

2024年04月08日

# 干变优质供应商，迎海内外需求双增机遇

## (金盘科技：688676)

### ►干变优质供应商，多元布局打造新增长

公司深耕干变领域多年，积极拓展海内外市场，近年扩张布局储能以及数字化业务领域，有望快速开启新增长。2023年公司实现归母净利润5.05亿元，同比增长78.15%，主要受益于在营收大幅增长下，借力于技术创新提效、数字化工厂降本增效，加上材料价格下降及优质客户占比提升，公司销售毛利率提升，管理费用率下降，盈利显著提升。

### ►干变业务：多重优势叠加，海外市场快速拓展

受益于海外销售网络布局优势、墨西哥布局的区位优势、产能积极释放的先发优势、产品具备国外多项权威认证的领先优势，公司变压器相关业务得以在海外市场快速拓展。据公司2023年年报，2023年公司外销订单19.91亿元，同比增长119.18%，年内不仅新增拓展近百家海外客户，同时海外业务在发电及供电、工业企业电气配套、新基建等众多领域销售均实现快速增长，2023年公司海外实现营业收入11.8亿元，同比增长79.54%。

### ►储能业务：大储需求释放，高压级联有望加速渗透

在政策强制配储以及独立共享储能商业模式逐渐明晰的背景下，国内大储装机需求有望持续增长。大储场景中，高压级联产品优势显著，有望加速渗透。依托技术同源优势以及产销两端同时发力，公司的中高压级联储能产品预计将在市场布局切入中具备优势。公司持续积累储能业务在手订单，据公司2023年年报，2023年新承接的储能系统订单达到了6.41亿元（不含税），同比增长144.87%。

### ►数字化业务：前瞻性布局，内外并进打造核心竞争力

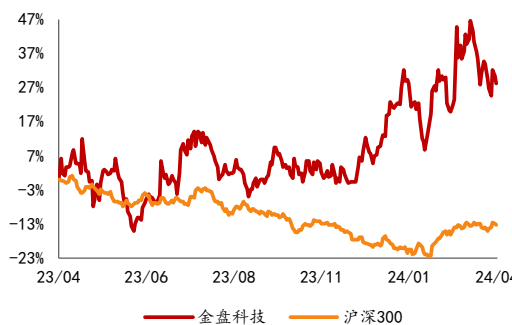
公司的数字化产能覆盖了全国重要经济区域。一方面，对内进行数字化转型推动公司产能快速扩张、实现降本增效，提升产品竞争力；另一方面，对外提供数字化整体解决方案，开辟业绩增长的第三曲线。据公司2023年年报，近日，公司新签数字化整体解决方案业务订单，总金额合计2.29亿元（含税），截至报告披露日，公司累计承接数字化工厂整体解决方案业务订单金额已超6亿元。

### 投资建议

公司是全球领先的变压器产品供应商，国际市场布局完善且产品性能优异，产能积极扩张，有望充分受益于海内外变压器需求增长，助推全球出货持续提升。储能+数字化业务不断成长，注入公司业绩增长新动力。我们预计2024-2026年公司营收为90.64/117.60/152.25亿元，同比增长35.9%/29.7%/29.5%；归母净利润为7.70/10.40/13.64亿元，同比增长52.5%/35.1%/31.2%，相应EPS为1.79/2.42/3.18元，以2024年4月3日的收盘价40.81元/股计算，当前对应PE为23/17/13倍，首次覆盖给予“增持”评级。

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
最新收盘价：	40.81
股票代码：	688676.SH
52周最高价/最低价：	47.30/26.75
总市值(亿)	175.08
自由流通市值(亿)	68.18
自由流通股数(百万)	167.06



### 风险提示

原材料价格上涨风险、客户拓展不及预期、新产品验证不及预期、海外贸易摩擦风险、下游需求不及预期、汇率大幅波动风险等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,746	6,668	9,064	11,760	15,225
YoY (%)	43.7%	40.5%	35.9%	29.7%	29.5%
归母净利润(百万元)	283	505	770	1,040	1,364
YoY (%)	20.7%	78.2%	52.5%	35.1%	31.2%
毛利率 (%)	20.3%	22.8%	23.4%	23.8%	23.9%
每股收益 (元)	0.67	1.18	1.79	2.42	3.18
ROE	9.9%	15.3%	18.9%	18.2%	18.0%
市盈率	60.91	34.58	22.75	16.83	12.83

