



# 电力设备与新能源行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

## 电力设备中报总结：板块经营业绩稳健，关注新兴下游及出海

### 投资逻辑

■ 财务分析——Q2 板块营收&业绩持续稳健增长，盈利&营运能力保持稳定。

- 标的划分：我们将电网板块按照下游与产品属性，我们选取各环节具有代表性的共 42 家重点公司进行分析，划分为 5 个细分环节：①出海、②主网设备、③配用电设备、④二次设备及智能化、⑤通用性装置及材料。
- 营收&业绩持续增长：板块重点标的 1H25 实现营收 1701 亿元，同比+13%，网内、海外、网外需求均贡献增量；实现归母净利润 140 亿元，同比增长 14%，主要系龙头公司高盈利水平的海外业务占比提升。分季度看，2Q24 实现营收 994 亿元，同比增长 14%；实现归母净利润 89 亿元，同比增长 13%。
- 盈利能力：1H25 主网设备、二次设备及智能化环节表现亮眼，归母净利润分别同比+17%、+16%。1H25 板块重点标的整体毛利率和净利率分别提升至 21.2%和 8.6%，2Q25 毛利率/净利率分别环比提升至 22%/9%。
- 营运能力：1H25 板块重点标的应收账款同比+9%，存货同比+18%，板块整体回款效率、存货管理保持稳定。细分环节来看，出海环节应收账款及存货分别同比+18%、35%，增速显著高于板块整体，且周转率下降，预计主要受海外项目结算周期较长影响，同时企业积极备货应对海外需求；二次设备及智能化环节营运能力全面优化。
- 资本开支：1H25 板块重点标的资本开支和货币资金分币同比持平%和+6%，其中出海环节资本开支持续高增，同比+21%，主要系布局更多海外产能。货币资金方面，电网板块现金流充裕，财务安全垫厚实。

■ 持仓分析——机构持仓同比下滑，出海、细分行业龙头、数据中心等领域为重点投资方向。

- （1）行业端：电网设备行业 2025 年二季度行业市值达到 1.2 万亿元，同比+8%，环比+1%；电网设备行业市值占全 A 股市值的 1.2%，同比-0.2pct。2025 年二季度末公募基金重仓持股总市值中电网设备行业占比达 0.6%，同比-0.8pct。
- （2）公司端：东方电缆、思源电气、宏发股份、三星医疗、特锐德等受机构青睐，涉及出海、细分行业龙头等领域。

■ 电力设备出海环节：长周期景气、高压设备出口持续高增长、北美数据中心需求旺盛。

- （1）行业端：国际电力设备龙头（日立、西门子能源、伊顿）展望积极，在手订单储备充足，指引电网业务持续强劲增长，盈利能力向上，均提及北美数据中心业务高景气；国内 25 年 1-7 月变压器、隔离开关等出口金额延续较快增长，增速分别为 37%、30%。（2）公司端：海外长期布局持续兑现，思源电气/三星医疗/华明装备海外业务高增。

■ 国内主网配网环节：主网招标高速增长，关注特高压后续招标提速。

- （1）行业端：25 年 1-7 月电网基本建设投资实际完成额 3315 亿元，同比+13%；国网主网投资的增量贡献主要源自西北地区送端扩建和受端电站升级，25 年输变电设备前三批招标 541 亿元，同比+25%；特高压 25 年已核准 2 直 1 交，开工两条交流线路，后续前期核准的直流项目有望近期开工，全年特高压设备招标额预计突破 500 亿，第四批开始设备招标有望快速释放；配网今年采用联采形式，长期来看头部企业凭借综合实力能在集采中占更大份额，实现“以量补价”。（2）公司端：多家龙头公司网内业务稳健增长，网外&国际化布局逐步兑现。

### 投资建议与估值

2025 年上半年，行业景气基本延续+新兴需求多元化发展的趋势：全球电网投资维持高景气、数据中心诞生行业新兴需求、特高压及配用电招标规模及价格有望修复；网外新能源及工业企业配套需求持续扩容。推荐方向：①AIDC、②变压器出海、③主干网建设、④特高压。（完整见正文）

### 风险提示

电网投资不及预期；新能源装机建设不及预期；电力政策效果不及预期；下游需求不及预期；原材料价格上行



## 内容目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 一、财务分析：板块营收&业绩稳健增长，盈利&营运能力保持稳定.....                | 4  |
| 1.1 将电网板块划分为 5 个细分环节，整体营收和业绩持续增长.....              | 4  |
| 1.2 整体盈利能力保持稳定，出海环节资本开支持续高增.....                   | 6  |
| 二、电网设备行业持仓分析：机构持仓同比下滑，出海、细分行业龙头、数据中心等领域为重点投资方向.... | 7  |
| 2.1 行业端：电网设备行业市值同比增长 8%，公募基金重仓持股比例同比-0.8pct .....  | 7  |
| 2.2 公司端：东方电缆、思源电气、宏发股份、三星医疗、特锐德等受机构青睐.....         | 8  |
| 三、电力设备出海环节：长周期景气、高压设备出口持续高增长、北美数据中心需求旺盛.....       | 9  |
| 3.1 行业端：国际电力设备龙头展望积极、北美数据中心需求强劲，国内出口数据持续高增长.....   | 9  |
| 3.2 出海环节重点公司：海外市场长期布局逐步兑现，营收/订单/盈利增长明显.....        | 11 |
| 四、国内主网配网环节：主网招标高速增长，关注特高压后续招标提速.....               | 12 |
| 4.1 行业端：主网投资维持高位、特高压招标预计第四批提速、关注配网集采“以量补价” .....   | 12 |
| 4.2 企业端：网内业务稳健增长，网外&国际化布局逐步兑现.....                 | 14 |
| 五、投资建议.....                                        | 15 |
| 六、风险提示.....                                        | 17 |

## 图表目录

|                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1： 板块 5 个环节：①出海、②主网设备、③配用电设备、④二次设备及智能化、⑤通用性装置材料 .             | 4  |
| 图表 2： 电网板块（重点公司）1H25 营收同比+13%.....                               | 5  |
| 图表 3： 电网板块（重点公司）1H25 业绩同比+14%.....                               | 5  |
| 图表 4： 电网板块（重点公司）1H25 毛利率相对稳定，净利率提升至 8.6%.....                    | 5  |
| 图表 5： 电网板块重点公司 2Q25 营收同比+14%（季度口径） .....                         | 5  |
| 图表 6： 电网板块重点公司 2Q25 归母净利润同比+13%（季度口径） .....                      | 5  |
| 图表 7： 42 家重点公司 2Q25 毛利率/净利率分别环比提升至 22%/9%.....                   | 6  |
| 图表 8： 电网设备各环节盈利能力指标：主网设备、二次设备及智能化等环节表现亮眼 .....                   | 6  |
| 图表 9： 电网设备各环节营运能力指标：应收账款及存货周转率变化较小 .....                         | 7  |
| 图表 10： 电网设备各环节应用能力指标：出海环节资本开支持续高增.....                           | 7  |
| 图表 11： 电网设备行业 2025 年二季度行业市值达到 1.2 万亿元，同比增长 8%，环比增长 1%.....       | 8  |
| 图表 12： 25Q2 东方电缆、思源电气、许继电气、三星医疗等受机构青睐.....                       | 8  |
| 图表 13： Q1 FY2025 日立能源实现营收 44 亿美元，同比+20%，利润率 12.6%，同比+3.5pct..... | 9  |
| 图表 14： 西门子能源订单、收入、利润率持续增长 .....                                  | 10 |
| 图表 15： 2Q25 电气美洲业务营收 33.5 亿美元，同比+16%.....                        | 10 |
| 图表 16： 伊顿指引数据中心下游高景气 .....                                       | 10 |



|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 17: 25 年 1-7 月变压器、高压开关等出口金额延续较快增长 (亿元) .....                    | 11 |
| 图表 18: 电网基本建设投资完成额: 24 年同比+5%、25 年 1-7 月度同比+15% .....              | 12 |
| 图表 19: 25 年国网输变电设备前三批招标 yoy+25% .....                              | 12 |
| 图表 20: 25 年国网输变电材料前四批招标 yoy-13% .....                              | 12 |
| 图表 21: 2022 年~2025 年前 8 个月的特高压建设实际落地情况——24 年以来开工/招标推进节奏偏慢 .....    | 13 |
| 图表 22: 25 年 1-6 月国网共招标 2082 亿元物资, 其中总部共招标 789 亿元、网省+区域联采招标 1229 亿元 | 14 |
| 图表 23: 可比公司估值表 (市盈率法) (亿元) .....                                   | 16 |



## 一、财务分析：板块营收&业绩稳健增长，盈利&营运能力保持稳定

### 1.1 将电网板块划分为 5 个细分环节，整体营收和业绩持续增长

我们将电网板块按照下游领域与产品属性，划分为 5 个细分环节（①出海、②主网设备、③配用电设备、④二次设备及智能化、⑤通用性装置及材料）进行整体分析，主要围绕 3 个方面：盈利能力、营运能力、资本开支。上市公司的业务多样性，我们选取了各环节具有代表性的共 42 家重点公司（少量标的会在多个细分环节重复出现）

