电网改造与AIDC双轮驱动，海外电力设备龙头进入业绩兑现期
——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11月13日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

摘要

- **燃机及输变电龙头业绩持续增长，订单在高基数下增速有所分化。**随着前期订单加快交付，高价项目占比提高推动海外头部电力设备厂商盈利改善，但前期高基数下部分厂商订单增速有所下滑。1）燃机：行业供给稀缺、订单储备充足，部分交付时段已排至2032年。FY26Q3 GEV发电业务营收60.7亿美元，同比+25%，EBITDA同比+99%，在手订单达1308.5亿美元，公司规划FY2030燃机年产能提高至30GW，公司当季燃机新增合约11GW，环比下降45%，正式订单增长较多来自前期产能预留协议转化，新增签约节奏较上半年有所放缓，我们认为主要系燃机订单排到2032年后，抑制了下游客户需求。西门子能源FY26Q4燃机营收41.72亿欧元，可比增长31.2%，Profit before SI同比+166.3%，在手订单740亿欧元，新增订单52.60亿欧元，可比增长7.8%，增速有所下滑，但管理层预计另有39GW产能预留协议预计FY27转单。2）输变电设备：GEV FY26Q3电气化收入38.6亿美元，同比+51%、有机增长16%；西门子能源FY26Q4输变电收入43.62亿欧元，可比增长36.3%，Profit margin before SI达20.1%；日立FY26Q2电网业务收入8937亿日元，同比+27%；LS、现代电气、晓星重工FY26Q3相关业务收入分别为12920、8674、11932亿韩元，同比分别+75%、+14%、+4%。部分公司受项目延期及销售结构影响，单季表现有所分化，但主要厂商接单仍高于交付，扩产尚未明显缩短交期。我们预计，高价订单陆续交付将继续支撑近期盈利增长，燃机及高压变压器供给仍偏紧，国内厂商出口仍具备充分窗口期。
- **北美AIDC建设拉动配用电需求，扩产与调价推动龙头量利齐升。**伴随北美AIDC建设持续推进，供配电及液冷需求快速增长，海外龙头前期扩产开始贡献出货，提价亦逐步消化原材料及关税压力。施耐德能源管理业务FY26Q3收入96.15亿欧元，有机增长18.8%，其中北美收入42.05亿欧元，有机增长20.3%，公司将全年集团收入有机增长目标提高至12%至14%。维谛FY26Q3收入43.13亿美元，同比+61%、有机增长55%，调整后营业利润10.87亿美元，同比+82.5%，其中美洲收入29.89亿美元，有机增长66.2%；除Q2递延项目补交外，扩产及工厂利用率提高亦推动交付增长。伊顿美洲电气FY26Q3收入41.72亿美元，有机增长22%，经营利润12.43亿美元，同比约+20%，利润率环比提升2.3pct至29.8%，滚动12个月订单有机增长39%、期末在手订单同比+33%。随着新增产能释放、调价陆续落地，前期订单有望加快交付，配用电龙头收入与盈利仍有增长空间。
- **AIDC高功率电源持续放量升级，台达、光宝收入增长延续。**高功率AI机柜放量推动电源需求扩张，产品由单个电源模块向Power Shelf、Power Rack升级，单柜配套价值量有望持续提高。台达FY26Q3收入、归母净利润分别为1971、235亿新台币，同比分别+31.1%、+26.3%，其中电源及零组件收入1059亿新台币，同比约+40%。光宝FY26Q3收入、归母净利润分别为574.0、74.3亿新台币，同比分别+27.9%、+59.9%，其中云端及物联网收入337.5亿新台币，同比+57.3%，分部利润71.1亿新台币，同比+113.7%。两家公司毛利率环比分别下降1.5、1.3pct，台达主要受库存跌价及材料涨价拖累，光宝则受Q2集中交付递延高阶产品形成的高基数影响。后续台达库存出货及调价落地、光宝客户拉货改善有望缓解盈利压力；台达±400V产品已开始出货，光宝800V Power Rack预计最快FY27Q1商业出货，高压化及机柜级供电、液冷联合配套将进一步拓展业务空间。

- **投资建议：SST整机**重点推荐**【阳光电源】【四方股份】【金盘科技】**，高频隔离变压器为核心零部件，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】【神马电力】【伊戈尔】【白云电器】**，建议关注大连电瓷、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：若无其他标注，全文文字段落中涉及到的年份时间，标注有FY的为对应公司财年，未标注的为自然年；全文图表中涉及到的年份时间，均为对应公司的财年。

目录



- 燃机及输变电设备：下游需求持续兑现，龙头业绩高增、订单分化
- AIDC配电设备：AIDC拉动配用电需求，头部厂商业绩持续增长
- AIDC电源：成本与交付结构影响短期盈利，800V供电成为未来主线
- 投资建议与风险提示

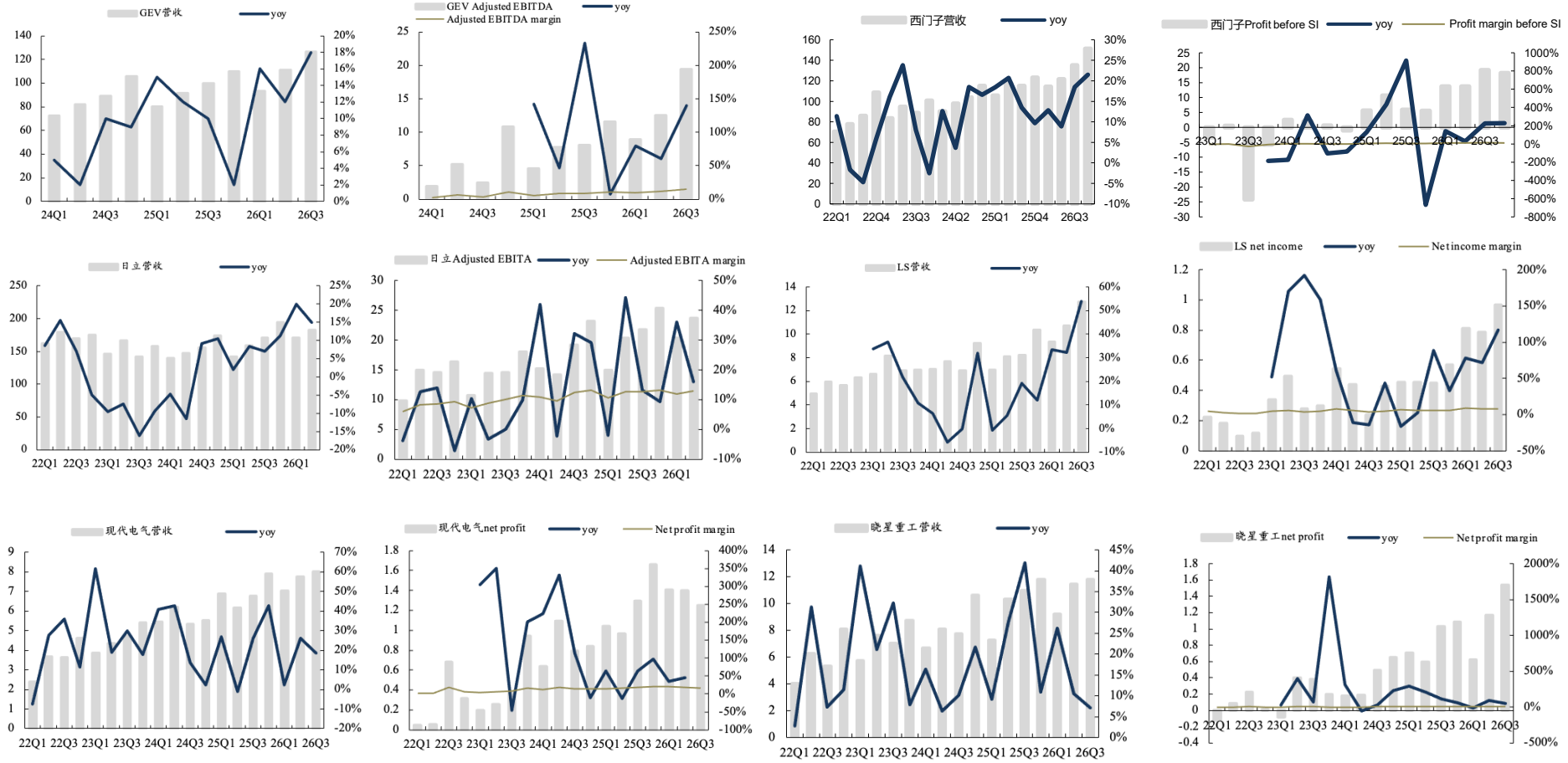
燃机及输变电设备：下游需求持续兑现，龙头业绩高增、订单分化

交付增长推动业绩兑现，订单结构带来盈利分化

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **交付放量带动业绩增长，盈利改善幅度有所分化。**GEV、西门子高价燃机交付、日立增产提效，均推动利润增长快于收入；LS美国项目放量，FY26Q3电气业务经营利润同比+162%。现代电气受欧洲交付延期及销售结构影响，晓星受美国GIS项目递延影响，收入增速相对较低。随着前期订单进入交付，订单价格及区域结构开始拉开头部电力设备厂商的盈利差距。

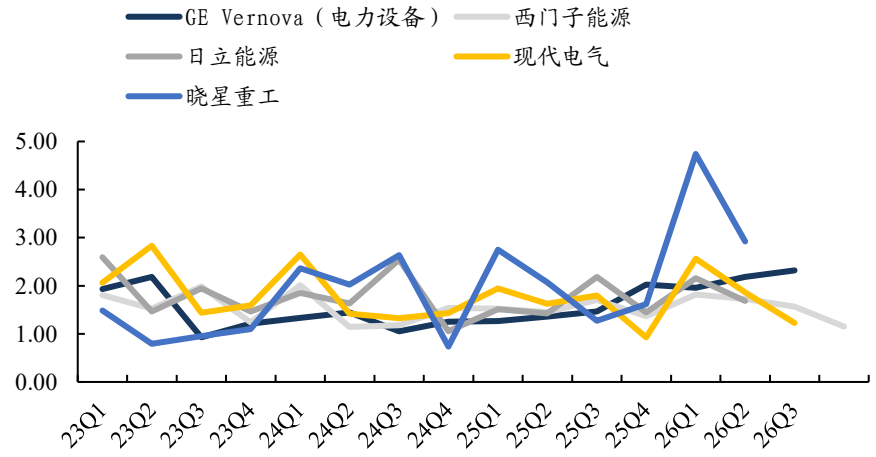
图：GEV、西门子、日立、LS、现代电气、晓星重工营收和盈利情况（亿美元）& YOY和净利率（右轴）（均为财年口径）



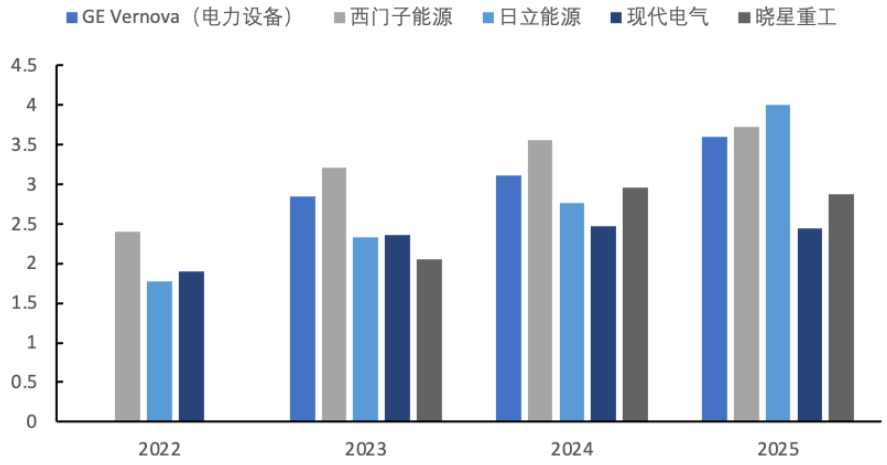
新增订单总体增速下滑，季度签约表现有所分化

- **新增订单增速有所下滑，接单较上半年有所分化。**FY26Q3 GEV、现代电气、晓星订单收入比分别为2.32、1.23、2.71，日立FY26Q2为1.69，均高于1。但现代电气北美新订单、GEV燃机新增合约分别环比下降47%、45%，晓星重工新增订单同比仍增122%。海外需求维持高位，部分公司新增签约已较上半年放缓，大型项目落地时间造成季度差异。
- **在手订单覆盖多年收入，扩产尚未明显缩短交期。**GEV、日立近年在手订单相对年度收入的倍数持续提高，交付增长仍未消化新增需求。日立最新FY26Q2业绩会表示，即使增产提效，交期仍难明显缩短。我们认为，高压变压器、燃机等长周期设备仍处供给偏紧阶段，中国厂商出口仍具备充分的窗口期。

图：GEV、西门子能源、日立、现代电气、晓星重工季度订单收入比



图：各公司年度期末在手订单 / 全年收入（倍）

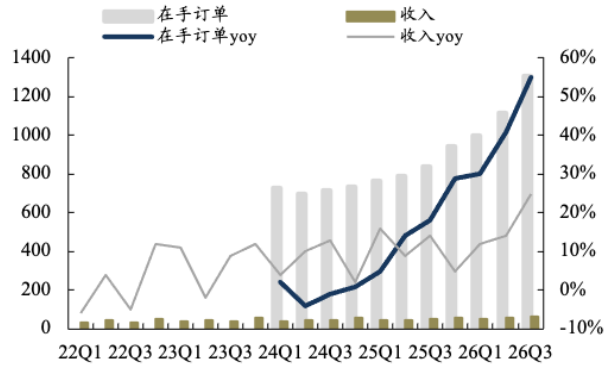


数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

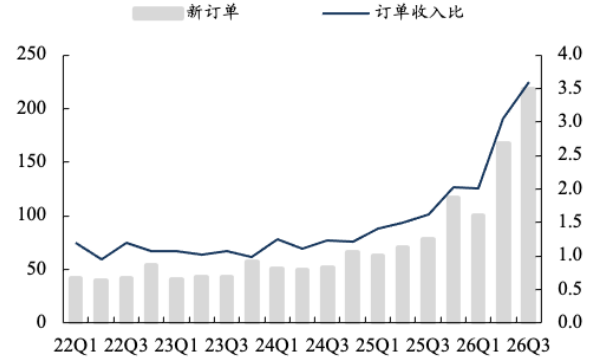
GEV燃机：高价设备加快交付，盈利显著改善

- **高价设备加快交付，量价齐升推动盈利改善。**FY26Q3发电业务收入60.7亿美元，同环比+25%/+10.8%；EBITDA为13.0亿美元，同环比+99%/+25.8%；EBITDA利润率达21.4%，同环比提升8.0/2.6pct。其中，设备收入同比增长65%，燃机季度交付达到约5GW，较高价格订单开始集中交付，出货增长及价格改善共同推动利润增速显著高于收入。
- **新签订单价格持续上涨，后续交付有望延续盈利改善。**管理层表示，本季交付已包含FY24下半年承接的订单，而FY26Q3新签燃机订单每kW价格较FY25Q4提高20%以上，预计FY26全年较FY25提高约50%，其中包含航改燃机占比提高等产品结构影响。目前交付订单与新签订单之间仍存在价格差，随着此后承接的高价订单逐步进入收入，叠加工厂增产后的效率提升，我们预计GEV FY27发电业务盈利仍将保持较快增长。

