



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.39
总股本/流通股本(亿股)	6.20 / 5.16
总市值/流通市值(亿元)	46 / 38
52周内最高/最低价	8.98 / 6.15
资产负债率(%)	30.2%
市盈率	26.49
第一大股东	马孝武

研究所

分析师:杨帅波
SAC 登记编号:S1340524070002
Email:yangshuaibo@cnpsec.com
分析师:侯若雪
SAC 登记编号:S1340524100002
Email:houruoxue@cnpsec.com

长高电新(002452)

商誉减值风险基本消除，聚焦主业，GIS 高压化+配网设备丰富化

● 投资要点

长高电新以“隔离开关”起家，聚焦输变电设备制造和电力设计与工程服务。公司起源于 1965 年的水电家属工厂，2007 年中标中国首条特高压交流，2010 年 A 股上市，2011 年开始研制 GIS，2015 年 220kV GIS 完成型式试验，2016 年收购长高华网（进入电力设计、电力工程总包），2022 年研产 550kV GIS，2024 年研发 363kV/750kV GIS 和 500kV GIL。

新能源发电和人工智能负荷双重冲击电网，电网投资景气度有望进一步提升。根据 lowcarbon，2024 年，全球、中国、美国、德国、英国、巴西的风光发电量占各自发电量比例分别为 15.1%、17.8%、16.6%、42.9%、32.2%、22.9%。新能源发电渗透率超过 10%，系统成本快速提升，新能源发电渗透率分别为 15%、25%时，系统成本约为 10% 的 2.4、4 倍。同时，人工智能动态负荷对电网存在潜在冲击。人工智能的负荷特性是高度可变、突发性，而传统计算负荷是稳定的。

电网成为能源转型的瓶颈，电网开始进入成长周期。2020 年中国新能源发电渗透率为 9.4%（接近 10%的临界点），同时，2020 年开始电网投资强度开始提升，2024 年电网基本建设投资完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。2025 年国网计划电网投资超 6500 亿，南网计划固定资产投资 1750 亿元。

商誉风险基本消除+订单充裕+产品持续开发：（1）2023 年投资湖北华网的商誉净值归零，同时长高电气和长高森源经营稳定；（2）公司 2023-2024 年在国网的订单分别为 9.8、15.2 亿元；（3）募资扩产+技改，进一步丰富公司的成熟产品品类和提升智能制造水平，同时利用自有资金新建 GIL 装配厂房，公司持续向新产品开拓。

GIS 是电网的关键设备，公司 GIS 产品有效开拓。根据 data 电力，2023 年国网输变电设备招标 713.2 亿元，同比增长 30.2%，其中 GIS 占比 24.2%，累计中标 172.3 亿，同比增长 49.3%。2023 年公司在国网 GIS 中标 7.4 亿元，同比+37.1%。

● 盈利预测与评级

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 17.5/21.0/25.2 亿元，归母净利润分别为 2.6/3.4/4.3 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 28.9%，以当前总股本 6.2 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.42/0.55/0.70 元。公司 2025 年 2 月 28 日股价对 2024-2026 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 18/13/11 倍，参考可比公司估值，考虑到 GIS 和配网设备业务持续突破，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

电网投资力度不及预期的风险；公司的治理风险；原材料价格的波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1493	1754	2101	2520
增长率(%)	22.12	17.46	19.76	19.98
EBITDA（百万元）	272.06	365.56	478.70	605.64
归属母公司净利润（百万元）	173.08	261.73	340.59	434.68
增长率(%)	198.57	51.22	30.13	27.63
EPS（元/股）	0.28	0.42	0.55	0.70
市盈率（P/E）	26.49	17.52	13.46	10.55
市净率（P/B）	2.03	1.93	1.74	1.55
EV/EBITDA	13.90	11.65	9.05	7.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 商誉减值风险基本消除，盈利能力持续提升.....	5
1.1 聚焦主业，持续丰富电力设备产品.....	5
1.2 盈利能力持续提升，商誉减值风险基本消除.....	7
1.3 产品持续扩容升级，订单持续增长.....	9
2 新能源发电+人工智能负荷双重冲击，电网成为能源转型的瓶颈.....	11
2.1 全球新能源发电渗透率进入 15%时代+人工智能动态负荷冲击.....	11
2.2 国网和南网投资强度持续提升.....	12
3 盈利预测与投资评级.....	13
3.1 核心假设.....	13
3.2 主要财务数据预测.....	14
3.3 估值与评级.....	14
4 风险因素.....	15