## 正文目录

1. 干变优质供应商，多元布局打造新增长.....	5
1.1. 立足干式变压器，进军“储能+数字化”领域.....	5
1.2. 股权结构稳定，股权激励绑定核心骨干.....	5
1.3. 干式变压器为核心，盈利能力优化.....	6
2. 干变业务：多重优势叠加，海外市场快速拓展.....	8
2.1. 干式变压器性能优势突出.....	8
2.2. 产品应用领域广泛，公司具备多重优势.....	9
2.3. 国际市场布局完善，海外订单快速增长.....	11
3. 储能业务：大储需求释放，高压级联有望加速渗透.....	13
3.1. 国内大储需求释放，高压级联优势显著.....	13
3.2. 技术积累深厚，产销两端助力业务发展.....	15
4. 数字化业务：前瞻性布局，内外并进打造核心竞争力.....	18
5. 盈利预测与投资建议.....	20
6. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1 金盘科技发展历程.....	5
图 2 公司股权结构（截止 2023 年年报）.....	6
图 3 2021 年股权激励计划（各主要骨干获得的限制性股票数量占总授予限制性股票数量的比例）.....	6
图 4 2019-2023 年公司营收及同比增速.....	7
图 5 2019-2023 年公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6 2019-2023 年公司营收结构（亿元）.....	7
图 7 2023 年公司各业务毛利贡献占比.....	7
图 8 2019-2023 年公司期间费用率.....	8
图 9 2019-2023 年公司销售净利率及毛利率.....	8
图 10 电力系统环节示意图.....	8
图 11 公司变压器系列产品介绍.....	10
图 12 美国干式变压器进口情况.....	12
图 13 JST USA 2020-2023 年实现营收（亿元）.....	12
图 14 公司销售布局.....	12
图 15 2019-2023 年公司境外营收及增速.....	12
图 16 公司所获得的产品认证.....	13
图 17 以 10MW/40MWh 储能电站为例.....	14
图 18 2023 年新增新型储能应用投运装机分布.....	14
图 19 储能业务的主要目标客户.....	16
图 20 2019-2023 年公司研发费用率.....	18
图 21 公司数字化技术平台.....	18
图 22 海口干变数字化工厂经济效益的提升情况.....	19
图 23 桂林干变数字化工厂经济效益的提升情况.....	19

---

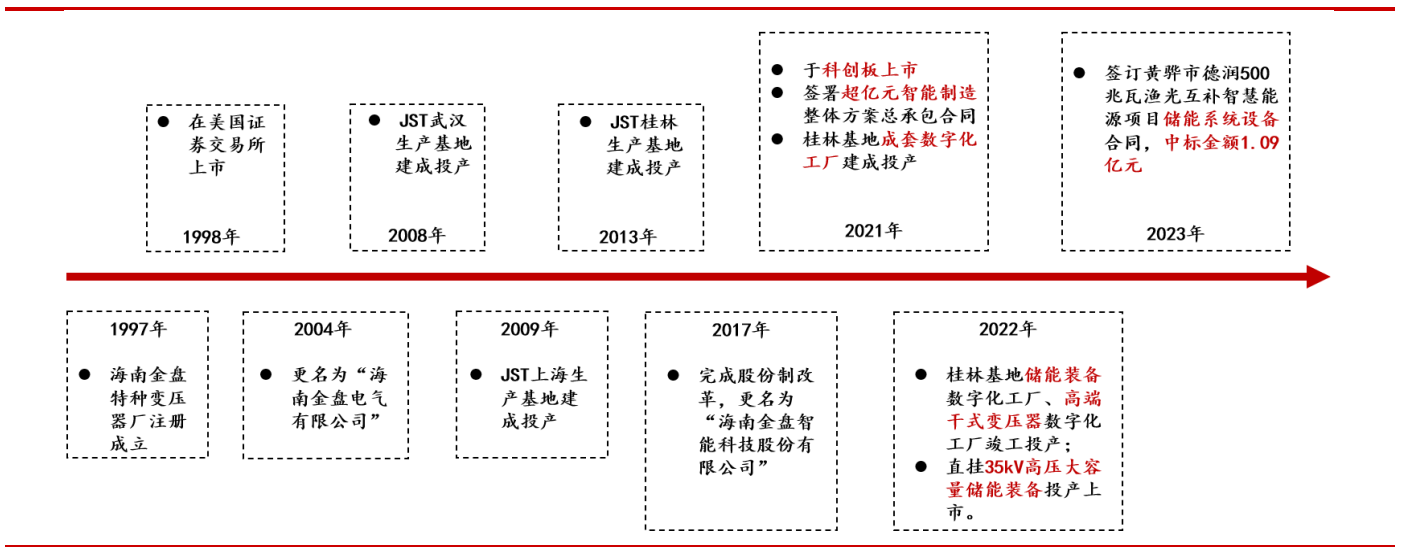
图 24 公司数字化工厂建设情况.....	19
表 1 干式变压器与油浸式变压器的对比.....	9
表 2 环氧树脂浇注干式变压器与真空压力浸渍干式变压器的对比.....	9
表 3 公司干式变压器产品与同行的性能指标对比.....	10
表 4 2019 年-2022 上半年公司前三大客户稳定.....	11
表 5 中高压级联储能系统与低压储能系统相关参数对比.....	14
表 6 公司储能业务的技术同源情况.....	15
表 7 中高压级联储能系统采用液冷技术和风冷技术的对比.....	16
表 8 2022 年以来公司持续斩获储能项目新订单（部分统计）.....	17
表 9 公司盈利预测.....	20
表 10 可比公司盈利预测.....	21