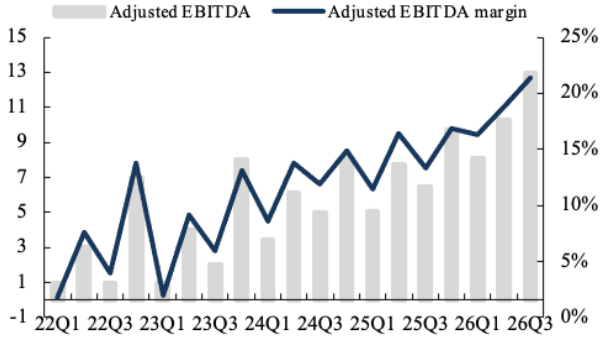
图：GEV发电业务期末在手订单、收入（亿美元）及同比增速（右轴）



图：GEV发电业务新增订单（亿美元）及订单收入比（右轴）



图：GEV发电业务调整后EBITDA（亿美元）及利润率（右轴）

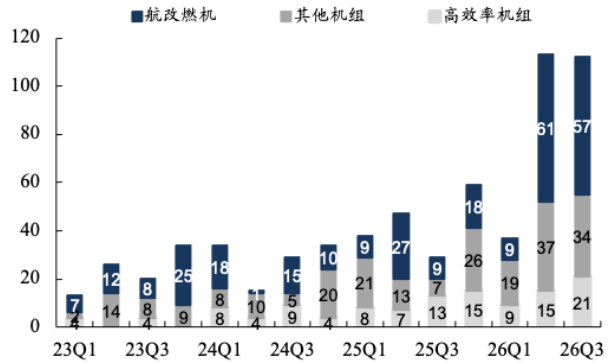


数据来源：GEV官网、东吴证券研究所

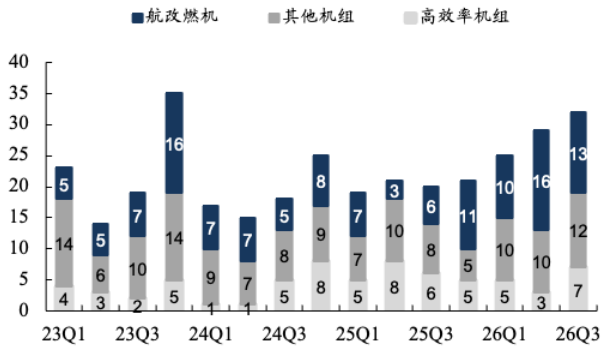
GEV燃机：预留协议加快转单，远期订单继续增加

- **预留协议加快转为采购，正式订单显著高于当期交付。**FY26Q3发电业务新增订单217.8亿美元，同比+178%，订单收入比达3.59。燃机正式订单包括55台重型燃机及57台航改燃机，容量合计约16.6GW，远高于同期5.3GW的出货量。其中约13GW来自前期产能预留协议（SRA）转化，推动正式设备在手订单由FY26Q2末的53GW增至64GW，首次超过SRA余额，未来设备交付的确定性进一步提高。
- **新增签约较上半年放缓，远期订单储备继续增加。**FY26Q3新增合约11GW，环比下降45%，其中新增SRA为8GW，环比下降约56%。由于转单规模超过新增预留，期末SRA由63GW降至58GW，但正式设备订单与SRA合计仍环比增加6GW至122GW，部分2032年交付时段已售出。管理层表态，未观察到客户因融资困难退出或放缓转单，预计2027年季度新增签约更接近今年下半年水平。

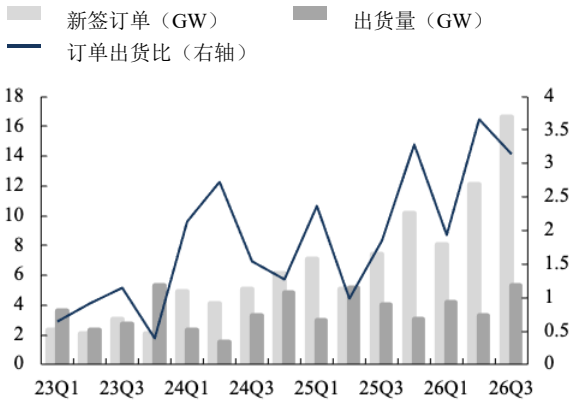
图：GEV燃机正式订单按产品分类（台）



图：GEV燃机出货按产品分类（台）



图：正式设备订单、出货容量（GW）及订单出货比（右轴）

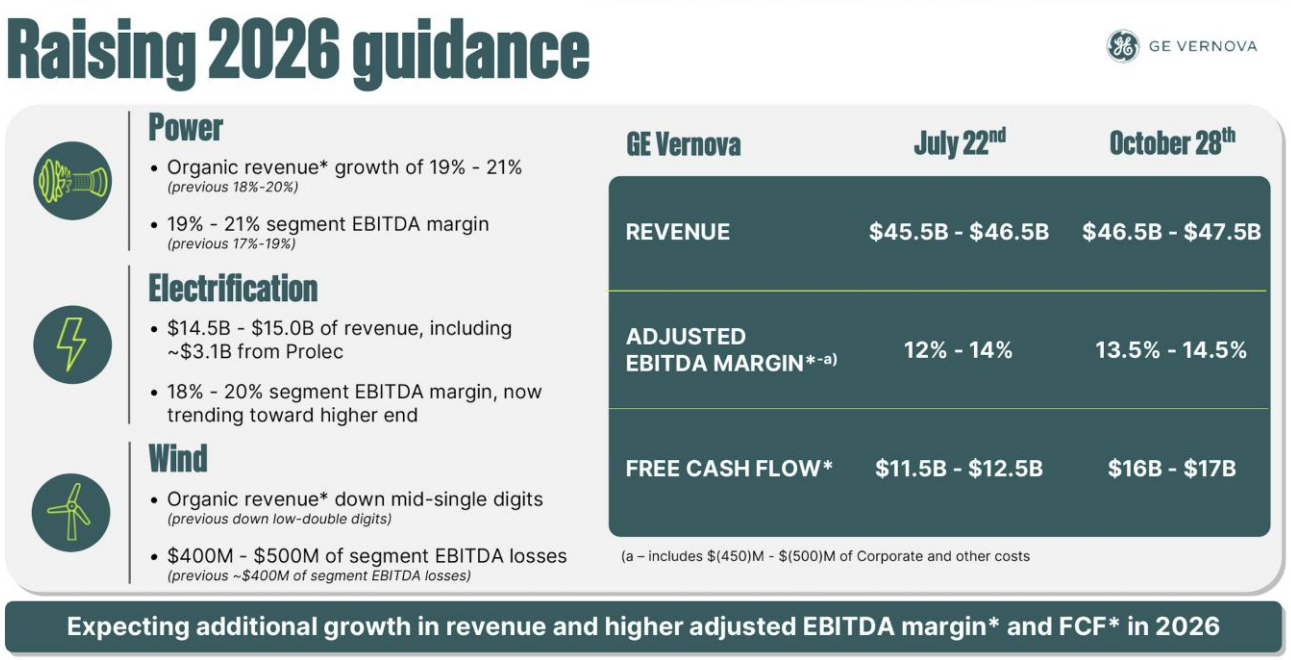


数据来源：GEV官网、东吴证券研究所（注：重型燃机为高效率机组+其他机组）

GEV燃机：全年盈利指引上调，装机扩大推动维护收入高增

- **全年收入盈利指引上调，利润率改善幅度高于此前预期。**公司将FY26发电业务收入有机增长指引由18%至20%上调至19%至21%，EBITDA利润率由17%至19%上调至19%至21%，高价设备交付已开始反映在全年盈利预期中。管理层预计年底正式设备订单与SRA合计至少130GW，较年初83GW增加约57%。
- **新增装机扩大服务基础，长期维护收入随设备投运积累。**经公司测算，每GW HA燃机投运后前20年可贡献约5亿美元服务收入，服务利润率亦高于设备。未来几年设备交付是业绩增长的主要来源，随着新机陆续投运，检修维护及零部件需求将持续增加。我们认为，新增装机带来的服务收入将更多在此后释放，有助于延长本轮燃机景气对公司盈利的贡献周期。

图：GEV再次上调2026年全年指引



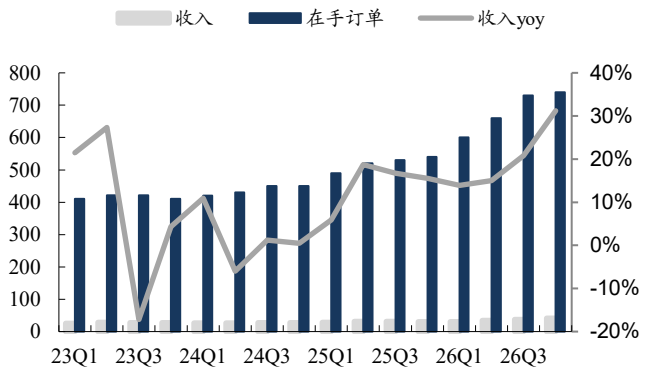
数据来源：GEV官网、东吴证券研究所

西门子燃机：充足订单驱动规模扩张，实现量利双升

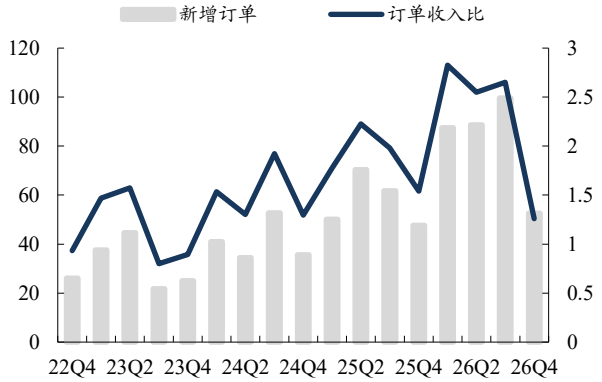
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **在手订单支撑交付增长，产能预留协议继续增加。**西门子燃气服务业务FY26Q4收入41.72亿欧元，同比可比增长31.2%、环比增长11.1%；期末在手订单740亿欧元，同比+37.0%、环比+1.4%。FY26Q4新增订单52.60亿欧元，同比可比增长7.8%、环比下降47.2%，订单收入比由FY26Q3的2.65回落至1.26。公司明确订单增速下滑主要系未发生产能预留协议转单，但新增预留协议约14GW，说明客户锁定产能的需求仍较强。FY26末正式设备在手订单65GW，另有39GW预留协议预计于FY27转为正式订单，总体仍较景气。
- **交付订单盈利水平提高，新机业务带动利润增长。**FY26Q4剔除特殊项目前利润6.69亿欧元，同环比+166.3%/+3.2%；利润率16.0%，同环比+7.9/-1.3pct。公司表示，新机收入增长快于服务业务，交付订单盈利水平提高是利润改善的主要原因。

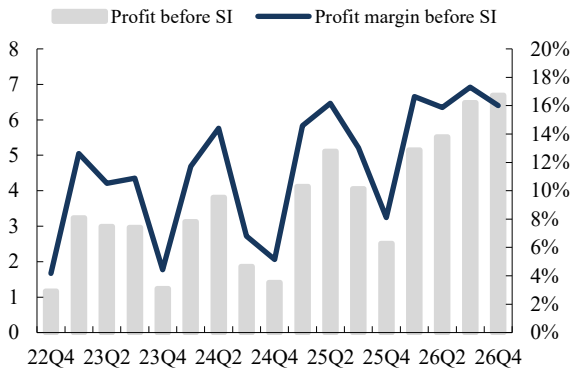
图：西门子燃机业务在手订单和收入情况（亿欧元）&YOY（右轴）



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）



数据来源：西门子官网、东吴证券研究所

西门子燃机：FY27增长明确，中期目标进一步高增

- **短期交付支撑收入高增，中期盈利目标进一步提高。**公司预计FY27燃气服务业务收入可比增长24%-26%，剔除特殊项目前利润率18%-20%；FY26-FY30收入可比CAGR为15%-17%，FY30利润率目标达25%-27%，较FY26显著提升。管理层预计，期末39GW产能预留协议将于FY27转为正式订单，且盈利水平优于FY26订单，为后续增长提供支撑。随着高盈利订单交付及扩产逐步兑现，公司中期利润率目标较FY27再提高约7pct，盈利改善有望延续。

图：西门子能源对业绩的高指引维持至2030年

Financial framework

FY27 outlook and FY30 targets

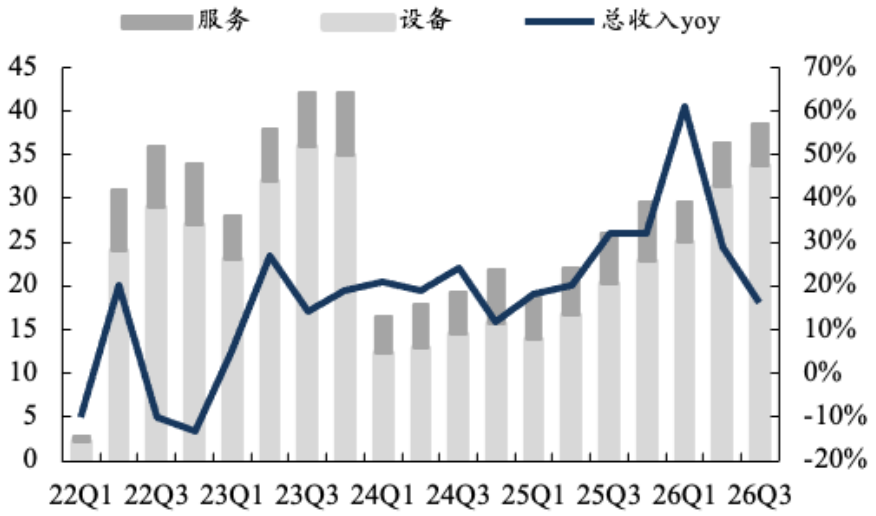
SIEMENS energy

	FY27 outlook		FY30 targets	
	Revenue growth[1]	Profit margin before SI[2]	Revenue CAGR[3]	Profit margin before SI[4]
Gas Services	24 – 26%	18 – 20%	15 – 17%	25 – 27%
Grid Technologies	22 – 24%	21 – 23%	16 – 18%	24 – 26%
Siemens Gamesa	(3) – (1)%	0 – 2%	5 – 7%	8 – 10%
Transformation of Industry	0 – 2%	11 – 13%	3 – 5%	14 – 16%
Siemens Energy	**14 – 16%**	**14 – 16%**	**12 – 14%**	**20 – 22%**
Net Income	~€5bn			
Free cash flow pre tax[5]	~€10bn			

