

## 扁电磁线领军龙头，受益于电网投资加速

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

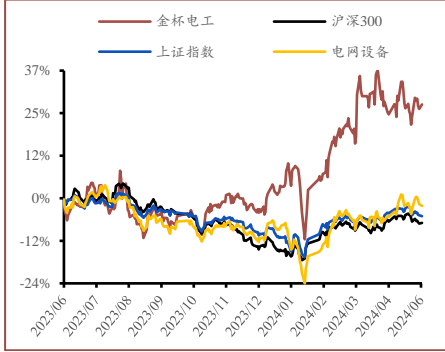
核心观点

### 基本数据

2024-06-03

收盘价(元)	9.70
流通股本(亿股)	6.27
每股净资产(元)	5.43
总股本(亿股)	7.34

最近12月市场表现



分析师 张一弛

SAC证书编号: S0160522110002

zhangyc02@ctsec.com

### 相关报告

1. 《扁电磁线领军龙头，受益于电网投资加速》 2024-05-28

❖ **扁电磁线龙头企业，2023年分红金额创新高：**公司为扁电磁线全球龙头，2023年公司电磁线销量超7万吨，同比+23%，其中特高压换位导线市占率连续三年居国内外行业首位，新能源汽车产品年销量同比+180%。公司贯彻高分红策略，2023年公司每10股派息4元，分红金额共3亿元，同比增长16.73%；分红率达50.68%，股息率达4.95%，分红金额创公司历史新高。

❖ **中西南部线缆龙头，拟提升稼动率降本增效：**公司拥有四大区域电线电缆龙头子品牌，是中西南部地区领军企业，连续18年在湖南省行业综合排名第一；2023年销售产值逾百亿，同比增长17%，量利再创新高；电线电缆行业业务辐射半径较短，行业格局较为分散（CR5=8.5%），公司在行业非优质产能出清背景下，工作重心为提升稼动率降本增效。

❖ **扁线需求3年CAGR增速超30%，内外并举打破产能壁垒：**1) 电磁线是车电机、电力设备重要构件，扁线电机功率较传统圆线提升20%-30%；2) 受益于电网投资建设提速及新能源汽车的双电机与800V趋势，我们预计2026年扁电磁线市场需求为88万吨，2023-2026年CAGR超30%；3) 公司2020-2023电磁线销量CAGR超46%，特高压领域市占率超50%；新能源车应用领域拟新增产能3万吨/年，打破产能瓶颈；4) 海外电网投资高景气，欧盟委员会计划在2020-2030年间累积完成5840亿欧元电网投资。公司2023年海外毛利率超16%，高于国内5pct左右，拟通过并购布局拓展国外增量。

❖ **投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现营业收入175.11/198.76/226.18亿元，归母净利润5.90/6.94/7.90亿元。对应PE分别为12.07/10.26/9.01倍，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**电网基础设施投资不及预期、新能源汽车渗透率不及预期、下游市场竞争加剧、原材料价格大幅波动、应收账款余额较大风险、大股东股权质押风险、产能建设进度不及预期等。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13203	15293	17511	19876	22618
收入增长率(%)	2.89	15.83	14.50	13.50	13.80
归母净利润(百万元)	371	523	590	694	790
净利润增长率(%)	11.85	41.06	12.81	17.61	13.95
EPS(元/股)	0.51	0.71	0.80	0.95	1.08
PE	11.98	11.35	12.07	10.26	9.01
ROE(%)	10.24	13.50	14.06	15.21	15.74
PB	1.23	1.53	1.70	1.56	1.42

数据来源：wind数据，财通证券研究所（以2024年6月3日收盘价计算）

## 内容目录

1	公司简介：扁电磁线全球龙头，线缆行业优势企业.....	5
1.1	基本概况：电线电缆行业老兵，并购实现一体化布局.....	5
1.2	股权结构：股权结构稳定，多子公司全面支持运营.....	5
1.3	主营业务：线缆业务仍占主导，扁电磁线业务增长迅速.....	6
1.4	财务情况：经营业绩稳健向上，期间费用控制得当.....	7
1.5	研发：研发投入行业领先，电磁线领域技术快速突破.....	8
1.6	采购：多措施锁定采购成本，集中采购提高议价能力.....	9
1.7	分红：高分红铸造长期投资价值，股东共享公司发展红利.....	10
2	电线电缆：电力市场空间广阔，积极兼并优质标的.....	11
2.1	行业分析：下游需求空间广阔，市场集中度较低.....	11
2.2	竞争优势：品牌聚力打造区域龙头，产品抗风险及差异化能力强.....	14
3	电磁线：多赛道需求加速，拟海外布局量利双升.....	15
3.1	行业分析：扁电磁线优势明显，多赛道迎来需求快速增长.....	15
3.1.1	驱动电机关键原材料，扁线电机性能多方面领先.....	15
3.1.2	新能源汽车发展进入快车道，为扁电机带来增量.....	18
3.1.3	特高压迎来投资建设高峰，变压器用电磁线需求增加.....	20
3.1.4	电力行业持续进行清洁化转型，清洁能源市场成长空间广阔.....	23
3.2	竞争优势：差异化与产能扩张促增长，出海+客户提升龙头地位.....	24
3.2.1	扁电磁线销量增长迅速，差异化布局产能打造未来增长点.....	24
3.2.2	产品赢得领先客户肯定，成功中选下游关键项目.....	26
3.2.3	海外业务实现盈利增长，积极推进国际市场布局.....	26
4	盈利预测与投资评级.....	28
4.1	盈利预测.....	28
4.2	投资评级.....	29
5	风险提示.....	30

## 图表目录

图 1. 公司发展历程.....	5
图 2. 公司股权结构（截至 2024 年 4 月 26 日）.....	6

图 3. 扁线业务逐年扩张，2023 年营收占比 32.83%.....	7
图 4. 2018-2023 年营业收入复合增长率 26.4%.....	7
图 5. 2018-2023 年归母净利润持续增长.....	7
图 6. 2018-2023 年净利率稳步攀升.....	8
图 7. 公司毛利率领先同行.....	8
图 8. 2018-2023 年期间费用管理水平改善.....	8
图 9. 2018-2023 年营运能力提升.....	8
图 10. 2018-2023 年公司研发人员（人）数量领先同行.....	9
图 11. 近年来研发费用保持增长趋势.....	9
图 12. 上海有色市场电解铜现货价格波动较大.....	10
图 13. 2010-2023 年公司现金股利逐年攀升.....	11
图 14. 公司股息率始终维持在 3% 以上.....	11
图 15. 股息率领先多家业内龙头和下游变压器企业.....	11
图 16. 现金股利（亿元）保持行业高位.....	11
图 17. 电线电缆行业产业链.....	12
图 18. 2022 年下游应用电力电缆市场规模占比达 39%.....	12
图 19. 2018-2023 年中国全社会用电量持续攀升，市场需求稳定.....	12
图 20. 2016-2022 年电线电缆销售规模触底向好.....	13
图 21. 电线电缆行业市场集中度低，2022 年 CR5=8.5%.....	13
图 22. 2023 年公司跻身行业第一梯队.....	13
图 23. 铝合金电缆.....	14
图 24. 柔性防火电缆.....	14
图 25. 公司取得国外多项资质认证.....	14
图 26. 公司打造区域性龙头电线电缆品牌.....	15
图 27. 电磁线行业下游应用广泛.....	16
图 28. 圆线电机示意图.....	17
图 29. 扁线电机示意图.....	17
图 30. 电机铜耗占电机运行能量损耗 65%.....	18
图 31. 扁线绕组截面大，能有效降低电阻，减少铜耗.....	18
图 32. 扁线电机相比传统圆线电机优势明显.....	18
图 33. 扁线电机特殊端部形态可减少 20% 的端部尺寸.....	18
图 34. 新能源汽车发展进入快车道.....	19
图 35. 2023 年扁线电机加速渗透.....	19

图 36. 在相同的充电器功率下，高电压能够以较低的电流实现充电.....	20
图 37. “十四五”阶段，特高压投资规模预计约为 3800 亿元.....	21
图 38. 2019-2022 年中国特高压输送电量 CAGR=20.51%.....	22
图 39. 受益于特高压建设提速，2023 年变压器产量创新高.....	23
图 40. 可再生能源发电装机容量稳健增加.....	24
图 41. 截止 2023 年 10 月，光伏装机新增 1.42 亿千瓦.....	24
图 42. 2021-2023 年销量复合增长率达 20.22%.....	25
图 43. 公司与扁电磁线众多下游行业头部企业建立深入合作.....	26
图 44. 海外电力需求旺盛，变压器出口快速增长.....	27
图 45. 海外高利润刺激电磁线产品出海加速.....	27
图 46. 公司产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等地区及国家.....	28
表 1. 公司主要产品.....	7
表 2. 公司扁电磁线多项技术达到“国际先进”.....	9
表 3. 扁线电机可节约电量损耗成本 768 元.....	17
表 4. 2022 年中国销量前 15 新能源车型中 7 款装载扁线电机.....	19
表 5. 2023 年中国销量前 15 新能源车型中 9 款装载扁线电机.....	19
表 6. 预计 2026 年新能源用扁电磁市场规模近 170 亿元.....	20
表 7. 预计 2026 年输变电用扁电磁线市场规模近 340 亿元.....	23
表 8. 预计 2026 年清洁能源用扁电磁线市场规模近 170 亿元.....	24
表 9. 预计 2026 年扁电磁线市场规模超 670 亿元.....	24
表 10. 预计 2025 年建成新能源汽车专用电磁线 5 万吨/年.....	26
表 11. 公司盈利预测.....	29
表 12. 可比公司估值（股价为 6 月 3 日收盘价）.....	30

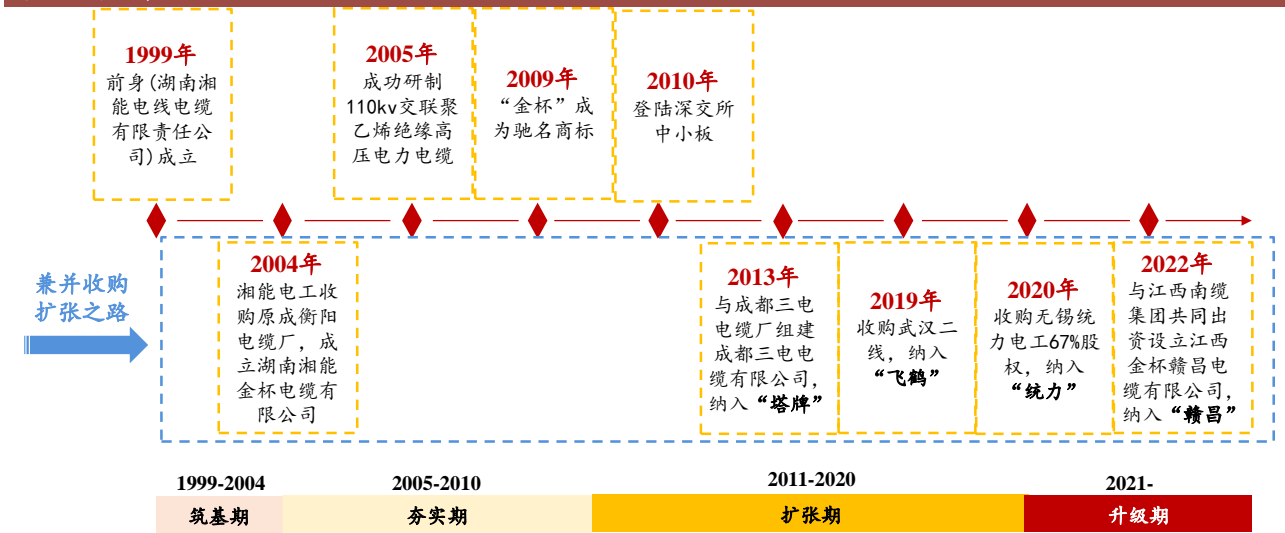
## 1 公司简介：扁电磁线全球龙头，线缆行业优势企业

### 1.1 基本概况：电线电缆行业老兵，并购实现一体化布局

**扁电磁线全球龙头，电线电缆行业老兵。**1) 子公司湖南湘能金杯始建于1952年，已深耕行业70余年；2) 从品牌发展看，2009年“金杯”成为中国驰名商标；2010年在深交所中小板上市；3) 从扁线业务看，已实现理论产能9.5万吨，特高压用扁电磁线的市场份额超50%；4) 从运营成果看，2023年营收达152.93亿，打造中西南部区域龙头。

**并购实现一体化布局，跨区协同发展优势明显。**2004年收购湖南衡阳电缆厂，成立湖南湘能金杯电缆有限公司；2013年与成都三电电缆厂组建成都三电电缆有限公司，纳入品牌“塔牌”；2019年收购武汉二线，纳入品牌“飞鹤”；2020年通过股权收购，纳入品牌无锡“统力”；2022年合资建立江西金杯赣昌电缆，将“赣昌”纳入麾下。通过持续兼并收购，品牌聚力，推进一体化布局，公司已成为“扁电磁线全球龙头，线缆行业优势企业”，拥有五省七大生产基地，跨区协同发展优势明显。

