证券研究报告

2026 年 11 月 09 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

# 海外变压器订单拓展，供电方案布局深化

## —白云电器（603861.SH）公司事件点评报告

**买入(维持)**

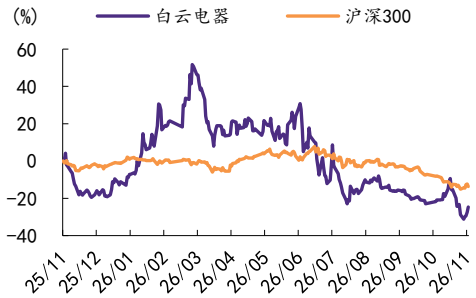

分析师：张涵 S1050521110008

zhanghan3@cfsc.com.cn


**基本数据** 2026-11-06

| | |
|---|---|
| 当前股价（元） | 10.35 |
| 总市值（亿元） | 56 |
| 总股本（百万股） | 541 |
| 流通股本（百万股） | 529 |
| 52 周价格范围（元） | 9.55-21.24 |
| 日均成交额（百万元） | 310.2 |

**市场表现**




资料来源：Wind，华鑫证券研究

**相关研究**

1、《白云电器（603861）：电网订单稳步拓展，出海与算力供电培育增量》2026-09-24

## 事件

**白云电器发布 2026 年第三季度报告，第三季度实现营业收入 14.76 亿元，同比增长 21.03%，归母净利润 0.66 亿元，同比下降 3.16%，扣非归母净利润 0.60 亿元，同比增长 3.29%。**

## 投资要点

### 三季度毛利率回落，盈利表现有所分化

三季度公司综合毛利率 17.57%，同比下降 3.44 个百分点。三季度归母净利率 4.45%，同比下降 1.11 个百分点。前三季度经营活动现金流量净额-4.43 亿元，比上年同期增加 1.58 亿元。前三季度扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增长 2.49%。

### 海外高电压变压器订单拓展，制造交付能力提升

公司半年报披露，变压器业务在北美市场中标美国得州与俄亥俄州项目，合计 8 台 138kV 变压器，并落地约旦、智利及马来西亚等市场项目。国内方面，公司产品覆盖电网、新能源与储能项目。我们认为，较高电压等级产品的海外项目履历可以支撑后续市场开拓，多地区交付将丰富客户与订单结构。

### 全系列配电产品积累，智算供电方案向新架构拓展

公司产品链覆盖变压器、开关设备、母线及电力电子产品，可向数据中心提供供配电系统方案。半年报披露，公司正基于已有 750V 直流配电实践，研发适用于 SST 与 800V 直流架构的关键产品。我们看好既有配电产品与系统工程经验的协同，新架构方案研发为拓展高功率密度智算场景提供技术储备。

### 盈利预测

预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 53.81、64.40、79.16 亿元，EPS 分别为 0.47、0.69、1.06 元，当前股价对应 PE 分别为 22、15、10 倍。我们看好海外高电压等级变压器项目拓展及数据中心供配电方案布局，维持“买入”评级。

