

能源工业装备双龙头打造中国“GE”

华泰研究

2026年6月07日 | 中国内地/中国香港

首次覆盖

电气设备

首次覆盖上海电气，给予“买入”评级，A/港股目标价 10.50 元/8.06 港币，对应 2026 年 20.78x/15.23x EV/EBITDA。公司作为国内少有的全谱系能源装备龙头，覆盖传统电源（煤电、核电、气电）、新能源（风电、储能）以及电网设备，也是具备燃机及煤电设备出海能力的稀缺标的；此外工业装备业务加速向高端制造转型，切入机器人等新兴赛道，打开中长期成长空间。

国内传统电源保供+新能源双主线，公司煤核风电龙头筑牢基本盘

电力系统面临清洁、稳定与经济的“不可能三角”。我国仍处电气化率提升阶段，传统电源作为电力系统备用支撑价值凸显，煤电核电核准与需求重回高景气周期。公司作为国内电力装备全景式龙头，覆盖煤、风、核、气、输配电、储能等多类型设备业务，煤电、核电国内市占率长期维持约 1/3，2025 年公司煤电、核电营收实现同比+33.6%、+15.7%。此外风电行业供给侧出清，海风需求修复，2025 年公司风电业务新增订单达 229.7 亿元（约为当年风电收入的 1.5 倍），单 KW 风机订单价格出现边际改善拐点。

海外电力供需缺口外溢，公司卡位稀缺可出口产能

AI 数据中心扩张与全球再工业化共振，缺电逻辑带动海外需求外溢。目前海外重型燃机厂商排产已至 2029-30 年，海外燃机供给仅能满足 50%-60% 市场需求。公司作为国内具备重型燃机、中小型燃机、煤电设备出口能力的稀缺标的，公司在和安萨尔多燃机合资协议中保留了欧美市场分包、非欧美市场自主投标的业务机会，预计 27 年燃机产能提升至 30 台套（当前 15-20 台套）。集成服务（海外 EPC）业务在经历战略收缩后迎来修复，2025 年新增订单同比增长 63% 至 362 亿元，公司陆续斩获孟加拉、乌兹别克斯坦等国工程项目，优质项目叠加回款提效支撑利润增长。

工业装备转型精密制造与机器人，打造中长期增长动能

伴随国内地产周期调整，公司主动由传统电梯业务基本盘向高端化智能制造转型。公司拥有上海第一机床厂、德国宝尔捷及上海集优等优质高壁垒资产，依托长期积淀的重产装备制造与自动化能力切入高附加值的精密制造领域，覆盖大型铸锻件、磨床、叶片、轴承等高附加值产品，同时紧扣机器人行业增长趋势，构建机器人全产业链和多场景应用新生态。

我们与市场观点的不同

市场主要将公司视为稳健型电源装备龙头，低估了其结构升级与多元增长曲线的持续演进。我们认为：1) 在“十五五”多能并举背景下，公司传统电源和新能源设备订单增长夯实基本盘；2) 燃机与煤电设备出海进入景气周期，公司是稀缺的大中小型燃机、煤电设备、EPC 可出海标的。3) 工业装备向高端智能制造转型，逐步切入机器人等新兴赛道，打开中长期成长空间。

盈利预测与估值

我们预测公司 2026/27/28 年 EBITDA 为 97.68/119.25/138.27 亿元，归母净利润为 15.07/22.23/29.98 亿元，对应 EPS0.10/0.14/0.19 元。1) A 股采用 SOTP 估值，能源装备+集成服务、工业装备 A 股可比公司 2026E 平均 EV/EBITDA 为 20.88x、29.16x。考虑到公司工业装备、电源设备出海仍处初期，给予公司能源装备+集成服务、工业装备业务 2026E 18.79x、26.24x EV/EBITDA（10%估值折价），目标价 10.50 元。2) 港股我们选取全球电力装备与工业装备龙头作为对标，可比公司 2026E 平均 EV/EBITDA 为 20.30x。考虑公司相较海外龙头在全球布局和数据中心业务上仍处初期，给予公司 2026E EV/EBITDA15.23x（25%估值折价），港股目标价 8.06 港币。

风险提示：电力需求不及预期、海外 EPC 项目不确定性、新技术不确定性。

	601727 CH	2727 HK
投资评级：	买入(首评)	买入(首评)
目标价：	人民币：10.50	港币：8.06

刘俊 研究员
SAC No. S0570523110003 karlliu@htsc.com
SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

边文婧 研究员
SAC No. S0570518110004 bianwenjing@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

苗雨菲 研究员
SAC No. S0570523120005 miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578 +(86) 21 2897 2228

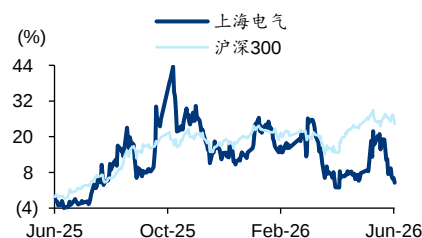
王嵩 研究员
SAC No. S0570525110001 alanwang@htsc.com
SFC No. BLE051 +(852) 3658 6000

徐嘉欣* 联系人
SAC No. S0570125070136 xujiaxin@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	601727 CH	2727 HK
收盘价(截至 6 月 5 日)	7.84	4.07
市值(百万)	121,835	63,248
6 个月平均日成交额(百万)	1,740	192.22
52 周价格范围	7.20-10.77	2.67-5.71

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	126,679	134,770	145,538	156,431
+/-%	9.03	6.39	7.99	7.48
归属母公司净利润	1,206	1,507	2,223	2,998
(百万)				
+/-%	60.30	24.95	47.50	34.87
EPS(最新摊薄)	0.08	0.10	0.14	0.19
ROE(%)	2.24	2.72	3.89	5.04
PE(倍)	101.01	80.84	54.80	40.63
PB(倍)	2.23	2.17	2.10	2.00
EV/EBITDA(倍)	16.15	14.26	10.58	8.16
股息率(%)	0.13	0.13	0.13	0.13

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	203,789	221,107	234,442	247,982	268,609
现金	32,569	37,308	42,639	52,965	63,814
应收账款	37,547	37,033	37,839	38,759	41,462
其他应收账款	5,047	3,527	5,595	4,256	6,332
预付账款	11,237	11,502	12,689	13,435	14,644
存货	34,550	47,296	49,129	49,879	51,509
其他流动资产	82,839	84,441	86,551	88,689	90,848
非流动资产	98,716	104,264	106,777	109,181	111,973
长期投资	13,817	14,664	17,426	20,640	24,382
固定投资	20,897	23,337	23,792	24,354	24,589
无形资产	12,021	10,910	10,832	9,999	9,187
其他非流动资产	51,982	55,352	54,727	54,187	53,815
资产总计	302,505	325,371	341,218	357,163	380,582
流动负债	190,492	209,278	227,003	243,728	266,656
短期借款	9,548	10,067	10,067	10,067	10,067
应付账款	60,570	70,637	77,215	81,197	87,782
其他流动负债	120,374	128,573	139,722	152,464	168,807
非流动负债	34,633	36,186	30,958	25,604	20,254
长期借款	27,682	25,836	20,608	15,253	9,903
其他非流动负债	6,951	10,351	10,351	10,351	10,351
负债合计	225,125	245,464	257,962	269,332	286,910
少数股东权益	24,190	25,212	27,210	29,717	32,715
股本	15,580	15,540	15,540	15,540	15,540
资本公积	18,727	18,999	18,999	18,999	18,999
留存公积	18,687	19,894	22,698	26,245	30,443
归属母公司股东权益	53,190	54,695	56,047	58,114	60,957
负债和股东权益	302,505	325,371	341,218	357,163	380,582

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	17,639	10,516	16,410	19,571	20,125
净利润	2,695	3,086	3,505	4,730	5,997
折旧摊销	3,288	3,536	3,458	3,891	4,039
财务费用	554.35	830.17	728.03	468.63	169.43
投资损失	(2,155)	(2,469)	(2,646)	(2,841)	(3,055)
营运资金变动	(3,119)	(5,551)	10,507	12,377	11,940
其他经营现金	16,376	11,084	858.30	945.91	1,035
投资活动现金	(16,425)	(14,003)	(3,087)	(3,216)	(3,539)
资本支出	(4,403)	(5,012)	(2,558)	(2,365)	(2,319)
长期投资	(806.87)	(7,432)	(2,761)	(3,214)	(3,742)
其他投资现金	(11,215)	(1,558)	2,233	2,364	2,522
筹资活动现金	(3,431)	(3,306)	(7,993)	(6,030)	(5,737)
短期借款	1,276	518.58	0.00	0.00	0.00
长期借款	(3,212)	(1,846)	(5,228)	(5,355)	(5,350)
普通股增加	0.00	(39.69)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(749.51)	271.53	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(745.70)	(2,210)	(2,765)	(674.78)	(386.96)
现金净增加额	(2,185)	(6,841)	5,331	10,326	10,850

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	116,186	126,679	134,770	145,538	156,431
营业成本	94,525	103,888	110,889	118,809	126,734
营业税金及附加	662.32	753.86	802.01	866.09	930.91
营业费用	2,901	3,299	3,369	3,493	3,598
管理费用	7,964	8,446	8,760	9,314	10,012
财务费用	554.35	830.17	728.03	468.63	169.43
资产减值损失	(2,199)	(1,389)	(1,478)	(1,596)	(1,715)
公允价值变动收益	(463.56)	(267.60)	(267.60)	(267.60)	(267.60)
投资净收益	2,155	2,469	2,646	2,841	3,055
营业利润	3,702	4,947	5,630	7,624	9,686
营业外收入	171.23	163.52	163.52	163.52	163.52
营业外支出	133.27	89.00	89.00	89.00	89.00
利润总额	3,740	5,022	5,705	7,698	9,760
所得税	1,044	1,936	2,200	2,968	3,763
净利润	2,695	3,086	3,505	4,730	5,997
少数股东损益	1,943	1,879	1,998	2,507	2,998
归属母公司净利润	752.48	1,206	1,507	2,223	2,998
EBITDA	7,583	9,273	9,768	11,925	13,827
EPS (人民币，基本)	0.05	0.08	0.10	0.14	0.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	1.21	9.03	6.39	7.99	7.48
营业利润	10.33	33.65	13.80	35.41	27.04
归属母公司净利润	163.88	60.30	24.95	47.50	34.87
获利能力 (%)					
毛利率	18.64	17.99	17.72	18.37	18.98
净利率	2.32	2.44	2.60	3.25	3.83
ROE	1.42	2.24	2.72	3.89	5.04
ROIC	3.03	3.43	3.87	5.16	6.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.42	75.44	75.60	75.41	75.39
净负债比率 (%)	21.75	13.93	(1.58)	(19.41)	(35.56)
流动比率	1.07	1.06	1.03	1.02	1.01
速动比率	0.57	0.54	0.55	0.56	0.58
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.40	0.40	0.42	0.42
应收账款周转率	2.98	3.40	3.60	3.80	3.90
应付账款周转率	1.57	1.58	1.50	1.50	1.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.08	0.10	0.14	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.68	1.06	1.26	1.30
每股净资产(最新摊薄)	3.42	3.52	3.61	3.74	3.92
估值比率					
PE (倍)	161.91	101.01	80.84	54.80	40.63
PB (倍)	2.29	2.23	2.17	2.10	2.00
EV EBITDA (倍)	20.45	16.15	14.26	10.58	8.16

正文目录

投资概要	6
全谱系电力装备龙头：主业稳健，出海与高端制造打开成长空间	6
我们与市场观点的不同	7
国内装备领军企业，多元业务布局打开二次成长曲线	8
百年技术积淀铸就龙头，三大业务板块协同布局	8
能源装备：六大细分方向，传统电源+新能源+输配电全方位布局	9
工业装备：传统电梯业务作为基本盘，高端智能装备赛道拓宽成长空间	10
集成服务：营收有望触底回升，订单高增叠加海外回款改善推动盈利修复	11
传统电源需求回暖叠加内部管理提效，盈利能力趋势回升	11
电气化率提升构筑长期主线，能源装备龙头卡位关键赛道	13
“十五五”定调多能并举，传统电源+新能源双主线共振	13
主线一：电力系统保供逻辑不变，煤电核电需求景气持续	14
主线二：新能源发展仍是星辰大海，海风需求与盈利能力双改善	16
综合能源装备龙头产品齐全，新技术布局打开成长空间	17
煤风核电一体化能源装备龙头，订单高增业绩兑现可期	17
四代核电与新型低碳产品布局提供向上期权	21
设备出海叠加智能制造升级，打开二次成长曲线	23
增量一：燃机+煤电+EPC 具备出口能力，受益海外缺电需求外溢	23
增量二：智能装备与高端工业件夯实竞争优势，机器人打开产业升级新空间	26
盈利预测与估值	30
盈利预测	30
估值	33
风险提示	35

图表目录

图表 1：上海电气历史沿革	8
图表 2：上海电气股权架构图（截至 2026 年一季度末）	8
图表 3：上海电气各板块营收和毛利率	9
图表 4：上海电气各板块新增订单	9
图表 5：上海电气产品矩阵（饼图为 2025 年营收占比）	9
图表 6：三大电气能源装备板块 2025 年营收和 2019-2025 毛利率对比	10
图表 7：能源装备板块细分业务营收规模	10
图表 8：能源装备板块毛利率	10
图表 9：工业装备板块细分业务营收规模	11
图表 10：工业装备板块毛利率	11
图表 11：集成服务板块细分业务营收规模	11

图表 12: 集成服务板块毛利率	11
图表 13: 公司营收、归母净利润	12
图表 14: 上海电气海内外营收、毛利率	12
图表 15: 上海电气毛、净利率情况	12
图表 16: 上海电气各费用率情况	12
图表 17: 2026-30 年全社会用电增速有望维持在 6-6.5% 区间	13
图表 18: “十四五”与“十五五”规划纲要文件对比	13
图表 19: 不同机组可控系数对比	14
图表 20: 煤电项目核准开工容量 (GW)	14
图表 21: 2024 年我国电力系统可控裕度跌至 1.1 红线	14
图表 22: 煤电容量电价政策梳理	15
图表 23: 国内核电机组核准数量	15
图表 24: 核电站造价拆分 (核岛、常规岛等各部分贡献)	15
图表 25: 基于碳减排目标的风光装机需求测算	16
图表 26: 国内海风招标规模	17
图表 27: 2022-2025 年国内风机各容量装机占比	17
图表 28: 公司能源装备产品矩阵	17
图表 29: 公司能源装备板块新增订单	18
图表 30: 公司能源装备板块营收	18
图表 31: 电力设备交付时间线	18
图表 32: 公司能源装备板块新增订单同业对比	19
图表 33: 公司能源装备板块营收和毛利率同业对比	19
图表 34: 公司煤电板块新增订单同业对比	19
图表 35: 公司煤电板块营收和毛利率同业对比	19
图表 36: 公司核电板块新增订单同业对比	20
图表 37: 公司核电板块营收和毛利率同业对比	20
图表 38: 公司风电业务营收和毛利率	20
图表 39: 公司风电业务新增订单和订单价格	20
图表 40: 我国四代核电在运、在建规划	21
图表 41: 上海电气核电产品矩阵	21
图表 42: 赢合科技股权架构 (截至 2026 年一季度末)	22
图表 43: 赢合科技营收和毛利率情况	22
图表 44: 上海电气氢能业务进展	22
图表 45: 美国最高负荷与电力系统裕度测算	23
图表 46: 美国德州、加州等数据中心聚集区域的电力紧缺更严重	23
图表 47: 欧洲最高负荷与电力系统裕度测算	23
图表 48: 中东最高负荷与电力系统裕度测算	23
图表 49: 全球各地区气电发电占比	24
图表 50: 全球燃气轮机市场分布趋势 (2014-2025, 按燃机功率统计)	24
图表 51: 海外三大主机厂商在全球燃气轮机的市场格局 (1Q23 季度至今, 按功率统计)	25

图表 52: 全球燃气轮机主机厂商气电 book-to-bill	25
图表 53: 全球燃气轮机供需测算	25
图表 54: 集成服务板块新增订单	26
图表 55: 公司集成服务板块营收和毛利率	26
图表 56: 全球海外集成服务业务布局	26
图表 57: 国内电梯月度产量	27
图表 58: 公司电梯销量、产量	27
图表 59: 公司电梯业务营收和毛利率	27
图表 60: 公司工业装备产品矩阵	28
图表 61: 公司工业装备机器人业务进展	28
图表 62: 公司工业装备板块新增订单	29
图表 63: 公司工业装备板块营收和毛利率	29
图表 64: 公司能源装备板块营收预测 (营收: 亿元)	31
图表 65: 公司工业装备板块营收预测 (营收: 亿元)	31
图表 66: 公司集成服务板块营收预测 (营收: 亿元)	31
图表 67: 公司各板块营收和毛利率 (营收: 亿元, 毛利率: %)	32
图表 68: 上海电气 A 股可比公司 (截至 2026 年 6 月 5 日)	33
图表 69: 上海电气 A 股估值	34
图表 70: 上海电气港股可比公司 (截至 2026 年 6 月 5 日)	34
图表 71: 上海电气港股股估值	34

