下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

白云电器（603861）

扬帆出海拓欧美，AIDC 驱动新成长

2026 年 06 月 25 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,985	4,928	5,540	6,473	7,991
同比（%）	15.12	(1.14)	12.42	16.84	23.45
归母净利润（百万元）	196.30	204.18	229.35	349.79	556.08
同比（%）	79.05	4.01	12.33	52.51	58.98
EPS-最新摊薄（元/股）	0.36	0.38	0.42	0.65	1.03
P/E（现价&最新摊薄）	35.66	34.28	30.52	20.01	12.59

投资要点

- **深耕电力能源综合领域，积极开拓全球市场。**公司成立于 1989 年，2016 年在上交所主板上市。自成立以来，公司深耕电力能源综合领域，早期产品以中低压成套开关设备为主，后通过重组桂林电容、控股浙变电气，产品拓展至特高压电容器、高压变压器及 GIS 等一次设备全矩阵。公司 2021-2025 年营收/归母净利 CAGR 达 8.9%/38.1%，盈利高速增长。公司紧抓全球电网升级与算力爆发机遇，依托核心子公司积极推进变压器等产品走向海外高端电网市场，我们预计相关出海及新业务将在“十五五”期间迎来全面放量。
- **订单结构升级推动变压器业务盈利修复，海外业务实现欧美高端市场突破进一步打开成长空间。**自完成收购以来，浙变变压器订单逐步转向新能源主变、储能变压器等高增长赛道，多次中标主变和储能项目，受益于订单+管理改善 25 年首次实现扭亏为盈，我们预计 26 年起盈利能力将持续改善；公司此前海外业务已覆盖东南亚、中亚、中东、非洲及南美等市场，25 年公司整合集团内部海外资源，北美市场实现突破，给美国比特小鹿交付 2 台 138kV 主变，且后续订单有望接踵而至。公司出海高端市场战略目标清晰，“十五五”期间有望加速变压器等紧缺产品出口，实现量利双收。
- **成套开关设备高压突破&低压应用场景持续渗透，电力电容器特高压份额稳定有望持续增长。1）成套开关设备：**高压端看，24 年公司 220kV 组合电器通过资格预审。25 年上半年 220kV 组合电器首次国网中标，同时公司正重点研发 550kV 超高压 GIS，并同步推进 252kV 无 SF6 绝缘气体型 GIS、罐式断路器等新产品研发，随着相关高价值产品逐步落地，公司盈利有望进一步提升。低压端看，公司 750V 直流配电系统首例轨交项目正式投运，相关技术可延伸至智算数据中心、楼宇直流配电、工业园区直流微网及光储柔直建筑等场景，进一步打开下游空间；**2）电力电容器：**公司电力电容器在国内特高压建设份额稳定，柔直换流阀直流支撑电容国产化替代我们预计公司将充分受益“十五五”期间特高压建设，电容器业务稳健增长；**3）HVDC：**白云电气集团子公司为光能源为国内 SST 技术、应用场景最领先的公司之一，公司布局 SST 上下游核心产业链，研发高频隔离变、固态断路器等核心零部件，快速切入 AIDC HVDC 配电赛道，培育第二增长极。
- **盈利预测与投资评级：**公司变压器出海欧美蓄势待发，积极拥抱 AIDC 切入直流核心赛道，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.3/3.5/5.6 亿元，同比+12%/+53%/+59%，对应 PE 分别为 31/20/13 倍，考虑到公司成套开关设备和电容器业务范畴不断扩展，变压器出海进展顺利，“十五五”期间有望加速增长，给予 2028 年 25 倍 PE，目标价 25.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源及储能装机不及预期，海外市场拓展不及预期，AIDC 业务进展不及预期，原材料价格上涨的风险，竞争加剧风险。

证券分析师 曾朵红
执业证书：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 司鑫尧
执业证书：S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.95
一年最低/最高价	9.32/22.63
市净率(倍)	1.75
流通 A 股市值(百万元)	6,845.19
总市值(百万元)	6,999.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.41
资产负债率(%,LF)	61.16
总股本(百万股)	540.53
流通 A 股(百万股)	528.59

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 聚焦电力设备产业链，积极开拓全球市场 5
1.1. 深耕电力领域，海外业务拓展顺利 5
1.2. 战略聚焦新型电力系统，全产业链综合方案贡献主要收入 5
1.3. 股权结构家族集中，管理层履历丰富 6
1.4. 业绩快速上涨后短期波动，费用控制能力良好 8
2. 电网&变压器&轨交海内外市场空间广阔，公司量利双端将充分受益 9
2.1. 全球电网进入 supercycle 上行周期，变压器等产品供不应求 9
2.2. 国网投资加速，“十五五”主网招标增速稳健 10
2.3. 新能源变压器规模快速增长，AIDC 变压器迈向“1-10”阶段 12
2.4. 轨道交通建设持续推进，轨交电力设备稳步增长 13
3. 业务多元化贡献增量，变压器出口取得突破 15
3.1. 成套开关设备高压端持续突破、低压端向多应用场景渗透 15
3.2. 电力电容器深耕特高压领域，盈利质量突出 18
3.3. 浙变通过订单结构优先实现扭亏为盈，北美市场出口实现突破 20
3.4. 与为光能源合作布局 AIDC，在 HVDC 具备先发优势 22
4. 盈利预测与估值 25
4.1. 盈利预测 25
4.2. 投资建议 26
5. 风险提示 27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 公司发展沿革.....5
图 2： 公司战略聚焦于智能电网、特高压、轨道交通及新能源领域.....6
图 3： 公司分产品营收情况.....6
图 4： 公司分地区营收情况.....6
图 5： 公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）.....7
图 6： 公司营收净利情况.....8
图 7： 公司分年度盈利能力情况.....8
图 8： 公司期间费用率情况.....8
图 9： 公司现金流情况.....8
图 10： 全球电网从用电侧、发电侧带动电网侧扩张，不同主体驱动因素略有不同.....9
图 12： 未来电网投资中需求的增长将是主要驱动因素.....10
图 13： 变压器的产能在 30 年预计仍将供不应求.....10
图 14： “十四五”电网侧投资整体滞后于电源侧投资.....11
图 15： “十五五”电网侧投资 CAGR 有望保持 8-10%.....11
图 16： 中美欧年度储能出货量情况及预测.....12
图 17： 全球储能年度出货量情况及预测.....12
图 18： 数据中心新增装机功率快速增长.....12
图 19： 中国城市轨道交通运营里程及建设投资情况（2021-2025）.....14
图 20： 2025 年中国城市轨道交通客运量区域竞争格局（Top 10）.....14
图 21： 公司地铁系统供电方案.....16
图 22： 轨道交通车站 750V 直流配电系统架构图.....17
图 23： 750V 直流配电系统设备图.....17
图 24： 750V 光储柔直充分布式电源系统示范工程.....18
图 25： 智能楼宇光储柔直充示范工程.....18
图 26： 2025 年国网电容器招标中标金额份额.....19
图 27： 桂林电容 1000kV 特高压交流工程运行案例.....19
图 28： 桂林电容对公司利润端形成较强支撑.....20
图 29： 桂林电容营收稳步增长，净利润明显修复.....20
图 30： 桂林电容净利率显著高于公司整体水平.....20
图 31： 浙变电气营收快速增长，净利润持续改善.....21
图 32： 中核汇能甘肃金塔汇升 330kV 主变项目.....21
图 33： 塔吉克斯坦项目：SFSZ11-40000110 变压器.....22
图 34： 乍得项目：SZ11-2500090 变压器.....22
图 35： 美国比特小鹿 138kV 变压器项目.....22
图 36： 公司 35kV 变压器 KEMA 认证.....22
图 37： 为光能源的数据中心 SST 机柜.....23

表 1： 公司管理层背景（截至 2026 年 3 月 31 日）.....7
表 2： 26 年第二批变电物资招标需求维持稳健增长（数据口径：招标量个数，其中变压器是容量口径）.....11
表 3： 新能源、AIDC 市场空间测算.....13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4: 公司成套开关设备主要产品.....15
表 5: 公司近年国网特高压及输变电设备中标情况.....16
表 6: 轨道交通供电系统产业链及白云电器核心产品布局.....17
表 7: 公司 750V 直流配电技术应用场景梳理.....18
表 8: 公司电力电容器主要产品.....19
表 9: 为光能源的 SST 示范性项目.....23
表 10: 公司数据中心/算力中心项目及合作布局.....24
表 11: 白云电器公司盈利预测表.....26
表 12: 可比公司估值表（截至 2026 年 6 月 25 日）.....27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

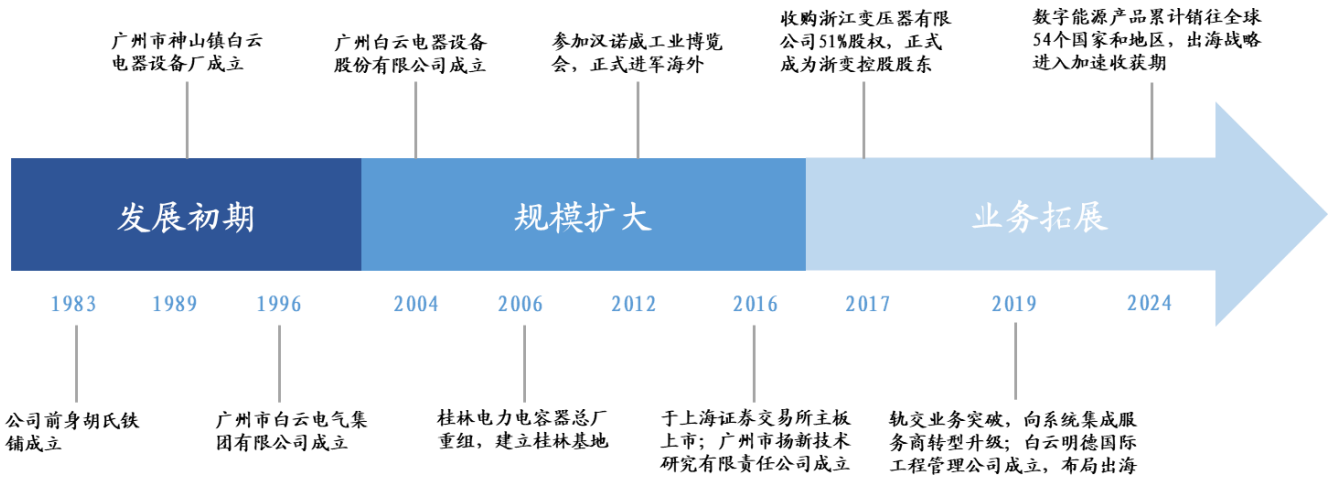
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 聚焦电力设备产业链，积极开拓全球市场

