设备制造商向全球化、数字化及电力电子综合解决方案提供商转型。公司成立于 1997 年，次年设立 JST USA 并在美国上市，此后持续完善上海、武汉、桂林等生产基地布局，夯实干式变压器及成套设备制造能力；2017 年完成股份制改造，2019 年启动集团数字化转型，2021 年登陆科创板，制造体系与资本实力进一步增强。2024 年以来，公司全球化布局明显提速，筹备美国奥兰多工厂并推动马来西亚工厂落地，海外业务由产品出口逐步迈向本地化生产与交付。2025 年，公司发行 16.7 亿元可转债，重点扩充干式、液浸式变压器及非晶合金铁芯产能；2026 年初发布“元神 ONE”系列 SST 产品，切入 AIDC 高压直流供电架构，成长边界由传统变压器向新型电力电子装备持续延伸。

图1：金盘科技发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**主营电力能源产品布局全面，干式变压器为最核心基本盘。**公司传统核心业务包含变压器、成套开关设备、储能三大类，并配套提供数字化工厂整体解决方案，主要下游行业为新能源、数据中心、电网、工业、轨道交通等。变压器系列覆盖特种/标准干式、非晶合金、液浸式变压器和干式电抗器，其中干式变压器为公司最核心业务基本盘，液浸式变压器放量并向高压产品延伸。成套系列涵盖中/低压开关柜、数据中心电源模块、一体化逆变并网装置及各类箱变设备。储能系列覆盖中高压/低压直挂、模块化工商业、户用储能产品及大容量电池包。此外，为适配 AI 算力中心供电需求，公司前瞻布局固态变压器（SST）产品并已在海外客户现场挂网运行，未来该业务有望成为公司新的增长点。



## 变压器系列

### 特种干式 变压器

环氧树脂浇注特种干式变压器    真空压力浸渍特种干式变压器

### 标准干式 变压器

环氧树脂浇注标准干式变压器    真空压力浸渍标准干式变压器

### 干式电抗器

环氧树脂浇注干式电抗器    真空压力浸渍干式电抗器

### 非晶合金 变压器

非晶合金干式变压器    液浸式非晶合金变压器

## 液浸式变压器

液浸式海上风电变压器    液浸式电力变压器    液浸式配电变压器    液浸式高能配电网变压器    液浸式卷铁芯变压器    液浸式陆上风力发电变压器

## 成套系列

### 中压开关柜

KYN 系列    MVnex    NXAir LP    HXGN 环网柜系列    GMU 充气环网柜系列    72.5kV 充气柜（箱式）    72.5kV 环保充气柜（罐式）

### 低压开关柜

### 数据中心电源模块    一体化逆变器网装置

### 箱变系列

## 固态变压器

### 固态变压器 (SST)

中压固态变压器

## 储能系列

### 中高压直挂储能系列产品

6kV-35kV 中高压直挂储能系统

### 低压储能系列产品

冷风电池舱    集中式储能变流升压站    组串式储能交流升压站

### 大容量电池包

1P104S 大容量液冷PACK

### 模块化工商业储能系列产品

模块化储能一体机

### 户用储能系列产品

5kW-10kW 交流耦合储能机

10kWh-20kWh 户用储能一体机

## 数字化工厂方案

干式变压器数字化工厂整体解决方案

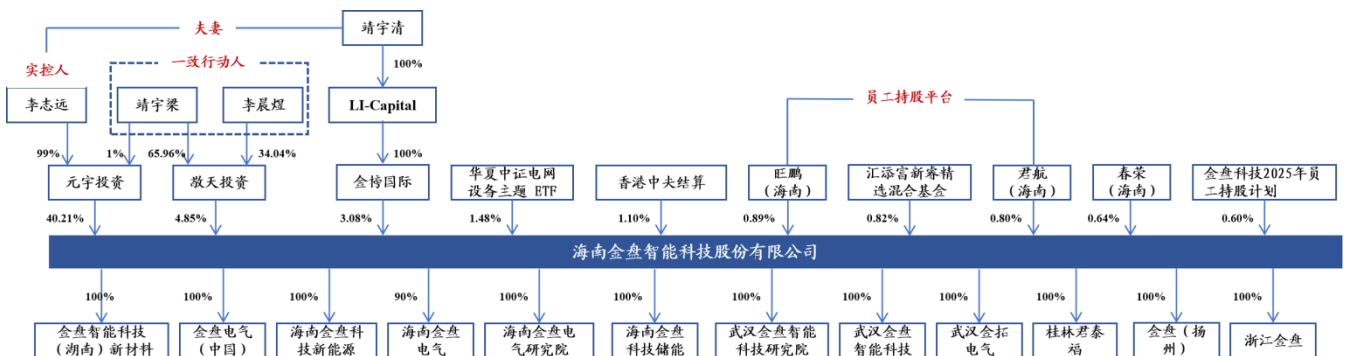
成套数字化工厂整体解决方案

储能数字化工厂整体解决方案

油浸式变压器数字化工厂整体解决方案

### 1.2. 股权结构较为集中，管理层团队稳定

图2: 金盘科技股权结构 (截至 2026 年 3 月 31 日)



管理层从业积淀深厚，核心团队与公司深度绑定。董事长李志远自 1982 年起从事电力设备相关工作，拥有四十余年行业经验，并长期主导公司战略规划、产品拓展及产

业布局，副董事长宋开宇则具有产业投资和资本运作经验。董事、高级副总裁李辉，轮值总裁杨霞玲，高级副总裁栗记涛等均长期任职于公司及下属企业，履历覆盖技术研发、生产制造、质量管理、国内外营销等关键环节，对变压器行业和公司经营体系理解较深，有利于保持公司经营战略的延续性，并支撑海外扩张、数字化制造及新产品产业化落地。

表2：公司管理层情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

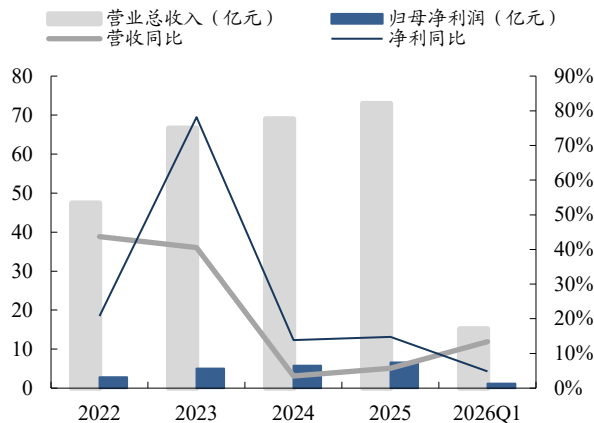
| 姓名              | 职务       | 性别 | 主要工作经历                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------|----------|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 李志远             | 董事长      | 男  | 1982年9月至1988年12月，担任广西电力设计院工程师；1988年12月至1991年10月，担任海南金岛游艇公司总经理；1991年10月至1997年5月，担任海口市荣达企业公司总经理；1993年8月至1997年5月，担任海口金盘特种变压器厂董事长；1997年6月至2017年10月，担任金盘变压器厂董事长、金盘有限董事长；2017年10月至今，担任公司董事长。此外，兼任海南元宇智能科技投资有限公司法定代表人、执行董事兼总经理；红骏马（海口）产业投资有限公司法定代表人、执行董事兼总经理；上海金门量子科技有限公司法定代表人、董事长；海口恒怡澎湃动力技术研究有限公司法定代表人、执行董事兼总经理等。                                                                                                                                    |
| KAIYU SONG（宋开宇） | 副董事长     | 男  | 2006年8月至2011年4月，担任毕马威华振会计师事务所助理经理；2011年5月至2014年5月，历任光大控股管理服务有限公司高级经理、副总裁；2014年5月至2024年12月31日，担任Forebright Administration Services Limited副总裁、执行董事、董事总经理；2015年7月至2020年3月及2022年5月至今，担任北京宇信科技集团股份有限公司董事；2016年8月至2021年6月，担任宇信数据科技有限公司董事；2024年6月至今任FCAP Investors Pte.Ltd.董事，2025年1月至今任管理合伙人；2017年10月至今，担任公司副董事长。                                                                                                                                    |
| 李辉              | 董事，高级副总裁 | 女  | 1995年7月至1996年11月，担任海口子午线轮胎有限公司技术员；1996年11月至2025年2月，历任海南金盘特种变压器厂及海南金盘电气有限公司技术员、技术部经理、技术总监、国内干变事业部总经理、公司副总经理、公司总经理。现任公司法定代表人、董事兼高级副总裁。                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 靖宇梁             | 董事       | 男  | 1987年9月至1991年9月在北京巴布科克-威尔科克斯有限公司工程部；1991年10月至1994年4月海口市荣达企业公司副总经理；1994年3月至2009年6月为海南科达雅游艇制造有限公司董事兼总经理；2009年6月起至2021年10月为海南科达雅游艇制造有限公司董事长；2021年10月至2024年10月为海南科达雅游艇制造有限公司董事长；2016年9月至2017年5月担任公司董事；2016年12月至今担任海南元宇智能科技投资有限公司监事；2017年1月至今任敬天（海南）投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人；2017年8月至2018年3月担任上海临飞智能科技有限公司总经理；2017年8月至今担任上海临飞智能科技有限公司法定代表人兼董事长；2021年9月至今担任公司董事。此外，兼任深圳市中科数码技术有限公司董事、海口恒特机电设备有限公司法定代表人、执行董事、总经理、上海金门量子科技有限公司董事、焜宇（海南）投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人等。 |
| 杨霞玲             | 轮值总裁     | 女  | 1994年7月至1997年5月，历任海口金盘特种变压器厂车间主任、全质办主任；1997年6月至2008年8月，历任海口金盘特种变压器厂及海南金盘电气有限公司采购部经理、人力资源总监；2008年8月至2017年12月，担任海南金盘电气有限公司物流总监；2017年10月至2025年1月，担任公司董事会秘书；2019年8月至2025年2月，历任公司副总裁、高级副总裁；2025年2月至今，担任公司轮值总裁。                                                                                                                                                                                                                                       |
| 栗记涛             | 高级副总裁    | 男  | 2005年7月至2019年9月，历任公司出口干变技术部技术科员、经理助理、副经理、经理；2019年10月至2022年5月担任公司出口干变事业部总经理，2022年6月至今担任公司干变事业部总经理；2023年11月至今任公司副总裁、高级副总裁；2025年1月至今任公司电抗变频事业部总经理。                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 张蕾              | 董事会秘书    | 女  | 2013年2月至2016年6月曾任黑龙江远大购物中心内审部审计专员；2017年6月至2021年5月曾任哈尔滨新光光电科技股份有限公司财务部专员、证券部证券专员、证券部证券事务代表；2021年10月至今任公司高级投资者关系经理、高级投资研究经理、董事会办公室经理；2023年8月至2025年1月，任公司证券事务代表；2025年1月至今，担任公司董事会秘书。                                                                                                                                                                                                                                                               |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 营收&利润稳步增长，经营质量持续改善

