

白云电器（603861.SH）

优于大市

主变出海新势力，直流配电布局契合 AIDC 趋势

核心观点

国内电力设备老牌民企，先后收购桂林电容、浙变电气两家优质企业。公司成立于 1989 年，总部位于广州市白云区，实控人为胡氏家族“明字辈”五兄妹。公司是国内电力设备老牌民企，早年主要从事低压开关设备业务，通过收购桂林电容（电容器）、浙变电气（高压变压器）和后续拓展已形成完整的电力设备产品链。

高压变压器实现美国市场持续突破，超/特高压电容器行业领先。子公司浙变电气主要从事高压变压器业务，过去五年经营持续向好，产品已销往 50 余个国家和地区，2025 年首次扭亏并首次实现美国 138kV 主变交付，2026 年上半年实现美国主变订单规模化落地。子公司桂林电容是国内超/特高压电容器龙头企业，参与了全部在建、在运特高压工程，屡获国家科技进步奖。

“十五五”内需坚挺，主网与配网需求共振。“十五五”期间，两网规划投资达 5 万亿，其中特高压、配网和数字化是重点方向。在特高压、海上风电、电力互济等需求带动下，直流支撑电容需求可观；高压变压器和组合电器招标有望保持稳健增长，公司作为新进入者份额有望提升。新要素、新业态重塑配网底层逻辑，有望迎来新一轮景气周期，公司配电业务有望受益。

海外主变供给吃紧，中国企业实现北美突破。2021 年以来，多重因素造成海外变压器供给吃紧，2024 年以来 AIDC 需求呈现爆发式增长，变压器供需矛盾加剧。主变生产具有“定制化、小批量”特点，生产高度依赖成熟人力，海外供给尤为紧张。2025 年以来，中国头部变压器企业陆续实现主变美国市场销售，打开高盈利市场。

AIDC 供电直流化趋势明确，公司已形成直流配电系列产品。与传统 UPS 方案相比，HVDC 具有效率高、占地小等优势，2026 年下半年 800V HVDC 迎来应用拐点，未来渗透率有望持续提升。公司已形成 750V HVDC 直流配电系列产品，应用于轨交、光储等场景，未来有望应用于 AIDC 领域。

盈利预测与估值：预计 2026–2028 年公司归母净利润分别为 2.18/3.20/4.61 亿元，EPS 分别为 0.40/0.59/0.85 元，同比增速分别为 6.6%/46.9%/44.1%。通过多角度估值，预计公司合理估值为 16.00–16.80 元，相对目前股价有 44%–51% 溢价。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：海外市场开拓不及预期、新产品推广不及预期、原材料价格大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,985	4,928	5,538	6,420	7,692
(+/-%)	15.1%	-1.1%	12.4%	15.9%	19.8%
净利润(百万元)	196	204	218	320	461
(+/-%)	79.0%	4.0%	6.6%	46.9%	44.1%
每股收益(元)	0.40	0.38	0.40	0.59	0.85
EBIT Margin	5.5%	7.2%	6.5%	7.7%	9.0%
净资产收益率(ROE)	6.2%	5.5%	5.3%	7.4%	10.0%
市盈率(PE)	27.9	29.4	27.6	18.8	13.0
EV/EBITDA	30.2	26.3	21.1	18.1	15.0
市净率(PB)	1.48	1.43	1.37	1.29	1.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

联系人：王喆萱

wangzhexuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	16.00 - 16.80 元
收盘价	11.11 元
总市值/流通市值	6005/5873 百万元
52 周最高价/最低价	22.63/9.63 元
近 3 个月日均成交额	372.18 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

电力设备老牌企业，电容器、变压器表现突出	5
公司电力设备产品链完整，积极布局海外市场	5
子公司桂林电容行业地位领先，利润贡献约 50%	8
子公司浙变电气扭亏为盈，已实现美国主变批量出海	9
成套设备稳健增长，电容器、变压器业务快速成长	10
集团业务覆盖发输变配用全环节，海外已形成体系化布局	11
“十五五”内需坚挺，主网与配网需求共振	12
新型能源体系建设提速，两网投资规模预计达到 5 万亿	12
主网与特高压依然是重点方向，公司多类产品有望受益	13
新要素、新业态重塑底层逻辑，配网建设有望迎来景气周期	14
海外 AIDC 投资高增，中国电力设备出海迎来新机遇	17
海外电力设备景气度持续，变压器供需持续吃紧	17
海外云厂资本开支快速增长，高压直流供电进入应用拐点	19
集团旗下为光能源布局 SST 产品，携手公司形成解决方案出海	21
公司财务分析	23
盈利预测	25
主营业务假设	25
未来 3 年业绩预测	27
估值与投资建议	28
绝对估值：15.85–17.29 元	28
绝对估值的敏感性分析	29
相对估值：16.00–16.80 元	29
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 白云电器发展历程	5
图 2: 白云电器股权结构（截至 2026 年一季度末）	5
图 3: 美国比特小鹿 138kV 变压器项目发货	6
图 4: 孟加拉达卡地区电网系统扩容和升级项目	6
图 5: 公司电力设备产品产业链	8
图 6: 桂林电容年度营业收入及同比增速（百万元，%）	9
图 7: 桂林电容年度净利润及同比增速（百万元，%）	9
图 8: 桂林电容特高压运行案例（向家坝-上海±800kV 特高压直流输电工程）	9
图 9: 桂林电容特高压运行案例（溪洛渡-浙江±800kV 特高压直流输电工程）	9
图 10: 浙变电气年度营业收入及同比增速（百万元，%）	10
图 11: 浙变电气年度净利润及同比增速（百万元，%）	10
图 12: 浙变电气美国德州 130MVA 变压器扩建项目产品	10
图 13: 浙变电气美国德州 130MVA 变压器扩建项目产品	10
图 14: 公司产品营收结构（单位：百万元）	11
图 15: 公司产品毛利率情况（单位：%）	11
图 16: 我国电源工程年度投资完成额及同比增速（亿元，%）	12
图 17: 我国电网工程年度投资完成额及同比增速（亿元、%）	12
图 18: 国家电网公司固定资产/电网投资规模汇总（单位：万亿元）	12
图 19: 国家电网公司电网投资年初计划和实际完成规模情况（单位：亿元）	12
图 20: 我国特高压交流项目开发节奏预测（单位：条）	13
图 21: 桂林电容在特高压直流项目市占率统计	13
图 22: 国网输变电设备统招历年中标金额（单位：亿元，%）	14
图 23: 2025 年国网输变电设备统招中标金额结构（单位：%）	14
图 24: 我国分布式光伏装机情况（单位：GW）	14
图 25: 我国充电桩保有量情况（单位：万台，%）	14
图 26: 我国工商业储能当年新增装机容量（单位：GW，GWh）	15
图 27: 我国市场化交易电量及占比（单位：万亿千瓦时，%）	15
图 28: 我国配电网投资历史复盘	15
图 29: 我国历年电网投资金额与结构（单位：亿元，%）	16
图 30: 我国历年配电网投资金额与增速（单位：亿元，%）	16
图 31: 英国国家电网公司五年资本开支计划（单位：亿英镑）	17
图 32: 美国杜克能源五年资本开支计划（单位：亿美元）	17
图 33: 输配电技术工人的培训周期	18
图 34: 美国大型电力变压器产能缺口	18
图 35: 北美四大云服务厂商季度资本开支（亿美元）	19
图 36: 数据中心典型功能区分布图	19
图 37: 数据中心配电房占比面积与机柜功率关系	19

图 38: 数据中心供配电方式演进路线图	20
图 39: 800V HVDC 供配电架构升级路径	20
图 40: AIDC 供配电分阶段单位价值量 (单位: 百万美元/MW)	20
图 41: 800V HVDC 和 SST 市场空间展望 (单位: GW, 亿元)	20
图 42: 公司首例轨交车站 750V 直流配电系统交付	21
图 43: 为光能源公司战略	21
图 44: 为光能源技术实力	21
图 45: 为光能源数据中心型 SST 产品示意图	22
图 46: 为光能源参加 Intersolar Europe 2026	22
图 47: 公司年度营业收入及增速 (百万元, %)	23
图 48: 公司年度归母净利润及增速 (百万元, %)	23
图 49: 公司季度营业收入及增速 (百万元, %)	23
图 50: 公司季度归母净利润及增速 (百万元, %)	23
图 51: 公司年度毛利率、净利率变化情况 (单位: %)	24
图 52: 公司期间费用率变化 (单位: %)	24
图 53: 公司周转情况 (单位: 天)	24
图 54: 公司资本结构与偿债能力 (单位: %)	24
表 1: 公司主要高管	6
表 2: 公司主要产品	7
表 3: 全球主要国家和地区电网投资金额预测 (单位: 亿美元)	17
表 4: 我国高压变压器主要企业介绍	18
表 5: 800V HVDC 供配电演进阶段	21
表 6: 主营业务收入及毛利预测 (单位: 百万元)	26
表 7: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	27
表 8: 公司盈利预测假设条件 (%)	28
表 9: 资本成本假设	29
表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	29
表 11: 同类公司估值比较 (2026 年 7 月 17 日收盘价)	30

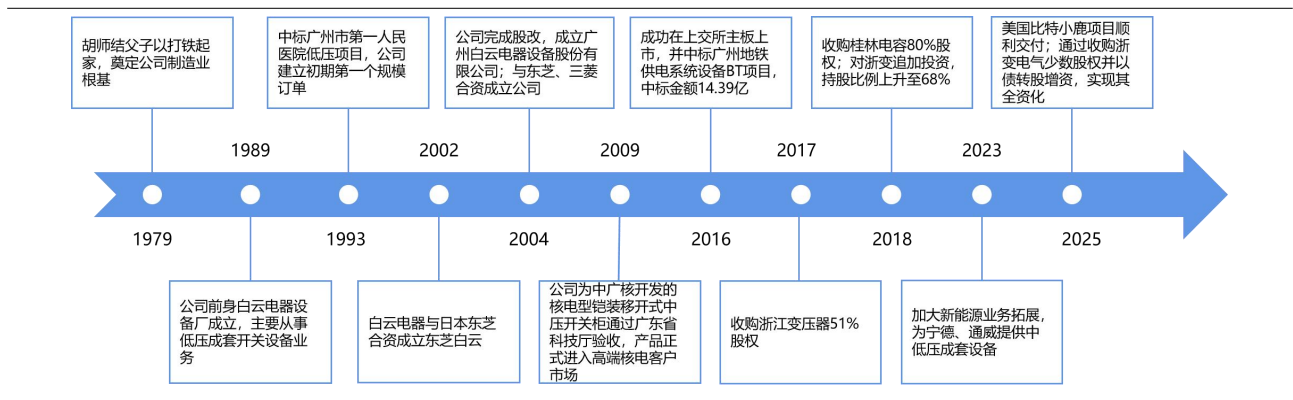
电力设备老牌企业，电容器、变压器表现突出

公司电力设备产品链完整，积极布局海外市场

公司开关设备起家，产品链不断延展。公司前身白云电器设备厂成立于1989年，总部位于广州市白云区，主要从事低压开关设备业务，后产品序列拓展至品类齐全的高、中、低压成套开关设备。公司2016年于上交所上市，后续通过收购浙江变压器、桂林电容拓展变压器、电容器业务，目前已形成完整的电力设备产品链，应用场景由电网、工业、轨交延展至核电、数据中心、新能源等领域。