## 1. 干变优质供应商，多元布局打造新增长

### 1.1. 立足干式变压器，进军“储能+数字化”领域

金盘科技成立于 1997 年，1998 年在美国上市，2016 年因私有化从美国退市，2017 年完成股份制改革，2021 年在国内成功上市。公司运用数字化制造模式不断为新能源（含风能、太阳能、储能等）、新基建、高效节能、轨道交通等全场景提供优质的电能供应解决方案及高端装备，是全球领先的新能源电力系统配套提供商。产品涵盖变压器系列产品、开关柜、箱变系列产品、电力电子设备、储能系列产品、数字化工厂整体解决方案等。

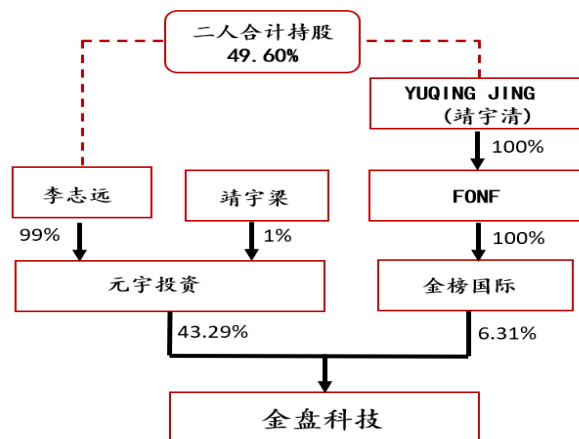
图 1 金盘科技发展历程



### 1.2. 股权结构稳定，股权激励绑定核心骨干

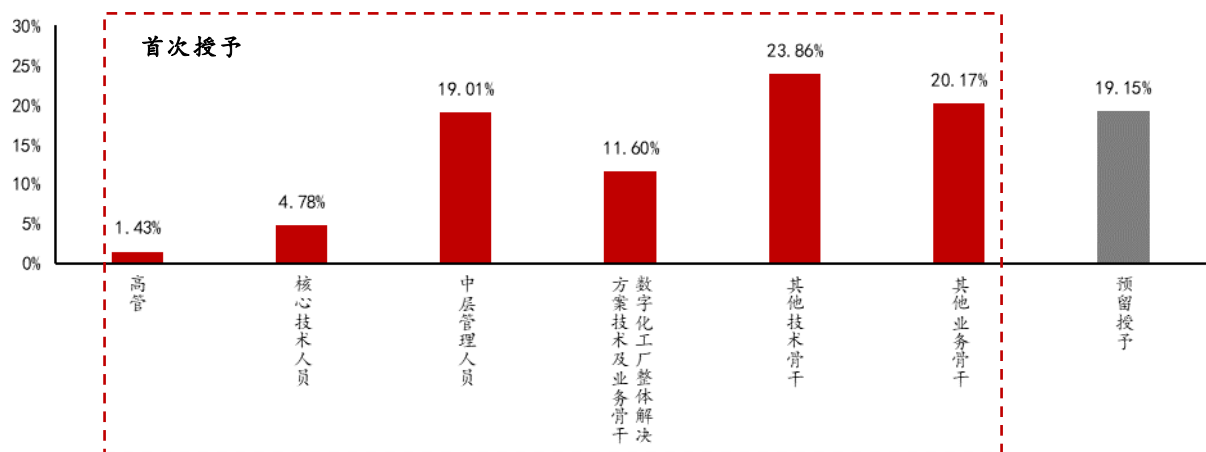
股权结构稳定，实控人合计持股 49.60%。公司实际控制人为李志远和靖宇清，二人为夫妻关系。截至 2023 年年报，李志远通过元宇投资间接控制公司 43.29%股份，靖宇清通过金榜国际间接控制公司 6.31%股份，夫妇合计控制公司 49.60%股份。

图 2 公司股权结构（截止 2023 年年报）