投资概要

全谱系电力装备龙头：主业稳健，出海与高端制造打开成长空间

上海电气是我国全谱系电力设备领军企业，业务由能源装备、工业装备和集成服务三大板块构成：1) 能源装备（2025 年贡献 59% 营收）作为核心支柱，公司形成煤电、风电、输配电/电网、核电、储能、燃机等六大业务方向。公司煤电、核电国内市占率长期维持约 1/3，主设备产品矩阵完备，海上风电领域亦具备深厚技术积累。此外，公司作为国内具备重型燃机+轻型燃机出口能力的稀缺标的，并同步布局输配电和储能业务，强化全谱系能源装备龙头优势。2) 工业装备（2025 年贡献 30% 营收）以传统三菱电梯为基本盘，通过私有化上海集优等资产，持续向精密磨床、航空自动化及工业基础件等高端智能制造延伸。3) 集成服务（2025 年贡献 16% 营收）以海外电站 EPC 工程为主，正处于订单高增、风险管控持续改善的修复拐点期。

公司作为综合性装备国家队，卡位国内电力装备制造稀缺产能环节，源网业务协同推进，且煤电、燃机设备出海逐步实现从零到一。“十五五”多能并举与全球缺电外溢的双重周期共振下，公司能源装备与海外 EPC 工程订单有望延续高增，订单陆续兑现带动业绩上行。此外公司工业装备业务由传统电梯向高端智能制造和精密工业基础件过渡，伴随机器人行业需求高速增长，有望进一步打开成长空间。

1. **“十五五”定调多能并举，煤电与核电双引擎筑牢基本盘，风电业务边际改善。**新能源高比例渗透带来的尖峰保供刚需，驱动国内煤电开工重回高位，2022-24 连续三年新增开工均超 80GW。公司煤电业务依托超超临界高参数技术，2025 年营收 283 亿元（同比+33.6%），毛利率达 26.72%，实现行业领先。同时，国内核电核准迈入常态化，2022 年起年均核准 10 台及以上，公司实现核岛六大主设备全覆盖，2025 年新增订单达 99 亿元，同比+25.4%。随着四代核电逐步迈向商业化，高附加值新技术路线有望带来新的设备需求并进一步提升盈利能力。风电业务方面，过去行业长期受低价竞争压制，尤其海风板块受到需求放缓与竞争加剧影响，盈利能力承压。当前行业供给侧竞争格局正在优化，同时国内海风需求逐步修复，公司风电业务有望迎来边际改善拐点。2025 年公司风电业务实现收入 136.8 亿元，新增订单达 229.7 亿元，约为当年风电收入 1.5 倍，单 KW 风机订单价格同比+33.5%至 1870 元/KW，出现边际向上拐点。
2. **海外电力紧缺推动外溢需求演绎，公司卡位燃机可出口稀缺产能、煤电海外订单已实现从零到一，设备+EPC 出海打开第二成长曲线。**AI 数据中心扩张与再工业化带来全球缺电逻辑持续演绎，2025 年全球燃机招标达 100GW（同比+75%），海外主要厂商目前已排产至 2029-30 年，当前海外燃机供给仅能满足约 50%-60%的市场需求，带动需求外溢持续演绎。公司作为安萨尔多股东，在和安萨尔多燃机合资协议中保留了欧美市场分包、非欧美市场（如东南亚）自主投标的业务机会，有望受益于全球燃机供需紧缺以及安萨尔多订单外溢；同时，煤电设备海外需求亦逐步进入放量阶段，公司目前已斩获海外煤电设备订单。集成服务（海外 EPC）此前因疫情和回款问题阶段性战略收缩，目前逐步进入上行期，2025 年集成服务新增订单达 362 亿元（同比+63%），陆续斩获孟加拉、乌兹别克斯坦等国电力工程项目。优质订单高增叠加海外回款与风险管理提效，为公司未来利润释放提供强劲增长动能。
3. **工业装备板块正由传统业务稳步向高端智能制造与精密工业基础件升级，打开公司中长期成长新空间。**公司传统工业装备以电梯业务作为基本盘，2025 年电梯业务实现收入 184 亿元，同比-5%，主要受国内地产周期影响阶段性承压。公司通过子公司上海第一机床厂、德国宝尔捷持续强化在高端磨床、航空自动化装备等领域的竞争优势；并通过 2021 年私有化整合上海集优（目前公司直接及间接持有上海集优 95.56% 股权），覆盖大型铸锻件、船用曲轴、透平叶片、轴承、紧固件等精密工业产品。公司进一步前瞻布局机器人产业链，已构建工业机器人、特种机器人及人形机器人的多层次布局，发布首款自研人形机器人“溯元”，同时围绕机器人核心零部件持续推进高端磨床、灵巧手轴承等关键技术突破，打造工业装备板块新的增长极。

我们与市场观点的不同

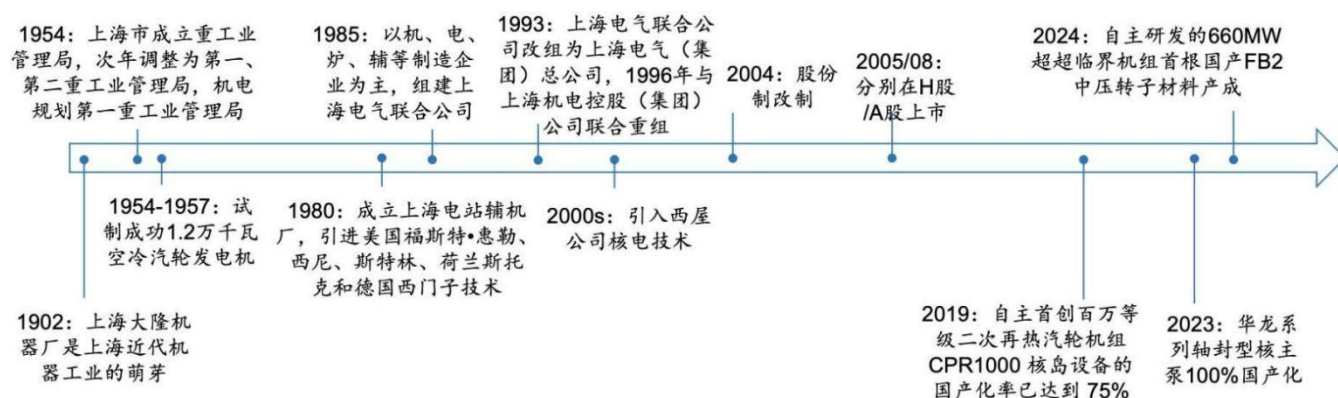
市场对公司的认知仍偏向稳健型电源装备龙头，更多关注其传统业务的稳定性，一定程度上忽视了其内生结构升级与多元增长曲线的逐步成形。1) 传统电源装备在“十五五”期间的保供属性强化，煤电备用支撑、核电核准常态化等利好因素作用下，煤电、核电设备需求扩张，公司订单持续增长，订单逐步兑现夯实基本盘并提供稳健的业绩支撑。2) 燃机与煤电设备出海进入景气周期，公司作为稀缺的全谱系燃机、煤电装备可出海标的，有望受益于全球电力缺口外溢逻辑。此外，海外 EPC 业务在经历疫情冲击及回款导致的战略收缩后，也已进入边际修复阶段。3) 工业装备板块逐步由传统电梯业务向高端化、精密化智能制造转型，并切入机器人等高成长赛道，打开中长期新的成长空间。

国内装备领军企业，多元业务布局打开二次成长曲线

百年技术积淀铸就龙头，三大业务板块协同布局

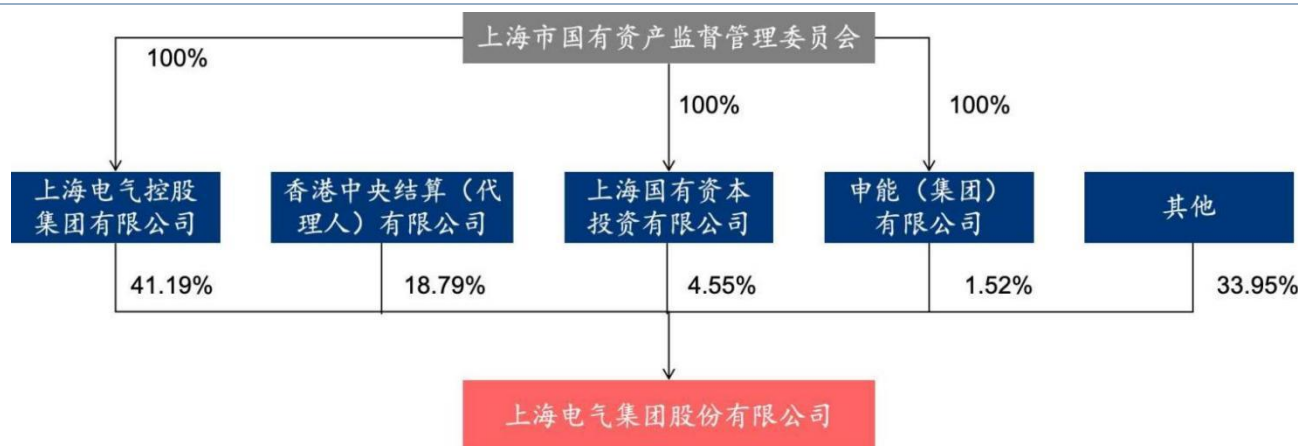
上海电气是我国电源设备行业三大电气之一，现为上海市国资委实控，公司具备百年历史积淀，实现了从技术引进到自主创新的跨越。公司历史最早可追溯至 1902 年，其前身为上海大隆机器厂，一五计划时期上海市成立重工业管理局，实现汽轮发电机试制成功，后进一步从欧美引进先进电源设备制造技术。1985 年，上海市政府以机、电、炉、辅等制造企业为主，组建上海电气联合公司，并于 2004 年完成股份制改组，2005/08 年分别在 H/A 股上市。作为我国传统电源设备制造龙头三大电气之一，公司最初通过引进德国西门子煤电、美国西屋核电等技术奠定工业基础，21 世纪起陆续实现煤电、核电技术自主化，并在高参数汽轮机组、核电主设备、气电燃气轮机等方面实现了从跟跑到领跑的华丽升级。

图表1：上海电气历史沿革



资料来源：公司官网，华泰研究

图表2：上海电气股权架构图（截至2026年一季度末）

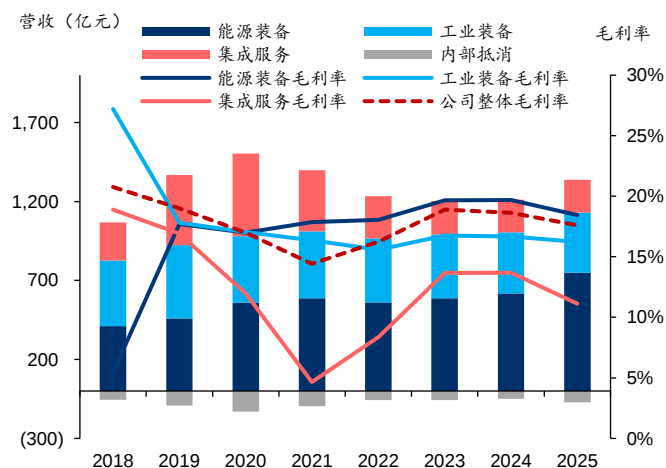


资料来源：Wind，华泰研究

公司形成能源装备、工业装备、系统集成三大核心业务板块。2025 年公司实现营收 1267 亿元，同比增长 9%，其中能源装备 2025 年营收 750 亿元，同比增长 22%，贡献主要增量。

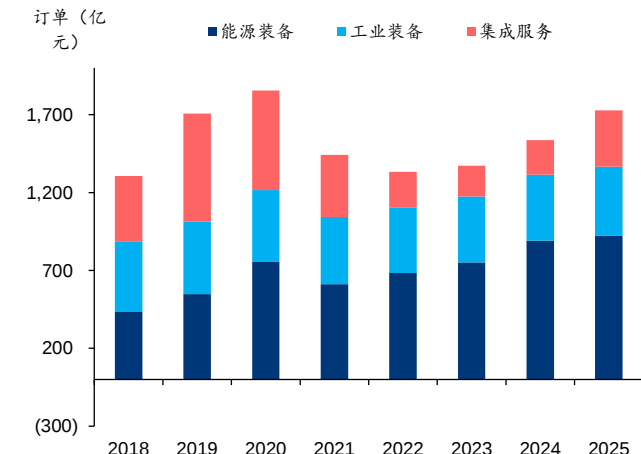
（1）能源装备：业务涵盖煤电、风电、输配电、核电、储能、气电等领域，占营收比例超过 50%，2022 年起受益于煤电、核电等传统电源需求回暖，订单营收规模逐年上行，板块整体毛利率 18%-20%，随具体设备交付类型有所波动。**（2）工业装备：**业务涵盖电梯、智能制造装备（磨床、机器人等）及工业基础件（航空航天叶片、高铁轴承等），板块营收占比约 30%，2023 年起毛利率维持 16%-17%。**（3）集成服务：**以海外电站工程及输配电工程为主，2023 年起营收占比维持 10%-20%，公司近年来强化回款管理及海外工程风险管控，板块盈利能力改善，毛利率自 2023 年起维持在 10% 以上。

图表3：上海电气各板块营收和毛利率



资料来源：公司年报，华泰研究

图表4：上海电气各板块新增订单



资料来源：公司年报，华泰研究

图表5：上海电气产品矩阵（饼图为 2025 年营收占比）



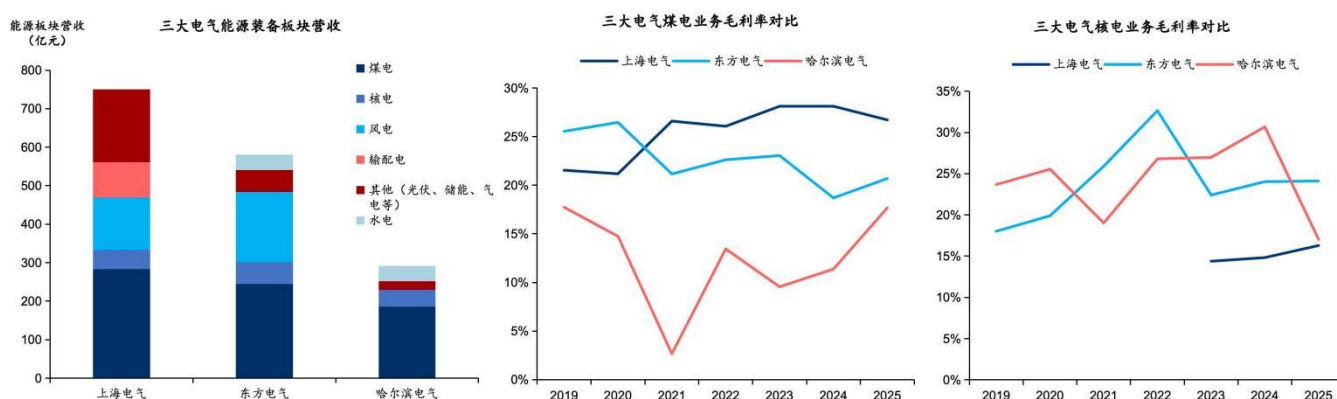
注：红色饼图为对应业务板块营收占公司总营收比例，加总超过100%部分为对应合并抵消；蓝色饼图为细分业务占对应业务板块营收比例，加总不足100%对应其他。
 资料来源：Wind，华泰研究

能源装备：六大细分方向，传统电源+新能源+输配电全方位布局

立足完整能源装备产品矩阵，公司站稳国内能源装备全景式龙头，剑指六大细分方向。从行业格局来看，我国电源设备制造长期由三大电气主导，即上海电气、东方电气与哈尔滨电气。上海电气在煤电、核电、风电、输配电、储能与气电六大核心赛道形成系统性布局，并持续向氢能、光伏等新兴能源方向延伸，产品矩阵完整度位居前列。2025年，公司能源装备业务实现营收750.24亿元，同比增长21.48%，规模为东方电气与哈尔滨电气当前营收的约1.3、2.6倍，主要差异源自公司在传统发电设备之外额外布局输配电业务，同时哈尔滨电气并未布局风电，产品完备度支撑公司营收体量领先。