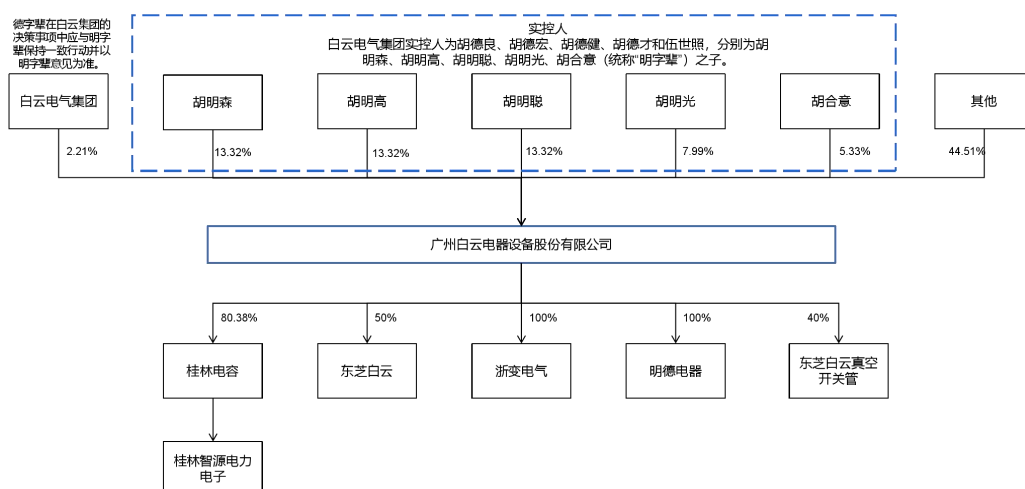
公司为民营企业，胡氏家族五兄妹为实控人。公司实控人为胡氏五兄妹（胡明森、胡明高、胡明聪、胡明光、胡合意）合计持股比例为53.28%，白云电气集团为一致行动人持股2.21%，则胡氏五兄妹合计拥有公司表决权55.49%，股权结构整体较为集中。白云电气集团实控人为胡德良、胡德宏、胡德健、胡德才和伍世照（统称“德字辈”），分别为胡明森、胡明高、胡明聪、胡明光、胡合意（统称“明字辈”）之子。

图1：白云电器发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：白云电器股权结构（截至2026年一季度末）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2月完成董事会换届，上市公司与集团业务协同有望加强。公司董事长以及多位董事、高管在白云集团体系下工作多年，从业经验丰富，对公司业务了解深刻，且对电力设备行业具备深入了解，有助于公司业务开展；此外，公司积极吸收外部优秀人才，已形成专业化人才梯队。2026年2月，公司完成董事会换届，原集团董事长胡德良担任上市公司董事长，同时兼任集团总经理，未来上市公司与集团业务协同有望加强。

表1：公司主要高管

姓名	职务	个人简介
胡德良	董事长	硕学历，现任公司董事长，白云电气董事长、总经理，南京电气董事长；兼任中国电器工业协会副会长、中国真空电子行业协会无源真空器件分会理事长、中欧经济协会副会长、广州市第十六届人大代表、广州市工商业联合会副主席、广州市科技创新企业协会会长、广州民营科技园商会会长。
胡明聪	董事、总经理	本科学历，EMBA，公司创始人之一。政协第九届广州市委员，广州市第十二届人大代表。2004年12月至今担任公司董事、总经理；2002年2月至今担任东芝白云董事长；2004年3月至今担任广州云芝自动化董事长。
王卫彬	董事、副总经理	本科学历，EMBA，工程师。广州市白云区江高镇第十五届人大代表。历任公司产品工艺员、研发工程师、总工程师办公室主任、企业管理办公室副经理、后勤部经理、重大项目部主任、重组办主任、总裁办经理；2、董事会秘书、代财务总监、财务负责人；2021年7月至今兼任桂林电容董事。2020年1月至今担任公司副总经理；2023年2月起担任公司董事。
程轶颖	董事会秘书	本科学历，高级会计师。历任哈药集团制药四厂财务部部长，哈药集团三精制药股份有限公司董事会办公室主任、证券法规部部长、证券事务代表等，哈药集团人民同泰医药董事会秘书。现任公司董事会秘书。
温中华	副总经理、财务负责人	本科学历，EMBA，正高级会计师，注册会计师；广东省科技厅科技咨询专家、广东省财政厅专家、广州市工业和信息化产业发展专家。1997年7月大学毕业后进入公司工作，历任成本会计、预算会计、财务科长、公司财务部副经理兼任企管办副经理、公司财务部经理。现任公司财务部总监、公司副总经理、财务负责人。
叶涛	董事、副总经理	本科学历。历任公司人力资源部科长、商务部经理、市场部经理、行政部经理、粤桂区域销售总监、营销总部总经理助理、副总经理；现任公司副总经理，兼任数字能源事业部总经理、公司营销总部常务副总经理。
曾彬华	副总经理	本科学历，高级工程师。全国高原电工产品环境技术标准化技术委员会委员、广东省科技厅科技咨询专家。1996年7月大学毕业后进入公司工作，历任班长、工艺主管、车间副主任、中压元件产品开发项目经理、监事会主席；现任公司副总经理、技术总监，公司研究所所长、副总工程师。
李伦强	副总经理	EMBA，企业信息化规划师。1991年进入公司工作，历任公司生产部部长、制造部经理、营销总部副经理，营销中心副总经理及商务部部长，华中大区销售总监。现任公司副总经理，供应链中心总监

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：美国比特小鹿 138kV 变压器项目发货



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：孟加拉达卡地区电网系统扩容和升级项目



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司稳步推进全球化布局，高压变压器已交付美国市场。公司整合白云集团内部海外资源能力，通过多种形式拓展海外市场。开关设备方面，公司已完成核电型低压成套开关设备的产品研发，样机得到海外客户认可；电容器方面，桂林电容逐渐积累海外业绩，已完成巴西水电站改造项目、孟加拉电网系统扩容和升级项目的设备交付；变压器方面，浙变电气已签订刚果、泰国芒果、秘鲁、马来西亚等多个海外国家地区项目，已实现美国市场批量订单突破，比特小鹿 138kV 项目完成交付。

公司电力设备产品链完整，应用场景覆盖范围广。公司专注于电力能源领域，拥有完善的电力设备产品链，覆盖“发、输、配、变、用”各个环节，产品电压等级涵盖 0.4kV-1100kV，主要产品包括：高、低压成套开关设备、电力电容器、变压器、智能变电站多种解决方案和运维服务等。公司产品广泛应用于国家电网、南方电网、轨道交通、五大发电集团、重大工业用户、市政、教育、医疗卫生等领域。

表2：公司主要产品

类别	细分类别	主要应用领域	产品图示	
高压成套开关设备	气体绝缘金属封闭开关设备（GIS）	广泛应用于 126kV-252kV 输变电、发电、冶金、化工等 领域，GIS 的运行条件覆盖了高海拔、干旱、高温、高湿、 高寒等环境，能在恶劣环境下可靠运行	 ZF36-252kVGIS	 YB 系列(通用型)箱变
	气体绝缘金属封闭开关设备（C-GIS）	广泛用于 12kV-40.5kV 电力、冶金、化工、电气化铁道等场所，		
	金属封闭开关设备	广泛用于 12kV-40.5kV 电网、配网、工矿企事业单位、楼宇配电等，在电能输送过程 中实现控制、保护、监测	 SF6 全绝缘环网开关设备	 环保气体绝缘环网开关设备
	环网开关设备	广泛应用于 12kV-40.5kV 三相交流 50Hz 户内成套配电系统；应用于工矿企业，高层建筑，住宅小区，公园等配电系统		
	箱式变电站	广泛应用于城市轨道交通建设、大型建筑物、石油采矿、 大型工矿企业、新能源等场 所的供电及配电系统		
低压成套开关设备	低压成套 产品(自主品牌)	广泛用于轨道交通、新能源及传统能源、工业终端、核电 厂等行业的供电配电系统	 MNS Energin 低压成套开关设备	 BWL、GCL、GCK、GCS、 低压成套开关设备
	低压成套 产品(授权品牌)	广泛用于轨道交通、高端商业中心、数据中心、电子 厂 房等行业的供电配电系统		
	直流牵引开关设备	主要应用于重轨交通、城市 地铁、有轨电车、单轨铁 路，可满足不同系统直流电力供 应的控制和保护要 求		
	配电箱	广泛用于民用建筑、工矿企业、商住写字楼、污水处 理 厂发电厂、变电站、工矿企业、城网、农网改造、 各类 终端配电		
	母线槽	广泛应用于通信、轨道交通、配网、工业厂房、高层 建筑 军事指挥等消防设施的配电 系统		
电力电容器	全膜电容器	用于工频电力系统提供无功功率，提高系统的功率因 数， 降低线路损耗、滤除谐波，同时提高系统电压的 稳定性 和传输能力	 BAM 系列并联电容器	 AAM 系列交流滤波电容器
	金属化膜电容器	用于工频电力系统，用于补偿工频电力系统的感性无 功 功率，以提高功率因数，改善供电质量，降低线路 损耗		
	电力电容器成套装置	用于高压输配电系统中，补偿系统无功功率,提高功率 因 数,降低线路损耗和改善电能质量；滤除交直流系 统谐波，为电力系统提供保护信号及 作为计量设备 用		
变压器	油浸式变压器	广泛应用于发电、输变电和 大型厂矿企业变电站，高 速铁路牵引变电所等电力系统	 S35-500kV 电力变压器	 SCB 系列干式配电 变压器
	环氧浇注干式变压器	广泛应用于电力、建筑、居民、厂矿等各行业配电系 统， 以及地铁、轻轨及铁路的牵引供电系统		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司电力设备产品产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成套开关设备：公司主要产品包括组合电器（GIS）、箱变、低压成套开关设备、配电箱、母线槽等。在电网领域，公司持续深耕两网市场，已连续为两网提供服务二十余年，220kV 组合电器于 2025 年首次突破国网市场，低压开关已跻身行业前列；轨交领域，公司业务版图拓展至国内 37 个城市；能源领域，公司不断深化与能源行业头部企业合作，宁德时代、华能集团、远景能源等客户项目持续落地，并积极参与五大六小新能源项目框架集采。公司成套开关设备业务由母公司经营。

解决方案：主要包括智能变电站、智能配网、轨道交通、一站式智慧电力能源、电能质量治理、智慧水务、数据中心、低压智能配电、数字化工厂等解决方案。

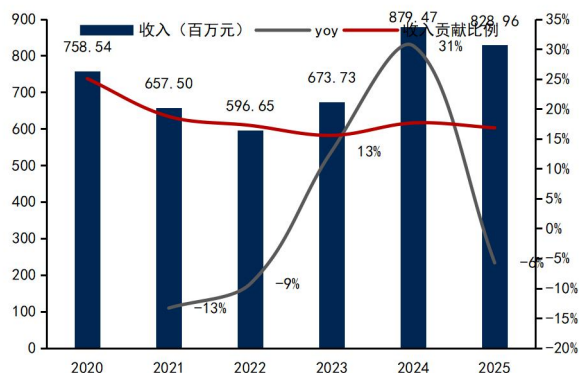
子公司桂林电容行业地位领先，利润贡献约 50%

电力电容器：公司主要产品包括并联成套装置、电容式电压互感器、滤波成套装置、金属化膜电容器等。公司控股子公司（持股 80.38%）桂林电容在国内电容器、互感器产品市场份额保持领先，已完成成都东、天津南、陇东—山东、哈密—重庆等特高压工程设备交付、现场安装调试等工作，核心项目交付准时率保持在行业领先水平；公司并全力推进干式电容器技术研发及批量产能提升，强化柔直领域布局。

桂林电容是电容器业务主体，净利润占比超 50%。公司控股子公司桂林电容是国内电容器行业龙头企业，已具备全球规模较大、设备先进的电容器生产基地。2020-2025 年桂林电容营业收入从 7.59 亿元稳步增长到 8.29 亿元，CAGR 为 2%；净利润从 0.72 亿元稳步增长到 1.11 亿元，CAGR 为 9%。

