

民营继保产品龙头，网内网外同步增长

2024年10月10日

【投资要点】

- 长期深耕电力领域，业绩稳健增长。公司由杨奇逊教授创办于1994年，主营业务为继电保护、自动化与控制系统、电力电子等。业绩稳健增长，净利率持续优化，反映出公司经营效率/费控能力提升。坚持高分红回报股东，近三年发放现金红利均达当年归母净利润的80%。
- 网内业务：主网二次跟随电网要求，继保民营龙头地位稳固；配网逐步突破，一二次融合打开新空间。电网互联互通对二次设备提出更高要求，公司本身为继保产品龙头，近年来中标份额稳居前列，紧跟国网需求，布局新型二次，集控站取得成功，后续转向智能运维、运检监控、数字孪生等。配网领域，公司布局一二次终端、主站、开关等产品，在两网拓展顺利，新签合同额稳定增长。
- 网外业务：传统发电领域中标突出；新能源装机高速增长，带动并网设备、无功补偿设备需求。公司长期深耕传统发电市场，持续稳健中标；新能源装机量持续提升，公司分布式调相机、升压一体化解决方案、无功补偿设备等中标项目充裕，贡献业绩。

【投资建议】

- 考虑到公司在网内份额稳固，贡献稳健业绩，网外新能源领域带来可观增量。我们预计，2024-2026年实现营收69.39/82.22/93.75亿元，增速分别为20.65%/18.50%/14.03%；对应归母净利润7.26/8.57/10.06亿元，对应EPS分别为0.87/1.03/1.21元，现价对应PE分别为23/19/17倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5751.05	6938.60	8222.05	9375.32
增长率（%）	13.24%	20.65%	18.50%	14.03%
EBITDA（百万元）	785.23	885.64	1039.63	1210.34
归属母公司净利润（百万元）	627.21	726.15	856.90	1005.50
增长率（%）	15.46%	15.78%	18.01%	17.34%
EPS（元/股）	0.75	0.87	1.03	1.21
市盈率（P/E）	18.88	23.00	19.49	16.61
市净率（P/B）	2.79	3.71	3.46	3.19
EV/EBITDA	11.04	15.20	12.62	10.49

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- 电网投资不及预期；行业竞争加剧；新能源装机量不及预期等

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：郭娜

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	16702.56
流通市值（百万元）	16295.97
52周最高/最低（元）	21.96/11.88
52周最高/最低（PE）	24.93/16.97
52周最高/最低（PB）	3.95/2.51
52周涨幅（%）	33.24
52周换手率（%）	321.50

相关研究

1、关键假设

我们预计公司2024-2026年实现营业收入69.39/82.22/93.75亿元，增速分别为20.65%/18.50%/14.03%；对应归母净利润7.26/8.57/10.06亿元，同增15.78%/18.01%/17.34%。

核心假设：

（1）电网自动化

公司在主网继保产品方面，持续保持领先地位，此外紧跟电网需求，布局新型二次；配网方面，一二次融合产品受益于新型电力系统建设，在两网持续稳定中标，在南网区域保持领先地位，因此我们判断公司电网自动化业务有望持续增长，我们预计24-26年，电网自动化实现营收33.62/37.99/40.65亿元。毛利率方面，预计24-26年分别为42%/41.5%/41.5%。

（2）电厂及工业自动化

公司在传统发电领域，持续稳定的中标贡献稳健业绩；新能源领域，新签合同持续增长，集中式能源的产品业务持续开展，新能源并网产品、无功补偿设备需求景气、增量明确，分布式光伏产品线持续丰富，我们预计24-26年，电厂及工业自动化实现营收30.52/36.62/43.21亿元。毛利率方面，预计24-26年分别为26.5%/26%/26%。

（3）其他

该板块主要产品包括构网型储能、工商业一体柜等。依托公司本身电力电子的技术优势，公司该板块拓展顺利，我们预计24-26年，其他业务实现营收5.24/7.60/9.89亿元，毛利率维持在24H1的水平。

图表：公司主营业务拆分与预测（百万元）

		2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
总收入		5078.50	5751.05	3477.20	6938.60	8222.05	9375.32
yoy		18.15%	13.24%	21.18%	20.65%	18.50%	14.03%
毛利率		32.15%	34.44%	33.46%	32.66%	31.55%	30.89%
电网自动化	收入	2633.80	2923.80	1689.09	3362.37	3799.48	4065.44
	yoy	6.58%	11.01%	11.58%	15.00%	13.00%	7.00%
	占比	51.86%	50.84%	48.58%	48.46%	46.21%	43.36%
	毛利率	39.90%	41.89%	43.63%	42.00%	41.50%	41.50%
电厂及工业自动化	收入	2232.91	2490.81	1525.91	3051.82	3662.19	4321.38
	yoy	25.89%	11.55%	24.89%	22.52%	20.00%	18.00%
	占比	43.97%	43.31%	43.88%	43.98%	44.54%	46.09%
	毛利率	24.77%	27.54%	26.49%	26.50%	26.00%	26.00%
其他	收入	211.79	336.44	262.20	524.40	760.38	988.50
	yoy	296.91%	58.86%	95.85%	55.87%	45.00%	30.00%
	占比	4.17%	5.85%	7.54%	7.56%	9.25%	10.54%
	毛利率	54.53%	64.56%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2、创新之处

市场普遍认为，电网投资额稳定增长，供应格局稳定，供应商业绩不存在较大增量和预期差，我们认为，公司传统主网继保产品的份额稳固，贡献稳定的业绩，此外配网产品的突破、网外新能源领域的并网设备/无功补偿设备、用电领域的解决方案等方向均能看到明显增量。

3、潜在催化

电网投资额进一步增长；市场格局向头部集中；新能源装机量持续提升

正文目录

1. 基本情况：继保龙头，业务涵盖发输配用节	5
1.1. 公司介绍：电力及工业自动化行业领先企业	5
1.2. 股权结构：创始人为实际控制人，高管团队电力经验深厚	6
1.3. 业绩情况：持续稳健增长，净利率逐年上升	8
2. 网内业务：主网新二次紧跟国网，配网一二次融合带来新增量	11
2.1. 电网建设趋势：新型电力系统提高对二次设备要求	11
2.2. 主网侧：继保基本盘稳固，新二次紧跟国网数智化趋势	11
2.3. 配网侧：一二次融合趋势明确，国南网业绩逐步突破	13
3. 网外业务：发电市场深耕，多领域外延增长	16
3.1. 发电市场深耕，中标突出、增量明确	16
3.1.1. 传统发电：火电、水电，抽蓄稳定中标	16
3.1.2. 新能源装机高增，带动并网设备、SVG 增长	17
3.2. 储能：构网型储能技术领先，业务稳步推进	19
3.3. 用电：为炼化、轨交等行业提供供用电解决方案	20
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：主营业务分类	5
图表 3：股权结构图	6
图表 4：高管履历	6
图表 5：两次股权激励目标及实际完成情况	8
图表 6：上市以来历年股息率	8
图表 7：2018-2024H1 营业收入情况	8
图表 8：2018-2024H1 营业成本情况	8
图表 9：2018-2024H1 归母净利润情况	9
图表 10：2018-2024H1 扣非归母净利润情况	9
图表 11：2021-2024H1 分板块收入情况（百万元）	9
图表 12：2021-2023H1 分产品收入构成	9
图表 13：2018-2024H1 毛利率/净利率情况	10
图表 14：2021-2024H1 分板块毛利率情况	10
图表 15：2019-2024H1 费用情况	10
图表 16：2019-2024H1 费用率情况	10
图表 17：新型电力系统图景展望	11
图表 18：一二次设备分类及主要产品	11
图表 19：2023 年国网集招各家中标占比	12
图表 20：2024 年国网集招 01-04 批次各家中标占比	12
图表 21：2024 年输变电设备集招 01-04 批次继保设备中标情况	12
图表 22：公司的新一代集控站设备监控系统架构	13
图表 23：保信及二次设备远程运维解决方案特点	13
图表 24：2016-2024E 电网投资与计划投资额（亿元）	14
图表 25：一二次融合柱上断路器比例	14
图表 26：公司配电产品布局	15
图表 27：12kV 一二次融合磁控快速柱上断路器	15
图表 28：一二次深度融合环网柜	15

图表 29: 2018-2024H1 国内发电装机情况 (万千瓦)	16
图表 30: 抽蓄中长期发展规划 (2021-2035)	16
图表 31: 近年来传统发电领域中标项目统计	17
图表 32: 2018-2024H1 光伏新增装机容量 (万千瓦)	17
图表 33: 2018-2024H1 风电新增装机容量 (万千瓦)	17
图表 34: 公司智慧新能源解决方案	18
图表 35: 新能源发电领域历年中标项目 (部分)	18
图表 36: 公司典型储能项目	19
图表 37: 构网型储能示意图	19
图表 38: 储能领域历年中标项目 (部分)	20
图表 39: 公司用电侧解决方案	20
图表 40: 公司主营业务拆分与预测 (百万元)	21
图表 41: 可比公司估值情况	22

