下载日志已记录，仅供内部参考

出海红利兑现叠加 SST 打开成长空间

华泰研究 首次覆盖

2026 年 10 月 22 日 | 中国内地 电气设备

首次覆盖金盘科技给予“买入”评级，目标价 68.85 元（27 年 27 倍 PE）。公司为国内干变龙头，近三十年北美经营史沉淀出同业稀缺的渠道资产，是国内少有可直接对接海外 CSP 客户的电力设备企业。欧美电网设备紧缺持续，公司依托五大海外基地加速兑现订单，26Q1-3 外销新签同比+296.54%；同时品类与电压双维突破、数据中心标签快速强化，前瞻布局 SST 已发往海外客户挂网测试。

赴美三十年沉淀渠道壁垒，欧美电力设备紧缺下订单加速兑现

全球电网投资共振向上，欧美电网设备紧缺具备强持续性。公司 1998 年赴美上市并设立 JST，业务已覆盖 6 大洲 87 国；26Q1-3 外销收入达 25.14 亿元（yoy+58.05%），外销新签订单 61.49 亿元（yoy+296.54%）、在手订单 69.81 亿元，按约 1 年交付周期对 26-27 年收入形成扎实支撑。公司已布局墨西哥、波兰、马来西亚及美国弗吉尼亚/佛罗里达 5 大基地，可保障海外订单交付并对冲贸易政策波动。欧美毛利率显著高于国内，海外收入占比持续提升将同步抬升毛、净利率。

从干变龙头到多品类供应商，从风电/工业配套到数据中心强标签

公司由中低压干变龙头迈向覆盖干/油变、高/中/低压的多品类头部供应商，已实现 0.4kV-345kV 批量供货，26 年新增超高压募投项目指向 500kV 以下全覆盖。下游风电/工业配套基本盘稳健，同时发力数据中心领域，26Q1-3 收入达 23.98 亿元（yoy+146.24%，占 39.29%）。我们测算美国数据中心变压器需求将由 2025 年 34.2GW 增至 2030 年 295.8GW（CAGR 53.9%），公司有望充分受益。

SST 具备渠道优势，打开第二成长曲线

公司 2025 年 8 月推出 10kV/2.4MW 全碳化硅样机，效率 98%；截至 25 年底迭代至 3.0 版本并完成北美 13.8kV 标准适配，26Q1 发往海外数据中心客户挂网测试。我们预计 SST 全球市场规模 2030 年达 274.4 亿美元（对应 2028~30 年 CAGR 为 192%），公司产品核心环节技术自主可控，客户渠道复用缩短验证周期，中性情景下我们预计公司 2030 年该业务净利润可达 22.3 亿元，利润弹性可观。

我们与市场观点不同之处

1.市场以 2025 年营收仅增 5.71%质疑公司成长性，我们认为系国内新能源需求放缓与关税扰动推迟北美客户提货所致，25 年海外订单兑现率降至 69%、明显低于 22-24 年的 106%/129%/100%，收入被递延而非订单流失。**2.**市场担忧北美政策压制业务，我们认为公司主业仍集中于中低电压等级产品，同时具备属地产能，政策波及度较低。**3.**市场仍以传统变压器框架估值，低估了 SST 的期权价值。

盈利预测与估值

我们预测公司 26-28 年归母净利润为 8.72、11.73、14.90 亿元，同比增长 32.26%、34.47%、27.06%，对应 EPS 为 1.90、2.55、3.24 元。可比公司 27 年一致预期平均 PE 为 19 倍，考虑到公司海外渠道先发壁垒深厚，面向欧美优势突出；同时直接对接海外 CSP 厂商能力稀缺，有望显著受益于数据中心赛道高增；全球化布局完善，支撑海外订单加速兑现，主营业务受到海外贸易政策影响风险较低，业绩弹性更高（26-28 年归母净利润 CAGR 达 31.2%，可比均值 27.0%），给予 27 年 27 倍 PE，目标价 68.85 元。

风险提示：产业政策或国际贸易政策风险，数据中心建设节奏不及预期，产品市场规模测算存在偏差，原材料价格上涨，业绩兑现不及预期，汇率波动风险。

投资评级(首评)：	买入
目标价(人民币)：	68.85

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

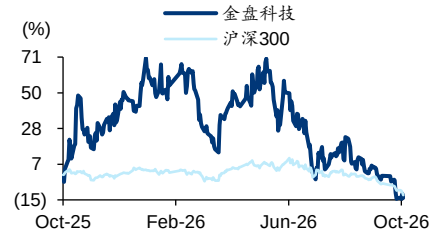
边文姣 研究员
SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

戚腾元 研究员
SAC No. S0570524080002 qitengyuan@htsc.com
SFC No. BVU938 +(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 22 日)	53.08
市值 (人民币百万)	24,406
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,167
52 周价格范围 (人民币)	52.76-106.24

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)	7,295	9,035	10,585	12,635
+/-%	5.71	23.85	17.16	19.37
归属母公司净利润 (百万)	659.54	872.29	1,173	1,490
+/-%	14.82	32.26	34.47	27.06
EPS (最新摊薄)	1.43	1.90	2.55	3.24
ROE (%)	13.63	15.83	18.80	20.45
PE (倍)	37.00	27.98	20.81	16.38
PB (倍)	4.67	4.22	3.65	3.09
EV EBITDA (倍)	25.05	21.57	16.12	12.92
股息率 (%)	1.28	1.12	1.20	1.16

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

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	7,029	9,515	10,544	11,054	14,675
现金	559.93	2,838	1,741	1,915	2,432
应收账款	2,676	2,368	3,279	3,778	4,645
其他应收账款	78.17	43.94	134.86	73.66	161.72
预付账款	196.73	264.98	306.83	363.09	436.58
存货	2,119	2,590	3,162	3,475	4,365
其他流动资产	1,399	1,410	1,921	1,450	2,634
非流动资产	2,587	2,876	3,193	3,342	3,689
长期投资	52.37	54.02	63.11	63.12	67.25
固定投资	1,753	1,781	2,082	2,310	2,608
无形资产	262.80	259.18	272.85	295.33	299.38
其他非流动资产	519.01	781.45	775.19	674.04	714.55
资产总计	9,616	12,391	13,737	14,396	18,363
流动负债	4,061	4,518	6,111	6,046	8,723
短期借款	168.32	491.50	973.80	1,358	1,907
应付账款	1,888	1,849	2,740	2,540	3,705
其他流动负债	2,004	2,178	2,397	2,148	3,111
非流动负债	1,109	2,652	1,852	1,683	1,788
长期借款	853.82	919.97	806.36	659.12	520.32
其他非流动负债	254.98	1,732	1,046	1,024	1,267
负债合计	5,169	7,170	7,963	7,730	10,510
少数股东权益	(3.06)	(9.60)	(15.50)	(24.03)	(35.09)
股本	457.44	459.78	459.79	459.79	459.79
资本公积	2,130	2,177	2,177	2,177	2,177
留存公积	1,953	2,382	2,885	3,547	4,372
归属母公司股东权益	4,450	5,230	5,790	6,690	7,888
负债和股东权益	9,616	12,391	13,737	14,396	18,363

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	(36.98)	600.97	614.47	694.21	872.00
净利润	570.51	654.11	866.39	1,164	1,479
折旧摊销	229.82	245.63	199.16	265.15	315.98
财务费用	28.48	59.22	115.24	72.18	84.23
投资损失	(10.94)	(9.80)	(18.85)	(13.20)	(13.95)
营运资金变动	(988.55)	(439.60)	(630.84)	(893.42)	(1,136)
其他经营现金	133.69	91.40	83.37	99.03	142.41
投资活动现金	(437.53)	(386.68)	(494.03)	(402.24)	(649.63)
资本支出	(434.95)	(387.15)	(521.69)	(509.33)	(621.32)
长期投资	(10.73)	(11.15)	(9.09)	(0.01)	(4.13)
其他投资现金	8.15	11.62	36.74	107.11	(24.17)
筹资活动现金	242.91	2,044	(1,218)	(117.59)	294.92
短期借款	113.42	323.18	482.30	384.14	548.64
长期借款	331.38	66.16	(113.62)	(147.23)	(138.80)
普通股增加	30.38	2.34	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,013	47.04	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,246)	1,605	(1,587)	(354.49)	(114.92)
现金净增加额	(219.85)	2,260	(1,098)	174.39	517.29

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,901	7,295	9,035	10,585	12,635
营业成本	5,223	5,409	6,607	7,623	9,005
营业税金及附加	38.35	42.06	47.59	58.53	69.76
营业费用	263.52	322.41	399.30	467.80	558.40
管理费用	352.10	380.48	471.20	552.05	658.96
财务费用	28.48	59.22	115.24	72.18	84.23
资产减值损失	(77.47)	(4.75)	(42.68)	(58.57)	(45.94)
公允价值变动收益	(22.94)	0.18	0.18	0.18	0.18
投资净收益	10.94	9.80	18.85	13.20	13.95
营业利润	617.78	718.46	954.36	1,285	1,632
营业外收入	4.91	6.08	15.00	8.66	9.92
营业外支出	5.74	1.74	12.00	6.49	6.75
利润总额	616.94	722.80	957.36	1,287	1,635
所得税	46.43	68.69	90.98	122.28	155.34
净利润	570.51	654.11	866.39	1,164	1,479
少数股东损益	(3.91)	(5.43)	(5.90)	(8.52)	(11.06)
归属母公司净利润	574.42	659.54	872.29	1,173	1,490
EBITDA	887.19	1,005	1,181	1,584	1,987
EPS (人民币，基本)	1.29	1.44	1.90	2.55	3.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	3.50	5.71	23.85	17.16	19.37
营业利润	12.48	16.30	32.83	34.60	27.01
归属母公司净利润	13.82	14.82	32.26	34.47	27.06
获利能力 (%)					
毛利率	24.32	25.85	26.87	27.98	28.73
净利率	8.27	8.97	9.59	11.00	11.71
ROE	14.83	13.63	15.83	18.80	20.45
ROIC	10.91	9.24	10.17	12.99	14.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.76	57.86	57.96	53.69	57.24
净负债比率 (%)	22.76	15.07	18.95	17.21	16.58
流动比率	1.73	2.11	1.73	1.83	1.68
速动比率	1.09	1.41	1.12	1.15	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.66	0.69	0.75	0.77
应收账款周转率	2.60	2.89	3.20	3.00	3.00
应付账款周转率	2.86	2.90	2.88	2.89	2.88
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.25	1.43	1.90	2.55	3.24
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.08)	1.31	1.34	1.51	1.90
每股净资产(最新摊薄)	9.68	11.38	12.59	14.55	17.16
估值比率					
PE (倍)	42.49	37.00	27.98	20.81	16.38
PB (倍)	5.48	4.67	4.22	3.65	3.09
EV EBITDA (倍)	28.65	25.05	21.57	16.12	12.92

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

投资要点 6
美国长期布局兑现渠道红利，结构优化有望推升盈利能力 6
品类与电压纵横开拓，从风电、工业配套走向 AIDC 核心供应商 6
SST：从样机验证向前迈进，远期利润弹性可观 7
我们与市场观点不同之处 7
传统主业构筑基本盘，全球化与 SST 打开成长空间 8
股价复盘 12
传统主业：电力设备充分受益于海外市场紧缺 13
行业端：出海逻辑依旧强势，AIDC 新故事下格局重塑 13
公司端：产品、客户、属地产能与成本构筑全球竞争力 14
从干变龙头到多品类供应商，从风电/工业配套到数据中心强标签 14
美国数据中心电力设备需求高增，公司有望充分受益 16
全球化布局支撑海外订单加速兑现 17
海外结构优化+数字化制造降本，打开盈利能力向上弹性 20
SST：AIDC 供电架构升级催生新成长空间 22
行业端：性能、功能、智能三重领先的“能量路由器” 22
公司端：全球化客户矩阵赋能渠道优势，核心环节自研 25
储能、数字化工厂与机器人拓展业务边界 28
储能：中高压直挂与全液冷技术构筑核心竞争优势 28
数字化工厂：从灯塔到星火，赋能“智造”新范式 29
机器人：入局工业机器人赛道，培育潜在新增长曲线 31
盈利预测与估值 32
估值 34
风险提示 34

图表目录

图表 1： 金盘科技发展历程 8
图表 2： 金盘科技产品矩阵 8
图表 3： 公司营收及同比增速 9
图表 4： 公司归母净利及同比增速 9
图表 5： 公司主营业务收入情况 9
图表 6： 公司主营业务毛利率情况 9
图表 7： 公司分地区收入情况 10
图表 8： 公司外销新签订单及占比 10
图表 9： 公司毛、净利率情况 10
图表 10： 公司费用率情况 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11： 金盘科技股权结构图（截至 26Q3）.....11
图表 12： 公司管理层团队.....11
图表 13： 金盘科技股价涨跌幅复盘.....12
图表 14： 2019-2025 年美国不同类型变压器需求变化.....13
图表 15： 电力变压器到 2030 年仍紧缺.....13
图表 16： 国内变压器出口金额及同比增速.....14
图表 17： 公司主营业务分领域收入金额（亿元）.....14
图表 18： 公司主营业务分领域收入占比.....14
图表 19： 公司电力设备主要下游领域及客户.....15
图表 20： 干式变压器 vs 油浸式变压器.....15
图表 21： 公司 26Q1-3 海外订单结构（按产品品类划分）.....15
图表 22： 大规模数据中心自备电厂的双路供电架构.....16
图表 23： 美国数据中心对于变压器的需求测算.....17
图表 24： 公司 26Q1-3 新增订单按领域拆分.....17
图表 25： 公司 26Q1-3 在手订单按领域拆分.....17
图表 26： 公司全球产能布局.....18
图表 27： 公司主要产地对美出口电力设备综合税率.....18
图表 28： 公司海内外收入及占比.....19
图表 29： 公司外销订单及外销在手订单情况（不含税）.....19
图表 30： 公司海外订单及收入兑现情况（亿元）.....19
图表 31： 公司外销收入部分拆分（亿元）.....19
图表 32： 公司与同业变压器业务毛利率对比.....20
图表 33： 公司与同业海外收入占比对比.....20
图表 34： 海口数字化工厂转型前后核心经营指标对比.....20
图表 35： 公司 7 座数字化工厂布局图.....20
图表 36： 公司与同业人均创收对比.....21
图表 37： 公司与同业人均创利对比.....21
图表 38： SST 与传统变压器对比.....22
图表 39： 较传统变压器+整流器，SST 在重量、体积、效率都有优势.....23
图表 40： SST（左）与传统 UPS 方案（右）在数据中心占地面积对比.....23
图表 41： 未来数据中心将同时接入电网、表后电源、BESS 和 BBU，需要 SST 处理多端潮流.....23
图表 42： 传统架构 vs. SST 架构对比.....24
图表 43： 480VAC UPS vs 800VDC SST 灰区设备用量对比.....24
图表 44： 480VAC UPS vs 800VDC SST 各环节人工安装成本对比.....24
图表 45： 公司 SST 产品及核心优势.....25
图表 46： 公司电力电子技术发展历程.....26
图表 47： 公司 SST 核心技术.....26
图表 48： 2025-2030 年 AIDC 年增装机量预测-按 AI 供配电方案路线拆分.....26
图表 49： 公司 SST 业务 2030 年净利润情景测算.....27
图表 50： 公司储能产品矩阵图.....28

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 51： 公司中高压直挂 vs 传统低压技术.....29
图表 52： 公司液冷技术 vs 风冷技术.....29
图表 53： 公司储能营收及增速.....29
图表 54： 公司部分储能项目.....29
图表 55： 公司数字化转型发展历程时间轴.....30
图表 56： 数字化业务营收及增速.....30
图表 57： 公司整体及数字化业务毛利率.....30
图表 58： 公司 AI Factory 四层架构.....30
图表 59： 公司 AI Factory 四年规划图.....31
图表 60： 协作机器人.....31
图表 61： 焊接机器人.....31
图表 62： 公司收入与利润情况.....32
图表 63： 公司分板块盈利预测情况.....33
图表 64： 公司费用率情况.....33
图表 65： 可比公司估值表（截至 2026 年 10 月 22 日收盘价）.....34
图表 66： 金盘科技 PE-Bands.....35
图表 67： 金盘科技 PB-Bands.....35

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

公司 1998 年即登陆美国证券交易所（2016 年私有化退市后于 2021 年 3 月回归科创板），近三十年北美经营史沉淀出同业稀缺的渠道资产与本土化服务体系。这一资产在欧美电网设备紧缺、AIDC 需求高增的窗口期被重新定价：公司既以多品类宽电压体系承接传统设备紧缺红利，又凭直连海外 CSP 客户的能力切入数据中心供电，并以固态变压器（SST）参与下一代 800VDC 架构的份额分配。