图表目录

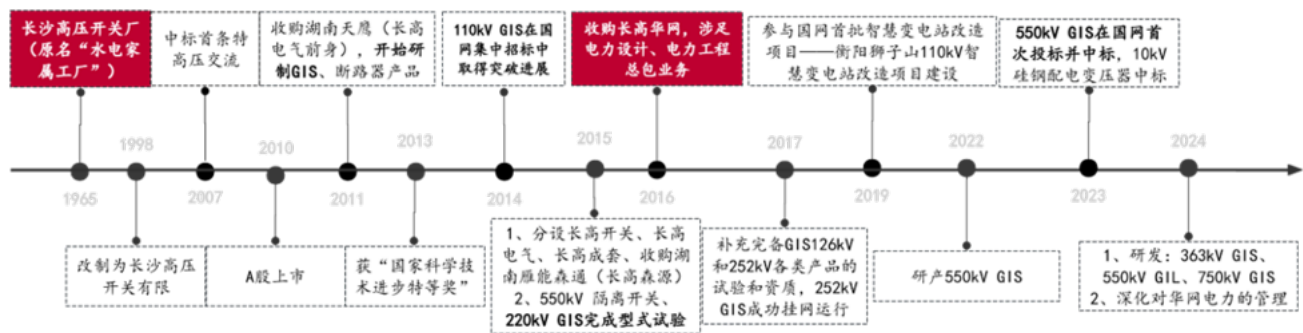
图表 1: 公司发展历程: 聚焦主业, 玉汝于成	5
图表 2: 公司产品矩阵	5
图表 3: 股权结构稳定 (截止 2024Q3)	6
图表 4: 2024 年公司员工持股计划	6
图表 5: 公司营收和归母净利润及增速	7
图表 6: 公司期间费用率	7
图表 7: 长高电气和长高森源的经营情况 (亿元)	7
图表 8: 2015-2024H1 公司商誉期末净值结构 (亿元)	7
图表 9: 公司 ROE (摊薄) (%)	8
图表 10: 公司盈利能力 (%)	8
图表 11: 公司存货周转率	8
图表 12: 公司应收账款周转率	8
图表 13: 公司负债率	8
图表 14: 公司经营活动现金净流量	8
图表 15: 公司研发投入情况	9
图表 16: 公司研发人员数量及占比	9
图表 17: 2023 年国网输变电中标汇总	9
图表 18: 2023 年上市企业在国网 GIS 中标情况	9
图表 19: 公司拟扩产项目情况 (万元)	10
图表 20: 公司 2023-2024 年在国网的中标情况 (万元)	10
图表 21: 各国风光发电量渗透率	11
图表 22: 新能源系统成本随新能源渗透率变化曲线	11
图表 23: 不同 LLM 模型训练能消与模型参数相关	11
图表 24: MIT Supercloud 数据集中 BERT 的功耗 (峰值功耗约为 48.70kW, 平均功耗为 17.80kW, 标准差为 12.39kW)	12
图表 25: 2011-2024 年中国电网基本建设投资完成额及同比增速 (亿元、%)	12
图表 26: 2012-2024 年国网和南网的电网建设投资额 (亿元)	13
图表 27: 分业务假设 (百万元)	14
图表 28: 估值与评级	14