1. 基本情况：继保龙头，业务涵盖发输配用节

1.1. 公司介绍：电力及工业自动化行业领先企业

公司由杨奇逊教授创办于 1994 年，杨奇逊教授是中国首台微机继电保护装置的研发者、工程院首批院士；2010 年，公司于主板上市；公司长期深耕电力能源领域，为电力的发、输、配、用、储等环节提供继电保护、自动化与控制系统、电力电子、一二次融合、智慧物联等产品及解决方案。

公司总部位于北京，在南京、武汉、保定、湖州设有研发生产基地，在印度、菲律宾、肯尼亚设有海外子公司。为能源电力行业、大型公共事业、工业用电企业等各类园区、楼宇等场景提供电力能源综合解决方案和服务。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司作为领先的新型电力系统解决方案提供商，以“让电力更安全、更智能、更高效、更清洁”为使命，专注于智慧发电及新能源、智能电网、智慧配电、智慧用电、新型储能等领域，提供继电保护、自动化与控制系统、电力电子、一二次融合、智慧物联等产品及解决方案。

图表 2：主营业务分类

类别	细分领域	具体产品及方案
智慧电网业务	电网安全可控	继电保护及变电站综合自动化解决方案、电网安全稳定控制解决方案、广域宽频振荡实时动态监测与控制解决方案、直流输电控制保护解决方案
	设备智能运维	电力设备运检监控解决方案、保护信息管理及二次设备智能运维解决方案、变电站仿真及数字孪生解决方案
智慧发电	新能源发电	升压站综合自动化系统、一二次设备集成，以及可实现无人值守、远程控制、智慧运维的新能源集控系统解决方案；

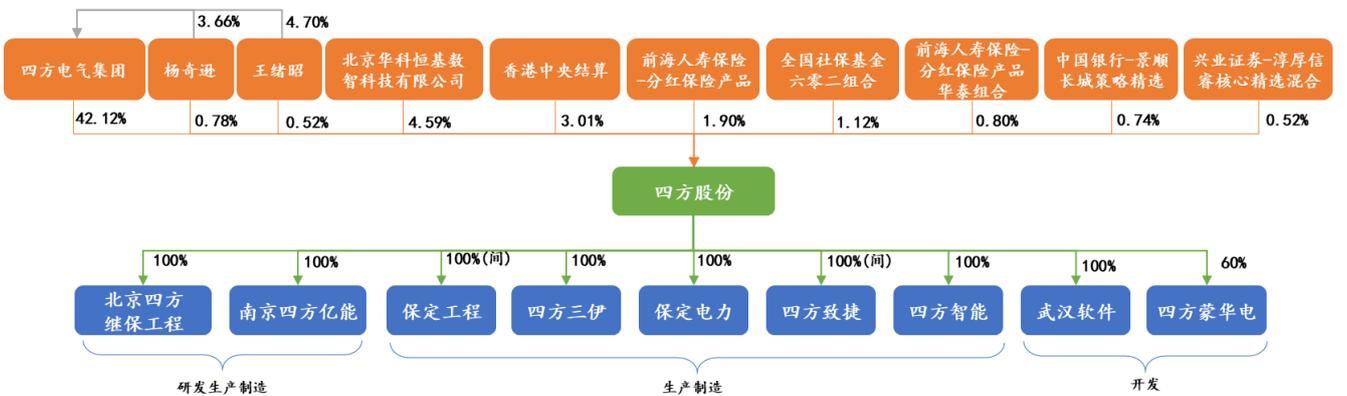
传统能源发电		提供自主可控的电力保护、电气自动化、过程自动化、仿真培训等整体解决方案与服务
新型配电业务	——	为国内外供电企业、大型行业客户的智能配电及智慧能源服务，提供一二次融合开关、智能终端、电力调配自动化系统、综合能源管理及设备运维管控系统等全系列产品、整体解决方案及配套服务
智慧用电业务	——	在钢铁冶金、石油化工、轨道交通、港口、园区等行业供用电领域，提供供用电系统智能保护与控制、综合能源、物联安全等整体解决方案与服务；在工商业等终端用电领域，提供基于 AI 与物联网技术的系列产品与解决方案，以及故障预警、流程优化、设备维护等数字化综合服务
储能业务	——	提供储能领域全方位产品及系统解决方案，包括能量管理系统、功率管理系统、电池管理系统、储能变流器、锂电池储能系统等核心产品，以及面向新能源并网、电力系统调峰调频、工商业需求侧响应、智能微电网等场景提供储能系统整体解决方案

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 股权结构：创始人为实际控制人，高管团队电力经验深厚

公司控股股东为四方集团，实控人为公司创始人，技术背景深厚。截至 24H1，公司控股股东为四方电气（集团）股份有限公司，持股比例为 42.12%。公司实控人为杨奇逊院士和王绪昭教授，分别直接持有上市公司 0.78%/0.52% 的股份，同时直接持有四方集团 3.66%/4.70% 的股份。创始人杨奇逊是中国工程院首批院士，1982 年初主持研制国内第一台微机保护装置，王绪昭为华北电力大学教授，曾获电力系统科技进步奖。

图表 3：股权结构图



资料来源：choice-股权穿透，公司公告，东方财富证券研究所

注：股权信息截至 2024 年 10 月 9 日

管理团队电力经验深厚。公司董事长高秀环在中国电机工程学会理事、中国能源研究会常务理事；总裁刘志超任中国电器工业协会继电保护及自动化设备分会理事长，中国电机工程学会继电保护专业委员会副主任委员，中国电机工程学会海上风电技术专业委员会副主任委员等；公司多名高管具备研发经验，具有国内电气工程顶尖院校背景，奠定了公司在电力行业的技术地位。

图表 4：高管履历

姓名	职务	经历
高秀环	董事长	高级工程师，博士学历。1994-2016 年在本公司工作，现任公司第七届董事会董事长，四方电气（集团）

董事长、总经理,北京市第十四次妇女代表大会代表、北京商会副会长、海淀区工商联副主席、中国电机工程学会理事、中国能源研究会常务理事、中国电机工程学会女科技工作者委员会副主任委员。历任公司总经理助理、董事会秘书、质量管理部经理、质量和信息中心主任、质量体系管理者代表、信息及人力资源总监、副总裁、第四届董事会董事、第五届董事会董事及董事长、第六届董事会董事长。

刘志超	董事、总裁	教授级高级工程师,硕士学历,2008.04-至今在本公司工作,现任公司第七届董事会董事、总裁,北京四方继保工程执行董事、总经理,四方股份(香港)有限公司执行董事,四方电气(集团)董事,中国电器工业协会继电保护及自动化设备分会理事长,中国电机工程学会继电保护专业委员会副主任委员,中国电机工程学会海上风电技术专业委员会副主任委员,IEEE PES 直流电力系统技术委员会直流输电控制与保护分委会常务理事。历任公司研发中心部门经理、新能源业务副总经理、电网业务副总经理、研发中心主任、解决方案与产品中心主任、研究院副院长、总裁助理。
张涛	董事	硕士学历,1994-2007、2010-至今在本公司工作,现任公司第七届董事会董事、四方电气(集团)董事、北京市劳动模范、享受国务院特殊津贴专家。历任公司总工程师、技术委员会主任兼基础平台研发中心主任、营销委员会主任、副总裁、总裁、第四届董事会董事、第五届董事会董事、第六届董事会董事;2007-2010 曾任四方电气(集团)副总经理、电厂业务总经理。
祝朝晖	董事	本科学历,2008.10-至今在本公司工作,现任公司第七届董事会董事、四方电气(集团)董事。历任公司研发总监、副总裁(期间曾兼任投资总监、生产中心主任、采购中心主任)、常务副总裁、第五届董事会董事、第六届董事会董事。
秦红霞	副总裁	高级工程师,硕士学历,1996年7月至今在公司工作,现任公司副总裁、总工程师、四方电气(集团)监事会主席、北京市第十四届政协委员。历任公司装置研发部经理、稳控事业部副主任、直流输电事业部主任、研发中心主任、研究院院长、质量与技术管理中心主任,曾任四方电气(集团)股份有限公司董事。
赵志勇	副总裁	硕士学历,2007年至今在本公司工作,现任公司副总裁、苏州四方智电能源科技有限公司董事长、中能智新科技产业发展有限公司董事。历任北京四方吉思电气有限公司总经理、公司电厂业务单元副总经理及总经理、采购中心主任、总裁助理、人力资源总监。
郝沐阳	副总裁	本科学历,2000.04-至今在本公司工作,现任公司副总裁,四方电气(集团)监事。历任公司法律顾问、上市办公室副主任、主任,第二届、第三届、第四届、第五届、第六届董事会秘书,行政中心主任。曾任四方电气(集团)董事。
胡晓东	副总裁	高级工程师,硕士学历,1996-2005年及2018年9月至今在本公司工作,现任公司副总裁、Sifang Automation Philippines Corporation 执行董事。曾任公司主任工程师、市场营销部经理、营销中心副主任、副总经理兼华中电网销售主管。
杨军	副总裁	1999.09-至今在本公司工作,现任公司副总裁。历任公司工程技术中心总经理、销售中心总经理、总裁助理兼销售中心总经理
罗海云	副总裁	教授级高级工程师,博士学历,1995-2004、2019.10-至今在本公司工作,现任公司副总裁、Sifang Automation India Private Limited 董事。曾任 Sifang Automation Philippines Corporation 董事长、西安西电电力系统有限公司副总经理、西安城投西电智能充电有限公司董事长。
钱进文	董事会秘书	硕士学历,2018.05-至今在本公司工作,现任公司董事会秘书、战略发展部主任。曾任公司证券部经理、四方电气集团股份有限公司投资总监。
付饶	首席财务官	注册会计师,硕士学历,2019.01-至今在本公司工作,现任公司首席财务官、Sifang Automation India Private Limited 董事、Sifang Automation Philippines Corporation 董事、苏州四方智电能源科技有限公司董事。