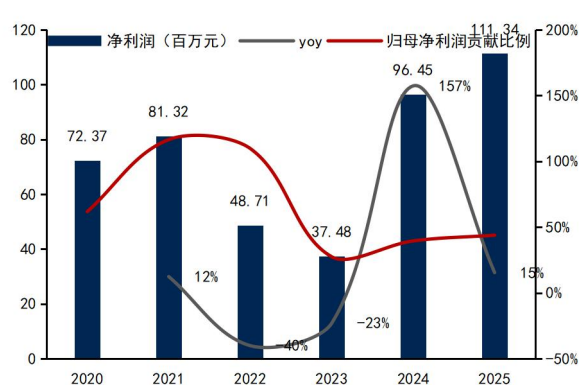
桂林电容行业地位领先，多次获得国家科技进步奖。桂林电容创建于 1967 年，前身为桂林电力电容器总厂，2006 年改制成为白云电气集团子公司，2017 年被白云电器收购。公司主要产品实现电压等级全覆盖，超/特高压电力电容器产品技术领先。公司参与了目前全部在建、在运的特高压工程，是我国特高压电力电容骨干企业，也是电容器行业唯一于 2009、2012、2017 年三获国家科技进步奖的电容器专业制造商。

图6: 桂林电容年度营业收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: 桂林电容年度净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 桂林电容特高压运行案例（向家坝-上海±800kV 特高压直流输电工程）

向家坝-上海±800kV特高压直流输电工程复龙换流站：交流滤波电容器



资料来源：桂林电容公告，国信证券经济研究所整理

图9: 桂林电容特高压运行案例（溪洛渡-浙江±800kV 特高压直流输电工程）

溪洛渡-浙江±800kV特高压直流输电工程苏州换流站：交流滤波电容器



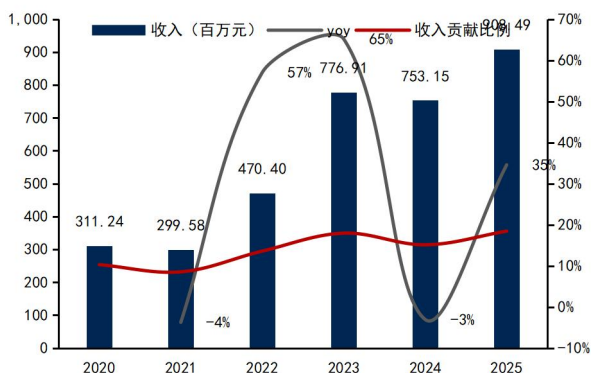
资料来源：桂林电容公告，国信证券经济研究所整理

子公司浙变电气扭亏为盈，已实现美国主变批量出海

变压器：包括 750kV 及以下油浸式电力变压器、特种变压器、干式变压器、新能效节能型变压器等。控股子公司浙变电气聚焦国内电网、新能源、数据中心等市场及海外市场，持续提升变压器产品的市场竞争力。浙变电气已实现 220kV 产品通过南网审核，已在国网多省供货，并持续中标储能升压站、储能一体机、新能源风光发电主变项目，参与国内多个超大规模新能源基地项目建设。海外市场方面，美国业务实现突破，2025 年比特小鹿项目实现顺利交付。

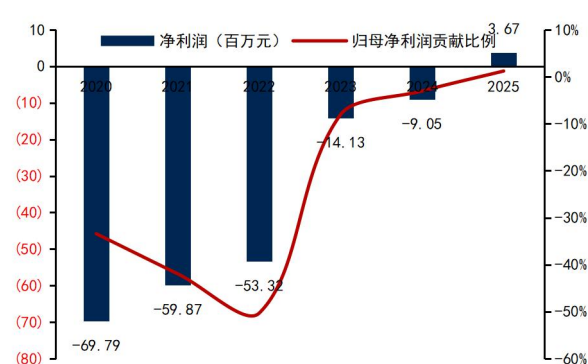
浙变电气是变压器业务主体，2025 年扭亏为盈。浙变电气前身为卧龙电气集团浙江变压器有限公司，成立于 2009 年，2017 年被公司收购重组，成为公司变压器业务主体，2025 年末成为公司全资子公司。收购以来，公司业务规模稳健增长，产品电压等级持续提升，规模效应带动下逐年减亏。2020-2025 年浙变电气营业收入从 3.11 亿元稳步增长到 9.08 亿元，CAGR 达 24%。2025 年浙变电气实现净利润 0.04 亿元，实现扭亏。

图10: 浙变电气年度营业收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 浙变电气年度净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

浙变电气客户矩阵丰富，海外布局领先。公司变压器年产能达 3500 万 kVA，是国家电网、南方电网、“五大六小”发电集团、广州地铁等城市轨道交通企业重大项目核心供应商，也是华为、宁德时代变压器产品核心战略供货方，产品遍布全国并远销美国、阿根廷、德国、西班牙、俄罗斯、塔吉克斯坦、约旦、印尼、南非等 50 余个国家。

图12: 浙变电气美国德州 130MVA 变压器扩建项目产品



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

图13: 浙变电气美国德州 130MVA 变压器扩建项目产品



资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

美国市场持续突破，已形成全链条解决方案能力。2026 年上半年，公司再度中标美国两大重点电力项目，斩获 8 台大型电力变压器订单，代表公司在美国市场从“破局进入”到“规模落地”。公司已打造“DDP 交付+现场安装调试”一站式解决方案，为客户提供从产品设计制造到海外现场安装调试的全链条服务。

成套设备稳健增长，电容器、变压器业务快速成长

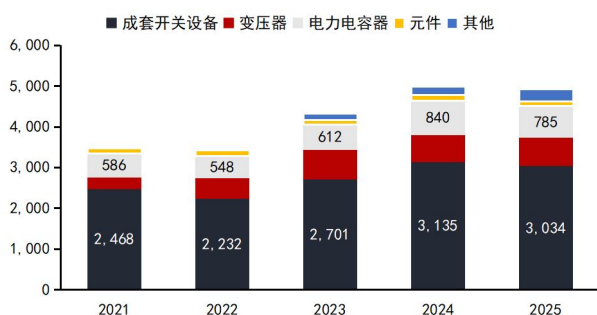
开关设备业务保持稳健增长，收入占比约为 60%。受益于电网投资稳定增长、公司轨交业务优势地位以及新能源市场的持续开拓，公司成套开关设备业务稳定增长，2025 年公司成套开关设备业务实现营收 30.34 亿元，为公司收入最大来源，占比 62%。

特高压带动电容器需求持续增长，柔直领域国产化加速。“十四五”期间我国特高压工程建设进度不及预期，公司电容器增速受到一定压制；展望“十五五”，我们预计特高压建设有望提速。2023 年以来，柔性直流技术在特高压、海风送出等领域陆续实现应用突破，带动高价值量支撑电容需求，目前支撑电容仍以进口

为主，公司作为电容器龙头企业有望在国产化趋势下受益。

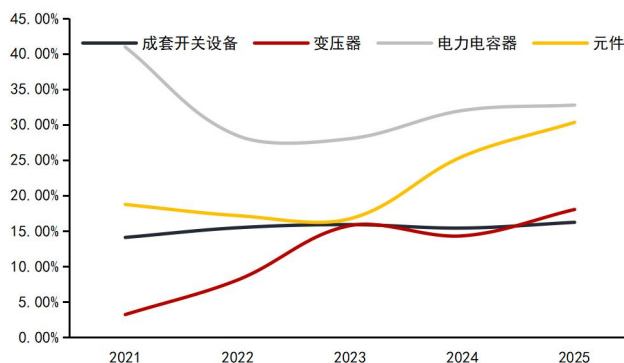
全球高压变压器供给依然吃紧，公司变压器业务快速成长。AI 时代驱动下，海外数据中心建设规模大幅增长，由于变压器扩产周期、人力培训周期长，且高度依赖成熟供应链，海外变压器尤其是高压变压器供需持续吃紧。公司已实现美国高端市场突破，并进入东南亚、非洲、拉美等市场。

图14: 公司产品营收结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 公司产品毛利率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

开关设备毛利率保持稳定，电容器毛利率维持高位，变压器毛利率走出低谷。2021年以来公司多措并举应对复杂环境，开关设备业务毛利率保持相对稳定。电容器业务受益于高毛利优质项目占比提升和公司高端化定位，毛利率自2022年以来呈上升态势。变压器业务受产能、设备改造和人员培养影响，2022年以前显著低于行业均值，2023年以来随着设备人员磨合的逐步成熟，毛利率实现快速增长。

集团业务覆盖发输变配用全环节，海外已形成体系化布局

白云集团股权集中，实控人为胡氏家族“德”字辈。集团实际控制人为胡氏家族，由胡德良、胡德宏、胡德健、胡德才和伍世照胡氏家族“德”字辈五人持股集团股份100%，“德字辈”为胡氏家族三代，是白云电器实控人“明”字辈后代。

白云集团专注电气行业四十余载，业务版图持续丰富走向多元化发展。白云电气集团于1996年正式成立，目前产品及服务涵盖清洁能源发电、柔性输电、智能变配电、智慧用电等环节。公司亦前瞻布局前沿领域，集团旗下拥有南京电气、为光能源、荣信汇科等优质企业。

集团海外业务布局多年，已形成体系化实力。集团高度重视海外业务，目前已在150多个国家形成销售业绩，拥有7个海外分公司和办事处、1个海外生产基地、2个海外研发中心，拥有国际销售和服务人员超1000人。

“十五五”内需坚挺，主网与配网需求共振

新型能源体系建设提速，两网投资规模预计达到 5 万亿

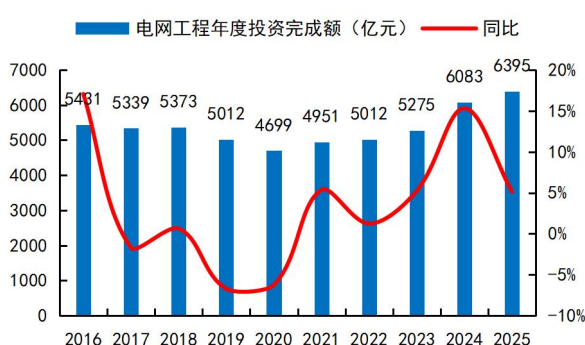
“十四五”期间电源投资保持高增态势，而电网投资略有滞后。“十四五”以来我国新能源装机快速增长，20-25 年电源投资完成额 CAGR 高达 27%。2022 年以来“两网”积极加大电网投资建设力度，2024 年电网投资迎来交付端拐点，当年投资完成额高达 6083 亿元，创历史新高。2025 年全国电网工程投资完成额 6395 亿元，同比+5%，电源工程投资完成额 1.73 亿元，同比+48%。

图16：我国电源工程年度投资完成额及同比增速（亿元，%）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图17：我国电网工程年度投资完成额及同比增速（亿元，%）

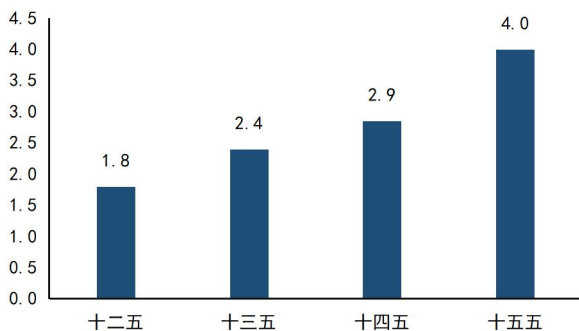


资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

“十五五”新型能源体系规划建设规划发布，非化石能源依然是发展重心。2026 年 6 月，国家发改委、能源局印发《新型能源体系建设“十五五”规划》，计划风电和太阳能发电装机比重超过 50%，非化石能源发电量占比达到 50%。

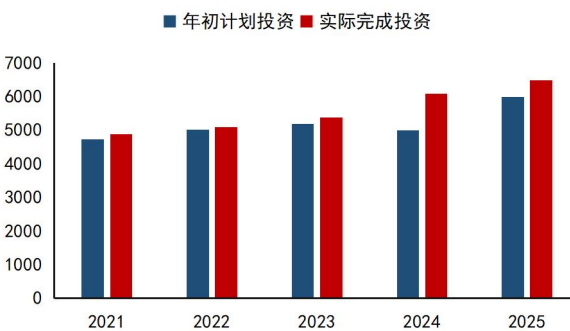
“十五五”两网投资规模约 5 万亿，特高压、配网和数字化是重要方向。2026 年 1 月 15 日，国家电网公司表示，“十五五”期间，国网公司固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，再创历史新高，继续发挥国民经济“稳定器”和“压舱石”的作用。从投资方向看，国家电网公司将围绕特高压外送通道建设、配网建设、微电网、电网数字化等方向展开。此外，南方电网“十五五”期间投资规模有望达万亿。