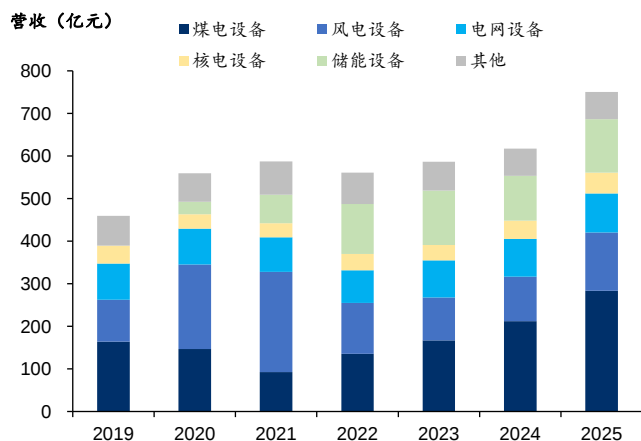
公司煤电核电领域市占率长期维持约 1/3，风电领域侧重海风，同时输配电、储能、气电业务并举。我国煤电、核电业务基本维持国内三大电气三分天下格局，其中上海电气煤电业务依托汽轮机与发电机高参数技术优势，巩固市场份额与盈利能力；公司 2025 年煤电业务实现收入 283 亿元，同比增长 33.6%，毛利率维持在 26.72% 的高位。核电业务方面，公司已实现核岛六大主设备全覆盖，常规岛设备并重，在核心供应链中具备较强的核心零部件制造和系统集成能力；此外公司控股母公司上电集团持有上海聚变 18% 股份，公司目前中标 BEST 项目多个核心部件，并成功交付全球首台 ITER 项目磁体冷态测试杜瓦。风电业务方面，公司在经历行业周期波动与价格竞争压力后逐步完成盈利修复，2022 年实现扭亏为盈。公司亦作为三大电气中唯一布局输配电业务的公司，源网业务协同推进，2025 年公司输配电业务实现营收近百亿元，毛利率 17%，基本稳定。此外，地理位置与水电资源禀赋差异等因素影响下，上海电气并未如东方电气、哈尔滨电气一样布局水电业务。

图表 6：三大电气能源装备板块 2025 年营收和 2019-2025 毛利率对比



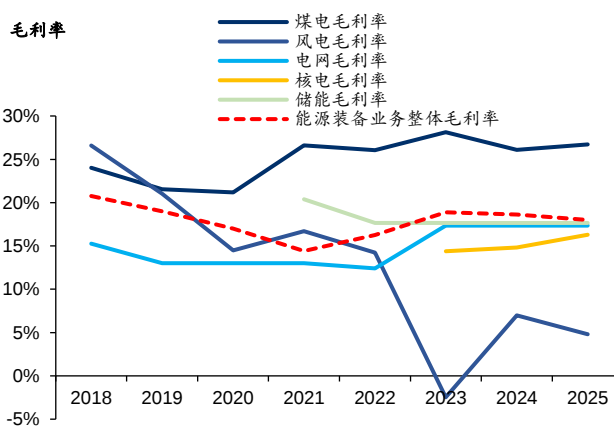
资料来源：各公司年报，华泰研究

图表 7：能源装备板块细分业务营收规模



资料来源：公司年报，华泰研究

图表 8：能源装备板块毛利率

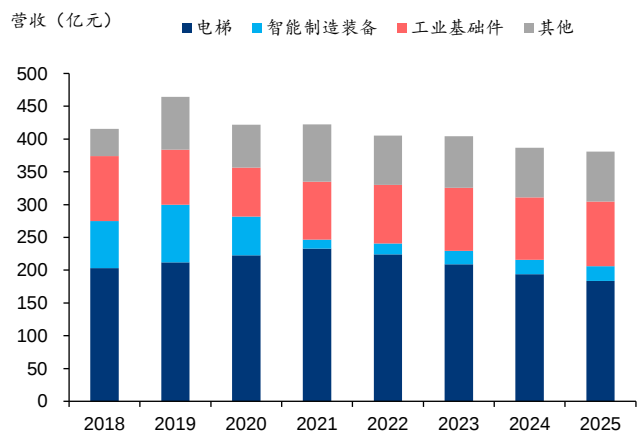


资料来源：公司年报，华泰研究

工业装备：传统电梯业务作为基本盘，高端智能装备赛道拓宽成长空间

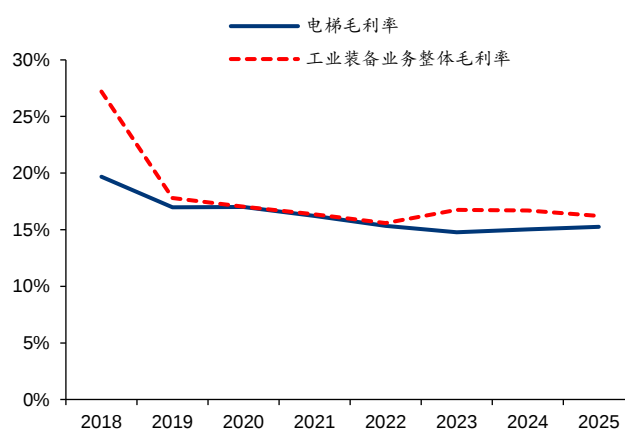
工业装备板块电梯业务作为历史基本盘，公司在此基础上逐步向高端装备与关键工业零部件领域延伸。2025 年公司工业装备业务实现营收 380.74 亿元，同比略有下滑，板块整体毛利率维持在约 16% 的水平。营收下滑主要系电梯业务阶段性收缩，电梯业务 2025 年实现营收 183.65 亿元，同比下降 5%，主要受国内地产行业需求影响。传统电梯业务之外，公司持续强化高端制造能力布局，智能制造装备业务依托上海第一机床厂和德国宝尔捷两大全资子公司，切入磨床和航空自动化装配装备等成长赛道。同时，公司 2021 年完成对上海集优铭宇的私有化整合（上海电气当前直接持股 87.68%、间接持股 7.88%），整合工业基础件业务，涵盖叶片、轴承、大型铸锻件等核心产品，持续提升产品附加值与技术壁垒。

图表9：工业装备板块细分业务营收规模



资料来源：公司年报，华泰研究

图表10：工业装备板块毛利率

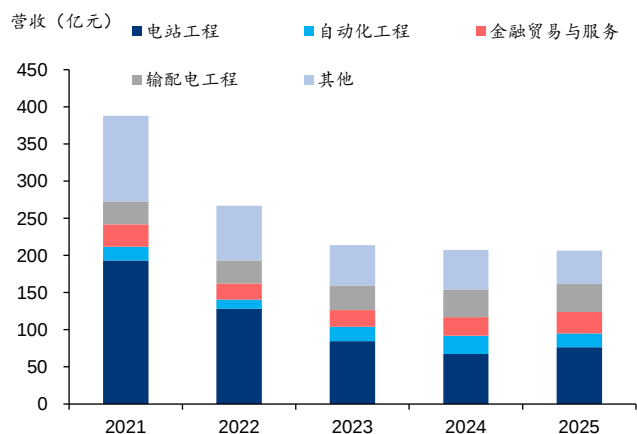


资料来源：公司年报，华泰研究

集成服务：营收有望触底回升，订单高增叠加海外回款改善推动盈利修复

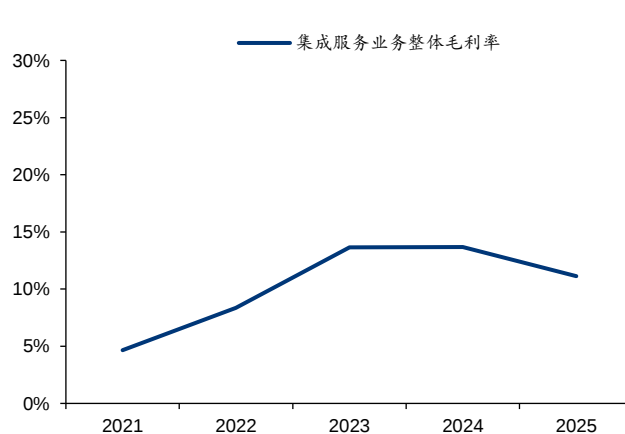
公司集成服务业务以电站、输配电及自动化工程服务为核心，主要依托海外 EPC 项目开展，市场区域集中在非洲、东南亚等一带一路沿线国家。公司集成服务业务在 2021 年曾达到近 400 亿元的收入高点，随后受疫情冲击导致海外项目接单放缓，同时叠加部分海外工程回款问题，公司对业务规模进行了阶段性战略收缩。2025 年该板块实现收入 206.5 亿元，整体仍处于相对底部区间。从订单层面看，拐点信号已逐步显现。2024/25 年集成服务业务新增订单分别同比增长 13%/63% 至 222.1/361.9 亿元，对应订单规模已显著高于当期收入，后续有望逐步兑现为收入增长。此外，公司持续强化海外项目回款管理，叠加高质量订单占比提高，整体盈利能力相比 2021-22 年低点显著改善。

图表11：集成服务板块细分业务营收规模



资料来源：公司年报，华泰研究

图表12：集成服务板块毛利率

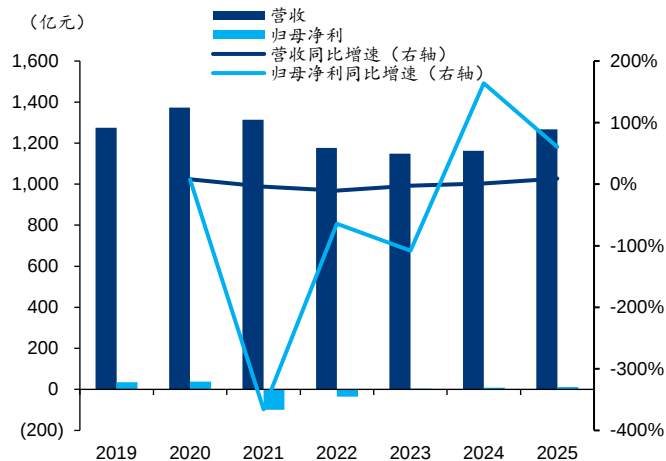


资料来源：公司年报，华泰研究

传统电源需求回暖叠加内部管理提效，盈利能力趋势回升

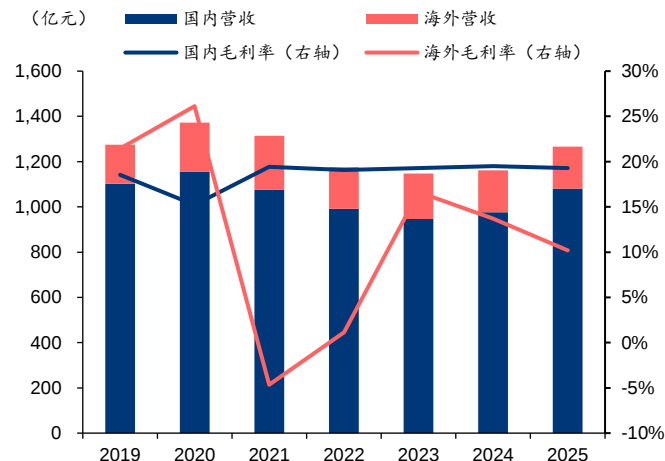
传统电源需求回升叠加公司回款与费率管理高效，公司盈利能力趋势回升。2019-21 年受新能源装机快速增长影响，国内传统电源投资阶段性承压，叠加疫情扰动，公司自 2021 年起营收有所回落。同时，海外项目回款问题导致计提减值拖累利润表现，2021 年归母净利润同比大幅下滑，当年亏损接近百亿元。随着国内传统电源投资需求逐步回暖，2022 年下半年煤电三个八千万规划（2022-24 年每年实现新开工煤电项目八千万以上）、核电核准恢复至年均 10 台套及以上，为公司核心能源装备业务提供持续订单支撑；叠加公司持续强化海外项目回款和风险管理，整体经营质量显著改善。2025 年公司实现营收、归母净利润 1267、12 亿元，同比分别增长 9%、60%，业绩修复趋势明确。此外，公司持续推进内部费用管控，经营效率稳步改善。内生管理提效叠加外部需求回升双重驱动下，公司毛利率与净利率自 2021-22 年低位逐步修复，目前毛、净利率基本稳定在 17%-19%、2-3% 区间。

图表13: 公司营收、归母净利润



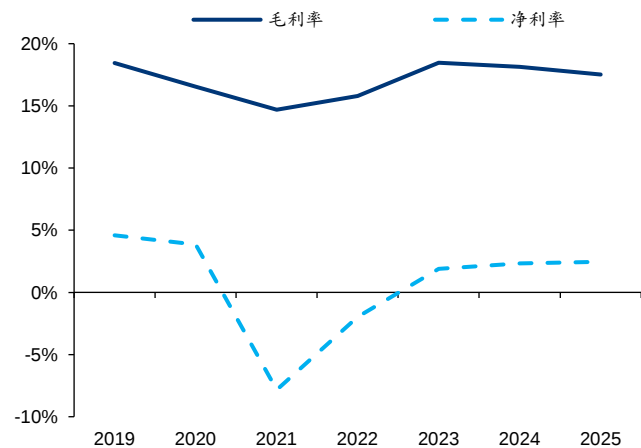
资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表14: 上海电气海内外营收、毛利率



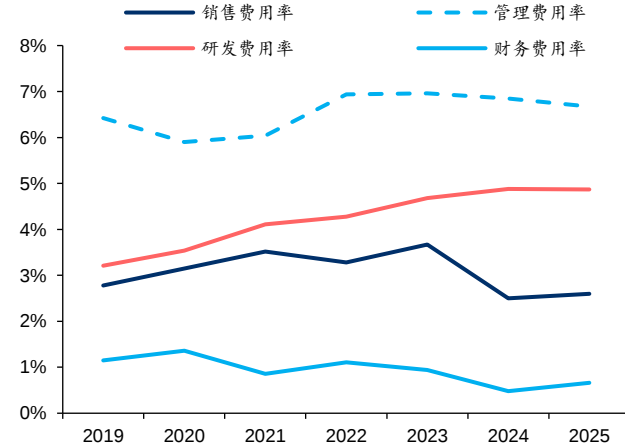
资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表15: 上海电气毛、净利率情况



资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表16: 上海电气各费用率情况



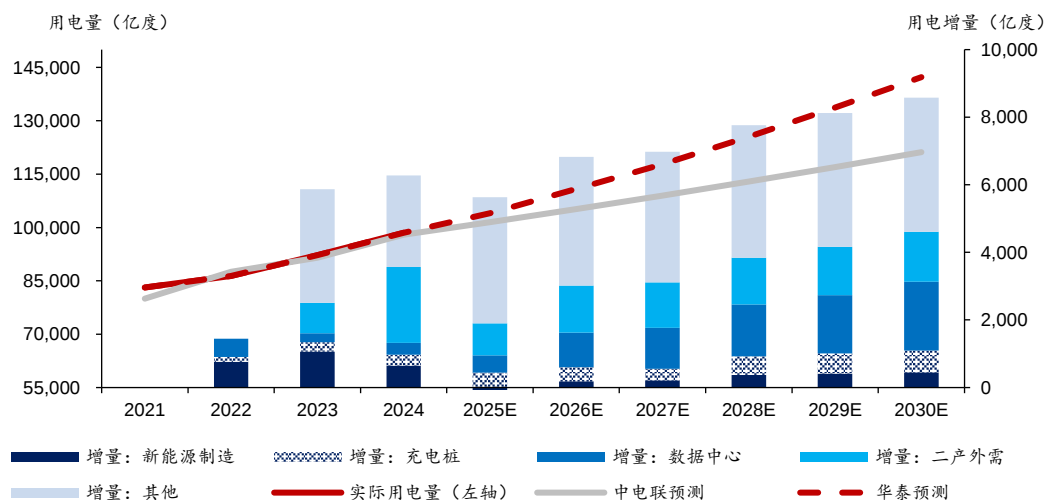
资料来源: 公司年报, 华泰研究

电气化率提升构筑长期主线，能源装备龙头卡位关键赛道

“十五五”定调多能并举，传统电源+新能源双主线共振

我国仍处于电气化率持续提升阶段，新能源发展与传统电源保供正共同构成电力建设的两条主线。根据 Ener data，我国电气化率已由 2000 年的 13.8% 翻倍至 2024 年 27.4%。根据能源局专家解读，我国碳减排自主贡献目标（到 2035 年中国全经济范围温室气体净排放量比峰值下降 7%-10%）与“未来一段时期能源需求还将刚性较快增长”并不矛盾，相应的解法便是提高电气化率。我们认为，我国中长期电气化趋势明确，根据数据中心、二产外需、充电桩等需求测算，2026-30 年全社会用电量增速有望维持 6-6.5%。而由于单一能源结构的电力系统不可避免地面临清洁、稳定、经济的不可能三角，新能源发展+传统电源保供支撑协同推进，将成为新型电力系统构建的必然路径。政策层面来看，25 年 10 月 28 日“十五五”规划政策文件（《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》）明确风光水核等多能并举和能源强国战略，强调化石能源清洁高效利用与新能源并重，为新型能源体系建设提供了清晰政策指引。

图表 17：2026-30 年全社会用电增速有望维持在 6-6.5% 区间



注：历史数据参考中电联和国家能源局，预测数据根据数据中心需求、不同二产类型以及内外需占比、充电桩等需求分别测算。
资料来源：中电联，国家能源局，国家统计局，华泰研究预测