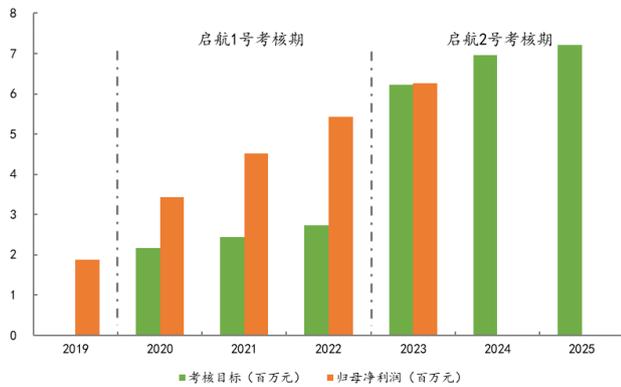
资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

注:四方电气(集团):四方电气(集团)股份有限公司;北京四方继保工程:北京四方继保工程技术有限公司

股权激励范围扩大,调动员工积极性。启航1号股权激励计划完成后,公司于2023年9月19日发布“启航2号员工持股计划”草案。此次计划的激励

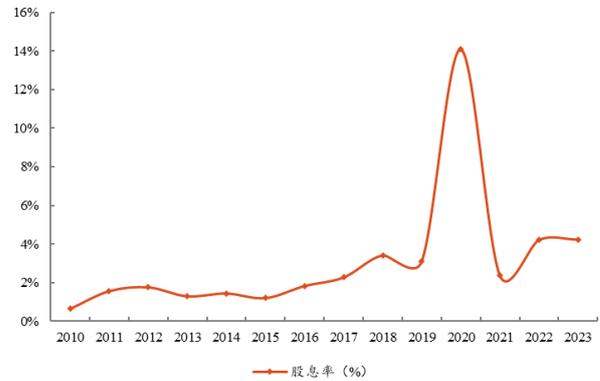
对象包括董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干，不超过 462 人，拟授予限制性股票不超过 2050 万股，占草案公告时总股本的 2.52%。在业绩考核方面，公司以 2021、2022 年净利润的平均值为基数，2023/2024/2025 年的净利润增长率累计不低于 25%/65%/110%。假设公司顺利完成股权激励目标，对应 2023-2025 年归母净利润为 6.22/6.97/7.21 亿元。本次激励计划有助于充分调动核心骨干人员的积极性，促进公司持续稳健增长。

图表 5：两次股权激励目标及实际完成情况



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

图表 6：上市以来历年股息率



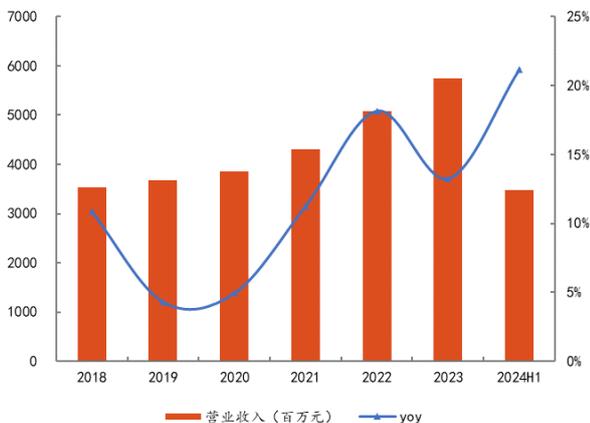
资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所
注：股息率按照当年最后一个交易日收盘价计算

持续高分红比例，回馈投资者。自上市以来，公司坚持每年现金分红，回报股东，累计现金分红约 34 亿元，分红融资达 180%，近三年发放现金红利金额均达当年归母净利润的 80%。

1.3. 业绩情况：持续稳健增长，净利率逐年上升

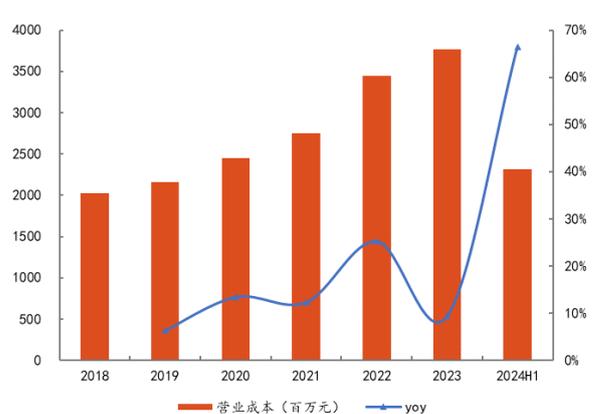
2020 年以来，收入、利润均稳健增长，且利润端增速显著高于收入端。2024 年上半年，公司实现营收 34.77 亿元，同比增长 21.18%；2018-2023 年，收入的年均复合增长率为 10.26%；归母净利润方面，2024 年上半年实现归母净利润 4.24 亿元，同比增长 19.24%；2018-2023 年，归母净利润的年均复合增长率为 23.65%，显著高于收入端增速，而同期营业成本的年均复合增速 13.22%，基本与收入一致，反应出公司费用控制能力在加强。

图表 7：2018-2024H1 营业收入情况



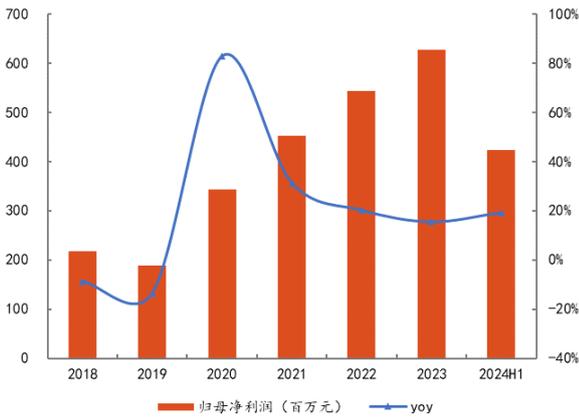
资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

图表 8：2018-2024H1 营业成本情况



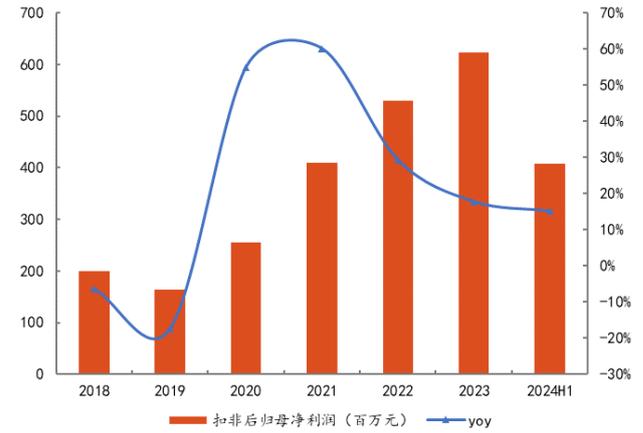
资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

图表 9：2018-2024H1 归母净利润情况



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

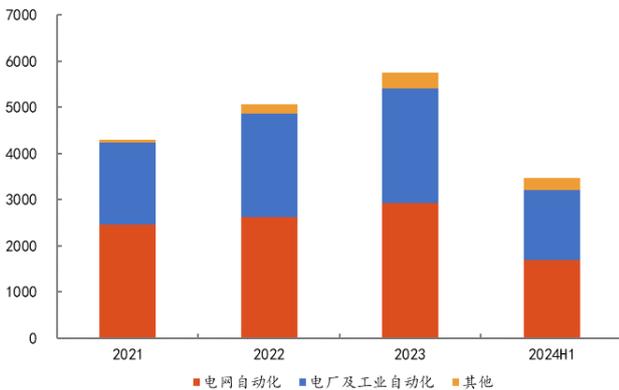
图表 10：2018-2024H1 扣非归母净利润情况



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

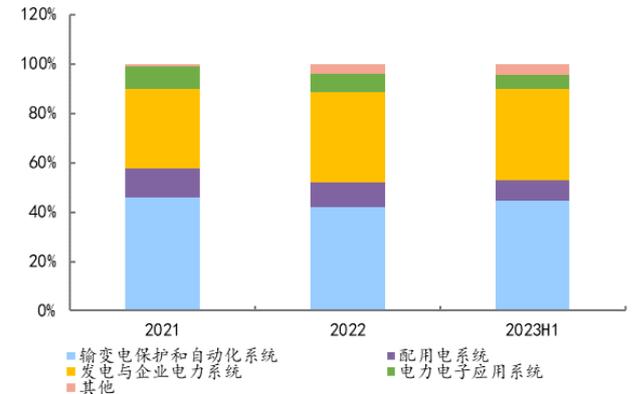
分板块来看，输变电自动化、发电与企业电力系统贡献主要业绩。2024年上半年，电网自动化/电厂及工业自动化分别实现营业收入16.89/15.26亿元，同比变动分别为11.58%/24.89%。从业绩贡献来看，电网自动化的营收占比逐年下降，而电厂及工业自动化的占比有提升趋势。