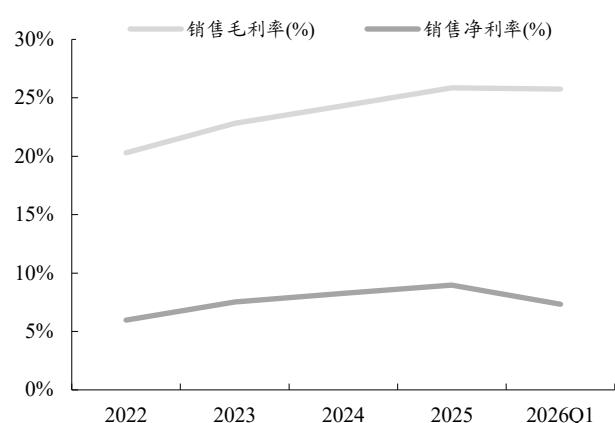
营收规模稳健增长，盈利情况持续改善。2022-2026Q1 公司营收和归母净利润分别为 47.5/66.7/69.0/72.9/15.2 亿元和 2.83/5.05/5.74/6.60/1.12 亿元，同比增速分别为 +43.7%/+40.5%/+3.5%/+5.7%/+13.4%和+27.7%/+78.2%/+13.8%/+14.8%/+4.8%。分阶段看，22-23 年受益于新能源及海外业务放量，公司收入增速较快；24-25 年受美国关税波动+新能源资本开支放缓收入增速放缓但归母净利润仍保持较快增长，盈利韧性突出。盈利情况方面，2022-2026Q1 公司销售毛利率和销售净利率分别为 20.3%/22.8%/24.3%/25.9%/25.7%和 6.0%/7.5%/8.3%/9.0%/7.3%，海外收入占比稳步提高，毛利率整体保持向上态势，26Q1 净利率有所承压，主要系汇兑损失及发行可转债计提利息所致。

图3：2022-2026Q1 公司营业收入&amp;归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

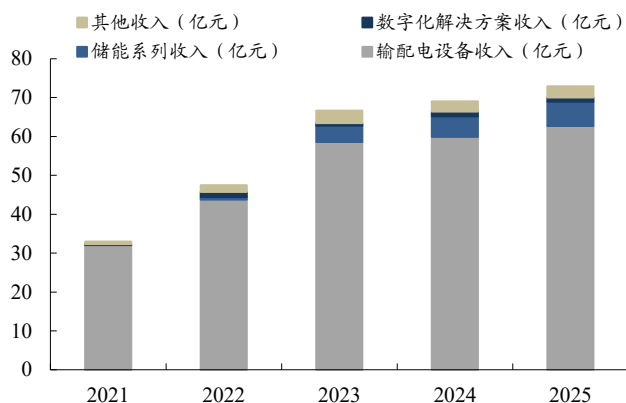
图4：2022-2026Q1 公司销售毛利率&amp;销售净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

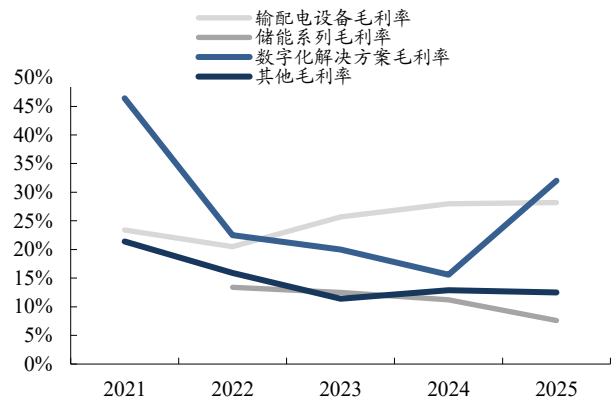
**输配电设备为公司核心收入来源，储能业务占比逐渐增长。**公司输配电设备主要包括变压器、成套设备等系列产品，该业务收入保持稳定增长，占比始终维持在 90%左右，同时毛利率保持在 28%左右的较高水平，为公司最核心的业务。储能业务自 2022 年起快速放量，22-25 年收入由 0.6 亿元增长至 6.2 亿元，CAGR 达 117.8%，收入占比由 1.4% 提升至 8.5%，因国内储能集成市场价格竞争激烈，行业毛利率普遍较低，对公司综合毛利率有所拖累。

图5：输配电设备贡献公司主要收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

图6：各业务毛利率变化趋势

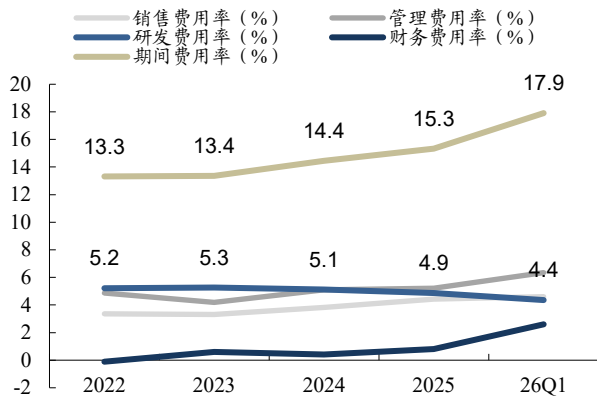


数据来源：wind，东吴证券研究所

**费用率整体平稳，经营现金流显著改善。**费用端，2022-2025 年公司期间费用率维持在 13%-15%区间，2025 年期间费用率上升主要系公司加大海外及新业务开拓导致销售费用率提升至 4.4%，26Q1 继续上行主要系汇兑损失+发行可转债计提利息导致财务费用大幅增长所致。公司始终保持高强度研发投入，研发费用率保持在 5%左右，持续支撑风电、储能等新能源领域以及 AIDC 电源全系列产品升级迭代。现金流方面，2025 年公司经营性净现金流较 2024 年明显转正，达 6.0 亿元，净现比约 91%，经营质量明显改善。26Q1 经营性净现金流为-1.7 亿元，主要系公司为应对快速增长的在手订单，提前

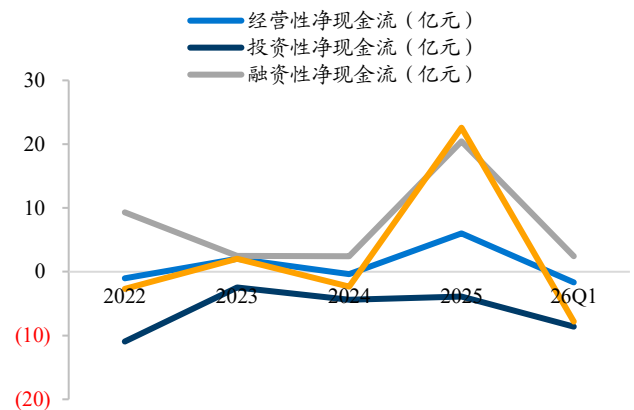
备货锁定原材料价格。

图7：2022-2026Q1 公司期间费用率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

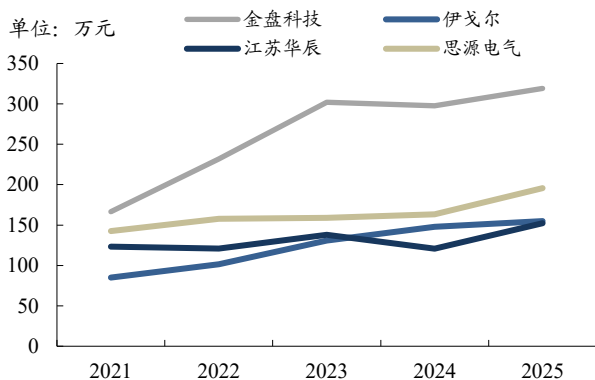
图8：2022-2026Q1 公司现金流量情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

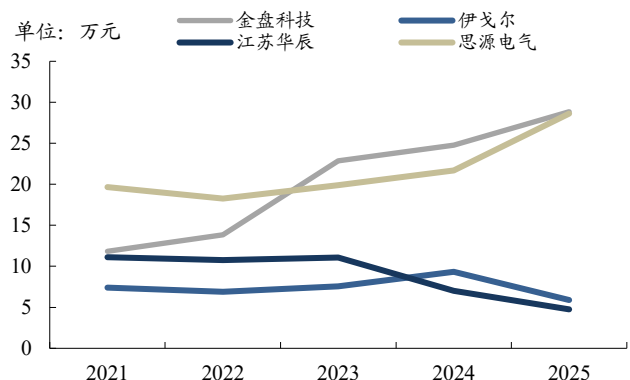
**数字化工厂提质增效，人均收益行业领先。**公司人均创收/创利处于行业领先水平，2021-2025 年人均创收/创利分别为 166.54/231.95/302.11/297.71/319.12 万元和 11.83/13.85/22.87/24.78/28.85 万元，高于伊戈尔、江苏华辰、思源电气等主要竞争对手。传统电力设备制造企业产线自动化、数字化程度偏低，人力投入偏高，公司自 2013 年启动数字化转型，截至 25 年底在海口、桂林、武汉等地已有 7 座数字化工厂落地，有效降低生产端人力投入，推动人均产出持续上行。公司依托丰富数字化落地经验，持续融合前沿 AI 技术，推动公司从数字化向智能化升级，经营效率有望保持行业领先水平。

图9：2021-2025 行业内部分公司人均创收对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

图10：2021-2025 行业内部分公司人均创利对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

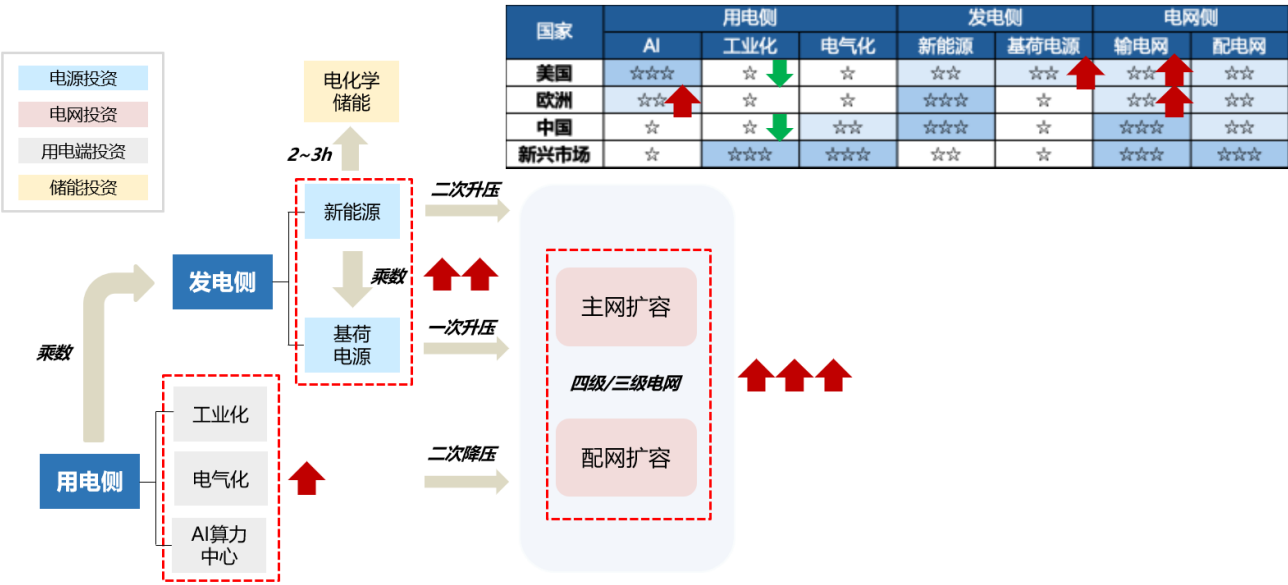


2. 全球电网迎来高景气周期，AI 进一步加剧电力紧缺

2.1. 全球电网开启超级周期，多重需求推升变压器景气

全球用电需求+能源结构转型导致电力容量逐级放大，带来电力设备需求的 Supercycle。1) 用电侧，美国 AI 算力中心大量建设，新兴市场工业化如火如荼，拉动主网和配网容量增长，并加快老旧电力设备更新；2) 发电侧，欧洲、中国能源转型，其新能源装机对并网容量的拉动相比传统基荷电源有乘数效应。3) 变压器是电网容量的基础，是全球电网建设的“卡脖子”环节。