图18：国家电网公司固定资产/电网投资规模汇总（单位：万亿元）



资料来源：国家电网公司，国信证券经济研究所整理 注：固定资产投资规模略高于电网投资规模，取近似值

图19：国家电网公司电网投资年初计划和实际完成规模情况（单位：亿元）



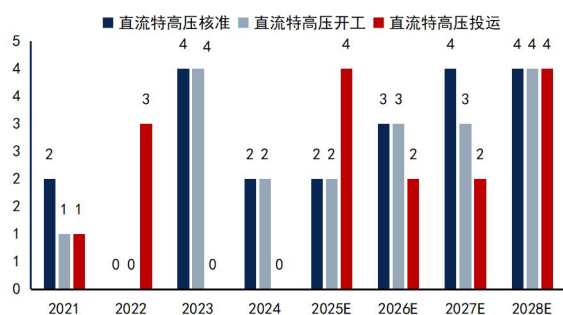
资料来源：国家电网公司，国信证券经济研究所整理

“十四五”国网实际投资金额超规划 30%，“十五五”有望再创超出目标。根据国家电网报，2025 年国家电网完成固定资产投资超 6500 亿元。假设 2026 年国家电网完成固定资产投资 7000 亿元，同比+8%，则 2026-2030 年固定资产投资规模 CAGR 为 7%。“十四五”初期，国家电网规划投资金额约为 2.2 万亿，实际投资完成约为 2.9 万元，超出目标 30%以上；我们认为，“十五五”期间国家电网实际投资规模有望再创超过初定目标。

主网与特高压依然是重点方向，公司多类产品有望受益

特高压仍然是“十五五”期间电网投资重要方向。特高压直流是点对点远距离送电主要方式，直流跨区送电占比的持续提升给主要受端区域电网稳定性带来新的压力，需要进一步强化交流主网架建设、提升外来电接纳能力，特高压直流、交流有望迎来需求共振。我们预计，“十五五”期间有望保持每年 3-4 条特高压直流和 2-3 条特高压交流的核准与开工。

我国特高压直流项目开发节奏预测（单位：条）



资料来源：国家能源局，国家电网公司，南方电网公司，国信证券经济研究所整理与预测

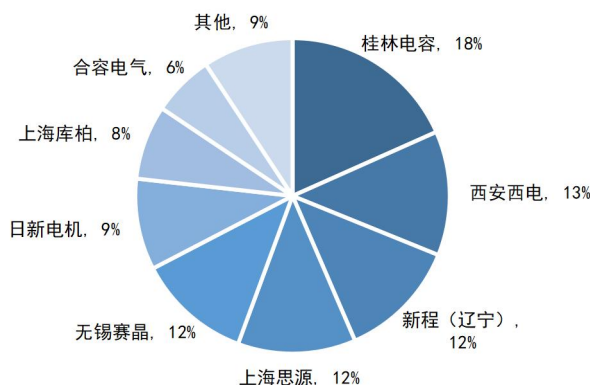
图20：我国特高压交流项目开发节奏预测（单位：条）



资料来源：国家能源局，国家电网公司，南方电网公司，国信证券经济研究所整理与预测

多场景需求迎来拐点，带动柔性直流技术进入应用爆发期。随着新能源渗透率的持续提升，柔直在特高压直流中的占比将持续提升；凭借更好的经济性，柔直将成为远距离海上风电项目送出的主要方式；“背靠背”直流输电具有异步联网、故障隔离、电力互济、限制短路电流等作用，新能源占比持续提升背景下需求乐观。

图21：桂林电容在特高压直流项目市占率统计

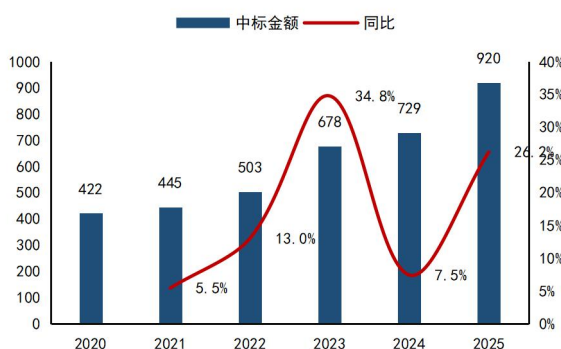


资料来源：国家电网公司，国信证券经济研究所整理 注：2023 年以来部分项目统计

桂林电容特高压份额领先，积极推动核聚变等场景应用。据我们不完全统计，2023年以来，桂林电容在特高压直流电容器招标中市场份额约为18%，位列行业第一。2026年1月，公司电容器业务主体桂容公司与合肥综合性国家科学中心能源研究院签约共建高倍率储能器件及高性能装备联合实验室，实验室将聚焦为核聚变等前沿能源领域提供关键储能支持。

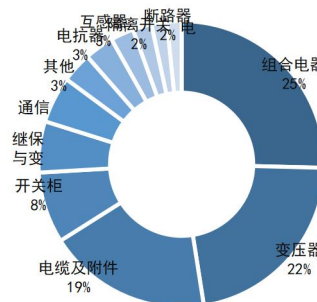
主网设备招标规模持续增长，公司变压器和组合电器份额有望增长。2020年以来，国网主网设备招标呈现持续高增态势，2025年中标金额高达920亿元，20-25年CAGR高达17%。展望“十五五”，我们预计国家电网主网设备招标将保持增长态势。从产品结构看，组合电器、变压器分别占据中标规模前两名，合计占比45%-50%，是主网设备采购的核心。浙变电气作为主变行业新进入者，持续推动网内市场导入；此外，公司持续发力组合电器产品，未来市场份额有望实现增长。

图22：国网输变电设备统招历年中标金额（单位：亿元，%）



资料来源：国家电网公司，Data 电力，国信证券经济研究所整理

图23：2025年国网输变电设备统招中标金额结构（单位：%）

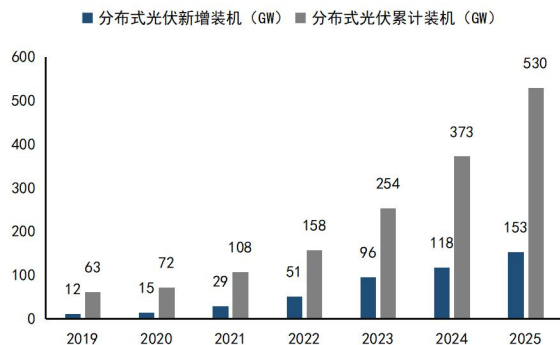


资料来源：国家电网公司，Data 电力，国信证券经济研究所整理

新要素、新业态重塑底层逻辑，配网建设有望迎来景气周期

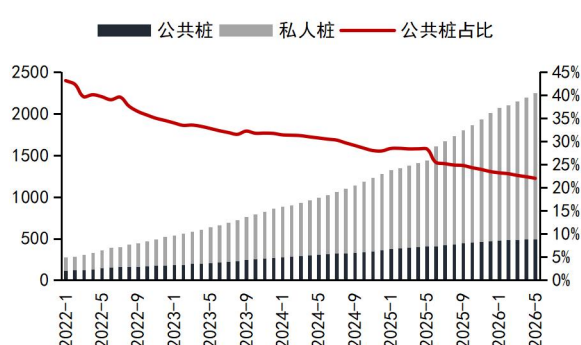
分布式新能源快速增长，消纳需求迫切。2021年，我国启动分布式光伏“整县推进”。分布式光伏快速发展给消纳造成较大压力，同时带来功率反送、配变过载、电压越限等一系列问题。2023年以来，我国多地宣布暂缓或停止分布式光伏项目备案。根据《新型能源体系建设“十五五”规划》，2030年力争具备承载9亿千瓦分布式新能源接入能力。

图24：我国分布式光伏装机情况（单位：GW）



资料来源：国家能源局，CPIA，国信证券经济研究所整理

图25：我国充电桩保有量情况（单位：万台，%）



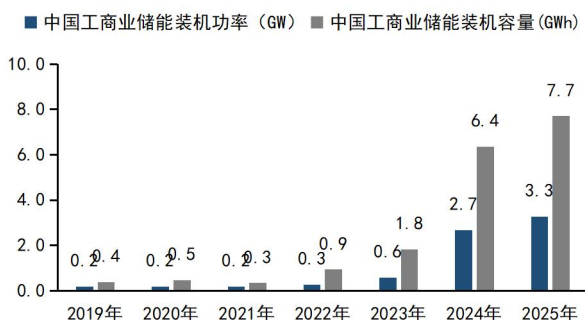
资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

充换电设施快速发展，对配网安全稳定造成影响。2021年以来，我国充电桩、充

电站快速发展，同时呈现公用桩和私有桩共振。充电设施的快速发展对配电网短时电力供需造成压力，目前主要通过分时电价方式缓解，但受用户充电习惯刚性等因素影响作用有限。此外，超充、闪充的不断普及对电网承载能力、安全性等方面提出更高要求。

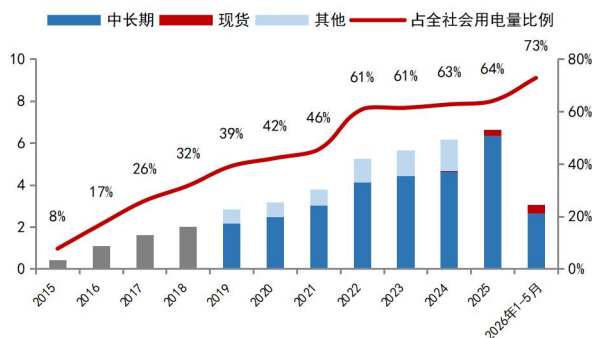
工商业储能快速发展，是资源也是挑战。近年来我国工商业储能发展迅速，2023 年新增装机容量达 4.77GWh，同比+414%。工商业用电具有较高的调节灵活性，且由于单体负荷远大于居民和农业用电，参与电力交易和系统调节具有突出的规模优势，而储能是在不影响工商业正常生产经营前提下实现灵活性的关键配置。然而，工商业储能的接入对于配网调度运行、安全稳定和信息交互提出了挑战。

图26：我国工商业储能当年新增装机容量（单位：GW，GWh）



资料来源：CESA，国信证券经济研究所整理

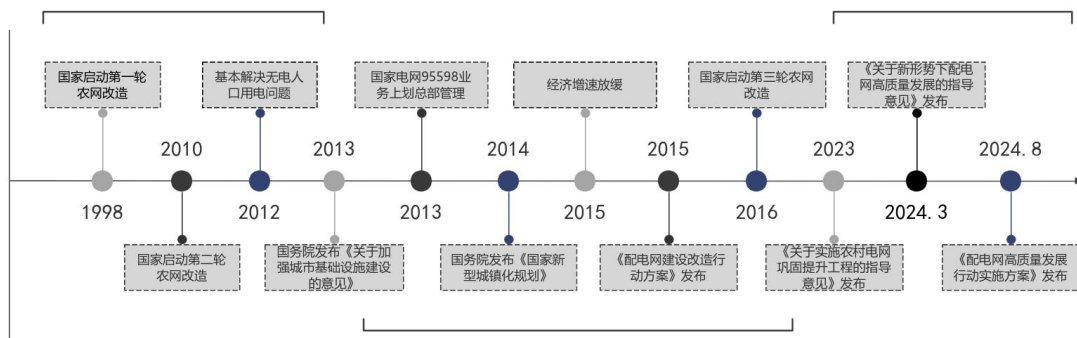
图27：我国市场化交易电量及占比（单位：万亿千瓦时，%）



资料来源：中电联，国家能源局，国信证券经济研究所整理

电力市场化持续推进，颠覆传统配网运行模式。2021 年以来市场化交易电量占比持续提升，新能源已全面入市，发电侧波动性、随机性持续增强，用电负荷必须匹配发电侧特性，用电侧将逐步从“按需用电”向“按价用电”转变。用电侧电力交易、虚拟电厂、需求侧响应等新模式使得用户与配网发生复杂、高频的能量、数据和指令交互，重构配电网运行逻辑。