图表 18：“十四五”与“十五五”规划纲要文件对比

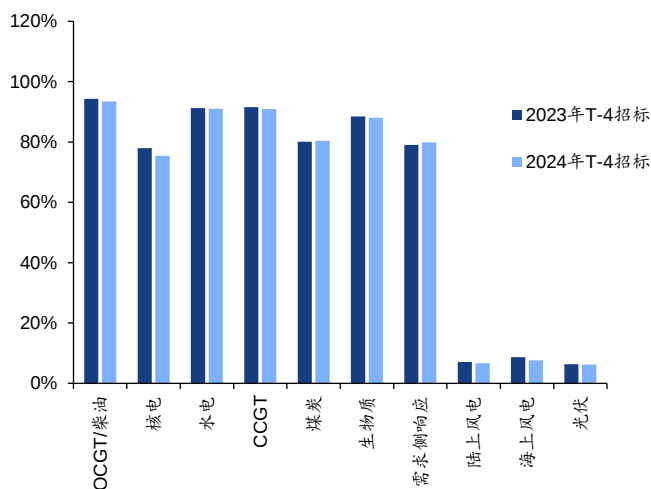
	“十四五”规划	“十五五”规划
政策文件名称	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》
战略定位	提出“保障能源和战略性矿产资源安全”，“推进能源革命，完善能源产供储销体系”	“推进化石能源安全可靠有序替代，着力构建新型电力系统，建设能源强国”
绿色降碳	降低碳排放强度，支持有条件的地方率先达到碳排放峰值，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案	积极稳妥推进和实现碳达峰，实施碳排放总量和强度双控制度
新能源	“发展战略性新兴产业”提及新能源和绿色环保	明确强调储能：科学布局抽水蓄能，大力发展新型储能；明确多种能源战略定位：坚持风光水核等多能并举，加强化石能源清洁高效利用，推进煤电改造升级和散煤替代
新能源消纳	提升新能源消纳和存储能力	明确两个比例提高：持续提高新能源供给比重、提高终端用能电气化水平，推动能源消费绿色化低碳化
电网	侧重边远地区与电力布局：建设智慧能源系统，优化电力生产和输送通道布局；提升向边远地区输配电能力	侧重全方位输配电系统：统筹就地消纳和外送；全面提升电力系统互补互济和安全韧性水平，加快智能电网和微电网建设
电力市场化	宏观性涉及：“推进能源、铁路、电信、公用事业等行业竞争性环节市场化改革”	明确定价机制：提出“加快健全适应新型能源体系的市场和价格机制”

资料来源：政府官网，华泰研究

主线一：电力系统保供逻辑不变，煤电核电需求景气持续

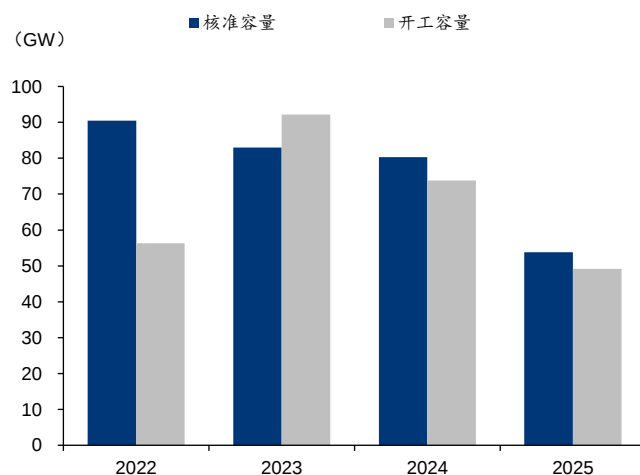
三个八千万规划标志煤电需求拐点，核心是高比例新能源渗透带来煤电保供刚需。回顾2019-22年新能源快速发展阶段，煤电新增装机一度收缩至30GW/年以下（v.s. 2015-16年50GW/年以上的新增装机规模）。这一阶段，尽管新能源装机规模和占比快速提升，但对电力系统可控容量贡献不足的问题也逐步显现。可控容量，即机组在电网负荷尖峰时刻保障在线的容量（可控容量=名义容量*可控系数），根据英国2024年T-4招标数据，陆上风电、海上风电、光伏的可控系数分别仅约为6.64%、7.62%、6.25%，明显低于煤电、气电等传统电源80%以上的水平。2022年高比例可再生能源渗透下我国曾出现阶段性供电紧张局面，作为应对，22年下半年煤电重启建设，2022-24年连续三年每年新增开工煤电保持在80GW以上，煤电由主体发电电源向系统支撑性电源转型的方向逐步明确。

图表19：不同机组可控系数对比



资料来源：UK National Grid ESO Report，华泰研究

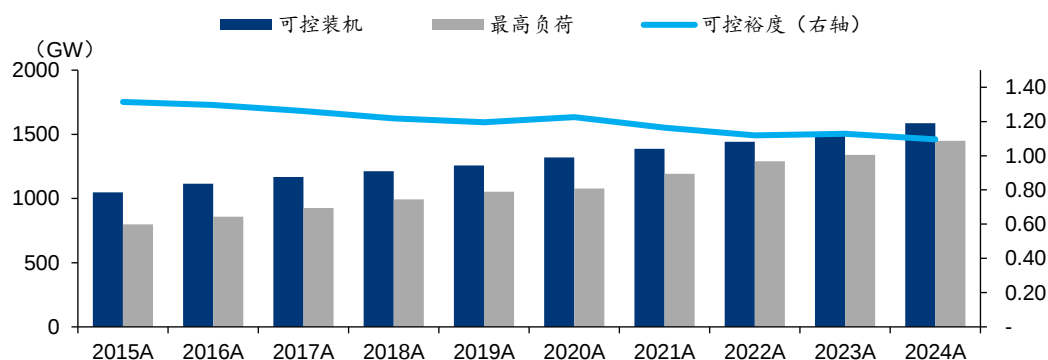
图表20：煤电项目核准开工容量（GW）



资料来源：北极星火力发电网，华泰研究

展望“十五五”，煤电职能进一步由传统基荷发电转向备用、调峰及容量支撑，容量电价政策落地进一步改善煤电经济性。在新能源高比例接入背景下，电力系统对于稳定可控容量的需求持续提升，煤电作为当前最成熟、最具规模化支撑能力的备用支撑电源，其系统价值持续体现。2024年，受最高负荷增长及风光高占比新增装机等因素影响，电力系统可控裕度跌至1.1红线，强化电力系统对于传统电源保障尖峰负荷与电网稳定的需求。与此同时，国家及各省容量电价政策陆续落地，2026年1月《关于完善发电侧容量电价机制的通知》明确将通过容量电价回收煤电机组固定成本的比例提升至不低于50%，煤电盈利模式向电量+容量双重收益机制转变，行业景气度具备中长期支撑。

图表21：2024年我国电力系统可控裕度跌至1.1红线



资料来源：中电联，国家能源局，国家统计局，华泰研究

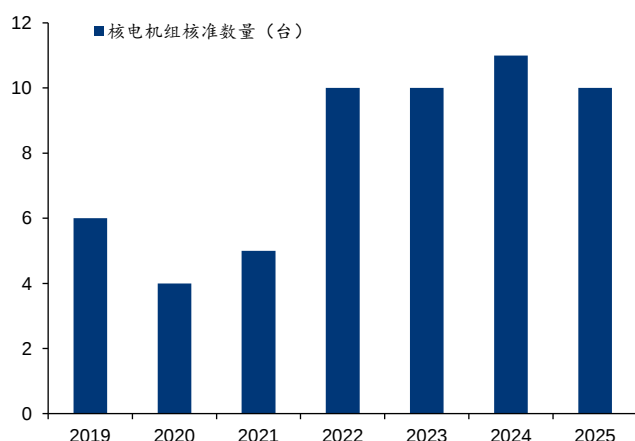
图表22：煤电容量电价政策梳理

	2021年5月 《国家发展改革委关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》	1) 明确以竞争性方式形成电量电价，要求抽水蓄能电站通过电量电价回收抽水、发电的运行成本。电力现货市场尚未运行的地方，抽水电价按燃煤发电基准价的75%执行；服务多省区的抽水蓄能电站抽水电量、上网电量按容量电费分摊比例分摊至相关省级电网。
	2021年10月 《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》	1) 燃煤发电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价。 2) 将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。 3) 推动工商业用户进入市场，取消工商业目录销售电价。
	2023年5月 《国家发展改革委关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》	1) 根据《国家发展改革委关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》，核定在运及2025年底前拟投运的48座抽水蓄能电站容量电价。
2024年1月 全国各省正式执行煤电容量电价	2023年11月 《国家发展改革委 国家能源局关于建立煤电容量电价机制的通知》	1) 对合规在运公用煤电机组实行容量电价，煤电固定成本统一按每年每千瓦330元测算。2024-2025年通过容量电价回收的固定成本比例，多数地区为30%，2026年起提高到不低于50%。 2) 容量电费根据当地煤电容量电价和机组申报的最大出力确定，煤电机组分月申报，电网企业按月结算。
2024年 山东、广东、辽宁等省先后出台地方文件，落实煤电容量电价。24-25年以每年每千瓦100元为标准。	2026年1月 《国家发展改革委 国家能源局关于完善发电侧容量电价机制的通知》	1) 完善煤电及天然气发电容量电价机制。将通过容量电价回收煤电机组固定成本的比例提升至不低于50%；省级价格主管部门可对天然气发电建立容量电价机制。 2) 完善抽水蓄能容量电价机制。633号文件出台前开工的电站继续实行政府定价，后开工的电站按633号文件的成本参数规则，由省级电网制定统一容量电价。 3) 对未参与配储的电网侧独立新型储能电站，地方可参考煤电容量电价标准比例给予容量电价。
2026年1月 广东将煤电机组容量电价调整为每年每千瓦165元。		

资料来源：国家能源局，各省官网，华泰研究

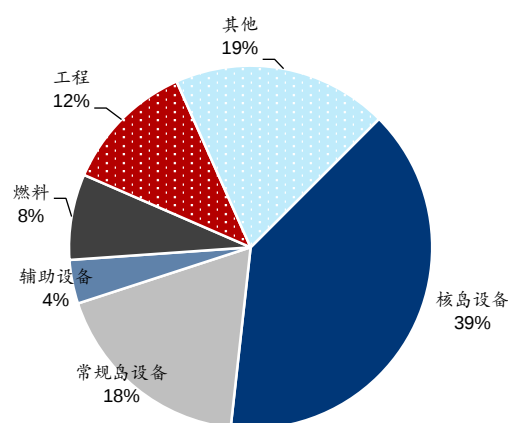
中长期能源安全驱动下，国内核电核准已进入常态化阶段，对应核岛与常规岛设备市场规模数百亿元/年。2022年以来我国核电项目审批提速，截至2025年，已经连续四年实现每年核准机组数10台机组及以上；此外华龙一号、国和一号等自主三代核电机组陆续投产，为核准常态化节奏延续奠定技术基础。根据中核战略规划研究总院数据，截至2025年底，我国在运、在建及核准待建核电机组合计112台、总装机容量约1.26亿千瓦，连续第三年位居全球首位。根据国家核安全局造价数据，按核电机组平均造价1.7万元/kW测算，若每年核准10台机组（按单台1100MW），我们估算可带来约1870亿元市场空间；其中核岛与常规岛设备分别为729、337亿元（占总造价39%、18%），市场空间增量可观。

图表23：国内核电机组核准数量



资料来源：中核智库，Horizontal 有限，华泰研究

图表24：核电站造价拆分（核岛、常规岛等各部分贡献）



资料来源：福建宁德核电站机组造价参数（2016），华泰研究

主线二：新能源发展仍是星辰大海，海风需求与盈利能力双改善

绿色降碳目标下新能源成为兼顾能源需求与减排的核心解法。2025年9月24日习近平主席在联合国气候变化峰会宣布中国新一轮国家自主贡献，2035年中国全经济范围温室气体净排放量比峰值下降7%-10%，力争做得更好；非化石能源消费占能源消费总量的比重达到30%以上，风电和太阳能发电总装机容量达到2020年的6倍以上、力争达到36亿千瓦。根据国家能源局，当前我国人均能源消费仅为经合组织OECD国家平均水平的2/3，提高电气化率、绿电替代减碳成为解决能源需求和绿色降碳的重要抓手。我们在2025年9月28日发布的《首提降碳目标，展现大国担当》中测算，如果2035年中国人均能源消费总量达到OECD均值6吨标煤/年(v.s. 2024年4.2吨+43%)，同时电气化率提升至60%(v.s. 2024年27.4%)，要实现10%的碳减排，“十六五”风光新增装机需要达到3451GW（年均690GW，v.s.2025-2030年均380GW +82%）。

图表25：基于碳减排目标的风光装机需求测算

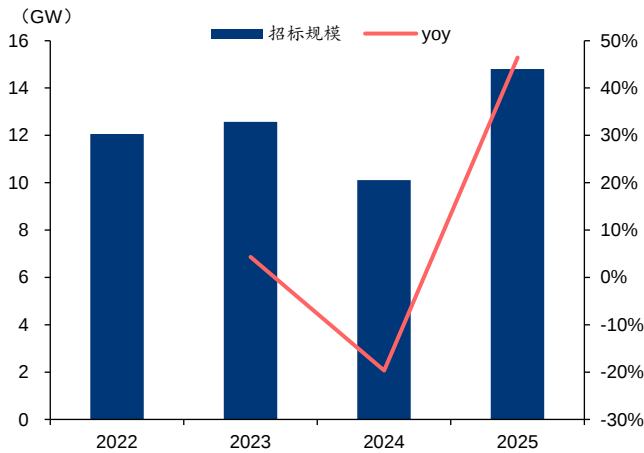
		基准情景：人均用能2035年提升至5.5吨标煤V.S. 2024年人均4.2吨标煤)			保守情景：净排放相比碳达峰下降10%	乐观情景：人均用能2035年提升至OECD平均-6吨标煤
		2024A	2030E	2035E	2035E	2035E
新增风光装机需求：						
非化石能源发电量	十亿千瓦时	3,700	6,936	10,102	9,309	10,407
其中：	十亿千瓦时					
水电		1,416	1,696	2,359	2,359	2,359
核电		453	816	1,268	1,268	1,268
风光		1,830	4,424	6,475	5,682	6,780
风光平均利用小时数		1,300	1,200	950	950	950
风光装机量	GW	1,407	3,687	6,816	5,981	7,137
相比2024年风光装机增量	GW		2,279	5,409	4,574	5,730
2025-2030风光新增装机	GW			2,279	2,279	2,279
十六五风光新增装机	GW			3,129	2,294	3,451
温室气体减排测算：						
能源部门温室气体排放量	百万吨二氧化碳当量	11,981	12,440	10,577	11,263	11,263
全经济部门温室气体排放量	百万吨二氧化碳当量	15,661	17,016	14,843	15,529	15,529
碳汇：						
森林蓄积量	亿立方米	207	207	207	207	207
LULUCF净排放（负为碳吸收）	百万吨二氧化碳当量	(1,182)	(1,286)	(1,372)	(1,372)	(1,372)
全经济部门温室气体排放量（含LULUCF）	百万吨二氧化碳当量	14,479	15,730	13,471	14,157	14,157
净排放相比2030年（碳达峰）降低				14.36%	10.00%	10.00%

注：新能源装机空间根据能源消费增长与降碳目标约束共同测算，即在满足降碳目标情况下，如果满足对应能源消费增长需求，所需要的新能源装机规模。

资料来源：国家能源局，统计局，工信部，北大 2024 年《中华人民共和国气候变化第一次双年透明度报告》，华泰研究预测

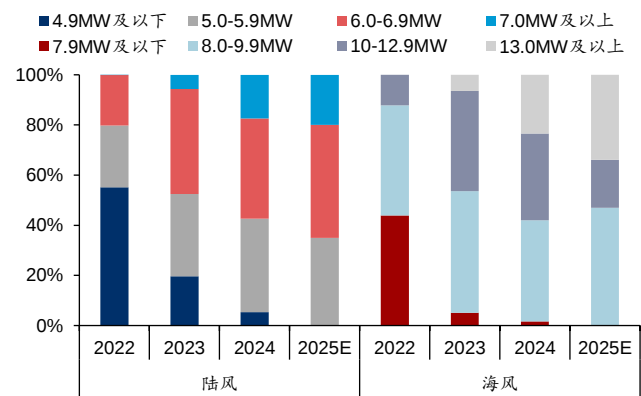
展望“十五五”，国内深远海政策叠加招标落地预期，国内海风装机景气向上，行业多次反内卷叠加企业自律带动盈利能力改善。政策层面，近年来深远海开发相关用海、海域审批、航道协调等制约因素逐步缓解，为海风项目加速落地创造条件。2025年以来，广东、江苏等重点海风区域多个项目陆续开工，我们自下而上梳理国内海风项目情况，2025年国内海风招标15GW，同比+46%，预计大部分将在2026-27年完成并网，支撑海风装机高增长。根据2025年10月20日《风能北京宣言2.0》，预计“十五五”时期国内海上风电年均新增装机不低于15GW，展现产业对需求增长的信心。供应链协同与规模化降本带动风电设备盈利修复。从2025年行业招标情况来看，海上风机主流机型逐步集中于8.5MW及13MW+平台，风机大型化节奏较此前明显放缓，有助于缓解零部件涨价带来的成本压力，机型集中度提高也有利于制造资源整合和规模化降本，带动风电业务毛利修复。