图1.公司发展历程



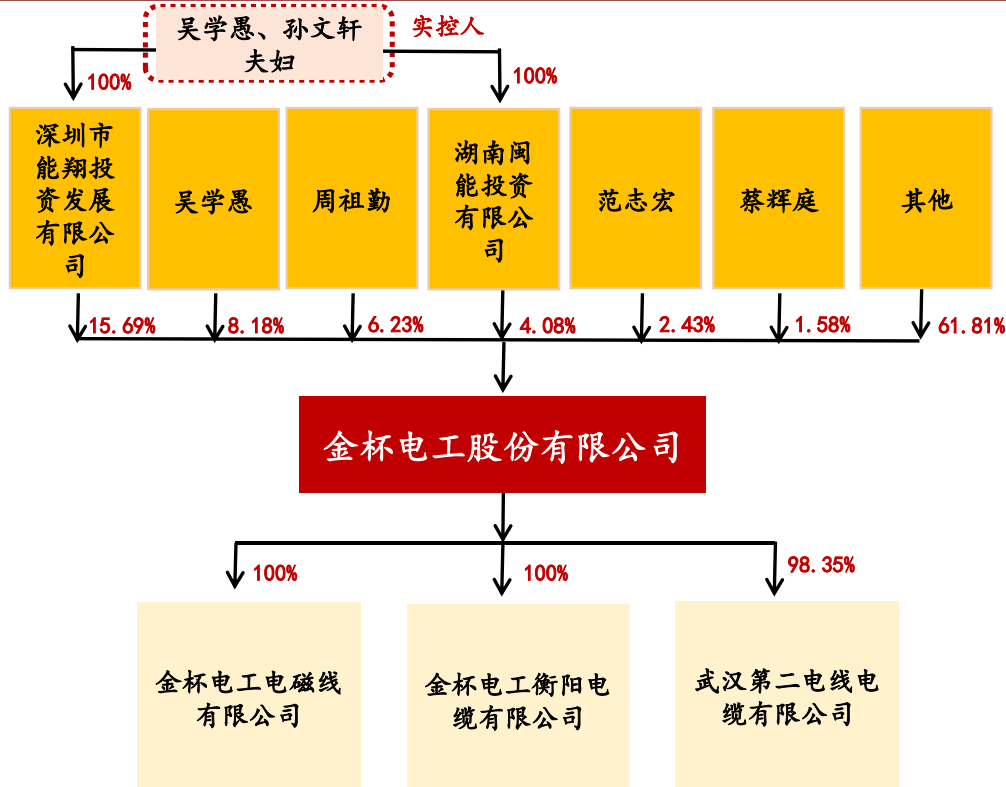
数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 1.2 股权结构：股权结构稳定，多子公司全面支持运营

**公司实际控制人为吴学愚和孙文利夫妇，多子公司全面支持运营。**吴学愚、孙文利夫妇为公司实际控制人，通过能翔投资和闽能投资对公司间接持股，能翔投资持股15.69%，闽能投资持股4.08%，加上吴学愚对公司的直接持股8.18%，公司的实控人总共持有公司27.95%的股份。子公司业务紧密关联公司业务，为公司运营提供保障。例如有“湖南省第一根电线缔造者”之称的核心全资子公司—

—金杯电工衡阳电缆有限公司，以及设有湘潭、无锡两大扁线电磁线生产基地的全资子公司——金杯电工电磁线有限公司。

图2.公司股权结构（截至 2024 年 4 月 26 日）



数据来源：公司 2024 年一季报，财通证券研究所

注：主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况

### 1.3 主营业务：线缆业务仍占主导，扁电磁线业务增长迅速

公司两大核心产品为电线电缆和电磁线。公司的产品包括电线电缆、电磁线、冷链及汽车后市场服务，从营业收入构成来看，电线电缆和电磁线是公司的两大主营产品。

电线电缆为公司主体业务，扁电磁线业务占比持续提升。2023 年公司实现总营收 152.93 亿元，电线电缆产品收入首次突破 100 亿元，达 100.99 亿元，占比 66.40%，销量同比+13%，主要系报告期内着力渠道和大客户开发，业务规模持续扩大；电磁线产品收入 50.20 亿元，占比 32.83%，销量同比+23%，电磁线业务占比持续提升，较 2021 年和 2022 年分别增长 7.50pct 和 2.73pct，主要系特高压变压器、新能源电机用扁电磁线需求旺盛，业务持续高速增长，销售规模增加实现盈利增长所致。具体来看，变压器用扁电磁线销售量同比增长约 25%，其中特高压变压器用扁电磁线订单饱和，较上年同比增长超 2 倍。

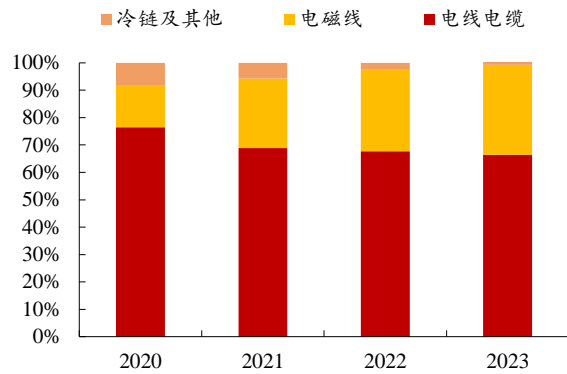


表1.公司主要产品

产品	应用领域
电磁线	广泛应用于特高压输电变压器、电气化铁路站用变压器、牵引变压器、特种整流变压器以及风力发电机、水轮发电机、新能源汽车电机等领域。
电线	应用于办公及家庭住宅装修用线路、电气设备连接、控制等领域。
电缆	包括特种电缆、电力电缆等，广泛应用于新能源（光伏、风能、核电）、轨道交通、新能源汽车用（车内高压线缆、充电桩）等领域。

数据来源：公司 2021 年年报，财通证券研究所

图3.扁线业务逐年扩张，2023 年营收占比 32.83%

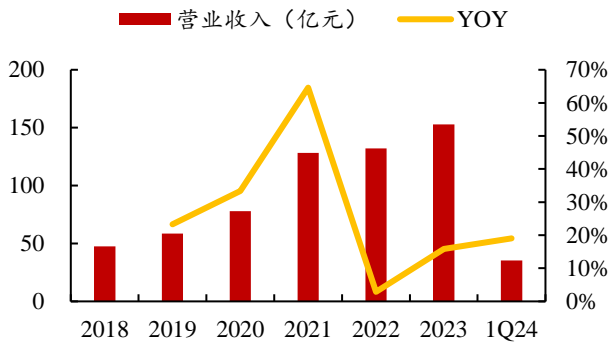


数据来源：Choice，财通证券研究所

### 1.4 财务情况：经营业绩稳健向上，期间费用控制得当

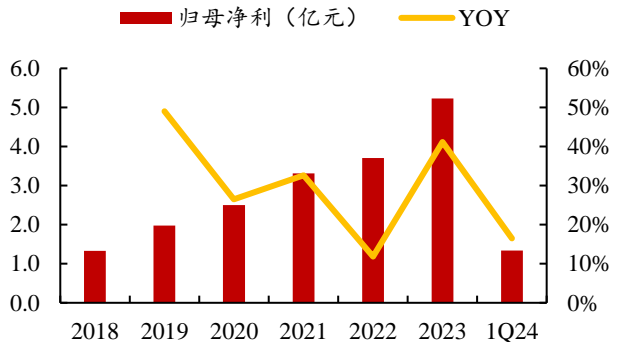
整体业绩稳步向上，扁线业务有望再创新高。受益于电力能源结构调整及电力投资的加大，输变电变压器用电磁线业务需求带领公司再创业绩新高，公司 2023 年实现营收 152.93 亿元，同比+15.83%。受益于国家先进制造业加计 5%抵减增值税税收优惠，电缆产业增加净利润 5,319.59 万元，电磁线产业增加净利润 1,196.01 万元，公司 2023 年归母净利润达 5.23 亿元，同比+41.12%，归母净利润率约 3.42%。

图4.2018-2023 年营业收入复合增长率 26.4%



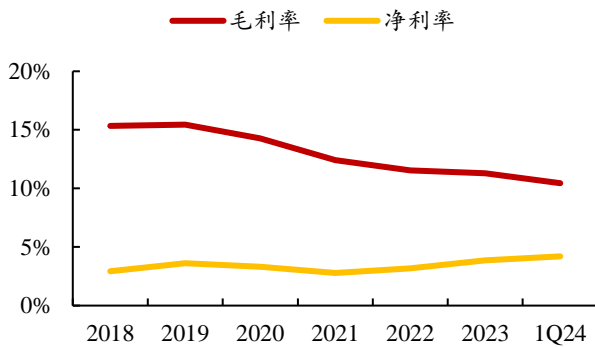
数据来源：Choice，财通证券研究所

图5.2018-2023 年归母净利润持续增长

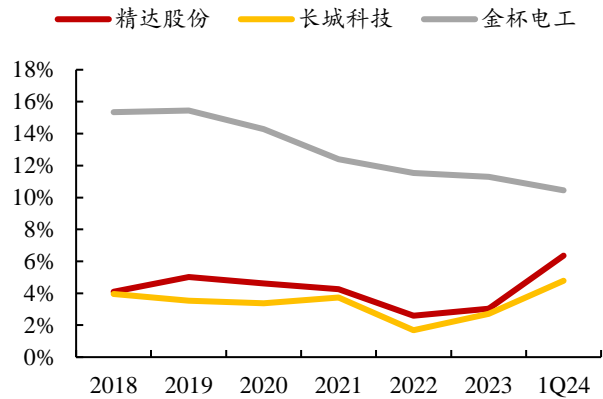


数据来源：Choice，财通证券研究所

毛利率领先同行企业，净利润稳健向上。公司整体盈利能力强，毛利率保持较高水平，2023 年毛利率为 11.29%，领先同行业公司。主要系原材料铜材价格变动，两大主营产品毛利受到牵制，公司整体的毛利率呈下降趋势，由 2018 年的 15.35% 下降至 2023 年的 11.29%；但公司的净利润仍能在经营队伍的有效管理下稳健向上，2023 年的净利润为 5.91 亿元，同比+41.40%，净利率为 3.87%。

**图6.2018-2023年净利率稳步攀升**


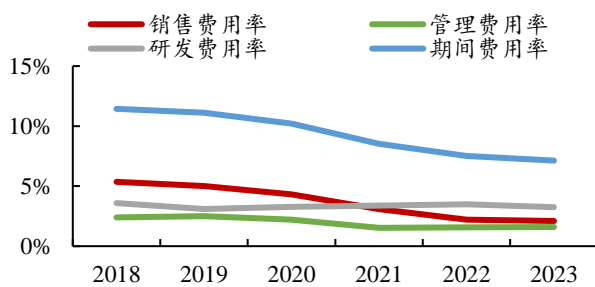
数据来源: Choice, 财通证券研究所

**图7.公司毛利率领先同行**


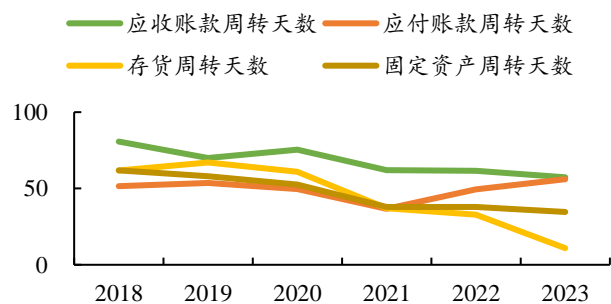
数据来源: Choice, 财通证券研究所

**期间费用率持续改善, 持续增加研发投入。**公司加强内部降本增效与风险管控, 费用比率有效控制。同时, 公司重视研发投入, 2023年投入研发费用4.98亿元, 同比+8%, 研发费用率约3%。公司的研发项目包括铝合金光伏电缆及线束项目、漆包超导绕组线、电力储能系统用电池连接电缆的开发等均已达到阶段性预期目标。

**营运能力稳健, 短期债务管理及存货管理能力提升。**公司的产品运营能力比较稳健, 2023年公司应收账款周转天数、固定资产周转天数较2021年变化不大, 较为稳定, 应付账款周转天数由2022年的49.41天增长至56.07天, 存货周转天数改善明显, 由2022年的37.94天减少至34.60天, 存货变现的速度加快, 公司存货管理工作的效率提升。

**图8.2018-2023年期间费用管理水平改善**


数据来源: Choice, 财通证券研究所

**图9.2018-2023年营运能力提升**


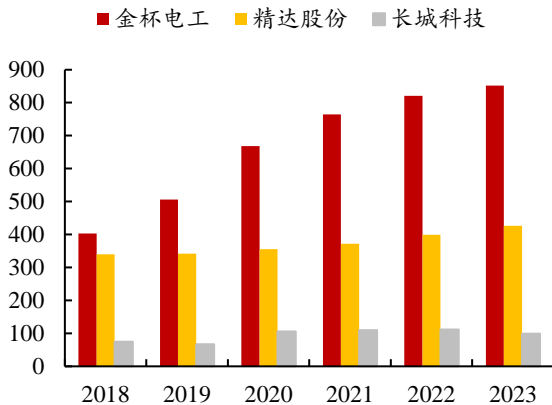
数据来源: Choice, 财通证券研究所

### 1.5 研发: 研发投入行业领先, 电磁线领域技术快速突破

**加码技术大力投入研发, 自建高质量科研团队。**大力引进技术研发人才, 研发人员数量保持高速增长, 2023年达到852人。研发投入比重大, 2023年研发费投入4.98亿元, 研发费用率达到3%, 处于业内较高水平。公司培养了能够独立承担技术开发项目的科研队伍, 为公司拓展产品序列提供强大的技术支持。