图28：我国配电网投资历史复盘

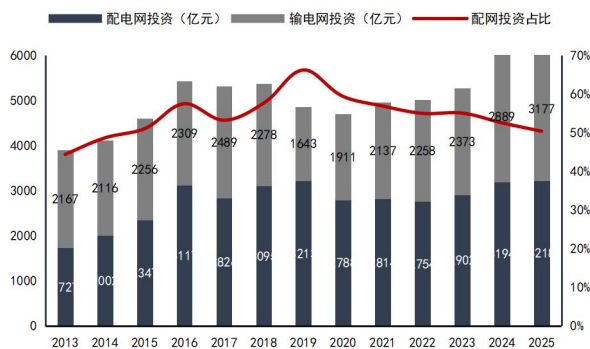


资料来源：中电联，国务院办公厅，国家发改委，北极星电力网，中国电力报，国信证券经济研究所整理

配电网投资有望进入新一轮景气周期。我国配电网发展可以分为 1998-2012 年、2013-2019 年、2023 年至今三轮周期，第一周期通过两轮农网改造基本解决无电人口用电问题，第二周期在城镇化、供电可靠性提升、稳增长、第三轮农网改造共同带动下迎来投资爆发式增长，13-16 年配网投资额 CAGR 高达 22%，电网投资占比从 44%提升至 57%。2023 年以来，《关于新形势下配电网高质量发展的指导

意见》、《配电网高质量发展行动实施方案》等重磅文件陆续出台，配网有望迎来新一轮景气周期。从具体方向看，我们预计配电网感知能力提升、边缘计算能力提升、变压器能效提升、继保升级改造等领域将迎来较快增长。

图29: 我国历年电网投资金额与结构（单位：亿元，%）



资料来源：国家能源局，中电联，国信证券经济研究所整理

图30: 我国历年配电网投资金额与增速（单位：亿元，%）



资料来源：国家能源局，中电联，国信证券经济研究所整理

海外 AIDC 投资高增，中国电力设备出海迎来新机遇

海外电力设备景气度持续，变压器供需持续吃紧

多重因素推动电力投资高增，AIDC 加剧电力设备供需紧张。2021 年以来，受全球新能源装机快速发展、老旧设备更新换代、极端天气频发、欧美国家制造业回流、新型市场用电需求快速增长等因素带动，全球电力设备供需持续吃紧。2024 年以来，AIDC 配套需求的快速增长进一步提振电力设备需求景气度。

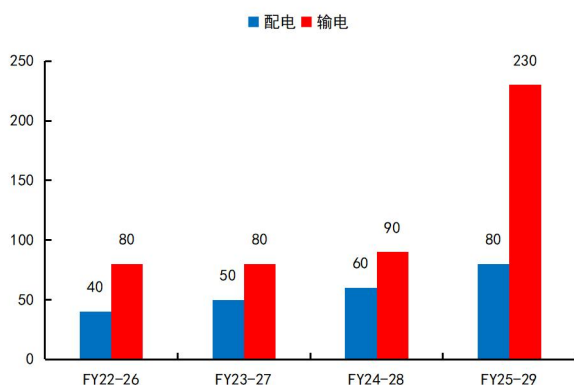
全球电网投资将保持较快增速，美国和中国是两大电网投资来源。根据 IEA，2016-2022 年全球电网年均投资总额约为 3100 亿美元，预计 2023-2030 年全球电网年均投资额将提升至 5,000 亿美元，到 2030 年接近 8,000 亿美元，CAGR 高达 12.6%。根据 BNEF，美国和中国依然是全球电网投资两大来源，2025 年占全球电网投资分别为 24%和 20%。25-27 年美国和中国电网资本开支 CAGR 分别为 6%和 14%，25-27 年英国电网投资将从 110 亿美元大幅增长至 230 亿美元。25-27 年欧盟其他国家、亚太其他地区、欧洲其他地区/中东/非洲、美洲其他地区电网投资 CAGR 分别为 15%、7%、10%和 9%。

表3: 全球主要国家和地区电网投资金额预测（单位：亿美元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
美国	720	760	800	930	1050	1150	1220	1280
中国	710	760	740	750	840	960	1100	1240
德国	110	120	120	190	270	360	350	350
英国	70	50	70	80	90	110	190	230
欧盟其他国家	340	400	390	420	450	520	620	690
亚太其他地区	530	540	580	620	630	730	750	830
欧洲其他地区、中东和非洲	320	340	340	350	500	620	650	750
美洲其他地区	210	250	280	270	290	330	370	390
合计	3000	3230	3320	3580	4110	4790	5250	5770

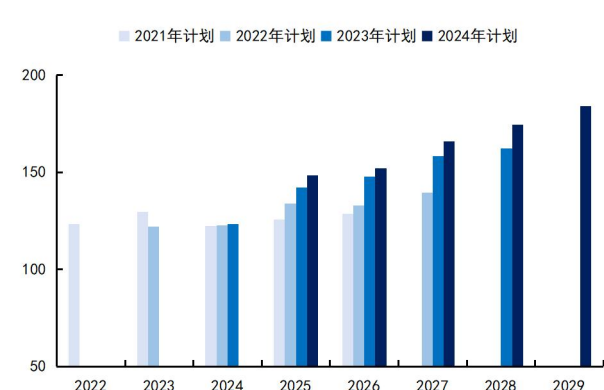
资料来源：BNEF，国信证券经济研究所整理

图31: 英国国家电网公司五年资本开支计划（单位：亿英镑）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：仅包含英国本土资本开支

图32: 美国杜克能源五年资本开支计划（单位：亿美元）



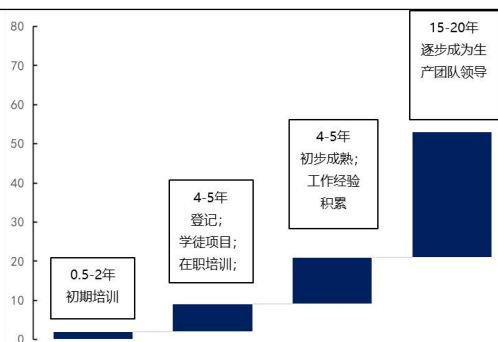
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：包括发电、电网、天然气等业务

海外公用事业企业持续上修资本开支计划。英国最大输电网公司英国国家电网公司计划 2025-2029 年资本开支达 600 亿英镑，较 2020-2024 年的 330 亿英镑实现

接近翻倍增长。南方电力公司和杜克能源是两家美国头部公用事业企业，2021 年以来两家公司持续上修五年滚动资本开支计划；其中 2026 年最新资本开支预算已分别上修至 155 亿美元和 149 亿美元，较最初版预算分别上修 91%和 18%。

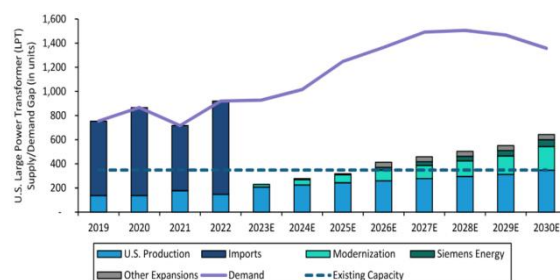
海外主变产能依然吃紧，供应链问题依然存在。配电生产自动化程度相对较高，2023 年以来海外变压器企业陆续扩产，当前供需紧张有所缓解；而主变生产具有小批量、高度定制等特点，生产过程高度依赖成熟劳动力，而成熟工人的培养往往需要 4-5 年的周期，因此当前海外产能依然吃紧。此外，海外分接开关、套管等核心组件企业扩产谨慎，当前仍然是制约变压器交付周期的关键因素。

图33: 输配电技术工人的培训周期



资料来源: Bernstein Analysis, 国信证券经济研究所整理

图34: 美国大型电力变压器产能缺口



资料来源: Bernstein Analysis, BNEF, 国信证券经济研究所整理

全球高压变压器竞争格局集中，东亚企业承接大量外溢订单。由于较高的技术和客户壁垒，全球高压变压器竞争格局较为集中。欧美市场中，传统电力设备三巨头（日立能源（原 ABB）、西门子能源、GE Vernova）仍占据主要市场份额。2023 年以来，包括三菱、东芝、晓星、现代电气等在内的日韩领先企业海外业务快速增长。国内方面，高压变压器传统优势企业包括特变电工、中国西电、保变电气、山东电工等，市场格局集中，成长性企业包括思源电气、金盘科技等。

表4: 我国高压变压器主要企业介绍

公司名称	股票代码	企业性质	公司概况
特变电工	600089.SH	民营企业	国内全品类变压器龙头企业，特高压领域市场份额领先，变压器产业链布局完整。海外营收 127 亿元，产品已大量出口至一带一路国家和欧美市场，已有印度、墨西哥产能，正在沙特推动本地化布局。
中国西电	601179.SH	央企	中国电气装备集团旗下企业，特高压变压器龙头企业，拥有国家级综合试验平台，具有变压器+GIS+换流阀解决方案能力，2013 年与 GE 建立战略联盟。海外营收 44 亿元，产品已出口至一带一路国家和欧美市场，在埃及、印尼已有合资产能。
保变电气	600550.SH	央企	中国电气装备集团旗下企业，国内高压变压器头部企业，大型核电、火电领域市占率绝对领先。海外营收 4 亿元，产品已出口至东南亚、中东等地。
山东电工	未上市	央企	中国电气装备集团旗下企业，国内高压变压器市场份额领先，高压特种变压器布局领先。公司产品已出口至中亚、拉美、澳洲、欧洲等地。
江苏华鹏	未上市	民营企业	国内高压、超高压变压器头部企业。海外营收约 60 亿元，收入占比达 60%，已成为北美、欧洲超高压电压主流变压器供应商，北美变压器十大品牌中唯一入选的中国企业，2025 年实现美国首台 765kV 变压器交付。
思源电气	002028.SZ	民营企业	国内电力设备民营龙头企业，2018 年通过收购常州东芝正式进入变压器领域，公司主打高压变压器产品且主要面向海外市场。海外营收 58 亿元，依托东芝技术和品牌实现快速突破，产品已出口至一带一路国家和欧美市场，2025 年高压变压器形成美国市场批量突破。
金盘科技	688676.SH	民营企业	国内干式变压器龙头企业，北美干式变压器头部企业，近年来积极推动高压变压器产品布局。海外营收 23 亿元，深耕美国市场三十年，高压变压器已形成大批量订单和交付，已有美国、墨西哥、马来西亚产能。

资料来源: 各公司公告, 各公司官方网站, 国信证券经济研究所整理 注: 海外营收取 2025 年年度数据

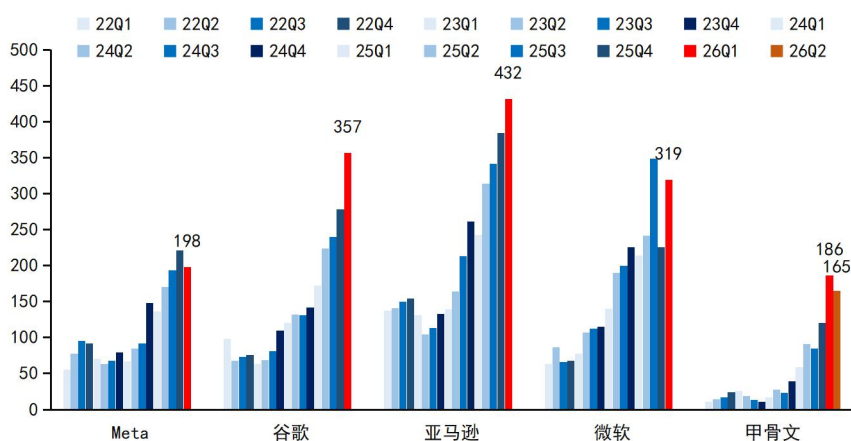
美国主变交付持续吃紧，中国企业陆续进入美国市场。根据伍德麦肯兹，当前进口占美国电力（高压）变压器供应量的 80%。2021 年以来，美国各类变压器交付周期持续延长；截至 2025 年二季度，美国大型电力变压器交付周期约为 2-3 年，发电升压变压器交付周期约为 3 年。受 AIDC 需求带动，美国主变需求持续旺盛，