图表 11：2021-2024H1 分板块收入情况 (百万元)



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

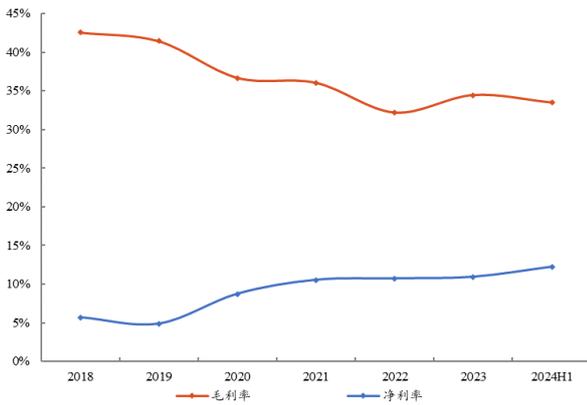
图表 12：2021-2023H1 分产品收入构成



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

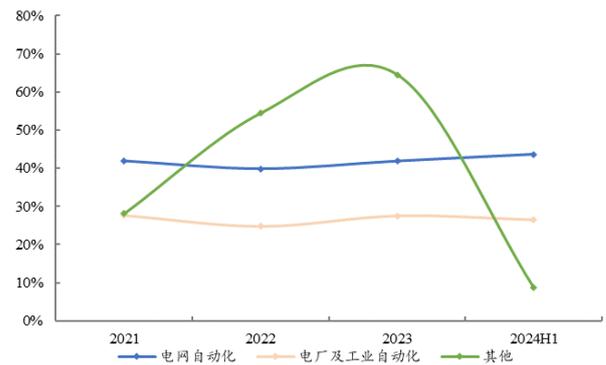
毛利率方面，2024年上半年，公司整体毛利率为33.46%，相较于去年同期-2.64pcts。分板块来看，电网自动化/发电及工业自动化毛利率分别43.63%/26.49%。电网自动化板块毛利率稳定在40%以上，而电厂及工业自动化板块毛利率稍低，基本在26-28%之间。其他业务的毛利率下降较快，叠加电厂及工业自动化占比提升，带动公司整体毛利率略有下滑。

图表 13：2018-2024H1 毛利率/净利率情况



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

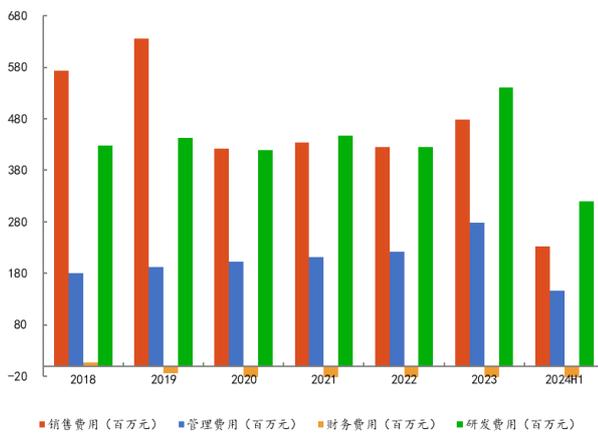
图表 14：2021-2024H1 分板块毛利率情况



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

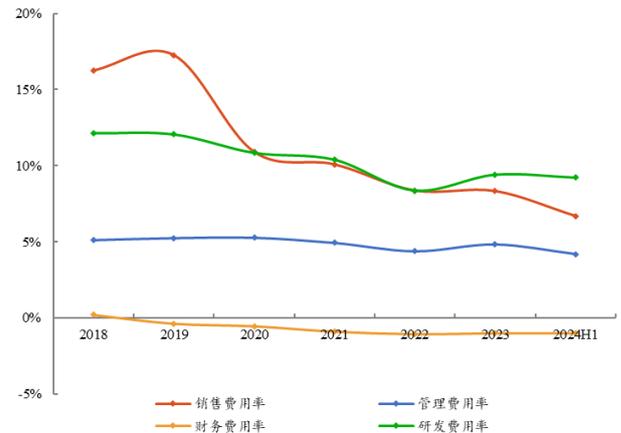
近年来，公司净利率保持稳定增长，反映出公司经营效率提升，费用控制能力提升。2024 年上半年，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 6.69%/4.20%/-1.00%/9.22%，除研发费用率以外，其余三项相较于上年同期均有优化。

图表 15：2019-2024H1 费用情况



资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

图表 16：2019-2024H1 费用率情况



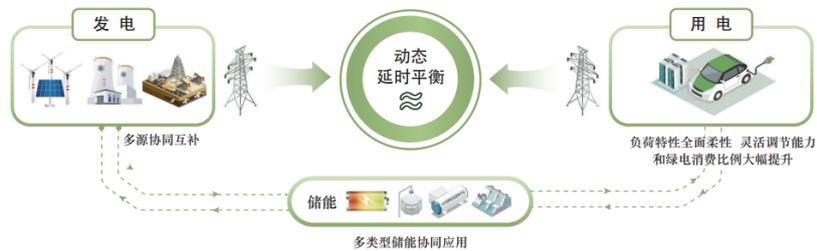
资料来源：Choice-财务数据，公司公告，东方财富证券研究所

2. 网内业务：主网新二次紧跟国网，配网一二次融合带来新增量

2.1. 电网建设趋势：新型电力系统提高对二次设备要求

“源网荷储协同互动”的新型电力系统是大势所趋。新能源占比不断提高，快速消耗电力系统灵活调节资源，高比例可再生能源和高比例电力电子设备的“双高”特性凸显，电网安全稳定运行面临较大风险；同时，电力系统的可控对象从以源为主扩展到源网荷储各环节，控制规模呈指数级增长，调控技术受端和网络安全防护亟待升级。

图表 17：新型电力系统图景展望



资料来源：国家能源局《新型电力系统发展蓝皮书》，东方财富证券研究所

二次设备本身具有高技术壁垒，电网互联互通对二次设备提出更高要求。电力系统的一次设备承担着电力能量流传输的重任，而二次系统的主要任务是实现实时监视、故障防御和运行控制，是确保电力传输和供电安全的重要核心；新型电力系统背景下，二次系统面临优化数据采集方式、优化设备功能、简化网络设置、优化SCD配置、优化站控层系统、优化辅控系统等新要求。

图表 18：一二次设备分类及主要产品



资料来源：电气应用微信公众号，东方财富证券研究所

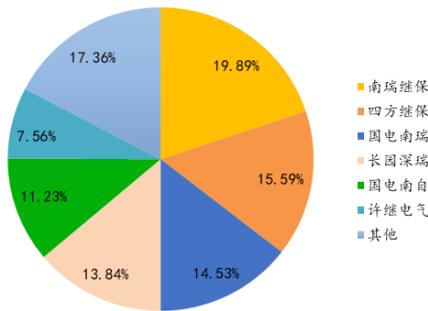
2.2. 主网侧：继保基本盘稳固，新二次紧跟国网数智化趋势

继电保护设备为电网提供故障设备切除等功能，是主网的二次核心设备。继电保护系统是指当电力系统发生故障或异常工况时，在可能实现的最短时间和最小区域内，自动将故障设备从系统中切除，或发出信号由值班人员消除异

常工况根源，以减轻或避免设备的损坏和对相邻地区供电的影响。

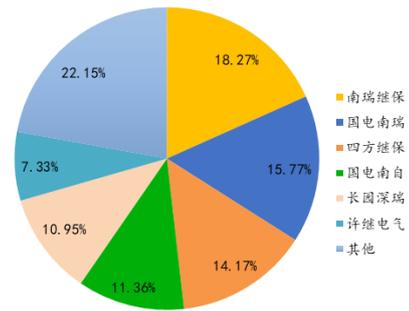
继保六大家格局优异，公司是民营龙头企业。根据国网商务平台公告数据，历次继保设备招标中，继保六大家占据稳定份额，2023年6次集中招标中，六大家中标金额占招标总额的82.6%，其中四方股份排名第二，中标金额占比为15.6%；2024年的前4次集中招标中，六大家占比77.9%，四方股份排名第三，占比14.2%。六大家中，仅公司没有国资背景，体现出公司产品实力优越、技术水平深厚。