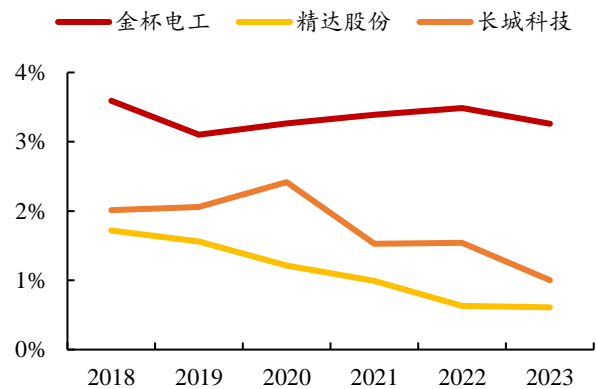


图10.2018-2023年公司研发人员（人）数量领先同行



数据来源：Choice，财通证券研究所

图11.近年来研发费用保持增长趋势



数据来源：Choice，财通证券研究所

**电磁线领域技术快速突破，研发“国际先进”产品。**公司通过多年不断技术引进、技术合作、消化吸收和自主创新等方式推动电磁线技术突破，是国内为数不多能同时掌握“漆包、漆包+膜包、peek 挤塑”三种绝缘方式的电磁扁线绝缘解决方案综合服务商。公司电磁线产业中心技术创新佳绩频出，自 2019 年以来多项产品和技术获评“国际先进”；2022 年 200 米级超大截面铝合金扁线研发成功，填补国内空白；2023 年上半年研制铝导体绕组线产品、立绕漆包线产品、超导线缆实现批量交付等。多种产品研发和技术难点突破增强供满足客户一站式、定制化采购需求的能力，始终保持行业领先水平。

表2.公司扁电磁线多项技术达到“国际先进”

年份	技术/产品	进展
2023	漆包线表面视觉在线检测技术	自动识别与判断漆包线表面的质量缺陷，生产加工效率提高 80% 以上。
	新能源驱动电机用高效能凹槽导线	达到“国内领先”
2022	200 米级超大截面铝合金扁线	研发成功，填补国内空白
	减薄绝缘换位导线	通过省级新产品鉴定，达到“国际先进”水平
2021	新能源汽车高压驱动电机用电磁线	开发 8 种典型绝缘结构，提供系列解决方案
	新能源汽车 800V 以上高压驱动电机用电磁线	通过省级新产品验收，达到“国际先进”
	超大宽厚比烧结线和异形漆包线	通过省级新产品验收，达到“国内领先”
2020	金属氧化物绝缘 LITZ 线	自主研发，首台供货
	轨道交通磁浮用长定子绕组电缆	达到“国际先进”
2019	新能源电动汽车变频驱动电机用漆包薄膜烧结铜扁线技术	达到“国际先进”

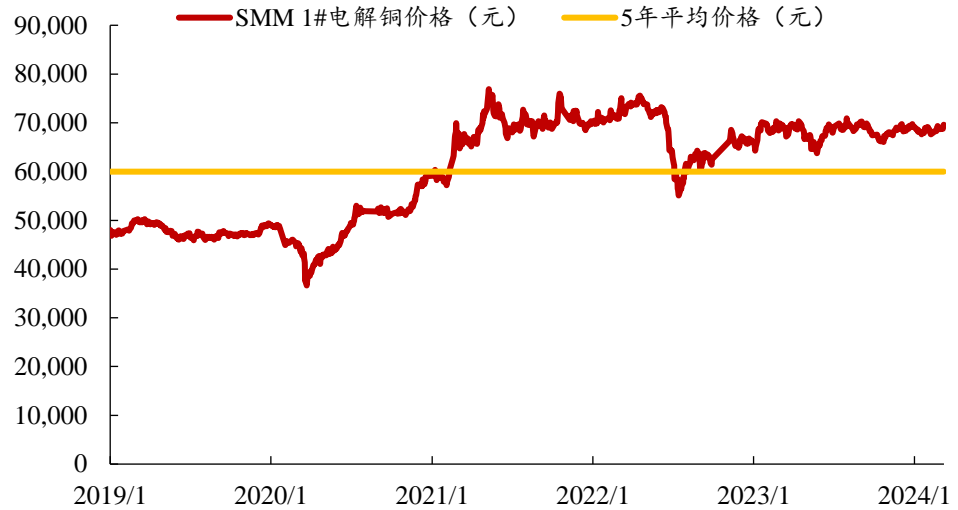
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 1.6 采购：多措施锁定采购成本，集中采购提高议价能力

铜材成本占比较大，价格波动影响公司利润。公司主要原材料铜、铝价格波动较大，上海有色电解铜现货价格自 2019-2023 年均价分别为 4.77/4.82/6.86/6.77/6.83 万元/吨。铜铝占公司产品总成本的 80% 左右，线缆以

成本加成模式为产品定价原则，原材料价格大幅波动会对公司生产经营状况造成影响。

图12.上海有色市场电解铜现货价格波动较大

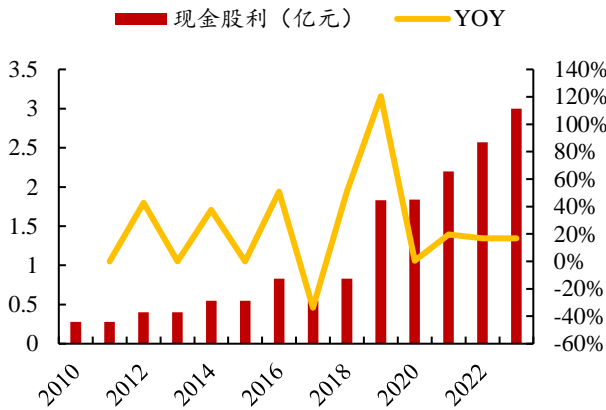


数据来源: Choice, 财通证券研究所

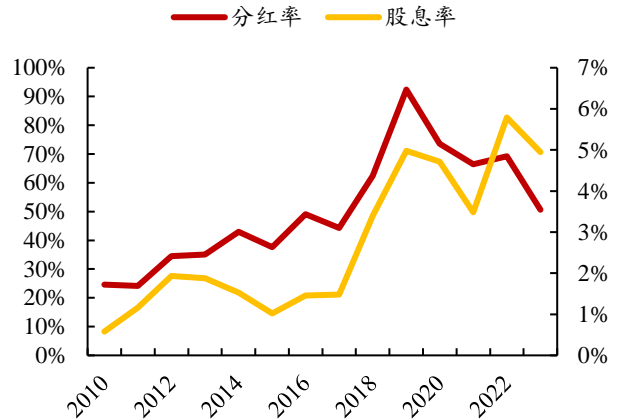
**锁定铜价对冲风险，统一集采提升议价能力。**公司产品采用直销和经销相结合的销售模式，其中电磁线、电缆产品通常采用直销模式，公司采取现货点价、签订远期供应合同、期货套期保值等措施锁定采购成本。公司生产所需的主要原材料如电解铜、大宗电缆料等均由集团采购部门统一集采，把控原材料品质，提高采购议价能力。

### 1.7 分红：高分红铸造长期投资价值，股东共享公司发展红利

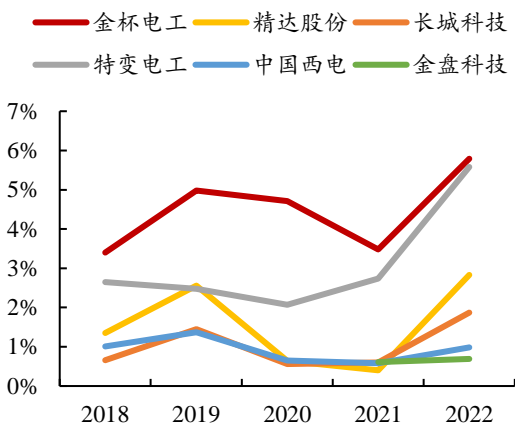
**积极贯彻高分红策略，2023年分红历史新高。**公司自2010年上市以来坚持每年现金分红，多年来累计分红14次，分红金额呈现稳健增长趋势，自2010年0.28亿元快速增长至2023年3亿元，创公司历史新高，复合增长率20.01%。分红总金额数量可观，上市以来总额达到16.11亿元。2023年公司每股派息0.4元，分红率达50.68%，股息率达4.95%，现金分红同比增长16.73%。公司分红常年保持行业高位，现金股利金额近年来稳步增长，股息率始终维持在3%以上，领先多家业内龙头和下游变压器企业。未来公司仍然有望长期保持高比例分红，维护广大投资者利益和投资信心。

**图13.2010-2023年公司现金股利逐年攀升**


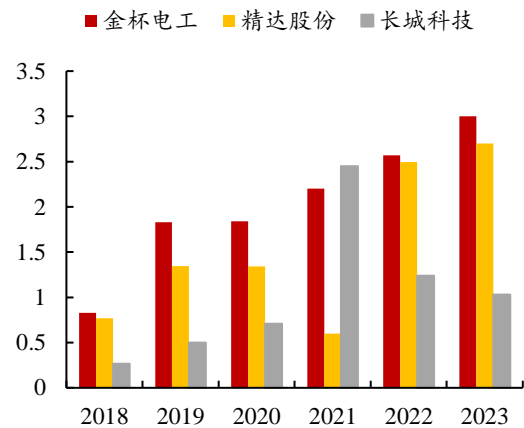
数据来源: Choice, 财通证券研究所

**图14.公司股息率始终维持在3%以上**


数据来源: Choice, 财通证券研究所

**图15.股息率领先多家业内龙头和下游变压器企业**


数据来源: Choice, 财通证券研究所

**图16.现金股利 (亿元) 保持行业高位**


数据来源: Choice, 财通证券研究所

## 2 电线电缆：电力市场空间广阔，积极兼并优质标的

### 2.1 行业分析：下游需求空间广阔，市场集中度较低

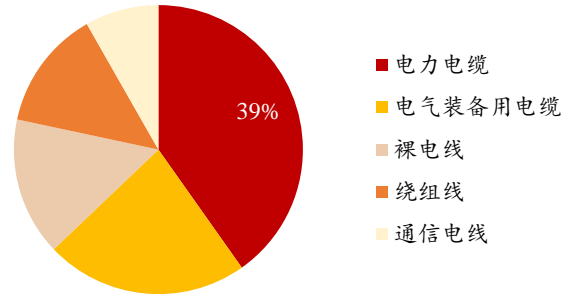
国民经济“血管”，下游应用空间广泛。电线电缆行业作为中国国民经济最大的配套行业之一，在中国机械工业细分行业中位居第二仅次于汽车制造，电线电缆同时也被誉为国民经济的“血管”与“神经”。电线电缆产业链较为成熟，上游行业主要涉及提供制造电线电缆产品所需原材料的基础材料行业，包括铜、铝及其合金；生产交联绝缘套和护套料的橡胶行业，以及聚乙烯、聚氯乙烯等化工行业。中游阶段包括电线电缆生产制造企业，涵盖生产电力电缆、通信电缆、电气装备用电缆、裸电线、绕组线等各类电缆。在各类电线电缆中，电力电缆应用范

围最为广泛，市场规模占比最大，高达 39%。下游行业应用场景广泛，主要涵盖工程机械、通信、电力、化工和建筑等行业。

图17.电线电缆行业产业链



图18.2022年下游应用电力电缆市场规模占比达39%

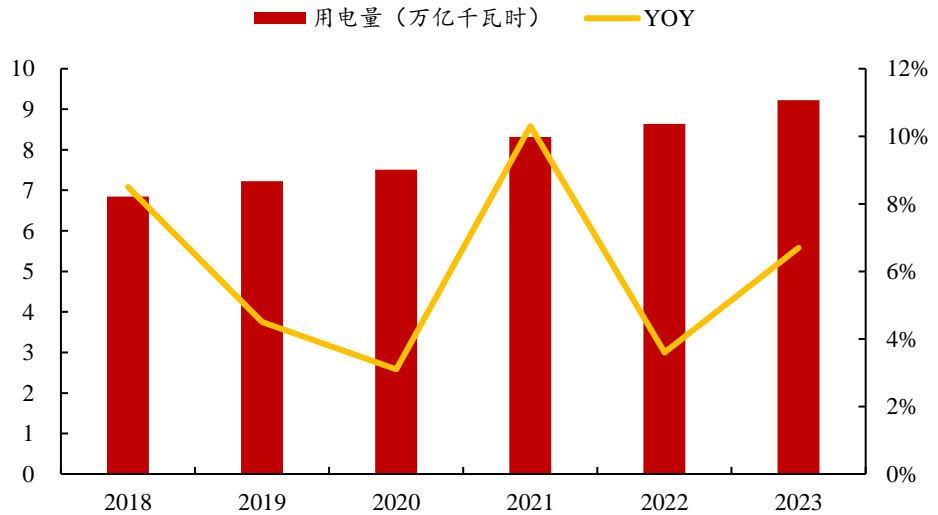


数据来源：前瞻经济学人，财通证券研究所

数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

全社会用电量持续攀升，为线缆行业提供稳定需求。电力行业是电线电缆产品最主要的应用领域。全社会用电量的稳步攀升为线缆行业提供了稳定的市场需求。根据国家能源局公布数据，2023年，全社会用电量 92,241 亿千瓦时，同比增长 6.7%。