- 1) 出海方向选取标的：思源电气、三星医疗、金盘科技、华明装备等 9 家。
- 2) 主网设备选取标的：国电南瑞、思源电气、中国西电、许继电气、平高电气等 9 家。
- 3) 配用电设备选取标的：三星医疗、许继电气、特锐德、东方电子、炬华科技等 10 家。
- 4) 二次设备及智能化选取标的：国电南瑞、南网科技、东方电子、科陆电子等 12 家。
- 5) 通用性装置及材料选取标的：东方电缆、云路股份、精达股份、远东股份等 13 家。

图表1：板块 5 个环节：①出海、②主网设备、③配用电设备、④二次设备及智能化、⑤通用性装置材料

| 细分环节  | 证券代码      | 公司名称 | 市值（亿元） | 细分环节      | 证券代码      | 公司名称 | 市值（亿元） |
|-------|-----------|------|--------|-----------|-----------|------|--------|
| 出海    | 002028.SZ | 思源电气 | 682    | 二次设备及智能化  | 600406.SH | 国电南瑞 | 1747   |
|       | 601567.SH | 三星医疗 | 324    |           | 688248.SH | 南网科技 | 209    |
|       | 603556.SH | 海兴电力 | 132    |           | 000682.SZ | 东方电子 | 156    |
|       | 688676.SH | 金盘科技 | 276    |           | 601126.SH | 四方股份 | 151    |
|       | 002270.SZ | 华明装备 | 173    |           | 002121.SZ | 科陆电子 | 113    |
|       | 603530.SH | 神马电力 | 127    |           | 600268.SH | 国电南自 | 105    |
|       | 002922.SZ | 伊戈尔  | 98     |           | 301179.SZ | 泽宇智能 | 66     |
|       | 002606.SZ | 大连电瓷 | 40     |           | 300286.SZ | 安科瑞  | 60     |
|       | 605196.SH | 华通线缆 | 111    |           | 301162.SZ | 国能日新 | 76     |
| 主网设备  | 600406.SH | 国电南瑞 | 1747   |           | 002090.SZ | 金智科技 | 40     |
|       | 002028.SZ | 思源电气 | 682    | 688191.SH | 智洋创新      | 59   |        |
|       | 601179.SH | 中国西电 | 336    | 300853.SZ | 申昊科技      | 36   |        |
|       | 000400.SZ | 许继电气 | 238    | 603606.SH | 东方电缆      | 363  |        |
|       | 600312.SH | 平高电气 | 215    | 688190.SH | 云路股份      | 130  |        |
|       | 002270.SZ | 华明装备 | 173    | 600577.SH | 精达股份      | 199  |        |
|       | 600550.SH | 保变电气 | 161    | 002545.SZ | 东方铁塔      | 126  |        |
|       | 002452.SZ | 长高电新 | 46     | 600869.SH | 远东股份      | 155  |        |
|       | 002606.SZ | 大连电瓷 | 40     | 603530.SH | 神马电力      | 127  |        |
| 配用电设备 | 601567.SH | 三星医疗 | 324    | 通用性装置及材料  | 002882.SZ | 金龙羽  | 140    |
|       | 000400.SZ | 许继电气 | 238    |           | 605222.SH | 起帆电缆 | 70     |
|       | 301291.SZ | 明阳电气 | 140    |           | 002533.SZ | 金杯电工 | 84     |
|       | 300001.SZ | 特锐德  | 258    |           | 603191.SH | 望变电气 | 50     |
|       | 000682.SZ | 东方电子 | 156    |           | 601700.SH | 风范股份 | 55     |
|       | 300360.SZ | 炬华科技 | 82     |           | 605196.SH | 华通线缆 | 111    |
|       | 603050.SH | 科林电气 | 65     |           | 002606.SZ | 大连电瓷 | 40     |
|       | 603191.SH | 望变电气 | 50     |           | 合计:42家公司  |      |        |
|       | 300882.SZ | 万胜智能 | 52     |           |           |      |        |
|       | 300880.SZ | 迦南智能 | 39     |           |           |      |        |

来源：wind、国金证券研究所（\*注：部分细分环节会有少量标的重复、市值截至 2025.08.30）

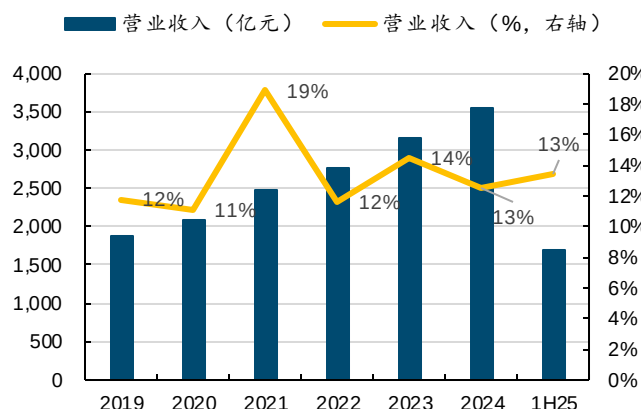
### 25 年上半年，电网板块营收和业绩持续稳健增长，分别同比+13%和+14%。

我们选取的 42 家具有代表性的重点公司 2025 上半年共实现营收 1701 亿元，同比增长 13%，网内、海外、网外市场均贡献增量；实现归母净利润 140 亿元，同比增长 14%，板块盈利毛利率相对平稳，1H25 净利率提升至 8.6%，主要系龙头公司高盈利水平的海外业务占比提升等因素。

分季度看，42 家重点公司 2025 实现营收 994 亿元，同比增长 14%；实现归母净利润 89 亿元，同比增长 13%；盈利能力方面，毛利率/净利率分别环比提升至 21.2%/8.6%。

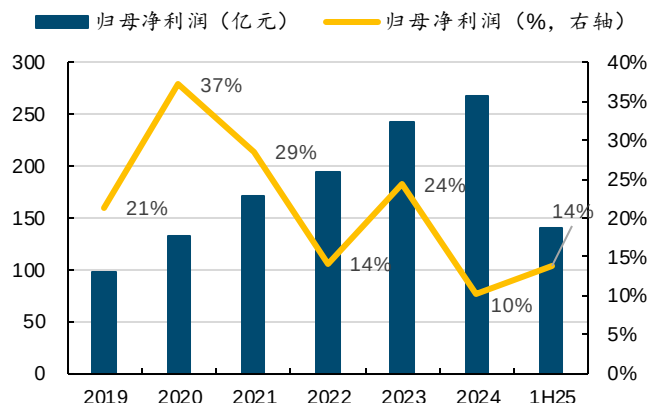


图表2: 电网板块(重点公司) 1H25 营收同比+13%



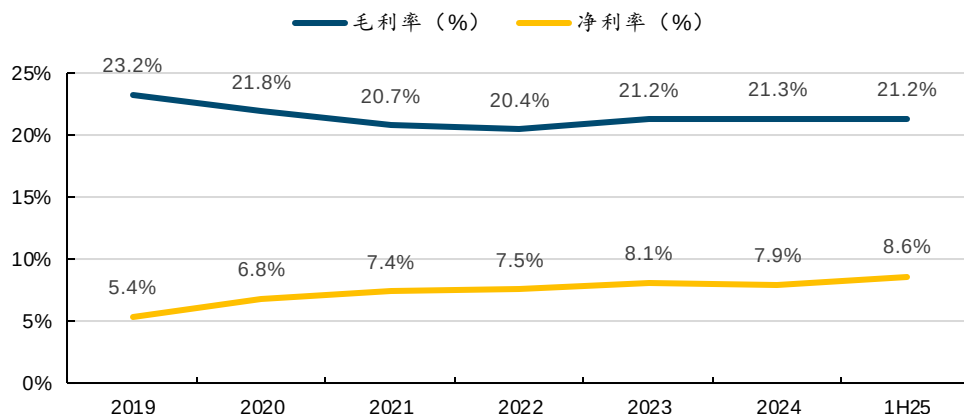
来源: wind、国金证券研究所

图表3: 电网板块(重点公司) 1H25 业绩同比+14%



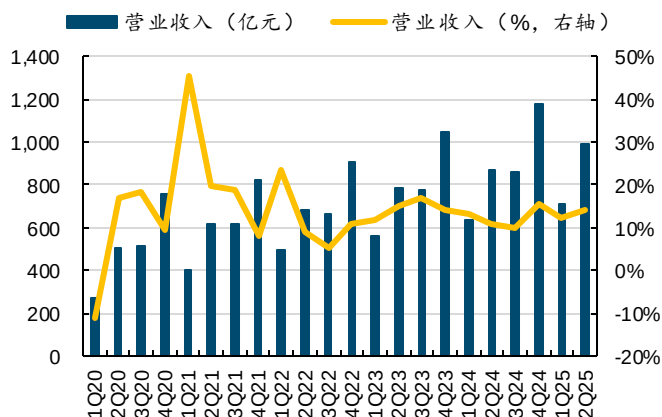
来源: wind、国金证券研究所

图表4: 电网板块(重点公司) 1H25 毛利率相对稳定, 净利率提升至 8.6%



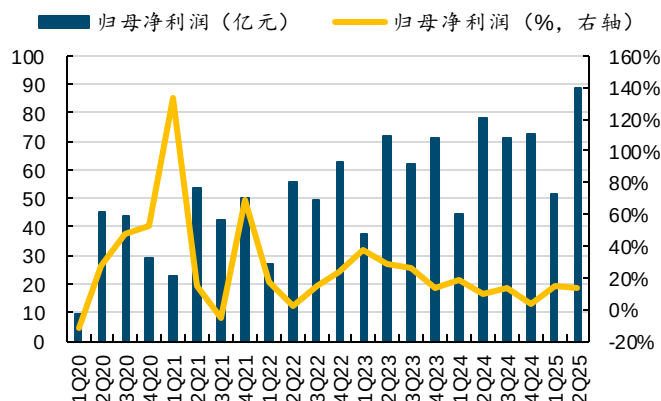
来源: 国金证券研究所

图表5: 电网板块重点公司 2Q25 营收同比+14% (季度口径)