实施股权激励，深度绑定核心骨干。公司于上市当年（即 2021 年）向高管、核心技术人员等 273 名核心骨干实施股权激励计划。就获得的限制性股票数量占总授予限制性股票数量的比例来看，技术人员包括核心技术人员、数字化工厂整体解决方案技术及业务骨干以及其他技术骨干的合计比例超 40%，股权激励的实施有利于持续推进企业的技术研发创新，增强核心竞争力，助力公司长远发展。

图 3 2021 年股权激励计划（各主要骨干获得的限制性股票数量占总授予限制性股票数量的比例）



### 1.3. 干式变压器为核心，盈利能力优化

营收快速增长，盈利显著提升。1) 营收方面：2023 年公司实现营收 66.68 亿元，同比增长 40.50%，新能源行业发展环境持续向好，公司数字化转型升级提效后产能扩充，公司积极拓展市场，新能源，尤其是光伏、储能领域，营业收入递增明显；在国际市场上，公司在稳定老客户销售的同时，加大了新产品营销、新行业开拓和新客户培育，获得了长期大额订单，成为公司新的营业收入增长点。盈利方面：2023 年公司实现归母净利润 5.05 亿元，同比增长 78.15%，主要受益于在营收大幅增长下，

借力于技术创新提效、数字化工厂降本增效，加上材料价格下降及优质客户占比提升，公司销售毛利率提升、管理费用率下降等因素助力，使得盈利显著提升。

图 4 2019-2023 年公司营收及同比增速

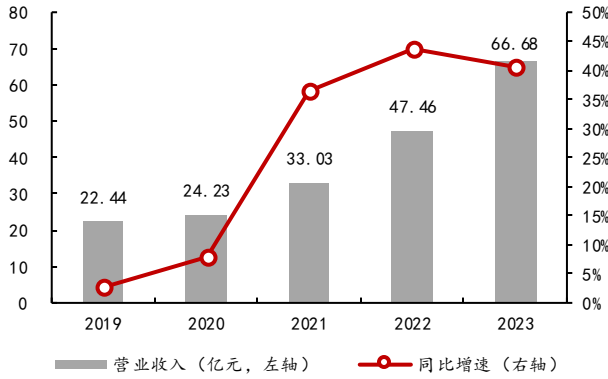
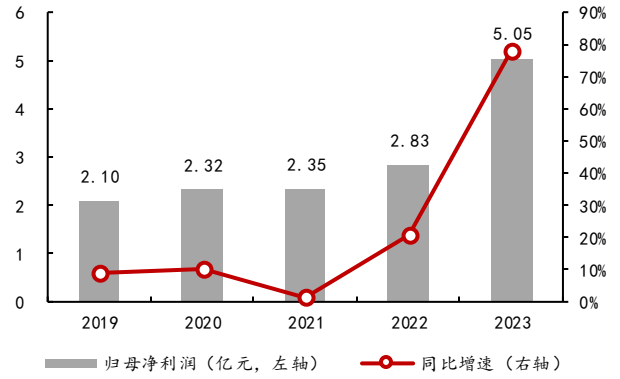