图19.2018-2023年中国全社会用电量持续攀升，市场需求稳定

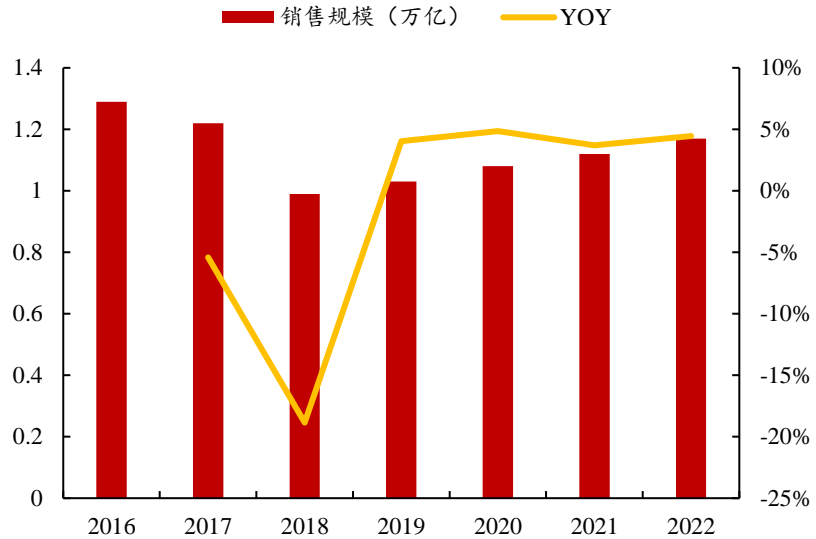


数据来源：国家能源局，财通证券研究所

电线电缆市场规模触底向好，规模以上电线电缆销售规模保持在万亿元左右。我国电线电缆市场在经历行业低谷后整体呈现微弱的年增长趋势，主要系我国宏观经济疲软和制造业去产能的影响，电线电缆行业在 2018 年产量大规模下滑，市场规模达近十年的最低点。随着我国对新能源等领域投资的加速，电线电缆行

业开始缓慢复苏。根据中商情报网统计，2022 年电线电缆销售收入达到 1.17 万亿元，同比增长 4.46%。

图20.2016-2022年电线电缆销售规模触底向好

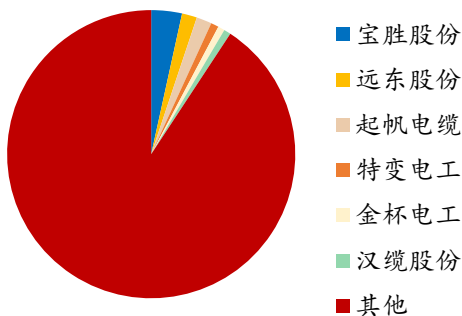


数据来源：中商情报网、财通证券研究所

我国电线电缆行业竞争激烈，市场集中度远低于发达国家。线缆行业属于市场化充分竞争行业，市场集中度低，主要系线缆行业企业众多，且以中小企业为主。2022年，全国电线电缆行业的销售收入达1.17万亿元。宝胜股份位居行业榜首，市场占有率仅为3.45%；其次为起帆电缆和远东股份，市场占有率分别为1.71%和1.69%，其余企业的市场份额均低于1%。当前我国电线电缆行业CR5仅8.5%，参考发达国家的高产业集中度（法国CR5约90%、美国CR10约70%、日本CR7约65%），未来市场份额将向具有品牌、质量、技术优势的规模化生产企业集中。

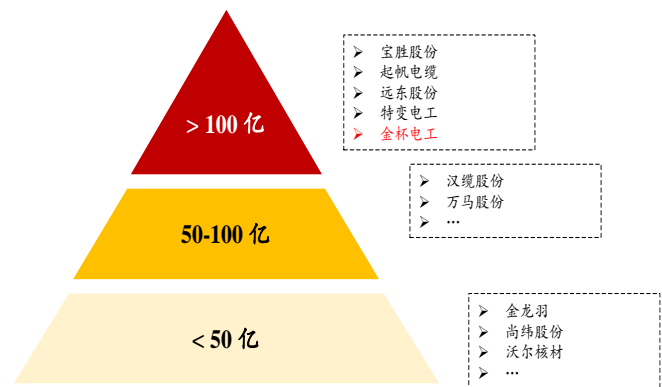
电线电缆行业大致可分成3个竞争梯队，公司目前位于第一梯队。基于电线电缆业务营业收入的划分，我国电线电缆企业可分为3个竞争梯队，2023年公司电线电缆业务突破百亿元，跻身行业第一梯队。

图21.电线电缆行业市场集中度低，2022年CR5=8.5%



数据来源：Choice、财通证券研究所

图22.2023年公司跻身行业第一梯队



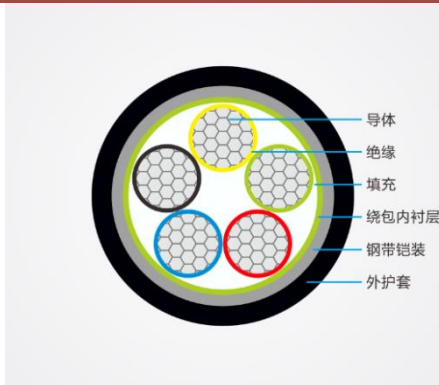
数据来源：各公司公告，Choice，财通证券研究所



## 2.2 竞争优势：品牌聚力打造区域龙头，产品抗风险及差异化能力强

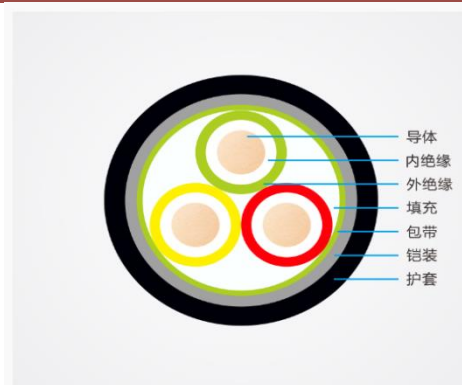
受益于多赛道多覆盖，公司抗风险能力和产品差异化竞争能力较强。公司电线电缆产品广泛应用于智能电网、工业装备配套、轨道交通、安防以及各类建筑、基础设施配套等基础领域，有利于缓解下游周期变化对公司业绩影响。行业内普通线缆产品供应有余，高端产品供应不足，公司不断开发铝合金电缆、轨道交通电缆、辐照电缆、高温电缆、机车车辆电缆、环保和防火电缆、工程机械等领域特种电缆，打造差异化优势。

图23.铝合金电缆



数据来源：公司官网，财通证券研究所

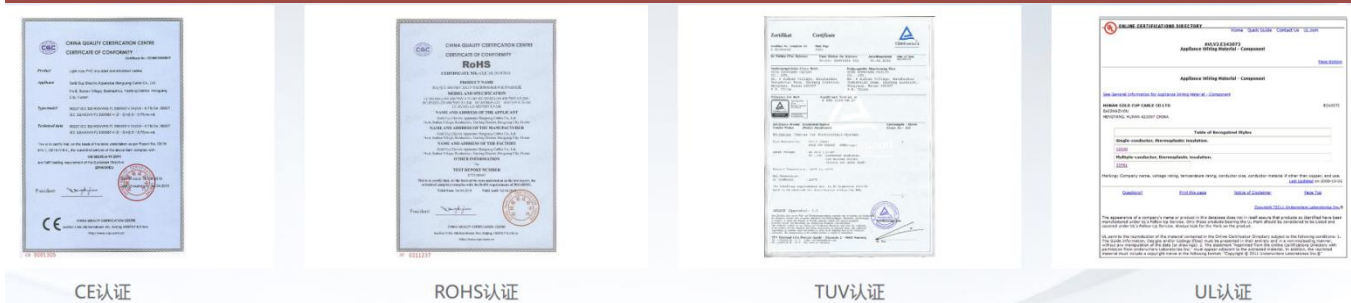
图24.柔性防火电缆



数据来源：公司官网，财通证券研究所

产品质量获得国内外体系认证，一流技术研发实力为质控保驾护航。公司坚持视产品质量为生命线。1) **产品认证**：优选原料，坚持用良“芯”，做“好”线，严格执行比国家标准要求更高的内部质量控制标准，公司正在或已经取得了TUV机构CE认证、德凯及CQC充电桩电缆认证、交/直流充电桩系列认证、储能电缆UL3817认证、德标工业控制电缆CE认证等。2) **质量检测**：公司拥有国家输变电电器产品质量监督检验中心（筹）线缆检测基地共建第三方服务平台、国家电线电缆产品质量监督检验中心（武汉）湖南工作站等，公司能够更有效地把控产品质量。3) **公司荣誉**：凭借过硬的产品质量和卓越的管理水平，公司先后荣获了电线产品国家银质奖、第六届湖南省省长质量奖、全国质量标杆企业等奖项。

图25.公司取得国外多项资质认证



数据来源：公司官网，财通证券研究所



**电线电缆行业辐射半径限制单一品牌扩张。**电线电缆行业集中度较低（CR5=8.5%左右），业内企业众多（约1万家），且以中小企业为主，目前尚无覆盖全国的大型龙头。受电线电缆行业特性影响，公司销售业务存在辐射半径，单一品牌发展运输、管理半径受限，销售网络覆盖全国存在压力。

**战略兼并中西南部多家品牌，打造区域性行业龙头。**公司深耕电线电缆行业70余年，上市后通过不断地兼并整合，现旗下已拥有湖南“金杯”、四川“塔牌”、湖北“飞鹤”、江西“赣昌”四大线缆品牌，目前已形成多品牌、跨区域、协同发展的格局。随着市场份额和品牌知名度持续增长，公司现已成为全国线缆行业优势企业、中西南部地区线缆龙头企业，不断推进行业整合。

图26.公司打造区域性龙头电线电缆品牌



数据来源：公司2022年年报，财通证券研究所

**稳健经营保障公司市场份额，保守扩产应对行业出清。**电线电缆下游与房地产和工程机械相关，电线主要为家庭装修使用，用于房地产领域，电缆主要下游为工程机械。受下游景气度影响，公司预计未来非优质产能将面临行业出清。现有厂房规模和人员充足，公司会依据市场情况适当进行技改以满足公司发展需求。尚无合适的兼并收购标的，未来线缆业务增长将主要通过技改、开拓下游客户等方式实现。

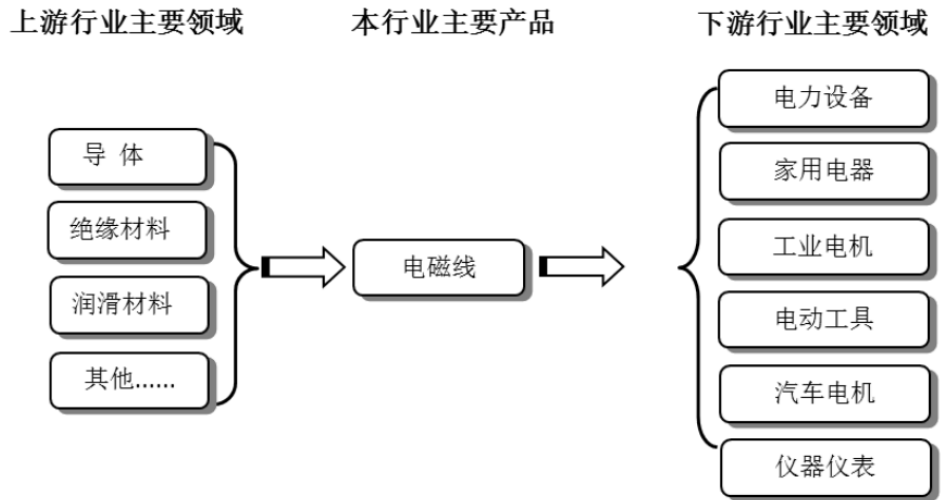
### 3 电磁线：多赛道需求加速，拟海外布局量利双升

#### 3.1 行业分析：扁电磁线优势明显，多赛道迎来需求快速增长

##### 3.1.1 驱动电机关键原材料，扁线电机性能多方面领先

**电磁线是多领域机电产品关键构件，下游应用广泛。**电磁线是用于电机、电器和电工仪表的线圈或绕组，以实现电磁能量转换的电线。上游为铜及其他绝缘材料加工企业，下游应用广泛，电磁线是下游汽车绕组电机、工业电机、电力设备等领域重要产品构件。近年来下游国内新能源汽车行业发展迅猛，驱动电机作为电动车核心部件，受需求刺激驱动电机专用绕组铜线产业快速发展。