来源: wind、国金证券研究所

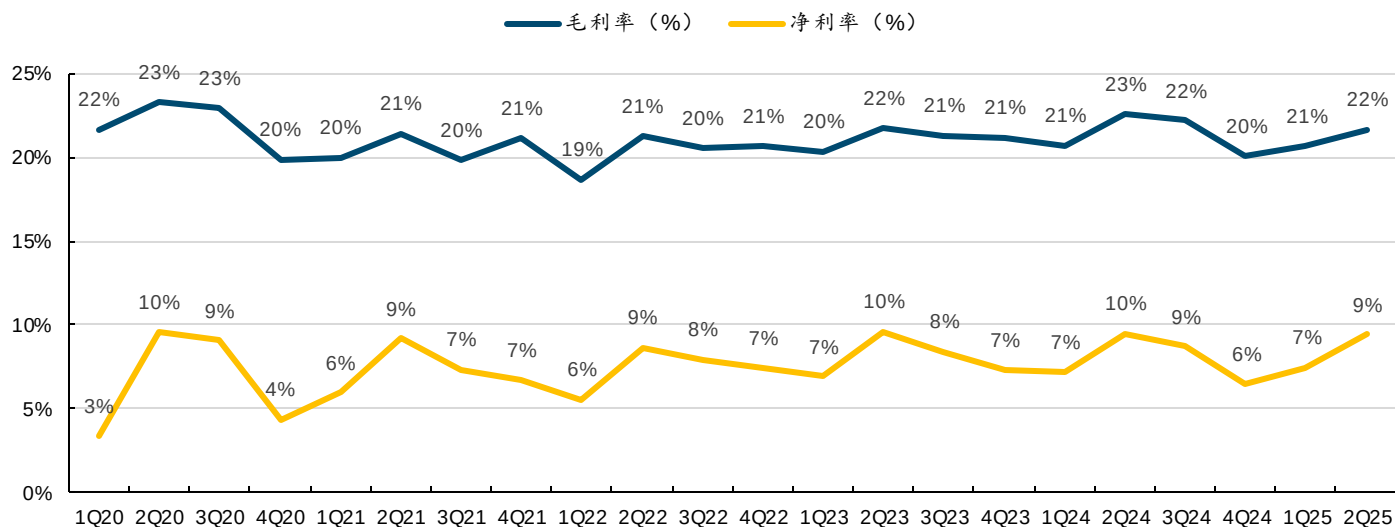
图表6: 电网板块重点公司 2Q25 归母净利润同比+13% (季度口径)



来源: wind、国金证券研究所



图表7：42家重点公司2Q25毛利率/净利率分别环比提升至22%/9%。



来源：wind、国金证券研究所

## 1.2 整体盈利能力保持稳定，出海环节资本开支持续高增

1) 盈利能力：整体利润稳健增长，主网设备、二次设备及智能化等环节表现亮眼。

2025年上半年电网板块42家重点标的归母净利润同比+14%，扣非归母净利润+13%，净利率为9%，同比+0.1pct。就各细分板块而言，其中出海环节净利率高位回落，其余环节净利率基本持平：出海、主网、配用电、二次设备、通用装置及材料归母净利润分别同比+8%/+17%/+10%/+16%/+8%，扣非归母净利润分别同比+8%/+17%/+7%/+17%/+9%，净利率分别同比-1.0/持平/+0.1/持平/-0.1pct，

单二季度电网板块42家重点标的归母净利润同比+13%，环比+73%，净利率为9%，同比-0.1pct，环比+1.9pct。除通用装置及材料净利率同比改善，其余环节净利率同比不同程度下降，其中出海、主网、配用电、二次设备环节净利率分别同比-1.3/-0.5/-0.7/-0.7pct。

图表8：电网设备各环节盈利能力指标：主网设备、二次设备及智能化等环节表现亮眼

| 时间       | 25H1    |           |     |             |
|----------|---------|-----------|-----|-------------|
| 环节       | 归母净利润增速 | 扣非归母净利润增速 | 净利率 | 净利率增幅 (pct) |
| 出海       | 8%      | 8%        | 13% | -1.0        |
| 主网设备     | 17%     | 17%       | 12% | 0.0         |
| 配用电设备    | 10%     | 7%        | 11% | 0.1         |
| 二次设备及智能化 | 16%     | 17%       | 11% | 0.0         |
| 通用性装置及材料 | 8%      | 9%        | 4%  | -0.1        |
| 整体       | 14%     | 13%       | 9%  | 0.1         |

| 时间       | 2025Q2    |           |     |               |               |
|----------|-----------|-----------|-----|---------------|---------------|
| 环节       | 归母净利润同比增速 | 归母净利润环比增速 | 净利率 | 净利率同比增幅 (pct) | 净利率环比增幅 (pct) |
| 出海       | 7%        | 62%       | 14% | -1.3          | 2.3           |
| 主网设备     | 14%       | 101%      | 13% | -0.5          | 3.4           |
| 配用电设备    | 7%        | 69%       | 11% | -0.7          | 1.7           |
| 二次设备及智能化 | 13%       | 158%      | 14% | -0.7          | 5.9           |
| 通用性装置及材料 | 22%       | 33%       | 4%  | 0.4           | 0.0           |
| 整体       | 13%       | 73%       | 9%  | -0.1          | 1.9           |

来源：wind、国金证券研究所



2) 营运能力：板块整体回款效率、存货管理保持稳定，二次设备营运能力全面优化。

25 年上半年电网板块 42 家重点标的应收账款同比+9%，存货同比+18%，整体应收账款及存货周转率变化较小，板块整体回款效率、存货管理保持稳定。其中出海环节应收账款及存货分别同比+18%、35%，增速显著高于板块整体，且周转率下降，预计主要受海外项目结算周期较长影响，同时企业积极备货应对海外需求；主网设备存货周转率下降预计受项目落地节奏滞后影响；配用电设备环节回款压力较大，应收账款周转率下降明显；二次设备及智能化环节营运能力全面优化。

图表9：电网设备各环节营运能力指标：应收账款及存货周转率变化较小

| 时间       | 25H1   |           |      |         |
|----------|--------|-----------|------|---------|
| 环节       | 应收账款同比 | 应收账款周转率变化 | 存货同比 | 存货周转率变化 |
| 出海       | 18%    | -0.09     | 35%  | -0.11   |
| 主网设备     | 5%     | 0.06      | 24%  | -0.07   |
| 配用电设备    | 17%    | -0.12     | 9%   | 0.01    |
| 二次设备及智能化 | 8%     | 0.05      | 20%  | 0.07    |
| 通用性装置及材料 | 9%     | -0.08     | 12%  | 0.11    |
| 整体       | 9%     | 0.00      | 18%  | -0.01   |

来源：wind、国金证券研究所

3) 资本开支：出海环节资本开支持续高增，与企业海外长期战略目标一致。

2025 年上半年电网板块 42 家重点标的资本开支和货币资金分币同比持平+2%，货币资金占收入达 47%，电网板块现金流充裕，财务安全垫厚实。就各细分板块来说，出海环节资本开支增幅持续高增，2025 年上半年同比+21%，主要系相关企业布局更多海外产能，与企业海外长期战略目标一致；配用电环节资本开支相对谨慎；通用性装置及材料货币资金增速高，但营运资金占用较大，导致货币资金储备相对偏低。

图表10：电网设备各环节应用能力指标：出海环节资本开支持续高增

| 时间       | 25H1   |           |        |           |
|----------|--------|-----------|--------|-----------|
| 环节       | 资本开支同比 | 资本开支/营业收入 | 货币资金同比 | 货币资金/营业收入 |
| 出海       | 21%    | 9%        | -5%    | 39%       |
| 主网设备     | 3%     | 3%        | 9%     | 59%       |
| 配用电设备    | -4%    | 4%        | 8%     | 62%       |
| 二次设备及智能化 | -1%    | 3%        | -7%    | 44%       |
| 通用性装置及材料 | 25%    | 4%        | 19%    | 31%       |
| 整体       | 0%     | 4%        | 6%     | 47%       |