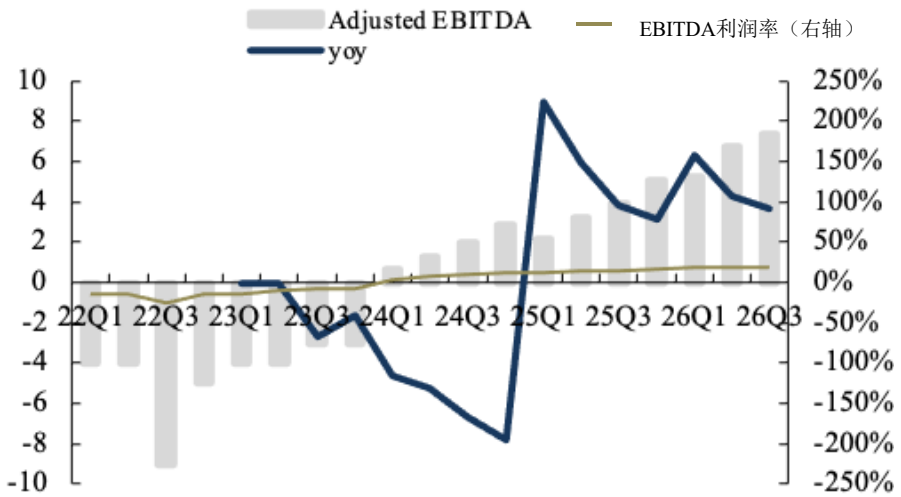
GEV输变电：设备交付保持增长，提价推动盈利

- **设备交付保持增长，提价及效率改善推动利润提升。**FY26Q3电气化业务收入38.6亿美元，同环比+51%/+6.2%，剔除并购及汇率等因素后有机增长16%；EBITDA为7.4亿美元，同环比+91%/+10.1%；EBITDA利润率达19.1%，同环比提升4.0/0.7pct。其中，设备收入33.8亿美元，有机增长21%，变电站及HVDC项目交付增加，开关设备和变压器出货亦保持增长。Prolec并表扩大收入规模，原有业务则受益于出货增加、订单价格提高及生产效率改善。
- **HVDC价格维持高位，其他电网设备继续提价。**管理层表示，HVDC在FY23至FY24年明显涨价后，目前价格稳定在较高水平，输电设备、开关设备及同步调相机等产品则仍有价格提升。不同产品涨价时间有所差异，随着相关订单交付，提价对利润的贡献有望向更多品类延伸。后续交付增长亦有助于摊薄扩产及研发投入，电气化业务盈利改善仍有支撑。

图：GEV电气化业务设备、服务收入（亿美元）及有机同比增速（右轴）



图：GEV电气化业务调整后EBITDA（亿美元）、同比增速及利润率（右轴）

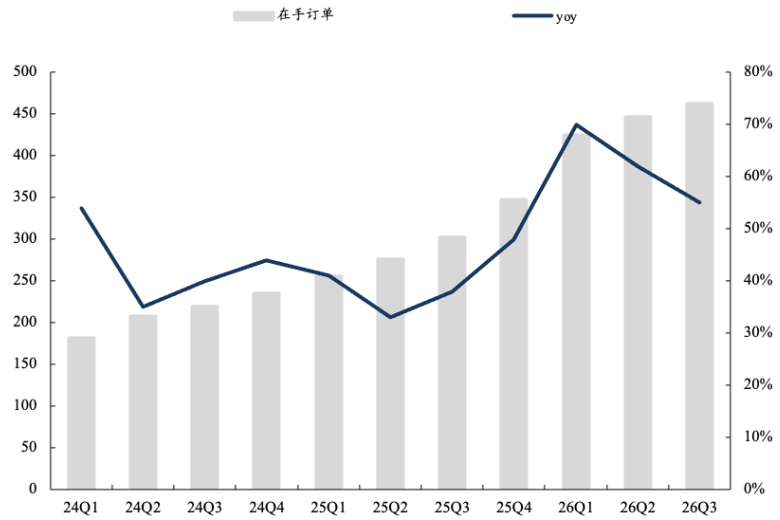


数据来源：GEV官网、东吴证券研究所

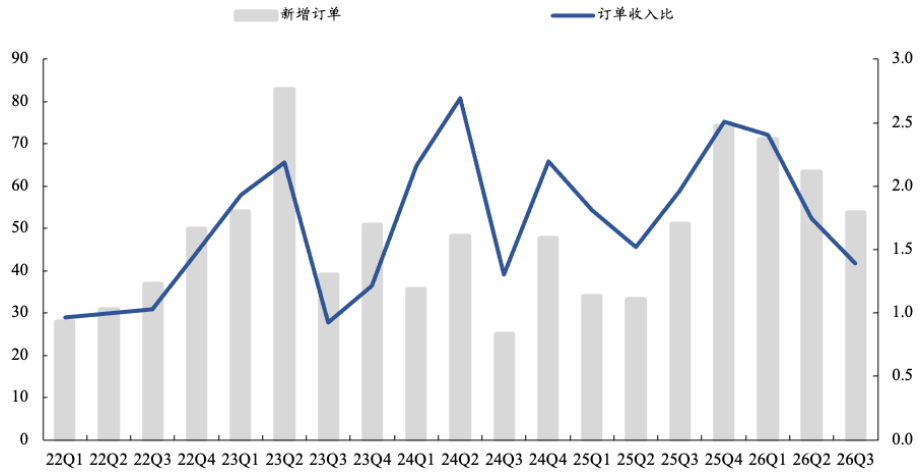
GEV输变电：大单基数扰动同比，北美需求仍强

- **上年大单抬高比较基数，北美设备接单仍保持强劲。**FY26Q3电气化业务新增订单53.7亿美元，报表同比+6%、有机同比-9%，主要受去年同期约16亿美元沙特同步调相机订单影响。当季北美设备订单同比翻倍，变电站及开关设备接单继续增长，订单收入比为1.39。期末设备在手订单422亿美元，同比+60%，其中包含Prolec带来的50亿美元订单。公司预计Q4确认约15亿美元印度Barmer HVDC订单，后续大型项目仍为接单提供支撑。
- **数据中心采购贡献增量，Prolec客户资源带动全球工厂接单。** FY26前三季度电气化业务数据中心订单超过60亿美元，其中FY26 Q3约14亿美元。公司年内已取得约9亿美元美国变压器订单，将由全球工厂交付，收购Prolec后，公司可将Prolec的北美客户资源与全球制造能力结合，利用其他地区既有产能承接美国需求。

图：GEV电气化业务期末在手订单（亿美元）及同比增速（右轴）



图：GEV电气化业务新增订单（亿美元）及订单收入比（右轴）



数据来源： GEV官网，东吴证券研究所

GEV输变电：收购补强关键器件，提升整机配套

- **全年盈利预计靠近上沿，上游器件布局继续补强。**公司维持FY26电气化收入145亿至150亿美元、EBITDA利润率18%至20%的指引，预计利润率接近上限。拟以90亿美元收购Trench，预计FY27年末完成，补充套管、互感器及线圈，配套变压器、开关设备及HVDC业务。
- **器件自供有助于缩短交期，客户认可可带动整机配套。**套管占变压器材料成本的5%至8%，GEV目前多依赖外购，自供可缓解部件交期对整机生产的制约。大型变压器客户通常指定套管厂商，Trench的品牌力及客户关系亦有助于GEV争取整机订单。

图：Trench主要套管产品及下游应用领域

	Power Transformers	Switchgear	HVDC Systems	Substations	Stability Solutions
Bushings	✓	✓	✓	✓	✓

Select Trench Offerings



Generator bushings up to 36 kV / 50,000 A



Wall bushings up to 800kV



Resin Impregnated Paper (RIP) transformer bushings up to 1,200kV

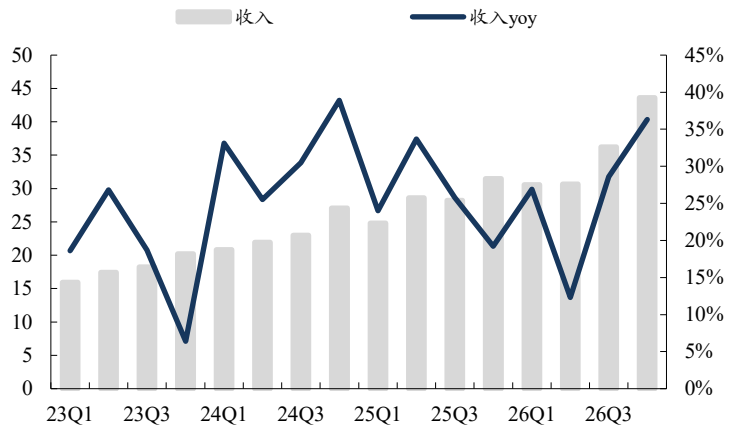


Gas-Insulated Switchgear bushings up to 550kV

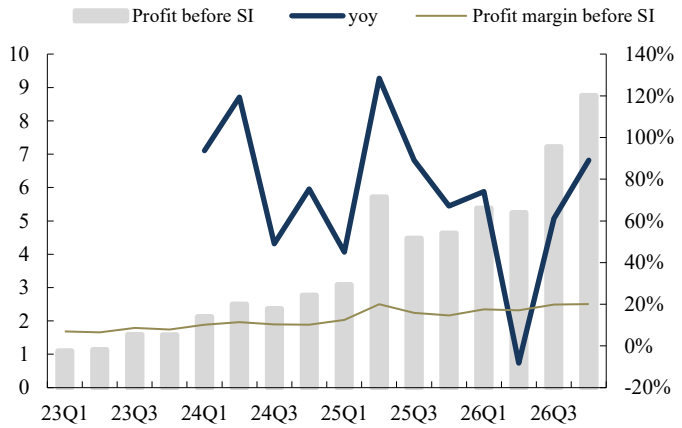
数据来源：GEV官网、东吴证券研究所

- **变压器交付带动营收增长，高盈利订单推动利润提升。**FY26Q4西门子输变电业务收入43.62亿欧元，同比可比增长36.3%、环比+20.4%；Profit before SI为8.76亿欧元，同环比+89.1%/+21.3%；Profit margin before SI为20.1%，同环比+5.4/+0.2pct。公司表示，各业务均贡献收入增长，其中变压器表现领先；交付订单盈利水平提高，叠加产出增加和生产率改善，推动利润增长快于收入。同时现有基地扩产已开始贡献产出，为后续交付增长提供支撑。

图：西门子输变电业务收入（亿欧元）YOY（右轴）



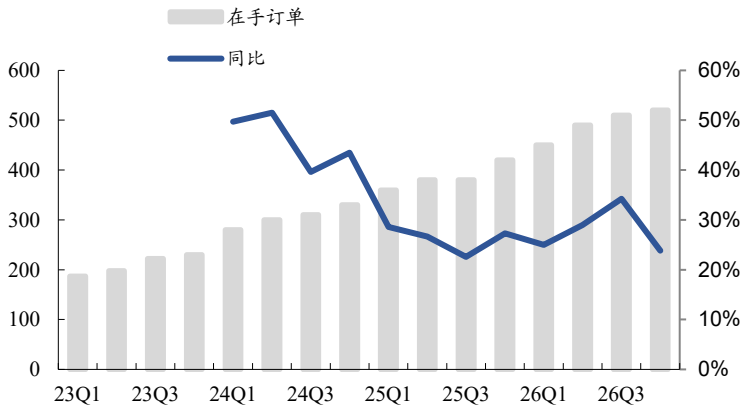
图：西门子输变电业务利润情况（亿欧元）&YOY和利润率(右轴)



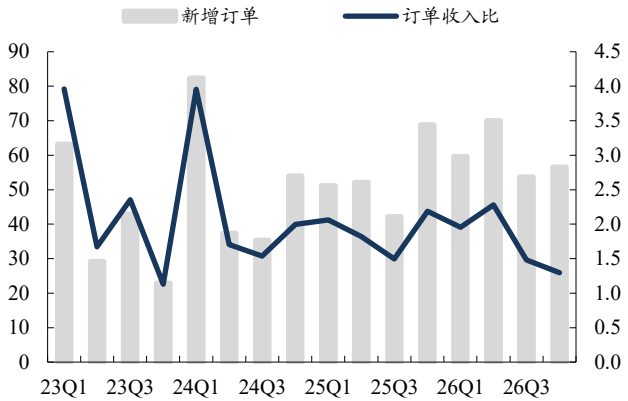
数据来源：西门子官网、东吴证券研究所

- **大单基数影响季度接单，在手订单规模继续增长。**FY26Q4新增订单56.51亿欧元，同比可比下降19.3%、环比+5.3%。公司解释，上年同期北海及西班牙两笔大型HVDC项目形成较高基数，导致本季订单同比回落，但FY26全年新增订单仍达239.79亿欧元，可比增长14.5%。FY26Q4订单收入比1.30，期末在手订单520亿欧元，同环比+23.8%/+2.0%，接单仍高于交付。公司披露，HVDC及大型电力变压器订单可见期分别为5-8年、4-6年，订单储备对中期收入形成较强支撑。