图表 19：2023 年国网集招各家中标占比



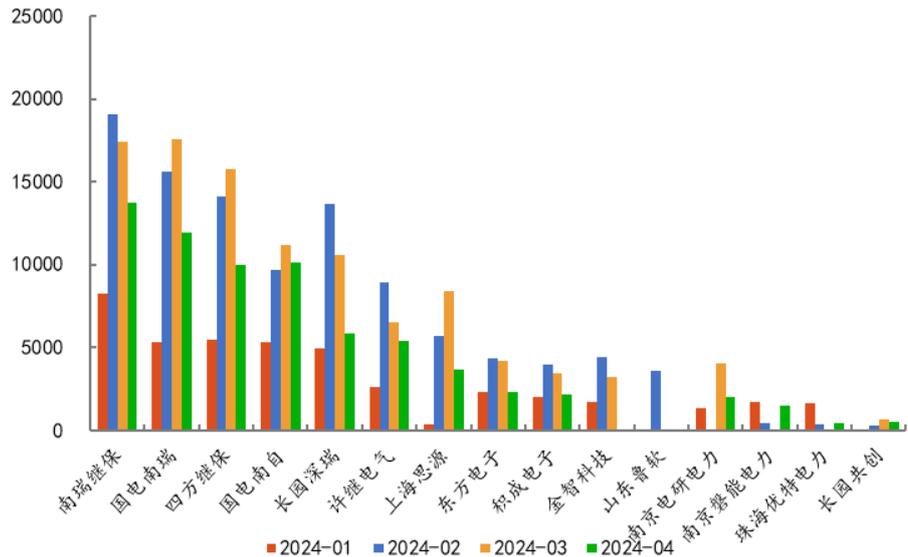
资料来源：国家电网电子商务平台中标候选人公告，江电云微信公众号，苏州苏高检测技术有限公司微信公众号，电服通微信公众号，电力变压器视界微信公众号，变压器技术杂志微信公众号，东方财富证券研究所

图表 20：2024 年国网集招 01-04 批次各家中标占比



资料来源：国家电网中标候选人公告，江电云微信公众号，苏州苏高检测技术有限公司微信公众号，电服通微信公众号，电力变压器视界微信公众号，变压器技术杂志微信公众号，东方财富证券研究所

图表 21：2024 年输变电设备集招 01-04 批次继保设备中标情况

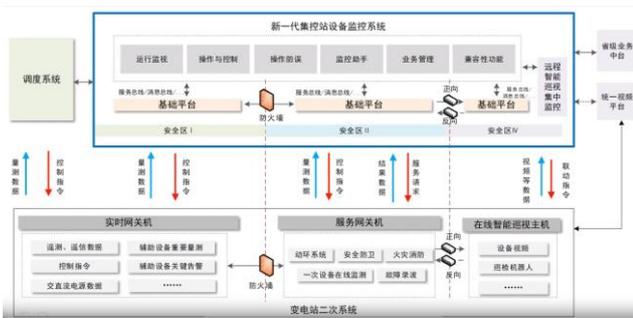


资料来源：国家电网电子商务平台中标候选人公告，江电云微信公众号，苏州苏高检测技术有限公司微信公众号，电服通微信公众号，电力变压器视界微信公众号，变压器技术杂志微信公众号，东方财富证券研究所

主网侧新型二次产品的增量在于满足电网智能化需求，电网的自动化建设趋势明确。新型电力系统建设对二次系统提出的要求有：重构变电站二次系统、掌握故障规律及提出继电保护新原理、加强控制系统对电网支撑作用、提升对电网和设备的监控能力。

公司布局新型二次，紧跟国网需求，集控站取得成功，后续转向智能运维、运检监控、数字孪生等。**集控站方面**，2022年，公司自主可控新一代变电站监控系统、新一代集控站监控系统等产品相继通过国家电网集中检测，中标28座新一代集控站项目；2023年，累计中标55座新一代集控站；目前集控站建设已进入尾声，公司继续深化新一代集控功能，持续获得用户实践好评。**数字孪生方面**，2023年，公司中标深圳110kV后海三数字孪生智慧变电站项目，12月，由深圳供电局有限公司、中国南方电网电力调度控制中心、中国南方电网输电部、北京四方继保工程技术有限公司等单位联合攻坚的“多元互动的绿色变电站数字孪生系统关键技术研究及应用”科技成果通过鉴定。**电网安全稳定、电力设备智能运维方面**，2024年上半年，公司顺利投运华北西电东送1000kV横山-洪善特高压项目安全稳定控制系统，中标宁夏220kV月牙湖等多个安全稳定控制系统项目；中标多个地调保护信息管理主站和子站、继电保护在线监视与诊断等项目，持续扩大市场份额。

图表 22：公司的新一代集控站设备监控系统架构



资料来源：四方课堂微信公众号，东方财富证券研究所

图表 23：保信及二次设备远程运维解决方案特点

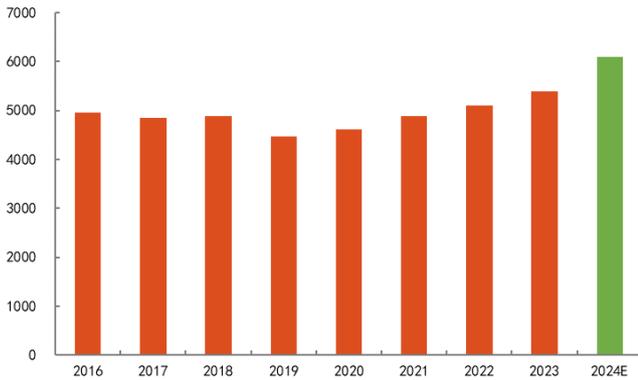


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.3. 配网侧：一二次融合趋势明确，国网网业绩逐步突破

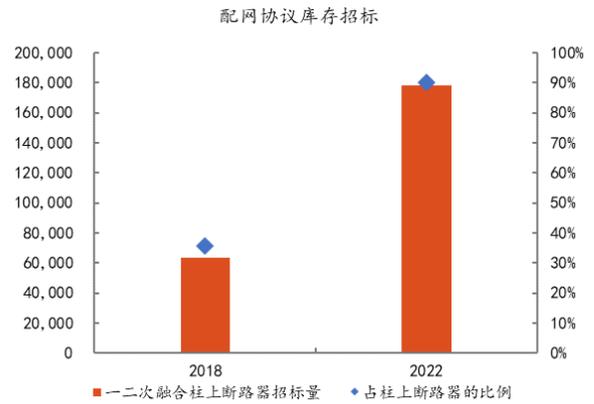
政策与投资同步强调，配网建设有望加速。2024年3月，国家发改委、国家能源局发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，提出新形势下要推进配电网高质量发展，助力构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统。在增强保供能力的基础上，推动配电网在形态上从传统的“无源”单向辐射网络向“有源”双向交互系统转变，在功能上从单一供电服务主体向源网荷储资源高效配置平台转变。2024年7月，国家电网宣布2024年电网投资将完成6000亿元，首次超过6000亿元，同比新增711亿元，新增投资主要用于特高压交直流工程建设、加强县域电网与大电网联系、电网数字化智能化升级。

图表 24: 2016-2024E 电网投资与计划投资额 (亿元)



资料来源: 国家能源局官网, 国家电网社会责任报告, 新华网, 央广网, 预能源微信公众号, 东方财富证券研究所

图表 25: 一二次融合柱上断路器比例



资料来源: EPTC官网, 东方财富证券研究所

一二次设备融合成为主流。一次设备和二次设备的分离状态给供电企业和制造厂商带来了接口不匹配、兼容性差、故障责任纠缠不清等问题。2016年, 国家电网首次提出基于电子式互感器的“配电一二次融合”概念, 让一次设备更加智能化, 自带测量、计量、继保、监测、控制等功能。

根据历年国家电网配电网协议库存招标统计, 一二次融合柱上断路器的数量从 2018 年第一次招标的 63770 台增长到 2022 年的 178102 台, 占整体柱上断路器的比例从 2018 年 35.71% 上升至 2022 年的 90% 以上, 得到市场的广泛认可, 已成为配电开关设备的重要发展方向。

配网领域, 公司提供从配电开关、终端到自动化主站的智能配电网整体解决方案。**配电主站:** 是配电自动化系统的核心, 主要实现配电网数据采集与监控等基本功能和分析应用等扩展功能;**配电终端:** 配电自动化终端是实现配电自动化的基础环节, 是安装在配电网的各类远方监测、控制单元的总称, 完成数据采集、控制、通信等功能, 包括馈线终端 FTU、配变终端 TTU、站所终端 DTU、一二次融合终端等;**配电开关:** 包括高压开关柜/环网柜、箱变、柱上负荷开关、低压开关柜、一二次融合开关柜、柱上断路器等。