来源：wind、国金证券研究所

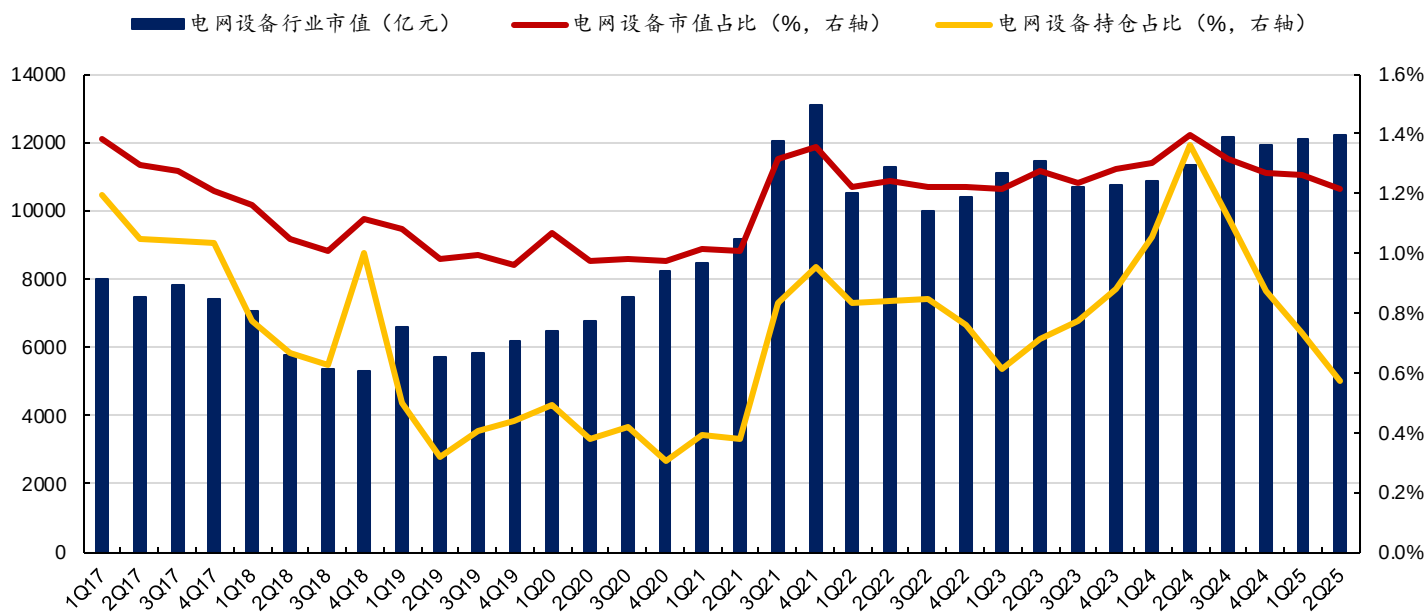
## 二、电网设备行业持仓分析：机构持仓同比下滑，出海、细分行业龙头、数据中心等领域为重点投资方向

### 2.1 行业端：电网设备行业市值同比增长 8%，公募基金重仓持股比例同比-0.8pct

- 市值方面：根据申万二级行业分类，电网设备行业 2025 年二季度行业市值达到 1.2 万亿元，同比增长 8%，环比增长 1%；电网设备行业市值占全 A 股市值的 1.2%，同比-0.2pct，环比持平。
- 持仓方面：根据公募基金重仓持股数据，2025 年二季度末公募基金重仓持股总市值中电网设备行业占比达 0.6%，同比-0.8pct，环比-0.2pct。



图表11：电网设备行业 2025 年二季度行业市值达到 1.2 万亿元，同比增长 8%，环比增长 1%



来源：wind，国金证券研究所

## 2.2 公司端：东方电缆、思源电气、宏发股份、三星医疗、特锐德等受机构青睐

- 25Q2 公募基金持有家数前十的电网设备公司：东方电缆、国电南瑞、思源电气、正泰电器、宏发股份、三星医疗、特变电工、特锐德、许继电气、四方股份。
- 25Q2 公募基金持有市值前十的电网设备公司：东方电缆、思源电气、特变电工、国电南瑞、宏发股份、三星医疗、正泰电器、特锐德、明阳电气、良信股份。
- 25Q2 公募基金持股占流通股前十的电网设备公司：明阳电气、思源电气、东方电缆、西典新能、美硕科技、良信股份、特锐德、宏发股份、三星医疗、华通线缆。

东方电缆、思源电气、宏发股份、三星医疗、特锐德在上述三项指标中均位列前十，备受机构青睐，主要涉及出海、细分行业龙头（电缆、继电器）等领域。此外国电南瑞、正泰电器、特变电工、数据中心领域的（明阳电气、良信股份）等机构关注度同样较高。

图表12：25Q2 东方电缆、思源电气、许继电气、三星医疗等受机构青睐

| 公募基金持有数量前十 |        | 公募基金持有市值前十 |         | 公募基金持股占流通股前十 |     |
|------------|--------|------------|---------|--------------|-----|
| 名称         | 持有基金家数 | 名称         | 市值 (亿元) | 名称           | 占比  |
| 东方电缆       | 283    | 东方电缆       | 34      | 明阳电气         | 16% |
| 国电南瑞       | 252    | 思源电气       | 28      | 思源电气         | 13% |
| 思源电气       | 242    | 特变电工       | 21      | 东方电缆         | 12% |
| 正泰电器       | 186    | 国电南瑞       | 15      | 西典新能         | 10% |
| 宏发股份       | 175    | 宏发股份       | 15      | 美硕科技         | 9%  |
| 三星医疗       | 167    | 三星医疗       | 14      | 良信股份         | 9%  |
| 特变电工       | 158    | 正泰电器       | 10      | 特锐德          | 8%  |
| 特锐德        | 151    | 特锐德        | 8       | 宏发股份         | 8%  |
| 许继电气       | 123    | 明阳电气       | 6       | 三星医疗         | 6%  |
| 四方股份       | 111    | 良信股份       | 4       | 华通线缆         | 6%  |

来源：wind，国金证券研究所（\*注：深黄色底纹为三项均排名前十的公司，浅黄色底纹为有两项排名前十的公司）



### 三、电力设备出海环节：长周期景气、高压设备出口持续高增长、北美数据中心需求旺盛

#### 3.1 行业端：国际电力设备龙头展望积极、北美数据中心需求强劲，国内出口数据持续高增长

(1) 日立能源（电网业务）：表现持续强劲，盈利能力持续向上，在手订单储备充足。

日立四大主要业务包含：能源（Energy）——包含了日立能源（原 ABB 电网事业部）、交通（Mobility）、数字系统与服务（DSS）、工业互联（CI）。

受益于输电线路升级以及可再生能源接入需求，日立电网业务持续展现强劲势头，Q1 FY2025 日立能源实现营收 44 亿美元，同比+20%，利润率 12.6%，同比+3.5pct，上调 FY2025 营收预测至 182 亿美元，同比+16%，利润率 13.0%，同比+3.4pct。分地区看，欧洲地区 Q1 同比+33%，主要受高压设备及变压器需求推动；北美地区收入同比持平（因去年高基数），需求持续旺盛，订单主力来电网设施更新和新能源并网（如风电/光伏），数据中心/AI 相关变压器需求亦有贡献。截至 6 月 30 日，日立能源在手订单 476 亿美元，订单储备充足。

图表13: Q1 FY2025 日立能源实现营收 44 亿美元，同比+20%，利润率 12.6%，同比+3.5pct

#### Energy: Performance by Business Segment in FY2025

HITACHI

| Billions of yen | Q1 FY2025 |            | YoY                   |            | FY2025   |            | YoY      |            | vs Previous Forecasts |            |
|-----------------|-----------|------------|-----------------------|------------|----------|------------|----------|------------|-----------------------|------------|
|                 | Revenues  | Adj. EBITA | Revenues              | Adj. EBITA | Revenues | Adj. EBITA | Revenues | Adj. EBITA | Revenues              | Adj. EBITA |
| Energy          | 667.5     | 78.4       | +8%                   | +14.5      | 2,840.0  | 346.0      | +8%      | +93.9      | +1%                   | +32.0      |
|                 |           | 11.8%      | [+13%] <sup>(*)</sup> | +1.5 pts   |          | 12.2%      | [+13%]   | +2.6 pts   |                       | +1.0 pts   |
| Power Grid      | 640.9     | 79.2       | +11%                  | +21.1      | 2,652.3  | 336.8      | +10%     | +105.1     | +1%                   | +31.2      |
|                 |           | 12.4%      |                       | +2.4 pts   |          | 12.7%      |          | +3.1 pts   |                       | +1.1 pts   |
| Nuclear Energy  | 26.6      | -          | (27)%                 | -          | 186.5    | -          | (9)%     | -          | ±0%                   | -          |

#### Q1 FY2025

|                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Power Grid (incl. Hitachi Energy) | Revenues increased due to solid execution of strong order backlog. In nominal rates, growth was significantly impacted by conversion to yen. Profit increased, driven by revenue growth, improved revenue profile, operational excellence, solid project execution, and lower management platform renewal cost. Base orders remained solid with mid-teen growth rate. The Lumada business also expanded |
| Hitachi Energy                    | Revenues 4.4 BUSD (YoY: +0.7 BUSD / +20%) Adj. EBITA / margin 0.56 BUSD / 12.6% (YoY: +0.22 BUSD / +3.5 pts)                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Nuclear Energy                    | Despite steady progress with domestic projects to comply with new regulatory requirements, revenues and profits decreased due to impact of a large project recorded in the same period of the previous year, etc.                                                                                                                                                                                       |

#### FY2025

|                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sector total   | Upgraded forecast (Revenues +30 bn yen and Adj. EBITA +32 bn yen)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Power Grid     | Demand for upgrading power grids and the connection of renewable energy to power grids continues to grow globally. Revenues increase with demand growth across the portfolio and solid execution. In nominal rates, growth is significantly impacted by conversion to yen. Profit increases due to revenue growth, improved risk & margin profile, operational excellence, solid project execution, and lower management platform renewal cost |
| Hitachi Energy | Revenues 18.2 BUSD (YoY: +2.5 BUSD / +16%) Adj. EBITA / margin 2.36 BUSD / 13.0% (YoY: +0.87 BUSD / +3.4 pts)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Nuclear Energy | Despite steady progress with domestic projects to comply with new regulatory requirements, revenues and profits decrease due to impact of a large project recorded in the previous fiscal year                                                                                                                                                                                                                                                 |