1.1. 深耕电力领域，海外业务拓展顺利

深耕电力装备领域基本盘，加速转型抢占出海新机。广州白云电器设备股份有限公司前身为 1989 年成立的白云电器设备厂。自成立以来，公司深耕电力能源综合领域，2016 年在上交所主板上市。公司早期产品以中低压成套开关设备为主，后通过重组桂林电容、控股浙变电气，产品拓展至特高压电容器、高压变压器及 GIS 等一次设备全矩阵。近年来，公司积极推进绿色智慧能源转型，数字能源及光储配电产品已远销全球 54 个国家和地区，海外直销与工程总包出口加速渗透中。当前，公司紧抓全球电网升级与算力爆发机遇，依托核心子公司积极推进变压器等产品走向海外数据中心及高端电网市场，打通 AIDC 供电产业链，我们预计相关出海及新业务将在“十五五”期间迎来全面放量。

图1：公司发展沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 战略聚焦新型电力系统，全产业链综合方案贡献主要收入

公司战略聚焦于智能电网、特高压、轨道交通及新能源领域，打造国内同行业中较为完整的电力设备产业链。公司以电能质量治理及自动化控制技术为基础，当前业务中心为一次设备和二次设备及系统，并兼顾电力电子和运营服务类业务的拓展，打造综合全面的业务框架。公司一次设备涵盖 0.4kV-1100kV 全电压等级，以成套开关设备、变压器及电容器为主，包括配套于特高压的电力电容器成套装置、GIS 和各类箱变及中低压元器件；二次设备及系统主要为保护通讯、配网终端、综合监控及智能运维系统等；电力电子产业链由无功补偿装置延伸至交直流电源柜及有轨快充产品，服务类业务包括专业总包、项目维保和更新改造等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

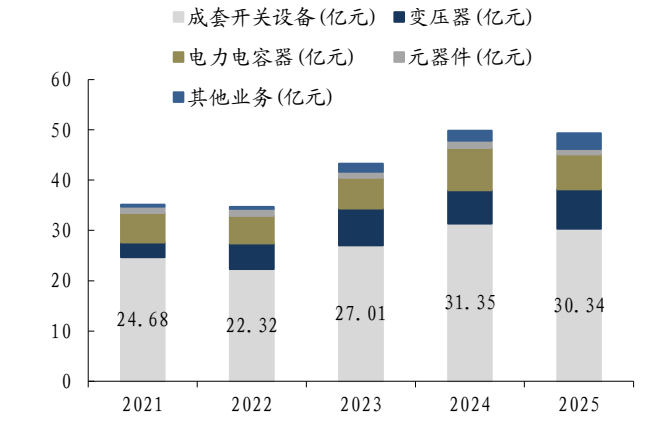
图2：公司战略聚焦于智能电网、特高压、轨道交通及新能源领域



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

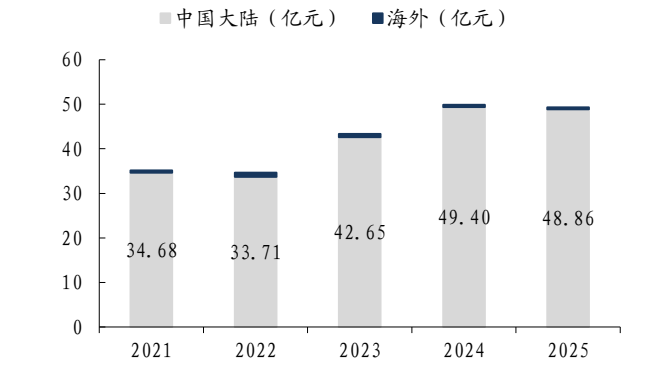
公司以成套开关设备为核心产品，中国大陆为主要营收地区。成套开关设备贡献公司主要收入，2021-2025 年营收分别达 24.7/22.3/27.0/31.4/30.3 亿元，整体呈稳健增长态势，占比常年维持在 60%左右，是公司最核心的业绩压舱石；此外，变压器与电力电容器亦贡献重要增量。分地区来看，公司当前收入以中国大陆为主，2021-2025 年中国大陆营收分别达 34.7/33.7/42.7/49.4/48.9 亿元；同时公司正积极开拓海外市场，2025 海外营收 0.42 亿元，未来海外收入具有较大增长潜力。

图3：公司分产品营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司分地区营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 股权结构家族集中，管理层履历丰富

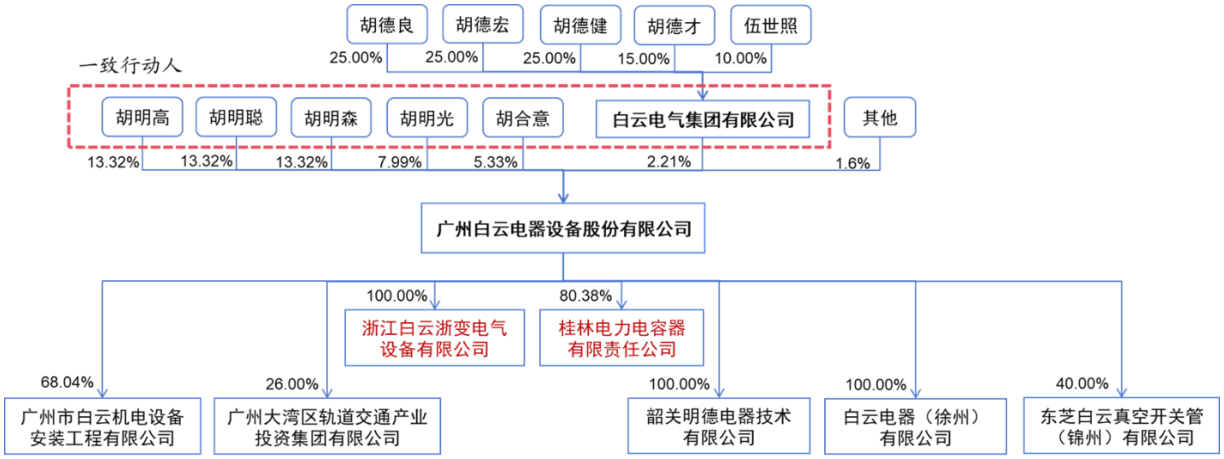
股权结构集中稳定，核心子公司优势显著。公司实际控制人为胡氏家族，胡明高、胡明聪、胡明森、胡明光、胡合意等一致行动人通过直接持股以及通过白云电气集团有限公司间接持股，实现对公司的稳定控制；截至 2026 年 3 月 31 日，前十大股东合计持股 56.90%，整体股权结构较为集中。2026 年 2 月，公司董事长由胡德兆变更为胡德良。公司核心子公司中，控股 80.38%（截至 2026 年 3 月 31 日）的桂林电力电容器有限责

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

任公司（桂林电容）是国内特高压电力电容器的领军企业；100%全资控股（截至 2026 年 3 月 31 日）的浙江白云浙变电气设备有限公司（浙变）则是公司变压器业务及高端产能的核心阵地。

图5：公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

核心高管均在公司任职多年，管理层履历丰富。公司新任董事长胡德良 2005 年起即在白云电气集团任职，历任白云电气集团总经理、董事、董事长等，管理经验丰富等；总经理胡明聪，2004 年起即担任公司董事、总经理，前董事长胡德兆目前担任白云电气集团董事长，公司核心高管团队普遍履历丰富且具备深厚的产业背景。

表1：公司管理层背景（截至 2026 年 3 月 31 日）

姓名	职务	背景
胡德良	董事长	男，1975年8月出生，硕士学历，2005年6月至2008年1月任职于白云电气集团有限公司，担任董事长助理职务；2008年1月至今担任白云电气集团有限公司总经理、董事，历任白云电气集团有限公司董事长；2009年7月至今，担任南京电气科技集团有限公司董事长；同时兼任中国电器工业协会副会长、中国真空电子行业协会无源真空器件分会理事长、中欧经济协会副会长、广州市第十六届人大代表、广州市工商业联合会副主席、广州市科技创新企业协会会长、广州民营科技园商会会长。曾荣获“广东青年五四奖章”“广东省中国特色社会主义建设者”“广东民营企业家智库成员”“广州市工商联杰出企业家”“广州新侨创业杰出贡献奖”、第二届广府人物“十大杰出青年”等荣誉。2026年2月起担任公司董事长。
胡明聪	董事、总经理	男，1957年6月出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历，EMBA，公司创始人之一。2004年12月至今担任公司董事、总经理；2002年2月至今担任广州东芝白云电器设备有限公司董事长；2004年3月至2018年7月担任广州提迈克白云电力电子有限公司董事长，现担任广州提迈克白云电力电子有限公司副董事长；2004年3月至今担任广州云芝自动化技术有限公司董事长。
胡德兆	董事	男，1973年12月出生，本科学历，EMBA，北京大学光华管理学院研修班。2026年3月至今担任白云电气集团有限公司董事长；现任政协第十四届全国委员会委员、全国工商联第十三届执行委员会委员、广东省工商业联合会（总商会）副主席、广东省电气行业协会会长、广东省个体劳动者私营企业协会会长、广东机电职业教育集团会长、广东省机械行业协会副会长，先后被评为“广东商界十大新锐人物”“广东省改革开放四十周年广东省优秀企业家”“全国机械工业劳动模范”等多项荣誉称号。2016年12月至2026年2月担任公司董事长，现担任公司董事。
胡德宏	董事	男，1979年12月出生，硕士学历。2009年2月后进入白云电气集团有限公司，至2009年12月在白云电气集团有限公司总经理办公室任职行政主管；2010年1月至2010年12月在南京电气（集团）有限责任公司玻璃绝缘子事业部任职副总经理，主管该事业部机制体制改革、降本增效、供应链整合管理项目的实施推进；2011年1月至2016年12月，担任公司华北区域销售总监；2017年1月至2023年2月，担任公司营销总部总经理。2018年5月至今担任公司董事。
王卫彬	董事、副总经理	男，1972年12月出生，中国国籍，无境外居留权，本科学历，EMBA，工程师。1996年大学毕业后进入公司工作，历任产品工艺员、研发工程师、总工程师办公室主任、企业管理办公室副经理、后勤部经理、重大项目部主任、重组办主任、总裁办经理、公司董事会秘书、企管办经理、采购部经理、法务部经理、市场管理委员会主任、代财务总监、财务负责人；2021年7月至今兼任桂林电力电容器有限责任公司董事。2020年1月至今担任公司副总经理；2023年2月起担任公司董事。
程轶颖	董事会秘书	女，1974年6月出生，本科学历，高级会计师，已取得上海证券交易所董事会秘书任职资格证书。1996年9月大学毕业参加工作，历任哈药集团三精制药股份有限公司分公司核算员、成本会计、子公司会计、综合报表会计等管理岗位；2005年1月至2007年12月担任哈药集团制药四厂财务部部长；2008年1月至2015年2月担任哈药集团三精制药股份有限公司董事会办公室主任、证券法规部部长、证券事务代表等；2015年3月至2021年3月，担任哈药集团人民同泰医药股份有限公司董事会秘书，2021年8月至今担任公司董事会秘书
温中华	副总经理、财务总监	男，1968年11月出生，EMBA，企业信息化规划师。1991年进入公司工作。历任装配车间员工、工程设计员、装配车间主任、生产部部长、制造部经理、营销总部副经理、营销中心副总经理、商务部部长、华中大区销售总监、公司党支部书记、公司监事；2015年至今担任供应链中心总监；2023年2月起担任公司副总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