我们预计公司 26-28 年归母净利润为 8.72、11.73、14.90 亿元，同比增长 32.26%、34.47%、27.06%。短期催化包括海外新增订单持续超预期、SST 挂网测试通过并取得首批商业订单、弗吉尼亚基地产能爬坡快于预期；中期看，海外占比提升对盈利能力的抬升尚未在报表中充分体现，首次覆盖给予“买入”评级。

美国长期布局兑现渠道红利，结构优化有望推升盈利能力

欧美电力设备紧缺具备强持续性，国内厂商出海窗口期较长。需求侧，能源转型、老旧替换与 AI 负荷共同驱动全球电网投资共振向上；欧美电力企业持续上调投资规划。供给侧则受 Tier 1 厂商扩产意愿不强与取向硅钢、欧美熟练劳动力短缺双重制约，等待交付周期持续上行，据西门子 25Q3 业绩会预测，电力变压器到 2030 年仍将紧缺。紧缺窗口下国内出口加速，变压器出口额 23/24/25 年及 26 年 1-8 月同比+19.9%/26.6%/34.9%/28.3%。

早期赴美上市奠定渠道原点，海外收入与订单进入加速兑现期。公司 1998 年登陆美国证券交易所，搭建本土化销售服务体系、进入北美主流供应链；此后取得欧盟 CE 等认证打开欧洲等高端市场。外销收入由 2021 年 5.94 亿元增至 2025 年 22.98 亿元，26Q1-3 达 25.14 亿元（yoy+58.05%）、占营收 41.19%。订单弹性更为突出：26 Q1-3 外销新签 61.49 亿元（yoy+296.54%），海外在手订单 69.81 亿元，分别占整体新签与在手订单的 55.31%、61.78%。以 T 期收入/T-1 期新签测算，22-25 年海外订单兑现率为 106%/129%/100%/69%，交付周期约 1 年，当前储备对 26-27 年海外收入形成扎实支撑。公司当前海外拥有墨西哥、波兰、马来西亚、美国弗吉尼亚与美国佛罗里达 5 大基地。属地产能补强渠道优势，同时对冲贸易政策波动。

海外占比提升+数字化工厂降本有望同步拉升盈利能力。海外收入占比已由 2020 年 20.29%升至 2026 年 Q1-3 的 41.19%，带动变压器业务毛利率自 2023 年起稳定在 27%-30%的同业第一梯队水平。叠加 7 座数字化工厂的制造端降本（海口工厂转型后产能提升 124%、人均产出提升 136%），我们预计整体毛利率将由 2025 年 25.85%升至 2028 年 28.73%，净利率同步由 8.97%升至 11.71%。

品类与电压纵横开拓，从风电、工业配套走向 AIDC 核心供应商

产品维度：由中低压干变单点优势走向多品类、宽电压覆盖。公司以国内干变龙头为起点，逐步构建“干式变压器＋油浸式变压器＋成套电气设备”的多品类宽电压体系，已实现 0.4kV-345kV 批量供货。同时，非晶合金铁芯数字化工厂已于 2026 年初及 4 月先后投产两条产线，公司成为业内少数实现“材料—产品—应用”全链条自主可控的企业。

下载日志已记录，仅供内部参考

下游维度：稳健基本盘之上，数据中心标签快速强化。风能与工业配套贡献稳健基本盘，22 年至 25H1 收入占比稳定在 20%左右。边际变化来自数据中心：2025 年该领域收入 13.37 亿元（yoy+196.78%、占比 18.33%），26 Q1-3 即达 23.98 亿元（yoy+146.24%，占比 39.29%）。客户端公司已覆盖字节跳动、华为、阿里巴巴及三大运营商，并可直接对接海外主流 CSP 客户，该能力在国内同业中较为稀缺。我们测算美国数据中心变压器需求将由 2025 年 34.2GW 增至 2030 年 295.8GW（26-30 年 CAGR 53.9%），公司在北美属地产能与 CSP 直连能力助力下，有望充分受益于行业需求高增。

SST：从样机验证向前迈进，远期利润弹性可观

公司产品核心环节自主可控，客户渠道复用缩短验证周期，2030 年利润弹性显著。2025 年 8 月公司推出 10kV/2.4MW 全碳化硅 SST 样机，产品采用全 SiC 器件与级联 H 桥拓扑，额定效率达 98%，可直接完成 10kV 三相交流至 800V 高压直流转换。截至 2025 年底公司 SST 已迭代至 3.0 版本，完成北美 13.8kV 电网标准适配，契合英伟达 Rubin 芯片配套的 800V HVDC 系统，26Q1 发往海外数据中心类客户开展挂网测试，产能端已建成小批量试产线。公司深耕北美市场多年、已覆盖主流 CSP 客户，认证基础与本地交付能力有望直接复用至 SST，大幅缩短客户拓展周期。空间上，我们预测 SST 有望于 2028 年产业化，对应全球市场规模由 2027 年 11.1 亿美元增至 2030 年 274.4 亿美元、28-30 年 CAGR 达 192%。在 8%全球市占率、15%净利率的假设下，公司 2030 年 SST 净利润可达 22.3 亿元。

我们与市场观点不同之处

1. **市场以 2025 年营收增速仅 5.71%质疑公司成长性，我们认为这是短期节奏扰动。**低增速主要源于国内新能源需求放缓与关税政策反复导致北美客户提货推迟——25 年海外订单兑现率降至 69%、明显低于 22-24 年的 106%/129%/100%，说明收入确认被递延而非订单流失。26 Q1-3 外销新签同比+296.54%至 61.49 亿元、海外在手订单达 69.81 亿元，叠加约 1 年交付周期，我们预计 26-28 年营收 CAGR 达 20.1%，利润端因结构优化增速更快，可达 31.2%。

2. **市场担忧北美对华政策使北美业务承压，我们认为公司主业仍集中于中低电压等级产品，同时具备属地产能，政策波及度较低。**特朗普第 14420 号行政命令主要针对 69kV 以上电力设备，公司主业仍集中于中低电压等级产品，同时当前海外拥有墨西哥与美国本地基地，政策敏感度低。

3. **市场仍以传统变压器框架为公司估值，我们认为这忽略了 SST 的期权价值。**SST 并非渐进式改良而是供电架构重构，公司是国内少数具备全碳化硅样机、完成北美电网标准适配并进入海外客户挂网测试阶段的企业，中性假设下 2030 年 SST 利润贡献即达 22.3 亿元、超过 2025 年归母净利润的 3 倍，我们认为这部分弹性尚未充分反映在估值中。

下载日志已记录，仅供内部参考

传统主业构筑基本盘，全球化与 SST 打开成长空间

老牌干式变压器龙头，国内出海先锋。公司成立于 1997 年，是全球电力设备供应商，专注于各类变压器、成套电气设备及储能系统的研发、生产与销售，产品与服务已覆盖全球 6 大洲、87 个国家，具备行业领先的大规模海外交付能力。公司已全面实现数字化制造模式，并依托智能制造优势向外输出数字化工厂整体服务方案，同时，积极布局 AIDC 领域。公司曾于 1998 年登陆美国证券交易所，2016 年完成私有化并从纳斯达克退市，2021 年 3 月公司在上交所科创板上市，成为海南省首家登陆科创板的上市企业。

图表1：金盘科技发展历程



资料来源：公司官网，官方公众号，华泰研究

产品布局多元，五大板块协同发展。公司变压器及成套系列产品依托多年海外深耕与全球化产能布局，已批量出口欧、美、东南亚多国，深度受益全球电气设备出海红利。公司前瞻布局固态变压器（SST），目前已完成样机制作，适配 GW 级数据中心、智能微电网、超充电站等前沿场景。储能系列依托子公司平台，具备中高压直挂储能系统、变流升压一体舱、户用储能及 BMS/EMS 等全栈自研交付能力。此外，公司基于自有智能工厂建设经验，对外提供涵盖产线、软件及智能仓储的一站式数字化工厂解决方案，已在干式变压器、成套设备、储能及油浸式变压器产品中实现落地。

图表2：金盘科技产品矩阵

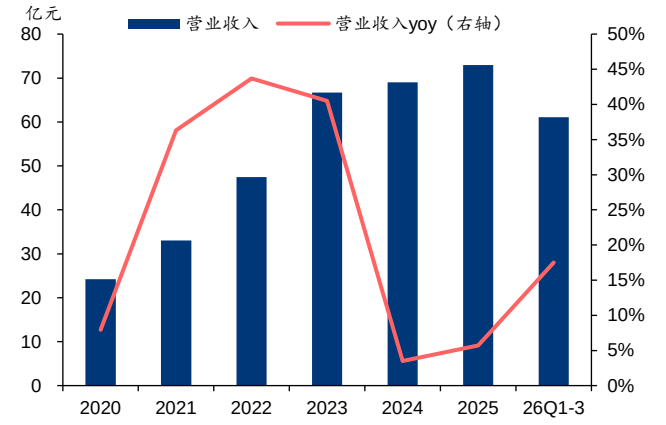


资料来源：公司公告，华泰研究

营收稳步扩张，盈利弹性持续释放。2022-2023 年在双碳政策驱动、全球新能源高景气背景下，公司借行业高增之势，叠加海外市场积极拓展，营收连续保持 40%以上高增，22H1 利润受到原材料与运费上升影响，但 H2 随提价传导+原材料回落，毛利逐季修复，全年归母净利润增速实现 20.74%。23 年伴随数字化产能释放+成本进一步回落，盈利能力持续回升，归母净利润增速达到 78.15%。2024 年开始受国内新能源下行（多晶硅供需错配）影响，内销收入增速下滑至-10.78%，但全年营收及归母净利仍实现正增长，经营韧性强。2025 年公司实现营收 72.95 亿元（yoy+5.71%）、归母净利润 6.60 亿元（yoy+14.82%），AIDC 与海外成为主引擎；26Q1-3 实现收入 61.04 亿元（yoy+17.52%）、归母净利 5.44 亿元（yoy+12.02%）。公司 Q1-3 列支了股份支付费用 0.52 亿元、可转债利息支出 0.38 亿元、汇兑损失 0.76 亿元及铜价上涨导致采购成本上涨约 4.11 亿元，如剔除上述影响，核心业务利润增幅更高。

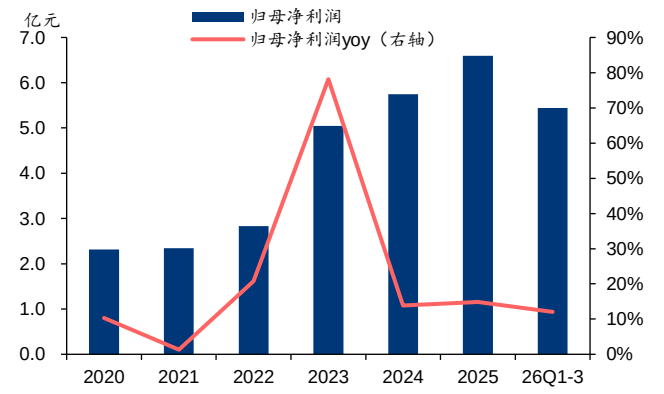
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：公司营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

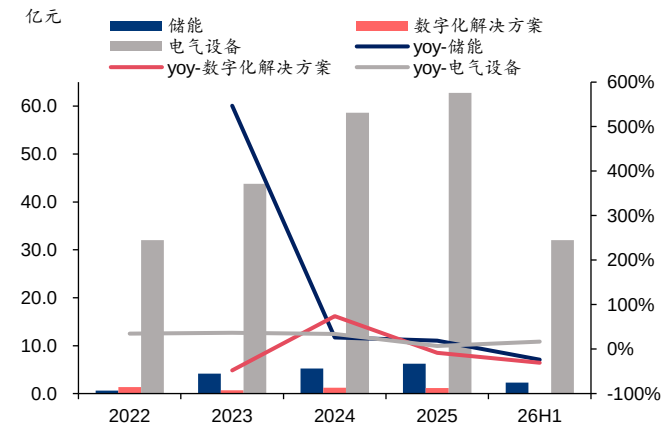
图表4：公司归母净利及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

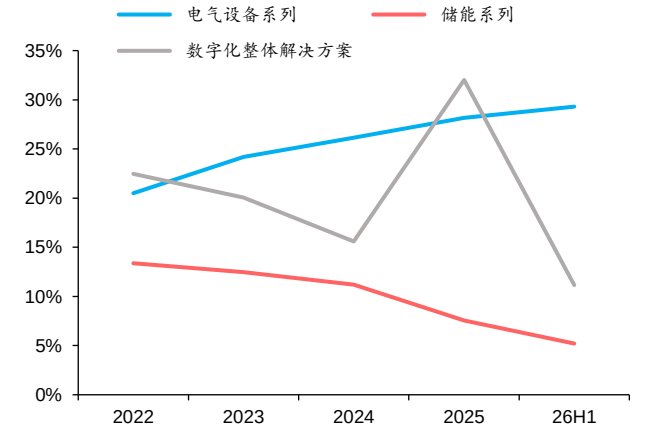
电气设备贡献主要营收，板块毛利率分化明显。电气设备在公司整体收入占比稳定在 85%+，是收入和利润贡献的核心来源。同时，储能业务收入受益于配套需求释放实现快速增长，从 22 年的 0.64 亿元增至 25 年的 6.21 亿元，占比提升至 8.51%。数字化整体解决方案 2022-2025 年营收规模在 1 亿元左右。从毛利率看，电气设备系列由 22 年的 20.50%升至 26 年 H1 的 29.30%，主要得益于海外高端市场客户放量。储能受市场竞争格局加剧影响，26 年 H1 毛利率降至 5.21%；数字化业务毛利率波动较大，在当前整体收入规模体量不大时受到个体项目扰动较大，受到当期确认项目的质量与结算阶段影响较大。

图表5：公司主营业务收入情况



资料来源：Wind，华泰研究
注：电气设备系列包含变压器系列和成套系列

图表6：公司主营业务毛利率情况

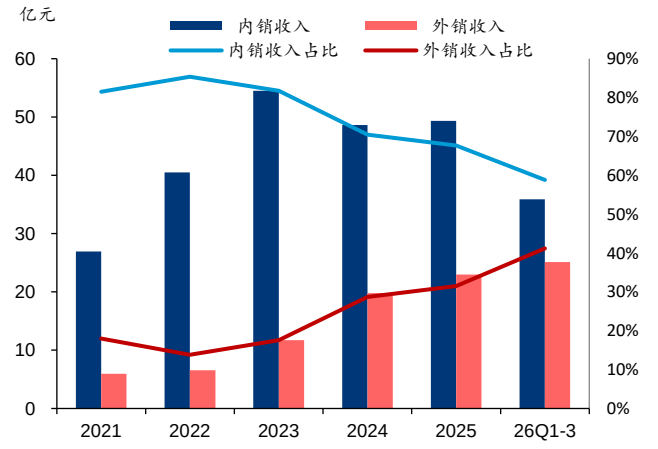


资料来源：Wind，华泰研究

出海已成为公司核心增长引擎。公司深耕海外变压器市场多年，产品覆盖全球 87 个国家，累计取得 UL、CE、TUV 等海内外认证 332 项，认证体系、客户准入及交付经验构筑较高壁垒。伴随海外市场需求持续高景气叠加公司海外产能逐步释放，2021-2025 年公司外销收入由 5.94 亿元增至 22.98 亿元，26Q1-3 为 25.14 亿元，营收占比由 17.99%提升至 26Q1-3 的 41.19%。从订单方面来看，公司 25 年外销新签订单 31.55 亿元，占集团总订单 35.74%；26Q1-3 外销新签订单实现 61.49 亿元（yoy+296.54%），占比升至 55.31%。海外订单高增态势明确，已成为公司核心增长引擎。

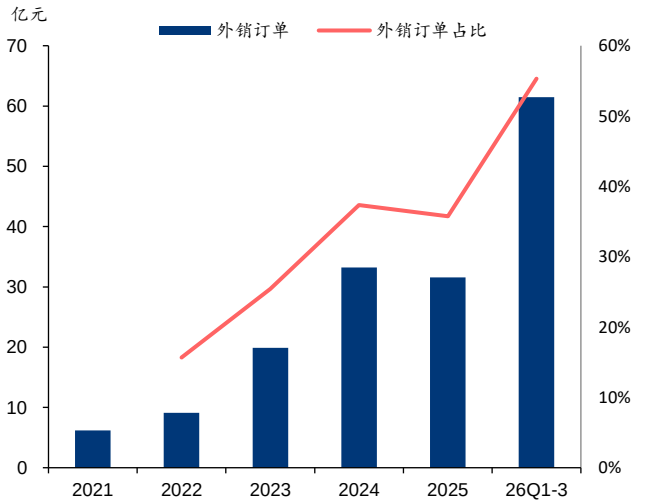
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：公司分地区收入情况