(\*) [ ] : Estimated YoY changes excl. FX impact

来源：Hitachi、国金证券研究所

(2) 西门子能源：指引 FY25 营收高增，在手订单储备充足，欧美、中东需求旺盛。

西门子能源电网技术业务 Q3 FY25 营收 28 亿欧元，同比+26%，Q1-Q3 营收 82 亿欧元，同比+28%；Q3 净利润 4.5 亿欧元，同比+89%，Q1-Q3 净利润 13.3 亿欧元，同比+90%；Q3 净利率上升至 15.9%，同比+5.6pct；新增订单 42 亿欧元，同比+24%，累计在手订单 380 亿欧元（Q3 FY24 累计在手订单 310 亿欧元）。西门子能源指引 FY25 电网业务营收同比+24-26%，是公司各项业务中增速最高的板块。

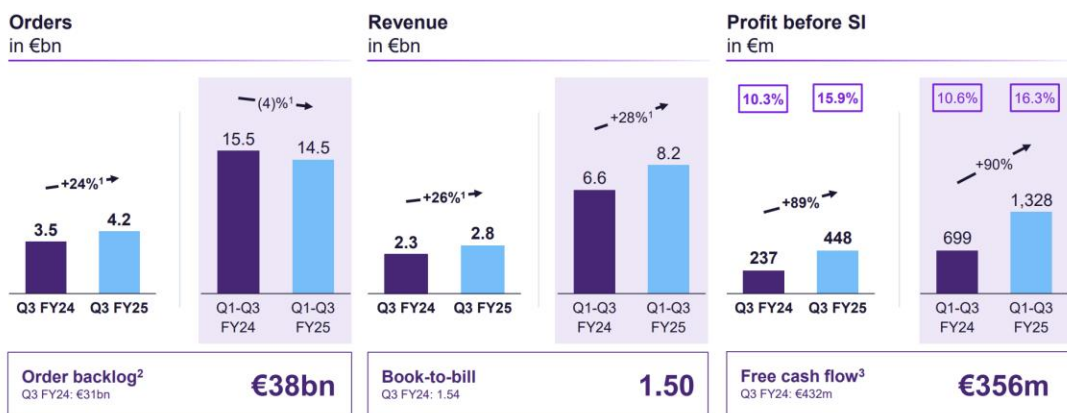
分区域看，北美数据中心增长驱动电网基础设施建设；欧洲大型海风项目驱动大规模 HVDC 输电项目建设；中东电网基建需求；亚太区中国订单承压。



图表14：西门子能源订单、收入、利润率持续增长

## Grid Technologies

Continuous improvements in orders, revenue and profitability



来源：Siemens Energy、国金证券研究所

3) 伊顿：季度营收/利润再创历史新高、数据中心订单高增、加速固态变压器进程。

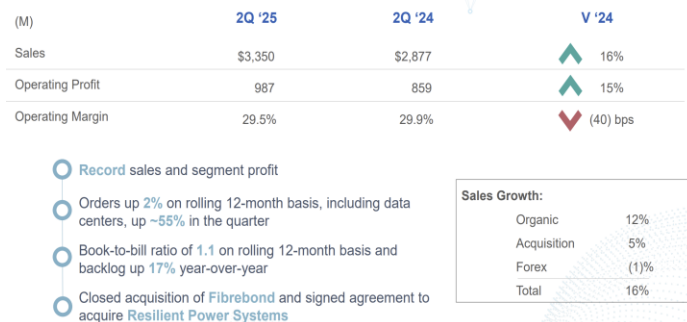
①公司二季报中，电气板块（美洲）实现营收 33.5 亿美元，同比+16%，净利润 9.9 亿美元，同比+15%，数据中心订单同比+55%，累计在手订单同比+17%；②公司判断数据中心、公用事业（电网）行业增速最快；③25 年总营收增速指引上修至+8.5-9.5%，其中电气板块（美洲）营收增速指引上修至 12.5-14.5%。25 年总营业利润率指引上修至 24.1-24.5%，电气板块（美洲）营业利润率上修至 29.5-29.9%。

数据中心领域，公司完成对 Resilient Power Systems 公司（行业领先的创新能源解决方案开发商与制造商，专注于固态变压器技术）的收购，加速固态变压器技术的在数据中心与储能领域的商业化进程，同时加强与英伟达的合作，共同推进从电网到芯片端到端供电方案。

图表15：2025 电气美洲业务营收 33.5 亿美元，同比 +16%

图表16：伊顿指引数据中心下游高景气

## Electrical Americas Segment



## Eaton's end market growth – 2025 Assumptions



来源：伊顿，国金证券研究所

来源：伊顿，国金证券研究所

25 年以来年变压器和隔离开关等产品出口延续较快增长。我们选取了其中 14 项重点的电力设备，涵盖电导线、电力柜、变压器、高压开关、电容器、电感器、自动断路器、继电器、绕组电线、电表、绝缘子、熔断器、隔离开关、避雷器类。整体来看，25 年 1-7 月出口金额超过 441 亿美元，同比+20%，其中变压器、高压开关、绝缘子这三类产品增速较快，分别同比+37%/+30%/+46%，智能电表 1-7 月出口同比持平。



图表17：25年1-7月变压器、高压开关等出口金额延续较快增长（亿元）

| 重点产品  | 2025年1-7月 |      | 2025年7月 |      |
|-------|-----------|------|---------|------|
|       | 金额（亿美元）   | 同比增速 | 金额（亿美元） | 同比增速 |
| 电导线   | 161.7     | 25%  | 25.7    | 26%  |
| 电力柜   | 87.5      | 9%   | 13.2    | 8%   |
| 变压器   | 47.1      | 37%  | 7.9     | 42%  |
| 高压开关  | 29.7      | 30%  | 4.5     | 25%  |
| 电容器   | 38.2      | 17%  | 5.9     | 14%  |
| 电感器   | 21.2      | 15%  | 3.3     | 15%  |
| 自动断路器 | 12.1      | 13%  | 1.9     | 9%   |
| 继电器   | 11.4      | 12%  | 1.8     | 19%  |
| 绕组电线  | 12.2      | 27%  | 1.9     | 21%  |
| 电表    | 8.7       | 0%   | 1.2     | -12% |
| 绝缘子   | 5.9       | 46%  | 1.0     | 60%  |
| 熔断器   | 3.1       | 15%  | 0.5     | 12%  |
| 隔离开关  | 1.4       | 7%   | 0.3     | 56%  |
| 避雷器类  | 0.8       | 25%  | 0.1     | 16%  |
| 合计    | 441.1     | 20%  | 69.0    | 21%  |

来源：海关总署、国金证券研究所

### 3.2 出海环节重点公司：海外市场长期布局逐步兑现，营收/订单/盈利增长明显

①思源电气：1H25 实现归母净利润 12.9 亿元，同比+45.7%；Q2 实现归母净利润 8.5 亿元，同比+61.5%，超市场预期。（此前市场预期 Q2 同比+20-30%）。

公司海外业务主要为设备销售和 EPC 总包双管齐下，通过 EPC 业务带动单机设备的销售、推动单机产品市场的突破。经十余年开拓，公司海外业务进入快速增长阶段，公司 H1 海外市场实现营收 28.6 亿元，同比+88.9%，海外业务毛利率 35.7%，同比+1.9pct。

②三星医疗：1H25 实现归母净利润 12.3 亿元，同比+6.9%；Q2 实现归母净利润 7.4 亿元，同比-5.8%，符合此前市场预期。

公司海外已形成 8 生产基地+40 销售中心的业务布局，辐射 70 多个国家/地区，25H1 公司海外实现营收 14.9 亿元，同比+50.9%。1) 用电：加强布局北美、非洲潜力市场，7 月取得美国智能电表首单突破，非洲市场推进尼日利亚 TCN 总包项目交付及 AMI 系统快速落地应用；2) 配电：在匈牙利、罗马尼亚、吉尔吉斯斯坦取得首单突破，在手订单 21.8 亿元，同比+124.0%；3) 新能源：逆变器业务在巴西市场取得持续突破。

③海兴电力：1H25 年实现归母净利润 4.0 亿元，同比-25.7%；Q2 实现归母净利润 2.5 亿元，同比-20.2%，下滑主要系部分国内项目履约推迟、个别海外国家需求波动导致收入下滑以及公司主动增加逆周期投入导致费用增长所致，符合此前市场预期。

海外：用电业务增强竞争力，配电业务持续突破。①用电：南非智能超声波水表工厂正式投产运营，推出“Orca”平台 10.0 版本，显著提升系统承载力与操作性，巩固公司解决方案的引领地位；②配电：在亚洲、非洲、拉美均实现自有配网产品规模化中标，在中亚和非洲成功斩获变压器订单。

④金盘科技：1H25 实现归母净利润 2.6 亿元，同比+19.1%；Q2 实现归母净利润 1.6 亿元，同比+23.4%，符合此前市场预期。

25H1 公司在手订单 75.4 亿元（不含税）、同比+14.9%，其中内销在手订单 47.4 亿元，外销在手订单 28.0 亿元，在手订单充沛。数据中心领域，公司 10kV/2.4MW 固态变压器(SST)样机已完成，看好数据中心下游维持高速增长。