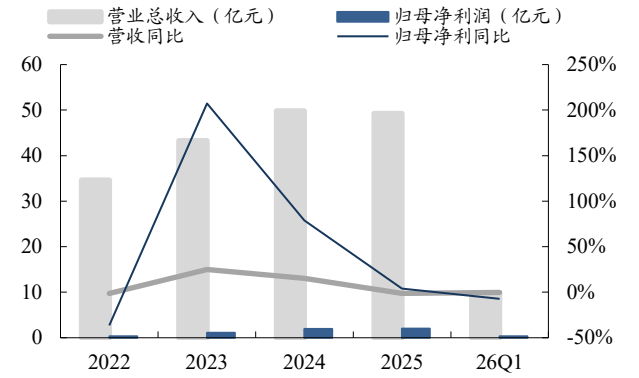
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4. 业绩快速上涨后短期波动，费用控制能力良好

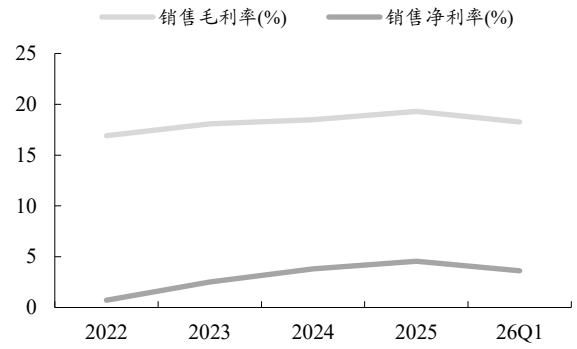
营收稳步向上，盈利快速提升后短期有所波动。2021-2025 年，公司营收由 35.1 亿元增至 49.3 亿元，21-25 年 CAGR 为 8.9%，归母净利润由 0.56 亿元大幅增至 2.04 亿元，21-25 年 CAGR 为 38.1%，实现快速增长。25A/26Q1 公司实现营收 49.3/9.7 亿元，同比-1%/持平，归母净利润 2.04/0.34 亿元，同比+4%/-7%，26Q1 公司盈利能力有所承压，主要系受部分国内大客户压价以及海外新市场开拓、新工厂产能爬坡等因素影响，我们认为随着公司出海加速，盈利能力有望快速修复。

图6：公司营收净利情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

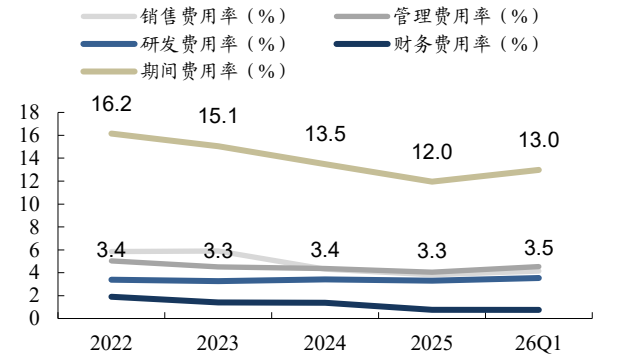
图7：公司分年度盈利能力情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

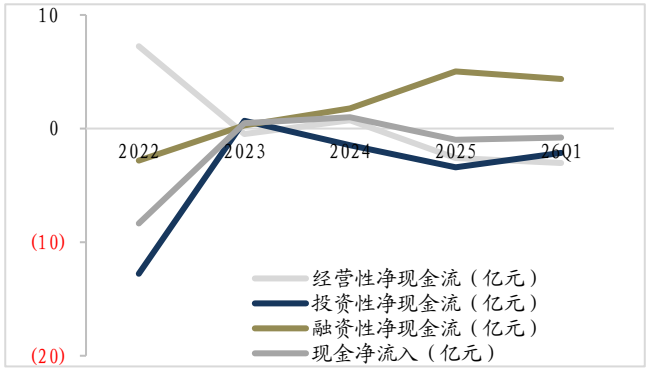
费用控制能力稳定，通过融资缓解现金流压力。公司近年来大力推进数字化工厂建设与精益管理，控费降本效果显著。期间费用率呈持续下降趋势，从 2021 年的 16.3%大幅压降至 2025 年的 12.0%，其中销售费用率与管理费用率降幅最为明显，充分体现了公司在规模扩张下较强的内部管理。现金流方面，25A/26Q1 公司经营性现金流净流出 2.6/3.0 亿元，主要系客户回款变慢及公司采购增长，公司积极通过融资使现金流总体稳定。

图8：公司期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：公司现金流情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

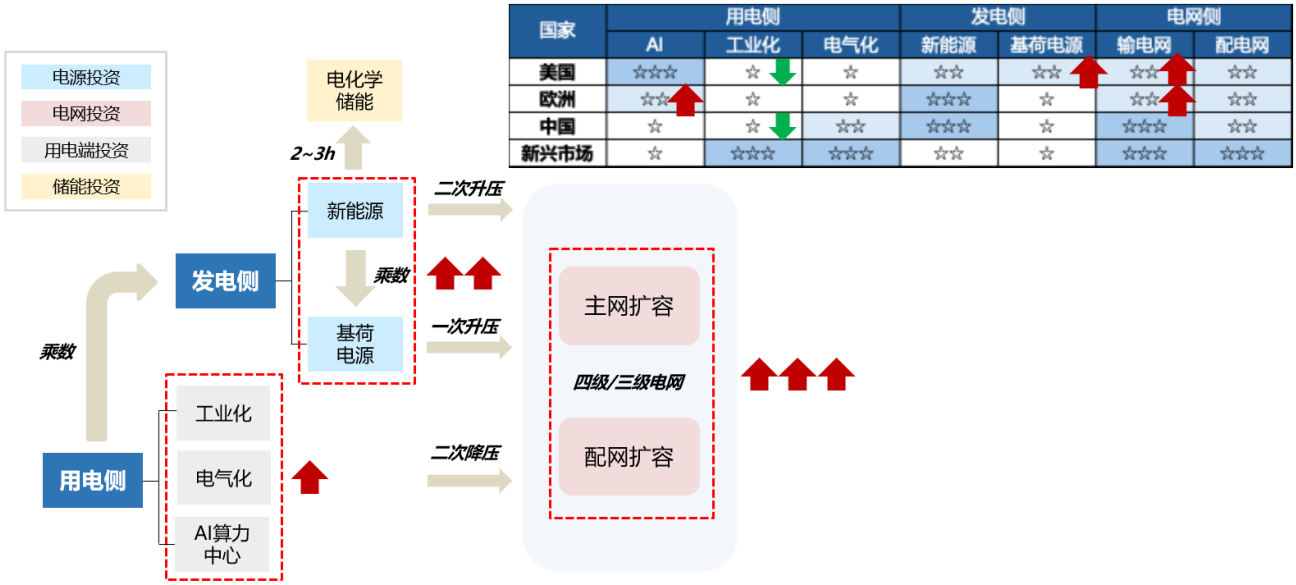
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 电网&变压器&轨交海内外市场空间广阔，公司量利双端将充分受益

2.1. 全球电网进入 supercycle 上行周期，变压器等产品供不应求

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

图10：全球电网从用电侧、发电侧带动电网侧扩张，不同主体驱动因素略有不同



国家	用电侧			发电侧		电网侧	
	AI	工业化	电气化	新能源	基荷电源	输电网	配电网
美国	☆☆☆	☆	☆	☆☆	☆☆	☆☆	☆☆
欧洲	☆☆	☆	☆	☆☆☆	☆	☆☆	☆☆
中国	☆	☆	☆☆	☆☆☆	☆	☆☆☆	☆☆
新兴市场	☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆	☆☆☆	☆☆☆

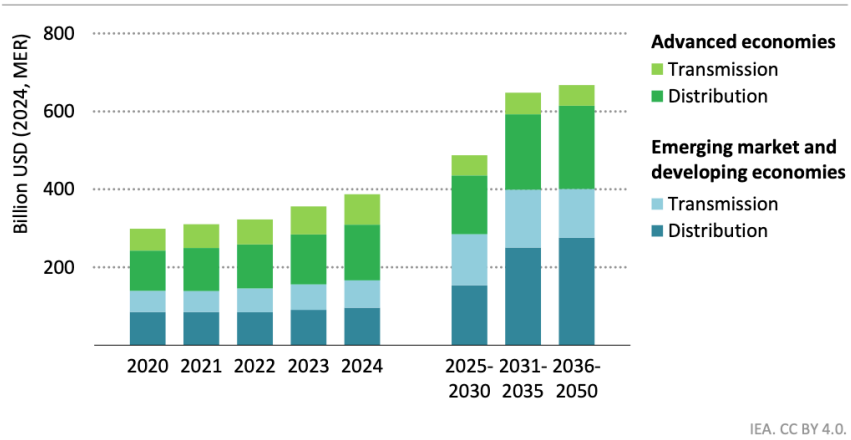
数据来源：东吴证券研究所绘制

全球电网投资的高景气周期刚刚启动,有望在25-35年进入高速增长阶段。根据IEA，24 年全球电网投资约 3980 亿美元，其中欧洲/北美/非洲/中东/中南美洲电网投资同比+6%/8%/7%/7%/7%，均呈现加速趋势。IEA 测算，预计 2025 到 2035 年全球电网投资的年均增长率将达到 5%，到 2035 年与电网相关的年度投资支出将增至约 6500 亿美元，全球电网投资刚刚启动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：到 35 年全球电网投资将增加至约 6500 亿美元