1 商誉减值风险基本消除，盈利能力持续提升

1.1 聚焦主业，持续丰富电力设备产品

公司以“隔离开关”起家，聚焦输变电设备制造和电力设计与工程服务。公司起源于1965年的水电家属工厂，2007年中标中国首条特高压交流，2010年A股上市，2011年开始研制GIS，2015年220kV GIS完成型式试验，2016年收购长高华网（进入电力设计、电力工程总承包），2022年研产550kV GIS，2024年研发363kV/750kV GIS和500kV GIL。

图表1：公司发展历程：聚焦主业，玉汝于成



资料来源：公司招股说明书、公司官网、公司2014-2023年年报，中邮证券研究所

公司目前的主要产品包括GIS、隔离开关、成套电器设备等，其中GIS由断路器、隔离开关、接地开关、电流互感器、电压互感器、避雷器、母线、连接件和出线终端等组成。

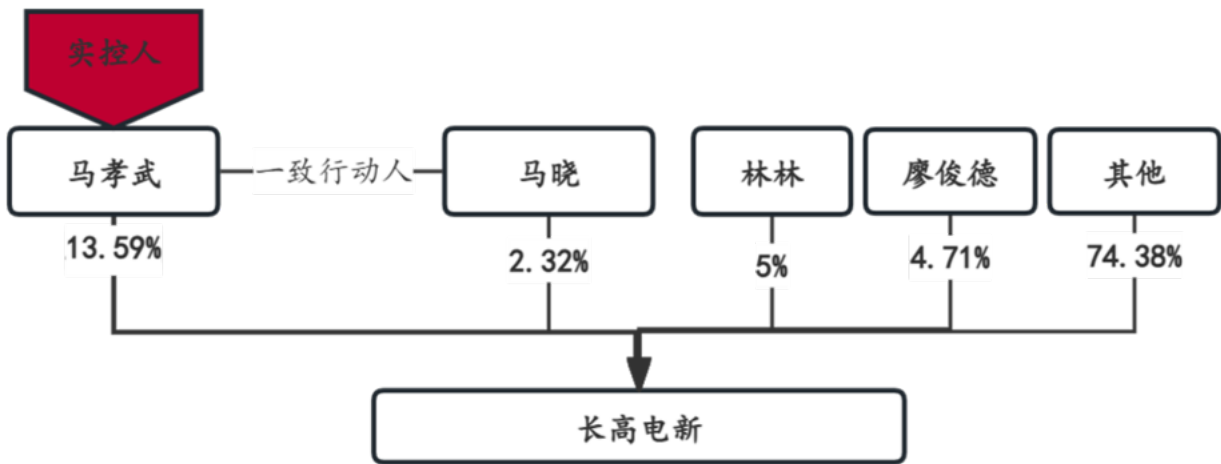
图表2：公司产品矩阵

产品类别	具体产品	电压等级	产品图片	对应子公司
组合电器	气体绝缘金属全封闭开关设备(GIS) 复合式组合电器(HGIS)	40.5kV— 550kV	 	湖南长高电气有限公司
高压隔离开关和接地开关	双柱立开式 双柱水平/双柱水平V型旋转式 单柱直伸式 双柱水平伸缩式 三柱水平旋转式	12kV— 1100kV	 	湖南长高高压开关有限公司
断路器	高压交流真空断路器 高压交流六氟化硫断路器 高压交流六氟化硫断路器(瓷柱式分相操作) 高压交流六氟化硫断路器(瓷柱式三相操作) 高压交流六氟化硫断路器(罐式)	12kV— 550kV	 	湖南长高电气有限公司
高低压成套电器设备	一二次融合柱上断路器 模块化预装式智能变电站 环保型其他地埋金属封闭开关设备 环保型C4气体混合气体单母线环网柜 非合金闭口立体卷铁心变压器 国网标准化箱变 风电、储能、光伏箱变		 	湖南长高成音电器有限公司 湖高森源电力设备有限公司
电力控制系统	智能变电综合自动化系统 智能变电辅助系统综合监控平台 变压器/线路保护装置 开关柜智能感知终端 DTU、TTU、FTU		 	湖南长高思瑞自动化有限公司