图 5 2019-2023 年公司归母净利润及同比增速



变压器业务为公司业绩贡献主力。2019-2023 年变压器业务的营收在主营业务收入中所占的比例分别为 75.23%、80.20%、75.23%、69.43%、61.75%，是公司的核心业务。同时，变压器业务也是公司的盈利贡献主力，2023 年公司实现总毛利润 15.21 亿元，其中变压器系列业务实现毛利 11.04 亿元，毛利贡献占比达到 72.60%。

图 6 2019-2023 年公司营收结构（亿元）

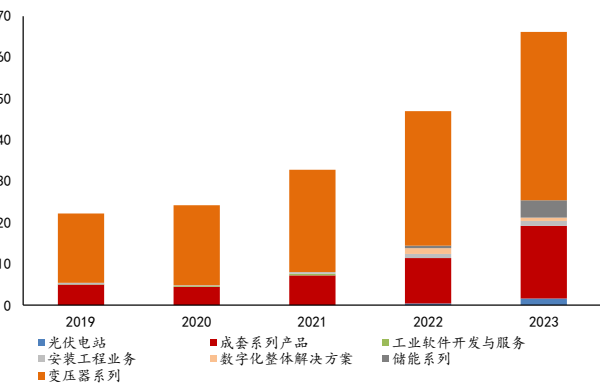
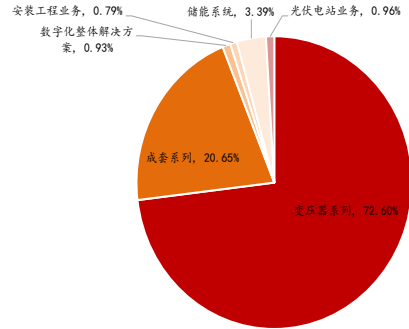


图 7 2023 年公司各业务毛利贡献占比



\*注：成套系列产品包含开关、箱变、电力电子设备；数字化整体解决方案以及储能系列产品为 2022 年开始贡献业绩的新业务；工业软件开发与服务 2022 年后无贡献。

期间费用管控良好，利润率水平明显改善。2023 年公司期间费用率为 13.4%，较 2019 年降低 2.8pct，其中销售费用率和管理费用率分别降低 2.7pct 和 1.4pct，公司费用率管控良好。同时，2023 年受益于技术创新提效、数字化工厂降本增效，加上材料价格下降及优质客户占比提升，公司盈利能力明显提升，销售净利率和销售毛利率分别达到 7.5%和 22.8%，同比提升 1.6pct 和 2.5pct。

图 8 2019-2023 年公司期间费用率

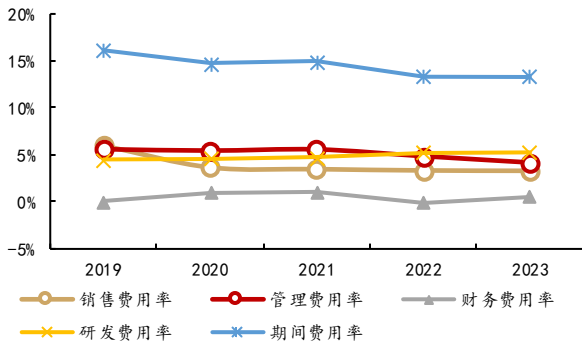
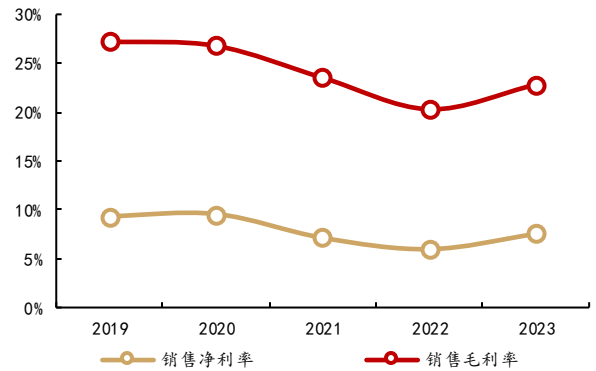