⑤华明装备：1H25 实现归母净利润 3.7 亿元，同比+17.2%；Q2 实现归母净利润 2.0 亿元，同比+5.1%，符合此前市场预期。

海外业务高速增长，实现营收 2.1 亿元，同比+42.7%，带动公司综合毛利率同比+7.7pct 至 55.49%。分业务看，25H1 电力设备业务营收同比+15.29%，其中国内/直接出口/间接出口分别为 6.48/1.57/1.54 亿元，分别同比+4.85%/+20.77%/+83.33%；数控设备营收同比+41.49%，主要系海外取得突破，出口销售实现 0.51 亿元，同比+219.28%。

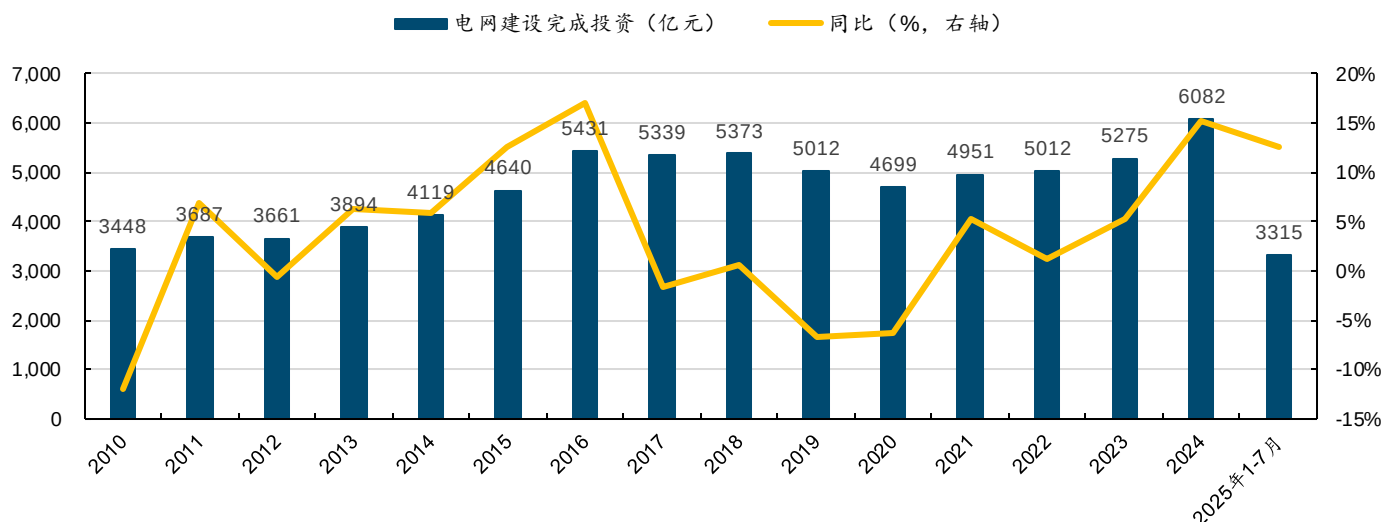


## 四、国内主网配网环节：主网招标高速增长，关注特高压后续招标提速

### 4.1 行业端：主网投资维持高位、特高压招标预计第四批提速、关注配网集采“以量补价”

24 年电网基本建设投资完成额同比+15%，25 年电网投资有望再创新高。国内新能源出力占比增长、整体经济增长处于换挡期、电力系统电气化水平提升导致社会用电结构快速调整，共同构成了促进电网投资规模提升的主要动力。2024 年电网基本建设投资完成额达到 6082 亿元，同比+15%。25 年年初国网规划投资超 6500 亿元，南网固定资产投资 1750 亿元，均创历史新高。实际投资情况看，25 年 1-7 月电网基本建设投资完成额实现 3315 亿元，同比+13%，维持较快增长。

图表18：电网基本建设投资完成额：24 年同比+5%、25 年 1-7 月度同比+15%



来源：wind、国金证券研究所

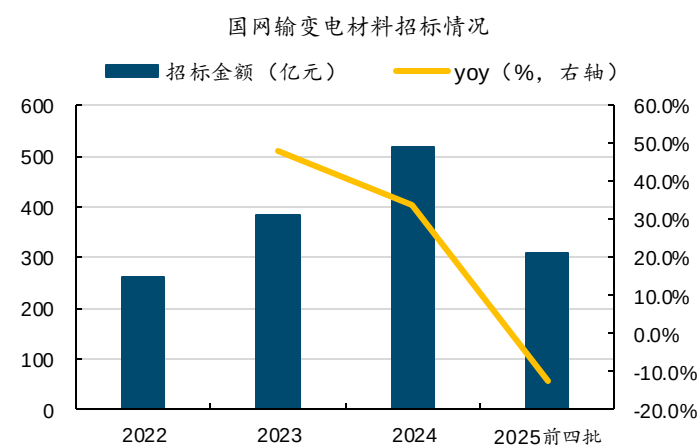
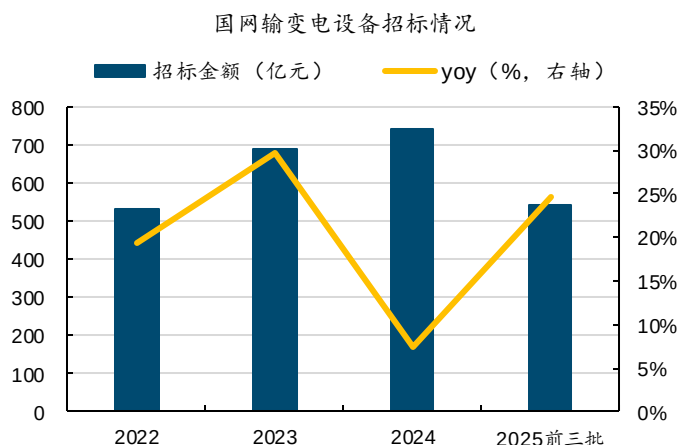
### ➤ 主干网投资的增量贡献主要源自：西北地区送端扩建和受端电站升级的双轮驱动。

西北区域作为新能源大基地的核心外送枢纽，其 750kV (330 kV) 主网架建设持续加码，特高压直流线路高比例接入推动配套交流设备需求激增。同时，东部负荷中心受端为承接跨区输电及提升消纳能力，500kV 电网升级加速推进。这一供需两端协同强化，既支撑了跨区电力输送通道效率，也保障了受端电网运行的稳定性，形成主网投资增长的核心动能。

2024 年国网输变电项目合计招标 1256 亿元，同比+17%，其中设备招标 740 亿元，同比+7.4%，材料招标 517 亿元，同比+34.1%。25 年输变电项目已完成前三批次设备/前四批材料招标，其中设备招标 541 亿元，同比+24.8%，材料招标 310 亿元，同比-12.6%

图表19：25 年国网输变电设备前三批招标 yoy+25%

图表20：25 年国网输变电材料前四批招标 yoy-13%



来源：国家电网，国金证券研究所

来源：国家电网，国金证券研究所



### ➤ 特高压：25 年上半年特高压招标节奏放缓，预计第四批设备招标开始加速。

2024 年特高压项目开工 2 条直流（陕北-安徽、甘肃-浙江）、1 条交流（阿坝-成都东），特高压设备、材料分别招标 262/75 亿元，分别同比-37%/-73%，开工/招标推进节奏偏慢预计主要由于：①直流线路通常横跨多个省份，需协调送端与受端省份的利益分配、用地补偿、环评等事项，涉及国家发改委、能源局、自然资源部、生态环境部及地方政府等多部门，审批拉长前期工作周期；②柔性直流技术应用仍需磨合；③2023 年高基数开工导致产能阶段性紧张，部分核心设备&材料存在产能瓶颈。

25 以来特高压已核准 2 直 1 交（蒙西-京津冀、藏东南-粤港澳、烟威），开工两条交流线路。直流项目尚未开工导致整体设备招标节奏仍偏慢，下半年前期核准的直流项目有望近期开工带动，同时 2 直（南疆-川渝、巴丹吉林-四川）2 交（达拉特-蒙西、攀西-天府南）5 条跨区背靠背有望陆续核准。23 年开工 4 直 1 交，设备招标 415 亿元；24 年开工 2 直 2 交，设备招标 262 亿元；25 年线路体量大，设备招标额预计突破 500 亿，第四批开始设备招标有望快速释放。