图表 26：公司配电产品布局



资料来源：四方课堂微信公众号，东方财富证券研究所

公司的诸多一二次融合配电产品获得两网认可，在两网拓展顺利，新签合同额稳定增长，南网区域配网开关框架中标，打开新增量。2023 年，公司一二次融合标准化环保气体环网柜、SF6 环网柜、电磁型柱上断路器通过国家电网专项监测；ZW20A 环保型柱开合 PENA-12 环保型环网柜入选 2023 年南方电网新技术新产品目录并纳入挂网试运行计划；ZW32A 系列深度一二次融合断路器，PENB-12 型环保型环网柜均取得阶段性研发成果；配电自愈终端产品快速开发，通过型式试验及入网检测，并在上海连续中标；自动成图系统完成了云化部署并与“电网一张图”应用融合，在多个国网省公司部署。配电一二次融合产品在南方电网保持领先地位，在国家电网重点省区持续中标；此外还积极拓展用电市场。2024 年上半年，公司持续开拓一二次融合新产品，环保型开关设备在多个市场区域获得认可，并开展挂网试运行。积极响应电网公司配电设备自主可控需求，南方电网安全可控成套开关设备领先完成批量供货，国家电网自主可控配电终端已完成 3 个品类 4 个型号产品的标准化开发，并开展挂网准备。配电主站方面，开展自主可控的功能验证，并扩展业务应用场景，实现了自动成图与电网一张图的融合应用，已在重庆区域进行了应用。南方电网 2024 年第 1 批配网设备框架招标中，公司中标超 2.8 亿元。

图表 27：12kV 一二次融合磁控快速柱上断路器



资料来源：四方股份微信公众号，东方财富证券研究所

图表 28：一二次深度融合环网柜



资料来源：四方股份微信公众号，东方财富证券研究所

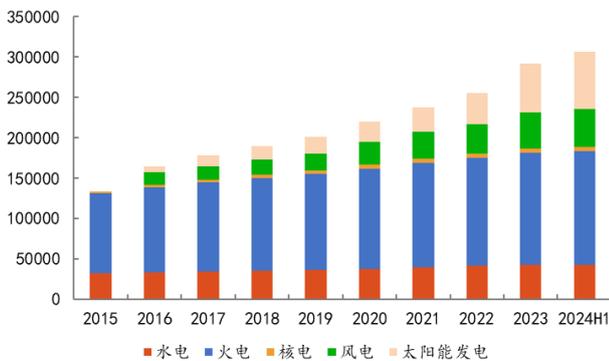
3. 网外业务：发电市场深耕，多领域外延增长

3.1. 发电市场深耕，中标突出、增量明确

3.1.1. 传统发电：火电、水电，抽蓄稳定中标

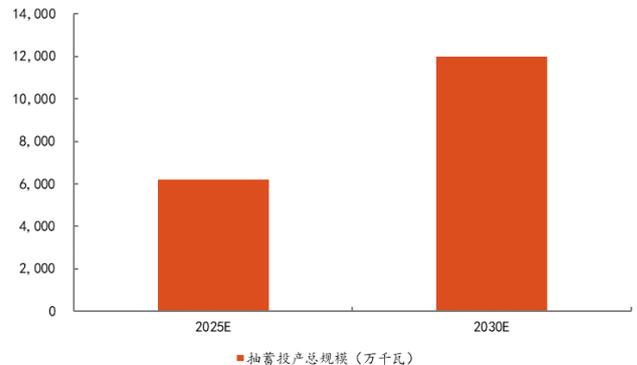
火电保供地位稳固，水电装机增长明确，抽蓄空间广阔。火电发电，其灵活性是保障新能源消纳的重要手段，未来火电机组的定位将从现在的“电量电源”逐步转变为“调节电源”，火电仍将是新型电力系统的重要组成部分；从2024年上半年数据来看，火电累计装机规模占全球发电装机容量的45.76%，火电“压舱石”地位不容撼动。**水电方面**，发电效率高，发电成本低，机组启动快，调节容易，装机量持续增长，从2024年上半年的累计装机量数据来看，水电占比13.91%。**抽蓄方面**，核准加速，长期来看，空间广阔；国家能源局发布的《抽水蓄能中长期发展规划（2021—2035年）》提出，到2025年抽水蓄能投产总规模6200万千瓦，到2030年投产总规模1.2亿千瓦左右；截至2023年底，抽水蓄能累计投产规模突破5000万千瓦，核准开工和在建抽水蓄能电站超过130座，根据建设进度，2021年前开工的22座抽水蓄能电站中，2025年可投产10座以上，预计可超额完成规划目标。对于2021~2023年核准的109座抽水蓄能电站，考虑到开工和建设进度，预计2028年后逐步迎来投产高峰期。

图表 29：2015-2024H1 国内发电装机情况（万千瓦）



资料来源：国家能源局官网，东方财富证券研究所

图表 30：抽蓄中长期发展规划（2021-2035）



资料来源：国家能源局官网，东方财富证券研究所

公司长期深耕传统发电市场，抽蓄产品国产化升级。

火电领域：产品覆盖电气、热控、励磁、发变组保护、启备变保护、同期、快切、功率控制、此同步、时钟同步装置等所有二次设备，治理于为火电用户提供主辅一体化、热点一体化、管控一体化的数字化电厂成套解决方案。

水电领域：为大中小不同规模的流域水电站、梯级水电站、风光水互补电站提供流域调度集控中心、计算机监控系统、水电综合自动化系统和智能可编程控制器、发变组保护、励磁系统、高低压厂用电保护测控转子、智能同期装置、时钟同步装置等系列自动化解决方案和产品。

抽蓄方面：2022年，公司 PLC/DCS 系列产品完成全国产化升级，已规模化应用于抽水蓄能机组健康及其它通用行业项目中；当年还参与起草抽蓄电站稳控技术规范，完成东北敦化抽蓄、华北丰宁抽蓄、华中天池抽蓄等配套稳控系统的建设。

图表 31：近年来传统发电领域中标项目统计

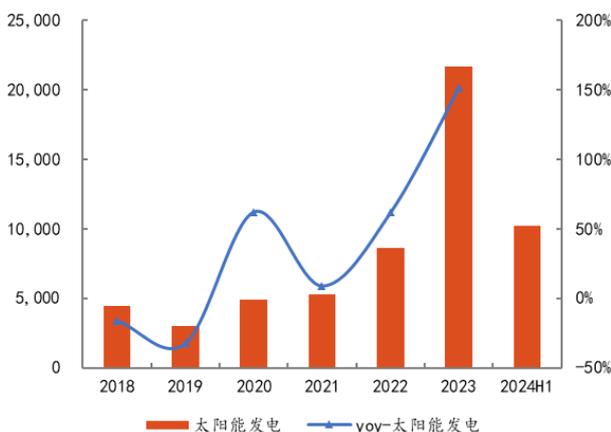
时间	电源类型	项目
2024H1	火电	国能常州电厂扩建、国家电投贵州金元织金电厂、大唐华银株洲电厂扩建等
	水电	阿坝 500kV 巴拉水电站、黄冈紫云山抽水蓄能电站、雅砻江二滩水电站等
	核电	辽宁徐大堡核电一期工程、广西防城港核电 220kV 开关站等
2023	火电	江西大唐国际新余二期电厂 2X1000MW 工程、浙能六横电厂二期 2X1000MW 工程、国能湖南岳阳电厂 2X1000MW 新建工程、内蒙古达拉特发电厂五期 1X1000MW 机组扩建工程、国能肇庆电厂二期 2X400MW (F) 级燃气热电联产等项目
	水电	巴基斯坦塔贝拉水电项目
2022	水电	越南石岩水电站监控保护及直流系统项目；东北敦化抽蓄、华北丰宁抽蓄、华中天池抽蓄等配套稳控系统
2021	水电	三峡电站项目、湖南渣滩电站技术升级改造项以及金牛坪自主可控水电站监控项目等十余个项目

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.1.2. 新能源装机高增，带动并网设备、SVG 增长

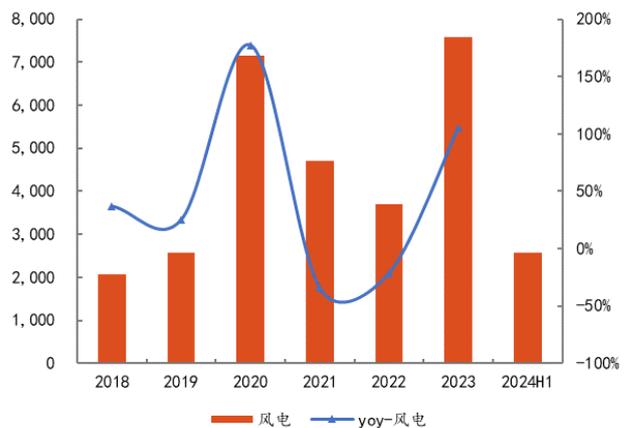
新能源装机高速增长，带动并网设备、无功补偿设备需求。近年来，在“双碳”目标引领下，国内新能源建设长足发展，新能源发电装机高速增长。2023年，国内风电/光伏新增装机分别为 76/217GW，同比增速分别为 105.4%/152.0%；2024 年上半年，国内风电/光伏新增装机分别为 25/102GW，同比增速分别为 12.4%/30.7%。由于风电、光伏等新能源发电有分散性及低压的特点，因此新能源电在上网前需要完成能量汇聚及高增益直流升压，因此带动新能源并网升压设备的需求。此外，新能源发电设备电压支撑能力较弱，接入电网系统是易造成系统电压波动、谐波增大等问题，因此需要在升压侧配置一定规模的无功补偿装置，目前大多数光伏电站应用的有 SVC、SVG 无功补偿装置。