资料来源：Wind，华泰研究

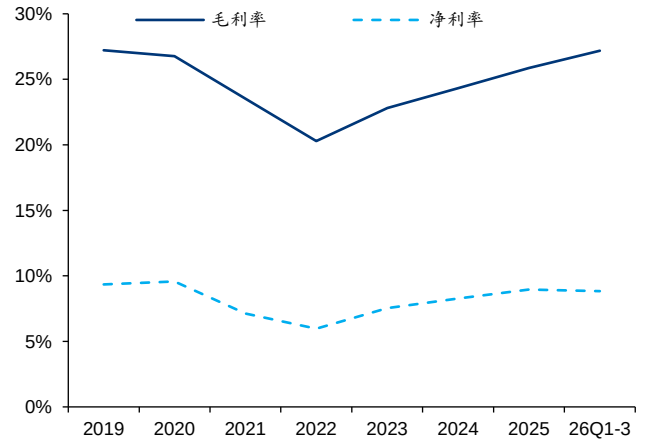
图表8：公司外销新签订单及占比



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

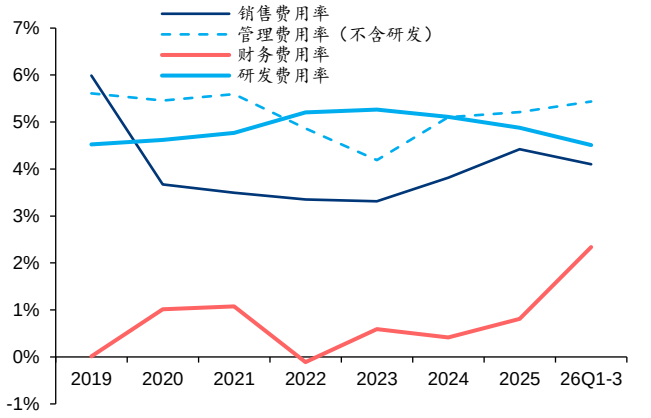
22 年以来盈利能力持续攀升，23 年以来全球化、股权激励带动费用率小幅上行。公司变压器主材以电磁线、硅钢等原材料为主，2022 年受硅钢片涨价冲击，毛利率回落至 20.29%；2023 年后原料价格下行、海外收入占比提升及数字化产线落地降本增效共同推动公司毛利率回升，至 26 年 Q1-3 已提升至 27.19%，净利率同步由 22 年的 5.97%提升至 26 年 Q1-3 的 8.84%，盈利能力改善逻辑持续兑现。费用端，2018-2024 年公司费用率基本维持稳定，2025 年以来整体费用率提升，主要系公司进一步加大海外市场开拓力度、股权激励费用增加、汇率波动带来汇兑损失等影响。

图表9：公司毛、净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：公司费用率情况

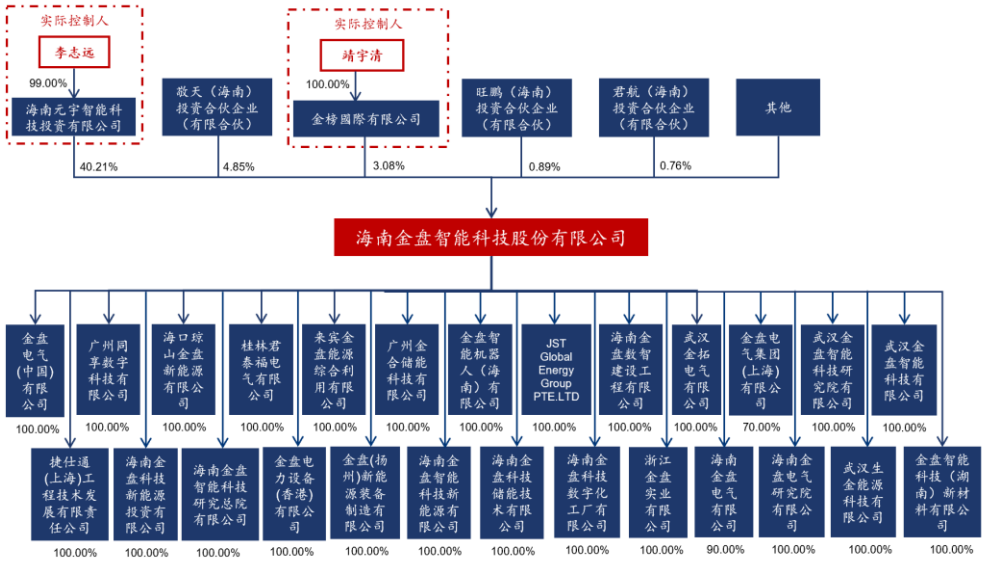


资料来源：Wind，华泰研究

股权结构稳定，控制权集中。公司实际控制人为李志远、靖宇清夫妇，其中李志远通过海南元宇智能科技投资有限公司持股 40.21%，靖宇清通过金榜国际有限公司持股 3.08%；敬天、旺鹏、君航等合伙企业为核心员工持股平台，绑定管理层与技术骨干，股权结构集中稳定，利于战略高效执行。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：金盘科技股权结构图（截至 26Q3）



资料来源：Wind，华泰研究

核心管理团队兼具深厚行业积淀与长期稳定性。创始人、董事长李志远兼具电力工程技术背景与跨行业管理经验，自公司创立以来长期主导经营与战略方向；轮值总裁杨霞玲、副总经理兼财务总监万金梅、副总经理吴清、高级副总裁李辉等核心高管，均自上世纪 90 年代起便在公司任职，在生产运营、技术研发、市场拓展、财务管控等关键岗位深耕多年，对行业趋势与公司业务理解深刻。核心成员普遍拥有 20 年以上公司任职经历，团队协作高效，为公司战略的持续推进及长期稳健发展提供坚实保障。

图表12：公司管理层团队

姓名	职务	工作经历
李志远	董事长	本科学历。1982 至 1988 年任广西电力设计院工程师，后先后任海南金岛游艇公司、海口市荣达企业公司总经理；**1993 年起进入变压器行业**，历任海口金盘特种变压器厂、金盘变压器厂及金盘有限董事长。**现任金盘科技董事长**，并兼任上海金门量子科技董事长等职务。
杨霞玲	轮值总裁	硕士研究生学历，**电气工程师职称。1994 年加入公司**，1994 年至 2017 年历任车间主任、全质办主任、采购部经理、人力资源总监、物流总监等职务；2017 年至 2025 年历任公司董事会秘书、副总裁、高级副总裁。**现任金盘科技轮值总裁。**
万金梅	副总经理及财务总监	本科学历，**中级会计师职称。2001 年加入公司**，历任财务部会计、采购部经理、审计部经理、审计副总监、人力资源总监、财务总监；**现任金盘科技副总经理及财务总监。**
吴清	副总经理	本科学历，**机械中级工程师职称。1994 年加入公司**，历任设备工程部技术员、经理；1997 年至 2017 年历任设备工程部经理、技术副总监、生产制造总监、总裁助理、副总经理。**现任金盘科技副总裁。**
李辉	高级副总裁	本科学历，**电气工程高级工程师职称。**1995 年至 1996 年任海口子午线轮胎有限公司技术员；**1996 年加入公司，**历任技术员、技术部经理、技术总监、国内干变事业部总经理、公司副总经理、公司总经理。**现任金盘科技法定代表人、董事兼高级副总裁。**
栗记涛	副总经理	本科学历。2005 年加入公司，2005 年-2022 年历任出口干变技术部技术科员、经理助理、副经理、经理、出口干变事业部总经理；2022 年起担任干变事业部总经理；2023 年起任副总裁、高级副总裁。**2025 年起兼任电抗变频事业部总经理。**
邸双奎	副总经理	硕士研究生学历，**电气绝缘工程师职称。**1996 年至 2002 年历任保定**天威保变**设计工程师、技术主管；2003 年至 2008 年历任**西门子变压器**（济南）研发经理、质量经理；2008 年至 2019 年历任**通用电气**高压设备（武汉）质量经理、运营总监、总经理。2019 年至 2022 年历任桂林君泰福电气总经理、法定代表人、执行董事兼总经理。**现任金盘科技副总裁。**
张蕾	董事会秘书	本科学历。2017 年至 2021 年曾任哈尔滨新光光电科技股份有限公司财务部专员、证券部证券专员、证券部证券事务代表；2021 年加入公司，历任高级投资者关系经理、高级投资研究经理、董事会办公室经理、证券事务代表。**现任金盘科技董事会秘书。**

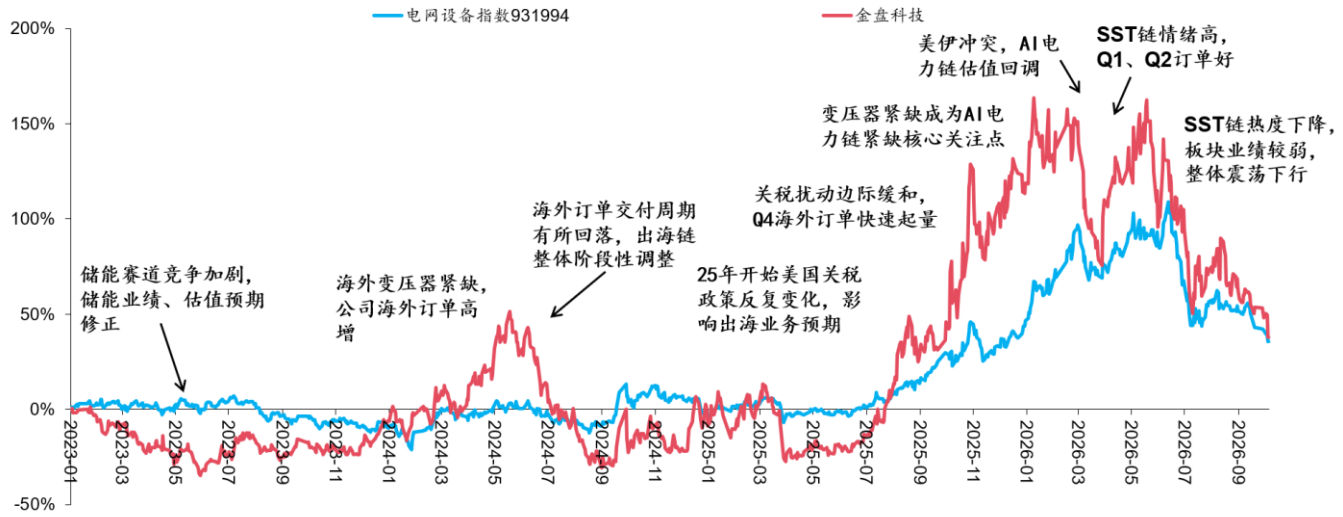
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

股价复盘

公司股价走势复盘：22-23 年公司股价主要伴随储能业务预期展开交易，23 年国内储能行业格局快速走弱，市场对于公司储能业务的业绩、估值预期进行修正，股价回调。23 年底，海外变压器紧缺逻辑开始发酵，公司海外订单随之快速增长，市场持续上调公司业绩预期。由于海外变压器供需判断缺乏相关定量数据支撑，市场较为关注海外订单交付周期数据，24 年中该数据有所回落引发市场担忧，变压器出海链在持续上涨后迎来首轮快速调整，进入业绩、估值双杀阶段。25 年开始，美国关税政策巨变，且反复调整，定价围绕关税政策影响、公司海外业务拓展预期展开。25 年 Q4，关税政策扰动边际缓和，紧缺持续加剧，变压器成为 AI 电力链紧缺的核心卡点，包括公司在内的国内变压器企业出海订单高增，板块业绩上修、估值重估。26 年 3 月，美伊冲突导致 AI 电力链整体估值回调。26 年 4 月，SST 热度高涨带动公司股价攀升。随后进入 Q3，SST 链热度下降，叠加板块业绩较弱，公司股价伴随板块整体震荡下行。

图表13： 金盘科技股价涨跌幅复盘



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

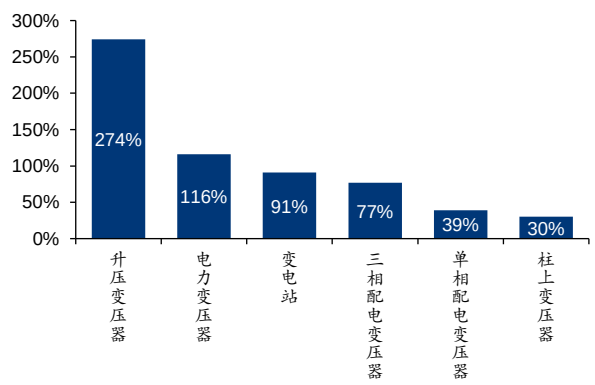
传统主业：电力设备充分受益于海外市场紧缺

行业端：出海逻辑依旧强势，AIDC 新故事下格局重塑

在能源转型、老旧替换和电力需求内生增长等多因素拉动下，全球电网投资共振向上。具体来看，**能源转型：**（1）风光等新能源大规模并网，对于电网扩容与稳定性要求显著提升；**老旧替换：**（2）老旧电网升级改造（根据 IEA，截至 2024 年，美国约 7 成电网服役时间超过 20 年，欧洲超 5 成电网服役时间超过 20 年）；**内生增长：**（3）电网加强、城市建设与智能化发展；（4）人工智能快速发展带来电力需求跃升。AI 发展之前，电力需求内生性增长主要是发展中国家带来的，而发达国家的电力电网投资只需应对老旧替换和能源转型，相对平缓。但随着 AI 基建的迅猛增长，发达国家的电力电网投资增加了持续超预期的引擎。

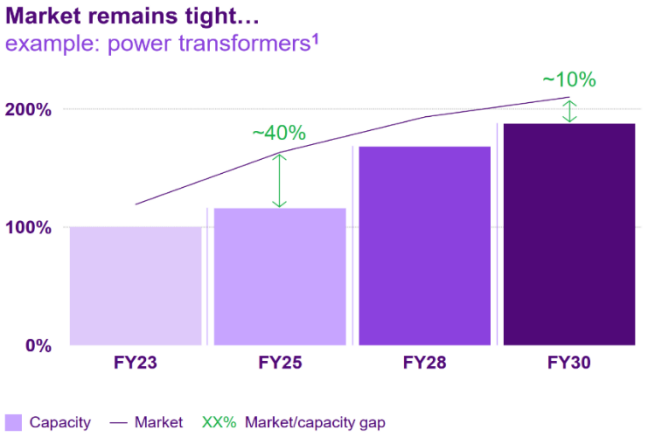
海外头部供应商扩产进程缓慢，阶段性与区域性错配短期难以缓解。当前全球电网投资进入上行期，以美国为例，自 2019 年以来，美国电力和配电变压器的需求分别激增了 119%和 34%。而海外头部供应商扩产进程缓慢，主要系：1）一方面，海外 Tier 1 变压器厂扩产意愿不强。变压器投资需要的盈亏平衡时间较长，产业此前经历了数十年的产能整合与退出进入当前较为稳定的供应格局，供应商扩产态度较为谨慎。2）另一方面，扩产限制同样明显存在，上游取向硅钢与熟练劳动力的短缺是无法大规模扩产的关键原因。供需阶段性与区域性的错配之下，变压器的等待交付周期持续上行。据西门子 25Q3 业绩会预测，即使考虑行业的扩产情况，电力变压器到 2030 年仍然紧缺。

图表14：2019-2025 年美国不同类型变压器需求变化



资料来源：Woodmac，华泰研究

图表15：电力变压器到 2030 年仍紧缺

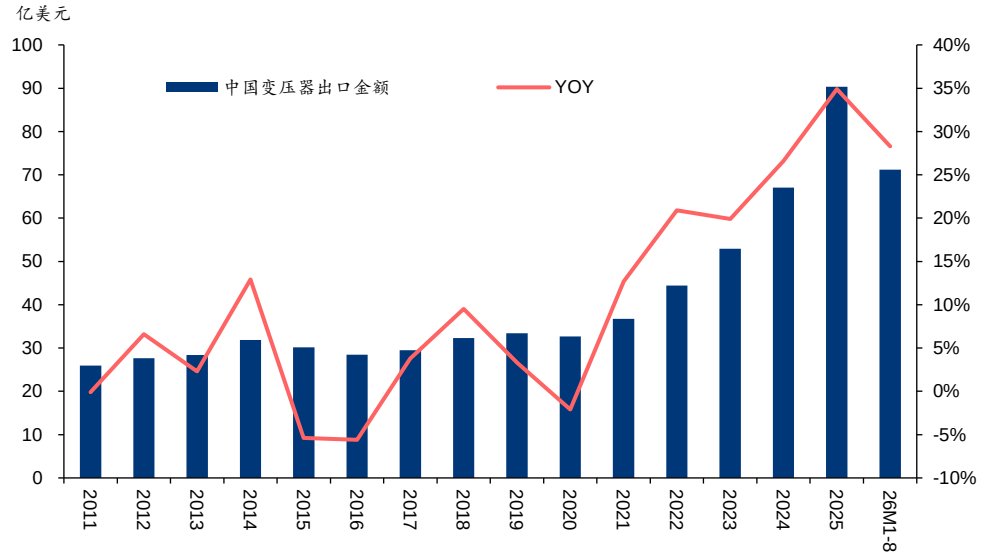


资料来源：Siemens Energy，华泰研究

紧缺窗口期下国内电力设备企业开启出海新时代。国内电力设备产品出口增速明显加快，根据 Wind 及海关总署数据，23 年/24 年/25 年/26 年 1-8 月变压器出口额同比增速分别为 19.9%/26.6%/34.9%/28.3%。国内企业直供海外高端市场订单快速突破；同时数据中心等领域出现结构性高增，有望带来供应格局重塑机会。我们预计 26-28 年变压器整体出口金额仍将保持高增。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：国内变压器出口金额及同比增速