资料来源：公司2023年年报，中邮证券研究所

公司实际控制人是马孝武，马晓是其一致行动人，截止 2024Q3，两人合计持有股份 15.91%。

图表3：股权结构稳定（截止 2024Q3）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

员工持股计划落地，彰显公司信息，有望加强公司凝聚力：公司 2024 员工持股计划包括 89 人核心管理人员、核心技术骨干。

图表4：2024 年公司员工持股计划

员工持股计划业绩考核技术	归属期	考核期及指标（亿元）	目标值(Am)
2023 年净利润	1	2024 年净利润增长率	20%
	2	2025 年净利润增长率	35%
	3	2026 年净利润增长率	50%
姓名	职位	拟认购份额（万份）	对应公司股票（万股）
马孝武	董事长	223.7046	65.22
马晓	董事、总经理	408.17	119
林林	董事、常务副总经理、董事会秘书	222.95	65
唐建设	董事、副总经理	85.75	25
彭强	董事、副总经理	85.75	25
刘家钰	董事	85.75	25
陈志刚	监事会主席、行政人事总监	85.75	25
高振安	监事、基建处处长	48.02	14
黄艳珍	监事、采购部部长	24.01	7
刘云强	财务总监	85.75	25
合计		1,355.60	395.22
核心管理人员、核心专业骨干人员（89 人）		3,165.89	923
合计		4,521.49	1,318.22

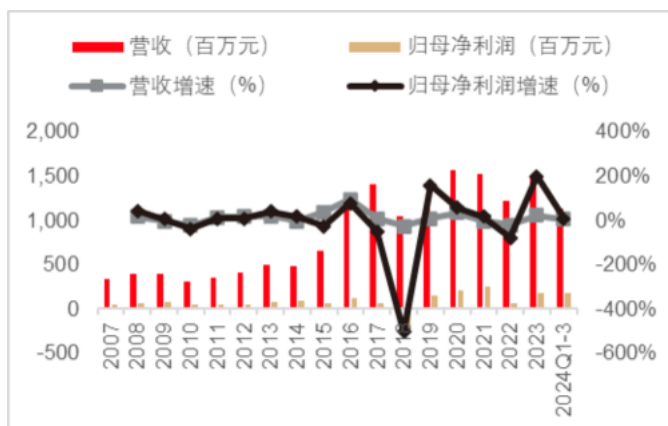
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 盈利能力持续提升，商誉减值风险基本消除

整体来看，长维度业绩稳健：2007-2023 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 9.7%、8.1%。2024Q1-3，公司营收和归母净利润分别为 11.3、1.8 亿元，同比分别+6.3%、10.4%；根据公司业绩预告 2024 年归母净利润 2.4~2.7 亿元，同比+40.4%~+56.0%。

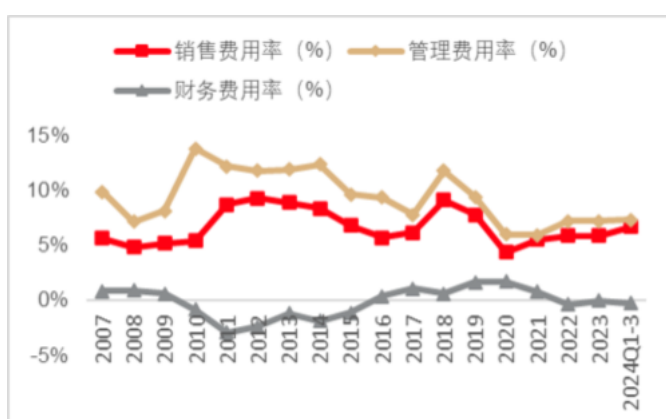
2018 年历史业绩下滑的主要原因：公司工程服务板块营业收入锐减，业绩亏损，同时，因国网电力经营业绩的大幅下滑，计提商誉减值 1.8 亿元。