而欧美三巨头扩产谨慎且进度滞后，中国企业已快速导入美国市场。

海外云厂资本开支快速增长，高压直流供电进入应用拐点

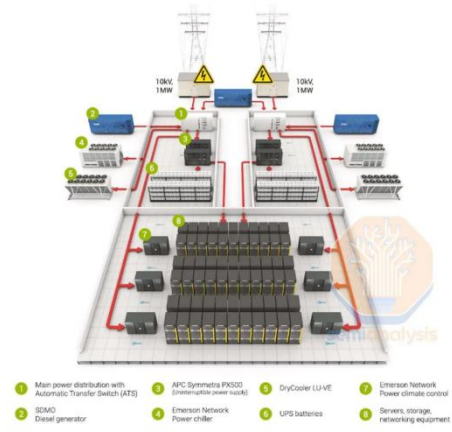
北美云厂资本开支持续高增，电力设备是重要项目。2024 年以来，北美主要云厂持续上修资本开支以用于大模型、算力中心、自研芯片等领域的投资。根据当前指引，2026 年北美四大云厂资本开支有望实现 50%-100% 的增长，维持高增态势。在 AIDC 资本开支中，电力设备约占整体投资的 5%，投资强度约为 25-30 亿美元/GW。

图35：北美四大云服务厂商季度资本开支（亿美元）



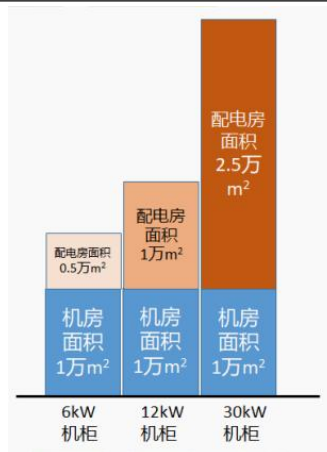
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：数据中心典型功能区分布图



资料来源：Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

图37：数据中心配电房占比面积与机柜功率关系



资料来源：ODCC，国信证券经济研究所整理

服务器功率持续提升，供配电占地面积成比例放大。随着服务器机架功率的持续提升，若供配电系统仍采用传统架构，则数据中心配电房占地面积几乎与服务器机架功率呈比例放大。减少数据中心供电系统的占地面积、提高数据中心空间利用率和土地资源利用率已经成为数据中心建设的重要指标。根据 ODCC 测算，在机房面积为 1 万 m² 的场景下，单机柜功率若从 6kW 提升至 30kW，则配电房面积将从 0.5 万 m² 提升至 2.5 万 m²，配电房将侵占数据中心大部分土地空间。

效率和供应链也是 AIDC 的重要考量因素。随着服务器功率的提升，AIDC 用电量

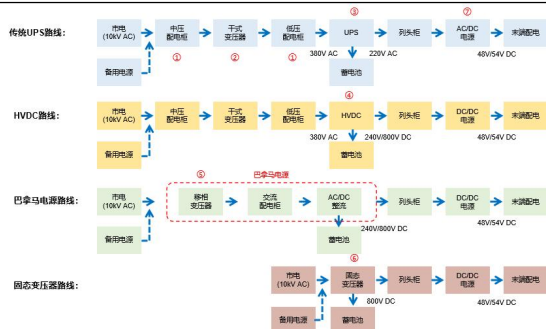
将快速提升，与传统数据中心相比，供配电链路效率对于项目经济性具有显著影响，提升效率成为 AIDC 的重要要求。此外，铜价持续上涨背景下“硅进铜退”也成为长期降本的发力方向。

供配电架构将从交流向直流升级，HVDC 具有效率高、占地小的优势。HVDC 与 UPS 相比省去逆变环节，整流后直接给 IT 设备供电，缩短供电链路，提供系统效率。在 AI 数据中心对能耗、供电可靠性、占地面积要求不断提升的背景下，HVDC 有望在新建 AIDC 中逐步替代 UPS。

AIDC 供配电升级循序渐进，遵循 sidecar-集中式 hvdc-sst 路径。从供配电方式的进化方式看，升级供电架构和提高供电电压是两大主要途径。未来 AIDC 供配电架构升级将分阶段展开：sidecar-HVDC、集中式 hvdc、SST，而 HVDC 供电电压将从 240V 提升至 800V。2026 年下半年，英伟达 Verin Rubin 平台将正式量产，届时将开始正式配套 800V HVDC 方案。

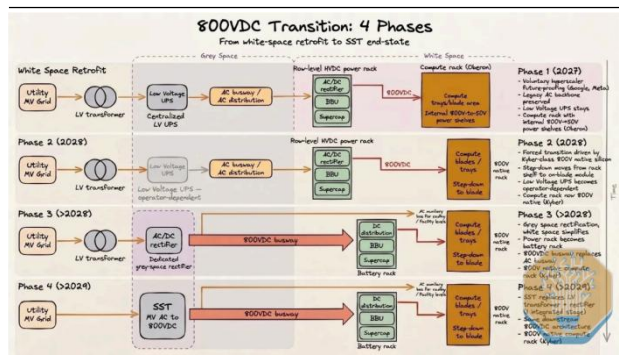
公司直流配电架构技术成熟，已应用于轨交、光储等场景。2022 年以来，公司持续深耕 750V 直流配电完整解决方案，已用于轨交、光储、园区等场景。2025 年底，公司 750V 直流配电系统在广州地铁实现应用，实现全国轨交场景首个应用落地，公司提供了包括智能塑壳断路器、直流电源柜等在内的系列产品，构成了覆盖直流配电关键设备的完整生态。未来，公司高压直流配电技术和应用经验有望应用于 AIDC 等场景。

图38：数据中心供配电方式演进路线图



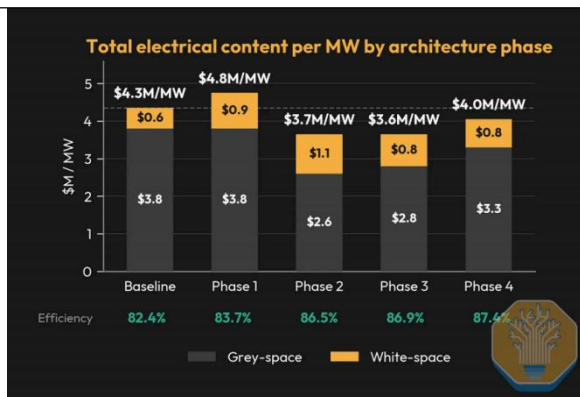
资料来源：台达官方公众号，中恒电气官方公众号，知乎，Tech Insights，国信证券经济研究所整理

图39：800V HVDC 供配电架构升级路径



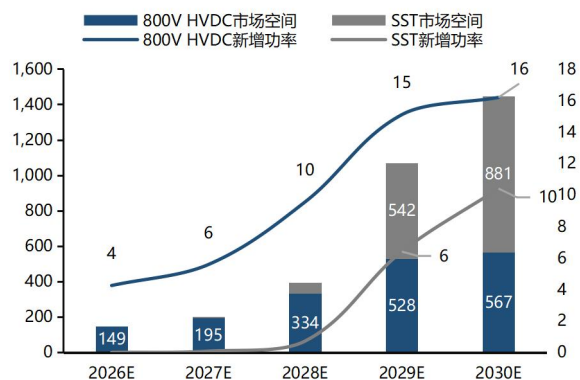
资料来源：Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

图40：AIDC 供配电分阶段单位价值量（单位：百万美元/MW）



资料来源：Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

图41：800V HVDC 和 SST 市场空间展望（单位：GW，亿元）



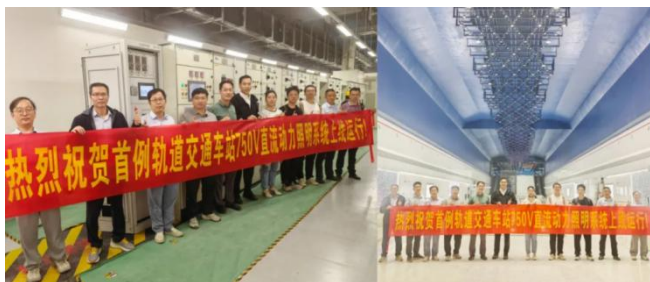
资料来源：Semi Analysis，国信证券经济研究所整理

表5: 800V HVDC 供配电演进阶段

阶段	应用时间	主要架构	主要特征
阶段一	2026/2027	UPS+边柜 HVDC	主要在白区开展改造, 通过 sidecar 边柜方式在服务器旁进行 AC-DC 转换, 原有变压器、UPS 等设备不变
阶段二	2027/2028	边柜 800V HVDC	800V HVDC 渗透率快速提升, 交流侧 UPS 变为可选项
阶段三	2028/2029	集中式 800V HVDC	HVDC 由边柜形式转为集中式, 整流环节前移 (类似巴拿马电源)
阶段四	2029 年及以后	固态变压器	固态变压器渗透率快速提升, 取代传统供配电架构

资料来源:Semi Analysis, 国信证券经济研究所整理

图42: 公司首例轨交车站 750V 直流配电系统交付



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

多产品布局, 有望为客户打造 800V HVDC 解决方案。海外 AIDC 供应链生态较为封闭、格局稳定, 通过单一产品较难实现大规模的业务导入, 我们认为, 解决方案能力是决定中国企业出海潜力的关键因素。公司已具备高压变压器、直流配电等系列产品, 有望导入海外 AIDC 市场。

集团旗下为光能源布局 SST 产品, 携手公司形成解决方案出海

为光能源技术根底深厚, 前瞻布局固态变压器前沿技术。为光能源成立于 2022 年, 白云电气集团持股 41.86%, 依托西安交通大学, 由前特变电工西安电气总经理郝翔博士及其团队成立。公司积极推进固态变压器业务, 2025 年 4 月, 其全球首座固态变压器生产基地迎来首台套产品下线。2025 年公司固态变压器销量突破百台, 主要应用于电网、充电、光储等领域, 根据公司官方微信号, 2026 年预计增长 700%。

图43: 为光能源公司战略



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 为光能源技术实力



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图45: 为光能源数据中心型 SST 产品示意图



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

图46: 为光能源参加 Intersolar Europe 2026



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

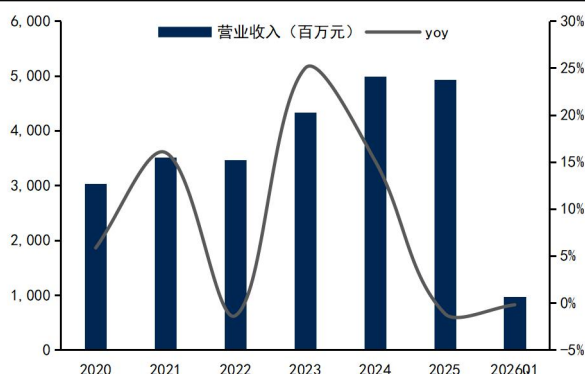
重磅发布海外 Helios 系列 SST 品牌，计划年底前完成多个海外项目供货。2026 年 6 月, 为光能源在德国慕尼黑面向全球客户正式发布海外 Helios 系列 SST 品牌, 标志着为光能源以 SST 核心技术全面进军欧洲光伏、储能、充电及数据中心市场。公司计划 2026 年四季度完成 Helios 系列 SST 产品的 IEC 认证, 同步完成多个海外项目供货。