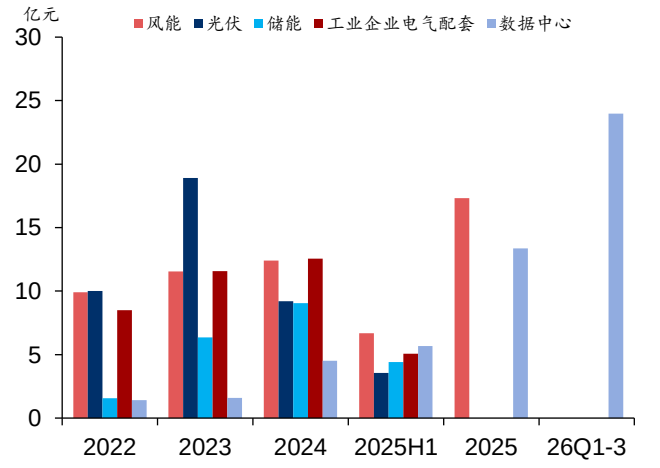
资料来源：海关总署，华泰研究

公司端：产品、客户、属地产能与成本构筑全球竞争力

从干变龙头到多品类供应商，从风电/工业配套到数据中心强标签

从公司下游应用领域来看，风能和工业企业配套贡献稳健基本盘，近年数据中心高景气赛道放量。公司电力设备下游覆盖风光储、工业企业及数据中心等多元场景，可针对高盐雾、谐波、振动及长期高负载等工况提供差异化产品。其中风能和工业企业配套贡献稳健基本盘，22 年-25H1 收入占比均维持在 20%左右；光伏领域 2022-2023 年受益于行业装机扩张实现高增，24 年开始下游装机节奏放缓导致营收回落，25H1 实现营收 3.56 亿元，占比回落至 11.36%；储能领域受益于新能源配储等需求扩张，24 年收入达 9.05 亿元，占比 13.22%，25H1 进一步升至 14.03%；数据中心业务伴随 AI 算力基础设施建设快速放量，2025 年实现营收 13.37 亿元（yoy+196.78%，占比 18.33%），26Q1-3 实现营收 23.98 亿元（yoy+146.24%，占比 39.29%），成为阶段性增长核心拉动力。

图表17：公司主营业务分领域收入金额（亿元）

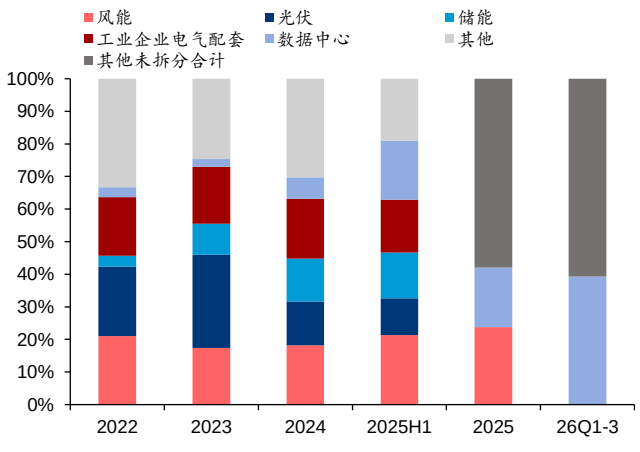


资料来源：公司公告，华泰研究

注 1：22-25H1 数据来自《向不特定对象发行可转换公司债券上市公告书》，后续无完整数据披露，仅有少量数据列示，右图同

注 2：该数据口径不同于后文分板块盈利预测部分“储能系列”口径，该数据含应用于储能领域的电气设备收入，右图同

图表18：公司主营业务分领域收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

注：“其他”领域主要包括基础设施、高效节能、高端装备、传统发电及供电、民用住宅等应用场景

下载日志已记录，仅供内部参考

头部客户资源验证公司跨场景交付能力，获多领域头部客户认可。公司变压器、成套系列产品因产品性能稳定、质量优良、故障率低、定制化能力及交付能力较强等特点，在众多领域获得优质客户认可。风能领域，公司进入维斯塔斯（VESTAS）、通用电气（GE）、西门子歌美飒（SIEMENS Gamesa）、金风科技等全球主流风机客户供应体系；新能源和电网侧客户包括国家电网、南方电网、国家电投、中国电建、中国能建、阳光电源、汇川技术、科华数据、海博思创等；数据中心及通信客户覆盖字节跳动、华为、阿里巴巴、中国移动、中国电信、中国联通、中兴通讯等。头部客户项目验证有助于公司在不同客户中复用认证、交付和积累服务经验，提升订单获取能力。

图表19：公司电力设备主要下游领域及客户

领域	公司优势	主要客户
风能	为全球不同风力发电机型配套的专用升压变压器系列产品，具有高可靠、耐电痕腐蚀性、抗振动、体积小、免维护等优点	维斯塔斯（VESTAS）、通用电气（GE）、西门子歌美飒（SIEMENS Gamesa）、金风科技
光伏	可在较高环境温度、高盐雾及高污秽环境下稳定运行，具有很强的抗过载、抗电压和电流谐波能力，可为光伏全产业链提供配套变压器系列产品	通威集团有限公司、中国电力建设集团有限公司、国家电力投资集团有限公司、中国南方电网有限责任公司、陕西电子信息集团有限公司、中国华能集团有限公司、中国能源建设集团有限公司、荆州市荆州开发集团有限公司、重庆渝富控股集团有限公司、山西建设投资集团有限公司、中国人寿保险（集团）公司、陕建股份、晶科能源等
储能	主要配套风电和光伏电站储能，具有较强的抗过电压和电流谐波的能力，产品技术成熟可靠	中国电气装备集团有限公司、中国能源建设集团有限公司、中国铁道建筑集团有限公司、中国电力建设集团有限公司、中国中车集团有限公司、国家电网有限公司、阳光电源、汇川技术、科华数据、海博思创等
工业企业电气配套	可针对钢铁冶金、石油化工、海洋平台、工厂矿山、核电站等大型工业企业客户需求定制化开发变压器系列产品，产品具有防潮、防腐、阻燃、可靠性高、抗过载能力强等优点	维斯塔斯（VESTAS）、通用电气（GE）、西门子（SIEMENS）、茵梦达（Innomotics），以及鞍钢集团有限公司、江西铜业集团有限公司、中国化学工程集团有限公司、中国海洋石油集团有限公司、TCL 科技、华友钴业、紫金矿业等
数据中心	具备能效水平高、损耗低、过载能力强、可靠性高、满足长期负载等优点	字节跳动、华为、阿里巴巴、中国移动、中国电信、中国联通、中兴通讯、中国电子科技集团有限公司、中国建筑集团有限公司、城地香江、华为等

资料来源：公司公告，华泰研究

按照冷却和绝缘工艺的不同，可以将变压器分为干式变压器和油浸式变压器。干式变压器采用空气或其他固体材料（如环氧树脂）作为绝缘介质和冷却剂。油浸式变压器采用矿物油或合成绝缘油作为绝缘介质和冷却剂，将绕组和铁芯都浸没在变压器油中。干式变压器安全性较高但适用电压偏低、单价贵，适合安全性需求较高的室内；油浸式变压器大容量居多，可燃可爆，适合户外独立场所，多为升压站的主变。

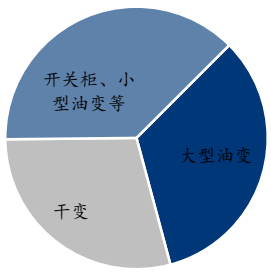
产品品类与电压等级纵横开拓，从“中低压干变龙头”迈向覆盖干/油变、高/中/低压多品类大型头部变压器供应商。公司为国内干式变压器龙头，伴随产品品类与电压等级持续纵横开拓，逐步构建起“干式变压器+油浸式变压器+成套电气设备”的多品类、宽电压产品体系，已实现 0.4kV-345kV 产品批量供货。2025 年公司首台 80MVA 定制化液浸式变压器已在欧洲市场投运，并完成 345kV 高压大型电力变压器海外交付，高压产品能力持续提升。2026 年公司调整 1.8 亿元募投资金新增超高压输变电智能制造集成项目，重点布局超高压输电网络、大型发电厂、新能源高压并网、超算中心四大核心应用场景，实现 500kV 以下全电压等级全覆盖。

图表20：干式变压器 vs 油浸式变压器

	干式变压器	油浸式变压器
绝缘介质	树脂、绝缘纸等	变压器油等
冷却方式	自冷、风冷、水冷等	油浸自冷、油浸风冷、油浸水冷等
价格	工艺复杂、成本和价格较高	造价远低于干式变压器
安全性	无油、无污染、难燃阻燃、自熄防火	有油泄露风险
容量和电压	电压多在66KV及以下	可覆盖所有容量和电压
体积	体积大	体积相对较小
使用场景	综合建筑内、人员密集区域等安全性能要求更高的场所	独立变电站等远离人群的场所

资料来源：金盘科技招股说明书，华泰研究

图表21：公司 26Q1-3 海外订单结构（按产品品类划分）



资料来源：公司业绩会，华泰研究测算
注：仅代表对公司业务分布的列示

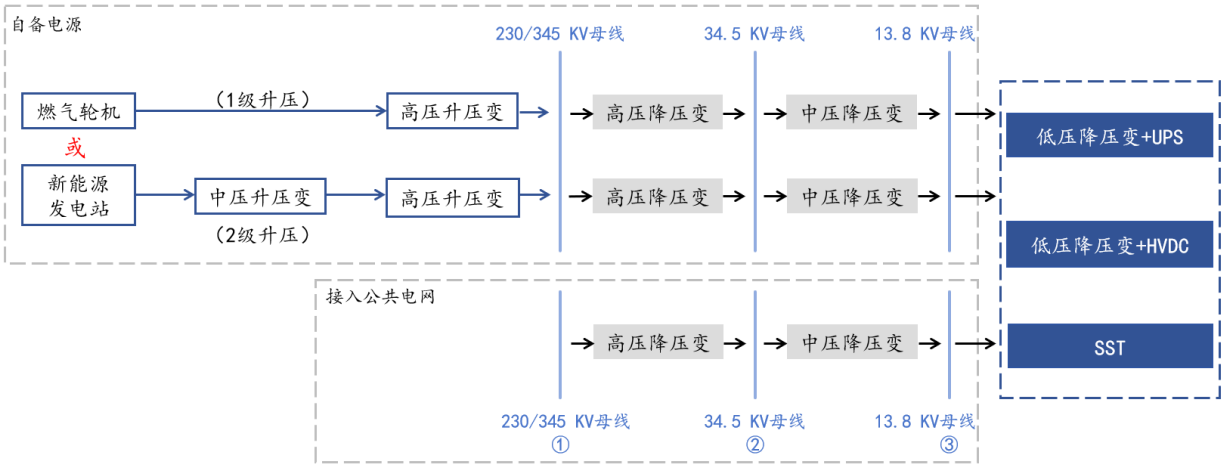
下载日志已记录，仅供内部参考

此外，公司还将业务进一步向上游非晶材料端延伸，实现“材料-产品-应用”全链条自主可控。公司“非晶合金铁芯数字化工厂”首条非晶带材产线于 2026 年初一次性投产成功，并于四月份投产第二条产线，公司现已成为业内少数实现“材料—产品—应用”全链条自主可控的企业。公司自主设计的产线冷却速率、成带宽度及成材率均达到行业先进水平，产品空载损耗低、能效优势显著，可匹配电网建设、AIDC 数据中心的能效提升需求，有望受益于国内与海外对能效标准升级的要求，市场空间广阔。

美国数据中心电力设备需求高增，公司有望充分受益

我们认为在数据中心自备电厂的主流供电架构之下，一路将以自备电源+储能承担负载供应，同时另一路会接入电网满足冗余要求。在自备电厂架构中，用户可采用多种电源形式，当前以燃气轮机及新能源发电形式为主，对于燃气轮机可通过一次电压转换并入 230kV 母线，而新能源发电电压等级较低，需要两级升压，依次通过中压升压变、高压升压变并入 230kV 母线。升压完成后，电量得以运输，在送往数据中心前，需要再次经过两级降压分别降压至 34.5kV、13.8kV，随后可以接入 UPS/HVDC/SST 方案。另一路接入公共电网，用户可根据数据中心容量大小及并网申请情况选择接入①、②、③三个节点，通过逐级降压送往数据中心。

图表22： 大规模数据中心自备电厂的双路供电架构

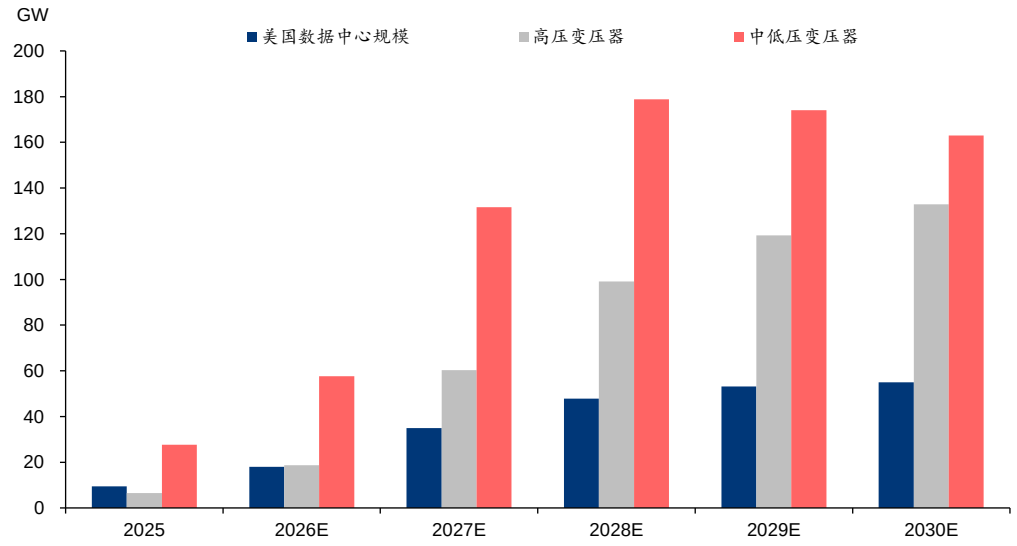


资料来源：华泰研究

美国网外数据中心领域变压器设备需求 26-30 年复合增速有望超 50%。我们针对美国数据中心的变压器需求进行了测算，我们基于 CoWoS 产能准备数据和分地区的 AI 资本开支计划，推算美国 AI 数据中心带来的电力装机规模有望从 2025 年的 9.5GW 增长到 2030 年的 55GW。考虑到 AI 高密度算力集群持续扩容、超大型算力基地具备显著电力与基建规模效应，叠加 SST 效率等优势显著，有望逐步伴随产业成熟实现规模化应用，我们假设单体功率≥500MW 的数据中心规模占比将从 2025 年的 20%提升至 2030 年的 70%，同时 SST 方案的渗透率将从 2025 年的 0%提升至 2030 年的 68%。我们假设单体功率较大的数据中心均采用“自备电厂+接入公共电网”的双路架构，并接入高电压等级；为方便测算，我们假设单体功率较小的数据中心均直接接入 10kV 公共电网。据此测算，美国数据中心对于高压变压器的需求从 2025 年的 6.5GW 增长到 2030 年的 132.8GW（CAGR=82.7%）；对于中低压变压器的需求从 2025 年的 27.7GW 增长到 2030 年的 163.0GW（CAGR=42.5%）；对于变压器的整体需求从 2025 年的 34.2GW 增长到 2030 年的 295.8GW（CAGR=53.9%）。