图表21：2022 年~2025 年前 8 个月的特高压建设实际落地情况——24 年以来开工/招标推进节奏偏慢

| 验证指标            | 具体环节          | 2022年                             | 2023年                             | 2024年                    | 25年1-8月<br>(前3批设备&材料公布结果)          |
|-----------------|---------------|-----------------------------------|-----------------------------------|--------------------------|------------------------------------|
| ①线路开工情况         | 开工直流线路        | -                                 | 4条<br>金上-湖北；陇东-山东<br>哈密北-重庆；宁夏-湖南 | 2条<br>陕北-安徽<br>甘肃-浙江（全柔） |                                    |
|                 | 开工交流线路        | 4条<br>驻马店-武汉；福州-厦门<br>川渝特高压：武汉-南昌 | 1条<br>张北-胜利                       | 1条<br>阿坝-成都东             | 2条<br>大同-怀来-天津北-天津南<br>烟威(含中核CX送出) |
| ②批次招标金额<br>(亿元) | 国网特高压设备       | 34                                | 415                               | 262                      | 37.8                               |
|                 | 国网特高压材料       | 77                                | 279                               | 75                       | 260.4                              |
| ③企业中标金额<br>(亿元) | 平高电气—国网中标     | 5                                 | 30                                | 24                       | 4.6                                |
|                 | 许继电气—国网中标     | -                                 | 14                                | 15                       | 0.6                                |
|                 | 中国西电—国网中标     | 8                                 | 79                                | 53                       | 0.3                                |
|                 | 国电南瑞—国网中标     | 0.4                               | 35                                | 37                       | 1.4                                |
| ④企业业绩释放<br>(亿元) | 平高电气—高压板块收入   | 50                                | 62                                | 77                       | 32.64                              |
|                 | 毛利率           | 24.4%                             | 22.9%                             | 25.5%                    | 29.8%                              |
|                 | 许继电气—直流输电系统收入 | 7                                 | 7                                 | 14                       | 4.6                                |
|                 | 毛利率           | 46.3%                             | 42.3%                             | 30.9%                    | 40.8%                              |
|                 | 中国西电—开关和变压器收入 | 113                               | 155                               | 177                      | 92                                 |
|                 | 毛利率           | 16.7%                             | 16.8%                             | 20.2%                    | -                                  |

来源：国家电网、南方电网、国家能源局、发改委、国金证券研究所

### ➤ 配网招标（省招）：国网招标规则变化后关注“以量补价”

2025 年国网配网招标方式出现重大变化，2 月正式发布《25 年区域联合采购工作方案》。国网以“统一组织、区域联合、分类集中、定期轮换”为原则，强化对省公司招标采购的穿透式管理，防范潜在风险，推动配网物资采购提质增效，共划分为 5 个联合区域——应重点关注其中体量较大的华东区域、华北区域、华中&川渝区域。

本次区域联合采购覆盖 7 个关键品类——材料类 3 个：①10kV 电力电缆及附件、②低压电力电缆及附件、③架空绝缘导线；一次设备类 4 个：①10kV 柱上变压器台成套设备、②10kV 变压器、③一二次融合成套柱上断路器、④一二次融合成套环网箱。以上涉及品类占全部物资采购大约 45%的比例，市场最主要关注产品份额和价格变化。

从金额上来看，在 24 年国网全部省网招标的配网一次设备中，①变台成套、②变压器、③柱上断路器、④环网箱的平均中标价格为 8.5/9.8/2.9/17.8 万元/台，25 年当前已披露的区域联采的单价相比 24 年同比+5%/-34%/-32%/-35%。

从份额上来看，24 年①变台成套、②变压器、③柱上断路器、④环网箱 CR10 分别为 27%/40%/18%/19%，CR30 分别为 57%/67%/37%/40%；25 年配网区域联采后，CR10 分别为 29%/40%/35%/13%，CR30 分别为 65%/84%/93%/37%，除环网箱外，变台成套、变压器、柱上断路器市场集中度均有不同程度上升。

配网集招通过规则调整压低整体价格，清退地方三产企业及尾部公司，强化省网公司管理。长期来看，头部企业凭借成本控制、技术实力和规模效应，叠加配网智能化升级需求、门槛提高，在集采中占据更大份额，实现“以量补价”。

根据国家电网数据，截至 25 年上半年，国网共招标 2082 亿元物资，同比+15%，其中总部共招标 789 亿元（同比+17%），网省+区域联采招标 1294 亿元（同比+13%），江苏、山东、上海、浙江、湖南为招标金额前五大省份。



图表22：25年1-6月国网共招标2082亿元物资，其中总部共招标789亿元、网省+区域联采招标1229亿元

| 25年1-6月总部物资招标（统招） |        |      | 25年1-6月各网省公司物资招标（省招）+区域联采 |      |    |      |     |      |    |      |
|-------------------|--------|------|---------------------------|------|----|------|-----|------|----|------|
| 项目名称              | 细分项目名称 | 招标金额 | 地区                        | 招标金额 | 地区 | 招标金额 | 地区  | 招标金额 | 地区 | 招标金额 |
| ①输变电项目            |        | 492  | 江苏                        | 198  | 四川 | 60   | 冀北  | 32   | 蒙东 | 15   |
| ②特高压项目            |        | 204  | 山东                        | 145  | 江西 | 49   | 重庆  | 30   | 北京 | 14   |
| ③电能表及用电采集         |        | 75   | 上海                        | 98   | 陕西 | 45   | 辽宁  | 28   | 新疆 | 10   |
| ④数字化              |        | 15   | 浙江                        | 84   | 河北 | 45   | 黑龙江 | 26   | 青海 | 10   |
| ⑤电源物资             |        | 2    | 湖南                        | 80   | 河南 | 41   | 湖北  | 21   | 西藏 | 7    |
| ⑥充换电              |        | 1    | 福建                        | 77   | 甘肃 | 36   | 天津  | 19   | 吉林 | 7    |
| 合计                |        | 789  | 安徽                        | 67   | 山西 | 35   | 宁夏  | 16   | 合计 | 1294 |

来源：国家电网、国金证券研究所

#### 4.2 企业端：网内业务稳健增长，网外&国际化布局逐步兑现

①国电南瑞：1H25 实现归母净利润 29.5 亿元，同比+8.8%，其中 2Q25 实现归母净利润 22.7 亿元，同比+7.3%，符合此前市场预期。

1H25 公司新签合同 354.3 亿元，同比+23.5%；截至 1H25 在手订单 62.8 亿元，同比+16%。  
1) 网内：收入同比+15.6%，其中电网智能收入同比+28.4%；落地山东、辽宁新一代调度，山西、甘肃等电力现货市场，广东阳江三山岛柔直换流阀等项目；2) 网外：能源低碳收入同比+29.5%；3) 海外：海外收入同比+139%；沙特、南美等市场放量增长，落地沙特柔直换流阀及 ADMS、印尼 SVC 供货等项目；上半年国际合同同比+200%。

②许继电气：1H25 实现归母净利润 6.3 亿元，同比+1.0%，其中 2Q25 实现归母净利润 4.3 亿元，同比+9.1%，符合此前市场预期。

1) 网内：25H1 公司直流输电系统收入 4.60 亿元，同比+211.71%；2) 网外：中标渝昆铁路、京广铁路等综自改造项目，雄商高铁项目中标辅控产品，进一步提升公司在铁路监控保护领域行业地位；3) 海外：外收入 2.5 亿元，同比+72.7%，毛利率 25.3%，同比+3.8pct，移动变电站、直流测量、环网柜设备进入沙特、巴西、西班牙等市场，充电桩系列产品成功入围泰国、秘鲁等国家电力公司短名单。

③中国西电：1H25 实现归母净利润 6.0 亿元，同比+30.1%，其中 2Q25 实现归母净利润 3.0 亿元，同比+21.8%，符合此前市场预期。

1) 网内：南网首次突破 110kV 真空环保型组合电器；蒙网中标额同比大幅提升，配网市场同比翻两番；2) 网外：接连斩获华能、华电、长江电力 GIS 设备框架采购项目，中标防城港核电项目 7 台百万主变、中国能建同热三期煤电主变设备、三峡溪洛渡 GIL、GIS 设备及乌海抽水蓄能等项目；3) 海外：中标马来西亚数据中心变电站设备、获 GE 公司变压器供货大单、首次出口高压直流转换开关设备，25H1 海外营收 21.7 亿元，同比+64.0%。

④平高电气：1H25 实现归母净利润 6.6 亿元，同比+24.6%，其中 2Q25 实现归母净利润 3.1 亿元，同比+0.9%，符合此前市场预期。

1) 网内：25H1 国网输变电设备招标 540.6 亿，同比增长 25%，公司累计中标 44.6 亿元，同比+52%，市占率上升至 8.2%；2) 网外：市场开拓显著，中标 3 家央企大客户框架，再次中标中广核项目，实现 1000 千伏 GIL 网外市场首次应用；3) 海外：深入推进单机市场全球化布局，25H1 海外业务初见成效，中标沙特 5 台 132 千伏高压移动变；420 千伏 GIS 产品首次打入墨西哥市场，实现营收 1.7 亿元，同比+284.5%。

⑤思源电气：1H25 实现归母净利润 12.9 亿元，同比+45.7%；Q2 实现归母净利润 8.5 亿元，同比+61.5%，超市场预期。

1) 网内：公司输变电设备前三批合计中标 39.2 亿元，同比+80%，主要系 750kV GIS 中标份额大幅提升；2) 网外：积极发展发电、轨道交通、石化、冶金等业务。



## 五、投资建议

当前时点我们看好：①AIDC 相关、②变压器出海和③主干网建设、④特高压方向：

**AIDC 相关：**随着全球 AI 算力需求的快速增长，AIDC 的建设速度显著提升，其对高效率、高密度、高可靠性的电力设备需求也随之增加。诸多传统电网设备公司均在 HVDC 或 SST 领域进行了前瞻布局。（建议关注：金盘科技、良信股份、伊戈尔、明阳电气）