图表 32：2018-2024H1 光伏新增装机容量（万千瓦）



资料来源：国家能源局，东方财富证券研究所

图表 33：2018-2024H1 风电新增装机容量（万千瓦）



资料来源：国家能源局，东方财富证券研究所

公司为新能源发电厂提供全套解决方案。公司围绕新型电力系统需求、服务清洁能源开发利用，提供升压站综合自动化系统、一二次设备集成，以及可实现无人值守、远程控制、智慧运维的新能源集控系统解决方案。

图表 34：公司智慧新能源解决方案

解决方案	方案内容
新型电网友好智慧电站解决方案	针对风电、光伏的能量转化特征，同步配套储能系统分别解决有功消纳及无功支撑问题。配合风光储协同优化控制新技术应用，实现风光出力的高度协同与互补，提升风光储场站与电网的协调互动能力，缓解区域电力供应紧张，提升新能源消纳利用水平，为电网安全稳定运行提供可靠支撑
分布式调相机一体化控制解决方案	分布式调相机布置于新能源场站，作为快速无功支撑设备，强化电网性能。解决方案以一体化监控系统为核心，集成自主知识产权的多项关键设备，实现设备全面监控、高效控制及精准无功调节，有效解决新能源送出面临的暂态电压与短路比问题，增强电网输电效能。
新能源集控运维解决方案	基于一体化运维平台构建的新能源集控运维系统集成了智能巡检、监视功能、智能控制、故障预警、故障诊断、KPI 指标分析和设备能效评估等多种高级应用功能，旨在实现对新能源电站的全面、实时、精准的监控与管理，从而提升运维效率，降低运营成本，并最终实现发电效率的最大化以及无人值守或少人值守的运维模式
新能源仿真培训/数字孪生解决方案	应用于风电、光伏、储能等新能源电站仿真培训领域，实现电力运行维护、标准化作业流程、拆装检修等各种技能培训，满足技能考核、技能鉴定及技术比武等的功能要求，为培训评价工作提供技术支持。可提供纯软件仿真及数字物理混合仿真解决方案，结合先进的三维(3D)场景模型和 VR 虚拟现实技术，仿真效果逼真。

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

中标项目充裕，支撑业绩。2024 年上半年，公司中标广东大唐勒门 I 海上风电扩建项目、海南大唐儋州海上风电项目，继续提升公司在海风领域的竞争力，中标北京天润河南杞县风电、三一重能新疆塔城风电、河北津北丰宁光伏、天津静海中旺 2GW 光伏等多个新能源发电项目，中标中广核新能源 2024 年综合自动化设备框架等多个框招项目，新能源市场持续突破。分布式调相机领域，中标京能国际通辽科尔沁区 138 万千瓦生态治理风电基地调相机项目、内蒙古能源突泉县百万千瓦风储基地调相机 EPC 总承包等多个调相机项目。

图表 35：新能源发电领域历年中标项目（部分）

时间	项目
2024H1	中标首个涵盖智慧风场的广东大唐勒门 I 海上风电扩建项目、海南大唐儋州海上风电项目，北京天润河南杞县风电、三一重能新疆塔城风电、河北津北丰宁光伏、天津静海中旺 2GW 光伏等多个项目
2023	三峡库布齐沙戈荒项目、雅砻江两河口水光互补、柯拉一期光伏项目、国家能源通榆风电、蒙能化德风光储、广西环江风光储综合能源一体化、陕投渭南白水新能源汇集站、国能新疆甘泉堡源网荷储新能源发电项目；此外，明阳青州四海上风电项目成功并网
2022	三峡包头风电基地、北方上都风电基地、广西贵港覃塘区 2000MW 多能互补新能源发电项目；三峡山东潍坊昌邑、明阳青洲四、华润电力苍南 1 号等海上风电项目；中标山东高速集团分布式光伏项目、缅甸邦德 100MW 光伏项目
2021	三峡乌兰察布新一代电网友好绿色电站示范项目、中标华润苍南 1 号海上风电项目

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2. 储能：构网型储能技术领先，业务稳步推进

公司是国内最早进行储能系统研究与应用的厂家之一，专注储能核心装备的系统整体集成供货。**核心产品有：**储能监控能量管理系统、储能协调控制器、储能变流器、储能工商业一体机、液冷储能集装箱产品等；应用场景涵盖网侧独立储能、风光等新能源侧配储、用户侧储能等；截至 2023 年底，累计项目总量已超过 210 个。

图表 36：公司典型储能项目

项目名称	图示	建设内容
广东佛山宝塘储能站		装机规模 300MW/600MWh，其中两套 10kV/5MW/10MWh 高压级联电池储能系统由公司和南网储能科研院联合研制；宝塘储能站是粤港澳大湾区规模最大的储能电站
浙江宁波火储联合调频项目		建设规模 20MW/20MWh，是浙江省“十四五”四个火储调频示范项目之一，储能机组联合电厂 3 号、4 号机组提供电网 AGC 调频辅助服务

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

随着新型电力系统建设加速推进，新能源及储能变流器、高压直流输电等电力电子设备被广泛推广和应用，导致系统惯量降低、频率/电压支撑调节能力减弱，电力系统安全稳定运行面临挑战。主流的解决方案有两类：一是增加电机类调节设备提供支撑，例如大型调相机、分布式调相机、抽蓄机组等；二是应用构网技术的电力电子设备提供支撑，其载体具体包括储能变流器、SVG、柔直、新能源（风电、光伏）并网变流器等。

公司构网型储能技术水平领先。构网型储能系统集成了构网型 PCS、电池、PMS、二级协控、同期装置、防孤岛装置等，可以实现场站级构网运行、黑启动等功能。公司长期深耕能源电力领域，积极研究创新，“适用于高比例新能源电力系统的构网型储能变流器”已于 2022 年通过中国电机工程学会鉴定，整体处于国际领先水平。

图表 37：构网型储能示意图



资料来源：电气时代微信公众号，东方财富证券研究所

公司依托原有的客户优势，储能项目遍及多应用场景。2024年上半年，公司网侧中标蓝天电厂百兆瓦时独立储能电站；传统电源侧中标国能宁海高压级联式44MW/40MWh火储联合调频电站并实现交付，新能源侧中标华电集团大洋光伏电站20MW/20MWh储能项目，用户侧中标塔牌集团20MW/40MWh及10MW/20MWh储能电站。

图表 38：储能领域历年中标项目（部分）

时间	项目
2024H1	蓝天电厂百兆瓦时独立储能电站、国能宁海高压级联式44MW/40MWh火储联合调频电站，华电集团大洋光伏电站20MW/20MWh储能项目，塔牌集团20MW/40MWh及10MW/20MWh储能电站。
2023	南网储能科研院液冷式级联电池储能设备研制与系统集成技术服务、2023-2025年级联电池储能系统柜招、大唐浙江乌沙山“火电+储能”联合AGC调频储能系统、华电集团山东十里泉火储联合调频项目、三峡集团河北新乐光伏储能集成、国能浙江开化光伏储能集成等
2022	宁波慈溪氢电耦合项目高压直流储能电池系统、中节能河南尉氏县风电配置储能系统、中电建甘肃礼县固城风电配置储能系统、中电投新疆达坂城风电配置储能系统、宁夏候桥200MW/400MWh电网侧共享储能电站能量管理系统及逆变升压系统集成
2021	普惠安阳风电场配套储能项目、河南商水风远风电配套储能项目、南方电网调峰调频公司高压级联电池储能系统集成项目、山东莱芜孟家百兆瓦储能电站能量管理系统项目

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.3. 用电：为炼化、轨交等行业提供供用电解决方案

智慧用电方面，公司为钢铁冶金、石油化工、轨道交通、港口、园区等行业提供供用电方案与服务，内容涵盖系统智能保护与控制、综合能源、物联网安全等整体解决方案与服务；在工商业等终端用电领域，提供基于AI与物联网技术的系列产品与解决方案，以及故障预警、流程优化、设备维护等数字化综合服务，持续提升用户用电的安全、智能水平。