下载日志已记录，仅供内部参考

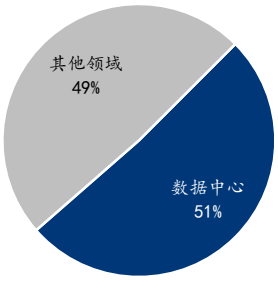
图表23：美国数据中心对于变压器的需求测算



资料来源：CoWoS，华泰研究预测

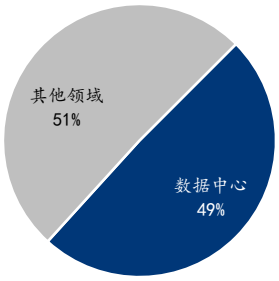
公司在数据中心领域订单快速起量，已成为海外、国内双市场的重要支撑，公司是国内少有的能直接对接海外 CSP 客户的厂商，有望充分受益于数据中心电力设备需求高增。根据公司 3 季报披露，公司 Q1-3 累计新签订单 111.18 亿元，同比增长 82.26%；其中数据中心领域新签订单 56.78 亿元，同比增长 471.96%。截至 26Q3 末，公司在手订单储备充足，总额达到 113.00 亿元，同比增长 62.70%；其中 AIDC 相关产品在手订单增长至 55.65 亿元，占在手订单总额的比重提升至 49.24%，已成为推动业绩增长的重要引擎。

图表24：公司 26Q1-3 新增订单按领域拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：公司 26Q1-3 在手订单按领域拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

全球化布局支撑海外订单加速兑现

公司海外渠道先发壁垒深厚。公司 1998 年在美国证券交易所上市，设立美国全资子公司 JST，搭建本土化销售与服务体系并进入北美主流供应链，完成海外渠道从 0 到 1 的核心搭建。后续公司陆续取得欧盟 CE 等国际认证，顺利开拓欧洲高端市场，并持续渗透中东、拉美、澳洲等新兴区域，目前业务已覆盖全球 87 个国家和地区。

全球产能布局完善，本地化制造能力持续增强。海外目前有 5 大基地，分别是波兰、马来西亚、墨西哥、美国弗吉尼亚基地和美国佛罗里达基地，辐射欧洲、东南亚、北美市场。公司已形成“国内数字化制造+海外本地化生产”协同体系，匹配全球市场需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：公司全球产能布局



资料来源：NVIDIA GTC 2026，华泰研究

属地产能有助于公司应对美国对华贸易政策趋紧。美国此前在 Section 301 中对中国输变电设备征收 25%关税，2025 年以来又先后引入对等关税、芬太尼关税等附加税，综合税率最高曾达 170%-172.7%（25% Section 301＋125%对等关税＋20%芬太尼关税＋基础税率）。2026 年 2 月，美国最高法院裁定 IEEPA 授权的关税措施违法，对等关税与芬太尼关税一并失效，25%的 301 关税不受本次裁决影响、短期难以取消；2026 年 2 月至 7 月美国依据贸易法第 122 条临时加征 10%附加税，该税于 7 月 24 日到期后由 12.5%的 301 关税取代，当前中国工厂综合税率为 37.5%-40.2%，较 2025 年峰值大幅回落，但仍高于 2024 年的 25.0%-27.7%。公司在墨西哥、美国的产能一方面可满足北美客户对原产地和交付半径的要求，另一方面可显著降低税负并缓冲贸易政策波动。

图表27：公司主要产地对美出口电力设备综合税率

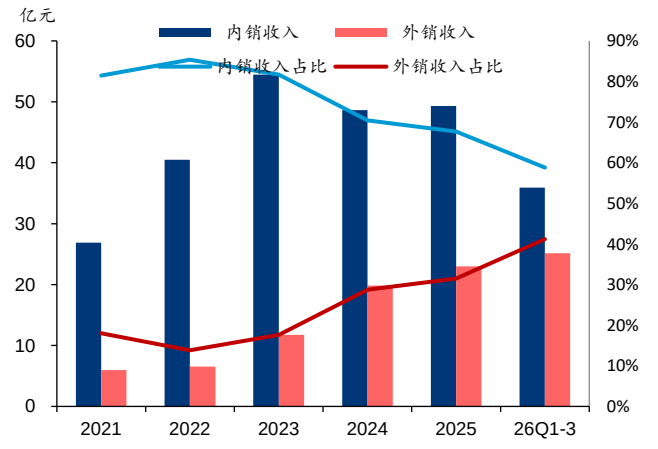
年份	中国工厂	墨西哥工厂（非 USMCA）	美国工厂
2024	25.0%-27.7%	0%-2.7%	0%
2025（最高）	25.0%-172.7%	0%-27.7%	0%
2026 年 7 月 24 日至今	37.5%-40.2%	10.0%-12.7%	0%

资料来源：美国白宫、公司公告，华泰研究

内外销结构优化，海外增长动能凸显。公司外销收入由 2021 年的 5.94 亿跃升至 2025 年的 22.98 亿元，26Q1-3 实现 25.14 亿元（yoy+58.05%），营收占比 41.19%，海外业务成为业绩增长核心引擎。25 年公司外销新签订单 31.55 亿元（yoy-5.08%），主要系 Q2-Q3 贸易政策及国际关系等影响的签单波动；26Q1-3 外销新签订单 61.49 亿元（yoy+296.54%），海外在手订单 69.81 亿元，分别占整体新签、在手订单的 55.31%、61.78%，海外业务主导地位进一步夯实。

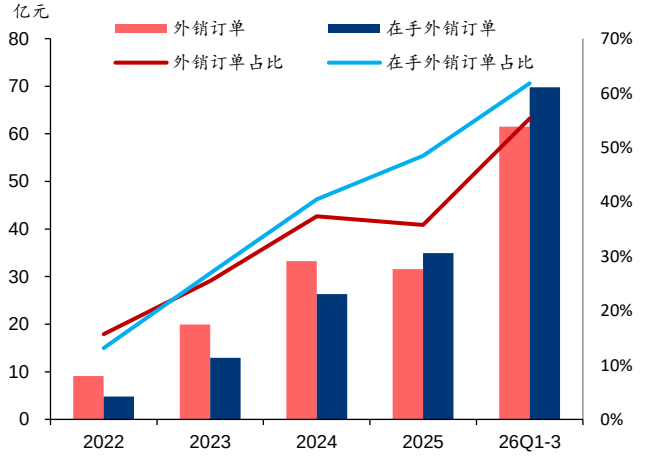
下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：公司海内外收入及占比



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表29：公司外销订单及外销在手订单情况（不含税）



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

订单储备持续增厚，海外收入兑现具备较强支撑。公司海外业务保持高速扩张态势，在手订单由 2020 年 2.02 亿元增至 2026 年 Q3 末的 69.81 亿元，新增订单在 26Q1-3 达到 61.49 亿元。我们以 T 期收入/(T-1 年)期新增订单来看，22-25 年历史兑现率分别为 106%、129%、100%、69%，验证海外订单平均兑现交付周期为 1 年左右，25 年主要受到关税政策扰动影响下游客户提货节奏，公司订单将持续支撑海外营收快速增长。

图表30：公司海外订单及收入兑现情况（亿元）

	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2	2026H1	2026Q3
海外收入	3.31	3.24	5.32	6.45	7.91	11.90	8.80	14.18	14.81	10.33
海外新签订单	3.68	5.41	9.46	10.45	20.78	12.46	7.77	23.78	41.90	19.58
期末海外在手订单	3.86	6.03	10.17	14.16	28.49	29.05	28.02	34.91	62.39	69.81
		2022		2023		2024		2025		
历史兑现率		106%		129%		100%		69%		

资料来源：公司公告，华泰研究

海外市场多元布局，高端市场基本盘稳固。海外收入区域上，美国、欧洲是公司最主要的海外收入来源，此外公司亦覆盖中东、拉美、澳洲及东南亚等区域。其中，2023-2024 年公司通过直接出口以及通过墨西哥生产基地销往美国的收入占外销收入比重合计为 51.03%、68.81%；2025H1 直接出口美国收入 1.15 亿元，墨西哥销往美国收入 1.21 亿元，合计占比降至 26.77%，主要系当期北美部分大额订单尚处交付过程中。后续伴随北美数据中心建设提速及公司墨西哥/美国属地产能释放，美国市场有望继续为公司贡献海外业务主要增量。

图表31：公司外销收入部分拆分（亿元）

		直接出口		墨西哥销往		
	外销收入	美国收入	美国占比	美国收入	墨西哥占比	合计
2022	6.56	0.59	8.97%	1.44	21.89%	30.86%
2023	11.75	2.89	24.58%	3.11	26.45%	51.03%
2024	19.81	7.88	39.78%	5.75	29.03%	68.81%
2025H1	8.8	1.15	13.07%	1.21	13.70%	26.77%

注：直接出口美国的收入包括公司通过美国子公司间接出口的收入

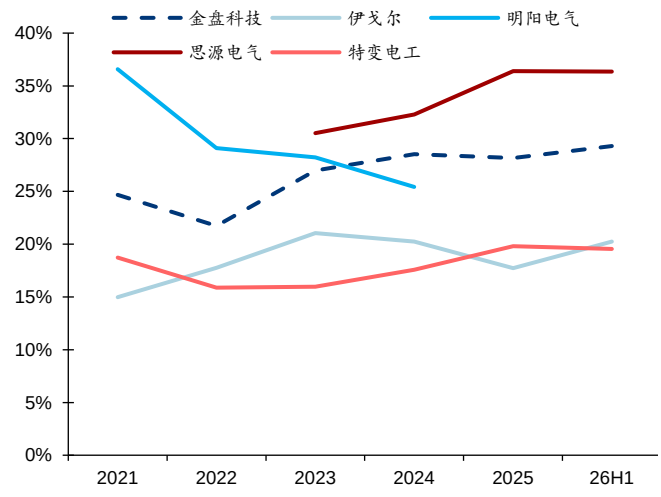
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

海外结构优化+数字化制造降本，打开盈利能力向上弹性

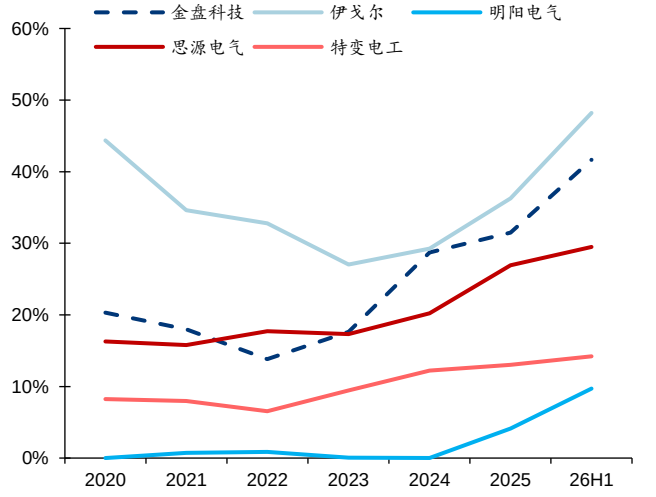
高毛利海外市场占比提升，公司盈利能力领跑行业。根据公司 18-22 年报表披露，海外业务毛利率平均较国内高出约 8pct，北美等高价值市场盈利优势更为显著。横向对比变压器同业，公司海外收入占比处于行业第一梯队；纵向看，2020 年-2026Q1-3 公司海外收入占比由 20.29%升至 41.19%，拉动变压器业务毛利率整体呈现上升趋势并自 2023 年起维持在 27%-30%高位区间，盈利表现显著优于多数同业。随着海外基地逐步落地、投产，海外业务规模有望进一步扩张，提供公司盈利能力向上弹性。

图表32：公司与同业变压器业务毛利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

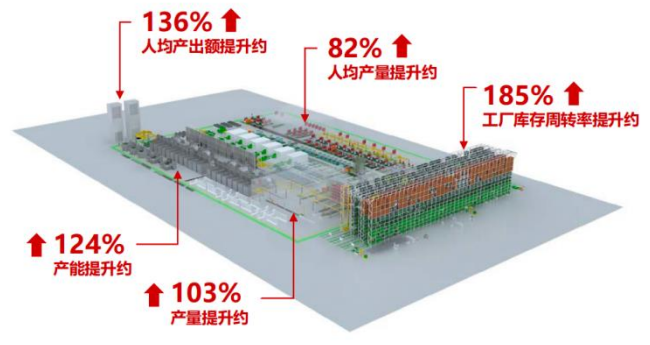
图表33：公司与同业海外收入占比对比



资料来源：公司公告，华泰研究

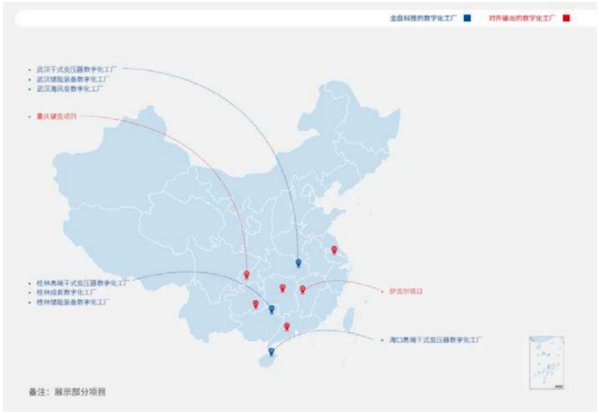
数字化工厂多维降本，成本优势显著。2020 年海口数字化工厂作为公司首座标杆项目建成投产，对比转型前实现产能提升 124%，人均产量、人均产出分别提升 82%、136%，工厂库存周转率提升 185%，降本增效成果显著。而后公司快速将智能制造体系在全国范围内复用，截至 25 年底累计建成海口、桂林、武汉等 7 座数字化工厂，规模化智能生产有效压低单位人工与仓储成本，持续巩固制造端成本优势。

图表34：海口数字化工厂转型前后核心经营指标对比



资料来源：NVIDIA GTC 2026，华泰研究

图表35：公司 7 座数字化工厂布局图

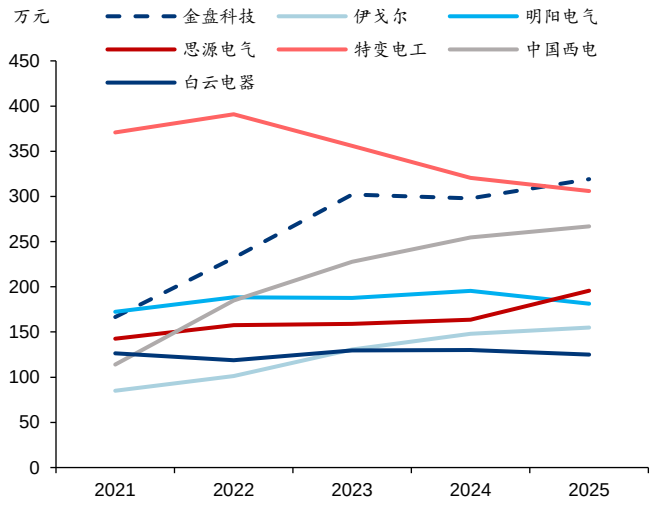


资料来源：NVIDIA GTC 2026，华泰研究

数字化体系带动组织效率持续领先。2021-2025 年，公司人均创收由 166.54 万元提升至 319.12 万元，25 年同比增长 7.19%，显著高于伊戈尔（154.91 万元）、明阳电气（181.45 万元）等可比公司；同期，公司人均创利由 11.83 万元提升至 28.85 万元，25 年同比增长 16.42%，处于行业领先梯队，盈利端增速更优反映数字化降本正持续向利润端传导。人均创收与人均创利同步领先同行，验证数字化制造已由生产端提效延伸至组织与盈利效率改善，为公司成本优势提供支撑。

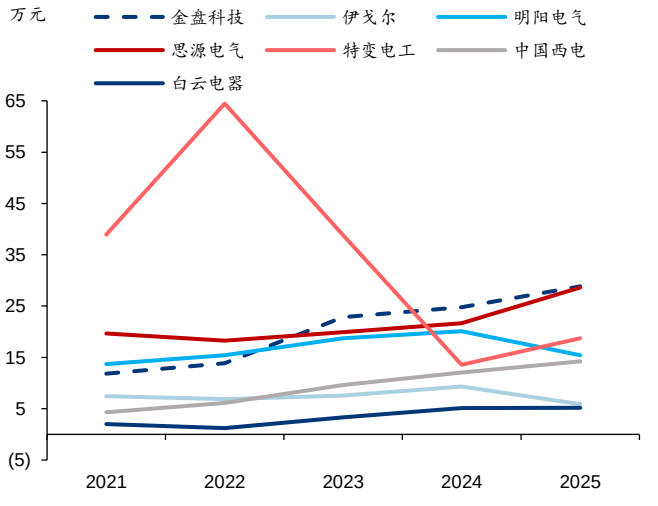
下载日志已记录，仅供内部参考

图表36：公司与同业人均创收对比



资料来源：Wind，华泰研究

图表37：公司与同业人均创利对比



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

SST：AIDC 供电架构升级催生新成长空间

行业端：性能、功能、智能三重领先的“能量路由器”