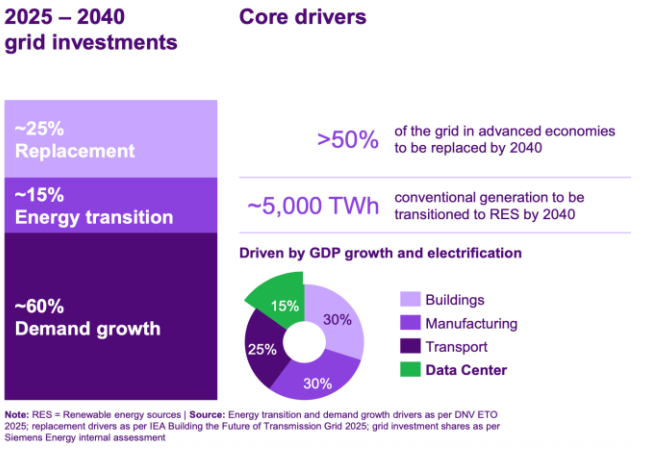


数据来源：IEA,东吴证券研究所

本轮周期的驱动因素丰富且可持续性强。根据西门子能源测算，25-40 年电网投资主要围绕电网设备更新（占总投资比 25%）、能源转型（占总投资比 15%）和新增需求（占总投资比 60%）三个主要方向，其中数据中心预计将占新增需求中的 15%，起到了至关重要的作用。

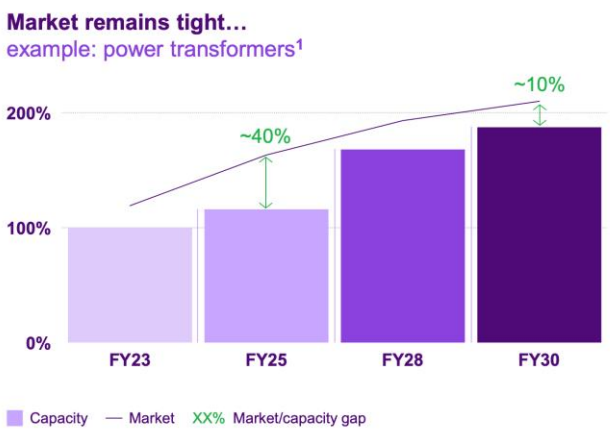
变压器供不应求有望延续至 30 年。根据西门子能源的测算，以 23 年全球电力变压器产能为基数，到 30 年全球产能接近翻倍增长时，产能供给相较于市场需求预计还有 10%的缺口差距，30 年不会是本轮超级周期的高点。

图12：未来电网投资中需求的增长将是主要驱动因素



数据来源：西门子能源，东吴证券研究所

图13：变压器的产能在 30 年预计仍将供不应求



数据来源：西门子能源，东吴证券研究所

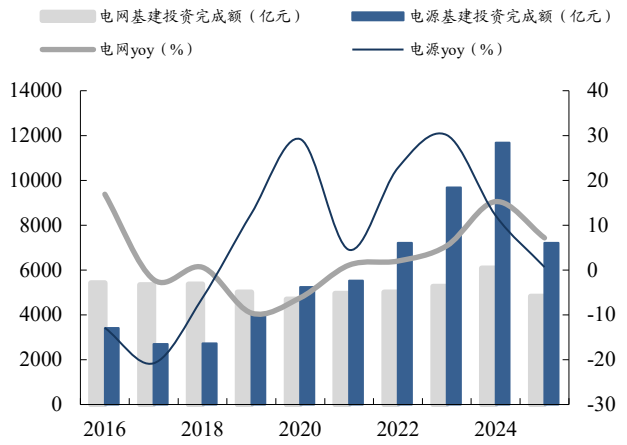
2.2. 国网投资加速，“十五五”主网招标增速稳健

“十五五”加快建设新型能源体系，新型电力系统进入完善期，叠加逆周期调节需求，国家电网官网发布消息称，“十五五”期间，国家电网公司固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%，电网总投资有望超 5 万亿元，我们预计 2030 年我国电网基建投资到有望突破 1 万亿元，景气延续再登高峰。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

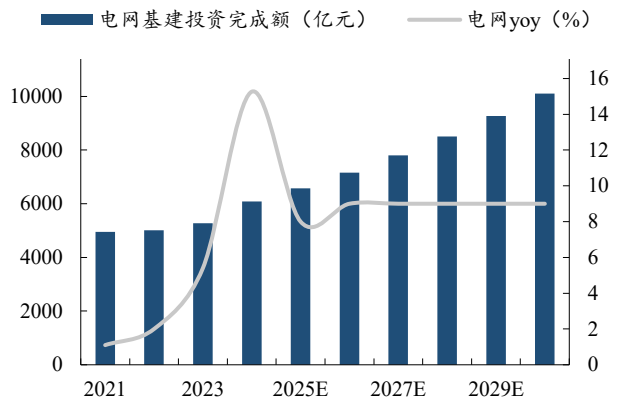
下载日志已记录，仅供内部参考

图14：“十四五”电网侧投资整体滞后于电源侧投资



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：“十五五”电网侧投资 CAGR 有望保持 8-10%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

“十四五”阶段主网建设以扩容为主，结构上西北 750kV 电网建设需求增长更为明显。1）一次设备：“十四五”阶段一次设备招标同比“十三五”有显著的增长，其中变压器/组合电器/电抗器/互感器/电容器/断路器/隔离开关/消弧线圈/开关柜招标量同比+80%/+88%/+48%/+59%/-54%/-4%/+20%/-23%/+67%。从产品结构上，组合电器渗透率大幅提升因此增速最快，受新能源快速增长电网扩容对变压器需求非常旺盛。2）二次设备：“十四五”二次设备招标需求实现了较快速增长，继电保护/变电监控招标量同比+43%/13%，我们认为主要系新建工程增加+自主可控产品加速渗透。

展望“十五五”，电源侧大基地继续加大建设力度，算力有望逐渐成为用户侧重要的增量负载，我们预计十五五期间主网设备招标量有望保持年均 20-30%的稳健增长。

表2：26 年第二批变电物资招标需求维持稳健增长（数据口径：招标量个数，其中变压器是容量口径）

产品	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26（1）	26（2）	26（2）YoY
变压器（容量 MVA）	192,432	43.70%	299,689	55.70%	379,464	26.60%	403,503	6.30%	498,601	23.60%	54,530	103,485	8.4%
组合电器（套）	9,556	27.30%	11,291	18.20%	13,612	20.60%	13,830	1.60%	15,917	15.10%	1,472	2,850	23.7%
电抗器（台）	1,294	64.00%	1,503	16.20%	1,773	18.00%	1,936	9.20%	2,383	23.10%	237	607	9.0%
互感器（台）	17,228	168.10%	19,755	14.70%	29,341	48.50%	34,197	16.60%	41,543	21.50%	4,396	14,636	24.4%
电容器（台）	3,736	653.20%	4,463	19.50%	5,234	17.30%	5,857	11.90%	7,156	22.20%	993	2,086	29.8%
断路器（台）	2,647	73.20%	3,610	36.40%	4,432	22.80%	5,486	23.80%	5,102	-7.00%	1,014	1,939	58.3%
隔离开关（组）	10,173	210.20%	11,013	8.30%	13,165	19.50%	15,464	17.50%	17,938	16.00%	2,168	5,812	22.1%
消弧线圈（套）	1,432	817.90%	1,505	5.10%	1,886	25.30%	2,133	13.10%	2,726	27.80%	385	871	33.8%
开关柜（面）	33,294	306.10%	36,919	10.90%	43,188	17.00%	47,685	10.40%	58,353	22.40%	7,366	17,451	26.0%
保护类设备（套）	18,403	10.90%	18,323	-0.40%	23,164	26.40%	26,597	14.80%	42,600	60.20%	4,000	12,156	7.1%
变电监控设备（套）	1,553	121.50%	1,466	-5.60%	1,566	6.80%	1,810	15.60%	2,358	30.30%	284	1,154	68.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

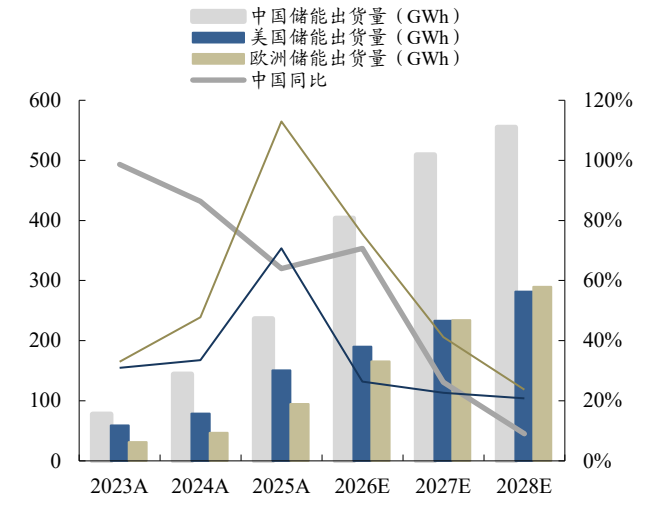
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3. 新能源变压器规模快速增长，AIDC 变压器迈向“1-10”阶段

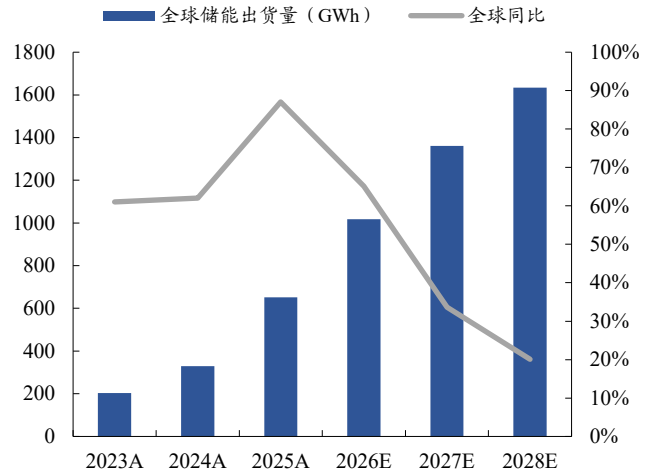
全球储能出货量高增，预计 25 年出货量将达 651.5GWh。根据 SMM，2025 年全球储能出货量达 651.5GWh，同比+87%，其中中美欧分别出货 236/150/94GWh，增速分别为 64%/71%/113%，25 年需求高度景气，出货超市场预期，且海外增速较快，预计后续将继续维持高增速，28 年全球储能出货量将达 1634GWh，25-28 年 CAGR 达 38%。