图表26：国内海风招标规模



资料来源：龙船风电网，每日风电，华泰研究

图表27：2022-2025 年国内风机各容量装机占比



资料来源：CWEA，华泰研究预测

综合能源装备龙头产品齐全，新技术布局打开成长空间

风电核电一体化能源装备龙头，订单高增业绩兑现可期

能源装备产品矩阵完整度行业领先，公司围绕煤电+核电+风电+输配电构建覆盖发电侧与电网侧的全产业链能源装备体系。公司卡位国内电力装备制造稀缺产能环节，形成从核心主机到电网配套设备的协同布局，在行业景气上行阶段具备较强的订单承接与业绩兑现能力。国内煤电和核电领域长期由上海电气、东方电气与哈尔滨电气三大家主导，形成三分天下格局；公司在煤电汽轮机与发电机环节优势突出，依托超超临界二次再热等高参数机组技术形成核心竞争力，核电领域公司产品矩阵完备，核岛与常规岛并举，覆盖核电六大主设备。此外，公司是三大家中唯一同步覆盖电缆、元器件等输配电装备的公司（其他两家业务集中在电源设备方面），进一步强化了公司一体化装备龙头优势。

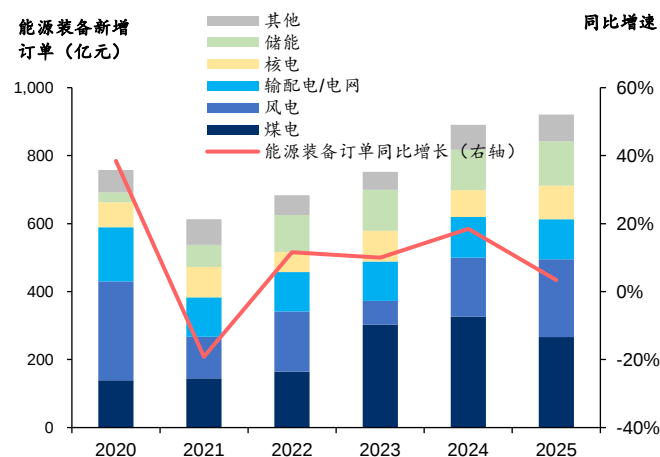
图表28：公司能源装备产品矩阵



资料来源：公司官网，华泰研究

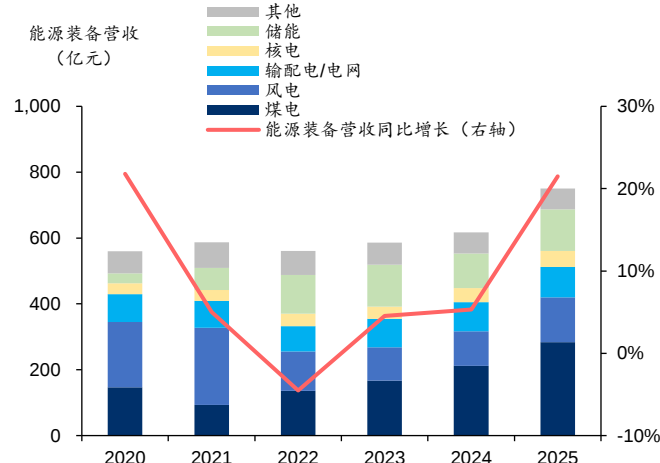
多类型能源装备订单高增趋势延续，未来业绩兑现保障度较高。公司 2025 年能源装备板块新增订单实现 921 亿元，同比+3.4%，相当于当年能源板块营收体量的 1.23 倍。其中风电、核电新增订单表现亮眼，同比增长 32.2%、25.4%至 230、99 亿元，验证需求景气。煤电设备新增订单同比略有下滑至 266 亿元，主要系 2024 年“三个八千万”集中招标对应煤电订单高基数，但仍显著高于 2019-22 年 90-165 亿元新增订单的历史区间，显示传统电源投资仍具韧性。从订单转化来看，电力设备订单交期平均 2-5 年，交付节奏依赖于电网机组项目的整体推进进度，包括项目核准、设备招标、订单确认、设备交付、装机及并网投产等多个阶段。其中，煤电设备交付周期约 1-1.5 年，交付后 0.5-1 年完成装机，核电设备耗时较长，交付、装机周期分别为 2-3 年、1-2 年，后续分阶段投产确收。我们认为，公司当前新签订单储备充足，预计未来随设备交付陆续兑现，营收有望进入稳健上行通道。

图表29：公司能源装备板块新增订单



资料来源：公司年报，华泰研究

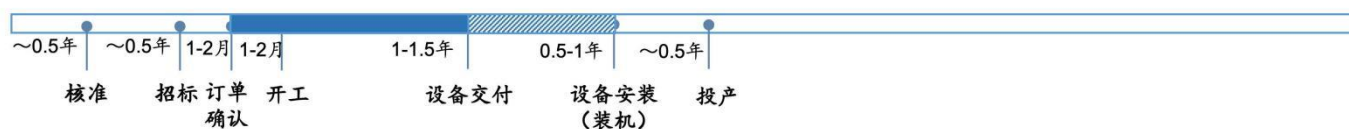
图表30：公司能源装备板块营收



资料来源：公司年报，华泰研究

图表31：电力设备交付时间线

煤电（总周期3-4年）



气电（总周期2-3年）



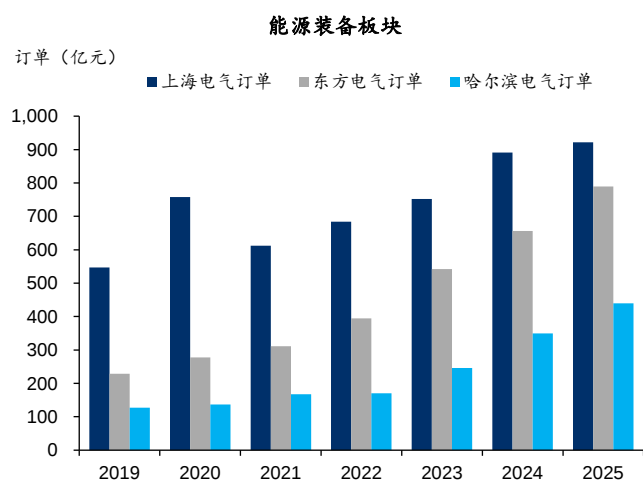
核电（总周期5-8年）



资料来源：华泰研究

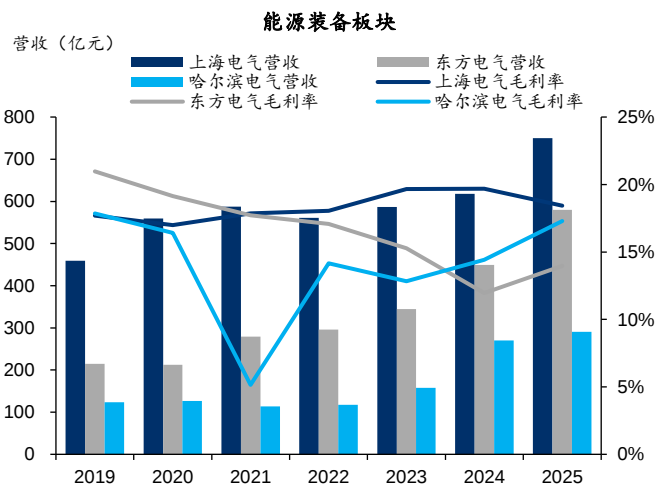
能源装备龙头领衔增长，持续巩固营收规模与盈利优势。2025 年公司能源装备板块实现营业收入 750 亿元，同比+21.5%，毛利率维持 18.44% 的高位水平。业务结构上，公司相较于同行具备产品延展优势，除核心煤电、核电设备外，还额外覆盖电缆及元器件等电网设备相关产品（年营收贡献近百亿级，东方电气、哈尔滨电气无电网设备业务布局），同时布局风电业务（年营收贡献超百亿级，哈尔滨电气无风电业务布局），使得公司在能源装备链条的完整性与抗周期能力方面更具优势。分业务来看，煤电与核电作为公司核心增长支柱近几年持续放量，伴随 2022-24 年新增订单逐步进入兑现期，2025 年公司煤电、核电业务分别实现营收 283、49 亿元，同比增长 33.6%、15.7%。煤电、核电业务 2025 年毛利率分别达到 26.7%、16.3%，其中煤电毛利率显著优于同行，主要得益于公司通过及时计提存货跌价准备，阶段性消化低价订单影响，同时叠加产品结构优化提振盈利能力。

图表32：公司能源装备板块新增订单同比对比



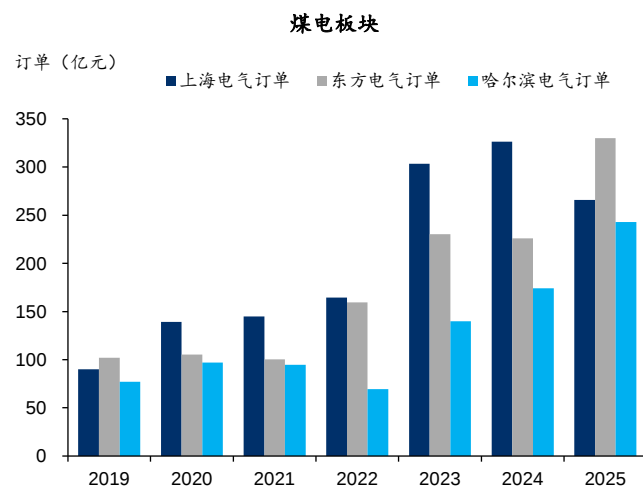
资料来源：各公司年报，华泰研究

图表33：公司能源装备板块营收和毛利率同比对比



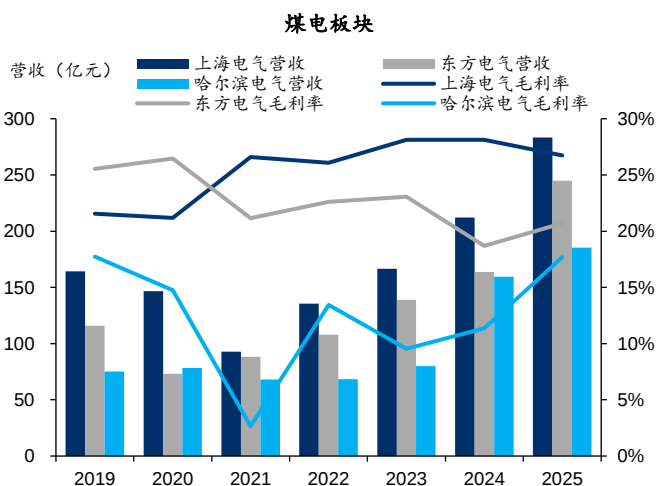
资料来源：各公司年报，华泰研究

图表34：公司煤电板块新增订单同比对比

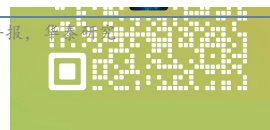


资料来源：各公司年报，华泰研究

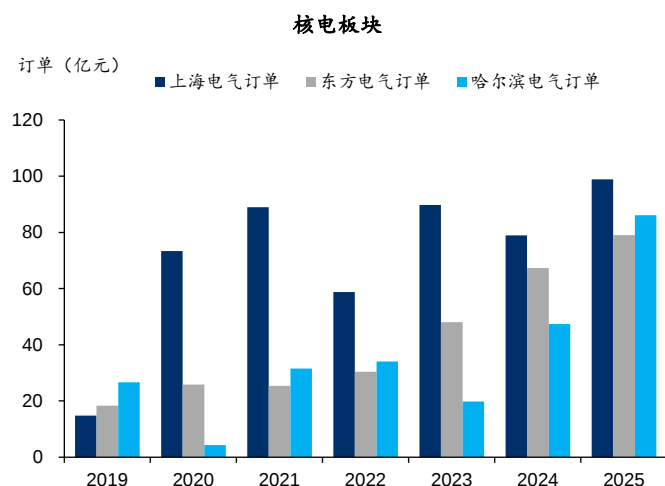
图表35：公司煤电板块营收和毛利率同比对比



资料来源：各公司年报，华泰研究

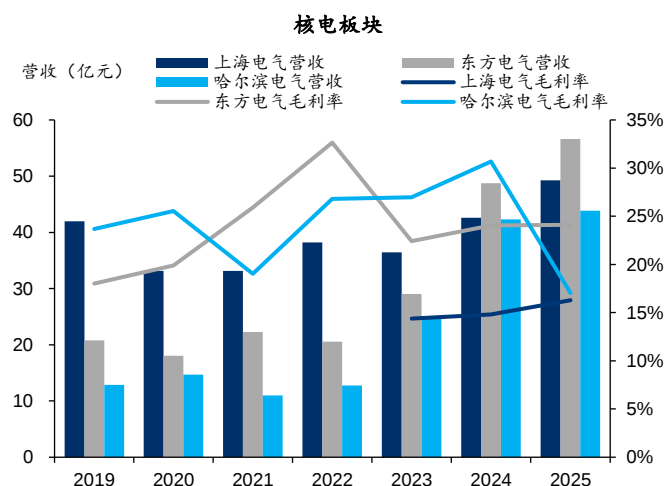


图表36：公司核电板块新增订单同比对比



资料来源：各公司年报，华泰研究

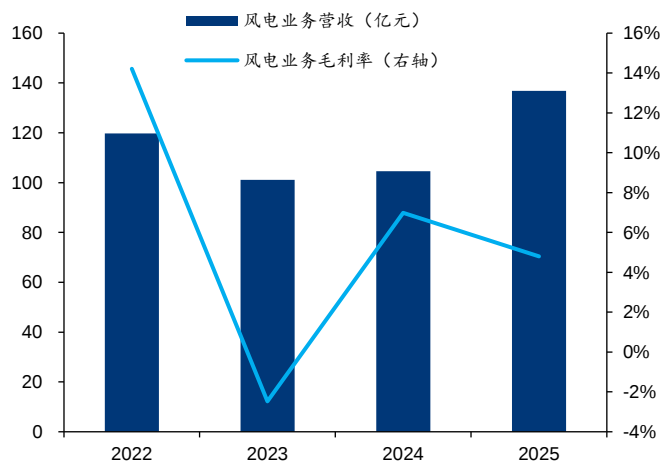
图表37：公司核电板块营收和毛利率同比对比



资料来源：各公司年报，华泰研究

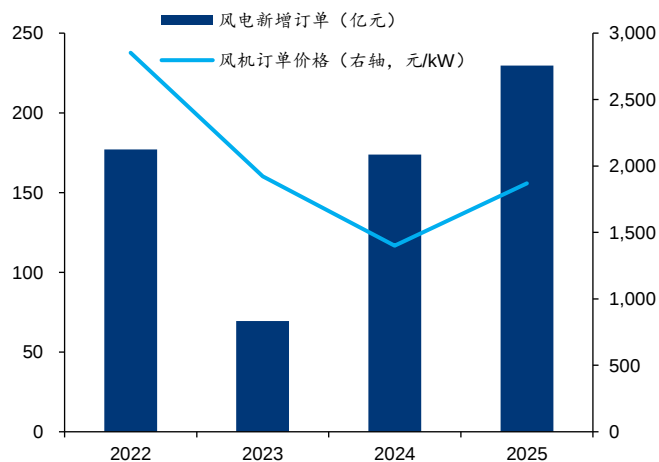
海风龙头技术底蕴深厚，行业景气修复下风电业务迎来盈利拐点。公司风电技术体系最早源自西门子能源海上风电平台，具备较强的大兆瓦与高端机型研发能力。过去几年，受国内风电行业需求波动、价格竞争加剧以及整机大型化背景下轻量化、低成本路线占优影响，公司产品阶段性承压，风电业务盈利能力有所下滑。随着行业供需关系改善、价格竞争趋缓以及海上风电需求逐步释放，公司风电业务开始进入修复通道。2025 年公司风电业务实现营收 136.8 亿元，同比+31%；公司 2025 年风电新增订单同比+32%至 229.7 亿元，订单价格亦出现边际拐点；2025 年公司新增/累计风电订单分别达到 12、21GW，为后续收入确认与盈利修复提供较强支撑。