数据中心架构向 SST 迭代的必要性来自三件事同时发生：

1. **机柜功率持续上升，供电电压仍将演进，SST 存在升级敞口：**机柜功率提升趋势持续，考虑到 1MW 负载在 800V 下电流仍达 1,250A，未来母线电压可能继续向 1000V、甚至 1500V 升级。一方面 SST 方案脱胎于牵引、车规充电桩、电网场景，对于 800~1500VDC 输出侧电压应用更加成熟，切换也具备技术和验证积累；另一方面 SST 方案的灰区设备更精简，未来母线电压升级时仅需沿母线调整 SST 低压输出侧、储能和白区 DCDC 模块，而非重建整条灰区供电链。
2. **AI 算力瓶颈从“芯片够不够用”切换为“能不能装下”，每个 pct 的效率、每个平方米的白区面积都“锱铢必较”：**一方面，美国并网容量紧缺是 AIDC 落地的主要障碍之一，SST 通过集成功能消除多级转换，设施转换效率可提高 5pct，对于 1GW 级数据中心可额外挤出 50MW 数据中心装机，等效于中型 AIDC；另一方面，推理数据中心需靠近城市来降低延迟，但这也引入数据中心基建空间瓶颈，SST 通过缩小自身体积、在功能上集成对标变压器、UPS、HVDC 和配电柜等环节以压缩面积，为 AI 机柜释放白区空间。
3. **AI 负荷从“稳定耗电”变成“高频脉冲”，储能与自备电源从备用走向供电，传统单向 HVDC 难以管理多端潮流，SST“能量路由器”价值深化：**SST 可通过电力电子控制解决动态稳定问题，双向多端口能力也可把电网、高压直流母线和储能/自备电源连接成一个可调度系统。

图表38：SST 与传统变压器对比

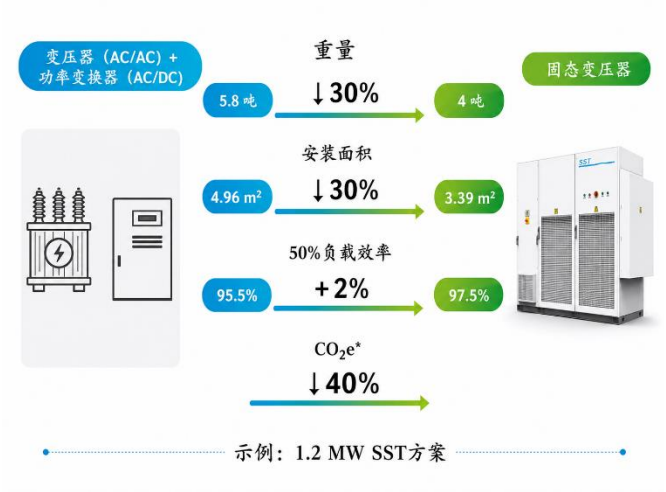
	传统变压器	SST
构成	●硅钢片铁芯（或磁芯） ●绕组（铜或铝线圈） ●绝缘与冷却系统等	●中压接口（MV Connection） ●整流器 ●高频隔离级（HF Isolation），利用高频变压器（HF Transformer，含高频磁芯）实现 ●通信与控制链路
技术原理	利用电磁感应原理，通过不同匝数的绕组实现电压的变换（高压→低压）	基于电力电子技术，通过高频开关器件（如 IGBT、SiC、GaN）对电能进行 AC-DC、DC-DC、DC-AC 等多级电力变换
变换类型	仅 AC-AC 电压变换，且一般固定比例	支持 AC-DC、DC-DC、DC-AC，可以根据需求调节电压、功率、频率等参数
工作频率	固定工频（50/60Hz）	高频化（kHz~MHz）

资料来源：《数据中心 800V 直流供电技术白皮书》(1.0)，华泰研究

#1 致密化：高频变压器为影响 SST 效率、体积的关键部件之一。区别于传统低频的工频变压器，固态变压器中引入高频变压器。传统的工频变压器频率一般为 50/60Hz，受限于低频特性，其能量传输主要依靠较大体积的铁芯与绕组线圈来实现磁耦合与能量传递，不仅导致整体设备笨重且占用空间大，还限制了系统集成度与响应速度。而 SST 中采用的高频变压器则将工作频率跃升至 kHz 及以上，通过大幅提升工作频率，利用高频条件下电磁场变化速率加快的特性，使得单位体积的线圈可以在相同时间内产生更大的磁通量变化与能量传递效率。

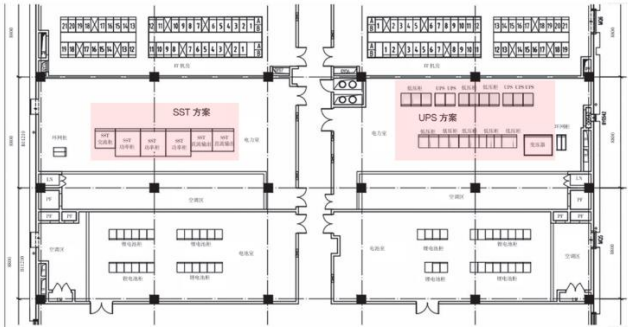
下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：较传统变压器+整流器，SST 在重量、体积、效率都有优势



资料来源：Delta OCP 2025 Presentation，华泰研究

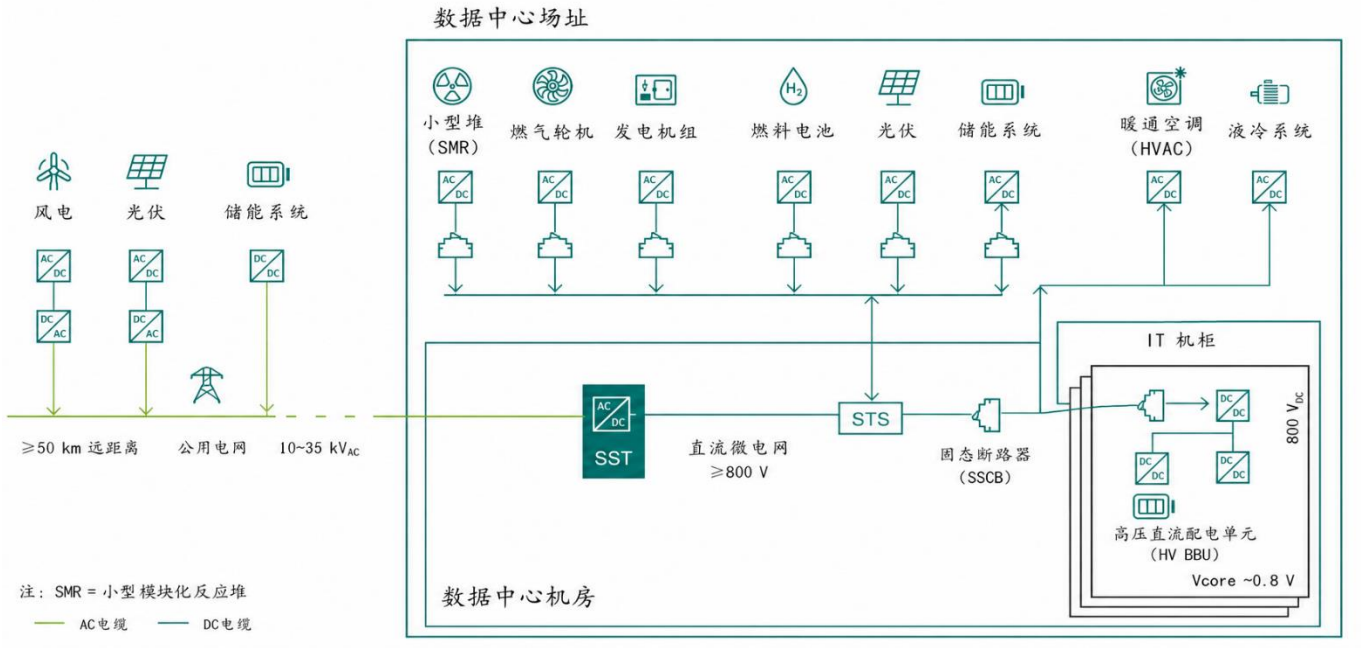
图表40：SST（左）与传统 UPS 方案（右）在数据中心占地面积对比



资料来源：《固态变压器不间断电源在数据中心的应用研究》（赵云涛，2023），华泰研究

#2 智能化：SST 具备“电力电子路由器”属性，让供电系统变聪明。传统供电系统像一条单向水管，电从电网流向负载；SST 更像一个可编程的能源交换节点，可以同时连接电网、800VDC 母线、BBU、BESS、超级电容、自备电源或其他直流源，并根据负载状态实时决定电往哪里走、走多少、以什么电压和质量输出。这个能力在 AI 数据中心中非常关键，因为 GPU 集群不是平滑用电，而是会随着训练同步、通信等待、推理请求波动出现快速功率上冲和回落。SST 可以把短时波动交给超级电容或 BBU，把分钟级或小时级调节交给 BESS，把稳定部分交给电网，从而减少上游电网和 UPS 被瞬时冲击放大的压力。

图表41：未来数据中心将同时接入电网、表后电源、BESS 和 BBU，需要 SST 处理多端潮流



资料来源：英飞凌官网，华泰研究

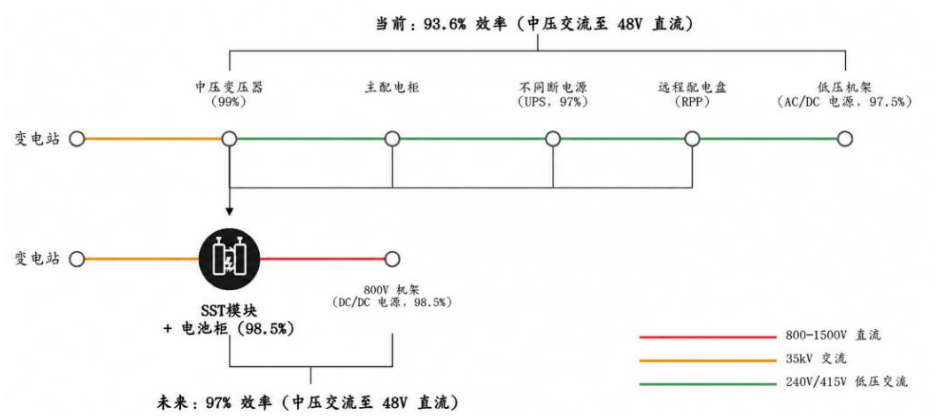
下载日志已记录，仅供内部参考

#3 集成化：一台 SST 可集成中压变压器、UPS、低压开关柜和 PDU 四类设备，解决多环节设备串联导致的长交付周期、电能损耗。通过集成 SST 模块，Heron 预测可以将中压到机柜段电气设备成本降低 65%，安装人工降低 90%，工期缩短约 3 个月，供电损耗从 6.4%降到 3.0%（SST 1.5%+DC/DC PSU1.5%），意味着对于 100 MW 规模数据中心可释放 3.4 MW 装机容量给 GPU。

1. **交付周期：**根据 Heron Power 2026 年 5 月发布的 SST 白皮书，传统中压变压器、低压开关柜、UPS、STS、PDU 串联方案需要至少 46 周交付周期，而 SST 集成方案（固态变压器和 BBU、超级电容组成的电池柜）仅需要 24 周。
2. **人工成本：**根据 Heron SST 白皮书，SST 的整体交付方案可以节约 90%的人工成本。UPS 调试、开关设备安装和 PDU 现场布线都需要专业工种严格按照顺序进行作业，取消这些设备可以缩短调试依赖链。
3. **供电效率：**传统 UPS 系统因设备环节多，从电网到机柜外的系统电能损耗达 6.4%（中压变压器 1.0% + UPS 3.0% + 机柜 PSU 2.4%），而 SST 通过整合降压和整流环节，并减少变压次数，将系统电能损耗控制在 1.5%，具备 4.9pct 优势。

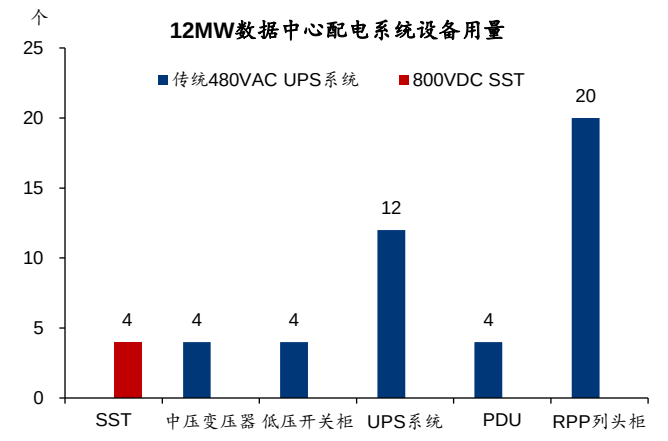
此外，集成化进一步缩小了白区和灰区柜外电源的占地空间。白区方面，目前 Side Car 机柜功率约为 600~900kW，考虑冗余仅能供给 2~3 个 Rubin NVL72 机柜，后续 Rubin Ultra 单机柜功率超 600kW，如果仍考虑边柜则将占据较大白区空间；若均由 SST 输出 800VDC，目前成熟 SST 方案已达到 2MW，后续将往 10MW 甚至更高去发展，那么集中向机柜供配 800VDC 将较大程度上节约占地面积。灰区方面，SST 在功能上集成对标变压器、UPS 和配电柜等环节，有效收缩灰区所需空间。

图表42：传统架构 vs. SST 架构对比



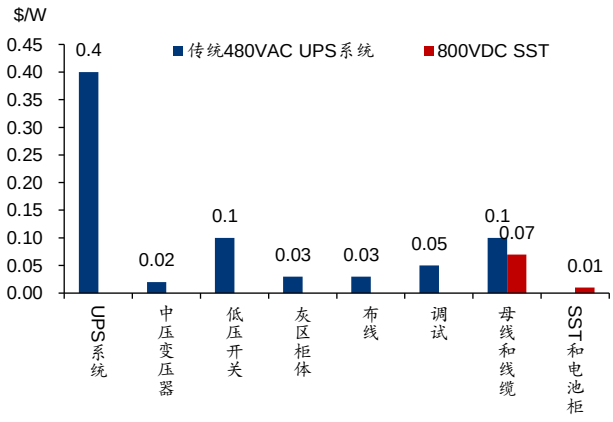
资料来源：Heron Power SST 白皮书，华泰研究

图表43：480VAC UPS vs 800VDC SST 灰区设备用量对比



注：12MW 数据中心场景
资料来源：Heron Power SST 白皮书，华泰研究

图表44：480VAC UPS vs 800VDC SST 各环节人工安装成本对比



资料来源：Heron Power SST 白皮书，华泰研究

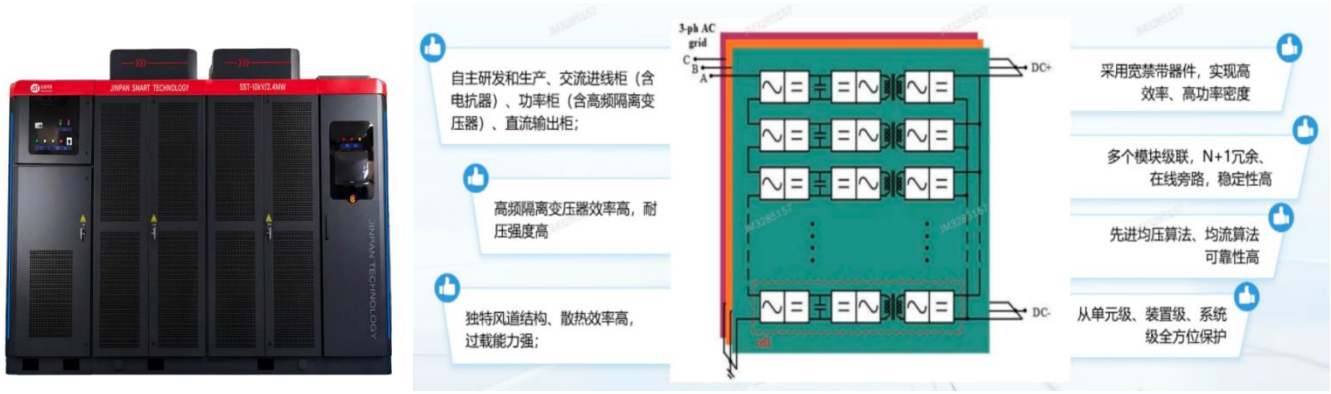
下载日志已记录，仅供内部参考

公司端：全球化客户矩阵赋能渠道优势，核心环节自研

公司率先推出全碳化硅 SST 样机，性能优异。2025 年 8 月公司推出 10kV/2.4MW 全碳化硅 SST 样机并入选海南省先进装备制造首台套示范项目，为当时国内适配 800V HVDC 架构下直流输出功率最高的 SST 产品。产品采用全 SiC 器件与级联 H 桥拓扑结构，额定转换效率达 98%，额定容量 2.4MW，可直接完成 10kV 三相交流电至 800V 高压直流电的转换。整机集成交流进线柜、功率柜及直流输出柜，高频隔离变压器和直流接入保护系统均为自主研发，并支持多模块级联、N+1 冗余及在线旁路；可通过多机并联灵活扩容。