图27.电磁线行业下游应用广泛



数据来源：长城科技招股说明书、财通证券研究所

**扁线助推变压器及电机轻量化高效化发展。**扁线替代圆线，即使用矩形导线代替圆线导线。

**变压器领域：**随着高压及特高压电网建设速度加快，电磁线作为变压器的“心脏”，向着降低变压器线圈损耗、缩小线圈体积的方向发展。扁线不仅能够提供更优良的散热效果、转换效率以及功率密度，而且相对比圆线能够大幅减小变压器体积，缩减变电站的建设成本和占地面积。目前高压、特高压输配电变压器基本使用扁电磁线，中、低压变压器中也以扁电磁线为主流。

**新能源汽车电机领域：**高效率大功率电机是保障新能源汽车爬坡能力、加速能以及最高车速等多项重要性能的关键，目前电机扁线化是电机轻量化、高效化、小型化重要的技术实现路径。区别于传统圆线电机，扁线电机定子使用更粗的矩形导线代替多而细的圆线导线，采用截面方平的扁电磁线绕组替代原先的圆铜线绕组，同时对电机进行结构化调整，提升整体效率。

图28.圆线电机示意图



数据来源：云想电驱动，财通证券研究所

图29.扁线电机示意图



数据来源：电机通公众号，财通证券研究所

**扁线电机低成本实现轻量化，高性能功率密度升级。**扁线电机相比传统圆线电机存在以下领先优势：

**1.降低电机能耗：**电机铜耗占电机运行能量损耗 65%，扁线绕组横截面面积明显大于圆线，能有效降低绕组电阻，减少铜耗。

**2.提高运行功率：**矩形导线绕组相比细圆导线绕组扁线间间隙更小，相同定子槽体积下能装更多绕组铜线，因此具有更高的槽填充率，扁线电机槽满率相比圆线电机从40%提升至70%，产生更强的磁场强度，从某种程度上等于增加20%-30%的功率，功率密度提升。

扁线电机比传统圆线电机的转换效率高 1.12%；在全域平均下，两者效率值相差2%，按照典型的续航500km的A级轿车（搭载60kwh电池包和150kw电机）计算，假设电池成本以0.621元/wh，即每kwh的电池成本是621元，节约745.2元。

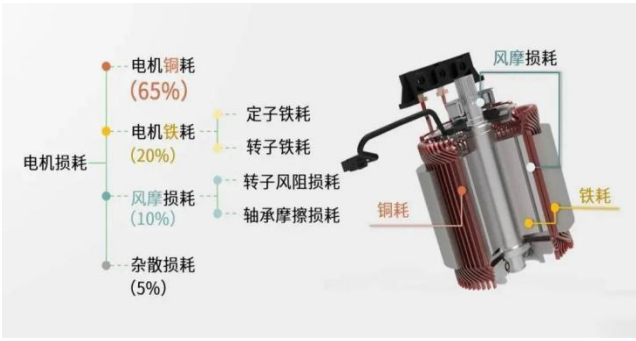
表3.扁线电机可节约电量损耗成本768元

电池总电量 (kwh)	电机工作效率	实际有效电量 (kwh)	实际损耗电量 (kwh)	损耗电量成本(元)
60	90%	54	6	3726
60	91%	54.6	5.4	3353.4
60	92%	55.2	4.8	2980.8
60	93%	55.8	4.2	2608.2
60	94%	56.4	3.6	2235.6
60	95%	57	3	1863

数据来源：观研报告网，财通证券研究所

**3.小型化：**小型化扁线绕组的高槽满率意味着相同电机功率扁线电机铜线填充量更少，电机尺寸相应得到减小。扁线电机端部加工时可降低高度，如制作成各种特殊形态减少空间，与圆铜线电机相比可减少20%的端部尺寸，满足电机发展轻量化小型化特点。

图30.电机铜耗占电机运行能量损耗 65%



数据来源：汽车工艺师公众号，财通证券研究所

图31.扁线绕组截面大，能有效降低电阻，减少铜耗

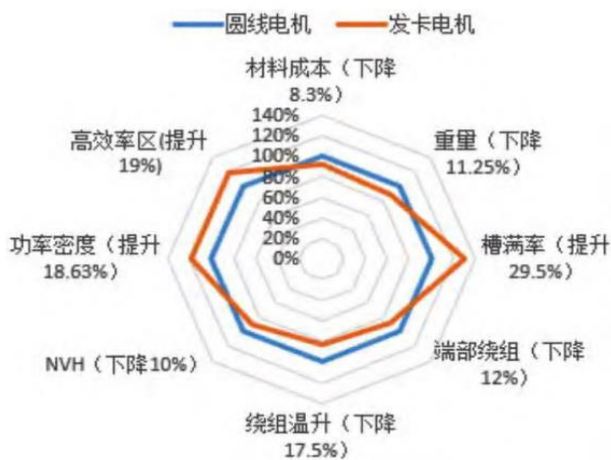


数据来源：汽车测试网，财通证券研究所

**4.降噪：**扁线电机相比圆线电机定子具有更小的槽口尺寸，能够有效降低齿槽力矩从而降低电磁噪声；同时矩形导线刚性更大，对电枢噪音也具有抑制作用，再配合转子磁极与结构优化，NVH下降10%。

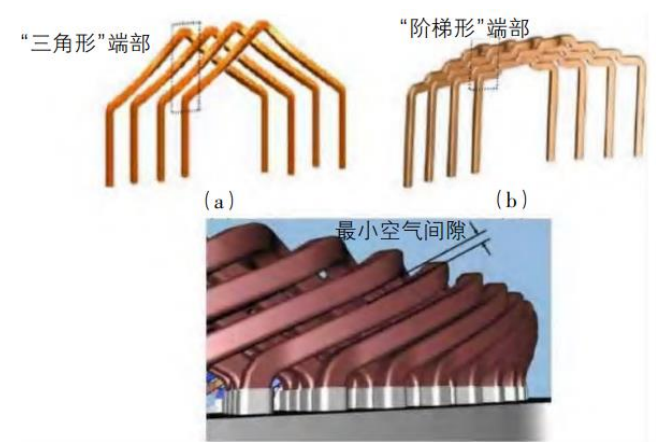
**5.散热性能强：**矩形导体使得内部空隙变少，增加各导体以及与铁芯槽间接触面积，提升电机热传导和散热性能。绕组端部导体间都留有最小空气间隙，更方便散热。

图32.扁线电机相比传统圆线电机优势明显



数据来源：《新能源汽车扁线电机技术分析》兰鹏宇，财通证券研究所

图33.扁线电机特殊端部形态可减少 20%的端部尺寸



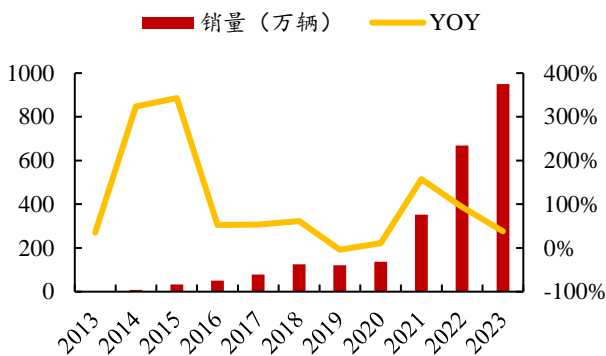
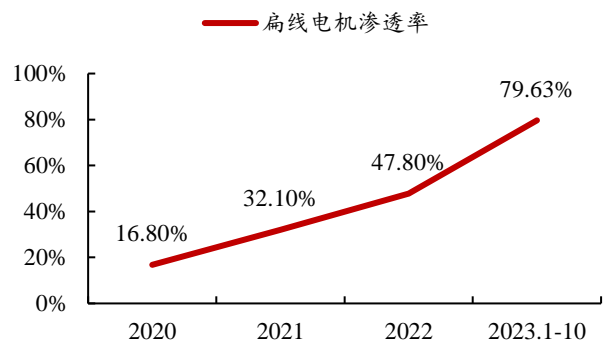
数据来源：《新能源汽车扁线电机技术分析》兰鹏宇，财通证券研究所

### 3.1.2 新能源汽车发展进入快车道，为扁电机带来增量

新能源汽车发展进入快车道，销量快速攀升。主要系政策和市场的双重作用，我国新能源汽车行业持续高速发展。根据中汽协统计，2023年新能源汽车的产量为958.7万辆，同比+35.8%；销量为949.5万辆，同比+37.9%，已连续9年位居全球第一。同时，中汽协预测2024年新能源汽车的销量将达1150万辆左右，同比将+20%。受益于新能源乘用车销量增长，电驱动产品的搭载量也持续攀升，根据NE时代新能源的统计，2022年电驱动产品的全年销量达578万台，同比增速77%。



**扁线电机优势明显，替代圆线成为发展趋势。**相比传统工业电机，新能源汽车驱动电机有更高的技术要求，相较于圆线，具备更低成本、更高性能的扁线成为发展趋势。中国销量前 15 新能源车型已知装载扁线电机的数量由 2022 年的 7 款，增加至 2023 年 9 款。NE 时代数据报告指出 2022 年扁线电机渗透率已达 47.8%。据盖世汽车研究院统计，2023 年前十个月扁线电机的装机或渗透率已达到 79.63%，预示着未来整个产业将向全面扁线化发展。

**图34.新能源汽车发展进入快车道**

**图35.2023年扁线电机加速渗透**


数据来源：中国汽车协会，财通证券研究所

数据来源：NE TIMES，财通证券研究所

**表4.2022年中国销量前15新能源车型中7款装载扁线电机**

排名	车型	销量 (万辆)	漆包线
1	宏光 MINI	40.5	圆线
2	比亚迪秦	34.2	扁线
3	比亚迪汉	27.2	扁线
4	比亚迪海豚	20.4	扁线
5	Model3	12.4	圆线/扁线
6	AionS	11.6	未知
7	QQ冰淇淋	9.7	未知
8	奇瑞 eQ	9.4	未知
9	奔奔 EV	9.2	未知
10	风神 E70	7.3	扁线
11	比亚迪驱逐舰	6.2	扁线
12	零跑 T03	6.2	未知
13	欧拉好猫	6.1	扁线
14	长安 Lumin	6	未知
15	小鹏 P7	5.9	未知

数据来源：中汽协、汽车之家公众号、懂车帝等，财通证券研究所

**表5.2023年中国销量前15新能源车型中9款装载扁线电机**

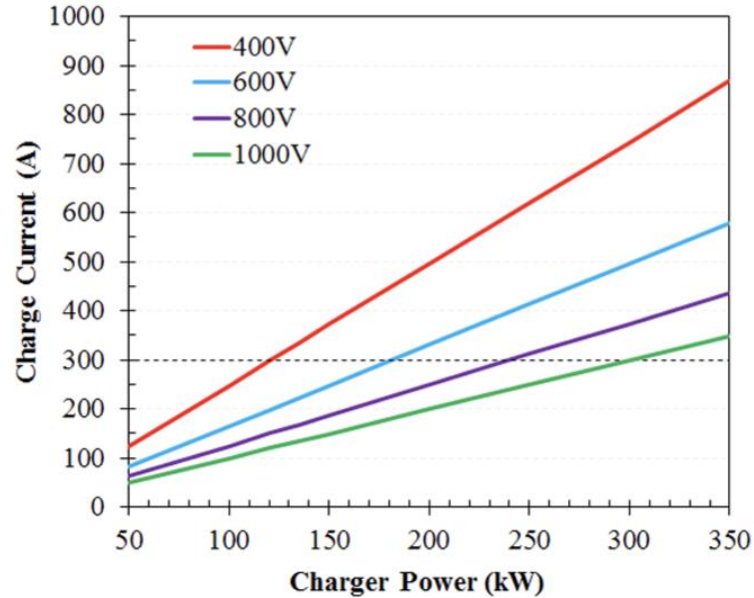
排名	车型	销量 (万辆)	漆包线
1	特斯拉 ModelY	45.6	圆线/扁线
2	比亚迪元 PLUS	31	扁线
3	比亚迪秦 PLUS DM-i	30.7	扁线
4	比亚迪海豚	30	扁线
5	比亚迪宋 PLUS DM-i	29.6	扁线
6	比亚迪海鸥	23.9	扁线
7	宏光 MINI EV	23.8	圆线
8	埃安 AION Y	23.6	未知
9	埃安 AION S	22.1	未知
10	比亚迪宋 Pro DM-i	21	未知
11	五菱缤果	16.8	扁线
12	特斯拉 Model3	14.7	圆线/扁线
13	长安 Lumin	13.7	未知
14	理想 L7	13.4	扁线
15	比亚迪唐 DM	12.9	扁线