**电力变压器出海：**1-7 月我国电力变压器出口 31 亿美元，同比+49%（高于配电变压器的+18%），持续高景气，主要系电力变压器技术难度更高、扩产周期更长、电气工程师和装配工短缺。（建议关注：思源电气、科陆电子）

**主干网建设：**750kV 变压器和组合电器为西北两大核心变电设备，招标数量和金额均大幅增长。招标量方面，25 年前三批 750kV 变压器和组合电器招标分别达到 70200MVA 和 112 间隔，同比+68%和+35%。金额方面，2024 年 750kV 变压器和组合电器分别达到 22/21 亿元，预计 25 年全年至少翻倍增长。（建议关注：思源电气、长高电新）

**特高压下半年预期修复：**25 以来特高压已核准 2 直 1 交，下半年 2 直（南疆-川渝、巴丹吉林-四川）2 交（达拉特-蒙西、攀西-天府南）5 条跨区背靠背有望陆续核准。23 年开工 4 直 1 交，设备招标 415 亿元；24 年开工 2 直 2 交，设备招标 262 亿元；25 年线路体量大，设备招标额预计突破 500 亿，下半年设备招标有望快速释放。


**图表23：可比公司估值表（市盈率法）（亿元）**

| 证券代码      | 公司名称 | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 归母净利润（亿元） |       |       |       |       | PE    |       |       |       |       |
|-----------|------|-------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |             |           | 2023A     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 1,747       | 21.8      | 71.8      | 76.1  | 83.4  | 93.9  | 103.8 | 24    | 23    | 21    | 19    | 17    |
| 600089.SH | 特变电工 | 715         | 14.2      | 107.0     | 41.3  | 61.3  | 71.1  | 82.1  | 7     | 17    | 12    | 10    | 9     |
| 002028.SZ | 思源电气 | 682         | 87.6      | 15.6      | 20.5  | 27.5  | 34.8  | 43.4  | 44    | 33    | 25    | 20    | 16    |
| 601877.SH | 正泰电器 | 589         | 27.4      | 36.9      | 38.7  | 49.7  | 58.2  | 64.3  | 16    | 15    | 12    | 10    | 9     |
| 601567.SH | 三星医疗 | 324         | 23.0      | 19.0      | 22.6  | 26.0  | 31.3  | 37.6  | 17    | 14    | 12    | 10    | 9     |
| 600885.SH | 宏发股份 | 382         | 26.2      | 13.9      | 16.3  | 18.9  | 21.9  | 25.1  | 27    | 23    | 20    | 17    | 15    |
| 601179.SH | 中国西电 | 336         | 6.6       | 8.9       | 10.5  | 14.8  | 19.8  | 24.4  | 38    | 32    | 23    | 17    | 14    |
| 300001.SZ | 特锐德  | 258         | 24.5      | 4.9       | 9.2   | 12.1  | 15.9  | 20.6  | 53    | 28    | 21    | 16    | 13    |
| 600312.SH | 平高电气 | 215         | 15.8      | 8.2       | 10.2  | 13.2  | 15.2  | 17.6  | 26    | 21    | 16    | 14    | 12    |
| 000400.SZ | 许继电气 | 238         | 23.3      | 10.1      | 11.2  | 14.1  | 17.5  | 20.4  | 24    | 21    | 17    | 14    | 12    |
| 600131.SH | 国网信通 | 215         | 17.9      | 8.3       | 6.8   | 9.7   | 11.6  | 13.2  | 26    | 32    | 22    | 18    | 16    |
| 688100.SH | 威胜信息 | 189         | 38.4      | 5.3       | 6.3   | 7.6   | 9.3   | 11.3  | 36    | 30    | 25    | 20    | 17    |
| 920029.BJ | 开发科技 | 144         | 103.5     | 4.9       | 5.9   | 7.8   | 9.0   | 10.2  | 30    | 24    | 18    | 16    | 14    |
| 688248.SH | 南网科技 | 209         | 37.1      | 2.8       | 3.7   | 4.8   | 6.5   | 8.4   | 74    | 57    | 43    | 32    | 25    |
| 603556.SH | 海兴电力 | 132         | 27.2      | 9.8       | 10.0  | 10.4  | 11.6  | 13.8  | 13    | 13    | 13    | 11    | 10    |
| 600550.SH | 保变电气 | 161         | 8.7       | -2.1      | 1.0   |       |       |       | -78   | 167   |       |       |       |
| 688676.SH | 金盘科技 | 276         | 60.0      | 5.0       | 5.7   | 7.8   | 10.4  | 13.2  | 55    | 48    | 35    | 27    | 21    |
| 601126.SH | 四方股份 | 151         | 18.1      | 6.3       | 7.2   | 8.5   | 9.9   | 11.5  | 24    |       | 18    | 15    | 13    |
| 002270.SZ | 华明装备 | 173         | 19.3      | 5.4       | 6.1   | 7.1   | 8.2   | 9.4   | 32    | 28    | 24    | 21    | 18    |
| 000682.SZ | 东方电子 | 156         | 11.6      | 5.4       | 6.8   | 8.4   | 10.2  | 12.2  | 29    | 23    | 18    | 15    | 13    |
| 301291.SZ | 明阳电气 | 140         | 44.9      | 5.0       | 6.6   | 8.6   | 11.1  | 14.0  | 28    | 21    | 16    | 13    | 10    |
| 601096.SH | 宏盛华源 | 117         | 4.4       | 1.2       | 2.3   | 3.6   | 4.5   | 5.5   | 95    | 51    | 33    | 26    | 21    |
| 603530.SH | 神马电力 | 127         | 29.4      | 1.6       | 3.1   | 4.2   | 5.7   | 6.9   | 80    | 41    | 30    | 22    | 18    |
| 002706.SZ | 良信股份 | 129         | 11.5      | 5.1       | 3.1   | 4.5   | 5.5   | 7.0   | 25    | 41    | 29    | 23    | 19    |
| 300360.SZ | 炬华科技 | 82          | 16.0      | 6.1       | 6.6   | 7.6   | 8.7   | 9.6   | 14    | 12    | 11    | 9     | 9     |
| 002533.SZ | 金杯电工 | 84          | 11.5      | 5.2       | 5.7   | 6.8   | 7.8   | 8.8   | 16    | 15    | 12    | 11    | 10    |
| 600268.SH | 国电南自 | 105         | 10.4      | 2.3       | 3.4   |       |       |       | 46    | 31    |       |       |       |
| 002922.SZ | 伊戈尔  | 98          | 23.3      | 2.1       | 2.9   | 3.6   | 4.7   | 5.8   | 47    | 34    | 27    | 21    | 17    |
| 605196.SH | 华通线缆 | 111         | 21.7      | 3.6       | 3.2   | 3.3   | 7.1   | 11.5  | 30    | 35    | 33    | 16    | 10    |
| 301162.SZ | 国能日新 | 76          | 57.3      | 0.8       | 0.9   | 1.3   | 1.6   | 2.1   | 90    | 81    | 58    | 47    | 36    |
| 300286.SZ | 安科瑞  | 60          | 24.1      | 2.0       | 1.7   | 2.5   | 3.0   | 3.9   | 30    | 36    | 24    | 20    | 15    |
| 301179.SZ | 泽宇智能 | 66          | 16.5      | 2.6       | 2.2   | 2.7   | 3.3   | 4.0   | 26    | 30    | 25    | 20    | 17    |
| 002322.SZ | 理工能科 | 51          | 13.5      | 2.5       | 2.8   | 3.4   | 4.2   | 5.1   | 21    | 18    | 15    | 12    | 10    |
| 002358.SZ | 森源电气 | 50          | 5.3       | 0.7       | 0.9   |       |       |       | 67    | 56    |       |       |       |
| 002452.SZ | 长高电新 | 46          | 7.4       | 1.7       | 2.5   | 3.6   | 4.4   | 5.3   | 27    | 18    | 13    | 10    | 9     |
| 603861.SH | 白云电器 | 56          | 10.5      | 1.1       | 2.0   | 2.4   | 3.0   | 3.6   | 52    | 29    | 24    | 19    | 16    |
| 603191.SH | 望变电气 | 50          | 15.2      | 2.3       | 0.7   |       |       |       | 22    | 77    |       |       |       |
| 000533.SZ | 顺钠股份 | 50          | 7.3       | 0.6       | 0.9   |       |       |       | 78    | 53    |       |       |       |
| 002606.SZ | 大连电瓷 | 40          | 9.2       | 0.5       | 2.1   | 1.8   | 2.5   | 3.2   | 77    | 19    | 22    | 16    | 13    |
| 301012.SZ | 扬电科技 | 41          | 21.1      | 0.1       | 0.7   |       |       |       | 613   | 59    |       |       |       |

来源：wind、国金证券研究所 \*注：1) 以 2025 年 8 月 29 日收盘价计算上述公司现价对应 PE；2) 除思源电气、三星医疗、中国西电、平高电气、海兴电力、明阳电气、国能日新，均采用 wind 一致性预测



## 六、风险提示

➤ **电网投资不及预期的风险。**

电力设备行业很大一部分需求来自电网投资，若电网投资力度不及预期，将影响电力设备整体行业需求。

➤ **新能源装机建设不及预期的风险。**

若新能源装机的进度不及预期，将影响电网公司对主网和配网建设的需求。

➤ **电力政策效果不及预期。**

政策是推动行业发展的重要因素，若政策效果不及预期，则行业格局将难以达到预期状态。

➤ **下游需求不及预期。**

下游需求是产业链增长的支撑，若下游需求减弱，则整个产业链的盈利将受到影响。

➤ **原材料价格上行。**

原材料价格持续上行将增加中游成本，挤压下游利润，从而影响整体行业需求。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究