图 11：全球电网从用电侧、发电侧带动电网侧扩张，不同主体驱动因素略有不同



数据来源：东吴证券研究所绘制，注：右上角标星数代表景气度，红色向上箭头代表景气度上行，绿色向下箭头代表景气度下行

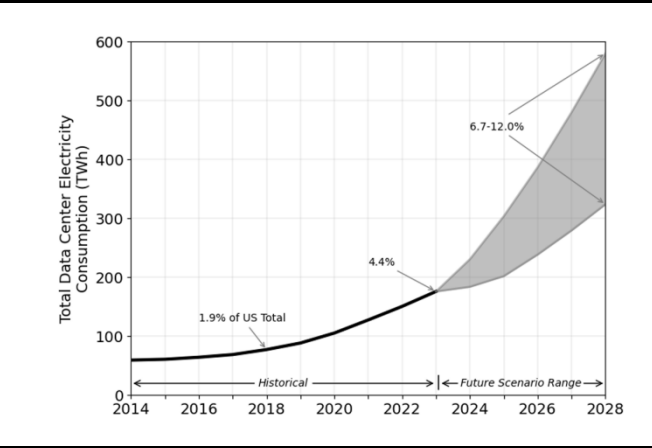
美国 AIDC 用电需求爆发，叠加电网老化推动电力进一步紧张，CSP 自建电源为大势所趋。根据 SemiAnalysis 数据，美国 30 年数据中心累计装机容量将达 124GW，主要位于美国东西部地区，24 年-30 年 CAGR 将达 25%；根据 LBNL，2023 年美国数据中心耗电占比为 4.4%，到 2028 年将达到 6.7%-12%，数据中心耗电量激增将进一步加重美国电网负担，且当前美国电网普遍老化，我们预计将迎来较大电力缺口，急需增大投资扩容改造，而美国多州已设立法案要求 CSP 自备电源，已成为大势所趋。

表3: 美国分地区数据中心累计装机容量 (GW)

| 地区   | 2024 | 2030 (E) | CAGR |
|------|------|----------|------|
| 美国整体 | 32   | 124      | 25%  |
| 东部   | 13   | 49       | 25%  |
| 西部   | 12   | 43       | 24%  |
| 中部   | 7    | 30       | 27%  |
| 北部   | 1    | 3        | 20%  |

数据来源: SemiAnalysis, CSIS, 东吴证券研究所

图12: 美国数据中心耗电量占比 (2023 年起为预测值)



数据来源: LBNL, 东吴证券研究所

**CSP 自建电源催生增量, AIDC 开辟出海通道。**CSP 数据中心多采用燃气轮机、光伏储能等混合供电方式, 变压器配置存在显著乘数效应: 假设供电方案按照【全并网→并网+自建后备→优先自发自少量并网】演进, 数据中心装机容量越大, 变压环节数量越多。贸易政策上, 美国相关禁令主要约束公用事业电网采购中国 69kV 及以上变压器, 国内设备厂商直接进入电网主变市场存在明显阻碍, 而北美 AIDC 由科技企业主主导投资, 归属用户侧自有资产, 不受电网采购条款限制。凭借产能储备充足、交付周期更短的竞争优势, 国内变压器企业有望依托 AIDC 客户的设备需求, 完成北美市场的间接突破, 打开新的增长空间, 缓解国内高压变压器对美直接出口受限的压力。

表4: 数据中心容量和对应供电方案

| 数据中心装机规模  | 供电方案  | 并网电压     | 并网比例 | 燃机比例 | 风光比例 | 储能比例 |
|-----------|-------|----------|------|------|------|------|
| 50MW以下    | 并网型   | 13.8kV   | 100% | 0%   | 0%   | 0%   |
| 50-200MW  | 并网+后备 | 34.5kV   | 80%  | 20%  | 0%   | 0%   |
| 200-700MW | 自发自并  | 138kV    | 40%  | 40%  | 20%  | 20%  |
| 700MW-2GW | 自发自并  | 230kV及以上 | 10%  | 60%  | 30%  | 30%  |

数据来源: META, Google、微软官网, 东吴证券研究所

表5: 中国厂商通过 AIDC 客户需求进入北美市场

| 维度       | 关键内容                                                        | 对中国变压器企业的意义                |
|----------|-------------------------------------------------------------|----------------------------|
| 需求来源     | AIDC建设加速, 北美科技巨头 (云厂商、AI公司) 成为主要投资方                         | 数据中心用电需求激增, 带动电网及变压器需求快速增长 |
| 投资主体     | 主要为美国科技公司 (如云计算、AI公司) 投资建设                                  | 属于企业投资项目, 而非电网采购体系         |
| 政策限制     | 特朗普时期禁令限制美国电网采购中国69kV以上变压器                                  | AIDC项目不属于电网采购体系, 因此限制较小    |
| 全球供给情况   | 欧美头部变压器厂商 (如ABB、Siemens Energy、GE Vernova) 产能紧张, 交付周期普遍3年以上 | 供给瓶颈明显, 客户开始寻找替代供应商        |
| 中国企业供给优势 | 产能充足、扩产能力强、交付周期短、性价比高、产品质量成熟                                | 具备快速响应海外订单能力               |
| 进入路径     | 通过AIDC客户 (科技公司、数据中心运营商) 直接采购电力设备                            | 绕开部分电网采购限制, 实现北美市场突破       |
| 潜在受益方向   | 电力变压器、配电变压器、干式变压器等                                          | 内资电力设备企业迎来出海机会             |

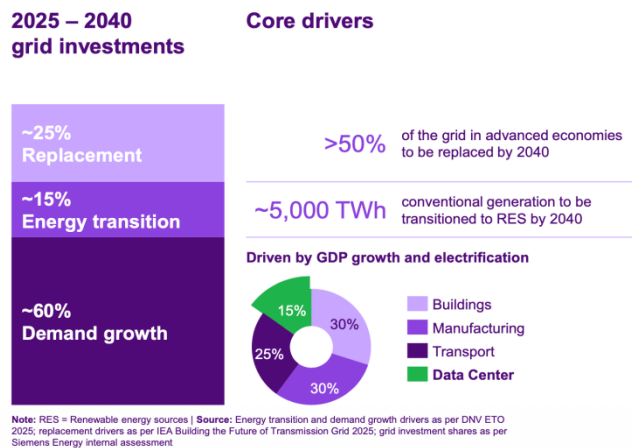
数据来源: 日立、GEV、西门子、ABB 等, 东吴证券研究所

本轮周期的驱动因素丰富且可持续性较强。根据西门子能源测算, 2025-2040 年电网

投资主要围绕电网设备更新（占总投资比 25%）、能源转型（占总投资比 15%）和新增需求（占总投资比 60%）三个主要方向，其中数据中心预计将占新增需求中的 15%，起到了至关重要的作用。

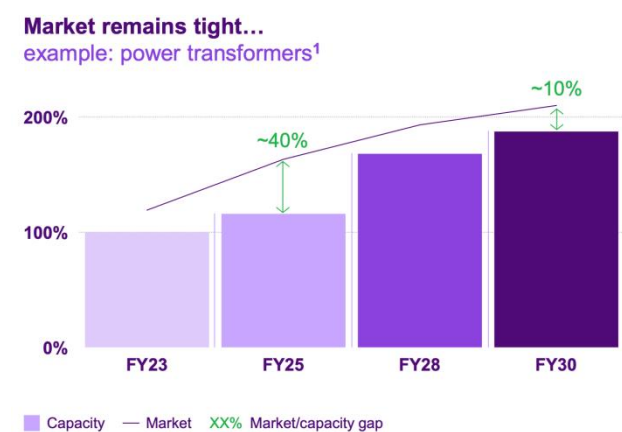
**变压器供不应求有望延续至 2030 年。**根据西门子能源的测算，以 2023 年全球电力变压器产能为基数，到 2030 年全球产能接近翻倍增长时，产能供给相较于市场需求预计还有 10% 的缺口差距，2030 年不会是本轮超级周期的高点。

图13：未来电网投资中需求的增长将是主要驱动因素



数据来源：西门子能源，东吴证券研究所

图14：变压器的产能在 2030 年预计仍将供不应求



数据来源：西门子能源，东吴证券研究所

全球电网扩容改造需求给国内变压器出口带来机遇，2026 年 1-6 月份出口金额达 51.5 亿美元。全球电网的高投资有效地推动了中国变压器的出口，其中美国为最紧缺市场，对于中国变压器企业出口来说是重大机遇，2026 年 1-6 月，中国变压器出口金额达 51.5 亿美元，同比+31%，2026 年 6 月单月出口 9.8 亿美元，同比+25%，具备出口能力的厂商将充分受益。

图15：中国变压器出口金额持续上升（亿美元）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

北美 CSP 建设 AIDC 自供电拉动变压器需求, 2030 年有望给变压器市场带来超 600 亿元增量。北美数据中心装机规模不断提升, 单个数据中心规模向 GW 级演进, 在电网老旧高度紧张的背景下, 北美头部 CSP 转向燃机、风光储等分布式自建电源发电, 相较于传统 50MW 以下小型数据中心直接并网模式, 自建电源需要的升降压环节更多, 且随着单个数据中心规模的跃升并网比例将持续下降, 将进一步拉动变压器需求, 根据我们测算, 2030 年北美 AIDC 建设拉动变压器装机容量有望达到 350GW, 其中高压变 163GW, 总体新增市场规模超 600 亿元。