数据来源：中汽协、懂车帝、行家说等，财通证券研究所

**800V 解决新能源车充电难题，扁线满足 800V 电机新需求。**800V 高压快充系统是解决新能源车充电难点的重要解决途径，在相同的充电器功率下，高电压能够以较低的电流实现充电，可以更有效地控制电流增长，减少电导损耗，提高充电效率。随着新能源车 800V 快充技术的逐渐成熟，蜂巢能源预计 2025 年 800V 在

纯电车型中的渗透率将接近 25%，2027 年将超过 30%。扁线满足电机高效率、高性能、高静谧等要求，目前在新能源汽车市场稳定发力。

图36.在相同的充电器功率下，高电压能够以较低的电流实现充电



数据来源：《Enabling Fast Charging: A Technology Gap Assessment》美国能源部、财通证券研究所

**新能源用扁电磁线市场测算：预计 2026 年需求量超 20 万吨，市场规模接近 170 亿元。**主要系全国新能源汽车销量逐步攀升以及扁电磁线较传统圆线的成本及能耗优势，扁线电机的渗透率有望持续提升，对应新能源车用扁线需求量提升。我们预计，2026 年中国新能源用扁电磁线需求量为 21.06 万吨，市场规模 166.37 亿元。

表6.预计 2026 年新能源用扁电磁市场规模近 170 亿元

新能源电机	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源汽车中国销量(万辆)	136.70	352.10	688.70	949.50	1200.00	1500.00	1800.00
YOY		157.57%	95.60%	37.87%	26.38%	25.00%	20.00%
中国新能源汽车电机装机量(万台)	141.50	410.3	870.4	1125.30	1440.00	1860.00	2340.00
新能源汽车电机整车比	1.04	1.17	1.26	1.19	1.20	1.24	1.30
扁线电机渗透率	16.80%	32.10%	47.60%	70.00%	80.00%	85.00%	90.00%
单电机用量(kg)	8.00	8.00	8.50	9.00	9.50	10.00	10.00
新能源用扁电磁线需求量(万吨)	0.19	1.05	3.52	7.09	10.94	15.81	21.06
YOY		454.04%	234.23%	101.31%	54.37%	44.46%	33.21%
单吨价格(万元/吨)	7.10	7.30	7.35	7.40	7.70	7.80	7.90
新能源用扁电磁线市场规模(亿元)	1.35	7.69	25.88	52.46	84.27	123.32	166.37
YOY		469.65%	236.52%	102.68%	60.63%	46.34%	34.91%

数据来源：中汽协，财通证券研究所

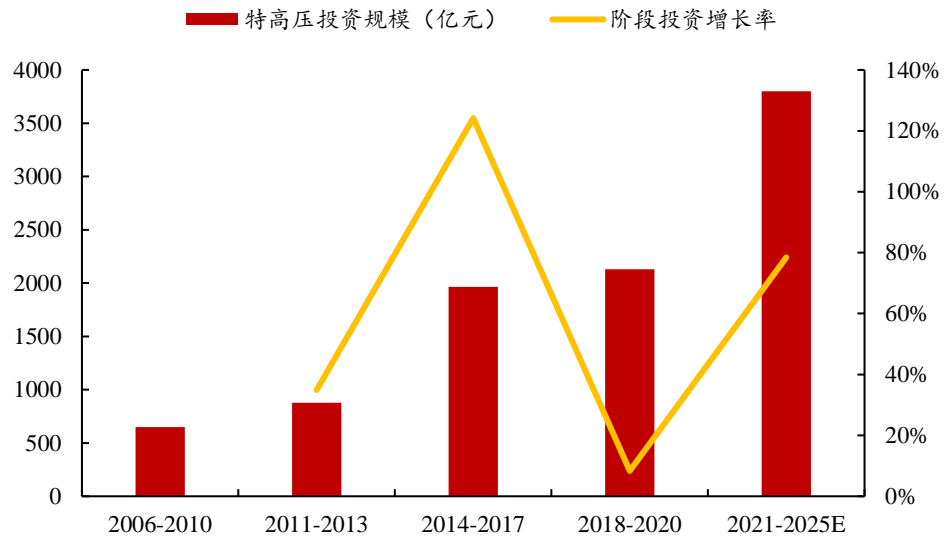
### 3.1.3 特高压迎来投资建设高峰，变压器用电磁线需求增加

**利好政策助推输变电行业需求。**受益于“十四五”期间，国家对清洁低碳、安全高效能源体系建设的加速推进，新型电力系统快速发展，输变电行业迎来需求显



著增长。《“十四五”现代能源体系规划》明确提出完善特高压交流网架结构的要求，特高压电网作为新型电力系统的核心支柱，预计投资规模约为 3800 亿元。2024 年 5 月国家召开企业和专家座谈会再度提出深化电力体制改革，有利于推进电力系统建设完善，加快电网的基础设施建设保障消纳能力。

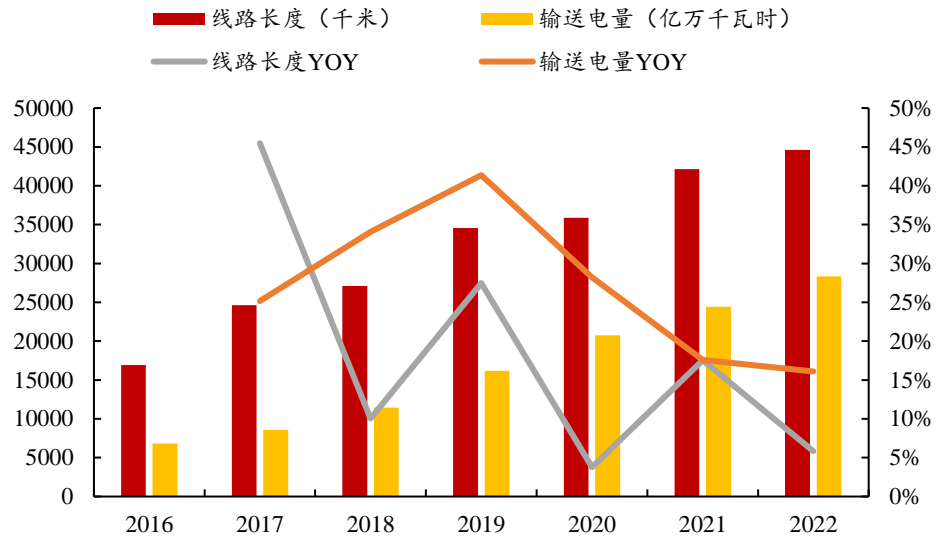
图37.“十四五”阶段，特高压投资规模预计约为 3800 亿元



数据来源：北极星输配电网，财通证券研究所

**特高压建设需求确定，解决大规模长距离电力资源配置问题。**我国能源资源与需求呈逆向分布，70%以上的能源需求集中在中东部，可用能源资源远离需求中心，76%煤炭集中在北部和西北部、80%水能资源集中在西南部，陆地风能和太阳能大量分布在西北部，供需两端相距 800—3000 公里，因此大容量长距离能源及电力运输成为刚需。特高压输电距离远、容量大、效率高，是解决这一能源需求空间矛盾的重要方式，截至 2022 年，已建成 36 条，累计运输电力 28,346 亿千瓦时。

图38.2019-2022年中国特高压输送电量 CAGR=20.51%

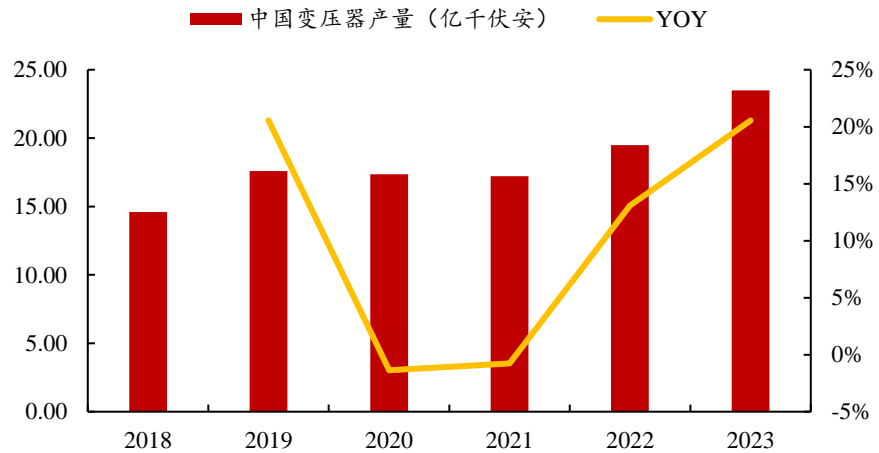


数据来源：北极星输配电网，财通证券研究所

**风光大基地扩大特高压输电市场空间，特高压项目建设有望加快。**根据国家发改委和能源局发布的《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》，到2030年规划建设大型风光基地总装机容量4.55亿千瓦。考虑大基地的建设规模，特高压送电通道建设需求强烈。“十四五”国网规划“24交14直”，其中2022年开工“4交0直”，按照特高压平均建设周期2年计算，“十四五”规划路线不能晚于2024年开工。2024年5月国网发布2024年新增第十三批采购（特高压项目新增第一次服务（前期）招标采购）公告，包括藏东南-粤港澳直流工程（西藏段）两座换流站以及线路可研及勘察设计，“十四五”后半程特高压建设有望加快，迎来建设高峰。

**特高压建设提速拉动变压器需求，重要原料电磁线充分受益。**变压器是输配电的基础设备，广泛应用于工业、交通、城市社区等领域，根据中商产业研究院及wind数据，2023年变压器产量约为23.48亿千伏安，同比增长20.55%。变压器的原材料主要包括取向硅钢片、电磁线（原料主要是铜）、绝缘材料、变压器油等，其中电磁线成本占原材料成本的比例仅次于取向硅钢片，在30%左右。随着我国特高压建设的大力推进，电力变压器需求稳步增长，变压器用电磁线作为重要原料，需求端充分受益。

图39.受益于特高压建设提速，2023年变压器产量创新高



数据来源：Wind、中商研究院、财通证券研究所

输变电用扁电磁线市场测算：预计2026年需求量近45万吨，市场规模近340亿元。受益于国家利好政策，输变电行业迎来需求增长。我们预计，2026年中国新能源用扁电磁线需求量为44.61万吨，市场规模339.02亿元。

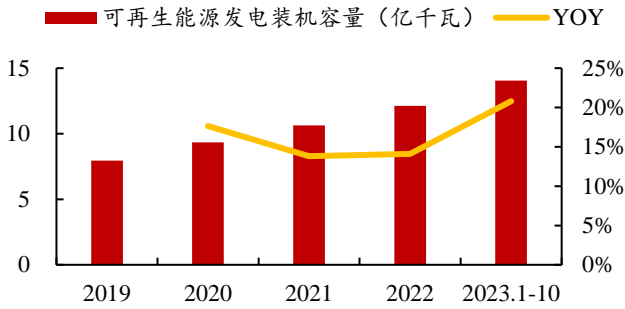
表7.预计2026年输变电用扁电磁线市场规模近340亿元

输变电	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国变压器产量 (亿千伏安)	17.36	17.23	19.48	23.48	28.30	34.00	41.00
YOY		-0.78%	13.09%	20.55%	20.51%	20.14%	20.59%
扁电磁线使用比重	60.00%	63.00%	66.00%	70.00%	75.00%	80.00%	85.00%
变压器用扁电磁线产量	10.42	10.85	12.86	16.44	21.23	27.20	34.85
单变压器用量 (KG/KVA)	0.134	0.133	0.132	0.131	0.130	0.129	0.128
输变电用扁电磁线需求量 (万吨)	13.96	14.43	16.97	21.53	27.59	35.09	44.61
单吨价格 (万元/吨)	6.80	7.00	7.05	7.10	7.40	7.50	7.60
输变电用扁电磁线市场规模	94.91	101.03	119.65	152.89	204.18	263.16	339.02
YOY		6.45%	18.42%	27.79%	33.55%	28.88%	28.83%

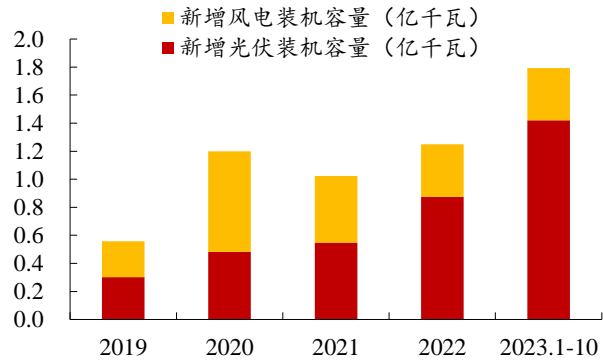
数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

### 3.1.4 电力行业持续进行清洁化转型，清洁能源市场成长空间广阔

清洁能源逐渐成为电源结构的主体，电磁线在光伏、风电领域需求增加。随着“碳中和”理念的深入，我国新增的可再生能源发电装机容量稳健增加，为风电、光伏用线缆创造市场需求。根据国家能源局数据公布，截止2023年10月，全国可再生能源发电装机新增1.91亿千瓦，其中风电新增3731万千瓦、光伏发电新增1.42亿千瓦。根据国家能源局2023年12月公布，可再生能源装机达到14.5亿千瓦，占全国发电总装机超过50%，历史性超过火电装机。扁电磁线作为电动机、发电机和变压器等核心电气设备的关键组成部分，其市场需求预计将随着光伏和风电行业的扩展而增长。