图16：中美欧年度储能出货量情况及预测



数据来源：CPIA，鑫椤储能，东吴证券研究所

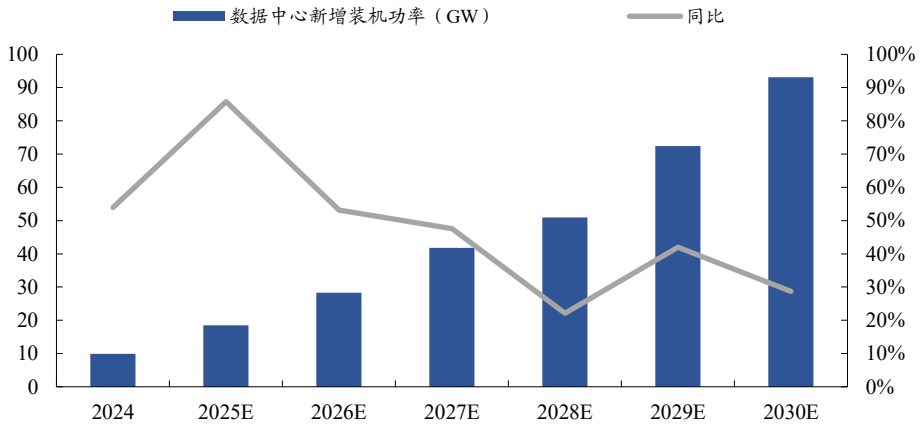
图17：全球储能年度出货量情况及预测



数据来源：BNEF，东吴证券研究所

AIDC 装机功率迅速增长，2030 年新增装机可达 93GW。受益于 AI 相关需求的快速增长，国内外 AIDC 加速建设中，根据我们预测，25 年新增装机可达 18GW，至 30 年新增装机将达 93GW，25-30 年 CAGR 达 38%。

图18：数据中心新增装机功率快速增长



数据来源：英伟达、Semianlysis，东吴证券研究所

AIDC 变压器从低基数快速增长，总量上看新能源变压器增长空间更大。根据 GMI 数据，24 年全球变压器市场规模约 638 亿美元。到 30 年，根据我们测算，AIDC 变压器总需求约 331 亿元，占总需求 5%，新能源则受益于乘数效应，变压器总需求约 1630

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元，占总需求 24%，是变压场重要的下游市场。

表3：新能源、AIDC 市场空间测算

全球市场	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
发电侧							
1）集中式光伏电站							
新增光伏装机（GW）	320	381	395	452	522	592	659
yoy		*19%*	*4%*	*15%*	*15%*	*13%*	*11%*
变压器装机容量（GVA）	640	762	789	905	1044	1183	1318
光伏升压变单价（亿元/GVA）	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
光伏装机带动变压器总需求（亿元）	**384**	**457**	**474**	**543**	**626**	**710**	**791**
2）陆上风电场							
新增陆风装机（GW）	109	122	116	135	141	152	160
yoy		*12%*	*-4%*	*16%*	*5%*	*8%*	*5%*
变压器装机容量（GVA）	218	243.6	232.8	270	282.6	304.6	320.4
陆风升压变单价（亿元/GVA）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
陆风装机带动变压器总需求（亿元）	**174**	**195**	**186**	**216**	**226**	**244**	**256**
3）海上风电场							
新增海风装机（GW）	8	16	24	25	26	31	34
yoy		*104%*	*44%*	*8%*	*2%*	*19%*	*11%*
变压器装机容量（GVA）	16	32.6	47	50.8	51.6	61.4	68
海上风电升压变单价（亿元/GVA）	1	1	1	1	1	1	1
海风装机带动变压器总需求（亿元）	**16**	**33**	**47**	**51**	**52**	**61**	**68**
4）独立储能							
新增独立储能装机容量（GW）	53	83	137	184	224	270	322
yoy		*56%*	*65%*	*35%*	*22%*	*20%*	*19%*
变压器装机容量（GVA）	106	165	273	368	449	541	644
储能配套变压器单价（亿元/GVA）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
独立储能带动变压器总需求（亿元）	**85**	**132**	**218**	**295**	**359**	**432**	**515**
用电侧							
AIDC							
新增IT负载需求（GW）	10	18	28	42	51	72	93
yoy		*86%*	*53%*	*48%*	*22%*	*42%*	*29%*
配电变压器装机容量（GVA）	20	37	57	83	102	145	186
配电变压器单价（亿元/GVA）	1	1	1	1	1	1	1
主变变压器装机容量（GVA）	13	24	37	54	66	94	121
主变变压器单价（亿元/GVA）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
AIDC带动变压器总需求（亿元）	**35**	**66**	**101**	**149**	**181**	**258**	**331**
全球变压器总市场规模（亿元）	**4562**	**4863**	**5184**	**5526**	**5891**	**6279**	**6694**
新能源变压器合计市场空间（亿元）	**659**	**817**	**925**	**1104**	**1263**	**1447**	**1630**
光伏占比	8%	9%	9%	10%	11%	11%	12%
陆风占比	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
海风占比	0.4%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
储能占比	1.9%	2.7%	4.2%	5.3%	6.1%	6.9%	7.7%
新能源变压器合计占比	**14%**	**17%**	**18%**	**20%**	**21%**	**23%**	**24%**
AIDC变压器占比	**0.8%**	**1.4%**	**1.9%**	**2.7%**	**3.1%**	**4.1%**	**5.0%**

数据来源：GMI，Semianlysis，东吴证券研究所，注：24 年全球变压器市场规模数据取自 GMI，汇率假设为 24 年底数据，1USD=7.15CNY）

2.4. 轨道交通建设持续推进，轨交电力设备稳步增长

城轨与铁路基建稳步推进，轨交装备市场迈入万亿规模。根据中国城市轨道交通协会数据，截至 2025 年底，全国城轨交通运营里程已突破 1.3 万公里，同时全国仍有 40

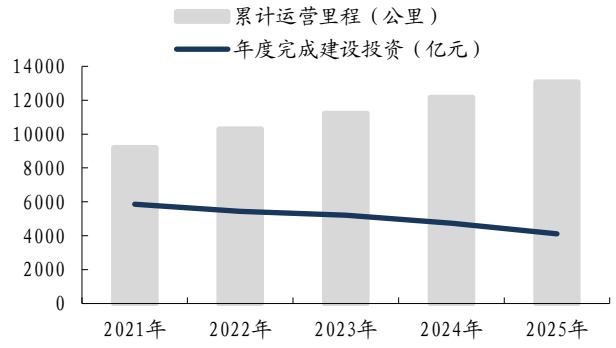
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

个城市的 4875 公里线路正在建设中，为产业链提供了充足的增量空间。伴随高铁网的不断加密与城轨建设的下沉，中商产业研究院数据显示，我国轨道交通装备行业市场规模已从 2019 年的 7190 亿元稳步扩张，预计 2024 年及以后将持续保持在万亿级规模以上。

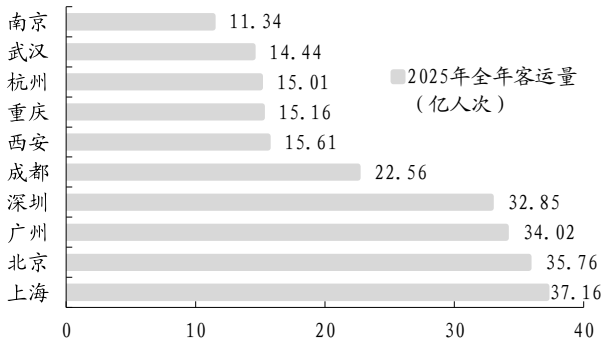
轨交电力设备稳步扩张，智能化升级与集中度提升利好头部标的。轨道交通电力设备作为轨交装备的供电“大动脉”，广泛应用于地铁、高铁及铁路电气化等领域。根据中企顾问网数据，2024 年我国轨道交通电力设备市场规模已达 433.96 亿元，预计 2025-2031 年行业 CAGR 将保持在 5.5%的稳健水平，远期市场规模有望突破 900 亿元。在产业发展初期，国内市场呈现外资与内资激烈竞争的格局；而如今，“十五五”新老基建交替、轨交装备更新换代，随着下游客户对供电系统智能化、精益化、全寿命周期管理要求的不断提高，行业整合正加速推进，市场份额加速向具备核心技术研发与全场景解决方案能力的头部企业集中。

图19：中国城市轨道交通运营里程及建设投资情况（2021-2025）



数据来源：中国城市轨道交通协会，东吴证券研究所

图20：2025 年中国城市轨道交通客运量区域竞争格局（Top 10）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 业务多元化贡献增量，变压器出口取得突破

3.1. 成套开关设备高压端持续突破、低压端向多应用场景渗透

成套开关设备是公司最核心的业务板块之一，也是公司由传统中低压设备供应商向多场景综合供配电能力延伸的重要载体。公司产品覆盖 126kV–252kV 高压 GIS、12kV–40.5kV 中压成套开关设备、环网开关设备、箱式变电站、低压成套开关设备、配电箱、母线槽及各类开关元件，电压等级覆盖 0.4kV–252kV，并已进一步延伸至 750V/800V 及以下直流配电设备，形成由高压到低压、由交流到直流的较完整产品矩阵。依托这一产品基础，公司成套开关设备业务已不再局限于传统中低压配电环节，而是具备向上延展至高压主网侧、向下拓展至轨道交通、数据中心、工业园区及新能源等多类终端场景的能力，高压产品升级与下游场景拓展正共同推动板块业务边界持续打开。