表6: AIDC 变压器市场规模测算 (表中装机容量单位均为 GW)

| 单位: GW               | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球AIDC装机量            | 25    | 36    | 43    | 60    | 76    |
| 北美占比                 | 80%   | 80%   | 80%   | 80%   | 80%   |
| 北美AIDC装机量            | 20    | 29    | 35    | 48    | 61    |
| 50MW及以下              |       |       |       |       |       |
| 占比                   | 30%   | 25%   | 20%   | 15%   | 10%   |
| 用电侧1级降压变             | 12    | 14    | 14    | 15    | 12    |
| 50-200MW             |       |       |       |       |       |
| 占比                   | 40%   | 32%   | 26%   | 20%   | 16%   |
| 燃机发电装机               | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 燃机侧升压变               | 2     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 用户侧中压降压变             | 16    | 18    | 18    | 20    | 20    |
| 用户侧高压降压变             | 10    | 11    | 11    | 12    | 12    |
| 200-700MW            |       |       |       |       |       |
| 占比                   | 20%   | 31%   | 37%   | 40%   | 44%   |
| 燃机发电装机               | 2     | 4     | 6     | 9     | 13    |
| 燃机侧升压变               | 2     | 5     | 7     | 11    | 15    |
| 光伏装机                 | 2     | 6     | 8     | 12    | 17    |
| 光伏中压升压变              | 3     | 7     | 10    | 15    | 21    |
| 光伏高压升压变              | 4     | 9     | 13    | 19    | 26    |
| 储能装机                 | 1     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 储能中压升压变              | 1     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 储能高压升压变              | 1     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 用户侧中压降压变             | 8     | 18    | 26    | 38    | 53    |
| 用户侧高压降压变             | 5     | 11    | 15    | 23    | 32    |
| 700MW-2GW            |       |       |       |       |       |
| 占比                   | 10%   | 13%   | 18%   | 25%   | 30%   |
| 燃机发电装机               | 1     | 3     | 4     | 9     | 13    |
| 燃机侧升压变               | 2     | 3     | 5     | 10    | 16    |
| 光伏装机                 | 2     | 3     | 6     | 11    | 17    |
| 光伏中压升压变              | 2     | 3     | 6     | 11    | 17    |
| 光伏高压升压变              | 2     | 3     | 6     | 11    | 17    |
| 储能装机                 | 1     | 4     | 6     | 12    | 18    |
| 储能中压升压变              | 1     | 4     | 6     | 12    | 18    |
| 储能高压升压变              | 1     | 4     | 6     | 12    | 18    |
| 用户侧中压降压变             | 4     | 7     | 12    | 24    | 37    |
| 用户侧高压降压变             | 2     | 4     | 7     | 15    | 22    |
| 累计变压器装机容量            | 76    | 128   | 169   | 259   | 350   |
| 其中中压变压器容量            | 48    | 76    | 96    | 142   | 186   |
| 高压电力变容量              | 28    | 52    | 73    | 117   | 163   |
| 北美AIDC变压器市场规模 (亿元)   | 148   | 242   | 314   | 471   | 629   |
| 其中中压变压器市场规模 (亿元)     | 121   | 190   | 241   | 355   | 465   |
| 高压电力变压器市场规模 (亿元)     | 28    | 52    | 73    | 117   | 163   |
| 非美地区AIDC装机           | 5     | 7     | 9     | 12    | 15    |
| 高压降压变                | 6     | 9     | 10    | 15    | 18    |
| 中压降压变                | 10    | 14    | 17    | 24    | 30    |
| 累计变压器装机容量            | 16    | 23    | 28    | 39    | 49    |
| 其中高压降压变市场规模 (亿元)     | 5     | 7     | 8     | 12    | 15    |
| 中压降压变市场规模 (亿元)       | 15    | 22    | 26    | 36    | 46    |
| 非美地区AIDC变压器市场规模 (亿元) | 20    | 29    | 34    | 48    | 60    |
| 全球AIDC变压器市场规模 (亿元)   | 168   | 270   | 348   | 519   | 689   |

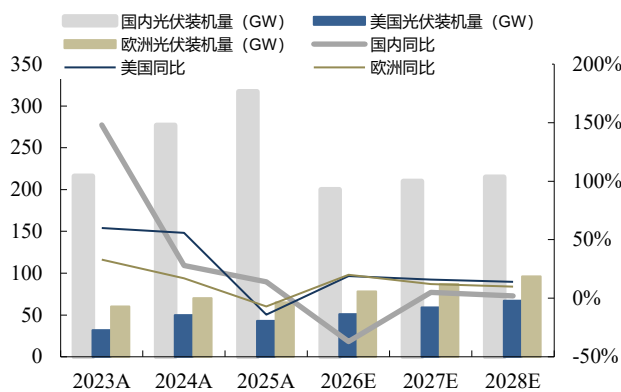
数据来源: 东吴证券研究所测算



## 2.2. 海外风光储景气上行，AIDC 建设拉动电力设备需求

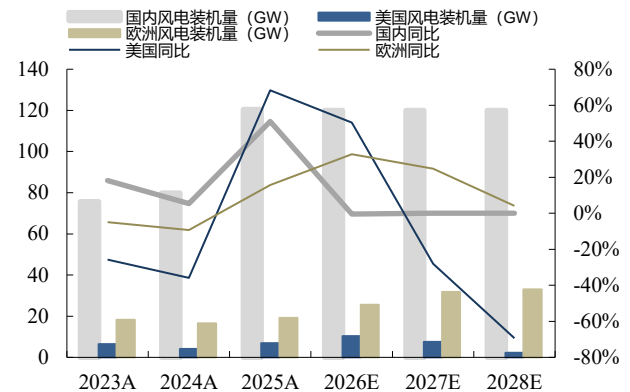
国内风光装机高位运行，欧美市场接棒增长。我们预计 2026 年全球光伏新增装机 558GW，同比下降 16%，其中中国、美国和欧洲分别新增 200、51 和 78GW，同比增速分别为-37%、19%和 20%，海外市场成为主要增量，预计 2028 年全球新增装机回升至 648GW。GWEC 预计 2026 年全球风电新增装机 165GW，同比增长 40%，其中中国、美国和欧洲分别新增 120、10.4 和 25.5GW，预计 2028 年全球新增装机增至 211.8GW。国内需求保持韧性、欧美装机提速，有望持续拉动新能源变压器及配套设备需求。

图16：中美欧光伏年度新增装机情况及预测



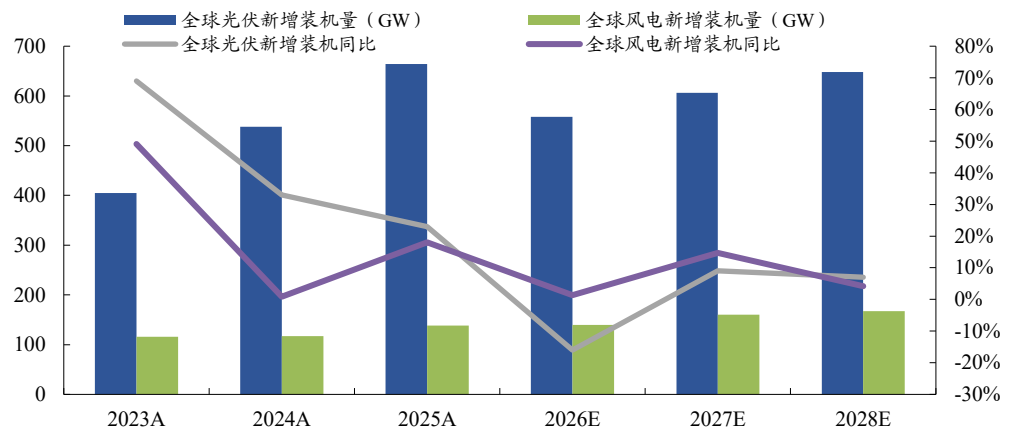
数据来源：国家能源局，BNEF，东吴证券研究所

图17：中美欧风电年度新增装机情况及预测



数据来源：GWEC，EIA，CWEA，东吴证券研究所

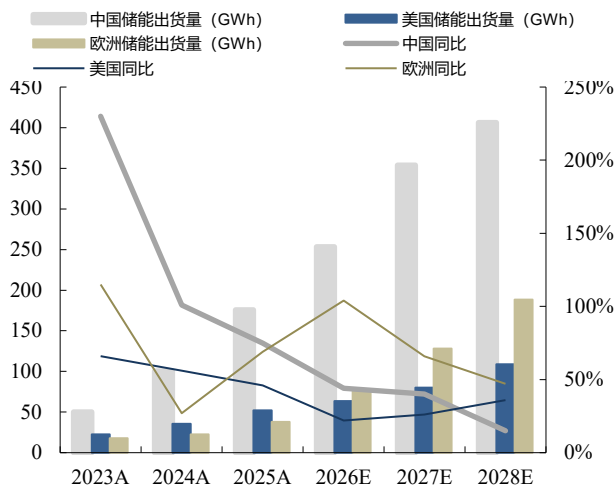
图18：全球风电光伏新增装机情况及预测



数据来源：BNEF，GWEC，东吴证券研究所

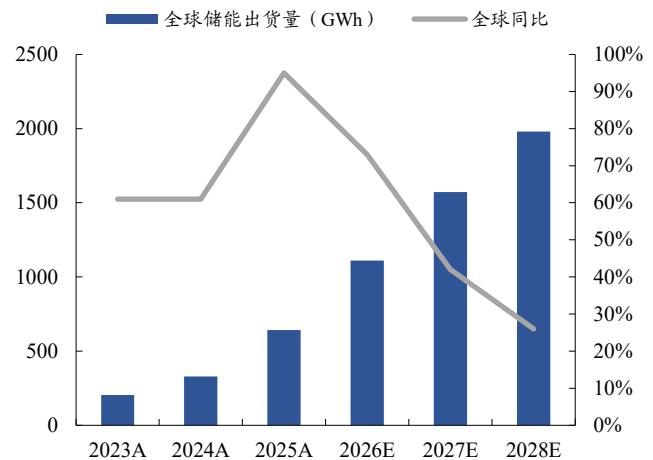
全球储能出货量高增，预计 26 年出货量将达 1111GWh。根据我们测算，2025 年全球储能出货量达 643GWh，同比+95%，26 年全球储能出货量将达 1111GWh，同比+73%，其中中美欧分别出货 253/64/77GWh，增速分别为 44%/22%/104%，26 年需求高度景气，出货超市场预期，且海外增速较快，我们预计后续将继续维持较高增速，28 年全球储能出货量将达 1981GWh，25-28 年 CAGR 达 46%。

图19：中美欧年度储能出货量情况及预测



数据来源：CPIA，鑫椤储能，东吴证券研究所

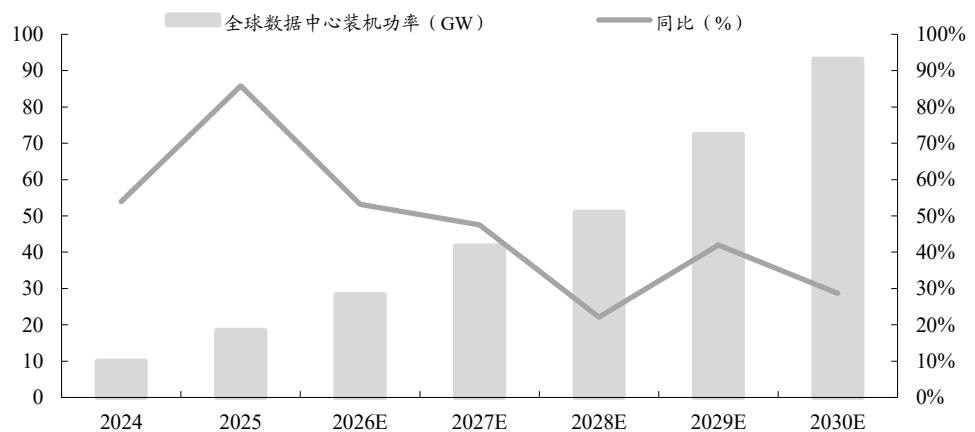
图20：全球储能年度出货量情况及预测



数据来源：BNEF，东吴证券研究所

**全球数据中心进入集中扩张期，电力设备需求有望持续高增。**根据我们测算，全球数据中心装机功率预计由2024年的10GW增至2030年的93GW，年均复合增速达45%，其中以北美为主。随着AIDC建设提速及单机柜功率密度提升，数据中心用电负荷快速增长，而美国电网高度紧张，CSP自建电源为大势所趋，有望持续拉动变压器、开关柜及成套供配电设备需求。