SST 产品迭代与客户验证同步推进。截至 2025 年底，公司 SST 产品已迭代至 3.0 版本，完成北美 13.8kV 电网标准适配，深度契合英伟达 Rubin 芯片配套的 800V HVDC 系统，并于 26Q1 发往海外数据中心类客户开展挂网测试，国内多个客户处于沟通阶段。公司产能端已建成小批量试产线，具备灵活扩产能力。

图表45：公司 SST 产品及核心优势



资料来源：公司公告，公司材料，华泰研究

全球化客户矩阵赋能渠道优势，支撑 SST 订单转化。公司深耕北美变压器市场多年，干式变压器、高压油变及成套设备产品矩阵持续完善，并覆盖北美主流 CSP 客户，国际认证、产品可靠性与本地交付能力构成稳定合作基础。同时，公司紧抓算力建设红利，AIDC 领域 25 年销售收入同比高增 196.78%，客户基本盘稳固。成熟的客户渠道与信任基础有望逐步复用至 SST 业务，大幅缩短新产品的客户拓展周期，为 SST 从样机验证向批量订单转化提供有力支撑。

同源技术复用构筑 SST 自研壁垒。与传统变压器相比，固态变压器涉及电力电子拓扑设计、高频磁性元件、数字控制算法等多学科交叉技术，对跨领域技术整合能力要求更高。公司基于工频、中频干式变压器的设计、工艺、材料、制造与测试经验，实现高频隔离变压器技术突破：低损耗磁芯、耐高温绝缘材料与定制绕组工艺兼顾温升控制和小型化需求，峰值效率超过 99.7%。针对 SiC 器件应用，公司自研模块并联驱动与低杂散电感技术，通过动态均流、低杂散母排及关断缓冲策略抑制高频振荡，使器件温升降低 10%。核心环节自主可控，为产品性能与可靠性提供支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表46：公司电力电子技术发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

图表47：公司 SST 核心技术

核心关键技术	技术先进性及具体表征
高频隔离变技术	1. 选用低损磁心、耐高温绝缘材料，结合定制化绕组工艺，兼顾高频场景下温升控制与小型化设计 2. 通过有限元仿真优化绝缘结构与爬电距离设计，满足高压高频工况绝缘要求，提升电气安全可靠性 3. 产品体积小、重量轻，峰值效率达 99.7% 以上，适配紧凑布局的设备场景
SiC 模块并联驱动及低杂散电感应用技术	1. 采用动态电流均衡技术，实现高精度均流控制，器件均流性优异 2. 运用低杂散母排与电磁屏蔽工艺，显著抑制高频振荡，降低电磁干扰水平 3. 采用优化关断缓冲策略，有效削弱关断电压尖峰，提升功率器件可靠性 4. 依托自研功率引出结构与工艺改善热分布，器件温升降低 10%，延长使用寿命

资料来源：公司公告，华泰研究

我们预计 SST 到 2030 年市场规模有望达到 274.4 亿美元，28~30 年 CAGR 为 192%（27 年为基数）。市场规模方面，我们预测全球 AIDC 年新增装机从 2025 年的 22GW 增长至 2030 年的 105GW，对应 2026~30 年 CAGR 为 37%；考虑改造需求后从 2025 年的 22GW 增长至 2030 年的 116GW。海外方面，我们预测 SST 有望在 28 年实现产业化并达到 12GW 级别需求（数据中心装机口径，考虑冗余则为 15GW），对应 17%渗透率，并最终在 2030 年迎来 66GW 级别需求空间（考虑冗余则为 79GW），对应 68%渗透率；国内方面，我们认为 800VDC 放量节点与 SST 商业化节点相匹配，因此大概率跳过 Side Car 方案直接拥抱 SST，预计 2030 年需求量达到 14GW（考虑冗余为 17GW）。我们预计 SST 市场规模从 2027 年 11.1 亿美元增长至 2030 年 274.4 亿美元，对应 2028~30 年 CAGR 为 192%（详见《AI 电源第一性原理 800VDC 篇：下一轮算力升级引领 AI 电源四大趋势》260813）。

图表48：2025-2030 年 AIDC 年增装机量预测-按 AI 供配电方案路线拆分

		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球 AIDC 新增/改造装机	**GW**	**22.05**	**35.11**	**60.77**	**85.34**	**105.91**	**115.65**
AC UPS	GW	19.91	30.19	32.43	15.62	4.52	2.07
巴拿马-220VDC	GW	2.13	3.75	4.08	4.77	4.99	5.95
SideCar-800V HVDC	GW	-	1.07	22.19	48.69	44.05	28.13
SST-800VDC	GW	-	0.10	2.08	16.26	52.36	79.51
800VDC%		0%	3%	40%	76%	91%	93%
对应全球 SST 需求	**GW**	**-**	**0.12**	**2.49**	**19.52**	**62.83**	**95.41**
对应全球巴拿马需求	**GW**	**4.27**	**7.50**	**8.17**	**9.55**	**9.97**	**11.89**
对应全球 800V HVDC 需求	**GW**	**-**	**1.71**	**36.98**	**84.67**	**80.08**	**51.14**
中国 AIDC 新增装机	**GW**	**8.53**	**8.53**	**9.07**	**13.64**	**16.62**	**19.82**
AC UPS	GW	6.40	4.69	4.08	4.77	3.32	-
巴拿马-220V	GW	2.13	3.75	4.08	4.77	4.99	5.95
SST-800VDC	GW	-	0.09	0.91	4.09	8.31	13.88
800VDC%		0%	1%	10%	30%	50%	70%
对应中国 SST 需求	**GW**	**-**	**0.10**	**1.09**	**4.91**	**9.97**	**16.65**
对应中国巴拿马需求	**GW**	**4.27**	**7.50**	**8.17**	**9.55**	**9.97**	**11.89**
海外 AIDC 新增/改造装机	**GW**	**13.51**	**26.58**	**51.70**	**71.70**	**89.29**	**95.83**
ACUPS	GW	13.51	25.50	28.34	10.84	1.19	2.07
SideCar-800V HVDC	GW	-	1.07	22.19	48.69	44.05	28.13
SST-800VDC	GW	-	0.01	1.17	12.17	44.05	65.63
800VDC%		0%	4%	45%	85%	99%	98%
对应海外 SST 需求	**GW**	**-**	**0.01**	**1.40**	**14.61**	**52.86**	**78.76**
对应海外 800V HVDC 需求	**GW**	**-**	**1.71**	**36.98**	**84.67**	**80.08**	**51.14**

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

在全球市占率 8%、净利率 15%的中性情景下我们预计公司 2030 年该业务净利润可达 22.3 亿元，利润弹性可观。我们对公司 2030 年 SST 业务净利润进行情景测算，我们全球市占率取 2%-15%（参照当前的 UPS 市场格局），净利率取 5%-25%（参照当前电力设备行业净利率情况）。在全球市占率为 8%的假设下，假设 SST 业务净利率从 5%提升至 25%，对应 2030 年净利润从 7.4 亿元提升至 37.2 亿元；在 SST 业务净利率为 15%的假设下，假设全球市占率从 2%提升至 15%，对应 2030 年净利润从 5.6 亿元提升至 41.9 亿元。

图表49：公司 SST 业务 2030 年净利润情景测算

全球市占率（横） 净利率（纵）	2%	5%	8%	10%	15%
5%	1.86	4.65	7.44	9.30	13.96
10%	3.72	9.30	14.89	18.61	27.91
15%	5.58	13.96	22.33	27.91	41.87
20%	7.44	18.61	29.77	37.21	55.82
25%	9.30	23.26	37.21	46.52	69.78

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

储能、数字化工厂与机器人拓展业务边界

储能：中高压直挂与全液冷技术构筑核心竞争优势

公司切入高增储能赛道，五大类储能产品实现全场景覆盖。公司逐步向储能系统集成领域延伸，2022 年 7 月，发布全球首例采用中高压直挂全液冷热管理技术的储能系统，同步推出低压集中式储能、工商业模块化储能柜等系列产品，实现对发电侧、电网侧及用户侧全场景应用覆盖。其中，6-35kV 中高压直挂储能系统为公司差异化拳头产品，35kV 方案适配百兆瓦级共享储能、新能源消纳等大容量集群场景，6-10kV 方案适配火电联合调频、电网调峰场景；低压储能采用标准化液冷电池舱与变流升压舱，自研 1P104S 大容量液冷电池 PACK 强化核心部件自主可控，工商业与户用储能进一步补全下游场景，实现全梯度布局。

图表50：公司储能产品矩阵图

产品大类	产品图示	细分产品规格	主要适用场景
中高压直挂储能系列		6kV-35kV 中高压直挂储能系统	35kV 适配百兆瓦级共享储能、新能源消纳；6-10kV 适配火电联合调频、电网调峰、黑启动
低压储能系列		集中式/组串式储能变流升压舱、标准化液冷电池舱	新能源发电侧、电网侧、工商业侧；实现调频、调峰、削峰填谷、黑启动、备用电源、无功补偿
大容量电池包		1P104S 大容量液冷电池 PACK	中高压直挂储能、工商业储能、低压储能全场景配套
模块化工商业储能		单柜容量 215/233/261kWh（400V 并网）产品、单柜容量 418kWh（690V 升 10kV）模块化储能产品	综合能源多能互补、台区储能、煤矿/IDC 备电、新能源变电站站内储能、山区岛屿离网系统
户用储能系列		5kW-10kW 交流耦合储能机、10kWh-20kWh 户用储能一体机	家庭光储微电网、居民住宅备用电源

资料来源：公司公告，华泰研究

中高压直挂与全液冷技术构筑公司核心竞争优势。公司累计掌握 33 项储能核心技术，覆盖低压集中/组串储能、中高压直挂储能、构网型储能全路线，并与上海交通大学建立深度产学研合作，具备完整的储能系统解决方案能力。相较传统低压方案，中高压直挂可减少升压环节，在系统效率、占地及响应速度方面具备优势，更适用于大型储能电站。全液冷热管理可将电芯温差控制在 3℃以内，较风冷方案降低约 40%，有助于提升电池一致性与安全性。2025 年，公司 35kV/25MW/50MWh 高压直挂储能系统完成中国电科院硬件在环（HIL）构网型测试，性能指标满足相关标准。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表51：公司中高压直挂 vs 传统低压技术

	中高压直挂储能系统	低压储能系统	中高压直挂 vs 低压
PCS 效率	99.16%	98%	提升约 1%
充放电循环效率	≥90%	≥85%	提升约 6%
电池利用率	中高压直挂（级联）储能系统产品提升约 5%-10%		
消防系统	气体消防、水喷淋、PACK 级消防	气体消防、水喷淋、PACK 级消防	相当
并网电能质量	THD≤0.6%	THD≤5%	提升约 88%
单机系统功率/容量	最大 25MW/50MWh	最大 3.45MW/6.9MWh	提升约 625%
全功率动态响应	<5ms	>56ms	提升约 95%
占地面积	中高压直挂（级联）储能系统采用全液冷技术，低压储能系统 PCS 采用风冷技术、直流侧电池 PACK 采用液冷技术的情况下，中高压直挂（级联）储能系统的占地面积节省约 5%-10%。		

资料来源：公司公告、华泰研究

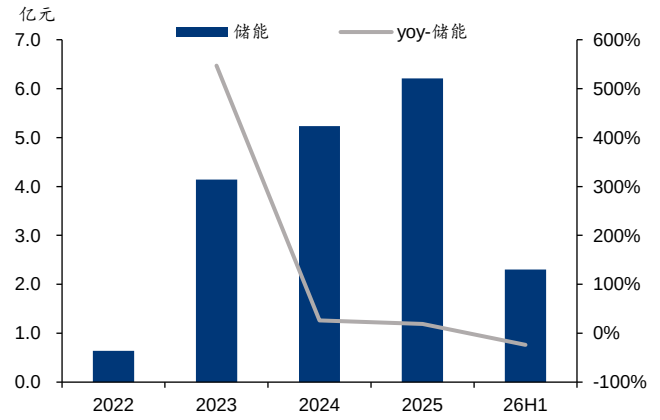
图表52：公司液冷技术 vs 风冷技术

	中高压直挂储能系统—液冷技术	中高压直挂储能系统—风冷技术	液冷技术 vs 风冷技术
电芯温度差异	3℃以内	5℃左右	降低约 40%
10kV 配置储能系统功率/容量	最大 10MW/20MWh	最大 5MW/10MWh	提升约 100%
35kV 配置储能系统功率/容量	最大 25MW/50MWh	最大 6MW/12MWh	提升约 317%
系统功能	风冷系统功耗约为液冷系统功耗的 2-3 倍		
占地面积	液冷技术比风冷技术节省占地面积约 42%		

资料来源：公司公告、华泰研究

订单持续落地验证公司储能业务商业化能力。2025 年，公司成功中标中广核年度框架集采项目 1.5GWh，累计签订储能订单容量超过 1GWh，储能系列收入由 2022 年的 0.64 亿元增长至 2025 年的 6.21 亿元，规模效应持续兑现。目前，公司储能产品已广泛应用于电网侧储能、新能源配套储能、数据中心储能及工商业储能等多个领域，客户涵盖央企能源集团、地方能源企业及数据中心运营商等。

图表53：公司储能营收及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表54：公司部分储能项目

项目名称	容量规模
中广核新能源2025年度储能系统框架采购	1.5GWh
海南临高农光互补光伏发电项目	25MW50/MW
中广核海南文昌翁田配储项目	25MW/50MWh
山西天镇源网荷共享储能电站	50MW/50MWh
海南甲子镇胜日光伏储能电站	25MW/50MWh
湖南省邵阳市绥宁县共享储能电站项目	100MW/200MWh
海南交控能源有限公司乐东县莺歌海光伏发电项目配套储能系统	25MW/50MWh
中石化新星新疆阿克苏分布式光伏配套储能系统	2.5MW/5MWh
东阿县财润畜光互补光伏发电项目配套储能系统	20MW40MWh
广州思念食品储能项目	10*100kW/215kWh

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

数字化工厂：从灯塔到星火，赋能“智造”新范式

公司前瞻性布局智能制造，数字化能力实现对外输出。2017 年公司成立智能科技研究院正式开启数字化转型，形成“两大仿真+三大基础”的自研数字化建设方法论，截至目前累计建成海口、桂林、武汉等 7 座数字化工厂。公司将内部工厂建设经验转化为数字化整体解决方案，覆盖数字工厂咨询、成套数字化产线、MES 及智能仓储物流，可向变压器、储能和通用离散制造行业提供标准化与定制化服务。2025 年，该业务实现收入 1.12 亿元（yoy-8.78%），26H1 实现收入 0.04 亿元（yoy-30.90%），波动主要源于大型项目交付节奏扰动。截至 26 年 3 月，数字化解决方案对外累计输出斩获超 9 亿元订单，商业模式得到持续验证。

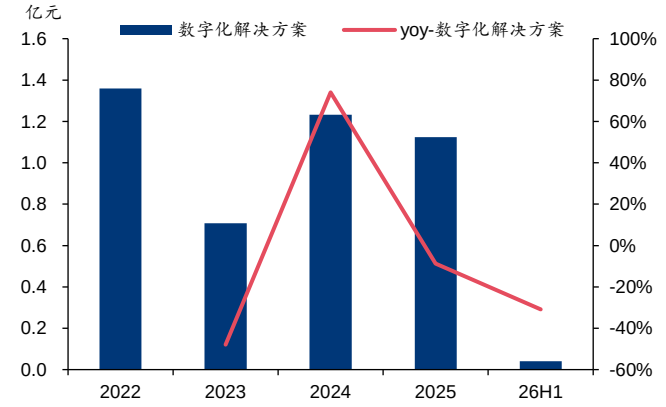
下载日志已记录，仅供内部参考

图表55： 公司数字化转型发展历程时间轴



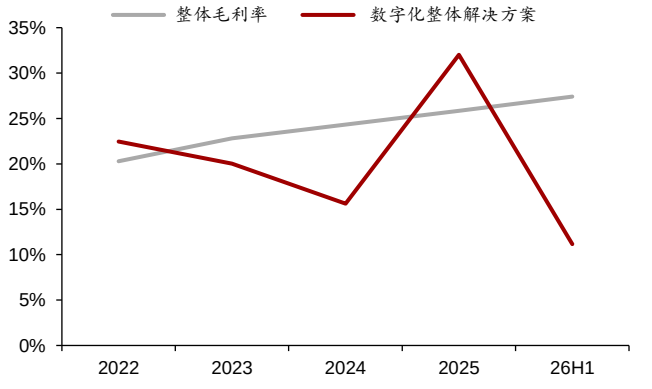
资料来源：NVIDIA GTC 2026，华泰研究

图表56： 数字化业务营收及增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表57： 公司整体及数字化业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