图：西门子输变电业务在手订单（亿欧元）&同比（右轴）



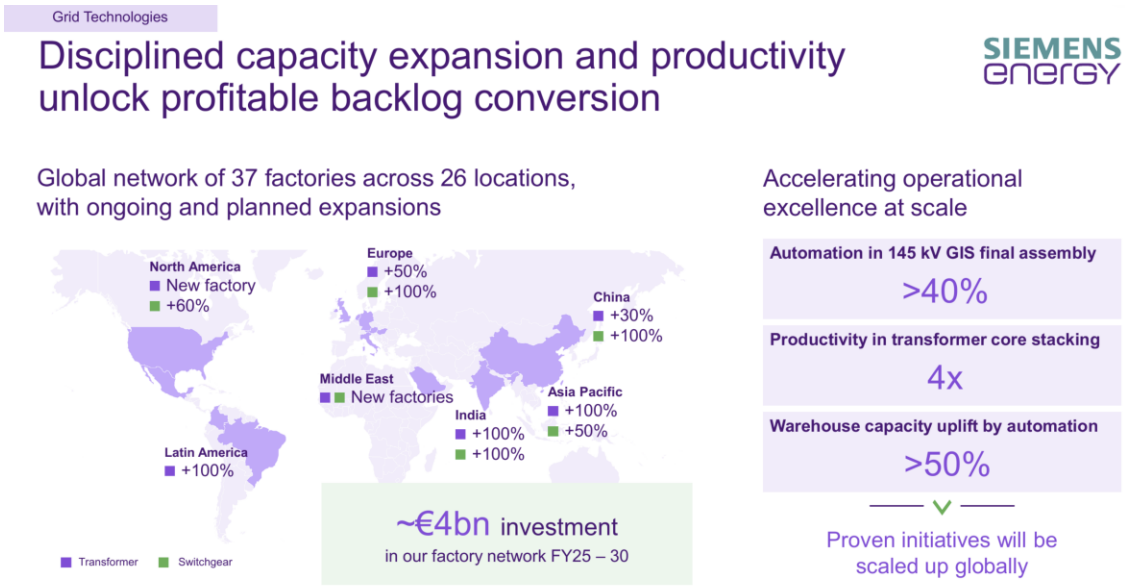
图：西门子输变电业务新增订单（亿欧元）&订单收入比（右轴）



数据来源：西门子官网、东吴证券研究所

- **收入高增长指引延续，中期利润率目标进一步提高。**公司预计FY27输变电业务收入可比增长22%-24%，Profit margin before SI为21%-23%；FY26-FY30收入可比CAGR为16%-18%，FY30 Profit margin before SI目标达24%-26%。公司披露，在手订单项目层面利润率较FY22提高约12pct，随着高盈利订单逐步交付，中期盈利水平仍有提升空间。
- **全球工厂扩建持续推进，自动化改造提升交付效率。**公司FY26Q4业绩会上披露，计划FY25-FY30向电网业务工厂网络投资约40亿欧元，覆盖全球26个地点的37家工厂。扩产规划包括欧洲变压器产能增加50%、中国开关设备产能增加100%，以及印度变压器和开关设备产能分别增加100%，北美、中东亦布局新厂。公司表示，现有基地扩产已开始增加产出，并将向全球推广变压器铁芯叠装、GIS总装等环节的自动化改造；其中铁芯叠装生产率已提升至原来的4倍，有助于缓解关键工序瓶颈、加快订单交付。

图：西门子能源的全球扩产布局



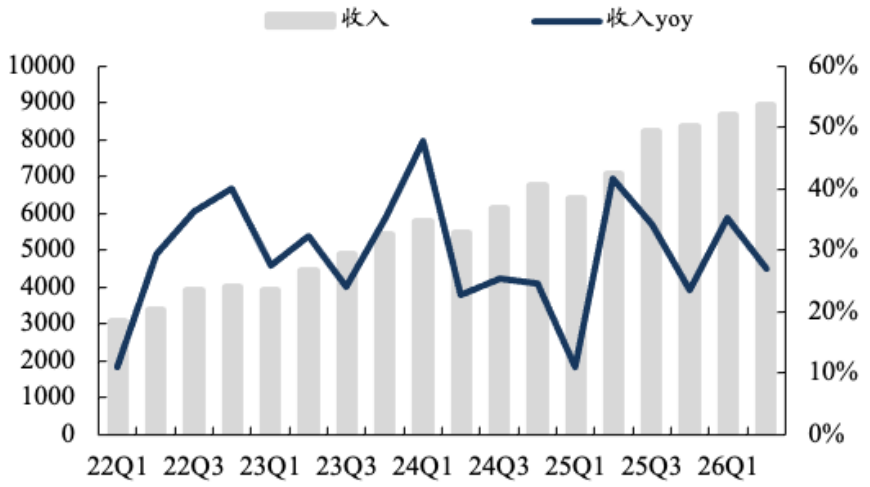
数据来源：西门子官网、东吴证券研究所

日立能源：收入保持增长，生产率改善扩大盈利

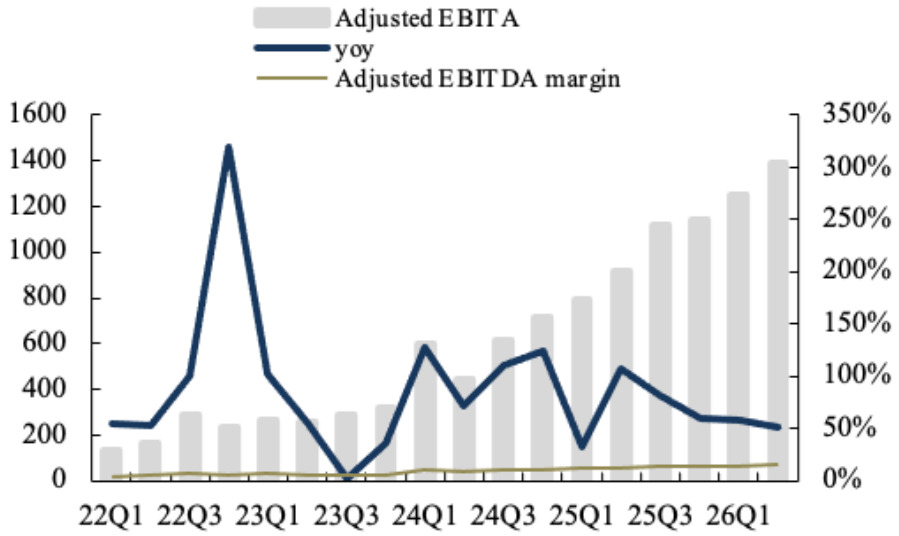
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **收入保持较快增长，生产率改善带动利润加速释放。**FY26Q2日立能源电网业务收入8937亿日元，同环比+27%/+3.0%；调整后EBITA为1388亿日元，同环比+52%/+10.7%；利润率15.5%，同环比提升2.6/1.1pct。欧洲HVDC及北美电网、数据中心项目共同带动交付，工厂流程优化和项目损失控制进一步提高盈利。

图：日立Power Grids收入（亿日元）及同比增速（右轴）



图：日立Power Grids调整后EBITA（亿日元）、同比增速及利润率（右轴）



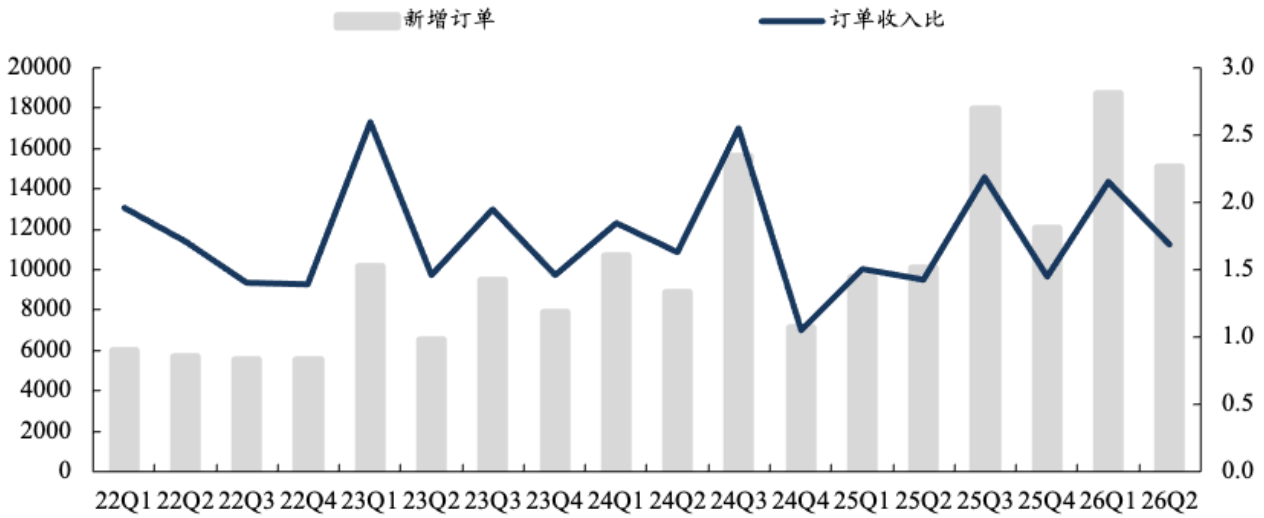
数据来源：日立能源官网、东吴证券研究所

日立能源：订单仍快于交付，中期目标继续上调

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **订单仍高于当期交付，扩产尚未明显缩短交期。**FY26Q2电网业务新增订单15074亿日元，同环比+50%/-19.5%，订单收入比为1.69；日立能源在手订单约10.5万亿日元，较FY25末增加14%。管理层表示，制造能力及生产率虽持续提高，但仍难显著缩短交期。公司通过长期合同中的价格指数联动条款转嫁通胀，在扩大交付的同时，减少原材料上涨对长周期项目利润的影响。
- **中期收入利润目标上修，扩产和提效支撑后续增长。**11月3日投资者日管理层将FY27收入目标由230亿美元以上提高至270亿美元以上，调整后EBITA利润率由13%至15%提高至16%至17%，FY30目标提高至380亿美元以上、19%至21%。公司推进40项以上扩产，FY25至FY27计划每年增员约5000人。

图：日立输变电业务新增订单（亿日元）&订单收入比（右轴）

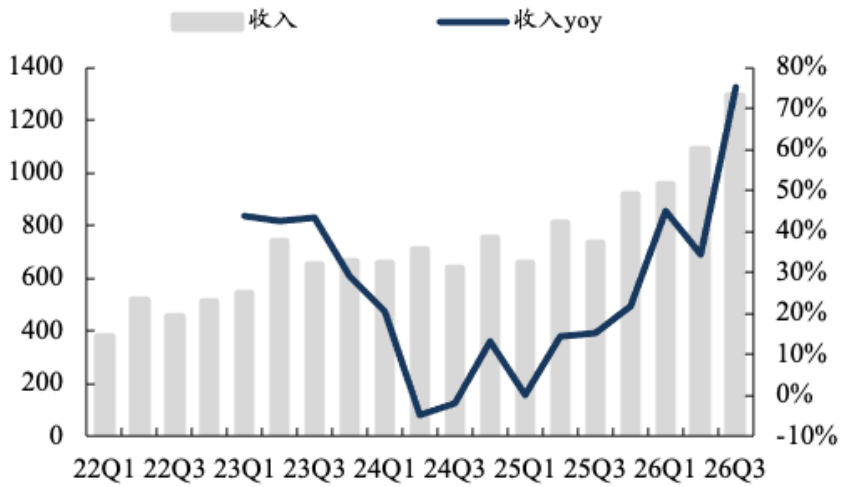


数据来源：日立能源官网、东吴证券研究所

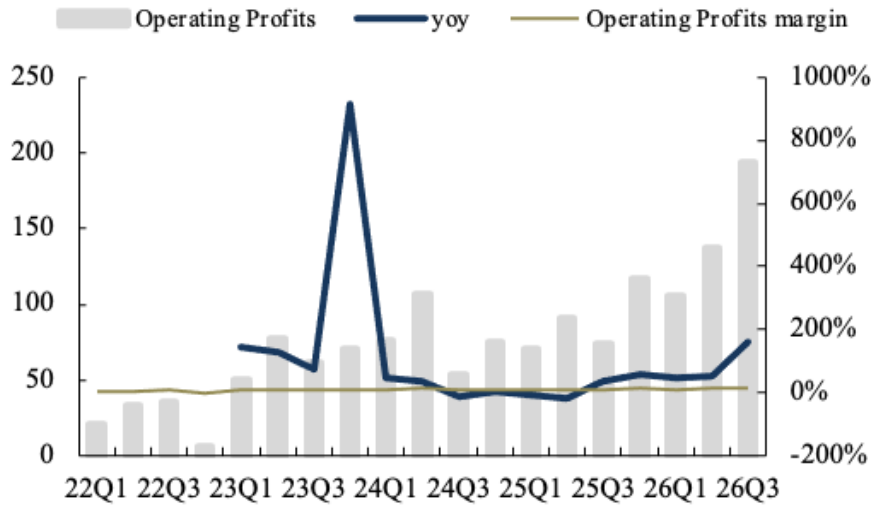
LS输变电：美国项目加快交付，收入利润高增

- **美国项目加快交付，开关柜与变压器共同放量。**FY26Q3电气业务收入12920亿韩元，同环比约+75.3%/+18.3%；经营利润1940亿韩元，同环比约+162%/+41.6%；经营利润率15.0%，同环比提升约5.0/2.5pct。其中，开关柜收入5420亿韩元，同环比约+120%/+29%，高压变压器收入1830亿韩元，同环比约+106%/+16%，增长已覆盖多类电力设备。
- **海外高价值项目占比提高，利润增速显著高于收入。**公司将本季盈利增长主要归因于美国大型项目，电气业务海外收入占比由FY25Q3的47%提高至FY26Q3的56%。其中开关柜收入增速明显较快，反映美国项目配电设备开始集中交付。我们认为，前期订单释放与变压器扩产共同带动收入，而海外项目占比提高进一步改善盈利，后续业绩仍将受益于美国在手项目交付。

图：LS电气业务收入（十亿韩元）及同比增速（右轴）



图：LS电气业务经营利润（十亿韩元）、同比增速及利润率（右轴）

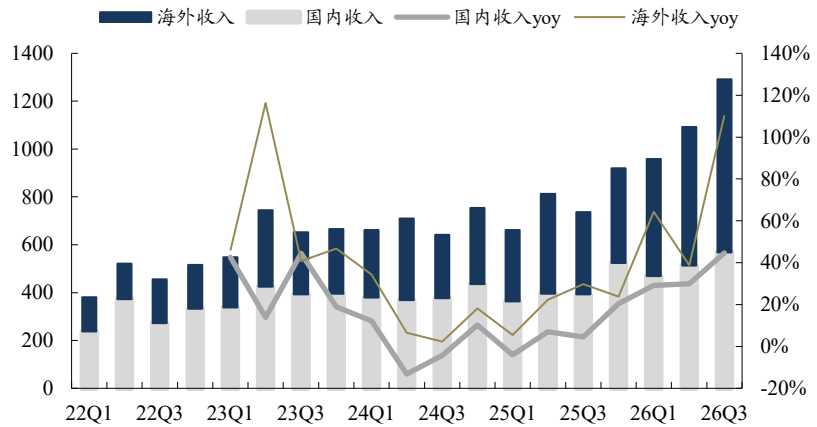


数据来源：LS官网、东吴证券研究所

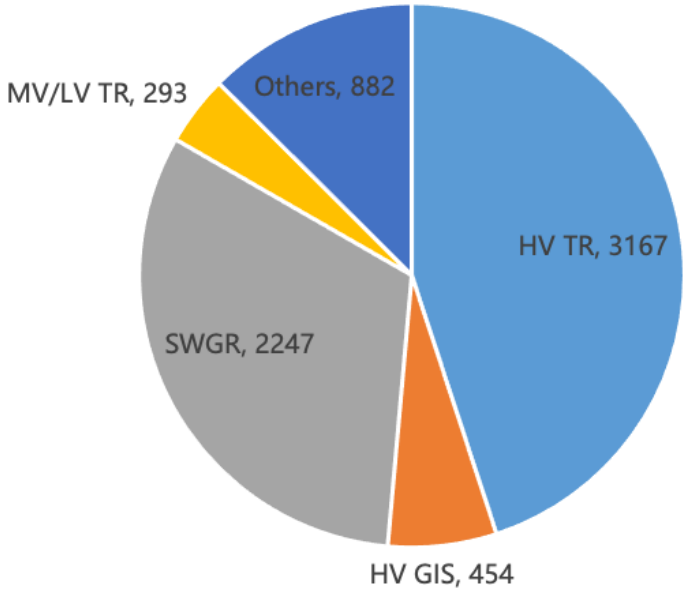
LS输变电：开关柜订单增加，变压器交付加快

- **在手订单同比保持高增，开关柜订单继续积累。**FY26Q3末电气业务在手订单70430亿韩元，同环比约+73%/+1%。其中，高压变压器31670亿韩元，同环比约+66%/-5%；开关柜22470亿韩元，同环比约+118%/+12%。变压器收入环比增长16%的同时，在手订单有所下降，前期项目已在加快交付。
- **海外收入占比继续提高，新增签约较Q2高位回落。**FY26Q3电气业务海外收入达7235亿韩元，占比约56%，韩国国内收入约5685亿韩元。集团新增订单15930亿韩元，同环比+133%/-24%，在高基数下Q3订单环比有所回落。