图21：全球数据中心装机情况及预测



数据来源：Semianalysis，麦肯锡，东吴证券研究所

**北美AIDC项目投资主体多为美国科技公司，其相关设备采购不受美国69kV以上变压器禁令限制，中国电力设备商将充分受益；**美国电网公司长期受美国变压器禁令限制，中国厂商无法出口高电压等级主变，而美国AIDC项目投资主体多为大型CSP，不受禁令限制，海外主流输变电设备订单多已排满、产能高度紧缺，而中国变压器企业具备产能充足、交付周期短、产品质量过硬的核心优势，有望依托AIDC客户的设备需求，实现北美市场的间接突破，开辟新的增长空间，实现国内高压变压器对美直接出口。

### 2.3. 新能源&AIDC 变压器市场空间测算

AIDC 变压器从低基数快速增长，总量上看新能源变压器增长空间更大。根据 GMI 数据，24 年全球变压器市场规模约 638 亿美元。根据以下假设，我们测算新能源&AIDC 变压器市场空间：

- 1) 光伏升压变单价 0.06 元/W，陆风、储能 0.08 元/W，海风 0.1 元/W；
- 2) 光伏、风电装机波动中整体稳定增长，AIDC、储能装机高增；
- 3) 配电端 2 倍冗余，主变 1.3 倍冗余；
- 4) 配电、主变变压器单价 0.1 元/W、0.12 元/W。

到 30 年，根据我们测算，AIDC 变压器总需求约 689 亿元，占总需求 10.3%，新能源则受益于乘数效应，变压器总需求约 1711 亿元，占总需求 25%，是变压器重要的下游市场。

表7：新能源、AIDC 市场空间测算

| 全球市场                     | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2029E       | 2030E        |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>发电侧</b>               |             |             |             |             |             |             |              |
| 1) 集中式光伏电站               |             |             |             |             |             |             |              |
| 新增光伏装机 (GW)              | 320         | 381         | 395         | 452         | 522         | 592         | 659          |
| yoy                      |             | 19%         | 4%          | 15%         | 15%         | 13%         | 11%          |
| 变压器装机容量 (GVA)            | 640         | 762         | 789         | 905         | 1044        | 1183        | 1318         |
| 光伏升压变单价 (亿元/GVA)         | 0.6         | 0.6         | 0.6         | 0.6         | 0.6         | 0.6         | 0.6          |
| <b>光伏装机带动变压器总需求 (亿元)</b> | <b>384</b>  | <b>457</b>  | <b>474</b>  | <b>543</b>  | <b>626</b>  | <b>710</b>  | <b>791</b>   |
| 2) 陆上风电场                 |             |             |             |             |             |             |              |
| 新增陆风装机 (GW)              | 109         | 155         | 178         | 187         | 193         | 200         | 212          |
| yoy                      |             | 42%         | 15%         | 5%          | 4%          | 3%          | 6%           |
| 变压器装机容量 (GVA)            | 218.6       | 310.6       | 356         | 373         | 386.6       | 399.8       | 423.6        |
| 陆风升压变单价 (亿元/GVA)         | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8          |
| <b>陆风装机带动变压器总需求 (亿元)</b> | <b>175</b>  | <b>248</b>  | <b>285</b>  | <b>298</b>  | <b>309</b>  | <b>320</b>  | <b>339</b>   |
| 3) 海上风电场                 |             |             |             |             |             |             |              |
| 新增海风装机 (GW)              | 8           | 9           | 18          | 27          | 26          | 25          | 33           |
| yoy                      |             | 16%         | 94%         | 48%         | -2%         | -3%         | 31%          |
| 变压器装机容量 (GVA)            | 16          | 18.6        | 36          | 53.2        | 52.4        | 50.8        | 66.6         |
| 海上风电升压变单价 (亿元/GVA)       | 1           | 1           | 1           | 1           | 1           | 1           | 1            |
| <b>海风装机带动变压器总需求 (亿元)</b> | <b>16</b>   | <b>19</b>   | <b>36</b>   | <b>53</b>   | <b>52</b>   | <b>51</b>   | <b>67</b>    |
| 4) 独立储能                  |             |             |             |             |             |             |              |
| 新增独立储能装机容量 (GW)          | 53          | 83          | 137         | 184         | 224         | 270         | 322          |
| yoy                      |             | 56%         | 65%         | 35%         | 22%         | 20%         | 19%          |
| 变压器装机容量 (GVA)            | 106         | 165         | 273         | 368         | 449         | 541         | 644          |
| 储能配套变压器单价 (亿元/GVA)       | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8         | 0.8          |
| <b>独立储能带动变压器总需求 (亿元)</b> | <b>85</b>   | <b>132</b>  | <b>218</b>  | <b>295</b>  | <b>359</b>  | <b>432</b>  | <b>515</b>   |
| <b>用电侧</b>               |             |             |             |             |             |             |              |
| AIDC                     |             |             |             |             |             |             |              |
| <b>AIDC带动变压器总需求 (亿元)</b> | <b>26</b>   | <b>51</b>   | <b>168</b>  | <b>270</b>  | <b>348</b>  | <b>519</b>  | <b>689</b>   |
| <b>全球变压器总市场规模 (亿元)</b>   | <b>4389</b> | <b>4878</b> | <b>5200</b> | <b>5543</b> | <b>5909</b> | <b>6299</b> | <b>6715</b>  |
| <b>新能源变压器合计市场空间 (亿元)</b> | <b>659</b>  | <b>857</b>  | <b>1013</b> | <b>1189</b> | <b>1347</b> | <b>1513</b> | <b>1711</b>  |
| 光伏占比                     | 9%          | 9%          | 9%          | 10%         | 11%         | 11%         | 12%          |
| 陆风占比                     | 4%          | 5%          | 5%          | 5%          | 5%          | 5%          | 5%           |
| 海风占比                     | 0.4%        | 0.4%        | 0.7%        | 1.0%        | 0.9%        | 0.8%        | 1.0%         |
| 储能占比                     | 1.9%        | 2.7%        | 4.2%        | 5.3%        | 6.1%        | 6.9%        | 7.7%         |
| <b>新能源变压器合计占比</b>        | <b>15%</b>  | <b>18%</b>  | <b>19%</b>  | <b>21%</b>  | <b>23%</b>  | <b>24%</b>  | <b>25%</b>   |
| <b>AIDC变压器占比</b>         | <b>0.6%</b> | <b>1.0%</b> | <b>3.2%</b> | <b>4.9%</b> | <b>5.9%</b> | <b>8.2%</b> | <b>10.3%</b> |

数据来源：GWEC，GMI，Semianalysis，东吴证券研究所，注：24 年全球变压器市场规模数据取自 GMI，汇率假设为 26 年初数据，1USD=6.88CNY)

3. 起于风电干变龙头，AI 时代多产品布局迎高速增长期

3.1. 深耕新能源领域多年，AIDC 推动公司订单快速增长

公司干式变压器主业积累深厚，新能源及多元工业场景构成稳定基本盘。公司长期深耕干式变压器领域，形成环氧树脂浇注干式变压器、VPI 干式变压器、电抗器、液浸式变压器及中低压成套开关设备等产品体系，应用场景覆盖风电、光伏、储能、轨交、工业配套、基础设施等领域。新能源场景对设备可靠性、环境适应性及定制化能力要求较高，公司已与 Vestas、GE、西门子歌美飒、金风科技、电气风电、东方风电、中国海装等客户建立长期合作关系，到 2025 年产品累计应用于超 233 个风电场、269 个光伏电站及 44 个城市 178 个轨交项目，项目经验和客户资源持续沉淀。

表8: 公司在新能源、轨交、工业领域积累深厚

| 应用领域    | 适配产品                          | 项目积累（截至25年底）                                |
|---------|-------------------------------|---------------------------------------------|
| 风电      | 干式变压器、液浸式变压器、电抗器等             | 产品累计应用于超233个风电场；覆盖陆上及海上风电等新能源发电场景，项目经验持续沉淀。 |
| 光伏      | 光伏干式变压器、箱式变电站、中低压成套开关设备等      | 产品累计应用于269个光伏电站；适配集中式、分布式等多类光伏配电需求。         |
| 储能      | 储能变流升压一体化设备、箱变、开关柜及配套电力设备等    | 产品可覆盖储能电站并网、升压及配电环节，与新能源场景形成协同拓展。           |
| 轨交      | 牵引整流变压器、能量回馈变压器、动力变压器等        | 产品覆盖44个城市178个轨交项目，具备复杂工况下的定制化供配电经验。         |
| 工业及基础设施 | 干式变压器、液浸式变压器、中低压成套开关设备、箱式变电站等 | 应用于工业企业电气配套、传统基础设施、传统发电及供电等多元场景，形成稳定基本盘。    |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

AIDC 需求打开公司主业新增量，数据中心供配电产品进入放量阶段。AI 算力需求提升推动数据中心建设及电力配套加速，公司变压器系列产品凭借低损耗、强过载、高可靠、满足长期负载要求等优势，截至 25 年底，已完成包括百度、阿里巴巴、中国移动、中国电信、中国联通等约 400 个数据中心项目。针对 AIDC 对功率密度、可靠性和电能质量的更高要求，公司专门研发数据中心配套干式变压器，具备高可靠、低损耗、强抗冲击、紧凑环保与智能运维等特性。2025 年公司 AIDC 及 IDC 等数据中心领域收入达 13.4 亿元，同比+196.8%；2026Q1 数据中心订单 17.4 亿元，同比+278.5%，在手订单 37.6 亿元，同比+116.7%，且海外订单占比较高，AIDC 有望成为公司主业的重要增量来源。