**图40.可再生能源发电装机容量稳健增加**


数据来源：国家能源局，财通证券研究所

**图41.截止2023年10月，光伏装机新增1.42亿千瓦**


数据来源：国家能源局，财通证券研究所

**清洁能源及其他领域用扁电磁线市场测算：预计2026年需求量超20万吨，市场规模达近170亿元。**受双碳政策影响，我国可再生能源发电装机容量将持续稳步增加。我们预计，2026年清洁能源及其他领域用扁电磁线需求量达21.89万吨，市场规模达166.36亿元。

**表8.预计2026年清洁能源用扁电磁线市场规模近170亿元**

清洁能源及其他	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
扁电磁线需求量(万吨)	4.72	5.16	6.83	9.54	12.85	16.97	21.89
单吨价格(万元/吨)	6.80	7.00	7.05	7.10	7.40	7.50	7.60
扁电磁线市场规模(亿元)	32.07	36.14	48.16	67.74	95.06	127.25	166.36
YOY		12.68%	33.27%	40.67%	40.32%	33.86%	30.74%

数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

**扁电磁线总需求测算：根据以上各下游需求测算，预计2026年扁电磁线总需求量超87万吨，扁电磁线市场规模超670亿元。**

**表9.预计2026年扁电磁线市场规模超670亿元**

总计	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
扁电磁线需求量(万吨)	18.86	20.65	27.32	38.16	51.38	67.86	87.56
YOY		9.46%	32.32%	39.68%	34.63%	32.08%	29.02%
扁电磁线市场规模(亿元)	128.33	144.86	193.69	273.09	383.51	513.72	671.75
YOY		12.88%	33.71%	41.00%	40.43%	33.95%	30.76%

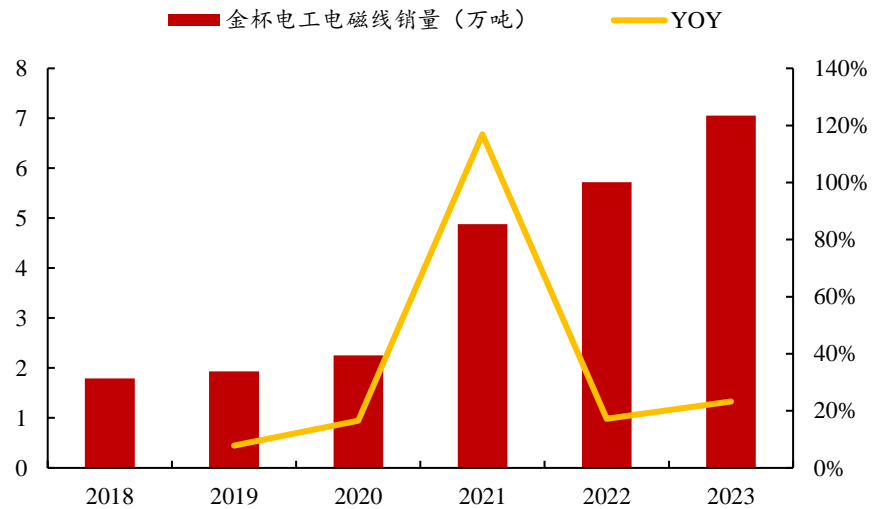
数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

### 3.2 竞争优势：差异化与产能扩张促增长，出海+客户提升龙头地位

#### 3.2.1 扁电磁线销量增长迅速，差异化布局产能打造未来增长点

扁电磁线盈利能力引领行业，产品销量稳步攀升。公司扁电磁线毛利率高，多年来保持行业领先水平，2021/2022/2023年销售毛利率分别为12.25%/10.96%/10.54%，超越多家行业龙头企业。公司近年来销量稳步增长，2021/2022/2023年销量分别为4.88/5.72/7.05万吨，复合增长率达20.22%，新能源汽车用扁电磁线年销量同比增长180%，行业领军地位进一步巩固。

图42.2021-2023年销量复合增长率达20.22%



数据来源: Choice、财通证券研究所

**传统电磁线行业集中度低，产品同质化严重。**我国生产电磁线厂商数量众多，普遍规模较小，行业集中度低，传统圆电磁线应用领域产能较为饱和，且行业内厂商普遍聚焦于中低压变压器用产品，产品壁垒较低，价格竞争激烈。

**持续布局输变电工程，特高压变压器细分领域绝对龙头。**公司长期布局输变电工程中高压、特高压领域，特高压变压器用扁电磁线市占率超50%，特高压换位导线市占率连续三年稳居国内外行业首位。受“十四五”末期特高压建设进程加速影响，变压器用扁电磁线销售量同比增长约25%，其中特高压变压器用扁电磁线订单饱和，同比增长超2倍，作为该细分领域绝对龙头未来将充分受益。

**差异化布局新能源车用电磁线，产能扩充+800V技术打造业务增长点。**根据2021年初的市场反馈，新能源汽车的增长速度可能超过预期，公司开始差异化布局新能源汽车用扁电磁线。2023年新能源项目一、二期已完工，实现合计产能2万吨/年；第三期预计2025年完工，届时共建成新能源汽车专用电磁线5万吨/年，打造公司未来业绩增长点。新能源车驱动电机高压化是当前主流趋势，公司高压电机用电磁线技术储备充足，已掌握多种800V高压电机专用扁电磁线技术方案，并已实现部分量产。

表10.预计 2025 年建成新能源汽车专用电磁线 5 万吨/年

	基地/来源	产能	预计建成时间
现有产能	湘潭	5 万吨/年	已投产
	无锡	4.5 万吨/年	已投产
规划产能	无锡（技改）	1 万吨/年	2024
	湘潭（新能源三期）	3 万吨/年	2025
	收购	1.5 万吨	2024/2025
总计	-	15 万吨/年	

数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3.2.2 产品赢得领先客户肯定，成功中选下游关键项目

客户资源覆盖下游头部厂商，合作深入需求确定。公司多年经营产品，满足下游客户产品需求，与众多下游行业头部企业建立深入合作。特高压领域的客户主要有国家电网、南方电网等大型国有企业以及西门子等老牌厂商；新能源汽车领域已供货至蔚小理等终端车企和汇川技术、博格华纳等头部电机企业；其他下游领域涵盖三一、哈电、西部超导等一批优质客户。

图43.公司与扁电磁线众多下游行业头部企业建立深入合作



数据来源：公司公告、财通证券研究所

中标下游企业重要项目，特高压、新能源用电磁线出货高涨。公司追求产品差异化与优质化，拓展特高压及新能源使用产品，承接下游重要项目。公司重点发力新能源领域，2023 年新能源汽车驱动电机用扁电磁线全年新增量产项目 16 个、新增定点项目 22 个。公司在特高压变压器电磁线供应市场处于绝对领先地位，中标国家电网、南方电网特高压项目，为“2 交 4 直”中川渝、陇东等特高压线路多个整站项目和国内首个“交改直”输电工程供应扁电磁线。

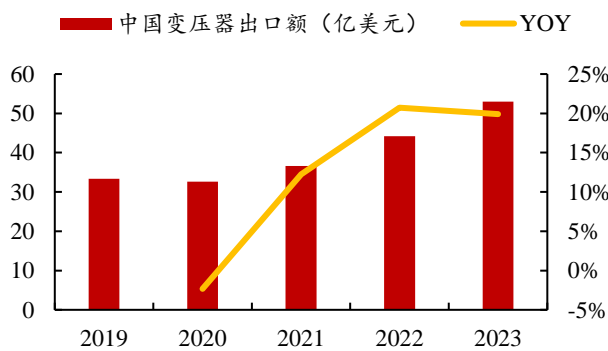
### 3.2.3 海外业务实现盈利增长，积极推进国际市场布局



**趋势：海外电网投资加大，中国电力设备出海趋势确定。**全球能源转型大背景下，许多国家已开展电网投资改造计划，欧盟委员会计划在 2020-2030 年间累积完成 5840 亿欧元电网投资，2023 年美国能源部宣布将拨款近 35 亿美元提高美国全国电网可靠性，成为美国有史以来最大的电网投资。中国电力设备企业出口加速，2023 年变压器出口额 52.94 亿美元，同比增长 19.91%，电力设备出海前景可期。

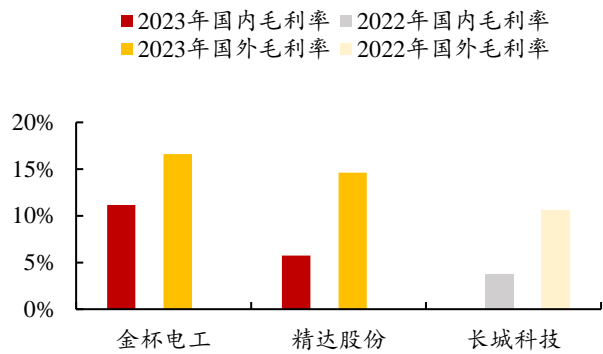
**利润：大型扁电磁线出口供应商，高利润刺激出海加速。**电磁线行业龙头公司受益于海外需求，近年金杯电工、长城科技、精达股份国外业务毛利率均远超国内业务。公司是国内变压器用扁电磁线最大的出口供应商之一，扁电磁线产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等十多个国家，出海业务盈利表现亮眼，2023 年海外毛利率高达 16% 以上，国内毛利率约 11%。海外市场高利润刺激加快产品出口，2023 年公司电磁线出口海外市场 6000 吨以上。

图44.海外电力需求旺盛，变压器出口快速增长



数据来源：海关总署，财通证券研究所

图45.海外高利润刺激电磁线产品出海加速



数据来源：Choice，财通证券研究所

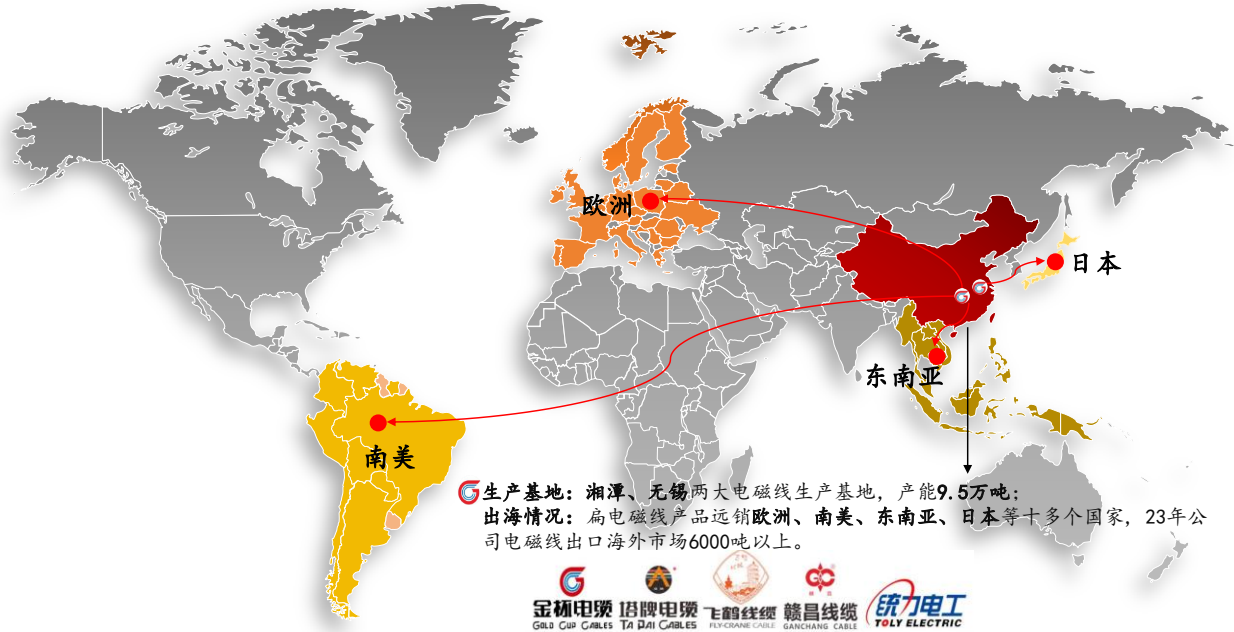
**优势：公司多年从事出口业务，逐步积累并受益于优质海外用户。**海外的供应链关系稳定，进入门槛高，公司从事海外出口业务几十年，收获稳定的优质海外客户，包括 ABB（日立能源）、西门子能源、GE 和东芝等国际知名企业。公司的海外业务账期较短，货款支付情况较好。主要系国外变压器厂商技术要求更高，公司为满足配套需求，与客户合作研发，促进产品技术提高，收获技术溢价。

**难点：目前海外供应受制于产能瓶颈，长距离海运导致供货及时性不足。**目前扁电磁线产品出口面临问题在于产能有限，优先供应国内客户。同时，由于自国内远销海外船期较长，供货及时性不足，对于西门子、ABB 等大型客户，公司交期无法满足需求，企业只能承接时间相对充裕的订单。因此海外客户对公司提出建厂要求，承诺给予稳定订单。