为光能源有望与上市公司形成协同效应。为光能源是国内 SST 技术和市场布局领先的企业, 积极拓展海外高端市场, 有望与上市公司的高压变压器、直流配电等产品形成协同效应, 为客户打造下一代供配电系统整体解决方案。

公司财务分析

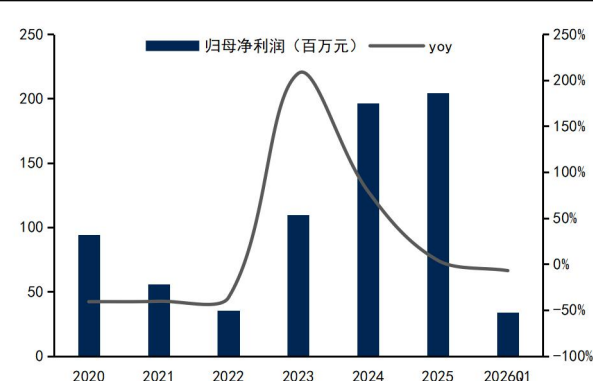
下游需求向好，公司业绩稳健增长。2022 年受原材料价格波动以及高毛利电容器业务占比减少影响，公司业绩有所下滑。2023 年后新能源、轨道交通、智能电网等领域的投资扩产需求旺盛，叠加公司优质订单增加、加强成本管控，公司业绩步入稳定增长通道。2025 年公司实现营收 49.28 亿元，同比+1.14%；归母净利润 2.04 亿元，同比+4.01%；扣非净利润 1.82 亿元，同比+8.88%。

图47：公司年度营业收入及增速（百万元，%）



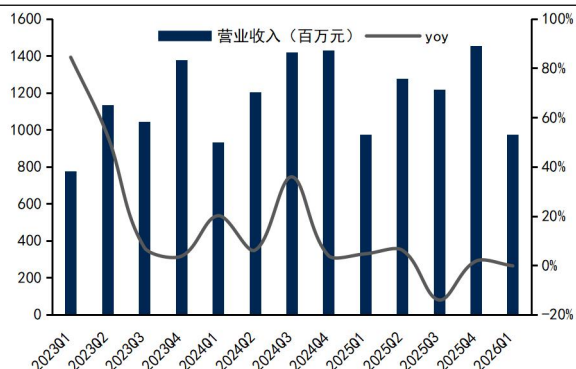
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48：公司年度归母净利润及增速（百万元，%）



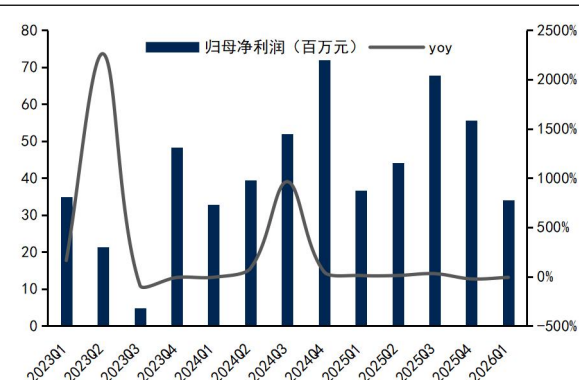
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图49：公司季度营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图50：公司季度归母净利润及增速（百万元，%）

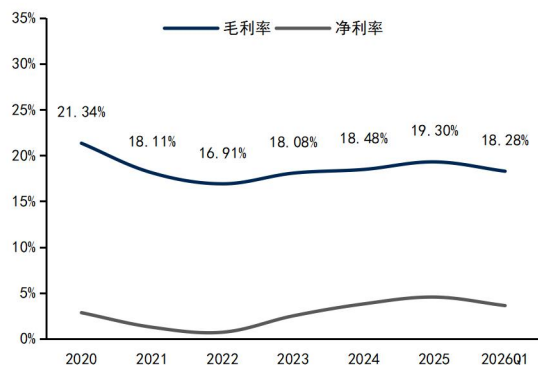


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力整体相对稳定。2022 年受原材料价格波动、高毛利产品占比下降影响，公司盈利有所承压。后续公司持续增强成本管控，加强拓展公司产品在新能源、超高压场景的应用以及在海外市场的导入，公司盈利能力逐渐恢复增长。2025 年公司毛利率 19.30%，同比+0.82pct.；净利率 4.55%，同比+0.74pct.，2026 年第一季度虽受原材料价格上涨影响公司盈利略微下滑，但整体能力保持相对稳定。

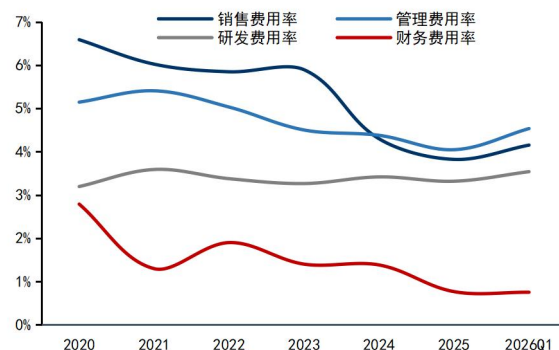
研发费用维持高位，期间费用率稳步下降。公司重视研发创新，保持较高研发投入，目前研发费用率保持 3%-4% 水平。伴随公司规模增长以及费用管控，公司期间费用率稳步下降。2025 年公司期间费用率 11.95%，同比-1.52pct.

图51: 公司年度毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

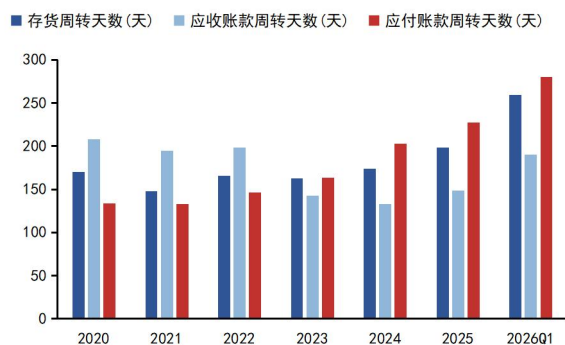
图52: 公司期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

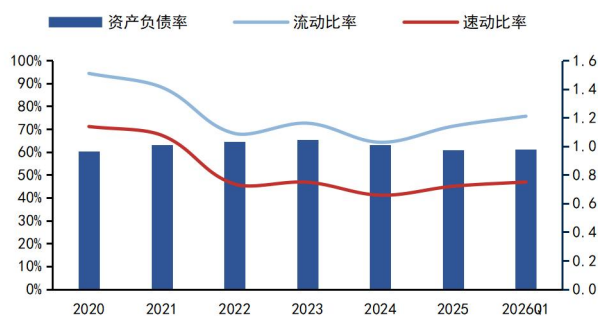
公司存货周转情况有待改善, 资产结构持续优化。公司 2023、2024 年存货周转天数持续增加, 应付、应收账款周转天数整体呈上升趋势。公司资产负债率持续优化, 由 2023 年 65.26% 高点下降至 2025 年 60.82%, 同时 2022 年以来流动比率、速动比率变化相对稳定。

图53: 公司周转情况 (单位: 天)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图54: 公司资本结构与偿债能力 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

主营业务假设

按假设前提，我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润分别为 2.18/3.20/4.61 亿元，增速分别为 6.6%/46.9%/44.1%，每股收益分别为 0.40/0.59/0.85 元。

2026-2028 年，预计公司营业收入分别达到 55.38/64.20/76.92 亿元，毛利率分别为 19.2%/19.7%/20.0%。

1、成套开关设备

公司成套开关设备包括低、中、高压成套开关设备和组合电器（GIS）。2025 年公司成套设备收入出现小幅下滑，主要系新能源行业竞争有所加速引起。公司成套开关设备下游包括新能源、电网、工业、轨交等领域，公司持续重视行业头部客户，预计未来三年将保持稳健增长。其中，“十五五”期间配电网升级改造将成为电网投资的重要方向，公司有望受益。公司组合电器业务成长迅速，已形成电网客户高压产品突破，未来市场份额有望持续提升。

2026-2028 年，预计营业收入分别达到 31.85/36.63/42.13 亿元，毛利率分别为 15.5%/16.6%/16.6%。

2、电力电容器

公司电容器业务主要由子公司桂林电容开展，2025 年收入略有下滑主要系特高压项目确收节奏波动引起。公司在特高压/超高压电容器领域市场份额名列前茅，未来有望随着电网投资的稳健增长而增长。此外，直流支撑电容广泛应用于柔直输电、海上风电等场景，未来发展空间广阔，同时具有较大的国产替代空间。公司积极拓展电容器下游场景，已开展核聚变应用研发。

2026-2028 年，预计营业收入分别达到 9.26/10.18/12.22 亿元，毛利率分别为 32.5%/32.5%/32.5%。

3、变压器

公司变压器业务主要由子公司浙变电气开展。2025 年浙变电气自收购以来首次实现盈利，并首次实现美国高端市场交付。公司收购浙变电气以来持续推动产能升级改造和人员更新，产品规格和实力不断提升。2026 年上半年公司实现美国市场规模化中标，国内市场份额有望稳步提升。我们预计变压器业务将成为公司未来三年重要的增长点。

2026-2028 年，预计营业收入分别达到 10.0/13.0/18.0 亿元，毛利率分别为 19.0%/20.0%/21.0%。

4、元器件

公司元器件业务包括中压断路器、熔断器、负荷开关和交直流框架断路器、塑壳断路器、FTU、DTU 等，广泛应用于 40kV 及以下配网和各类工业场景。“十五五”期间配电网升级改造将成为电网投资的重要方向，公司有望受益。此外，公司中低压元器件产品正在向数据中心行业导入，对于构建公司 AIDC HVDC 供配电解决

方案具有重要意义。

2026-2028 年，预计营业收入分别达到 1.2/1.3/1.5 亿元，毛利率分别为 28.0%/30.0%/30.0%。

5、其他

公司其他业务包括各类运维和维保业务，下游包括电网、轨交等，预计未来需求稳中有所增长。

2026-2028 年，预计营业收入分别达到 3.1/3.1/3.1 亿元，毛利率分别为 15.0%/15.0%/15.0%。

2026 年，公司积极拓展新产品和海外高端市场，我们预计三项费用率同比有所提升。2027-2028 年，随着公司收入的持续增长和规模效应的发挥，我们预计三项费用率将略有下降，我们预计 2026-2028 年公司管理费用率分别为 4.10%/3.90%/3.60%，销售费用率分别为 4.20%/3.80%/3.60%，研发费用率分别为 3.60%/3.40%/3.00%。

上市公司主体和主要子公司均为高新技术企业，享受 15% 的优惠税率，因此所得税假设取 15%（历史年度所得税率存在波动主要受可转债利息支付、一次性费用抵扣等因素影响）。

表6: 主营业务收入及毛利预测（单位：百万元）

		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成套开关设备	营业收入	3135	3034	3185	3663	4213
	yoy	16.1%	-3.2%	5.0%	15.0%	15.0%
	毛利润	483	492	494	586	674
	毛利率	15.41%	16.22%	15.50%	16.00%	16.00%
电力电容器	营业收入	840	785	926	1018	1222
	yoy	37.1%	-6.6%	18.0%	10.0%	20.0%
	毛利润	269	257	301	331	397
	毛利率	31.99%	32.76%	32.50%	32.50%	32.50%
变压器	营业收入	663	694	1000	1300	1800
	yoy	-9.9%	4.6%	44.2%	30.0%	38.5%
	毛利润	95	125	190	260	378
	毛利率	14.31%	18.03%	19.00%	20.00%	21.00%
元器件	营业收入	149	106	116	128	147
	yoy	22.1%	-29.1%	10.0%	10.0%	15.0%
	毛利润	38	32	33	38	44
	毛利率	25.49%	30.32%	28.00%	30.00%	30.00%
其他	营业收入	198	311	311	311	311
	yoy	24.3%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利润	36	45	47	47	47
	毛利率	18.41%	14.37%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	营业收入	4985	4928	5538	6420	7692
	yoy	15.1%	-1.1%	12.4%	15.9%	19.8%
	毛利润	921	951	1064	1262	1540
	毛利率	18.5%	19.3%	19.2%	19.7%	20.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表7：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4985	4928	5538	6420	7692
营业成本	4064	3977	4474	5158	6153
销售费用	214	188	233	244	277
管理费用	218	199	227	250	277
研发费用	170	163	199	218	231
财务费用	69	38	66	81	91
营业利润	233	257	261	384	554
利润总额	231	256	262	385	555
归属于母公司净利润	196	204	218	320	461
EPS	0.40	0.38	0.40	0.59	0.85
ROE	6.2%	5.5%	5.3%	7.3%	9.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 55.38/64.20/76.92 亿元，增速分别为 12.4%/15.9%/19.8%；实现归母净利润分别为 2.18/3.20/4.61 亿元，增速分别为 6.6%/46.9%/44.1%，每股收益分别为 0.40/0.59/0.85 元。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：15.85–17.29 元