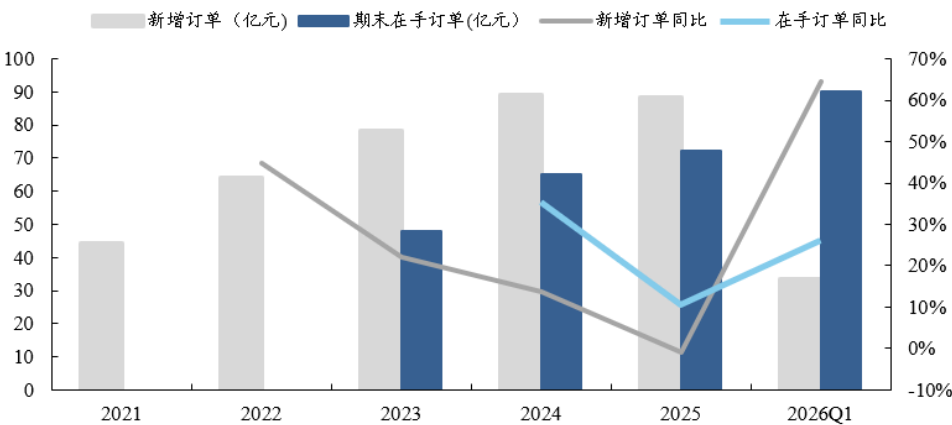
表9：公司 AIDC 业务积淀深厚

| 数据中心客户积累                                                                                                                                                                                                                                  | 相关产品及适配环节                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 产品形态                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| <p>AIDC/IDC客户与运营商积累</p> <div><div>ByteDance</div><div>Baidu</div><div>Alibaba</div><div>HUAWEI</div><div>5G+中国移动</div><div>中国电信</div><div>中国联通</div></div> <p>2025年AIDC/IDC收入<br/>13.4亿元，同比+196.8%</p> <p>2026Q1数据中心订单17.4亿元，在手37.6亿元</p> | <p>数据中心用干式变压器</p> <ul style="list-style-type: none"><li>低损耗、低噪声、低局放，满足数据中心长期稳定供电要求</li><li>产品体系覆盖环氧树脂浇注、VPI等干变系列</li></ul> <p>AIDC模块化电源装备</p> <ul style="list-style-type: none"><li>以电力模块为核心，集成变压器、开关柜及监控等功能</li><li>支持工厂预制、现场快速部署，适配高功率密度AIDC</li></ul> <p>开关柜、箱变系列产品</p> <ul style="list-style-type: none"><li>覆盖中低压成套开关设备、箱式变电站等配电环节</li><li>与变压器产品组合形成数据中心供电解决方案</li></ul> | <p>环氧树脂浇注干式变压器</p> <p>数据中心一体化电源/电力模块</p> <p>中低压开关柜及箱式变电站</p> |

数据来源：公司公告、公司官网，东吴证券研究所

订单高增验证下游需求景气，公司收入增长确定性进一步增强。2025 年公司新增订单达 88.3 亿元，年末在手订单 72.1 亿元，同比+10.7%；2026Q1 新增订单 33.4 亿元，同比+64.5%，期末在手订单 90.0 亿元，同比+26.0%。在新能源等传统领域保持订单稳健增长的同时，数据中心等高景气场景推动公司订单储备持续夯实，产品由单一设备供应向变压器、成套开关设备及模块化电源解决方案协同拓展，为后续收入确认和盈利增长提供支撑。

表10：公司订单加速增长、在手订单持续增加



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

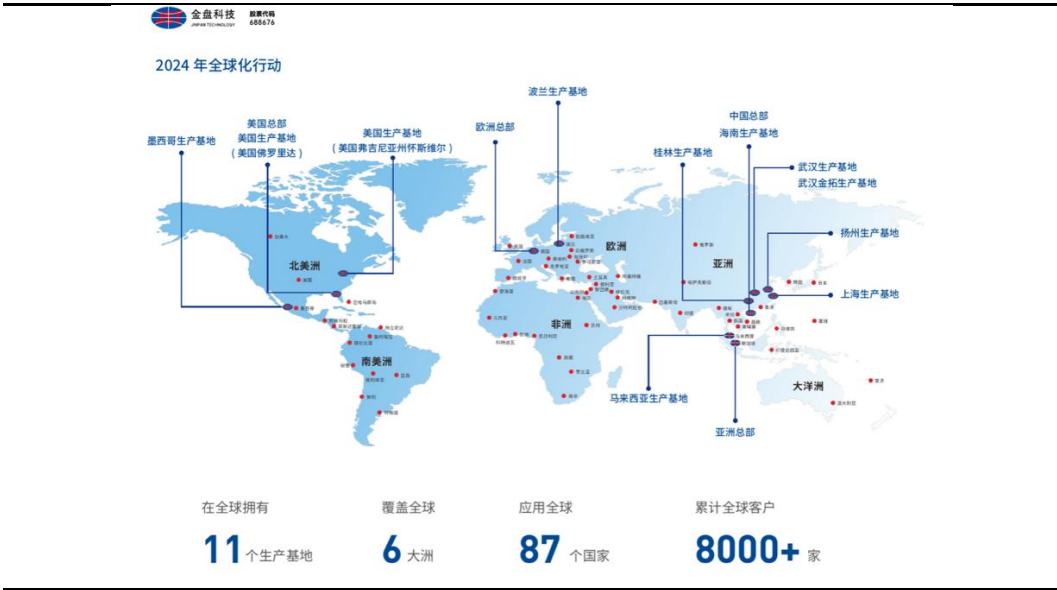
3.2. 扎根北美多年渠道优势显著，海外产能投产加速订单获取

北美深耕二十余年，公司海外竞争力由单一产品出口升级为本地化营销、认证准入与产品适配的综合能力。公司早在 1998 年即设立美国子公司 JST USA，长期承担境外市场尤其美国市场客户开拓、维护及销售服务职能，并在美国、中国香港、德国、新加



坡设有海外营销中心，覆盖美洲、欧洲、亚太等主要区域。北美市场对能效标准、安全认证、产品可靠性及本地响应能力要求较高，公司产品已取得美国 UL、欧盟 CE、英国 UKCA、DNV、TUV 等多项国际认证，依托长期客户积累和认证壁垒，截至 25 年底，公司产品已覆盖全球 87 个国家，应用于超过 600 个境外发电站项目，AIDC 业务为国内少有的具备直接对接北美大型 CSP 能力的厂商，海外市场从渠道型出口逐步进入品牌、认证和本地服务共同驱动阶段。

图22：公司的全球布局（截至 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**海外产能布局加速落地，全球化交付能力进一步提升。**公司 2021 年即在美国佛罗里达州奥兰多建成中压开关柜生产基地，具备年产 600 台开关柜及 240 台断路器的能力，并作为变压器业务的北美工程、营销及项目管理中心；弗吉尼亚州油浸式变压器制造基地已于 2026 年开业，当年目标交付约 150 台，2027 年产能目标提升至 1,000 台。同时公司已完成墨西哥基地扩建，铸树脂干式变压器及 VPI 干式变压器年产能分别达 1800 台和 500 台，并通过 Shelter 模式服务美国市场。2025 年马来西亚箱式变压器工厂正式投产，首年规划产能 700 台、2026 年目标提升至 3,500 台，进一步完善面向东南亚及北美市场的供应体系。随着海外产能爬坡、本地制造能力扩充及客户认证持续推进，公司有望凭借更短的交付半径和更强的供应链韧性，海外业务进一步加速开展。

表11：公司的海外生产基地布局

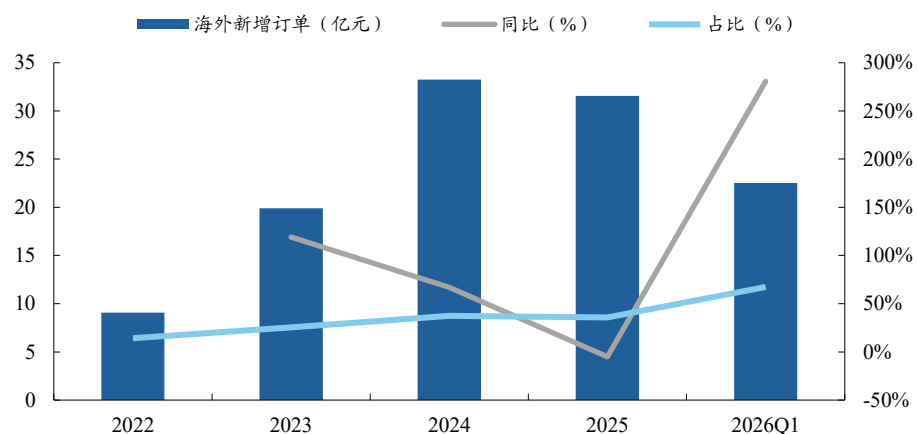
| 基地      | 产品类型     | 年产能    | 扩产规划                                 |
|---------|----------|--------|--------------------------------------|
| 墨西哥     | 铸树脂干式变压器 | 1,800台 | -                                    |
|         | VPI干式变压器 | 500台   | -                                    |
| 马来西亚    | 箱式变压器    | 700台   | 2026年扩至3500台                         |
| 美国-弗吉尼亚 | 油浸式变压器   | 150台   | 2026年目标交付约150台，<br>2027年起年产能目标1,000台 |
| 美国-奥兰多  | 开关柜      | 600台   | 600台                                 |
|         | 断路器      | 240台   | 240台                                 |
| 波兰      | 生产/交付布局  | -      | -                                    |

数据来源：公司公告，JST 官网，businesswire，东吴证券研究所

**品牌力与海外布局双驱动，推动海外订单快速增长，其中 AIDC 订单快速增加。**2025 年年底，公司与海外客户 F 签订 0.99 亿美元 AIDC 项目订单，折合人民币 6.96 亿元（汇率为 25 年底数据，1USD=7.0348RMB），数据中心大单实现突破，2025 年整体外销在手订单 34.9 亿元，占整体在手订单比例 48.4%。进入 2026 年，海外需求进一步加速释放，2026Q1 公司海外新增订单 22.5 亿元，同比+280.7%，占新签订单比例 67.3%，期末海外在手订单 51.4 亿元，同比+82.5%，占总在手订单 57.1%，我们预计下游客户均以 AIDC 为主，随着北美数据中心需求的逐步放量以及自建电源所带来的更多的增量需求，AIDC 市场将成为公司重要的增长来源。

**海外实现高压主变交付突破，卡位最紧缺环节打开远期成长空间。**公司首次获得海外 CSP 345kV 主变订单后于 2025 年正式实现交付，完成了从配电变压器供应商向主变供应商的拓展，高压主变相较于配变更为紧缺、出海难度更大、价值量和利润更高，公司此次成功交付，我们认为可树立为公司在海外的标杆项目，在北美电网高度紧张及 CSP 自建电源的背景下，电力变将为公司带来更大的发展空间。

图23：公司的海外订单情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 基于技术积累率先发布 SST 产品，打造全新增长极

产品矩阵从现有电力装备全面拓展，致力于成为 AIDC 端到端电源集成解决方案供应商。“十五五”期间，公司将围绕 AIDC 产业链，推出固态变压器、高压直流电源、电力模块等新一代产品，核心部件均为自主研发，致力于构筑起公司在 AIDC 产业链上的根本护城河。公司战略目标致力于从单一设备供应商跃升为 AIDC 端到端电源集成解决方案的引领者，为客户提供从高压到低压、从交流到直流、从供电到储能的一站式解决方案。

变压器、高频磁性器件及大功率电力电子能力协同，构筑公司 AIDC 研发与产业化基础。SST、HVDC 等同时涉及高频磁性元件、电力电子拓扑、功率器件、绝缘散热及数字控制等多学科技术，公司可充分复用传统主业及储能业务的技术积累：1) 公司长期