图表38：公司风电业务营收和毛利率



资料来源：公司年报，华泰研究

图表39：公司风电业务新增订单和订单价格



资料来源：公司年报，华泰研究

四代核电与新型低碳产品布局提供向上期权

四代核电逐步向商业化迈进，技术升级有望带来核心设备端的升级迭代，公司二三代先进核电技术全面布局，同步卡位核聚变关键环节。受厂址限制、资源约束以及非电领域减排需求驱动，高温气冷堆、钠冷快堆、钍基熔盐堆等四代技术有望在“十五五”迎来关键机遇期。从商业化进度来看，我国已在多条四代核电技术路线上实现国际领先：高温气冷堆和钠冷快堆在中核集团、华能集团、清华大学等企校支持下率先实现首台套示范堆投产，钍基熔盐堆在国家电投和中科院的推动下亦有望加速从实验堆向示范堆升级。公司已形成覆盖二代+、三代及四代核电的全谱系技术布局，并在高温气冷堆、钍基熔盐堆、钠冷快堆、聚变堆及小微堆等多条前沿路线实现关键设备协同覆盖，是国内核电装备领域技术路线布局最广的企业之一。在高温气冷堆领域，公司已实现核岛主设备成套化的首台突破，攻克600MW级高温气冷堆对大型锻件性能、一体化制造工艺等关键技术瓶颈。公司在前沿核聚变领域亦实现持续突破，已成功交付全球首台 ITER 项目磁体冷态测试杜瓦及国家重大科技基础设施 CRAFT 项目 TF 线圈盒，并将进一步参与 BEST 等后续项目核心部件供货。

图表40：我国四代核电在运、在建规划

项目	技术类型	项目容量	所在地	负责机构	项目状态
山东石岛湾高温气冷示范堆	高温气冷堆	211MW	山东石岛湾	中国华能集团	2023 年商业运行
江苏徐圩一期 HTR-PM600	高温气冷堆	660MW	江苏徐圩	中核集团	已核准，现场前期工程中，预计 2030 商运
山东海阳丰安 600MW 高温气冷堆示范工程 1 号堆	高温气冷堆	600MW	山东海阳	中核集团	最终安全分析报告已批复，设备招标中，配套送出特高压工程已开工
山东海阳丰安 600MW 高温气冷堆示范工程 2 号堆	高温气冷堆	600MW	山东海阳	中核集团	
中核霞浦钠冷快堆示范项目 1 号机	钠冷快堆	600MW	福建霞浦	中核集团	2017 年 12 月 29 FCD
中核霞浦钠冷快堆示范项目 2 号机	钠冷快堆	600MW	福建霞浦	中核集团	2020 年 12 月 27 日 CFD，预计 2026 年商运
液态燃料钍基熔盐实验堆（TMSR-LF1）	钍基熔盐堆	2MW	甘肃武威	中国科学院	建成运行并首次实现堆内钍转化

资料来源：各项目公开信息，华泰研究

图表41：上海电气核电产品矩阵

堆型	压力容器	蒸汽发生器	稳压器	堆内构件	控制棒驱动机构	核主泵	核燃料装卸及输送设备
CNP300	●	●	●	●	●	●	●
CNP600	●	●	●	●	●	●	●
CNP1000	●	●	●	●	●	●	●
CPR1000	●	●	●	●	●	●	●
AP1000	●	●	●	●	●	●	●
EPR	●	●	●	●	●	●	●
国和一号	●	●	●	●	●	●	●
华龙一号	●	●	●	●	●	●	●
HTR-PM	●	●	●	●	●	●	●
CFR600	●	●	●	●	●	●	●
TMSR	●	●	●	●	●	●	●
CIADS铅基堆	●	●	●	●	●	●	●
聚变堆	线圈盒、真空室、杜瓦、冷屏、测试杜瓦等						
	● 已有制造业绩	● 具备技术能力	● 不适用（该堆型无此设备）				

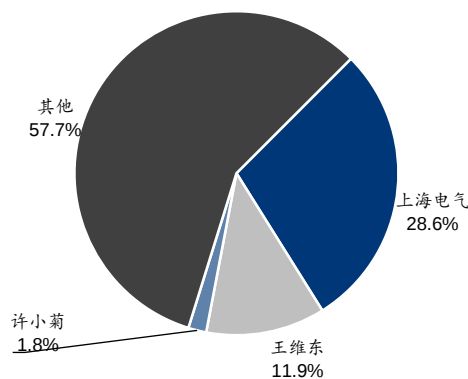
资料来源：公司业绩简报，华泰研究

储能与氢能共同构成新能源业务重要新增长极。公司一方面依托锂电装备与液流电池等储能技术实现规模化放量与多元产品布局，另一方面沿制储加用全链条推进氢能产业化突破。

1. 储能领域，公司主要依托赢合科技（上海电气持股 28.6%，并表营收）及旗下储能科技公司协同布局。其中，赢合科技聚焦锂电装备核心环节，涂布机、辊压机、分切机、制片机、卷绕机、叠片机及整线组装设备等系列产品处于行业领先。2025 年赢合科技实现营收 94.45 亿元，同比+11%，约贡献上海电气储能板块收入的 80%。此外，公司依托储能科技公司拓展液流电池及长时储能业务，自主研发 5kW/25kW/50kW 电堆，可灵活集成百千瓦至兆瓦级集装箱式全钒液流电池储能系统。公司亦前瞻布局飞轮储能、压缩空气储能等新型长时储能技术方向，持续完善储能技术矩阵。

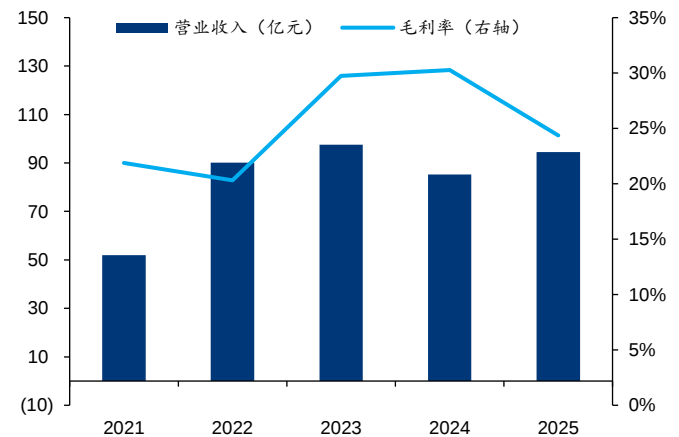
2. 氢能领域，公司围绕制储加用全产业链，以电解水制氢为核心突破口，延伸覆盖储氢与压缩技术、氢燃机与氢锅炉、绿色化工应用等。公司碱性电解水制氢设备已获得瑞典出口订单，海外市场拓展取得突破。与此同时，公司持续推进绿色燃料商业化落地，洮南风电耦合生物质绿色甲醇项目一期已于2025年7月投产，年产5万吨绿色甲醇，为国内首个实现从生物质收储到绿色甲醇生产全流程通过 ISCC EU 认证的项目；2026年3月，公司在上海洋山港盛东码头为达飞集团完成全球首单生物质绿色甲醇船用加注，标志着公司绿色燃料产业链商业化能力进一步获得验证。

图表42：赢合科技股权架构（截至2026年一季度末）



资料来源：Wind，华泰研究

图表43：赢合科技营收和毛利率情况



资料来源：公司年报，华泰研究

图表44：上海电气氢能业务进展



洮南风电耦合生物质绿色甲醇一体化项目

上海电气洮南风电耦合生物质绿色甲醇一体化项目一期工程于2025年7月投产，年产5万吨绿色甲醇，是国内首个取得从生物质田间收储到绿色甲醇生产全流程ISCC EU认证的绿色甲醇供应商。2026年3月，该项目完成为“达飞欧斯米姆”号集装箱船完成加注。这是达飞集团全球首单生物质绿色甲醇加注。



聚焦氢能“制、储、加、用”关键核心装备

以电解水制氢为产业突破点，积极布局储氢、氢气压缩、氢燃机/锅炉、绿色氢化工、氢能装备材料检测等核心技术及产品装备，打造氢能全产业链关键装备供应的核心竞争力。



上海临港新片区“零碳湾”项目

上海电气参与建设的上海临港新片区“零碳湾”项目入选国家级零碳园区。该园区将实现能源全接入、能碳可视化与智能调度，并利用东海海上风光绿电的独特资源，构建“海上风光+源网荷储+节能降碳+资源循环”的全场景零碳体系。

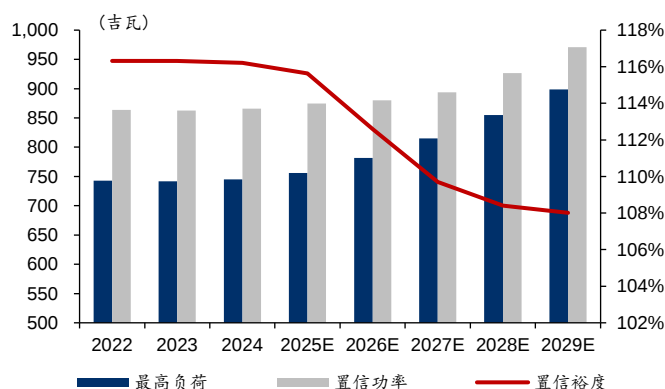
资料来源：公司业绩简报，华泰研究

设备出海叠加智能制造升级，打开二次成长曲线

增量一：燃机+煤电+EPC 具备出口能力，受益海外缺电需求外溢

全球多地区呈现电力紧供需格局。一方面，数据中心扩张、再工业化等推动电力需求持续攀升，美国电力系统可控裕度或低于警戒线；另一方面，随着欧洲、中东等地区可再生能源渗透率提升，电力系统稳定出力面临更大挑战。我们将可控裕度定义为电源可控装机与最高负荷之比，其中可控装机通过名义装机 $\times$ 机组尖峰时段在线率计算（风光等新能源出力具有间歇性、波动性特征，尖峰时段在线率较低，对可控装机贡献有限）。从以往澳洲和国内缺电案例来看，我们认为可控裕度 1.1 是保障电力系统稳定的一条红线，澳洲（2008/09，2016/17，2018/19）以及中国（2021-22）发生的电力紧张均伴随可控裕度降至 1.1 以下。

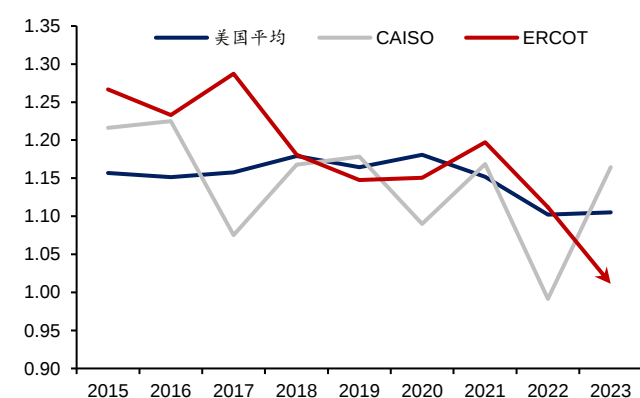
图表45：美国最高负荷与电力系统裕度测算



注：根据各机组名义容量和可控系数测算可控装机，和最高负荷比值即可测算出置信裕度。

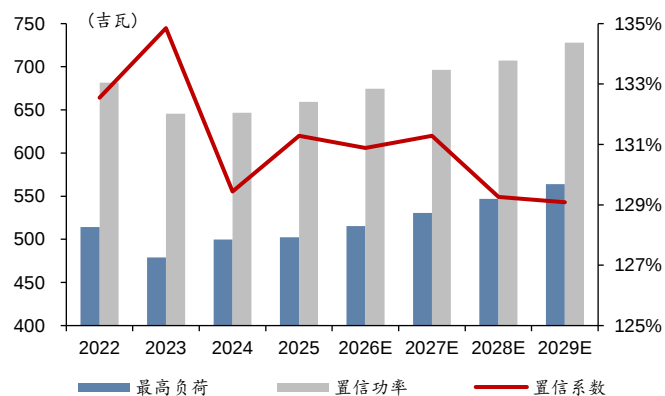
资料来源：EIA，华泰研究预测

图表46：美国德州、加州等数据中心聚集区域的电力紧缺更严重



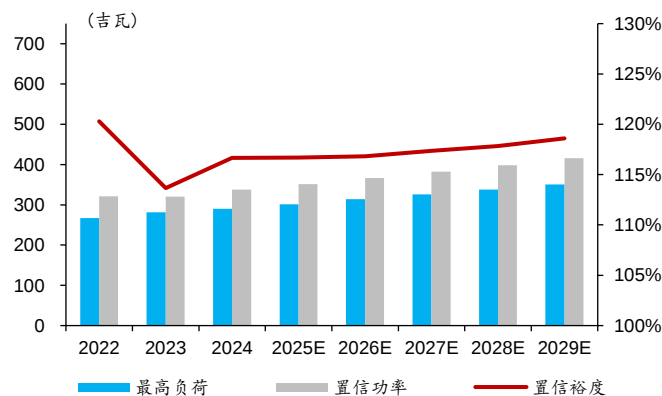
资料来源：EIA，华泰研究

图表47：欧洲最高负荷与电力系统裕度测算



资料来源：EIA，华泰研究预测

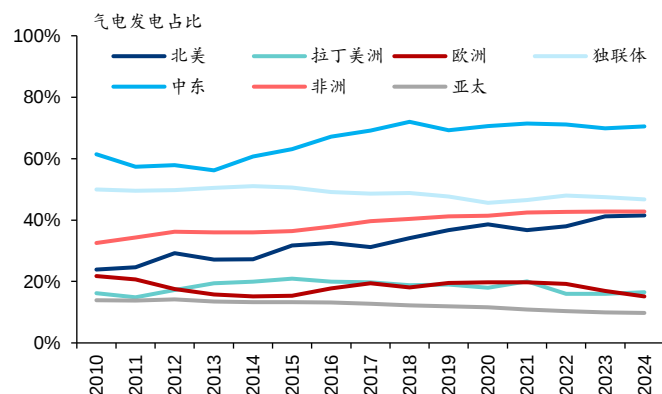
图表48：中东最高负荷与电力系统裕度测算



资料来源：EIA，华泰研究预测

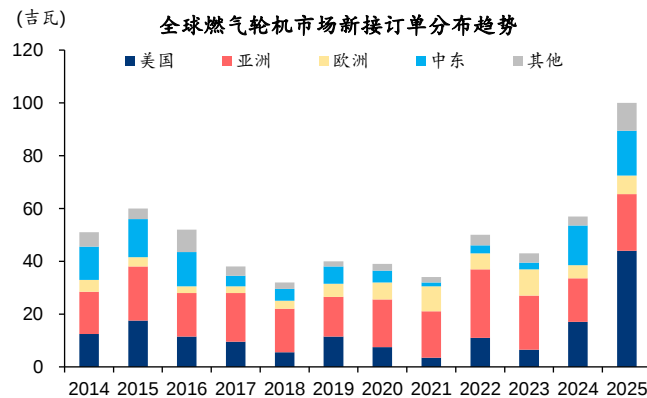
全球电力供需趋紧、能源政策普遍右转的背景下，作为多国主力能源的气电迎来需求加速，**2025 年全球燃机招标 100GW，再创历史新高**。从能源结构看，气电在中东和北美长期占据主导地位，2024 年分别贡献地区发电量的 70%+和 40%+。随着全球数据中心与再工业化进程推升用电需求，以及电力系统中新能源渗透率提升增加对于灵活性、稳定性的要求，叠加各国能源政策偏向能源安全导向，带动燃气轮机订单需求高增。根据 McCoy,4Q25 全球燃机新签订单 34GW，同/环比+134%/+42%，创十年以来单季度新高（>10MW 口径，下同）。2025 年全球燃机新签订单合计 100GW，同比+75%，增速同比加快 42pct。全球燃机需求共振，2025 年全年美国市场以 159%的同比增速领跑全球，订单占比 44%；非美市场亦实现了 40%的订单同比增速，其中亚洲、中东等区域订单占比 22%、17%。

图表49：全球各地区气电发电占比



资料来源：BP Statistics，华泰研究

图表50：全球燃气轮机市场分布趋势（2014-2025，按燃机功率统计）

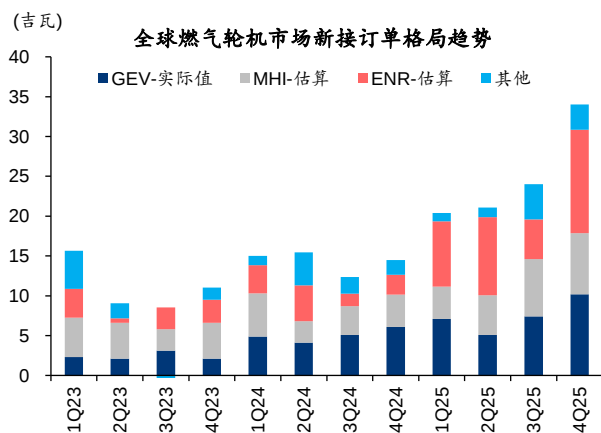


资料来源：McCoy，华泰研究

仅依靠海外产能难以满足燃机订单需求增长，公司卡位国内燃机领域稀缺标的，是目前国内重型燃机+中小型燃机具备出口通道的全谱系燃机企业。燃机需求高增下，海外传统重型燃气轮机当前订单已排产至 29-30 年。根据燃机主机厂商估算，2026-30 年全球燃机新签订单规模有望持续维持在 100GW 以上 (>10MW、单循环口径)，我们自下而上分别梳理各厂商产能和扩产时间线，当前海外燃机总产能（含重燃与轻燃）仅约 50GW；即便考虑主要厂商未来扩产计划，2028-30 年海外燃机产能全部释放后，海外整体供给能力仍仅约 80GW，难以完全覆盖新增需求。