图：LS电气业务韩国国内与海外收入（十亿韩元）



图：FY26Q3末LS电气业务在手订单按产品分类（十亿韩元）

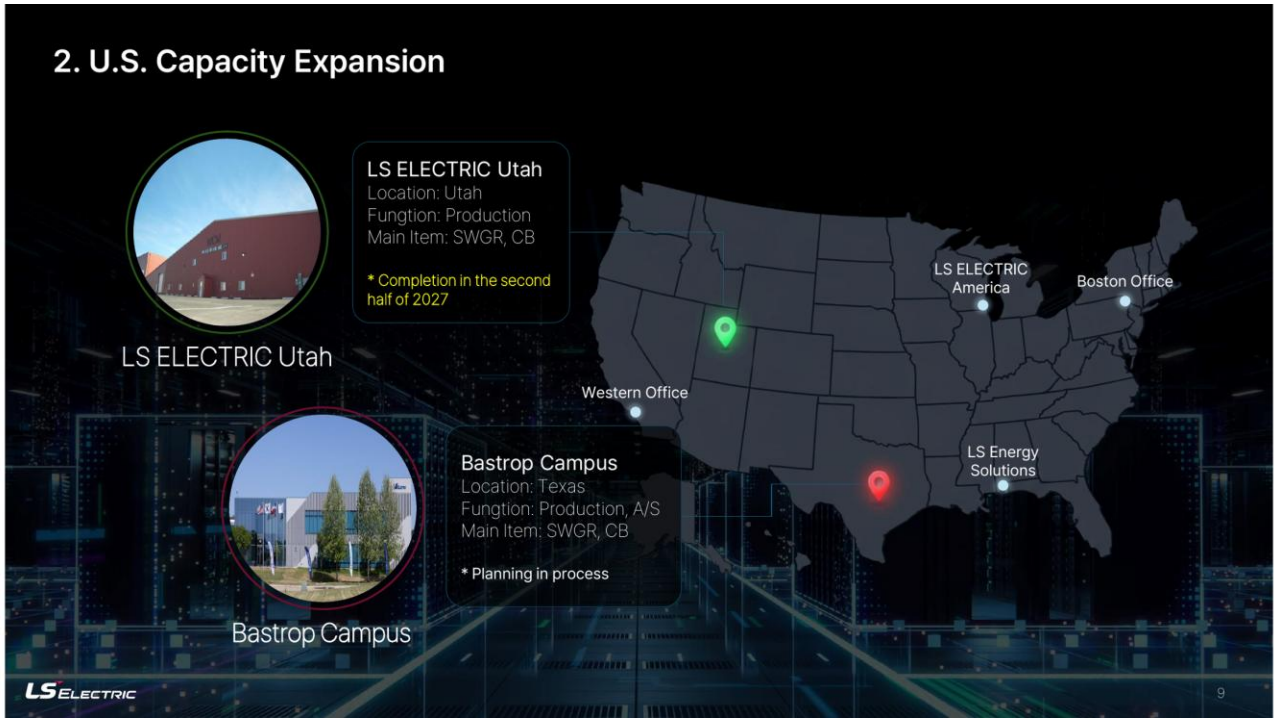


数据来源：LS官网、东吴证券研究所

LS输变电：前期扩产贡献收入，美国新产能接续

- **变压器扩产开始兑现，后续产能继续提升。**釜山及LS Power Solution扩产后，高压变压器年度收入产能由FY25约2000亿韩元升至FY26约8000亿韩元，FY28目标1万亿韩元以上，综合看韩国厂商扩产速度显著高于欧美厂商。
- **美国制造布局推进，直流配电产品同步开发。**公司在犹他州的开关柜、断路器基地预计FY27下半年完工，得州Bastrop基地仍在规划。面向AIDC配电革命，公司在天安工厂开展SST与PCS直流系统示范，并开发SSCB及DC/DC产品，以进一步打开增量空间。

图：LS正推进在美扩产

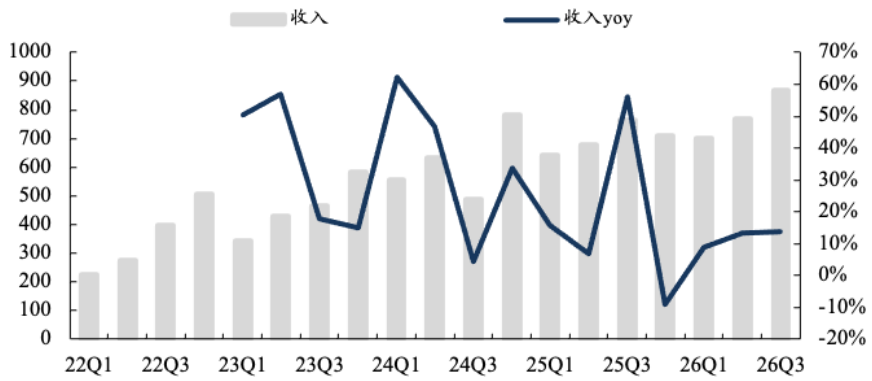


现代电气：储能项目增厚收入，北美接单有波动

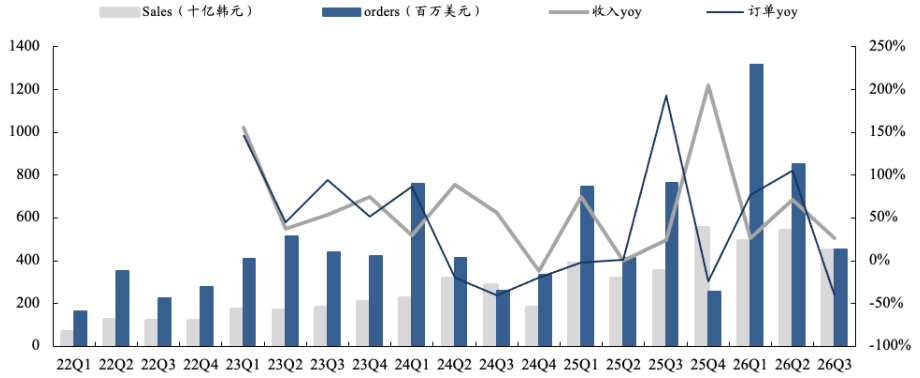
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **储能项目增厚配电收入，地区结构变化影响利润率。**FY26Q3电力设备与配电业务合计收入8674亿韩元，同环比约+13.7%/+13.1%。其中，配电及新业务收入3251亿韩元，同比+85.8%，包含Anjwa储能项目1250亿韩元；电力设备业务受欧洲交付延期影响，同比下降7.7%。FY26Q3集团经营利润率24.1%，同环比下降0.7/1.0pct，主要受韩国国内销售占比提高影响。
- **北美新订单有所回落，长期协议开始转为采购。**FY26Q3北美新增订单4.51亿美元，同环比-40.9%/-47.1%，公司归因于上半年高基数及签约时点。公司蔚山新变压器工厂预计FY26Q4运行，增加年度收入产能2000亿韩元以上，后续收入仍有存量项目和新增产能支撑。

图：现代电气Power与Distribution合计收入（十亿韩元）及同比增速（右轴）



图：现代电气北美收入（十亿韩元）、订单（百万美元）及同比增速（右轴）



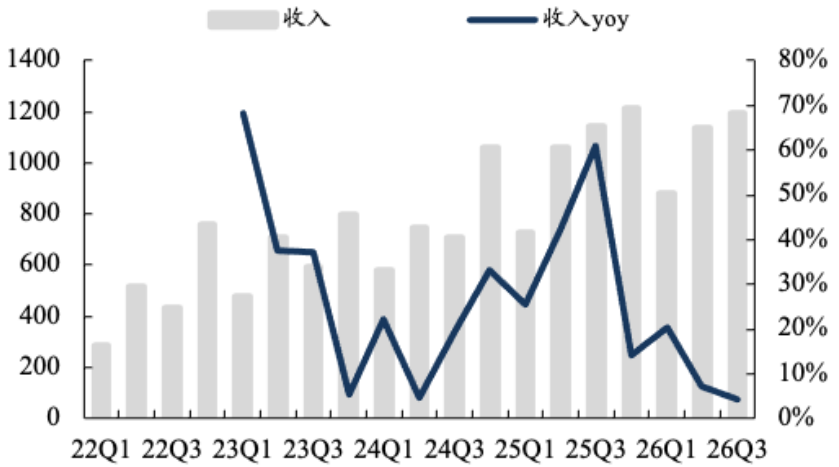
数据来源：现代电气官网、东吴证券研究所

晓星重工：物流递延影响收入，Q4交付有望恢复

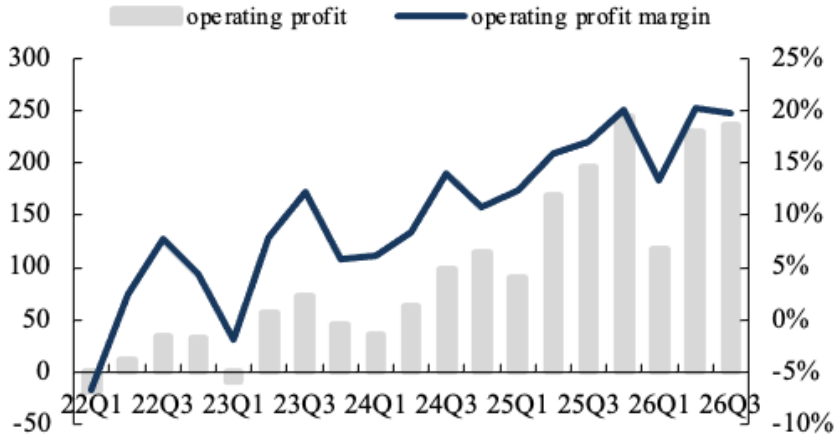
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **物流延期影响美国收入，重工利润仍保持增长。**FY26Q3重工业务收入11932亿韩元，同环比+4.3%/+4.9%；经营利润2357亿韩元，同环比+20.4%/+2.6%；利润率19.8%，同环比+2.7/-0.4pct。受台风及物流影响，约1亿美元GIS项目收入递延，美国收入占比由FY26Q2的38%降至29%，但美国市场仍占FY26Q3新增订单的68%，本季美国收入占比下降主要受交付时间影响。
- **递延项目预计Q4确认，全年收入增长目标维持。**公司预计上述GIS项目于11月确认，维持重工业务全年收入同比增长25%、新增订单12万亿韩元的目标。随着大额订单完成交付，FY26Q4有望恢复快速增长。结合美国高规格订单的持续积累，我们认为，本季收入增速放缓尚未改变后续项目交付的增长基础。

图：晓星重工Heavy Industries收入（十亿韩元）及同比增速（右轴）



图：晓星重工Heavy Industries经营利润（十亿韩元）、同比增速及利润率（右轴）

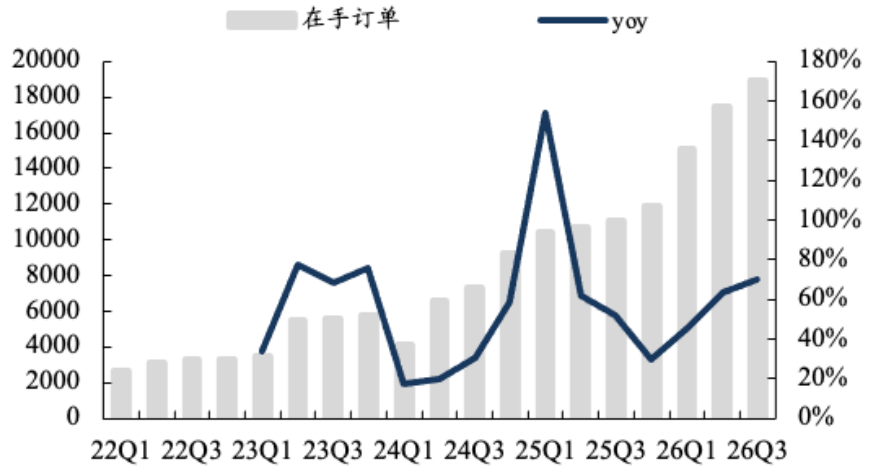


数据来源：晓星重工官网、东吴证券研究所

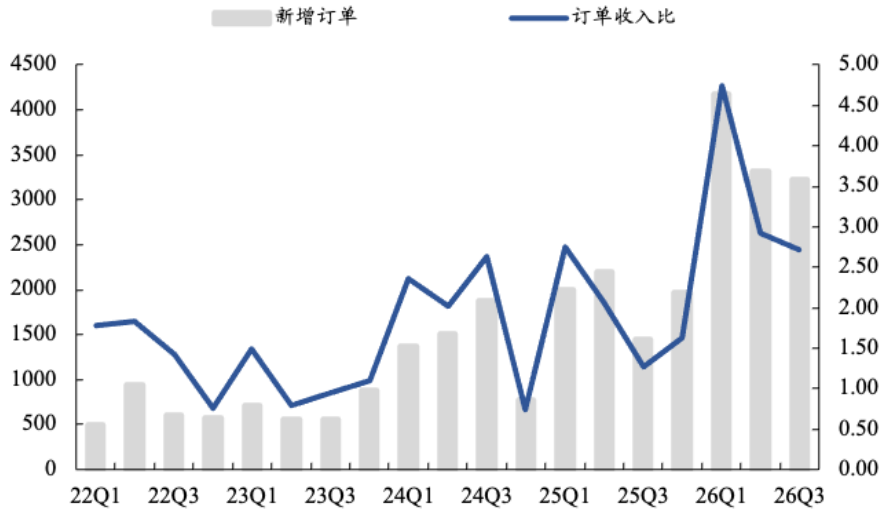
晓星重工：美国高规格订单增加，扩产承接需求

- **美国新增订单保持强劲，高规格产品拓展算力客户。**FY26Q3重工新增订单32331亿韩元，同环比+122%/-2.7%，美国占比68%，较上年同期提高31pct、环比提高5pct。当季取得约3000亿韩元765kV变压器订单，客户包括公用事业及大型数据中心运营商。公司在超高压领域的既有配套产品正进入更多数据中心项目，高规格、高利润率产品继续贡献订单增量。
- **在手订单再创新高，全球扩产增加后续供货能力。**FY26Q3期末重工在手订单188988亿韩元，同比+71%，较FY26Q2末约17.5万亿韩元进一步增加，美国占比由57%升至60%。公司继续扩充韩国、美国、印度和中国产能，以全球制造承接美国及其他地区订单。我们认为，短期业绩首先受益于递延项目交付，中期则由新增产能释放及美国高价值订单占比提高共同推动。