深耕变压器，在电磁设计、绝缘材料、绕组工艺、热管理及制造测试等环节积累深厚；2）公司长期生产非晶合金变压器并实现自产非晶合金，非晶合金为高频变压器关键磁芯材料，公司因此在高频变压器上有先发优势，为少有的能够自产高频变压器的 SST 整机厂商，峰值效率达到 99.7%以上；3）公司在高压级联储能产品研发中形成大功率电力电子、控制算法及绝缘散热能力，并掌握 SiC 模块并联驱动及低杂散电感应用技术，能够改善器件均流、高频振荡、关断尖峰及热集中等问题。

图24：非晶合金为高频变压器的重要磁芯材料之一

| 电磁特性           | 铁氧体    | 非晶合金  | 纳米晶    |
|----------------|--------|-------|--------|
| 饱和磁密 / T       | 0.5    | 1.56  | 1.23   |
| 导磁率 /(H/m)     | 2000   | 20000 | 30000  |
| 电阻率 /(μΩ·cm)   | 100000 | 130   | 80     |
| 居里温度 /°C       | 200    | 415   | 570    |
| 工作频率 /kHz      | 10~400 | 5~10  | 10~100 |
| 磁阻伸缩系数         | 4      | 22    | 2      |
| 单位损耗 /(mW/cm³) | 63.6   | 107.7 | 9.6    |

数据来源：《高频变压器技术研究综述》，东吴证券研究所

元神 ONE 系列 SST 正式发布，依托 AIDC 项目经验与海外大客户合作基础，有望快速推进验证。2026 年 1 月，公司在香港正式发布元神 ONE 系列 SST，为国内率先发布 SST 的厂商之一，产品容量达到 2.4MW、效率超过 98%，占地面积较传统方案缩减 60%以上，并已入选 2025 年度海南省先进装备制造首台套项目。公司此前在 AIDC 领域项目经验与海外客户资源积累深厚，依托既有业务基础，我们认为公司 SST 产品有望加速挂网验证与市场导入。

图25：公司发布的元神 ONE 系列 SST 产品

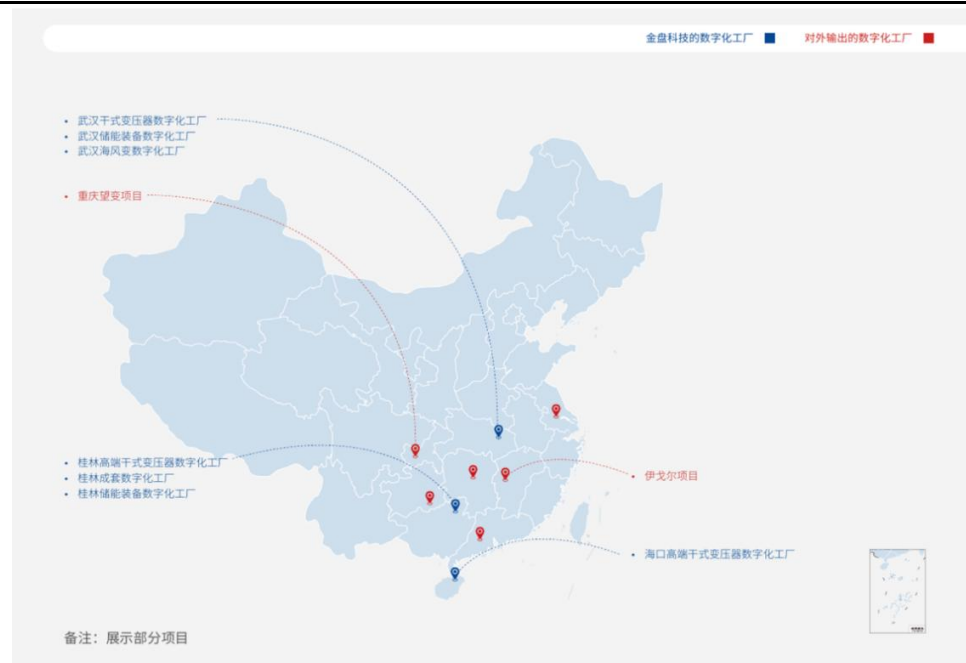


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.4. 数字化工厂建设进一步赋能生产，发行可转债扩产锚定未来增长

**数字化制造构筑柔性生产壁垒，对内提效与对外输出协同发展。** 公司自 2013 年启动数字化转型，截至 2025 年 12 月 31 日已在海口、桂林及武汉建成 7 座数字化工厂，覆盖高端干式变压器、成套设备、储能装备及海上风电变压器等产品。其中，海口首座高端干式变压器数字化工厂投运后，产能及人均产出额分别提升 124% 和 136%，用电及用水强度分别下降 52% 和 66%，数字化制造在提升柔性生产、质量稳定性及成本控制方面的成效逐步兑现。在内部实践基础上，公司进一步将数字化工厂建设能力向外输出，并落地重庆望变、伊戈尔等项目，截至 24 年底累计订单超过 8 亿元，2025 年数字化整体解决方案实现收入 1.2 亿元。公司同时加速由数字化制造向 AI Factory 升级，2025 年以自研 HVDC 产品正式点亮金盘科技 AI Factory 智慧工厂，形成电力装备产品研发、内部应用验证与数字化解决方案输出的协同闭环。

图26：公司数字化工厂的落地项目



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**布局非晶合金以支撑变压器制造，公司制造能力逐步向上游带材及铁芯延伸。** 公司在非晶合金干式及液浸式变压器的设计、生产和应用方面积累深厚，并持续推进非晶带材、平面叠铁芯及立体卷铁芯的自主研发。2025 年 3 月，公司建成首条非晶合金铁芯试验线，6 月开始小批量生产，主要用于现有非晶干式变压器内部配套；2026 年初，非晶带材产线实现一次投产成功。公司已掌握非晶带材配方、单辊快淬及连续化生产等核心技术，产品具备宽温域、低损耗及定制化开发能力，可根据铁芯能效、损耗和尺寸要求调整材料配方与生产工艺。随着自产能力持续完善，公司有望打通“非晶带材—非晶铁芯—高效节能变压器”制造链条，强化核心材料供应保障并降低非晶变压器生产成本。

**可转债扩产聚焦 AIDC 与变压器产品，核心产品产能进一步完善。** 公司 2025 年发

行可转债募集资金 16.7 亿元，重点投向数据中心电源模块、VPI 变压器、高效节能液浸式变压器及非晶合金铁芯等方向。其中，桐乡数据中心电源模块等成套系列产品数字化工厂规划新增数据中心电源模块等成套产品 1,200 套/年，并配套中低压开关设备 1.9 万台/年；桐乡 VPI 变压器数字化工厂规划新增产能 410 万 kVA/年；武汉非晶合金铁芯及立体卷铁芯液浸式变压器车间智能化改造项目规划新增液浸式变压器产能 1,578 万 kVA/年；邵阳非晶合金铁芯数字化工厂规划新增铁芯产能 3 万吨/年。随着募投项目逐步落地，公司将进一步完善 AIDC 成套、干式变压器、液浸式变压器及核心材料产能布局，为高增长订单交付和产品结构升级提供支撑。

**表12：公司的 25 年可转债募投项目**

| 项目                        | 基地 | 产品/方向       | 新增产能       | 项目投资（亿元） |
|---------------------------|----|-------------|------------|----------|
| 数据中心电源模块等成套系列产品数字化工厂      | 桐乡 | 数据中心电源模块/成套 | 1200套/年    | 2.29     |
| VPI变压器数字化工厂               | 桐乡 | VPI变压器      | 410万kVA/年  | 2.95     |
| 非晶合金铁芯及立体卷铁芯液浸式变压器车间智能化改造 | 武汉 | 液浸式变压器      | 1578万kVA/年 | 1.93     |
| 非晶合金铁芯数字化工厂               | 邵阳 | 非晶合金铁芯      | 30000吨/年   | 5.41     |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026 至 2028 年营业收入分别为 86.02/101.76/125.24 亿元，同比增长 17.91%/18.29%/23.08%，综合毛利率分别为 26.04%/27.42%/28.59%。分业务来看：

**变压器：**全球电网更新、风光装机扩容、北美 AIDC 算力建设三重驱动下，公司海外基地产能持续爬坡，加速开展海外业务，盈利能力持续改善，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 58.22/71.52/89.50 亿元，同比+21.54%/+22.84%/+25.14%，毛利率分别为 31.5%/33.0%/34.0%。

**开关柜：**全球风电新增装机稳步上行支撑收入稳定增长，同时产线成熟成本稳定，毛利率保持稳定，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 4.94/5.19/5.45 亿元，同比+5%/+5%/+5%，毛利率分别为 18.5%/18.5%/18.5%。

**箱式变电站：**全球光伏新增装机持续扩容成为核心增长动力，收入持续增长，盈利能力也保持稳定，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 10.49/11.01/11.56 亿元，同比+10%/+5%/+5%，毛利率分别为 19%/19%/19%。

**电力电子：**新能源电站配套需求快速爆发，海外风光储项目拉动板块高速增长，毛利率保持高位，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 0.71/0.85/3.81 亿元，同比+20%/+20%/+350%，毛利率分别为 25%/25%/25%。

**储能：**在手未交付订单充足，新增储能订单持续落地，海内外储能装机高增打开长期成长空间，毛利率保持稳定，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 7.45/8.94/10.73 亿元，同比+20%/+20%/+20%，毛利率分别为 8%/8%/9%。

**数字化工厂：**新增客户拓展节奏放缓，存量订单集中交付完毕后增量有限，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 1.18/1.06/0.85 亿元，同比+5%/-10%/-20%，毛利率分别为 32%/30%/30%。

**其他：**自持光伏电站电费现金流稳定，业务模式成熟波动较小，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 3.03/3.19/3.35 亿元，同比+5%/+5%/+5%，毛利率分别为 11.5%/11.5%/11.5%。