表4：公司成套开关设备主要产品

产品类别	代表产品/型号	电压等级
气体绝缘金属封闭开关设备(GIS)	ZF36-252kV GIS	252kV
	ZF36-126kV GIS	126kV
中压成套开关设备	BFC系列 C-GIS	12kV-40.5kV
	KYN61	40.5kV
	KYN44系列	12kV-24kV
环网开关设备	SF6全绝缘环网开关设备	12kV-40.5kV
	环保气体绝缘环网开关设备	12kV-40.5kV
箱式变电站	YB系列(通用型)箱变	-
	YB系列(新能源专用型)箱变	
低压成套开关设备	Energin低压开关柜	低压
	BWL系列低压开关柜	
	MDmaxST低压开关柜	
	JP低压综合配电箱	
	BY1C密集型母线槽	
开关元件	BYEM8、BYEM6小型断路器	最高至 AC1140V\DC2000V
	BYEM系列交流、直流塑壳断路器	
	云智能物联断路器及平台	-
	测开关、配电物联低压智能断路器	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高压端看，公司组合电器产品正由传统中低压环节逐步向主网侧延伸。2024 年，公司 220kV 组合电器通过资格预审；2025 年上半年，公司国网总部第一批次 10kV–220kV 全电压等级产品中标，其中 220kV 组合电器首次中标国网。220kV 产品取得实质性突破后，公司网内业务边界有望由 110kV 及以下环节进一步向主网侧延伸，国网市场参与深度及后续份额提升空间均全面打开。更高电压等级产品亦在同步推进。公司在现有 110kV–220kV GIS 基础上，正重点研发 550kV 超高压 GIS，并同步推进 252kV 无 SF6 绝缘气体型 GIS 等产品研发。更高电压等级 GIS 对应更高技术门槛和更高附加值，随着相关产品逐步落地，公司开关板块产品结构与盈利能力有望进一步优化提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：公司近年国网特高压及输变电设备中标情况

单位：亿元		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
特高压设备中标金额	互感器	0.16	0.06	0.32	0.11	0.39
	电容器	0.56	0.00	3.90	1.25	0.88
	开关柜	0.16	0.00	0.17	0.15	0.31
输变电设备中标金额	变压器	0.05	0.89	0.13	1.83	0.20
	组合电器	0.18	0.24	1.11	0.69	3.33
	互感器	0.42	0.85	1.51	1.77	1.10
	电容器	0.83	1.43	1.84	1.63	1.30
	开关柜	0.64	0.66	1.07	1.20	1.38

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

在中低压配电端，轨道交通是公司成套开关设备业务产品体系最完整、项目经验积累最深的落地场景之一。公司已形成较为完整的轨道交通供电系统设备产品链，覆盖126kV GIS、24/40.5kV C-GIS、12kV 成套开关设备、DC750V/1500V 牵引成套开关设备、低等，能够提供轨道交通供电系统综合解决方案。公司轨交业务已覆盖国内多个城市、百余条线路，项目覆盖率处于行业前列。

图21：公司地铁系统供电方案



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

广州地铁已成为公司轨交供电系统业务的重要标杆案例。公司自 2003 年进入城市轨道交通市场，深耕轨交供电系统超过 20 年。2016 年，公司中标广州地铁 14 号线、21 号线、知识城线三条线路设备总包项目，合计金额 14.39 亿元；2019 年进一步中标广州地铁“十三五”新线规划 10 条线路供电系统设备及运维服务采购项目，合计金额 77.2 亿元。依托与广州地铁的深度战略合作关系，公司持续推动轨交业务由单一设备供货延伸至设备总包及智能运维环节，首创“城市轨道交通供电全寿命周期智能运维管理系统”，在轨交项目中的价值量有望持续上升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：轨道交通供电系统产业链及白云电器核心产品布局

供电环节	节点功能说明	白云电器覆盖的核心产品/服务
第一级：城市电网接入	外部高压电网将电能输送至地铁	110kV / 220kV GIS 组合电器
第二级：主变电所	将 110/220kV 降压至 35kV 中压	110kV / 220kV 主变压器、高压配电柜
第三级：牵引降压变电所	分两路：一路给列车提供直流动力，一路给车站照明降压	35kV C-GIS/充气柜、牵引变压器、整流器柜、直流 1500V 开关柜、配电变压器
第四级：车站及区间配电	供车站照明、空调、电梯、弱电使用	400V 智能低压成套开关柜、智能控制元件
第五级：后市场智能维保	供电系统的全寿命周期健康管理	城市轨道交通供电全寿命周期智能运维管理系统、维保改造服务

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

750V 直流配电系统首例轨交项目正式投运，轨交业务正由传统供电设备向新型直流配电场景延伸。2025 年，随着广州地铁 22 号线开通，公司建设的轨道交通车站 750V 直流配电系统在南浦西站正式投运，首次实现以 750V 直流配电架构为车站空调机组、水泵等典型机电负荷及全站约 2 万平方米照明灯具供电。该系统覆盖 750V 直流电源柜、动力配电控制箱、照明配电箱、直流照明驱动及灯具等关键设备，并在 SiC 器件拓扑、智能 750V 直流继电保护、新型智能直流开关、直流电力载波调光等环节实现技术突破。经实际运营验证，该方案相较传统交流 380/220V 配电系统可实现工程建设成本降低 50%以上，兼具供电质量提升与绿色低碳优势。

图22：轨道交通车站 750V 直流配电系统架构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：750V 直流配电系统设备图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

轨交首例项目投运后，公司 750V 直流配电方案开始向更多终端场景拓展。该系统不仅在轨道交通领域实现了突破性应用，更可延伸至智算数据中心、楼宇直流配电、工业园区直流微网及光储柔直建筑等场景。其中，智算数据中心作为公司当前最核心的拓展方向，其供电系统正加速向高压化、直流化演进，公司 750V 直流配电技术可向 800V HVDC 架构延展，能够精准匹配这一行业发展趋势。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表7：公司 750V 直流配电技术应用场景梳理

应用场景	750V技术适配性	核心优势	当前状态
轨道交通	已实现示范落地	完成工程验证	首例项目已投运
工业园区	可融合光伏、储能、充电与园区配电	适配综合能源一体化	已形成示范方案并稳定运行
智能楼宇	可延伸至光储柔直充建筑场景	减少转换环节	已形成示范方案
数据中心/算力中心	可向800V HVDC等场景延展	匹配高压化、直流化趋势	处于方案延展阶段

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司 750V 直流配电技术已进一步在园区和楼宇侧完成示范布局，已有多个项目落地。2023-2024 年，公司在自有园区建成“基于人工智能的 750V 光储柔直充分布式电源系统”项目，并获得广州市科技局示范项目支持，目前已稳定运行。该项目以 750V 直流配电网为主干，融合光伏发电、储能电池、电动汽车充电及园区配电等环节，形成工业园区新型配电方案示范。在此基础上，公司进一步延伸开发了智能楼宇光储柔直充示范方案，能够有效适配分布式能源大规模接入及终端用电负荷直流化的行业发展趋势。

图24：750V 光储柔直充分布式电源系统示范工程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：智能楼宇光储柔直充示范工程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 电力电容器深耕特高压领域，盈利质量突出

公司电力电容器产品电压等级覆盖广，在特高压交直流输电领域具备较强竞争力。产品涵盖交流/直流高压电容器、滤波电容器、电容式电压互感器、直流支撑电容器及无功补偿成套装置等，覆盖 0.4kV–1100kV 全电压等级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

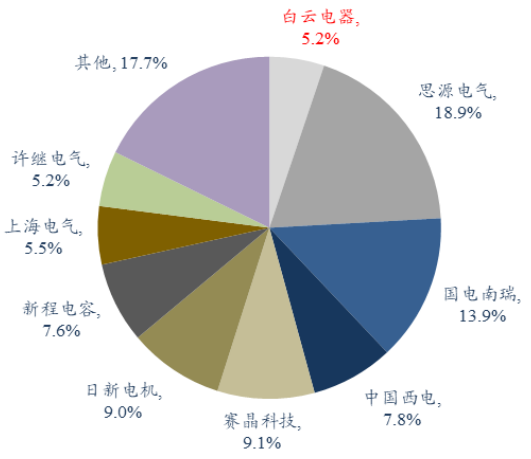
表8：公司电力电容器主要产品

产品类别	代表产品/型号
全膜电容器	AAM系列交流滤波电容器
	BAM系列并联电容器
金属化膜电容器设备	ZZMJ系列直流支撑电容器
	BKMJ系列自愈式低压并联电容器
电力电容器成套装置	TBB系列并联电容器装置
	TCB系列串联电容器装置
	TDL系列直流滤波电容器装置
	TAL系列交流滤波电容器装置
	TYD系列电容式电压互感器装置
	LVB、LB系列电流互感器装置
电力电子产品	SVC(MCR、FC、TSC)中压静止无功补偿装置
	TBB中压并联电容器成套装置
	SVG中压静止无功发生装置

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

桂林电容特高压领域优势显著，中标多个特高压项目。公司在特高压交直流领域积累深厚，参与我国首条 1000kV 特高压交流工程、首条±800kV 和首条±1100kV 特高压直流工程建设。2024 年，桂林电容在国网集中批量招标中中标 3.4 亿元；2025 年又中标蒙西-京津冀 ±800kV、藏东南-粤港澳大湾区±800kV、大同-天津南 1000kV 等多项国家级特高压工程，全年特高压重大项目中标金额达 1.27 亿元。持续中标能力叠加特高压工程经验，使其成为公司切入网内市场的重要支点。

图26：2025 年国网电容器招标中标金额份额



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

图27：桂林电容 1000kV 特高压交流工程运行案例



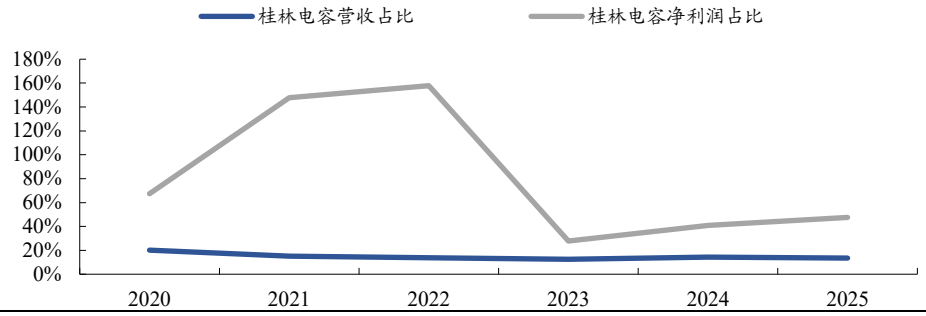
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

子公司桂林电容贡献公司利润的主要来源。从收入利润结构看，桂林电容收入占比相对有限，但利润贡献显著，25 年桂林电容贡献了公司 14%/48%的营收/净利润，为公司盈利能力最好的业务。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