### 风险提示

海外订单履约不及预期，原材料价格上涨，新型供电产品研

公司研究

发不及预期，应收账款回收不及预期。

| 预测指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入（百万元） | 4,928 | 5,381 | 6,440 | 7,916 |
| 增长率（%） | -1.1% | 9.2% | 19.7% | 22.9% |
| 归母净利润（百万元） | 204 | 252 | 372 | 575 |
| 增长率（%） | 4.0% | 23.4% | 47.8% | 54.4% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.38 | 0.47 | 0.69 | 1.06 |
| ROE（%） | 4.9% | 5.7% | 8.0% | 11.2% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产：** | | | | |
| 现金及现金等价物 | 561 | 745 | 911 | 1,193 |
| 应收款 | 2,177 | 2,433 | 2,823 | 3,362 |
| 存货 | 2,157 | 2,289 | 2,621 | 3,069 |
| 其他流动资产 | 1,031 | 1,008 | 1,124 | 1,283 |
| 流动资产合计 | 5,926 | 6,474 | 7,479 | 8,906 |
| **非流动资产：** | | | | |
| 金融类资产 | 254 | 254 | 254 | 254 |
| 固定资产 | 1,910 | 1,869 | 1,877 | 1,909 |
| 在建工程 | 16 | 56 | 76 | 96 |
| 无形资产 | 382 | 363 | 345 | 328 |
| 长期股权投资 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| 其他非流动资产 | 2,267 | 2,267 | 2,267 | 2,267 |
| 非流动资产合计 | 4,796 | 4,776 | 4,786 | 4,821 |
| 资产总计 | 10,721 | 11,250 | 12,265 | 13,727 |
| **流动负债：** | | | | |
| 短期借款 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 应付账款、票据 | 3,411 | 3,674 | 4,251 | 5,029 |
| 其他流动负债 | 821 | 821 | 821 | 821 |
| 流动负债合计 | 5,204 | 5,543 | 6,271 | 7,284 |
| **非流动负债：** | | | | |
| 长期借款 | 1,259 | 1,259 | 1,259 | 1,259 |
| 其他非流动负债 | 58 | 58 | | 58 |
| 非流动负债合计 | 1,317 | 1,317 | 1,317 | 1,317 |
| 负债合计 | 6,521 | 6,860 | 7,588 | 8,601 |
| **所有者权益** | | | | |
| 股本 | 541 | 541 | 541 | 541 |
| 股东权益 | 4,200 | 4,390 | 4,676 | 5,125 |
| 负债和所有者权益 | 10,721 | 11,250 | 12,265 | 13,727 |

| 现金流量表 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 224 | 252 | 372 | 575 |
| 少数股东权益 | 20 | 25 | 37 | 57 |
| 折旧摊销 | 119 | 210 | 205 | 205 |
| 公允价值变动 | 0 | -5 | -5 | -3 |
| 营运资金变动 | -623 | -26 | -111 | -132 |
| 经营活动现金净流量 | -260 | 456 | 499 | 702 |
| 投资活动现金净流量 | -342 | -185 | -210 | -237 |
| 筹资活动现金净流量 | 588 | -88 | -122 | -183 |
| 现金流量净额 | -14 | 184 | 166 | 282 |

| 利润表 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **4,928** | **5,381** | **6,440** | **7,916** |
| 营业成本 | 3,977 | 4,365 | 5,133 | 6,175 |
| 营业税金及附加 | 43 | 32 | 39 | 47 |
| 销售费用 | 188 | 188 | 213 | 253 |
| 管理费用 | 199 | 231 | 270 | 317 |
| 财务费用 | 38 | 70 | 84 | 103 |
| 研发费用 | 163 | 178 | 219 | 269 |
| 费用合计 | 589 | 667 | 786 | 942 |
| 资产减值损失 | -92 | -54 | -65 | -71 |
| 公允价值变动 | 0 | 5 | 5 | 3 |
| 投资收益 | 34 | 48 | 43 | 42 |
| **营业利润** | **257** | **319** | **471** | **727** |
| 加:营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 减:营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **利润总额** | 256 | 318 | 470 | 726 |
| 所得税费用 | 32 | 41 | 61 | 94 |
| **净利润** | **224** | **277** | **409** | **632** |
| 少数股东损益 | 20 | 25 | 37 | 57 |
| **归母净利润** | **204** | **252** | **372** | **575** |

| 主要财务指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | |
| 营业收入增长率 | -1.1% | 9.2% | 19.7% | 22.9% |
| 归母净利润增长率 | 4.0% | 23.4% | 47.8% | 54.4% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 19.3% | 18.9% | 20.3% | 22.0% |
| 四项费用/营收 | 12.0% | 12.4% | 12.2% | 11.9% |
| 净利率 | 4.6% | 5.1% | 6.4% | 8.0% |
| ROE | 4.9% | 5.7% | 8.0% | 11.2% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 60.8% | 61.0% | 61.9% | 62.7% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 2.4 |
| 存货周转率 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.0 |
| **每股数据(元/股)** | | | | |
| EPS | 0.38 | 0.47 | 0.69 | 1.06 |
| P/E | 27.4 | 22.2 | 15.0 | 9.7 |
| P/S | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.7 |
| P/B | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 电力设备组介绍

**张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。**

**臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。**

**胡天仪：中南财经政法大学金融学士，拉夫堡大学金融与投资硕士，2025 年加入华鑫证券，研究方向锂电池与液冷板块。**

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|---|---|
| 1 | 买入 | ＞ 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | ＜ -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|---|---|
| 1 | 推荐 | ＞ 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | ＜ -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。