表13: 盈利预测拆分（分产品）

|                          | 2024A   | 2025A   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>变压器（含干变、干式电抗器、油变）</b> |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 40.28   | 47.90   | 58.22  | 71.52  | 89.50  |
| YoY                      | -1.59%  | 18.93%  | 21.54% | 22.84% | 25.14% |
| 毛利率                      | 28.5%   | 31.0%   | 31.5%  | 33.0%  | 34.0%  |
| 毛利（亿元）                   | 11.49   | 14.85   | 18.34  | 23.60  | 30.43  |
| <b>开关柜（主要下游：风电、建筑配电）</b> |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 6.73    | 4.71    | 4.94   | 5.19   | 5.45   |
| YoY                      | -5%     | -30%    | 5%     | 5%     | 5%     |
| 毛利率                      | 18.5%   | 18.5%   | 18.5%  | 18.5%  | 18.5%  |
| 毛利（亿元）                   | 1.24    | 0.87    | 0.91   | 0.96   | 1.01   |
| <b>箱式变电站（主要下游：风光轨交）</b>  |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 12.47   | 9.54    | 10.49  | 11.01  | 11.56  |
| YoY                      | 22.14%  | -23.53% | 10.00% | 5.00%  | 5.00%  |
| 毛利率                      | 19.0%   | 19.0%   | 19.0%  | 19.0%  | 19.0%  |
| 毛利（亿元）                   | 2.37    | 1.80    | 1.99   | 2.09   | 2.20   |
| <b>电力电子（逆变器、SVG等）</b>    |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 0.45    | 0.59    | 0.71   | 0.85   | 3.81   |
| YoY                      | 10%     | 30%     | 20%    | 20%    | 350%   |
| 毛利率                      | 25.0%   | 25.0%   | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 毛利（亿元）                   | 0.11    | 0.15    | 0.18   | 0.21   | 0.95   |
| <b>产品类业务合计</b>           |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 59.92   | 62.73   | 74.36  | 88.57  | 110.32 |
| YoY                      | 2.21%   | 4.69%   | 18.53% | 19.11% | 24.56% |
| 毛利率                      | 25.4%   | 28.2%   | 28.8%  | 30.3%  | 31.4%  |
| 毛利（亿元）                   | 15.22   | 17.67   | 21.42  | 26.87  | 34.59  |
| <b>储能</b>                |         |         |        |        |        |
| 收入合计（亿元）                 | 5.23    | 6.21    | 7.45   | 8.94   | 10.73  |
| YoY                      | 26.33%  | 19%     | 20%    | 20%    | 20%    |
| 毛利率                      | 11.20%  | 7.56%   | 8.00%  | 8.00%  | 9.00%  |
| 毛利（亿元）                   | 0.59    | 0.47    | 0.60   | 0.72   | 0.97   |
| <b>数字化工厂</b>             |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 1.23    | 1.12    | 1.18   | 1.06   | 0.85   |
| YoY                      | 74.11%  | -9%     | 5%     | -10%   | -20%   |
| 毛利率                      | 15.61%  | 32.01%  | 32.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利（亿元）                   | 0.19    | 0.36    | 0.38   | 0.32   | 0.25   |
| <b>其他（安装工程+光伏电站+其他）</b>  |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 2.62    | 2.89    | 3.03   | 3.19   | 3.35   |
| YoY                      | -18.00% | 10.31%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 毛利率                      | 29.94%  | 11.01%  | 11.50% | 11.50% | 11.50% |
| 毛利（亿元）                   | 0.78    | 0.32    | 0.35   | 0.37   | 0.38   |
| <b>合计</b>                |         |         |        |        |        |
| 收入（亿元）                   | 69.01   | 72.95   | 86.02  | 101.76 | 125.24 |
| YoY                      | 3.50%   | 5.72%   | 17.91% | 18.29% | 23.08% |
| 毛利率                      | 24.32%  | 25.85%  | 26.04% | 27.42% | 28.59% |
| 毛利（亿元）                   | 16.78   | 18.86   | 22.40  | 27.90  | 35.81  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

公司为国内干式变压器龙头，海外与 AIDC 业务进入加速放量期，我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.9/12.6/17.1 亿元，同比+35%/+41%/+36%，与此前预测基本一致，对应 PE 分别为 36x/26x/19x。公司主营业务为变压器及输配电设备，选取伊戈尔、思源电气和白云电器作为可比公司，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 28x/19x/13x。考虑到公司深耕北美市场多年，相较于可比公司在北美具有更强的品牌效益、具备明显的直销渠道优势，海外订单及本地化产能加速兑现，同时充分受益于 AIDC

供配电需求增长，SST 业务打开长期成长空间，维持“买入”评级。

表14：可比公司估值（截至 2026 年 8 月 10 日）

| 代码        | 名称   | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元/股) | 归母净利润 (亿元) |       |       | EPS (元/股) |       |       | PE    |       |       | 投资评级 | 预测来源 |
|-----------|------|-------------|-------------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|           |      |             |             | 2026E      | 2027E | 2028E | 2026E     | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |      |      |
| 002922.SZ | 伊戈尔  | 111         | 26.29       | 4.8        | 7.4   | 11.8  | 1.1       | 1.7   | 2.8   | 23.2  | 15.1  | 9.4   | 买入   | 东吴   |
| 002028.SZ | 思源电气 | 1,295       | 165.42      | 42.1       | 58.8  | 80.6  | 5.4       | 7.5   | 10.3  | 30.8  | 22.0  | 16.1  | 买入   | 东吴   |
| 603861.SH | 白云电器 | 67          | 12.47       | 2.3        | 3.5   | 5.6   | 0.4       | 0.6   | 1.0   | 29.4  | 19.3  | 12.1  | 买入   | 东吴   |
| 平均值       |      | -           | -           | -          | -     | -     | -         | -     | -     | 27.8  | 18.8  | 12.5  | -    | -    |
| 688676.SH | 金盘科技 | 322         | 70.00       | 8.9        | 12.6  | 17.1  | 1.9       | 2.7   | 3.7   | 36.3  | 25.6  | 18.8  | 买入   | 东吴   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

**全球电网建设投资不及预期。**公司核心产品主要配套电网、新能源电站与 AI 算力中心，若国内外项目推进节奏低于预期，下游设备采购需求收缩，将直接压制公司订单与收入增长，对业绩形成负面影响。

**海外地缘与贸易政策风险。**公司海外业务占比持续提升，若海外出台关税壁垒、设备准入新规、地缘摩擦等限制性政策，将导致海外订单落地与收入确认进度受阻，拖累海外板块业绩表现。

**原材料价格波动风险。**公司原材料成本占主营业务成本比重较高，若原材料涨价且公司未能向下游转嫁成本，将压缩各板块毛利率，削弱盈利水平。

**海外项目交付与产能建设不及预期风险。**公司美国、墨西哥、马来西亚等海外基地仍处于产能爬坡阶段，若海外工厂产能释放进度滞后，或是海外风电、数据中心项目推进不及预期，在手订单交付节奏放缓，收入确认将延后，业绩释放存在不确定性。

**研发成果不及预期风险。**公司持续布局固态变压器等多项前沿产品研发，研发投入持续增加。若研发成果不及预期，将导致公司主要产品失去技术优势、市场竞争力下降最终导致市场份额下降。

金盘科技三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 利润表(百万元)        | 2025A        | 2026E        | 2027E         | 2028E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>9,515</b>  | <b>11,837</b> | <b>14,428</b> | <b>17,718</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>7,295</b> | <b>8,602</b> | <b>10,176</b> | <b>12,524</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 2,839         | 3,795         | 4,651         | 6,063         | 营业成本(含金融类)      | 5,409        | 6,363        | 7,386         | 8,944         |
| 经营性应收款项          | 3,316         | 3,821         | 4,787         | 5,753         | 税金及附加           | 42           | 43           | 51            | 63            |
| 存货               | 2,590         | 3,450         | 3,977         | 4,797         | 销售费用            | 322          | 361          | 407           | 476           |
| 合同资产             | 452           | 406           | 640           | 718           | 管理费用            | 380          | 439          | 509           | 614           |
| 其他流动资产           | 319           | 364           | 373           | 387           | 研发费用            | 356          | 404          | 468           | 564           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,876</b>  | <b>3,131</b>  | <b>3,360</b>  | <b>3,392</b>  | 财务费用            | 59           | 28           | 14            | 23            |
| 长期股权投资           | 54            | 54            | 54            | 54            | 加:其他收益          | 96           | 77           | 51            | 48            |
| 固定资产及使用权资产       | 1,845         | 2,140         | 2,419         | 2,581         | 投资净收益           | 10           | 11           | 14            | 16            |
| 在建工程             | 279           | 282           | 275           | 190           | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 无形资产             | 259           | 217           | 173           | 128           | 减值损失            | (112)        | (93)         | (50)          | (60)          |
| 商誉               | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产处置收益          | (1)          | 1            | 1             | 1             |
| 长期待摊费用           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>营业利润</b>     | <b>718</b>   | <b>960</b>   | <b>1,357</b>  | <b>1,847</b>  |
| 其他非流动资产          | 439           | 439           | 439           | 439           | 营业外净收支          | 4            | 4            | 5             | 5             |
| <b>资产总计</b>      | <b>12,391</b> | <b>14,968</b> | <b>17,787</b> | <b>21,110</b> | <b>利润总额</b>     | <b>723</b>   | <b>964</b>   | <b>1,362</b>  | <b>1,852</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>4,518</b>  | <b>5,744</b>  | <b>6,261</b>  | <b>8,327</b>  | 减:所得税           | 69           | 83           | 116           | 156           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,170         | 678           | 678           | 678           | <b>净利润</b>      | <b>654</b>   | <b>881</b>   | <b>1,246</b>  | <b>1,696</b>  |
| 经营性应付款项          | 2,471         | 2,967         | 3,941         | 5,538         | 减:少数股东损益        | (5)          | (6)          | (9)           | (13)          |
| 合同负债             | 522           | 1,718         | 1,206         | 1,580         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>660</b>   | <b>888</b>   | <b>1,255</b>  | <b>1,709</b>  |
| 其他流动负债           | 355           | 381           | 435           | 531           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.43         | 1.93         | 2.73          | 3.72          |
| 非流动负债            | 2,652         | 2,802         | 4,029         | 3,819         | EBIT            | 749          | 992          | 1,355         | 1,865         |
| 长期借款             | 920           | 1,070         | 1,100         | 1,130         | EBITDA          | 995          | 1,244        | 1,636         | 2,165         |
| 应付债券             | 1,417         | 1,417         | 2,614         | 2,374         | 毛利率(%)          | 25.85        | 26.04        | 27.42         | 28.59         |
| 租赁负债             | 43            | 43            | 43            | 43            | 归母净利率(%)        | 9.04         | 10.32        | 12.34         | 13.65         |
| 其他非流动负债          | 272           | 272           | 272           | 272           | 收入增长率(%)        | 5.71         | 17.92        | 18.29         | 23.08         |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,170</b>  | <b>8,546</b>  | <b>10,289</b> | <b>12,146</b> | 归母净利润增长率(%)     | 14.82        | 34.59        | 41.41         | 36.17         |
| 归属母公司股东权益        | 5,230         | 6,438         | 7,523         | 9,003         |                 |              |              |               |               |
| 少数股东权益           | (10)          | (16)          | (25)          | (38)          |                 |              |              |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>5,221</b>  | <b>6,422</b>  | <b>7,498</b>  | <b>8,964</b>  |                 |              |              |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>12,391</b> | <b>14,968</b> | <b>17,787</b> | <b>21,110</b> |                 |              |              |               |               |

| 现金流量表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E   | 2028E | 重要财务与估值指标      | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|---------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 601   | 1,540 | 368     | 2,253 | 每股净资产(元)       | 10.96 | 12.43 | 14.60 | 17.54 |
| 投资活动现金流    | (387) | (781) | (490)   | (310) | 最新发行在外股份(百万股)  | 460   | 460   | 460   | 460   |
| 筹资活动现金流    | 2,044 | (92)  | 978     | (531) | ROIC(%)        | 9.20  | 9.86  | 11.50 | 13.60 |
| 现金净增加额     | 2,260 | 666   | 856     | 1,412 | ROE-摊薄(%)      | 12.61 | 13.79 | 16.68 | 18.99 |
| 折旧和摊销      | 246   | 252   | 281     | 300   | 资产负债率(%)       | 57.86 | 57.09 | 57.85 | 57.54 |
| 资本开支       | (380) | (502) | (504)   | (326) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 48.80 | 36.26 | 25.64 | 18.83 |
| 营运资本变动     | (419) | 258   | (1,268) | 127   | P/B(现价)        | 6.39  | 5.63  | 4.80  | 3.99  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>