图 9 2019-2023 年公司销售净利率及毛利率

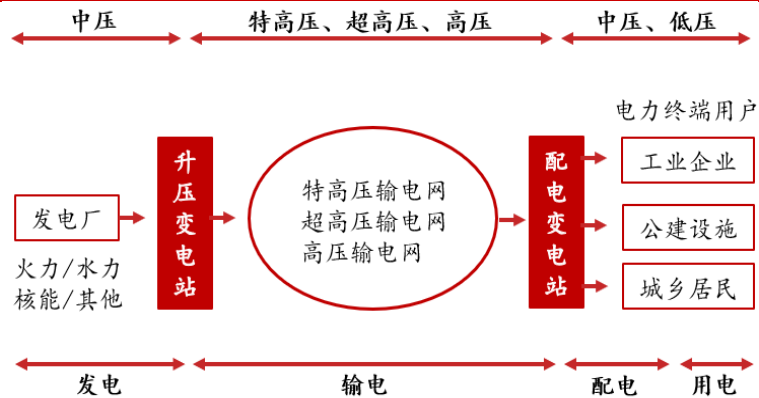


## 2. 干变业务：多重优势叠加，海外市场快速拓展

### 2.1. 干式变压器性能优势突出

变压器是利用电磁感应的原理来改变交流电压的装置，主要可分为在主干电网的电力变压器和运行在终端的配电变压器，主要构件是初级线圈、次级线圈和铁芯。变压器是电力系统中的重要组成部分，由于发电、输电、配电与用电环节通常采用不同的电压等级，因而需要通过变压器来实现电压等级之间的转变与连接。

图 10 电力系统环节示意图



变压器根据绝缘介质、冷却方式的不同分为油浸式变压器和干式变压器：油浸式变压器-以变压器油为散热介质；干式变压器-绝缘介质主要为树脂类，主要依靠空气对流进行冷却。相对于油浸式变压器采用油冷方式、具有可燃、可爆的特点，干式变压器具有安全性高、体积较小、损耗低、散热能力和防潮能力强、方便清洁、易维护、防火性好等优点。干式变压器根据生产工艺不同，可分为环氧树脂浇注干式变压器和真空压力浸渍干式变压器，产品各具优势。

表 1 干式变压器与油浸式变压器的对比

项目	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
安全性	无油、无污染、难燃阻燃、自熄防火	变压器油可燃、可爆
使用场所	综合建筑内、人员密集区域等安全性能要求更高的场所	独立变电场所等要求远离人群的场所

表 2 环氧树脂浇注干式变压器与真空压力浸渍干式变压器的对比

工艺方式	工艺介绍	产品特点
环氧树脂浇注干式变压器	用环氧树脂与固化剂的混合料在真空状态下使线圈浇注成型。环氧树脂是一种难燃、阻燃的材料，而且具有优越的电气性能和环保特性，广泛应用于干式变压器中。	耐雷电冲击能力强、抗短路能力强、过负载能力强、阻燃性能好、损耗低、噪声低等。
真空压力浸渍干式变压器	真空压力浸渍干式变压器的线圈，是采用聚芳酰胺类绝缘材料（其典型产品为 NOMEX 纸）经 VPI 真空加压设备多次浸渍无溶剂树脂漆，多次烘熔固化制作而成，较普通的浸渍干式变压器具有更高的防潮性能和绝缘性能。	绝缘性能好、局放小、体积小、过载能力强、抗短路能力强、耐雷电冲击能力强、噪音低、效率高、阻燃环保。

## 2.2. 产品应用领域广泛，公司具备多重优势

**变压器系列产品丰富，应用领域广泛。**公司立足于以干式变压器为代表的输配电主业，专注研发创新，不断丰富产品品类，持续拓展新赛道。目前可为客户提供特种干式变压器、标准干式变压器、干式电抗器，以及电压等级 145kV 及以下，容量 60MVA 及以下的液浸式变压器，已在风能、光伏、储能、氢能等新能源、数据中心、充电桩等新基建、工业企业电气配套、高端装备、传统发电及输配电等多领域应用，是全球干式变压器优势企业之一。其中，

**风电领域：**公司是生产风电干变的领先供应商，可为全球不同客户、不同风力发电机型配套专用升压变压器系列产品，是全球主流风机制造商维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒、金风科技的风电干变主要供应商之一；