图表 39：公司用电侧解决方案

解决方案	方案内容
智慧用电解决方案	基于自研新一代智慧用电安全管理平台及智能物联监测设备，通过物联网、大数据、电力保护技术，进行用电设备及线路的电气参数的实时采集、监测与智能分析，对用电情况的远程实时感知、在线监测、科学预警、智能诊断及集中管理，实现电气火灾的实时监控和提前预警，实现对用电能耗的在线计量和节能管理，支撑用户实现智慧用电、科学用电。
配电房智能监测解决方案	以智能监测设备及物联网平台为核心，对配电房内主要电气设备、关键设备、周围环境进行全天候状态监视和智能控制，实现“集中管理和智能联动”，使配电房的运行更为安全、可靠、高效。

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 69.39/82.22/93.75 亿元，增速分别为 20.65%/18.50%/14.03%；对应归母净利润 7.26/8.57/10.06 亿元，同增 15.78%/18.01%/17.34%。

核心假设：

（1）电网自动化

公司在主网继保产品方面，持续保持领先地位，此外紧跟电网需求，布局新型二次；配网方面，一二次融合产品受益于新型电力系统建设，在两网持续稳定中标，在南网区域保持领先地位，因此我们判断公司电网自动化业务有望持续增长，我们预计 24-26 年，电网自动化实现营收 33.62/37.99/40.65 亿元。毛利率方面，预计 24-26 年分别为 42%/41.5%/41.5%。

（2）电厂及工业自动化

公司在传统发电领域，持续稳定的中标贡献稳健业绩；新能源领域，分布式光伏产品线持续丰富，新能源并网产品、无功补偿设备需求景气、增量明确，新签合同持续增长，我们预计 24-26 年，电厂及工业自动化实现营收 30.52/36.62/43.21 亿元。毛利率方面，预计 24-26 年分别为 26.5%/26%/26%。

（3）其他

该板块主要产品包括构网型储能、工商业一体柜等。依托公司本身电力电子的技术优势，公司该板块拓展顺利，我们预计 24-26 年，其他业务实现营收 5.24/7.60/9.89 亿元，毛利率维持在 24H1 的水平。

图表 40：公司主营业务拆分与预测（百万元）

		2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
总收入		5078.50	5751.05	3477.20	6938.60	8222.05	9375.32
yoy		18.15%	13.24%	21.18%	20.65%	18.50%	14.03%
毛利率		32.15%	34.44%	33.46%	32.66%	31.55%	30.89%
电网自动化	收入	2633.80	2923.80	1689.09	3362.37	3799.48	4065.44
	yoy	6.58%	11.01%	11.58%	15.00%	13.00%	7.00%
	占比	51.86%	50.84%	48.58%	48.46%	46.21%	43.36%
	毛利率	39.90%	41.89%	43.63%	42.00%	41.50%	41.50%
电厂及工业自动化	收入	2232.91	2490.81	1525.91	3051.82	3662.19	4321.38
	yoy	25.89%	11.55%	24.89%	22.52%	20.00%	18.00%
	占比	43.97%	43.31%	43.88%	43.98%	44.54%	46.09%
	毛利率	24.77%	27.54%	26.49%	26.50%	26.00%	26.00%
其他	收入	211.79	336.44	262.20	524.40	760.38	988.50
	yoy	296.91%	58.86%	95.85%	55.87%	45.00%	30.00%
	占比	4.17%	5.85%	7.54%	7.56%	9.25%	10.54%
	毛利率	54.53%	64.56%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 41：可比公司估值情况

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)			股价 (元)	评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600406.SH	国电南瑞	2241.16	0.90	1.00	1.13	25	28	25	27.9	未评级
000400.SZ	许继电气	353.24	1.00	1.20	1.58	22	29	22	34.67	未评级
000682.SZ	东方电子	168.66	0.40	0.52	0.64	20	24	20	12.58	未评级
600268.SH	国电南自	72.75	0.27	0.30	0.35	26	24	21	7.16	未评级
	行业平均					23	27	22		
601126.SH	四方股份	167.03	0.75	0.87	1.03	19	23	19	20.04	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：未评级数据来自 choice 一致预期，数据截至 2024 年 10 月 8 日

5. 风险提示

电网投资不及预期：电网设备厂商国内的主要客户的国家电网、南方电网，因此电网的投资力度决定了整个行业的订单情况，若电网未来无法维持投资力度的持续增长，可能导致公司业绩不及预期。

行业竞争加剧：电网设备厂商的供应格局相对稳定，但由于电网业务利润空间较大，因此可能引致潜在进入者竞争或友商通过降价争夺份额，可能导致利润空间下降等。

新能源装机量不及预期：网外新能源升压设备、并网补偿设备等需求取决于新能源的装机量，若装机量不及预期，可能导致设备需求无法维持等。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8524.98	8934.80	9745.80	10546.00
货币资金	3120.39	3249.03	3591.46	4008.20
应收及预付	1296.98	1369.54	1529.11	1668.88
存货	2031.19	2076.70	2266.71	2339.85
其他流动资产	2076.42	2239.54	2358.52	2529.06
非流动资产	979.80	1029.03	1073.00	1089.12
长期股权投资	54.87	55.86	56.80	57.65
固定资产	380.50	377.96	377.09	376.05
在建工程	24.10	24.12	30.83	29.99
无形资产	209.51	259.35	297.79	316.29
其他长期资产	310.81	311.74	310.50	309.14
资产总计	9504.78	9963.84	10818.80	11635.12
流动负债	5249.48	5442.06	5969.26	6379.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	2911.32	2959.29	3251.56	3473.78
其他流动负债	2338.16	2482.76	2717.70	2905.28
非流动负债	21.04	18.75	18.75	18.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.04	18.75	18.75	18.75
负债合计	5270.51	5460.80	5988.01	6397.81
实收资本	832.25	832.23	832.23	832.23
资本公积	1582.07	1623.57	1623.57	1623.57
留存收益	1961.49	2188.68	2515.59	2921.09
归属母公司股东权益	4230.58	4498.62	4825.53	5231.03
少数股东权益	3.68	4.41	5.27	6.27
负债和股东权益	9504.78	9963.84	10818.80	11635.12

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5751.05	6938.60	8222.05	9375.32
营业成本	3770.33	4672.57	5627.70	6479.59
税金及附加	47.58	56.90	65.78	71.25
销售费用	478.92	555.09	649.54	712.52
管理费用	277.72	329.58	353.55	370.33
研发费用	541.02	645.29	723.54	782.84
财务费用	-57.36	-62.41	-64.98	-71.83
资产减值损失	-65.48	-8.26	-9.01	-10.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.96	6.94	8.22	9.38
资产处置收益	0.15	0.07	0.08	0.09
其他收益	112.96	117.96	148.00	159.38
营业利润	733.59	851.43	1002.36	1175.86
营业外收入	10.01	15.31	16.52	16.98
营业外支出	8.40	15.60	15.65	15.64
利润总额	735.20	851.14	1003.23	1177.20
所得税	107.30	124.27	145.47	170.69
净利润	627.90	726.88	857.76	1006.51
少数股东损益	0.69	0.73	0.86	1.01
归属母公司净利润	627.21	726.15	856.90	1005.50
EBITDA	785.23	885.64	1039.63	1210.34

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1232.67	717.49	1017.61	1137.53
净利润	627.90	726.88	857.76	1006.51
折旧摊销	108.32	96.91	101.38	104.97
营运资金变动	441.79	-92.78	46.78	13.25
其它	54.66	-13.50	11.69	12.79
投资活动现金流	-123.86	-126.69	-145.19	-120.78
资本支出	-127.50	-141.95	-148.50	-125.12
投资变动	0.00	-4.65	-4.75	-4.85
其他	3.64	19.91	8.06	9.19
筹资活动现金流	-359.24	-462.55	-530.00	-600.00
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	144.81	40.84	0.00	0.00
其他	-504.05	-503.39	-530.00	-600.00
现金净增加额	749.87	128.64	342.43	416.74
期初现金余额	2142.27	2892.15	3020.79	3363.21
期末现金余额	2892.15	3020.79	3363.21	3779.96

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	13.24%	20.65%	18.50%	14.03%
营业利润增长	15.21%	16.06%	17.73%	17.31%
归属母公司净利润增长	15.46%	15.78%	18.01%	17.34%
获利能力 (%)				
毛利率	34.44%	32.66%	31.55%	30.89%
净利率	10.92%	10.48%	10.43%	10.74%
ROE	14.83%	16.14%	17.76%	19.22%
ROIC	13.63%	14.94%	16.59%	18.03%
偿债能力				
资产负债率 (%)	55.45%	54.81%	55.35%	54.99%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.62	1.64	1.63	1.65
速动比率	0.86	0.87	0.88	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.71	0.79	0.84
应收账款周转率	5.36	6.33	6.99	7.22
存货周转率	1.91	2.27	2.59	2.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.87	1.03	1.21
每股经营现金流	1.48	0.86	1.22	1.36
每股净资产	5.08	5.40	5.79	6.28
估值比率				
P/E	18.88	23.00	19.49	16.61
P/B	2.79	3.71	3.46	3.19
EV/EBITDA	11.04	15.20	12.62	10.49

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。