图：晓星重工Heavy Industries期末在手订单（十亿韩元）及同比增速（右轴）



图：晓星重工Heavy Industries新增订单（十亿韩元）及订单收入比（右轴）



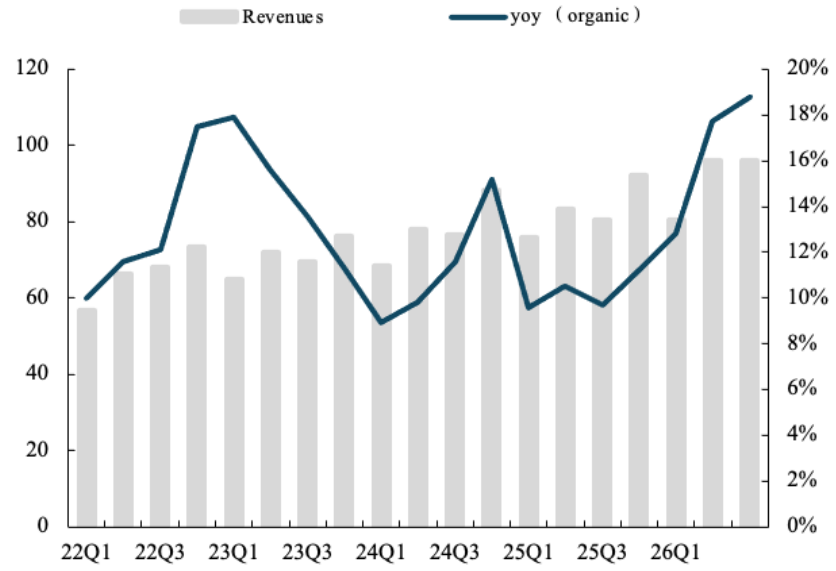
数据来源：晓星重工官网、韩国先驱报、东吴证券研究所

AIDC配电设备：AIDC拉动配用电需求，头部厂商业绩持续增长

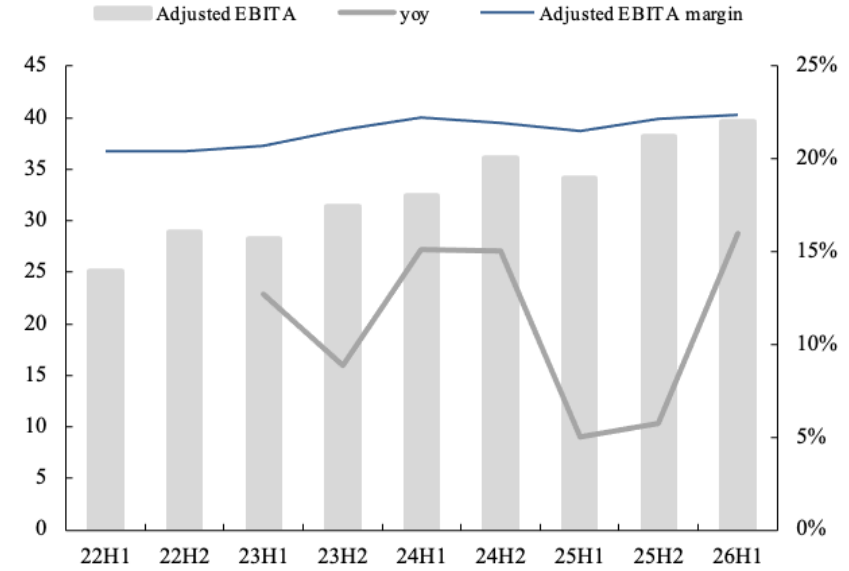
施耐德：数据中心交付加快，调价贡献持续增加

- **数据中心订单加快交付，全年收入目标再次提高。**FY26Q3能源管理收入96.15亿欧元，有机同比+18.8%，其中数据中心收入实现较快两位数增长，需求增长达到三位数。管理层表示，现有订单将延伸至FY27至FY28交付。公司将全年集团收入有机增长目标提高至12%至14%，高于年初7%至10%的预期，持续新增的项目亦为明后年交付提供支撑。
- **前期调价充分落地，材料及关税成本逐步消化。** FY26 Q3产品提价带来的收入增量已相当于整个H1的增量，后续补充调价仍在推进。公司预计全年价格调整可在金额上抵消原材料及净关税影响，并将集团调整后EBITA有机增长目标提高至18%至21%。

图：施耐德能源管理季度收入（亿欧元）及有机同比增速（右轴）



图：施耐德能源管理半年度调整后EBITA（亿欧元）及利润率（右轴）



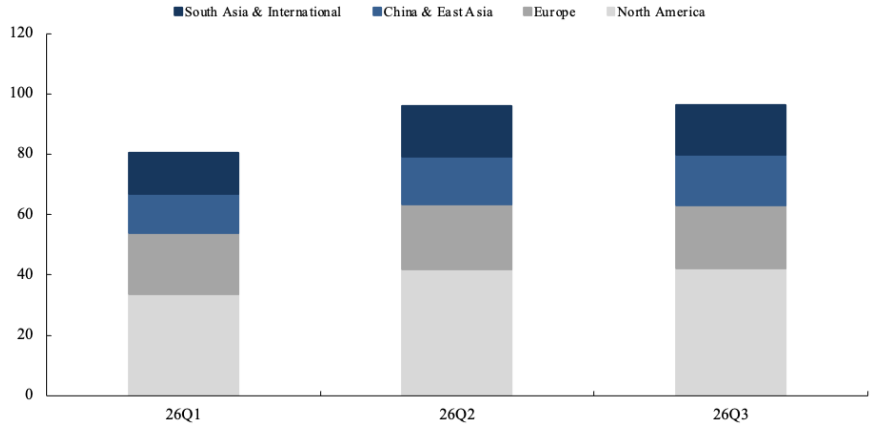
数据来源：施耐德官网、东吴证券研究所

施耐德：美国东亚业绩同步高增，产品与系统均受益

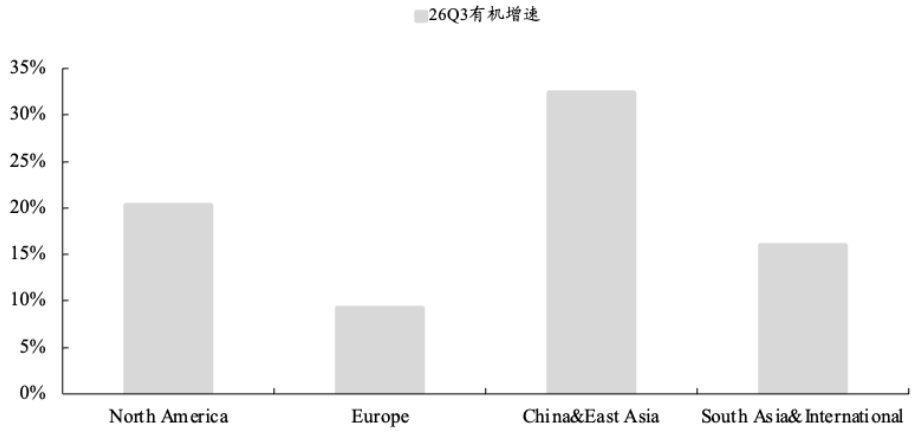
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **北美系统需求保持强劲，中国及东亚产品采购提速。**FY26Q3能源管理北美收入42.05亿欧元，有机同比+20.3%，中国及东亚收入16.75亿欧元，有机同比+32.4%。北美客户较多采购预制化及冷却方案，中国大型客户则更多通过系统集成商、成套厂采购器件。施耐德可依托既有渠道销售电气产品，也可围绕供电架构提供UPS及冷却配套，覆盖两类客户需求。
- **预制化减少现场施工，设计阶段合作扩大供货范围。**公司在云厂商及托管客户项目设计阶段参与供电方案，使用自有电气产品组装预制模块，并通过内部工厂及富士康等伙伴扩产。现场熟练工人短缺提高了工厂预制的价值，将装配调试前移可缩短现场安装时间，进一步提升公司的交付能力。

图：施耐德能源管理分地区收入（亿欧元）



图：FY26Q3施耐德能源管理分地区收入有机增速

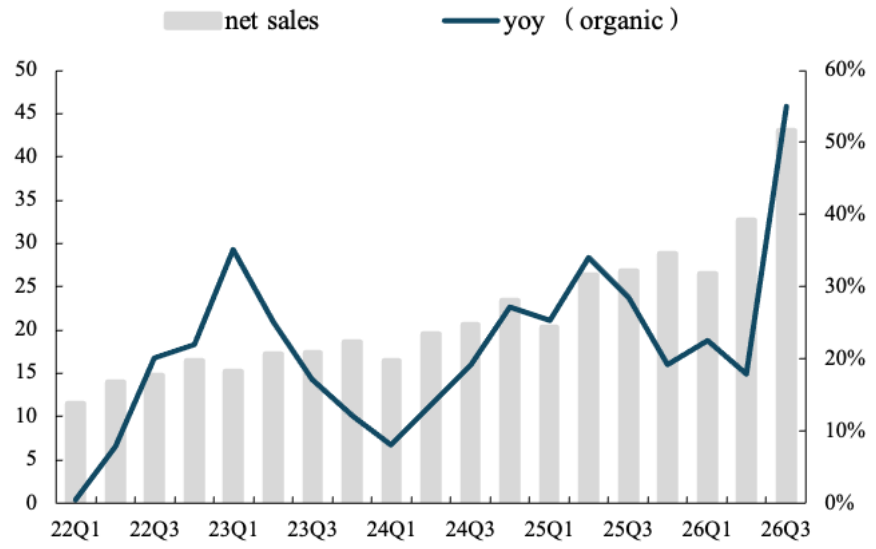


数据来源：施耐德官网、东吴证券研究所

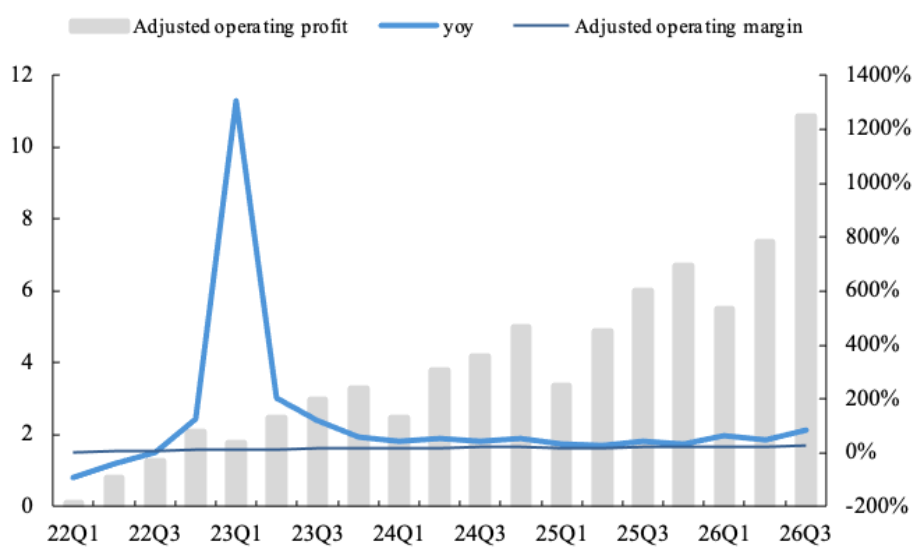
维谛：扩产及项目补交推动增长，全年指引上调

- **交付能力改善推动放量，收入利润均超此前指引。**FY26Q3收入43.13亿美元，同环比+61%/+31.7%，有机同比+55%；调整后营业利润10.87亿美元，同环比+82.5%/+47.3%；利润率25.2%，同环比提升2.9/2.6pct。FY26Q2因供应问题递延的约1亿至1.5亿美元收入在本季确认，扩产及工厂利用率提高亦增加交付，经营杠杆和效率改善推动利润增长快于收入。
- **全年业绩预期再次上调，订单支撑2027年继续增长。**公司将FY26收入指引由138亿至142亿美元提高到144.5亿至148.5亿美元，调整后营业利润提高至到34.75亿至35.55亿美元。管理层预计FY27有机增长继续快于市场、利润率进一步提升。

图：维谛收入（亿美元）及有机同比增速（右轴）



图：维谛调整后营业利润（亿美元）、同比增速及利润率（右轴）



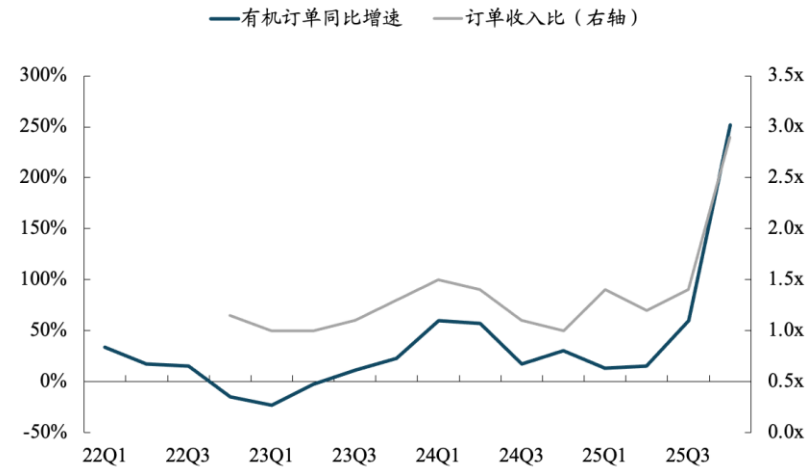
数据来源：维谛官网、东吴证券研究所

维谛：订单增长覆盖多类客户，800V分阶段导入

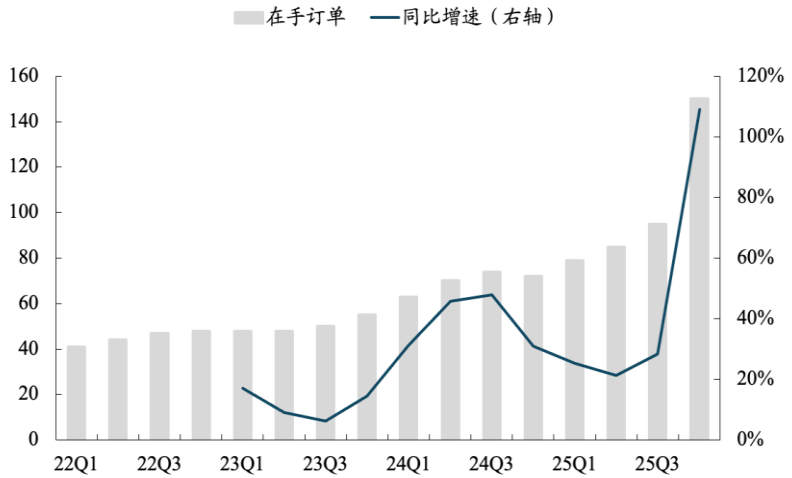
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **订单增长覆盖多类客户，欧洲项目储备明显增加。**FY26Q3有机订单同比增长超过100%，管理层表示剔除新兴云服务商后需求仍强，EMEA项目管线约为上年同期两倍。美洲和亚太维持增长，欧洲项目恢复又增加潜在订单来源，有望继续支撑FY27年收入增长。
- **800V改造方案率先落地，原生系统随后进入部署。**利用现有中低压交流基础设施向机柜或列提供800V的方案已在验证，预计FY27开始贡献收入；原生端到端800V方案预计FY27客户验证、FY28部署。前者可沿用较多既有设施，较早满足客户机柜功率提升需求。我们认为，800V将随不同项目分步导入，近期应以改造方案交付为主，原生系统的收入贡献则更靠后。