深度融合英伟达全栈技术构建的“AI 工厂”，标杆应用验证商业化价值。2025 年 9 月，金盘科技与英伟达在武汉联合主办了"AI Factory 生态合作伙伴大会"，宣布正式确立以全面智能制造为核心的战略方向。技术端联合英伟达、软通动力、矩阵起源构建“算力层-数据层-平台层-应用层”四层架构：底层以 NVIDIA AI Enterprise 驱动私有智算集群为算力底座，数据层依托 MOI 平台实现多源异构数据统一治理，平台层通过自研 AI-PLAT 平台搭配软通天璇 AutoAgent，支撑 AI 模型私有化部署与低代码智能体开发。应用层面，公司开发标书智能体（上线两月辅助中标 21 个项目、累计金额超 10 亿元）、合同智能审核助手等；通过 AI 编程与工业 AI 应用，探索硅钢套裁、电磁线规格判定、钣金编程等 AI 软件研发与推广，商业价值凸显。

图表58： 公司 AI Factory 四层架构

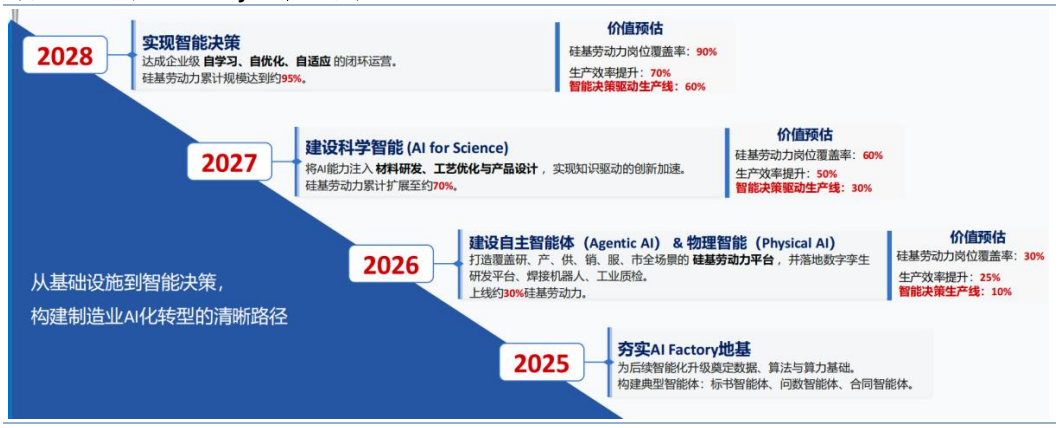


资料来源：NVIDIA GTC 2026，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

AI Factory 中期规划指向更高自动化率，并强化解决方案输出能力。公司计划于 2026-2027 年推进全场景硅基劳动力布局，落地物理智能与数字孪生研发、焊接机器人、工业质检等制造端应用，28 年实现智能决策驱动的全自动化生产线，60%以上产品生产由 AI 驱动，生产力布局达到 1/3 人类员工+1/3 硅基员工+1/3 具身智能机器人员工，生产效率提升 70%。智能化能力的持续迭代将强化公司对外智能制造解决方案的输出实力，实现从设备制造商向智能工厂系统服务商的转变。

图表59： 公司 AI Factory 四年规划图



资料来源：NVIDIA GTC 2026，华泰研究

机器人：入局工业机器人赛道，培育潜在新增长曲线

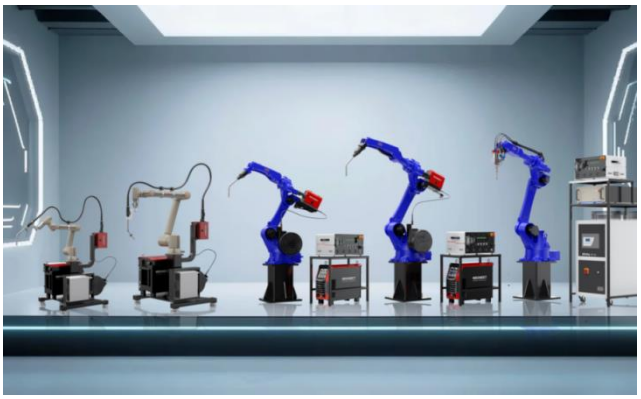
公司工业机器人业务已形成协作、焊接与具身智能焊接三类产品。公司于 2025 年 3 月设立全资子公司金盘机器人，正式进入工业机器人领域。JPR 系列协作机器人负载覆盖 3-20kg、臂展覆盖 680-1800mm，重复定位精度达±0.02mm，并配套图形化编程系统，可应用于精密装配、上下料及焊接等多元场景；焊接机器人搭载高精度 3D 视觉系统，支持自动寻位、免编程示教及焊接轨迹生成等功能；FireARC 智能焊接系统融合感知决策、高精度运动控制与实时闭环控制，探索具备自学习能力的焊接方案。

图表60： 协作机器人



资料来源：官方公众号，华泰研究

图表61： 焊接机器人



资料来源：官方公众号，华泰研究

公司将智能工业机器人定位为新增长曲线。重点聚焦技术深化、产品化落地与市场拓展三大方向。技术端以焊接机器人为具身智能核心示范点，探索采用基于深度学习的点云分割算法替代传统算法，持续迭代焊接工艺、推进方箱体焊接等专项研发。同时，公司持续进行方箱体焊接等研发，并推动产品走向小批量试制。依托内部数字化工厂场景验证+对外输出智能制造解决方案的协同模式，为公司持续培育新的业绩增长点。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与估值

我们预计 2026-2028 年金盘科技营收分别为 90.35、105.85、126.35 亿元，同比增长 23.85%、17.16%、19.37%；归母净利润为 8.72、11.73、14.90 亿元，同比增长 32.26%、34.47%、27.06%。

图表62：公司收入与利润情况

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	66.68	69.01	72.95	90.35	105.85	126.35
YOY	40.50%	3.50%	5.71%	23.85%	17.16%	19.37%
毛利率	22.81%	24.32%	25.85%	26.87%	27.98%	28.73%
毛利润（亿元）	15.21	16.78	18.86	24.28	29.61	36.30
归母净利润（亿元）	5.05	5.74	6.60	8.72	11.73	14.90
YOY	78.15%	13.82%	14.82%	32.26%	34.47%	27.06%

资料来源：Wind，华泰研究预测

公司的业务分为输配电系列、储能系列、数字化整体解决方案系列三大板块：

输配电业务：23-25 年，该板块收入分别为 58.63、59.93、62.73 亿元，24-25 年同比增长 2.22%、4.68%，增速较弱主要系国内新能源行业需求增速放缓，叠加关税政策扰动影响。考虑到公司海外市场订单自 25Q4 开始高速增长，国内数据中心需求同样开始放量带来需求支撑，我们预计公司 26-28 年收入分别为 79.75、94.75、114.75 亿元，增速将达到 27.1%、18.8%、21.1%；其中外销收入为 40、55、75 亿元，增速为 74.1%、37.5%、36.4%；因公司近年将海外市场置于更高优先级，假设内销收入规模持平于 25 年。23-25 年，公司该业务毛利率分别为 24.2%、26.1%、28.2%，26H1 为 29.3%，考虑到海外市场盈利能力更强且收入占比有望持续提升，我们预计 26-28 年毛利率可达 29.0%、29.9%、30.4%。

储能业务：23-25 年，该板块收入为 4.14、5.23、6.21 亿元，24-25 年同比增长 26.3%、18.6%，考虑到国内储能市场竞争激烈，公司主动控制低收益项目规模，我们预计该板块保持稳健，预计 26-28 年收入持平于 25 年。23-25 年公司储能业务毛利率 12.5%、11.2%、7.6%，行业竞争呈现加剧态势，但考虑到公司主动对项目质量进行筛选，我们预计 26-28 年毛利率有望持平于 25 年。

数字化整体解决方案：23-25 年，该板块收入为 0.71、1.23、1.12 亿元，24-25 年同比+74.0%、-8.8%。公司在现有数字化平台上叠加人工智能，推动制造模式向 AI Factory 升级。截至 26 年 3 月，公司数字化解决方案对外累计输出斩获超 9 亿元订单，我们认为该业务需求有望伴随解决方案持续完善及外部项目拓展稳健增长，我们预计 26-28 年收入分别为 1.5、2.0、2.5 亿元，同比增长 33.4%、33.3%、25.0%。23-25 年该业务毛利率分别为 20.0%、15.6%、32.0%，毛利率波动较大，在当前整体收入规模体量不大时项目制属性较强，受到当期确认项目的质量与结算阶段影响较大。我们取 23-25 年毛利率均值 22.6%作为 26-28 年毛利率假设。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表63：公司分板块盈利预测情况

（单位：亿元）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
输配电系列						
收入	58.63	59.93	62.73	79.75	94.75	114.75
YoY	33.98%	2.22%	4.68%	27.13%	18.81%	21.11%
营业成本	44.45	44.26	45.06	56.64	66.42	79.85
毛利	14.18	15.67	17.67	23.11	28.33	34.91
毛利率	24.19%	26.15%	28.17%	28.98%	29.90%	30.42%
储能系列						
收入	4.14	5.23	6.21	6.21	6.21	6.21
YoY	546.95%	26.34%	18.64%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	3.63	4.65	5.74	5.74	5.74	5.74
毛利	0.52	0.59	0.47	0.47	0.47	0.47
毛利率	12.46%	11.20%	7.56%	7.56%	7.56%	7.56%
数字化整体解决方案系列						
收入	0.71	1.23	1.12	1.50	2.00	2.50
YoY	-47.91%	74.04%	-8.78%	33.40%	33.33%	25.00%
营业成本	0.57	1.04	0.76	1.16	1.55	1.94
毛利	0.14	0.19	0.36	0.34	0.45	0.56
毛利率	20.04%	15.61%	32.01%	22.55%	22.55%	22.55%
公司整体						
收入	66.68	69.01	72.95	90.35	105.85	126.35
YoY	40.50%	3.50%	5.71%	23.85%	17.16%	19.37%
营业成本	51.47	52.23	54.09	66.07	76.23	90.05
毛利	15.21	16.78	18.86	24.28	29.61	36.30
毛利率	22.81%	24.32%	25.85%	26.87%	27.98%	28.73%
净利率	7.53%	8.27%	8.97%	9.59%	11.00%	11.71%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

销售费用率：23-25 年分别为 3.31%、3.82%、4.42%，考虑到公司积极拓展海外市场，持续布局海外销售网点，增加销售人员和薪酬激励，同时考虑收入规模效应，我们预计 26-28 年销售费用率将维持在 4.42%。

管理费用率：23-25 年分别为 4.19%、5.10%、5.22%，考虑到公司费用随高端人才扩充等阶段性上行，同时考虑规模效应及数字化工厂持续降本增效，假设 26-28 年费率持平于 25 年。

研发费用率：23-25 年分别为 5.27%、5.11%、4.88%，公司持续高研发投入，考虑规模效应，我们预计 26-28 年研发费用率为 4.53%、4.44%、4.28%，研发费用绝对值增速保持为 15%。

图表64：公司费用率情况

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.31%	3.82%	4.42%	4.42%	4.42%	4.42%
管理费用率	4.19%	5.10%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%
研发费用率	5.27%	5.11%	4.88%	4.53%	4.44%	4.28%

资料来源：Wind，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

估值

综合前文，我们预测公司 26-28 年归母净利润分别为 8.72、11.73、14.90 亿元，同比增长 32.26%、34.47%、27.06%，对应 EPS 为 1.90、2.55、3.24 元。我们选取同样具备出海标签的电力设备公司思源电气、明阳电气、中国西电、神马电力作为可比公司，其中明阳电气与中国西电也是 AIDC 赛道核心标的。截至 2026 年 10 月 22 日，可比公司 2027 年一致性预期平均 PE 为 19 倍，考虑到公司海外渠道先发壁垒深厚，主要面向欧美市场，出口站位优势突出；同时是国内少有的能直接对接海外 CSP 客户的厂商，显著受益于数据中心赛道高增；公司全球化布局完善，支撑海外订单加速兑现，主营业务受到海外贸易政策影响风险较低，我们给予公司 2027 年 27 倍 PE，给予目标价 68.85 元，给予“买入”评级。

图表65：可比公司估值表（截至 2026 年 10 月 22 日收盘价）

		股价	市值	归母净利润（亿元）			PE （倍）		
公司代码	公司简称	(元)	(亿元)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002028 CH	思源电气	107.90	844.40	41.21	55.95	74.82	20.49	15.09	11.29
301291 CH	明阳电气	37.40	117.64	6.09	8.48	10.19	19.32	13.87	11.54
601179 CH	中国西电	11.19	573.59	15.57	19.17	22.84	36.85	29.92	25.12
603530 CH	神马电力	34.00	146.68	5.91	7.88	10.12	24.81	18.61	14.50
	均值						25.37	19.37	15.61
688676 CH	金盘科技	53.08	244.06	8.72	11.73	14.90	27.98	20.81	16.38

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

产业政策或国际贸易政策风险

公司当前海外市场收入、利润占比较高，盈利增长预期依赖于海外市场持续开拓，若后续美国、欧盟等地区贸易政策进一步收紧，可能会导致公司收入和盈利能力下降。

数据中心建设节奏不及预期风险

公司当前订单结构中数据中心相关业务占比较高，需求与数据中心的投资力度、建设节奏高度相关。未来若数据中心建设节奏不及预期，将会影响公司订单、收入表现。

产品市场规模测算存在偏差风险

本报告对于数据中心相关电力设备的市场规模测算依托公开行业数据及多重假设，部分统计口径不一、底层数据获取难度较高，若相关假设条件与实际产业落地情况出现偏差，测算的市场空间可能存在高估或低估，测算规模不等同于公司能够实际获取的市场份额，存在市场规模测算结果出现偏差的风险。

原材料价格上涨风险

公司主要产品为电力设备，原材料成本占比较高，若受到上游金属价格波动或市场供需关系的影响，公司采购原材料价格上涨，可能会影响公司成本与生产，导致公司盈利下降。

业绩兑现不及预期风险

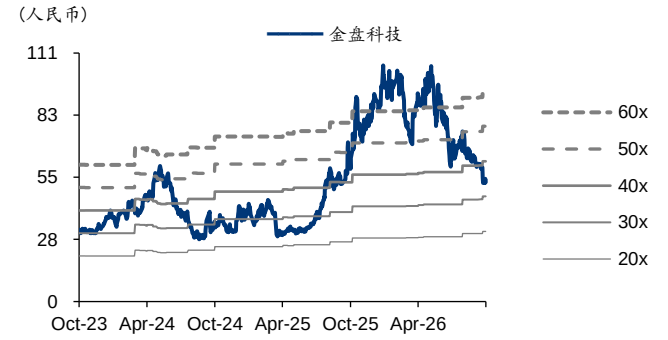
公司在手订单规模较高，但变压器项目履约交付周期较长，签约订单并不直接等同于收入确认。项目落地受海外工地施工进度、客户验收流程、项目变更、质保索赔等因素制约，存在业绩兑现不及预期的风险。

汇率波动风险

公司海外业务收入占比较高，人民币兑美元汇率若发生大幅波动，将产生汇兑损益，对公司盈利水平带来不确定性。

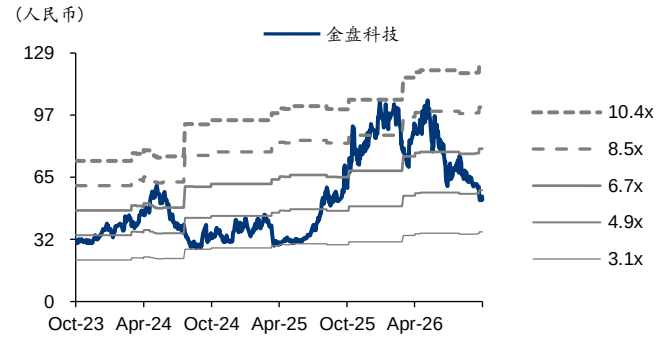
下载日志已记录，仅供内部参考

图表66：金盘科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表67：金盘科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、戚腾元，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。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。
- 金盘科技（688676 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 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、戚腾元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。
- 金盘科技（688676 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

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

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