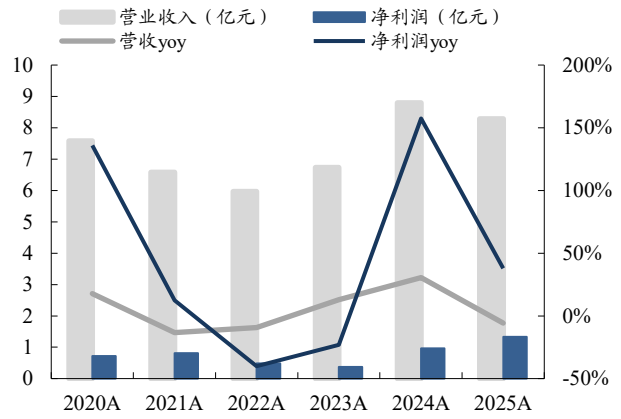
图28：桂林电容对公司利润端形成较强支撑



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

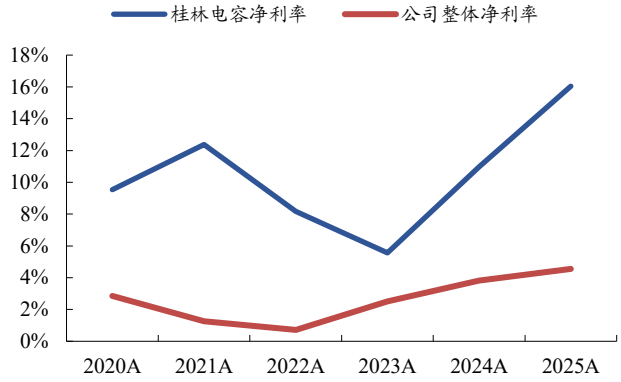
桂林电容营收总体稳定，盈利能力持续上行推动公司净利率提升。2025 年，桂林电容实现营业收入/净利润 8.29/1.33 亿元，同比-6%/+38%，盈利能力随着国网招标份额保持稳定、特高压重大工程兑现持续提升，25 年桂林电容实现净利率 16%，同比+5.0pct，带动公司整体盈利能力持续上行。

图29：桂林电容营收稳步增长，净利润明显修复



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：桂林电容净利率显著高于公司整体水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

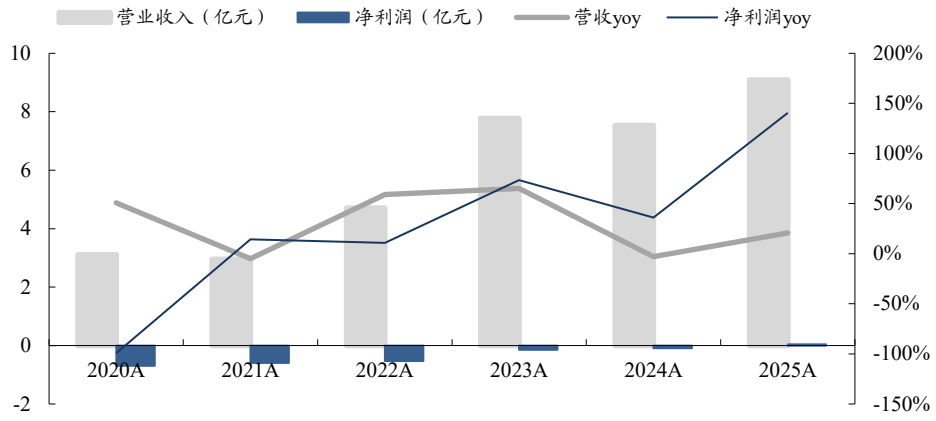
3.3. 浙变通过订单结构优先实现扭亏为盈，北美市场出口实现突破

子公司浙变电气是公司变压器业务的核心经营主体，2025 年完成少数股权收购后已实现全资并表。2025 年公司收购卧龙控股集团有限公司、南京实远电气技术有限公司持有浙变电气的全部少数股权份额，公司对浙变电气的持股比例由 67.71%（2018-2025 年 11 月）上升至 100.00%。伴随股权结构进一步理顺，浙变经营改善对公司利润端的传导也将更为直接。2022 年以来，浙变收入增速持续加快，2023-2025 年收入规模连续实现跨越式增长，新能源主变、储能变压器等核心产品市场开拓成效显著；盈利端则持续修复，2024 年大幅减亏，2025 年进一步扭亏为盈，业绩拐点逐步清晰。随着浙变经营持续改善，公司新能源板块对整体利润的拖累正逐步收敛，2026 年起有望贡献更多利润。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图31：浙变电气营收快速增长，净利润持续改善



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

订单结构升级，是浙变盈利修复的主要驱动。 近两年，浙变订单方向由传统输变电产品逐步转向新能源主变、储能变压器等高增长赛道。2024 年，公司中标天山北麓 4.1GW 新能源基地示范项目主变，并取得中核汇能主变框架及金塔 330kV 主变项目供货；2025 年，进一步中标四川光明华润重能基地、中电建河南光山县 200MW 风电场工程、中核汇能 2025-2027 年度主变框架等项目。电网市场顺利完成湖南大东等多个 220kV 项目安装、投运等工作，多类型产品正式取得南网 220kV 变压器投标资质；特种变领域，深化国际电气客户合作，成功取得整流变订单，正式进入国际高端供应链体系。储能侧中标永州聚顺电池储能、永仁全钒液流储能、车师“光伏+风电+CCUS+压缩空气储能”一体化等项目。随着订单结构持续升级，浙变收入增长与盈利修复的支撑正在同步增强。

图32：中核汇能甘肃金塔汇升 330kV 主变项目



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

海外项目持续积累，公司出海基础逐步夯实。近年来，公司海外业务稳步推进，浙变电气已积累缅甸 220kV 变电站、坦桑尼亚 220kV 变电站、约旦 33kV 电网、塔吉克斯坦国家能源局 110kV 主变、约旦 35kV 主变等项目业绩；2025 年，公司进一步明确提出整合集团内部海外资源能力，通过多种形式拓展海外市场、探索出海模式，在中东、非

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

洲等地设立服务网点，与阿联酋高校、企业签订谅解备忘录。目前，公司业务区域已覆盖东南亚、中亚、中东、非洲、北美及南美等市场。持续积累的海外项目业绩与不断扩展的区域覆盖，为公司后续海外市场拓展奠定基础。

图33：塔吉克斯坦项目：SFSZ11-40000110 变压器



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：乍得项目：SZ11-2500090 变压器



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

北美与欧洲市场持续推进，公司海外正向高端市场突破，变压器业务有望进一步打开盈利成长空间。2025 年，浙变电气向美国比特小鹿项目交付 2 台 138kV 变压器，20 天完成安装调试树立行业标杆，标志着产品正式获得高端市场认可，有望通过标杆项目在美持续实现突破；同时，公司 35kV 变压器通过荷兰 KEMA 试验，获得欧洲高端市场认可。考虑到欧美市场对认证标准、产品可靠性、项目执行和客户验证要求普遍较高，进入门槛显著高于一般海外市场，比特小鹿项目落地表明公司相关产品能力已开始获得北美高标准客户认可，欧洲认证突破亦进一步补强了公司在高端市场的准入基础，同时面对北美高电压登记变压器产品的高度稀缺，公司产品等级持续上探，北美、欧洲等高盈利市场的突破，公司有望进一步打开变压器板块盈利的成长空间。

图35：美国比特小鹿 138kV 变压器项目



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36：公司 35kV 变压器 KEMA 认证


KEMA Labs

INSPECTION REPORT

Test object A three-phase oil immersed power transformer

Designation SFZ-25000(30000)/33 Serial No. 202409215

25000 kVA – 33 kV / 11 kV – 437,4 / 1312,2 × 4 A – 50 Hz

Manufacturer Zhejiang Baiyun Zhebian Electric Equipment Co., Ltd., Zhensing Avenue, Industrial Zone, Hangzhou Bay, Shangyu District, Shaoxing City, Zhejiang Province, China (location as declared by the manufacturer)

TYPE I

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 与为光能源合作布局 AIDC，在 HVDC 具备先发优势

为光能源是白云电气集团的控股子公司，是全球 SST 项目经验最丰富的公司之一。

下载日志已记录，仅供内部参考

自 2024 年 9 月完成增资以来，白云电气集团目前持有为光能源 41.86%股权。该公司主营高压直挂储能系统、固态变压器、储能变流器、光伏逆变及电力电子模块等产品，业务覆盖储能、光伏、配电网柔性化改造等核心领域。截至 26 年 3 月，为光能源的 SST 产品已交付超 100 台，广泛应用于万国数据重庆水土数据中心、白云电气大厦光储直柔充新型配电网、广东电网智能柔性互联集群等多个示范性项目，为全球 SST 项目经验最丰富的公司之一。

表9：为光能源的 SST 示范性项目

项目名称	建设情况
万国数据重庆水土数据中心 SST 直挂储能电站项目	项目容量为 1.2MW/2.4MWh。行业首创 SST 直挂电能路由器 E⁴Router 替代传统变压器和 PCS，实现储能系统高可靠、高效率直挂数据中心 10kV 配电网。自 2024 年投运以来已稳定运行 500 余天，截至 26 年 4 月 22 日，放电总量近 230 万度，累计收益超 110 万元。
白云电气大厦光储直柔充新型配电网项目	项目以白云电气科技大厦为核心应用场景，基于固态变压器构造直流 750V 母线，将柔性充电堆、光伏、储能等通过直流母线接入，成功建成集固态变压器（SST）、光伏、第三代储能、超充、柔性充电桩、V2G 车网互动、系统仿真、能源管理、数字孪生平台于一体的综合示范站。
广东电网智能柔性互联集群项目	项目位于广东省茂名市，采用交直流混合配电的柔性互联架构，由为光能源提供固态变压器（SST）、构网型 PCS 及微电网运行平台等核心设备，实现了 6 个台区与 1 条 10kV 馈线的柔性互联。

数据来源：为光能源公众号，东吴证券研究所

率先发布应用于 AIDC 的 SST 产品，产品性能领先。为光能源率先发布了面向算力中心的 1.25MW SST 机柜，效率可达 98.5%，较传统方案可提升 2%-5%，减少 90%+的耗铜量，输出 800V DC，产品性能综合领先。