公司是国内电力设备老牌民营企业，先后收购浙变电气和桂林电容，已形成包括中低压配电设备、高压变压器、超/特高压电容器在内的完成电力设备产品链。其中，高压变压器业务 2025 年首次实现盈利并首次完成美国市场 138kV 变压器交付，2026 年上半年实现美国市场批量中标。公司是国内超/特高压电容器头部企业，特高压市场份额领先，积极向核聚变等新兴领域拓展。

“十五五”期间，电网依然是投资重心，两网投资规模预计约为 5 万亿元，再创历史新高，其中特高压、配网和数字化将成为重点方向。“十五五”期间，在特高压、海上风电、电力互济等需求带动下，直流输电需求有望快速增长，带动直流支撑电容需求。主网需求有望稳健增长，公司在高压变压器和组合电器领域份额有望实现提升；新要素、新业态重塑配网底层逻辑，公司配电设备业务有望迎来景气周期。

2021 年以来，多重因素推动海外电力设备需求高增，2024 年以来 AIDC 爆发式增长进一步加剧电力设备供需紧张局面。与其他电力设备相比，高压变压器具有“定制化、小批量”特点，生产过程高度依赖成熟人力，海外产能增量有限，中国主变企业迎来出海契机。公司主变已形成北美批量中标，未来有望保持高增速。

AIDC 服务器功率密度持续提升，HVDC 将逐渐取代 UPS 成为主流方案，2026 年下半年迎来行业应用拐点。公司在 HVDC 直流配电解决方案领域起步早、应用多，750V HVDC 方案已应用于轨交、光储、园区等场景，公司有望受益于 AIDC 供配电架构变革。

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	25.0%	15.1%	-1.1%	12.4%	15.9%	19.8%
营业成本/营业收入	81.9%	81.5%	80.7%	80.8%	80.3%	80.0%
销售费用/营业收入	5.9%	4.3%	3.8%	4.2%	3.8%	3.6%
管理费用/销售收入	4.5%	4.4%	4.0%	4.1%	3.9%	3.6%
研发费用/销售收入	3.3%	3.4%	3.3%	3.6%	3.4%	3.0%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
所得税税率	23.1%	17.9%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	33.3%	25.0%	12.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表9: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.97	T	15.00%
无风险利率	1.80%	Ka	8.59%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.34
公司股价 (元)	11.11	Ke	11.20%
发行在外股数 (百万)	541	E/(D+E)	70.00%
股票市值 (E, 百万元)	6005	D/(D+E)	30.00%
债务总额 (D, 百万元)	2719	WACC	9.12%
Kd	5.00%	永续增长率 (10 年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

我们假设永续增长率为 1.5%。根据以上假设采用 FCFE 估值方法, 得到公司的绝对估值区间为 15.85-17.29 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 Ke 和永续增长率较为敏感, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析, 得出公司绝对估值的股价区间在 15.85-17.29 元。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		Ke 变化				
		10.8%	11.0%	11.2%	11.4%	11.6%
永续 增长 率变 化	2.1%	18.40	17.83	17.30	16.79	16.30
	1.9%	18.10	17.55	17.03	16.54	16.06
	1.7%	17.81	17.29	16.78	16.30	15.84
	1.5%	17.54	17.03	16.54	16.07	15.62
	1.3%	17.28	16.78	16.31	15.85	15.42
	1.1%	17.03	16.55	16.08	15.64	15.22
	0.9%	16.79	16.32	15.87	15.44	15.02

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 16.00-16.80 元

可比公司的选择:

公司是国内电力设备主要企业之一, 未来三年变压器出海业务具有较好的成长确定性, 因此选择相关企业作为可比公司。金盘科技是国内变压器出海龙头企业, 深耕美国市场三十年, 在美国已积累大量订单和业绩。思源电气是国内电力设备出海龙头企业, 产品序列完整, 基本实现全球出口全覆盖, 2025 年正式进入美国市场, 订单快速放量。安靠智电是国内 GIL 龙头企业, 积极拓展变压器产品, 已实现美国变压器订单中标, 未来发展潜力可观。

通过对比可以看出可比公司 2026 年平均估值为 31.6 倍，公司估值为 27.9 倍，分析如下：

金盘科技和思源电气是电力设备出海龙头企业，市场对于公司产品、市场和管理能力认知较为充分。2026 年安靠智电实现变压器业务拓展和美国订单突破，白云电器实现美国主变订单批量中标，未来发展潜力存在预期差。根据 Wind 一致预测，2027-2028 年金盘科技业绩增速分别为 24%和 19%，思源电气业绩增速分别为 20%和 15%；根据我们的盈利预测，白云电器业绩增速分别为 47%和 44%。因此，从 PEG 视角看，公司享有更高估值具有合理性。

表11：同类公司估值比较（2026 年 7 月 17 日收盘价）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		ROE 2025A
					2025A	2026E	2025A	2026E	
688676.SH	金盘科技	-	62.61	288	1.43	2.04	43.8	30.7	12.6
002028.SZ	思源电气	-	147.05	1,151	4.03	5.54	36.5	26.5	20.3
300617.SZ	安靠智电	-	40.93	68	0.44	1.09	93.0	37.6	2.5
	均值				1.97	2.89	57.8	31.6	
603861.SH	白云电器	优于大市	11.11	60	0.38	0.40	29.4	27.9	5.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：可比公司均采用 wind 一致预测

基于上述原因，我们认为公司 2026 年合理估值区间为 40-42 倍 PE，得出公司合理相对估值股价区间为 16.00-16.80 元。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 16.00-16.80 元之间，对应 26 年动态 PE 为 40-42 倍，相对于公司目前股价有 44%-51%溢价空间。我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 2.18/3.20/4.61 亿元，同比增长 6.6%/46.9%/44.1%，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采用了绝对估值和相对估值方法,多角度综合分析得出公司的合理估值在16.00-16.80元之间,但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择,其中都加入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险。

绝对估值方面:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大,我们在计算 K_e 时采用的无风险利率1.8%、股票风险溢价7.0%的取值都有可能偏低,导致 K_e 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定10年后公司TV增长率为1.5%,公司所处的主要行业为电力设备行业,目前成长性良好,下游需求景气度较高,但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性,那么公司持续成长实际偏低或者负增长,从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面:

我们主要关注公司2026年估值,选取可比公司2026年平均PE作为参考,最终判断公司26年合理PE为40-42倍。上述估值方法存在以下风险:选取的可比公司,各公司对应下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

国内主网投资不及预期:国内主网是公司主要下游行业,若投资不及预期则收入存在高估的风险。

国内配网投资不及预期:国内配网是公司重要的业务方向,若投资不及预期则收入存在高估的风险。

原材料价格大幅上涨:公司原材料包括铜、银、钢铁等,且成本占比较高,若原材料价格大幅上涨,则存在毛利率高估的风险。

公司新产品市场推广不及预期:公司积极推动直流配电、组合电器等新产品,若市场推广不及预期,则存在相关收入高估的风险。

海外市场开拓不及预期:海外业务是公司未来重要的业务增量来源,若市场开拓不及预期,则收入存在高估的风险。

政策风险

国内电网投资有赖于国家政策支持（包括但不限于财政、税收等），若后续政策支持力度不及预期，则存在行业需求低于预期的风险。

经营风险

贸易保护主义和贸易摩擦风险：公司正在积极开拓包括海外市场，若贸易摩擦进一步加剧，境外客户可能会减少订单、要求公司降价或者承担相应关税，进而对公司的经营业绩形成不利影响。

技术风险

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	575	561	600	600	600	营业收入	4985	4928	5538	6420	7692
应收款项	2026	2148	2124	2463	2951	营业成本	4064	3977	4474	5158	6153
存货净额	2119	2157	2207	2544	3034	营业税金及附加	43	43	47	55	65
其他流动资产	1024	743	671	774	923	销售费用	214	188	233	244	277
流动资产合计	5885	5926	5957	6762	7929	管理费用	218	199	227	250	277
固定资产	1955	1926	1783	1784	1775	研发费用	170	163	199	218	231
无形资产及其他	390	382	357	331	306	财务费用	69	38	66	81	91
其他长期资产	1557	2267	2215	2568	2692	投资收益	46	34	25	20	10
长期股权投资	221	221	221	221	221	资产减值及公允价值变动	(67)	(130)	(90)	(90)	(100)
资产总计	10009	10721	10533	11667	12923	其他收入	48	33	35	40	45
短期借款及交易性金融负债	1452	955	1420	1726	1803	营业利润	233	257	261	384	554
应付款项	3469	3411	2574	2968	3540	营业外净收支	(2)	(1)	1	1	1
其他流动负债	383	324	345	396	469	利润总额	231	256	262	385	555
流动负债合计	5726	5204	4782	5603	6427	所得税费用	41	32	39	58	83
长期借款及应付债券	515	1259	1299	1339	1379	少数股东损益	(6)	20	5	8	11
其他长期负债	71	58	58	58	58	归属于母公司净利润	196	204	218	320	461
长期负债合计	586	1317	1357	1397	1437	现金流量表（百万元）					
负债合计	6313	6521	6140	7000	7865	净利润	196	204	218	320	461
少数股东权益	204	224	224	231	243	资产减值准备	(50)	(92)	(60)	(60)	(60)
股东权益	3493	3977	4170	4435	4816	折旧摊销	115	119	218	225	235
负债和股东权益总计	10009	10721	10533	11667	12923	公允价值变动损失	(9)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	69	38	66	81	91
每股收益	0.40	0.38	0.40	0.59	0.85	营运资本变动	(249)	64	(878)	(291)	(420)
每股红利	0.10	0.05	0.10	0.15	0.21	其它	68	(554)	107	128	152
每股净资产	7.50	7.77	8.13	8.63	9.36	经营活动现金流	72	(260)	(396)	321	368
ROIC	5%	4%	4%	5%	7%	资本开支	(245)	(77)	(50)	(200)	(200)
ROE	6%	5%	5%	7%	10%	其它投资现金流	97	(265)	77	(333)	(114)
毛利率	18%	19%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(148)	(342)	27	(533)	(314)
EBIT Margin	6%	7%	6%	8%	9%	权益性融资	445	353	0	0	0
EBITDA Margin	8%	10%	10%	11%	12%	负债净变化	(164)	242	504	346	117
收入增长	15%	-1%	12%	16%	20%	支付股利、利息	(36)	(54)	(30)	(54)	(80)
净利润增长率	79%	4%	7%	47%	44%	其它融资现金流	768	(503)	464	306	77
资产负债率	63%	61%	58%	60%	61%	融资活动现金流	176	503	408	211	(54)
股息率	0.9%	0.4%	0.9%	1.3%	1.9%	现金净变动	100	(99)	39	0	0
P/E	27.9	29.4	27.6	18.8	13.0	货币资金的期初余额	472	575	561	600	600
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	575	561	600	600	600
EV/EBITDA	30.2	26.3	21.1	18.1	15.0	企业自由现金流	(153)	418	(407)	154	202
						权益自由现金流	453	626	41	432	242

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032