图：维谛有机订单同比增速及订单收入比（右轴）



图：维谛在手订单（亿美元）及同比增速（右轴）

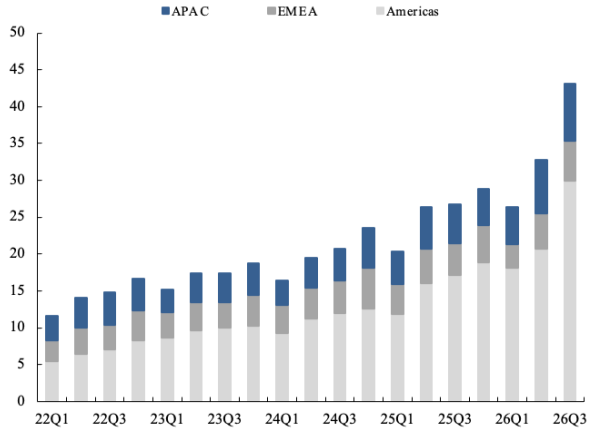


数据来源：维谛官网、东吴证券研究所

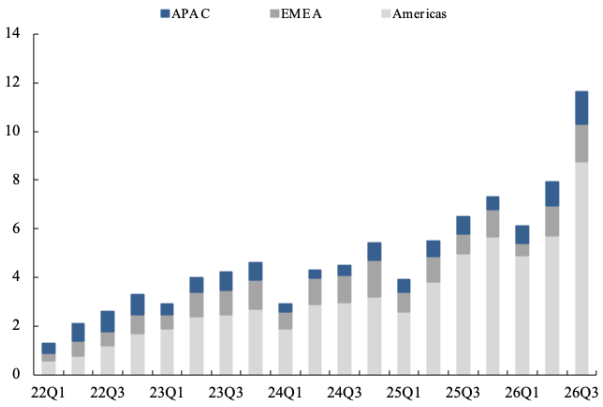
维谛：欧洲交付恢复增利，美洲继续带动增长

- **美洲继续贡献主要增量，欧洲收入恢复增长。**FY26Q3美洲、亚太、EMEA收入分别为29.89、7.79、5.45亿美元，有机同比分别+66.2%、+48.3%、+19.3%。FY26Q3美洲市场占收入约69%，是公司当前增长的主要来源；EMEA则由FY26Q2有机下降2%转为FY26Q3增长19.3%，项目管线加快转化，欧洲需求恢复已开始体现为实际交付。
- **欧洲利润率显著回升，区域盈利差距有所缩小。**FY26Q3美洲、亚太、EMEA调整后经营利润分别为8.77、1.32、1.52亿美元，同比分别+74.8%、+93.3%、+82.4%，利润率分别为29.4%、17.0%、28.0%。FY26Q3EMEA利润率同比提高约9.2pct、环比提高2.3pct，收入恢复叠加项目执行改善，推动盈利接近美洲水平。

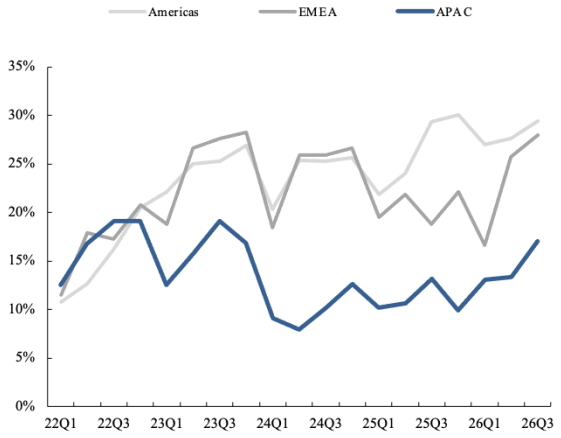
图：维谛分地区收入（亿美元）



图：维谛分地区调整后经营利润（亿美元）



图：维谛分地区调整后经营利润率

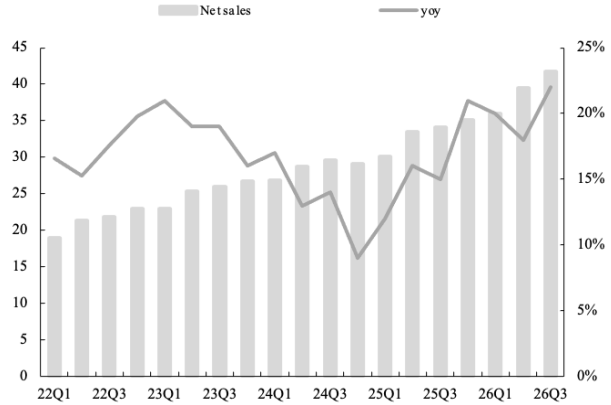


数据来源：维谛官网、东吴证券研究所

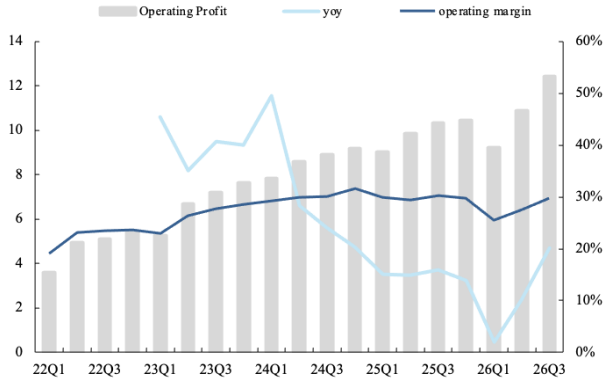
伊顿：扩产爬坡压力减轻，调价推动盈利修复

- **新增产能开始贡献出货，利润率环比明显回升。**FY26Q3美洲电气收入41.72亿美元，有机同比+22%；经营利润12.43亿美元，同环比约+20%/+14.2%；利润率29.8%，环比提升2.3pct。25项扩产项目已完成18项，管理层表示最困难的爬坡阶段大部分结束。
- **售价逐步追上成本，订单增长承接产能释放。**公司在FY26Q2及Q3初实现的调价已使FY26Q3价格与成本变化的金额差转正，10月公司又完成两家大客户谈判，并宣布新一轮调价。美洲电气滚动12个月订单(FY25Q4-FY26Q3)有机同比+39%，期末在手订单同比+33%。我们认为，随着工厂利用率提高及调价继续落地，前期扩产和材料上涨对盈利的压力正逐步减轻，随着储备订单放量交付，公司有望实现量利双增。

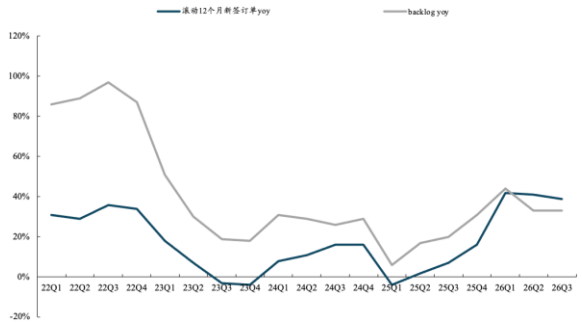
图：伊顿美洲电气收入（亿美元）及有机同比增速（右轴）



图：伊顿美洲电气经营利润（亿美元）、同比增速及利润率（右轴）



图：伊顿美洲电气滚动12个月订单有机增速及期末在手订单同比增速

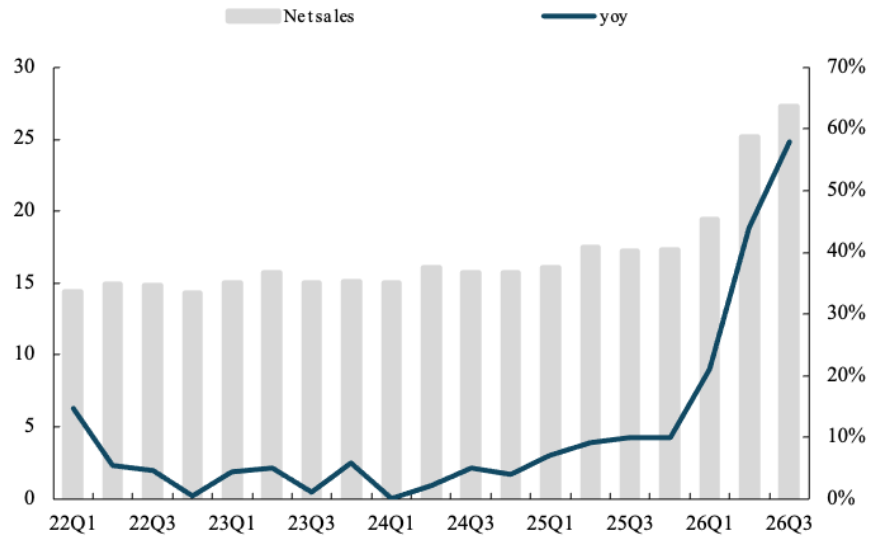


数据来源：伊顿官网、东吴证券研究所

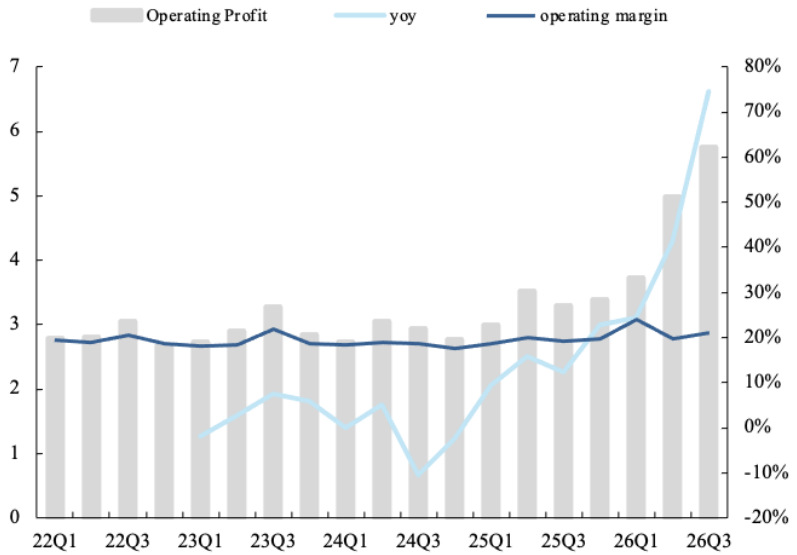
伊顿：液冷配套平台放量，预制方案扩大供货

- **液冷配套平台放量，全球电气收入利润高增。**FY26Q3全球电气收入27.27亿美元，同环比+58%/+8.3%，其中有机同比+27%、Boyd并购贡献31%；经营利润5.76亿美元，同环比约+74.5%/+15.4%，利润率21.1%，同环比提升2.0/1.3pct。Boyd当季收入环比+24%，在手订单接近上年三倍，管理层将FY27收入初步预期由18亿美元提高至至少27亿美元，早期平台设计配套已开始转化为批量交付。
- **预制化整合自产设备，供电与液冷配套范围扩大。**伊顿可将变压器、开关柜、断路器及UPS装入预制模块，减少客户现场装配及供应商协调。Fibrebond并购后首个年度收入由约3.75亿美元提高至6亿美元，公司继续扩产，并将Boyd液冷纳入整体方案。

图：伊顿全球电气收入（亿美元）及报告同比增速（右轴）



图：伊顿全球电气经营利润（亿美元）、同比增速及利润率（右轴）



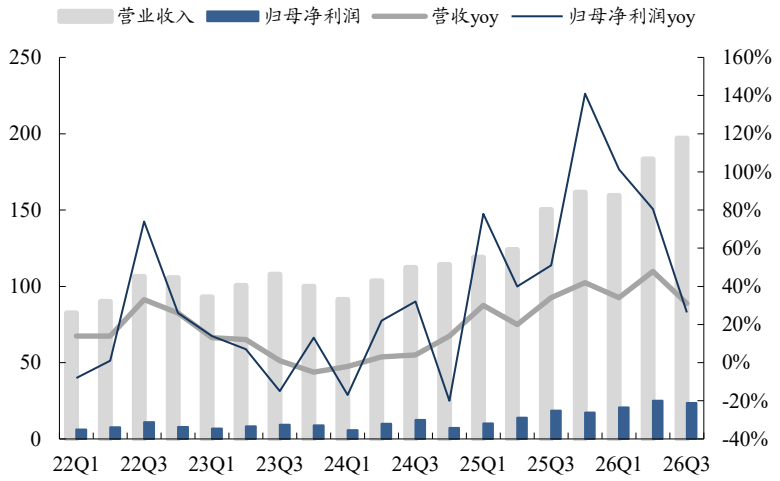
数据来源：伊顿官网、东吴证券研究所

AIDC电源：成本与交付结构影响短期盈利，800V供电成为未来主线

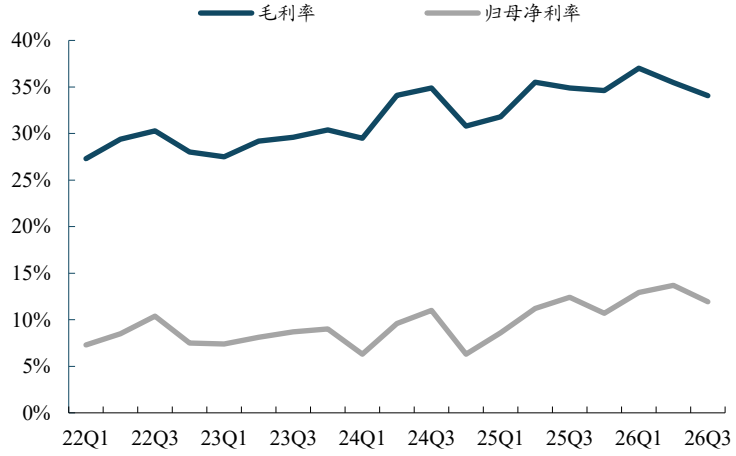
台达：库存及材料影响盈利，调价有望逐步改善

- **收入增长保持较快，库存及材料成本压低毛利率。**FY26Q3收入1971亿新台币，同比+31.1%、环比约+8%；归母净利润235亿新台币，同环比+26.3%/-6.5%；毛利率34.1%，同环比下降约0.8/1.5pct。客户拉货调整、产品规格变化及长短料造成库存增加，当季存货跌价损失约占收入1.7%，功率器件、电容等核心原材料涨价尚未完全传导至售价，对公司的盈利能力同样产生较大影响。
- **库存出货及调价接续，后续盈利有望修复。**公司预计Q4起库存陆续出货，部分跌价损失可能转回，已协商的调价将分批于Q4至FY27Q1反映。董事长预计Q4收入高于Q3、毛利率不低于Q3，随着交付持续推进，盈利能力有望持续修复。