图37：为光能源的数据中心 SST 机柜



数据来源：为光能源，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

公司可与为光能源业务协同，联手打造 800V HVDC+SST 配电方案。公司与为光能源同属白云电气集团，可实现技术互补、渠道共享、分工协同。为光能源专注提升 SST 产品性能与数据中心适配能力，公司可基于此前在中低压直流侧的丰富技术积累与项目布局，聚焦研发 800V HVDC 供电架构。公司早在 2018 年就切入 IDC 市场，拿下亦庄腾龙数据中心等标杆项目，并实现三大运营商业务全覆盖。2025 年，公司进一步升级数据中心业务战略，推出“绿电直连 + 高压直流供电”一体化解决方案，深度参与粤港澳大湾区绿色算力枢纽建设，并与多家行业龙头达成战略合作，我们认为公司在 HVDC 上有较大技术与项目优势，有望取得较高的份额获得额外增量。

表10：公司数据中心/算力中心项目及合作布局

项目/合作	应用场景	相关产品/方案
明蔚京西云计算数据中心	数据中心	110kV 变压器
中国联通粤港澳大湾区枢纽（韶关）数据中心	数据中心	配电产品
华为吕梁数据中心	数据中心	干式变压器
腾龙北京亦庄云计算数据中心	数据中心	配电产品
琶洲算力中心项目	算力中心	配电产品
棠下算力中心	算力中心	配电产品
白云电气科技大厦光储柔直充示范项目	数据中心	750V 直流配电产品
绿地香港算力业务合作协议	算力中心	算力供电技术及综合能源解决方案

数据来源：公司公众号、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 55.4/64.7/79.9 亿元，同比增长 12%/17%/23%，毛利率分别为 19.7%/20.7%/21.9%。分业务来看：

成套开关设备：公司深耕成套开关设备多年，高压端持续取得突破，低压端向多应用场景渗透，国内维持稳健增长，同时积极拓展海外市场，具备较大增长潜力。我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 31.9/34.9/41.4 亿元，同比增长 5%/10%/19%，毛利率分别为 16.2%/16.5%/17.2%。

电力电容器：公司国网招标份额保持稳定，特高压重大工程兑现带动盈利能力持续提升。我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 8.2/9.5/11.9 亿元，同比增长 5%/16%/25%，毛利率分别为 33.0%/33.6%/34.5%。

变压器：近年来新能源主变、储能变压器等核心产品市场开拓成效显著，同时海外市场稳步推进，收入增速较快，盈利能力持续修复。我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 10.5/14.8/20.7 亿元，同比增长 51%/42%/39%，毛利率分别为 20.8%/23.4%/25.0%。

元器件：当前业务基数较小，公司持续推进降本提质工作，毛利率维持较高水平。我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 1.1/1.1/1.2 亿元，同比增长 5%/5%/5%，毛利率分别为 30.5%/30.5%/30.5%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表11：白云电器公司盈利预测表

单位：（亿元）	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
合计							
营收	34.7	43.3	49.9	49.3	55.4	64.7	79.9
YOY	-1%	25%	15%	-1%	12%	17%	23%
毛利率	16.9%	17.0%	18.5%	19.3%	19.7%	20.7%	21.9%
营业成本	28.8	36.0	40.6	39.8	44.5	51.3	62.4
毛利	5.9	7.3	9.2	9.5	10.9	13.4	17.5
成套开关设备							
营收	22.3	27.0	31.4	30.3	31.9	34.9	41.4
YOY		21%	16%	-3%	5%	10%	19%
毛利率	15.5%	15.9%	15.4%	16.2%	16.2%	16.5%	17.2%
毛利	3.5	4.3	4.8	4.9	5.2	5.7	7.1
收入占比	64%	62%	63%	62%	57%	54%	52%
电力电容器							
营收	5.5	6.1	8.3	7.8	8.2	9.5	11.9
YOY		12%	36%	-6%	5%	16%	25%
毛利率	28.5%	28.0%	31.6%	32.5%	33.0%	33.6%	34.5%
毛利	1.6	1.7	2.6	2.5	2.7	3.2	4.1
收入占比	16%	14%	17%	16%	15%	15%	15%
变压器							
营收	5.1	7.4	6.6	6.9	10.5	14.8	20.7
YOY		45%	-10%	5%	51%	42%	39%
毛利率	8.1%	15.8%	14.5%	18.0%	20.8%	23.4%	25.0%
毛利	0.4	1.2	1.0	1.3	2.2	3.5	5.2
收入占比	15%	17%	13%	14%	19%	23%	26%
元器件							
营收	1.4	1.2	1.4	1.0	1.1	1.1	1.2
YOY		-11%	12%	-25%	5%	5%	5%
毛利率	17.2%	16.7%	21.3%	30.4%	30.5%	30.5%	30.5%
毛利	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
收入占比	4%	3%	3%	2%	2%	2%	1%
其他产品							
营收	0.4	1.6	2.1	3.2	3.8	4.4	4.8
YOY		319%	35%	47%	20%	15%	10%
毛利率	52.81%	28.50%	22.79%	15.21%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利	0.2	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
收入占比	1%	4%	4%	6%	7%	7%	6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

公司变压器出海渠道已打通，成套开关设备高低压端均不断拓展，电容器有望受益于特高压建设增长，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.3/3.5/5.6 亿元，同比+12%/+53%/+59%，对应 PE 分别为 31/20/13 倍。公司业务主要为电网设备，故选取相关公司金盘科技、伊戈尔、思源电气作为可比公司。可比公司 2026/2027/2028 年 PE 均值为 36/25/18 倍，考虑到公司成套开关设备和电容器业务范畴不断扩展，变压器出海进展顺利，“十五五”期间有望加速增长，给予 2028 年 25 倍 PE，目标价 25.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表12：可比公司估值表（截至 2026 年 6 月 25 日）

代码	名称	总市值（亿元）	股价（元/股）	归母净利润（亿元）			EPS（元/股）			PE			总股本（亿股）	投资评级	预测来源
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E			
002922.SZ	伊戈尔	140	33.20	4.8	7.4	11.8	1.1	1.7	2.8	29.3	19.0	11.9	4.23	买入	东吴
002028.SZ	思源电气	1,475	188.50	46.1	63.8	87.0	5.9	8.2	11.1	32.0	23.1	17.0	7.82	买入	东吴
688676.SH	金盘科技	403	87.64	8.9	12.6	17.1	1.9	2.7	3.7	45.1	32.1	23.6	4.60	买入	东吴
平均值		673	103.11	19.9	27.9	38.6	3.0	4.2	5.9	35.5	24.7	17.5	5.55	-	-
603861.SH	白云电器	70	12.95	2.3	3.5	5.6	0.4	0.6	1.0	30.5	20.0	12.6	5.41	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：以上公司盈利预测均取自东吴证券研究所）

5. 风险提示

1） 新能源及储能装机不及预期。公司变压器产品广泛应用于新能源和储能项目，若新能源项目建设和储能装机增速不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

2）海外市场拓展不及预期。公司业务出海受地缘政治与贸易壁垒制约，市场准入标准与国内市场存在较大差异，若海外市场拓展节奏放缓，将对公司业绩产生不利影响。

3）AIDC 业务进展不及预期。公司和为光能源合作打造 800V HVDC+SST 配电方案，若双方 AIDC 业务合作进展不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

4）原材料价格上涨的风险。原材料是公司产品成本的主要构成，包括断路器、铜材等，若原材料价格继续上涨，将对公司业绩产生不利影响。

5）竞争加剧的风险。公司深耕行业多年，形成了较强的竞争优势，若未来不能持续保持在技术创新、产品种类、市场服务等方面的竞争优势，将可能面临市场份额下降、发展速度放缓的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

白云电器三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**5,926**	**6,899**	**8,312**	**10,031**
货币资金及交易性金融资产	737	1,122	1,794	2,424
经营性应收款项	2,321	2,602	2,985	3,555
存货	2,157	2,361	2,588	2,942
合同资产	81	100	129	176
其他流动资产	629	714	815	934
非流动资产	**4,796**	**5,109**	**5,313**	**5,496**
长期股权投资	221	219	217	215
固定资产及使用权资产	1,910	1,922	1,922	1,961
在建工程	16	56	156	206
无形资产	382	369	355	341
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	4	3	3	2
其他非流动资产	2,263	2,540	2,660	2,771
资产总计	**10,721**	**12,008**	**13,624**	**15,527**
流动负债	**5,204**	**5,810**	**6,612**	**7,700**
短期借款及一年内到期的非流动负债	955	889	939	989
经营性应付款项	3,411	3,927	4,504	5,360
合同负债	514	609	712	799
其他流动负债	324	384	456	552
非流动负债	1,317	1,817	2,367	2,767
长期借款	1,259	1,759	2,309	2,709
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	58	58	58	58
负债合计	**6,521**	**7,626**	**8,979**	**10,467**
归属母公司股东权益	3,977	4,126	4,360	4,732
少数股东权益	224	255	286	327
所有者权益合计	**4,200**	**4,381**	**4,646**	**5,060**
负债和股东权益	**10,721**	**12,008**	**13,624**	**15,527**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**4,928**	**5,540**	**6,473**	**7,991**
营业成本(含金融类)	3,977	4,446	5,132	6,244
税金及附加	43	47	55	68
销售费用	188	233	265	320
管理费用	199	227	265	328
研发费用	163	227	259	296
财务费用	38	40	50	55
加:其他收益	33	39	45	56
投资净收益	34	39	46	58
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(130)	(90)	(90)	(90)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**257**	**307**	**448**	**704**
营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	**256**	**307**	**447**	**703**
减:所得税	32	46	67	106
净利润	**224**	**261**	**380**	**598**
减:少数股东损益	20	31	30	42
归属母公司净利润	**204**	**229**	**350**	**556**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.42	0.65	1.03
EBIT	284	347	497	758
EBITDA	407	498	660	941
毛利率(%)	19.30	19.75	20.72	21.86
归母净利率(%)	4.14	4.14	5.40	6.96
收入增长率(%)	(1.14)	12.42	16.84	23.45
归母净利润增长率(%)	4.01	12.33	52.51	58.98

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(260)	504	569	745
投资活动现金流	(342)	(427)	(322)	(310)
筹资活动现金流	503	308	425	195
现金净增加额	(99)	385	672	630
折旧和摊销	122	151	163	183
资本开支	(76)	(183)	(244)	(252)
营运资本变动	(760)	(7)	(79)	(140)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	7.36	7.63	8.07	8.76
最新发行在外股份（百万股）	541	541	541	541
ROIC(%)	4.13	4.39	5.66	7.74
ROE-摊薄(%)	5.13	5.56	8.02	11.75
资产负债率(%)	60.82	63.51	65.90	67.41
P/E（现价&最新股本摊薄）	34.28	30.52	20.01	12.59
P/B（现价）	1.76	1.70	1.61	1.48

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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