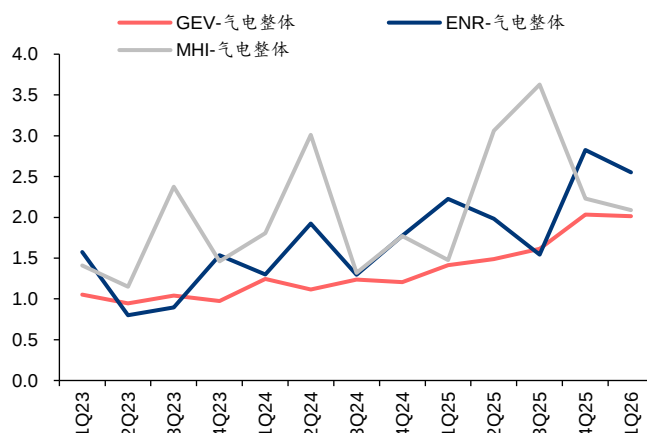
公司目前形成覆盖 300MW 级重型燃机、78MW 中型燃机及 35MW 小燃机（35MW 小燃机公司预计 2027 年底下线）的完整产品矩阵，有望充分受益于海外燃机紧供需下需求外溢。

- 技术来源与合作体系方面，公司供应链选择更灵活，并已具备燃机后市场服务能力。**
公司燃机业务最初通过与西门子能源的市场换技术路径完成早期能力积累，2014 年起合作模式切换至与安萨尔多合资，目前双方在上海形成两个关键制造平台：其一为热部件毛坯及关键铸锻件基地，其二为精加工、特种加工及集成基地；公司目前热部件毛坯件采购、后续加工环节均可一定程度上借助本土产业链完成，有望充分受益于海外燃机紧供需下需求外溢。
- 产能与出口能力方面，公司作为安萨尔多股东，在和安萨尔多燃机合资协议中保留了欧美市场分包、非欧美市场（如东南亚）自主投标的业务机会，有望受益于全球燃机供需紧缺以及安萨尔多订单外溢。**公司当前产能为燃机年产 15-20 台套，计划于 27 年末提升至 30 台套，或进一步打开海外空间。
- 从国内竞争格局看，国内主要燃机厂商均在积极推进燃机产业布局。**目前东方电气和哈尔滨电气分别以 50MW、16MW 小燃机为核心推进出海；上海电气则基于安萨尔多更灵活的合资体系框架，出海机型可覆盖 300/78MW（重型/中型燃机），同时具备精加工和特种加工能力。除上海电气扩产规划外，东方电气亦规划在 2027 年底形成 25 台中小型燃机+3 台大燃机产能，29 年底进一步提升至 35 台中小型燃机+10 台大燃机，行业整体供给能力正逐步扩张。

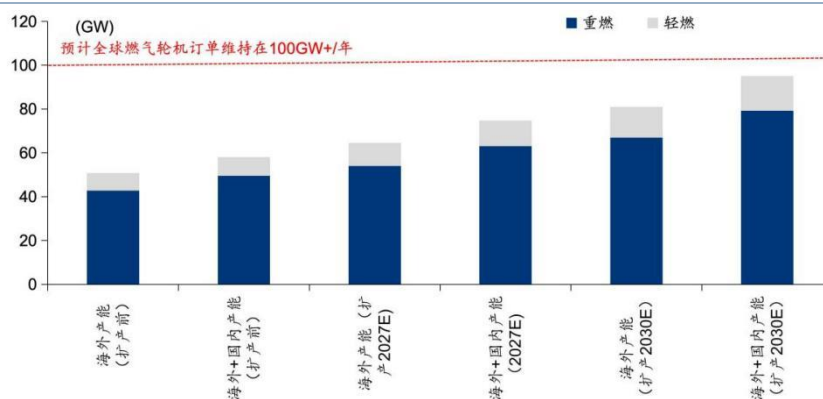
图表51：海外三大主机厂商在全球燃气轮机的市场格局（1Q23 季度至今，按功率统计）

注：GEV 为公司公告数据，MHI、ENR 公告新接订单台数，吉瓦数为我们根据单台功率估算所得，统计口径为>10MW 机型

资料来源：公司公告，McCoy，华泰研究

图表52：全球燃气轮机主机厂商气电 book-to-bill

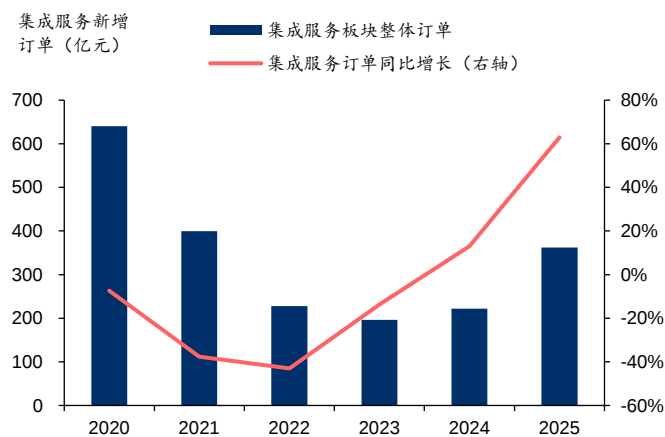
资料来源：McCoy，各公司年报指引，华泰研究

图表53：全球燃气轮机供需测算

资料来源：各公司年报，华泰研究预测

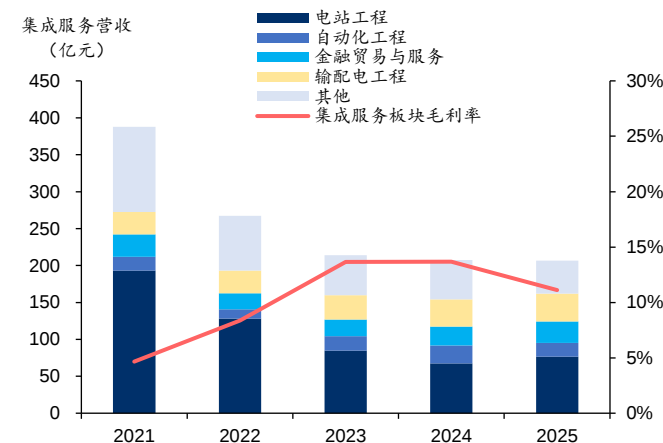
EPC 工程与煤电设备出海放量，海外业务有望开启新一轮成长周期。2021 年受疫情扰动及海外工程项目回款因素等影响，公司出于风险控制对相关业务进行战略性收缩，海外 EPC 工程接单节奏阶段性放缓。受此影响，集成服务业务板块（以海外 EPC 工程为主）营收自 2022 年起回落，营收规模相比 2021 年高点近乎减半。随着海外项目回款改善及全球电力基础设施投资需求回暖，公司集成服务订单率先迎来拐点，2025 年新增订单 362 亿元，同比增长 63%。从项目落地看，2025 年公司陆续承接摩洛哥海水淡化，以及孟加拉、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等多个国家电力工程项目。全球缺电地区电源建设需求进一步带动煤电设备出口加速，公司已斩获煤电设备海外订单，EPC+煤电设备出口有望共同成为公司海外业务的业绩增量来源。

图表54：集成服务板块新增订单



资料来源：公司年报，华泰研究

图表55：公司集成服务板块营收和毛利率



资料来源：公司年报，华泰研究

图表56：全球海外集成服务业务布局

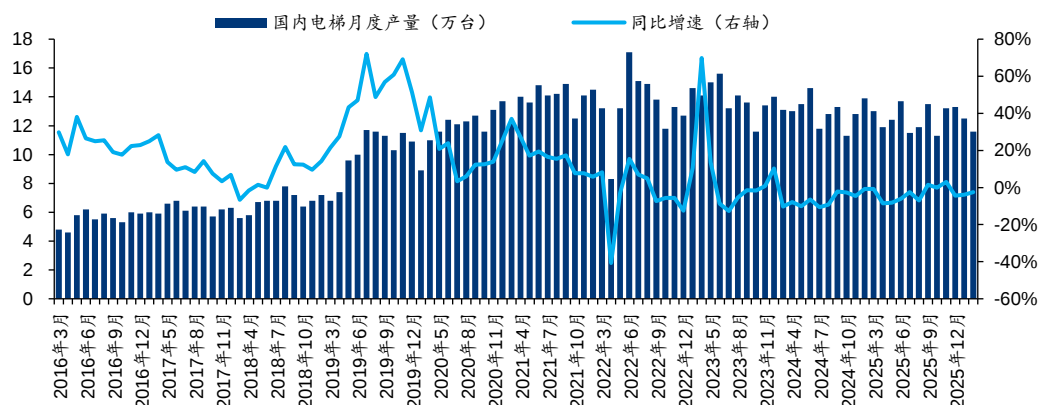


资料来源：各公司年报，华泰研究

增量二：智能装备与高端工业件夯实竞争优势，机器人打开产业升级新空间

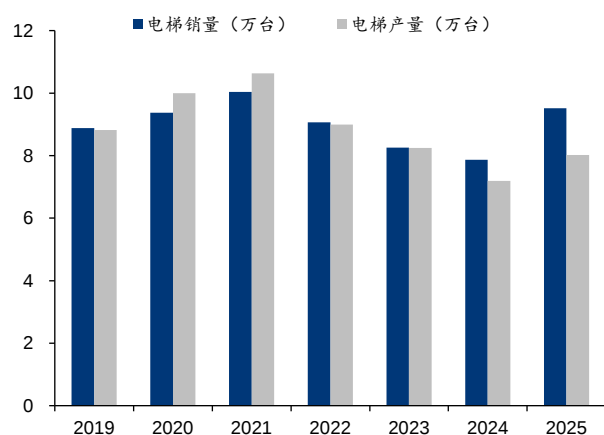
电梯业务作为公司工业装备板块的传统基本盘，受国内房地产需求影响有所下滑，后续有望持续受益于维保与旧梯改造市场。公司电梯业务通过上海三菱电梯有限公司子公司开展（截至2026年一季度，公司穿透股权占比22.8%）。根据国内月度电梯产量数据，2023年以来行业新增电梯需求明显放缓，公司主动调整经营节奏，自2023年起战略性削减产量、消化库存；2025年电梯业务营收同比小幅下滑约5%至184亿元，毛利率基本维持在15%左右。公司电梯业务具备较强区域优势与存量市场基础，三菱电梯在上海市场品牌口碑及认可度较高。上海作为全球电梯保有量最高的城市，截至2024年底电梯保有量已接近35万台，其中运行满15年的老旧电梯约8.6万台，占比达24%，旧梯改造、维保及更新或成为未来业务支撑。

图表57：国内电梯月度产量



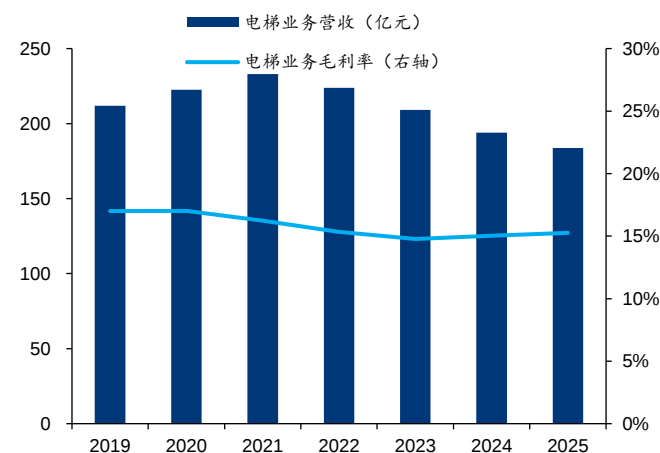
资料来源：Wind，华泰研究

图表58：公司电梯销量、产量



资料来源：公司年报，华泰研究

图表59：公司电梯业务营收和毛利率



资料来源：公司年报，华泰研究

契合工业制造升级趋势，公司逐步形成传统高端装备制造+机器人新生态双轮驱动的发展格局，产品矩阵持续完善，成长空间进一步打开。2025年，公司智能制造装备与工业基础件业务分别实现营收22.5亿元和98.5亿元，同比均增长约4%，并带动工业装备板块整体新增订单同比提升5%至445亿元。

- 智能制造装备：磨床与航空自动化装备竞争优势领先。**公司旗下全资子公司上海第一机床厂有限公司作为国内磨床领域龙头，市占率长期维持首位。伴随海外设备出口限制趋严，公司持续推进高端磨床国产化替代。此外，公司全资子公司德国宝尔捷自动化有限公司作为全球航空自动化装配装备领先企业，近年来持续获得国产航空产业链核心订单，持续强化市场竞争优势。
- 工业基础件：资产整合提升产业协同能力，覆盖轴承、叶片、铸锻件等核心产品。**2021年上海电气完成对上海集优铭宇的私有化整合（上海电气当前直接持股87.68%、间接持股7.88%），产品矩阵完备，覆盖大型铸锻件、船用曲轴、透平叶片、轴承、紧固件等关键工业基础件领域。
- 前瞻布局机器人产业链受益于产业化加速。**依托长期积累的精密制造、自动化能力，公司已形成涵盖工业机器人、特种机器人及人形机器人的产业布局，并发布首款自研人形机器人“溯元”。此外，公司围绕机器人核心零部件持续推进技术突破，上海第一机床厂研发的200系列丝杠磨床已实现高精度丝杠加工国产化，公司亦推出适用于人形机器人的旋转、直线及灵巧手关节模组，并针对灵巧手开发专用轴承产品。

图表60：公司工业装备产品矩阵



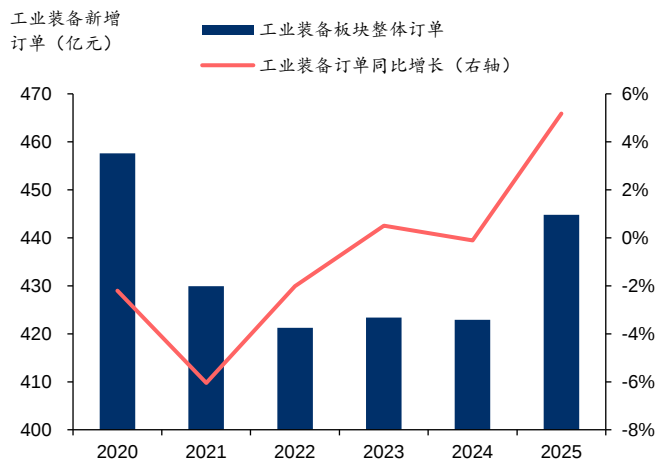
资料来源：公司官网，华泰研究

图表61：公司工业装备机器人业务进展



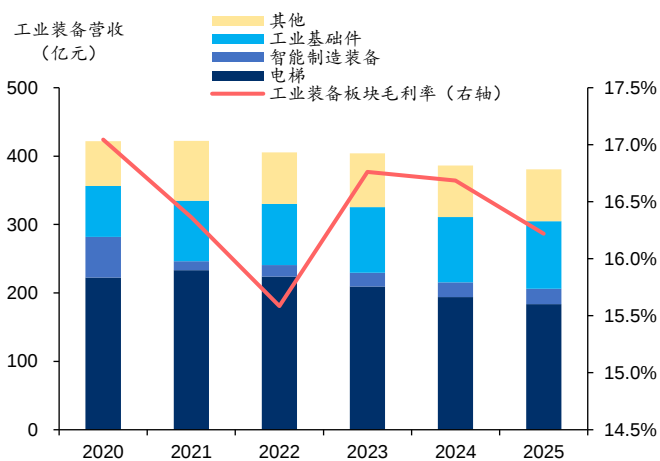
资料来源：公司业绩简报，华泰研究

图表62：公司工业装备板块新增订单



资料来源：公司年报，华泰研究

图表63：公司工业装备板块营收和毛利率



资料来源：公司年报，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测

营收

公司形成能源装备+工业装备+集成服务三大核心业务板块，其中能源装备为收入主体，2025年占总营收比重超过 50%。考虑到能源装备业务具备典型的项目制特征，因此我们采用订单获取-->收入转化的预测框架，契合煤电、电网、核电等能源装备招投标、生产及交付的内生逻辑。工业装备和集成服务板块，我们则根据不同细分业务未来发展空间、行业增速和公司竞争优势，直接对未来营收增速进行预测。