**布局：积极论证海外布局可行性，关注合适并购标的。**为谋求海外市场份额，积极推动产品走出去，2023 年公司相继考察东南亚、欧洲、日本等海外市场，密

切关注国际市场合适并购标的，解决产能瓶颈及供货及时性不足问题，远期展望东欧、美洲、东南亚三大产品市场，打造公司业绩增长引擎。

图46.公司产品远销欧洲、南美、东南亚、日本等地区及国家



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 4 盈利预测与投资评级

### 4.1 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 175.11/198.76/226.18 亿元，归母净利润 5.90/6.94/7.90 亿元，对应 PE 分别为 12.07/10.26/9.01 倍，盈利预测的关键假设与分析如下：

1) **电线电缆业务**：预计 2024 年公司出货 307 万千米，单千米净利 131 元左右。由于下游新能源、输配电、建筑工程、国防军工、汽车等领域保持稳定增速，预计行业需求在 2024-2026 年将实现约 13% 的年复合增长，而公司作为区域线缆龙头维持 10% 增长，售价因铜价上涨略有提升，公司产品定价方式为成本加成法，为争取市场空间，公司单吨盈利呈现微幅下降趋势，预计 2024-2026 年营收为 109.86/119.29/129.88 亿元，净利 3.28/3.61/3.97 亿元。

2) **扁电磁线业务**：预计 2024 年公司扁电磁线出货 8.5 万吨，单吨净利约 3000 元左右，2024-2026 年维持 20% 增速，由于公司出海进程加快，特高压比重提升，叠加 800V 快充提升电机扁线利润率，我们预计公司单吨净利年增 100 元，铜价上涨背景下我们预计 2024-2026 年营收为 63.75/77.96/94.80 亿元，净利 2.79/3.33/3.95 亿元。

**3) 其他业务:** 基于重要性原则, 冷链物流业务及其他业务的营业收入总占比不超过总营收的 5%, 且公司暂未就冷链业务和其他业务做出重大规划。我们假设冷链物流业务及其他业务保持平稳。

表11.公司盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入 (亿元)	152.93	175.11	198.76	226.18
YOY	15.83%	14.50%	13.50%	13.80%
营业成本 (亿元)	135.66	155.86	176.90	201.61
毛利 (亿元)	17.27	19.25	21.85	24.57
毛利率	11.29%	10.99%	10.99%	10.86%
<b>电线电缆</b>				
营业收入 (亿元)	100.99	109.86	119.29	129.88
YOY	14.19%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (亿元)	89.52	97.17	105.17	114.39
毛利 (亿元)	11.47	12.69	14.12	15.50
毛利率	10.70%	10.22%	10.00%	10.00%
单千米毛利 (元)	411.11	425.00	438.00	445.00
<b>电磁线</b>				
营业收入 (亿元)	50.20	63.75	77.96	94.80
YOY	29.67%	26.99%	22.29%	21.60%
营业成本 (亿元)	44.91	57.70	70.74	86.23
毛利 (亿元)	5.29	6.05	7.22	8.57
毛利率	10.54%	9.49%	9.26%	9.04%
单吨毛利 (万元)	0.75	0.71	0.71	0.71
<b>冷链物流业务及其他</b>				
营业收入 (亿元)	1.74	1.50	1.50	1.50
营业成本 (亿元)	1.23	0.99	0.99	0.99
毛利 (亿元)	0.51	0.51	0.51	0.51
毛利率	29.31%	34.00%	34.00%	34.00%

数据来源: Choice, 财通证券研究所

## 4.2 投资评级

我们选取电力电缆行业中的精达股份 (扁电磁线生产商)、鑫宏业 (新能源特种线缆)、万马股份 (电力电缆) 作为公司的可比公司。扁电磁线业务我们选取精达股份作为对照, 其 2024 年平均 PE 为 17 倍左右, 线缆行业两家可比公司 2024 年平均 PE 为 14.46 倍, 精达股份、鑫宏业、万马股份三家公司 2024-2026 年平均 PE 为 15.36、12.24、10.05 倍。

表12.可比公司估值（股价为6月3日收盘价）

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (2024-06-03)	EPS						PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600577.SH	精达股份	83.36	4.28	0.18	0.21	0.25	0.31	0.38	23.13	20.18	17.15	13.86	11.37
301310.SZ	鑫宏业	36.51	37.6	1.99	1.7	2.15	2.75	3.26	-	28.6	17.47	13.67	11.54
002276.SZ	万马股份	87.19	8.05	0.4	0.54	0.7	0.88	1.11	20.8	19.05	11.45	9.19	7.25
	可比公司平均								21.97	22.61	15.36	12.24	10.05
002533.SZ	金杯电工	71.19	9.7	0.51	0.71	0.8	0.95	1.08	11.98	11.35	12.07	10.26	9.01

数据来源：wind，财通证券研究所

注：可比公司预测数据来自wind一致预期

## 5 风险提示

**新能源汽车渗透率不及预期：**新能源汽车驱动电机是公司扁电磁线下游市场之一。若新能源汽车销量不及预期，行业需求提升速度不及预期，可能导致公司无法消化现有产能及未来规划产能。

**电网基础设施投资不及预期：**电网基础设施是公司产品的重要下游市场之一。若相关投资规模不达预期，可能导致电网建设和升级进程放缓，进而影响公司产品的市场需求。

**原材料价格大幅波动：**公司主要原材料为铜、铝，其占产品成本的80%左右，具有典型的“料重工轻”特点。若主要原材料市场供求变化或采购价格异常波动，可能对公司的经营业绩带来不利影响。

**下游市场竞争加剧：**国内众多电线电缆企业集中于生产中低端产品，引致产能过剩及产品同质化，市场竞争加剧。若未能及时应市场需求优化产品结构和升级现有产品的企业，公司将面临激烈市场竞争风险。

**应收账款余额较大风险：**随着公司竞争力增强，收入规模和应收账款余额也将同步增加，若公司不能及时收回货款则会对公司的现金流、财务状况及经营成果造成不利影响。

**大股东股权质押风险：**公司实际控制人通过质押股份周转筹措资金推进并购，第一大股东47.92%持股已质押。目前质押股份占公司总股本比例7.52%，2023年已解除0.81%，2024年2月22日解除0.42%，若后续质押股份未按预期进度解除，可能影响到公司的稳健经营。

**产能建设进度不及预期：**若扩产项目不能如期投产，可能会影响公司的市占率及规模化优势的实现。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>13202.74</b>	<b>15293.08</b>	<b>17510.90</b>	<b>19875.51</b>	<b>22618.06</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	11679.50	13566.28	15585.95	17690.43	20160.75	营业收入增长率	2.9%	15.8%	14.5%	13.5%	13.8%
营业税费	39.91	44.93	50.78	55.65	61.07	营业利润增长率	11.0%	52.2%	8.2%	17.6%	14.5%
销售费用	290.53	320.91	358.97	397.51	441.05	净利润增长率	11.9%	41.1%	12.8%	17.6%	13.9%
管理费用	206.67	242.85	274.92	306.08	343.79	EBITDA 增长率	8.3%	32.3%	4.7%	15.9%	12.6%
研发费用	460.06	497.64	569.10	641.98	723.78	EBIT 增长率	3.1%	40.8%	8.9%	18.6%	14.8%
财务费用	35.01	28.45	12.62	17.72	17.32	NOPLAT 增长率	9.0%	32.3%	11.5%	19.2%	13.5%
资产减值损失	-6.12	-7.46	-15.00	-8.00	-7.00	投资资本增长率	-4.1%	12.5%	11.0%	8.6%	9.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-1.14</b>	<b>-3.39</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	6.1%	7.8%	9.0%	9.7%	10.9%
投资和汇兑收益	-2.40	36.83	13.64	19.91	31.58	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>451.86</b>	<b>687.89</b>	<b>744.16</b>	<b>874.87</b>	<b>1001.81</b>	毛利率	11.5%	11.3%	11.0%	11.0%	10.9%
加:营业外净收支	-0.27	-8.09	-7.91	-4.49	0.00	营业利润率	3.4%	4.5%	4.2%	4.4%	4.4%
<b>利润总额</b>	<b>451.59</b>	<b>679.80</b>	<b>736.26</b>	<b>870.39</b>	<b>1001.80</b>	净利润率	3.2%	3.9%	3.7%	3.9%	3.9%
减:所得税	33.37	88.30	80.42	90.81	114.69	EBITDA/营业收入	4.9%	5.6%	5.1%	5.2%	5.2%
<b>净利润</b>	<b>370.63</b>	<b>522.80</b>	<b>589.77</b>	<b>693.64</b>	<b>790.39</b>	EBIT/营业收入	3.7%	4.5%	4.3%	4.5%	4.5%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1286.75	1982.09	1922.29	2161.71	2555.56	固定资产周转天数	37	34	32	31	28
交易性金融资产	1.00	20.57	20.57	20.57	20.57	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
应收帐款	1641.72	2035.07	2304.79	2564.46	2868.91	流动资产周转天数	141	136	137	132	131
应收票据	494.73	396.72	452.37	502.41	552.89	应收帐款周转天数	44	43	45	44	43
预付帐款	53.42	116.47	134.04	152.14	173.38	存货周转天数	28	28	28	28	27
存货	955.02	1163.44	1283.83	1441.37	1627.66	总资产周转天数	205	195	193	188	183
其他流动资产	36.31	69.89	69.89	69.89	69.89	投资资本周转天数	128	115	112	108	104
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	10.2%	13.5%	14.1%	15.2%	15.7%
长期股权投资	57.16	47.76	43.52	38.02	30.98	ROA	4.8%	5.9%	6.0%	6.4%	6.6%
投资性房地产	396.55	413.17	589.84	657.31	735.76	ROIC	9.9%	11.6%	11.7%	12.8%	13.2%
固定资产	1408.24	1491.62	1634.13	1754.51	1767.94	费用率					
在建工程	152.64	77.24	174.23	165.25	93.40	销售费用率	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
无形资产	255.22	292.94	332.54	374.13	417.79	管理费用率	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	55.49	64.85	75.12	75.12	75.12	财务费用率	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>资产总额</b>	<b>7643.43</b>	<b>8932.05</b>	<b>9886.42</b>	<b>10918.09</b>	<b>12037.70</b>	三费/营业收入	4.0%	3.9%	3.7%	3.6%	3.5%
短期债务	312.92	163.69	243.69	283.69	323.69	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	466.73	460.16	519.53	589.68	672.02	资产负债率	48.0%	52.0%	52.7%	53.1%	52.8%
应付票据	1414.27	1884.51	2034.83	2309.58	2520.09	负债权益比	92.4%	108.5%	111.6%	113.1%	111.8%
其他流动负债	49.69	77.98	77.98	77.98	77.98	流动比率	1.58	1.66	1.60	1.57	1.61
长期借款	279.00	680.20	780.20	780.20	780.20	速动比率	1.21	1.26	1.20	1.18	1.21
其他非流动负债	4.79	3.25	4.26	4.26	4.26	利息保障倍数	9.97	15.31	23.08	24.04	26.17
<b>负债总额</b>	<b>3670.17</b>	<b>4647.07</b>	<b>5214.58</b>	<b>5794.05</b>	<b>6353.91</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	354.10	412.49	478.56	564.49	661.22	DPS(元)	0.35	0.40	0.40	0.45	0.45
股本	733.94	733.94	733.94	733.94	733.94	分红比率	0.69	0.56	0.49	0.47	0.41
留存收益	1465.69	1731.61	2030.47	2396.75	2859.77	股息收益率	5.8%	5.0%	4.1%	4.6%	4.6%
<b>股东权益</b>	<b>3973.26</b>	<b>4284.98</b>	<b>4671.84</b>	<b>5124.05</b>	<b>5683.79</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.51	0.71	0.80	0.95	1.08
净利润	370.63	522.80	589.77	693.64	790.39	BVPS(元)	4.93	5.28	5.71	6.21	6.84
加:折旧和摊销	159.07	168.67	147.65	150.56	150.17	PE(X)	12.0	11.3	12.1	10.3	9.0
资产减值准备	70.27	47.44	45.00	36.00	33.00	PB(X)	1.2	1.5	1.7	1.6	1.4
公允价值变动损失	1.14	3.39	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	48.99	60.64	32.44	36.94	38.94	P/S	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
投资收益	2.40	-45.59	-13.64	-19.91	-31.58	EV/EBITDA	5.8	5.6	7.0	5.8	4.9
少数股东损益	47.60	68.69	66.07	85.93	96.73	CAGR(%)					
营运资金的变动	-8.50	-403.06	-207.35	-74.21	-180.17	PEG	1.0	0.3	0.9	0.6	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>690.99</b>	<b>410.17</b>	<b>672.39</b>	<b>912.25</b>	<b>896.86</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-284.71</b>	<b>11.68</b>	<b>-608.87</b>	<b>-348.52</b>	<b>-176.70</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-566.13</b>	<b>303.83</b>	<b>-123.40</b>	<b>-324.31</b>	<b>-326.31</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所



## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。