**数据中心领域：**公司变压器系列产品凭借优于国家能效要求、低损耗，过载能力强，高可靠性，满足长期负载要求等优势，能够很好的满足国内外数据中心的使用要求，已经广泛应用于 IDC 数据中心领域，包括百度、阿里巴巴、中国移动、中国电信、中国联通等百余个数据中心。随着 AI 驱动 IDC 建设提速，公司变压器产品需求有望获新增长点。

图 11 公司变压器系列产品介绍

变压器系列			
特种干式变压器		标准干式变压器	
			
环氧树脂浇注 特种干式变压器	真空压力浸渍 特种干式变压器	环氧树脂浇注 标准干式变压器	真空压力浸渍 标准干式变压器
干式电抗器		液浸式变压器	
			
环氧树脂浇注 干式电抗器	真空压力浸渍 干式电抗器	配电液浸式变压器	风电及电力 液浸式变压器

产品性能优异,接近国际领先水平。变压器的性能指标包括容量、电压等级、绝缘等级、频率范围等。公司产品的多项指标在行业中具备优势,且接近于国际领先水平。

表 3 公司干式变压器产品与同行的性能指标对比

公司名称	容量 (kVA)	电压 (kV)	绝缘等级	频率范围 (Hz)	UL 认证
<b>环氧树脂浇注干式变压器</b>					
金盘科技	≤45000	≤40.5	F/H	50/60\150-250	≤10000kVA, ≤36kV
顺钠股份	≤40000	≤35	F/H	-	-
江苏华鹏	≤40000	≤110	-	-	-
森源电气	≤25000	≤38.5	F	-	-
西门子	≤50000	≤52	-	-	-
ABB	≤63000	≤72.5	F/H	50/60	50/60
施耐德	≤25000	≤35	F/H	50/60	50/60
SGB	≤25000	≤36	F	-	-
<b>真空压力浸渍干式变压器</b>					
金盘科技	≤14500	≤35	C/H	-	H 级
ABB	≤12000	≤13.8	H	-	-

**积极扩产以应对市场需求。**2021 年公司 IPO 募集资金，投资约 3.97 亿元于节能环保输配电设备智能制造项目，该项目建成达产后将可实现年产能树脂浇注干式变压器 1350 万 kVA、真空压力浸渍干式变压器 550 万 kVA、真空压力浸渍干式电抗器 100 万 kvar；2022 年 9 月公司发行可转债募集资金，继续在该项目投资约 4.95 亿元，将于武汉建设生产中高端干式变压器系列产品的数字化工厂及其附属设施等。据公司公告，2023 年 12 月，武汉金盘智能科技绿色产业园投产。

**客户质地优秀，且具备较高黏性。**2019 年到 2022 上半年，公司前三大客户均为全球知名风机整机制造商，包括维斯塔斯、西门子以及通用电气。此外，公司的客户还包括中国铁路工程集团、中国电力建设集团等国内大型企业。2022 年，公司还开拓了青海丽豪半导体材料、中国能源建设集团、中国东方电气集团等国内优质客户。

表 4 2019 年-2022 上半年公司前三大客户稳定

2019	2020	2021	2022 年 1-6 月
通用电气	维斯塔斯	维斯塔斯	维斯塔斯
维斯塔斯	西门子	西门子	西门子
西门子	通用电气	通用电气	通用电气
科士达	铁路工程集团	铁路工程集团	通威
铁路工程集团	东方希望新能源	东菱三芝	丽豪半导体

### 2.3. 国际市场布局完善，海外订单快速增长

**墨西哥布局，减轻贸易摩擦影响。**根据公司公告，受贸易摩擦的影响，公司境内生产报关出口美国的干式变压器 16KVA~500KVA、500KVA 以上产品、变压器配件产品，自 2018 年 7 月 6 日起被加征 25% 的关税；公司为减轻贸易摩擦的影响，2019 年依托美国子公司 JST USA 在墨西哥通过 Shelter 模式进行部分干式变压器产品的中后段生产再销售至美国。JST USA 2023 年实现营收 7.2 亿元，同比增长 117.1%，同时该公司在 2023 年完成了盈利扭亏，实现净利润 841.61 万元。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/357054014113006063>