1. 能源装备营收预测

1) 煤电、风电营收预测：

- **装机-->订单 (MW)：**考虑到煤电及风电设备从订单获取到交付通常需 1.5-2 年，基于第 T+1、T+2 年新增装机的平均值对第 T 年煤电、风电全市场订单规模进行预测；并结合公司在各细分领域的竞争优势及国内份额（假设公司 2026-28 年煤电锅炉、汽轮机、风电市占率分别为 32%、40%及 9%-10%），估算公司新增订单 MW 规模。煤电业务方面，除国内需求外，我们进一步考虑海外煤电设备出口带来的增量。2026 年截至 4 月末，公司已获得海外煤电订单 12 台×380MW。基于当前全球电力安全诉求提升、以及新兴市场电源建设加速，我们预计公司 2026-28 年海外煤电订单有望实现 24/28/32 台，对应额外订单 9120/10640/12160MW。
- **订单 (MW) -->订单金额：**随着海外煤电订单占比提升，以及国内风电行业价格竞争趋于缓和，我们预计煤电设备及风电设备价格有望提升。我们假设 2026-28 年煤电设备及风电设备订单价格分别实现 2%、3%的年均复合增长。
- **订单金额-->营收：**我们进一步结合历史订单向营收的转化节奏，假设整体订单转化率基本维持历史水平，估算公司未来煤电及风电设备业务收入。

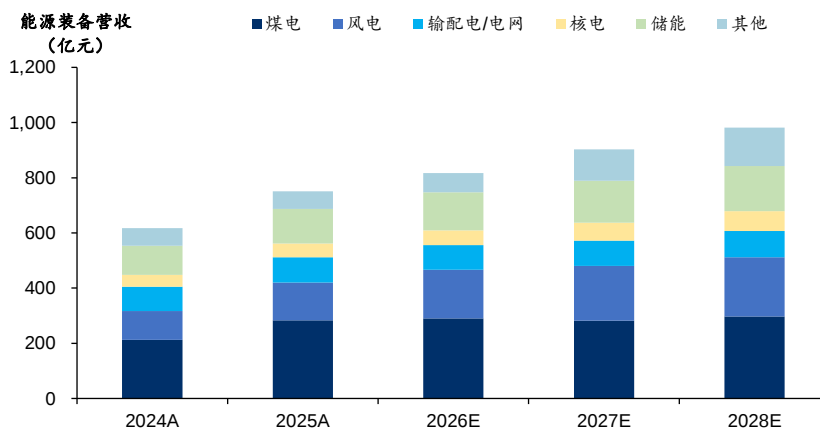
2) 核电营收预测：

- **装机-->订单 (MW)：**考虑到核电设备从订单获取到交付通常需 3-5 年，基于第 T+3、T+4、T+5 年核电新增装机的平均值对第 T 年核电全市场订单规模进行预测；考虑公司核电业务核岛、常规岛产品矩阵齐全，2026-28 年市占率假设为 40%，与历史水平基本一致，估算公司新增订单 MW 规模。考虑四代核电“十五五”有望迎来关键机遇期，公司已陆续斩获四代核电订单，假设公司核电新增订单中四代核电占比逐步提升，到 2028 年提升至 25%。
- **订单 (MW) -->订单金额：**我们假设三代、四代核电设备单价在“十五五”期间基本保持稳定，而由于四代核电占比提升，体现为核电订单平均单价有所提升（我们假设四代核电单 kw 价值量相比三代核电高约 15-20%）。
- **订单金额-->营收：**我们进一步结合历史订单向营收的转化节奏，假设整体订单转化率基本维持历史水平，估算公司未来核电设备业务收入。

3) 输配电、储能营收预测：

- **订单：**考虑公司输配电及储能产品类型较为丰富，不同产品间单价差异较大，因此我们直接基于未来行业需求及公司自身市场竞争力，对新增订单增速进行预测。基于国内电网设备采购需求通常稳步增长，我们预计 2026/27/28 年输配电新增订单增速分别为 3%/3%/3%；储能需求 2026 年有所加速，预计储能新增订单增速为 10%/8%/5%。
- **营收：**考虑输配电及储能设备整体交付周期相对较短，因此我们主要基于第 T-1 年订单规模预测 T 年收入，并假设订单转化率基本维持历史水平。

4) **其他能源装备（燃机等）：**公司 2025 年燃机业务收入约 20 亿。展望“十五五”，我们认为随国内电力系统调节需求提升，国内燃机需求相比十四五实现约 30-40%增长。此外，公司燃机业务海外市场实现从 0 到 1 突破，出口订单逐步落地并确认收入，海外燃机收入主要基于现有及潜在海外订单的预计签约与交付节奏，对未来收入确认进行测算。

图表64： 公司能源装备板块营收预测（营收：亿元）

资料来源：公司年报，华泰研究预测

2. 工业装备营收预测

公司工业装备业务主要包括电梯、智能装备制造及工业基础件。

1) 电梯业务：我们采用销量×单价方式对公司电梯业务收入进行预测。销量方面，考虑当前地产行业需求，预计 2026 年电梯销量仍将小幅下滑；随旧梯更新改造、维保服务等需求逐步增长，预计 2027/28 年公司电梯销量实现同比+3%/+5%增长。价格方面，考虑三菱电梯销售策略稳定，我们预计公司电梯单价整体保持平稳，维持 2025 年约 19.3 万元/台水平。

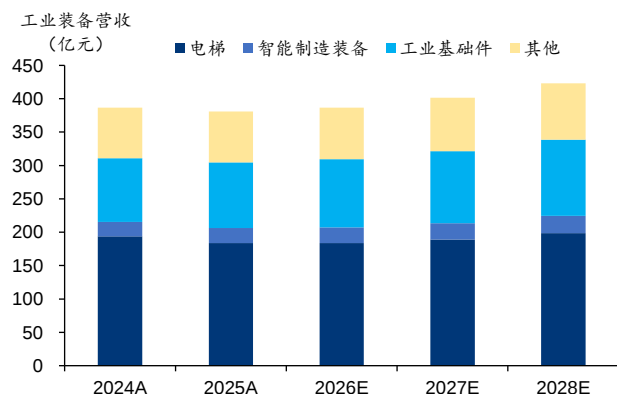
2) 智能装备制造及工业基础件：公司智能装备制造业务以高端磨床、航空自动化装备为主，工业基础件则涵盖大型铸锻件、轴承等核心产品。随着高端制造升级推进，公司精密磨床产品竞争力持续提升，同时机器人等新产品逐步放量，有望带动相关业务收入稳步增长。我们预计智能装备制造、工业基础件业务 2026/27/28 年收入增速为 4%/5%/6%。

3. 集成服务营收预测

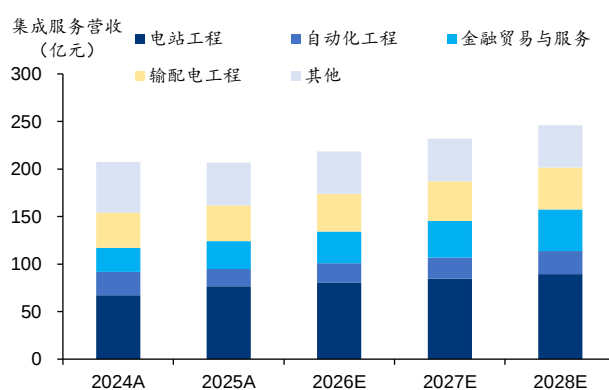
公司集成服务业务主要包括电站工程、输配电工程、自动化工程、金融贸易与服务。

1) 电站工程、输配电工程：电站工程与输配电工程业务与全社会用电需求及电网投资景气度高度相关，考虑到国内用电需求仍保持稳健增长，我们预计两项业务 2026-2028 年营收增速将维持在约 5%的水平。

2) 自动化工程、金融贸易与服务：受益于电力系统智能化升级、工业自动化渗透率提升以及新能源配套需求增长，预计未来自动化工程在电站等领域应用进一步广泛，因此将保持较快发展，营收增速有望维持在 10%左右。参考未来海外电站投资进一步加速，我们预计金融贸易与服务未来增速将维持约 14.53%的增长水平。

图表65： 公司工业装备板块营收预测（营收：亿元）

资料来源：公司年报，华泰研究预测

图表66： 公司集成服务板块营收预测（营收：亿元）

资料来源：公司年报，华泰研究预测

毛利率

我们认为公司整体毛利率有望呈现温和上行趋势，不同业务板块毛利率上升驱动因素如下：

1) 能源装备板块：煤电设备及燃机加速出海，海外市场订单单价相比国内较高。此外，随着国内风电行业竞争格局逐步优化，同时核电领域中四代核电等高技术产品占比提升，有望带动各项业务盈利能力改善（2026 年能源装备板块毛利率同比略有下降主要系细分业务结构有所变化）。2) 工业装备：随高端装备业务放量，以及机器人等新兴业务进入规模化阶段，产品结构持续向高附加值方向优化。3) 集成服务：主要受益于海外项目执行环境改善及回款周期优化，同时公司在项目选择上更加聚焦优质订单、提升风险定价能力，从而带动盈利质量改善。

图表67： 公司各板块营收和毛利率（营收：亿元，毛利率：%）

(亿元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
公司整体					
营收	1,162	1,267	1,348	1,455	1,564
毛利率	18.64%	17.61%	17.72%	18.37%	18.98%
能源装备					
营收	618	750	817	903	982
毛利率	19.69%	18.44%	18.33%	18.95%	19.56%
煤电					
营收	212	283	290	282	297
毛利率	26.09%	26.72%	27.00%	27.50%	28.00%
风电					
营收	105	137	176	198	215
毛利率	6.98%	4.80%	6.00%	7.00%	8.00%
输配电/电网					
营收	89	92	90	92	95
毛利率	17.35%	17.35%	18.00%	18.50%	19.00%
核电					
营收	43	49	53	65	72
毛利率	14.83%	16.29%	16.29%	17.00%	17.00%
储能					
营收	106	126	138	152	164
毛利率	17.66%	17.66%	18.00%	18.00%	18.00%
其他					
营收	64	63	70	114	139
毛利率	29.03%	15.61%	16.08%	21.40%	22.97%
工业装备					
营收	386	381	387	402	423
毛利率	16.69%	16.22%	16.50%	17.00%	17.50%
集成服务					
营收	207	206	219	232	246
毛利率	13.68%	11.12%	11.50%	12.00%	12.50%
内部抵消					
营收	(50)	(71)	(75)	(81)	(87)

资料来源：公司年报，华泰研究预测

费率及少数股东权益

随公司收入规模扩大，以及内部费用管控能力保持较强水平，我们预计整体费用率将呈现稳中有降的趋势。2025 年公司销售、管理、研发费用率分别为 2.60%/6.67%/4.87%，我们预计 2026/27/28 年销售费用率分别为 2.5%/2.4%/2.3%，管理费用率分别为 6.5%/6.4%/6.4%，研发费用率分别为 4.7%/4.6%/4.5%。

我们认为公司未来核心增长将主要由电站设备、燃机、智能装备制造、工业基础件等高成长性业务驱动，上述业务增速预计将高于公司整体营收增长水平，对应子公司分别为上海电气电站设备有限公司（上海电气持股 60%）、上海电气燃气轮机有限公司（持股 60%）、上海第一机床厂有限公司（持股 100%）以及上海集优铭宇机械科技有限公司（持股 95.56%）。这些业务板块对应利润的少数股东权益占比低于 60%（2025 年公司整体少数股东权益占比为 60%），因此我们预计少数股东权益占净利润比例将逐步下降，1Q26 少数股东权益占比 41%，相比 1Q25 的 54% 有所下滑，预计 2026/27/28 年公司少数股东权益占净利润比例为 57%/53%/50%。

综上，我们预测公司 2026/27/28 年 EBITDA 为 97.68/119.25/138.27 亿元，归母净利润为 15.07/22.23/29.98 亿元，对应 EPS0.10/0.14/0.19 元。

估值

A 股：

我们采用 SOTP 方法对公司 A 股进行估值，对公司能源装备+集成服务、工业装备两大业务进行分部估值（能源装备企业大多配套布局集成服务业务，因此公司能源装备和集成服务业务基于同一系列可比公司）。在能源装备+集成服务板块，可比公司选取思源电气、东方电气、平高电气、中国西电等国内电力设备龙头企业，上述公司均深度受益于国内电力投资周期上行；在工业制造及机器人板块，可比公司选取汇川技术、应流股份、华中数控、双环传动等高端装备制造龙头企业，代表我国工业自动化、机器人及核心零部件升级方向。

我们基于 2026E EV/EBITDA 进行分部估值。预计公司 2026 年整体 EBITDA 为 97.68 亿元，其中电力装备与工业装备分别贡献 EBITDA 71.57 与 26.11 亿元。参考可比公司 2026E EV/EBITDA 均值，能源装备+集成服务、工业装备分别为 20.88x 与 29.16x。考虑到公司工业装备业务仍处于转型初期，燃机及煤电设备出海业务亦处于初期阶段，短期盈利稳定性与成长兑现度仍存在一定不确定性，因此在可比估值基础上给予 10% 的折价。

据此，我们分别给予公司电力装备与工业装备业务 2026E 18.79x 与 26.24x EV/EBITDA，对应目标市值 1,632 亿元，折算目标价 10.50 元。

图表68：上海电气 A 股可比公司（截至 2026 年 6 月 5 日）

股票代码	公司名称	收盘价	市值（亿元）	EV/EBITDA		
				2026E	2027E	2028E
能源装备+集成服务A股可比公司						
002028 CH	思源电气	177.49	1388.77	26.07	19.40	14.73
600875 CH	东方电气	32.88	1117.16	16.77	14.50	13.01
600312 CH	平高电气	19.25	261.21	12.68	10.70	9.09
601179 CH	中国西电	15.03	770.42	28.00	24.44	21.34
可比公司平均				20.88	17.26	14.55
工业装备A股可比公司						
300124 CH	汇川技术	75.08	2032.87	28.11	23.55	20.49
603308 CH	应流股份	64.34	436.90	45.09	34.35	25.82
300161 CH	华中数控	31.88	63.34	29.15	25.15	20.41
002472 CH	双环传动	42.86	364.28	14.30	12.29	10.75
可比公司平均				29.16	23.83	19.37

资料来源：Wind 一致预期，华泰研究

图表69：上海电气 A 股估值

2026E A股估值体系	
整体EBITDA	9,768 百万元
加权2026 EV/EBITDA	20.78 x
工业装备业务市值	685 亿元
EBITDA	2,611 百万元
2026 EV/EBITDA	26.24 x
能源装备+集成服务业务市值	1,345 亿元
EBITDA	7,157 百万元
2026 EV/EBITDA	18.79 x
企业价值	2,030 亿元
净负债	126 亿元
少数股东权益	272
目标市值	1,632 亿元
目标价	10.50 元

资料来源：公司年报，华泰研究预测

港股：

我们从全球资本可比定价的角度出发，优先选取兼具全球电力装备与工业装备属性、且受益于全球能源转型与电力投资周期上行的龙头公司作为对标，包括通用能源（GEV）、西门子能源（ENR）、三菱重工（MHI），以及同属国内大型综合能源装备制造商的哈尔滨电气和东方电气。上述可比公司 2026E 平均 EV/EBITDA 为 20.30x。公司持续推进燃机、煤电等核心装备出海，海外业务拓展进入加速阶段，并受益于国内外电力投资景气度提升，但相较海外龙头在全球业务占比、数据中心相关高成长敞口上仍存在一定差异，我们在可比均值基础上给予 25% 估值折价，对应公司 2026E EV/EBITDA 15.23x，目标价 8.06 港币。

图表70：上海电气港股可比公司（截至 2026 年 6 月 5 日）

					EV/EBITDA		
股票代码	货币单位	公司名称	收盘价	市值（亿）	2026E	2027E	2028E
港股可比公司							
GEV US	USD	通用能源	933.61	2508.80	39.28	26.33	19.17
7011 JP	Yen	三菱重工	3790.00	127351.94	17.50	15.36	13.64
ENR DE	EUR	西门子能源	158.02	1351.61	17.68	13.61	11.04
1133 CH	HKD	哈尔滨电气	18.47	413.04	10.36	9.41	9.06
1072 CH	HKD	东方电气	30.78	1278.34	16.67	14.15	12.34
可比公司平均					20.30	15.77	13.05

资料来源：Visible Alpha, Wind, 华泰研究

图表71：上海电气港股股估值

2026E 港股估值体系	
整体EBITDA	9,768 百万元
2026 EV/EBITDA	15.23 x
企业价值	1,487 亿元
净负债	126 亿元
少数股东权益	272
目标市值	1,089 亿元
目标价	8.06 港币

资料来源：公司年报，华泰研究预测

风险提示

电力需求不及预期。公司业绩与电力投资周期高度相关，若宏观经济或用电需求增长有所变化，可能影响电源及电网设备订单节奏，进而影响公司收入与业绩兑现。

海外 EPC 项目不确定性。公司加快海外市场拓展，海外业务受地缘政治、业主选择、运输交付等因素影响较大，存在订单获取和交付不确定性，可能对盈利造成影响。

新技术不确定性。工业装备制造行业技术迭代较快，若公司在高端工业装备等方向研发或产业化进展不及预期，或影响订单和业绩。

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、苗雨菲、王嵩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰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。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 上海电气（2727 HK）、东方电气（1072 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、苗雨菲、王嵩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 应流股份（603308 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 应流股份（603308 CH）、华中数控（300161 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 上海电气（2727 HK）、东方电气（1072 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司