图：台达收入与归母净利润（十亿新台币）及同比增速（右轴）



图：台达毛利率及归母净利率



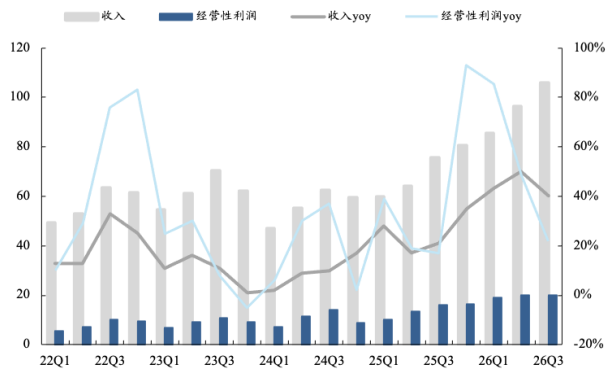
数据来源：台达官网、东吴证券研究所

台达：电源散热共同放量，海外扩产匹配客户

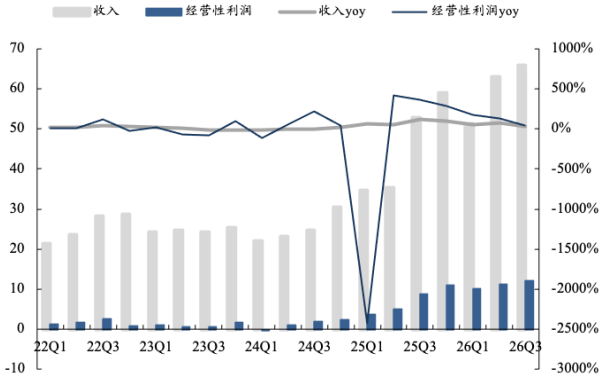
东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **AI需求拉动多个产品，电源及基础设施收入增长。**FY26Q3电源及零组件收入1059亿新台币，同环比约+40%/+10%；分部利润199亿新台币，同环比约+22%/-1%。FY26Q3基础设施收入659亿新台币，同环比约+25%/+5%；分部利润121亿新台币，同环比约+40%/+7%，AI及数据中心相关收入已接近集团收入的一半。
- **高压直流产品开始出货，海外基地为后续放量准备。**公司的±400V产品已于FY26Q3出货，800V直流产品预计FY27继续推进。公司批准建设马来西亚槟城基地，目标五年内逐步达到泰国基地规模。随着高压直流产品的价值量与盈利能力的显著跃升，公司的盈利压力有望得到缓解。

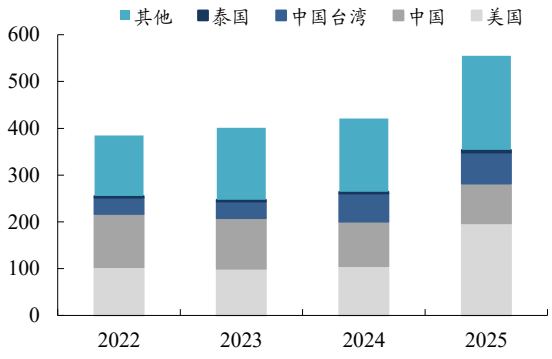
图：台达电源及零组件收入、分部利润（十亿新台币）及同比增速（右轴）



图：台达基础设施收入、分部利润（十亿新台币）及同比增速（右轴）



图：台达分地区年度收入（十亿新台币）

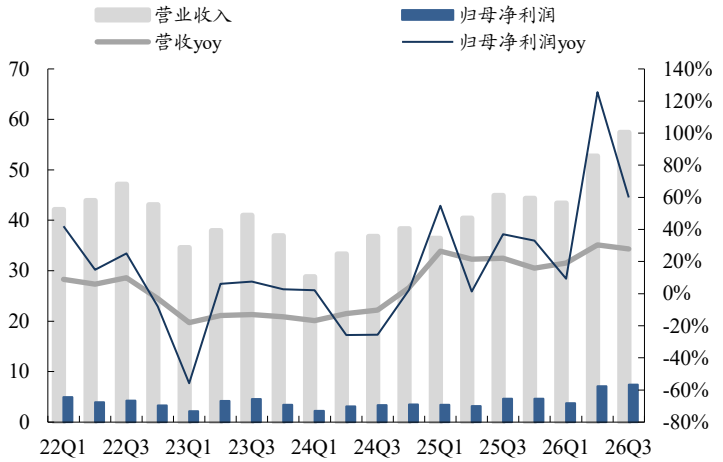


数据来源：台达官网、东吴证券研究所

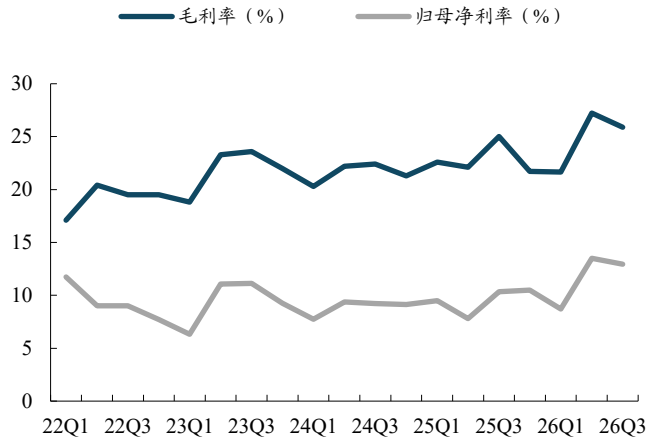
光宝：收入利润保持增长，毛利率环比回落

- **收入利润继续增长，毛利率环比有所回落。**FY26Q3收入574.0亿新台币，同环比+27.9%/+8.9%；归母净利润74.3亿新台币，同环比+59.9%/+4.4%；毛利率25.9%，同环比+0.9/-1.3pct，归母净利率12.9%，环比下降0.6pct。管理层表示，FY26Q2集中交付前期递延的高阶产品，抬高毛利率基数，FY26Q3回落后仍高于上半年24.7%的平均水平。
- **客户拉货有望提速，新品放量支撑后续增长。**Q3客户拉货因缺电有所放缓，管理层预计FY26Q4节奏改善、下半年毛利率高于上半年。ASIC用8.5kW PSU及BBU、新一代VR 110kW和Helios 42吋Power Shelf已量产，公司预计FY26 AI收入占比超过30%。电源及液冷联合配套扩大项目价值，收入释放仍将跟随客户供电和建设进度。

图：光宝收入与归母净利润（十亿新台币）及同比增速（右轴）



图：光宝毛利率及归母净利率

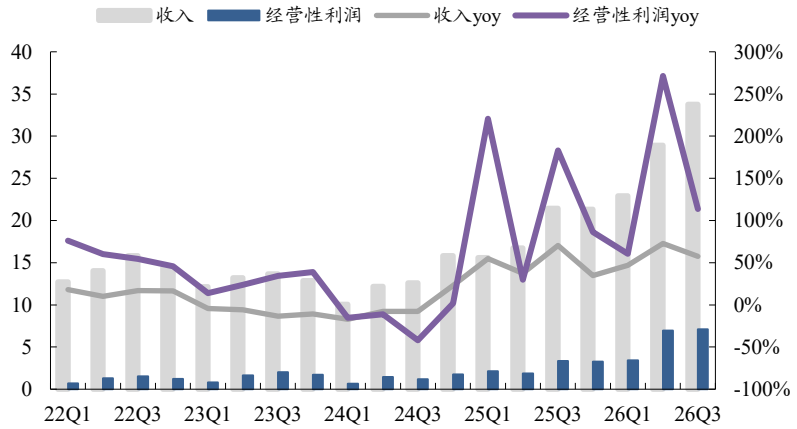


数据来源：光宝官网、法说会报道、东吴证券研究所

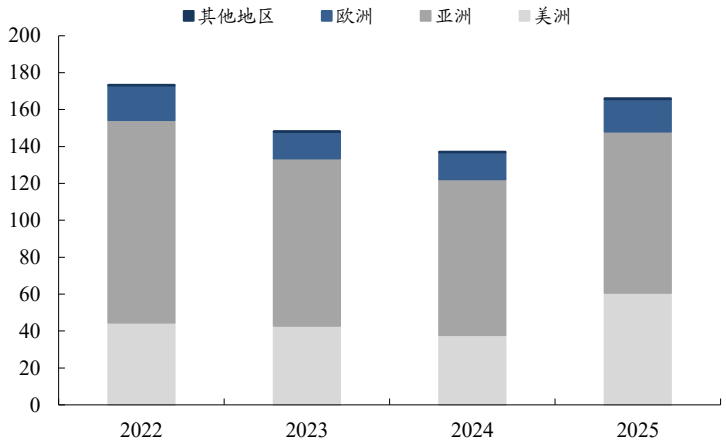
光宝：云端业务保持高增，800V及扩产接续推进

- **云端业务继续放量，800V产品进入系统验证。**FY26Q3云端及物联网收入337.5亿新台币，同环比约+57.3%/+16.8%；分部利润71.1亿新台币，同环比约+113.7%/+2.5%，分部利润率21.1%，环比下降约2.9pct。公司的800V Power Rack已首次送样，11月第二次送样用于系统整合，规格由660kW升至880kW，另有客户提出1.5MW需求。完成两阶段认证后，公司预计最快FY27Q1商业出货，管理层预计FY27 AI收入占比有机会升至40%至50%。
- **产能持续扩张以满足需求，资本开支先于订单投入。**公司将FY26资本开支由180亿新台币提高至197亿新台币，广宁新厂另有100多亿新台币产线投入，预计FY27Q1开始动用，德州基地预计FY27Q2运营。服务器客户通常要求供应商先完成产线再下单，当前扩产为后续平台放量准备。

图：光宝云端及物联网收入、经营性利润（十亿新台币）及同比增速（右轴）



图：光宝分地区年度收入（十亿新台币，最新完整年度FY25）



数据来源：光宝官网、东吴证券研究所

投资建议与风险提示

投资建议：

- **SST整机**重点推荐**【阳光电源】【四方股份】【金盘科技】**，高频隔离变压器为核心零部件，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】【神马电力】【伊戈尔】【白云电器】**，建议关注大连电瓷、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11月13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	714	21.49	38	46	56	68	19	16	13	10	买入	东吴
		300277.SZ	海联讯	167	11.02	0	5	6	7	7447	36	30	-	未评级	Wind
电力设备	出海	002028.SZ	思源电气	867	110.16	32	36	47	61	28	24	18	14	买入	东吴
		688676.SH	金盘科技	237	51.47	7	9	13	17	36	27	19	14	买入	东吴
		002922.SZ	伊戈尔	86	20.44	2	3	5	7	43	29	18	12	买入	东吴
		603861.SH	白云电器	54	10.05	2	2	3	5	27	25	17	11	买入	东吴
		603530.SH	神马电力	142	33.03	4	6	7	10	33	26	19	14	买入	东吴
	特高压	601179.SH	中国西电	538	10.50	13	15	18	22	42	35	29	24	买入	东吴
		600312.SH	平高电气	282	20.75	11	14	17	20	25	20	16	14	买入	东吴
		000400.SZ	许继电气	249	24.49	12	11	15	19	21	23	17	13	买入	东吴
AIDC	柜内电源	002851.SZ	麦格米特	420	71.80	1	6	13	19	288	65	32	22	买入	东吴
		300870.SZ	欧陆通	155	101.22	2	2	5	7	63	64	30	21	未评级	Wind
	柜外电源	002364.SZ	中恒电气	135	23.96	1	1	2	3	107	100	67	49	买入	东吴
		301590.SZ	优优绿能	33	55.30	1	2	3	6	30	15	9	6	买入	东吴
		300274.SZ	阳光电源	1,607	77.49	135	100	140	171	12	16	11	9	买入	东吴
	SST	688676.SH	金盘科技	237	51.47	7	9	13	17	36	27	19	14	买入	东吴
		601126.SH	四方股份	247	29.60	8	9	10	11	30	28	26	23	买入	东吴
	配套电气设备	002706.SZ	良信股份	91	8.12	3	4	5	7	34	26	19	13	买入	东吴
		301291.SZ	明阳电气	108	34.28	6	5	8	10	18	23	14	11	未评级	Wind
		002484.SZ	江海股份	275	32.37	7	9	12	16	41	30	22	17	未评级	Wind

数据来源：Wind，东吴证券研究所，注：评级为“买入”的企业盈利预测来自内部预测，评级为“未评级”的企业盈利预测来自2026年11月13日wind一致预期，“-”为暂无wind一致预期数据

风险提示

- **全球电网投资不及预期。**若海外公用事业缩减投资预算或推迟项目建设，将影响设备招标及订单交付，进而影响相关公司的收入和利润。
- **终端客户招标不及预期。**若CSP及大型AIDC运营商放缓输配电设备、电源采购，或缩减招标规模，将影响新增订单及后续收入增长。
- **AIDC建设进度不及预期。**电力接入不足、芯片及关键零组件供应受限、园区审批延期等因素，可能推迟数据中心建设，进而影响配套设备交付和客户拉货。
- **关税政策不及预期。**若海外提高变压器、电源等产品进口关税，将增加相关公司进入海外市场的成本，影响价格竞争力及盈利水平。
- **竞争加剧。**海外厂商扩产或降价可能增加竞争压力，若需求增长低于预期，相关公司订单获取及盈利水平可能受到影响。

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 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园