图表5：公司营收和归母净利润及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

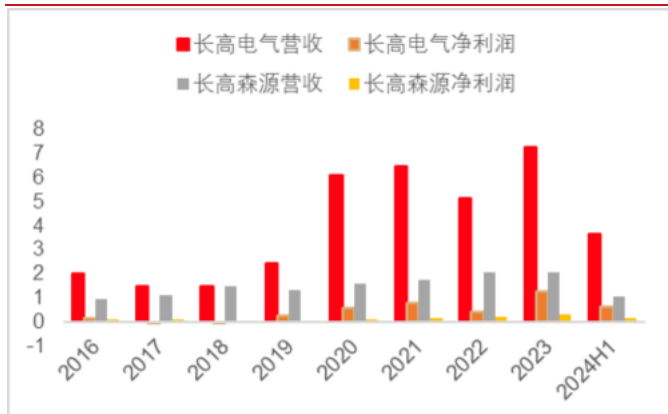
图表6：公司期间费用率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

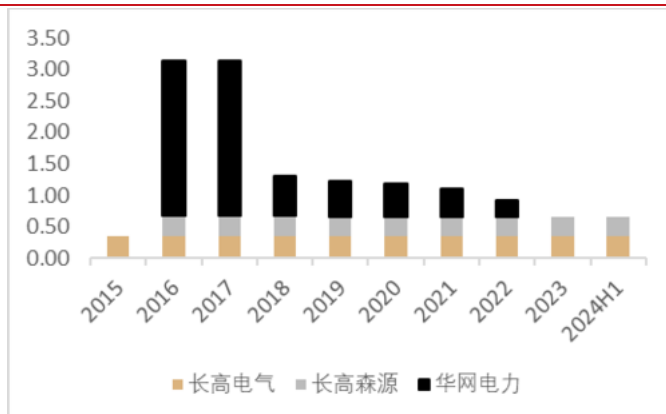
商誉减值风险基本消除。2023 年投资湖北华网的商誉净值归零，同时长高电气和长高森源经营稳定。

图表7：长高电气和长高森源的经营情况（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

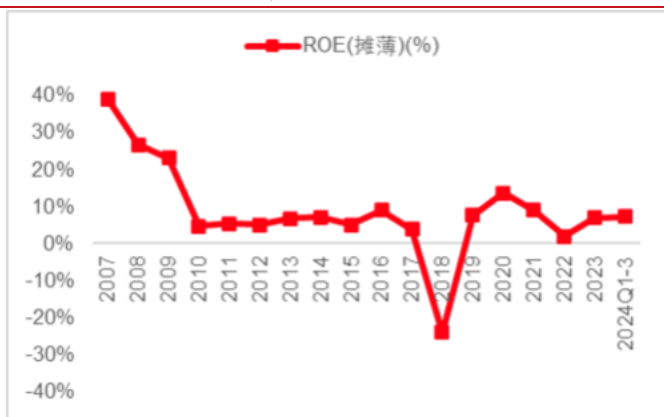
图表8：2015-2024H1 公司商誉期末净值结构（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

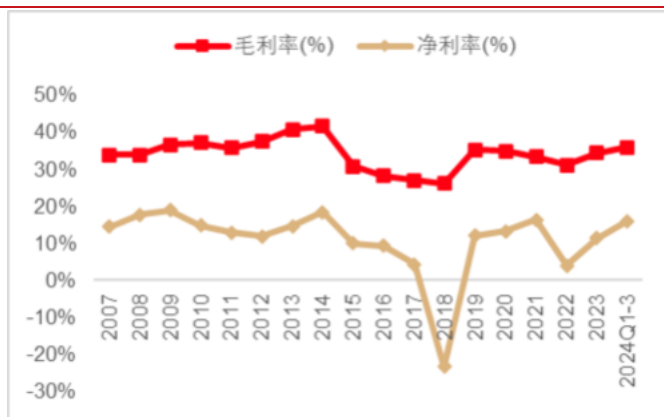
2024Q1-3 公司毛利率和净利率分别为 36.1%和 16.0%，同比分别+1.4、+0.7pcts，主要系（1）自制率提升（2）产品结构中高毛利产品占比提升。

图表9：公司 ROE（摊薄）（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

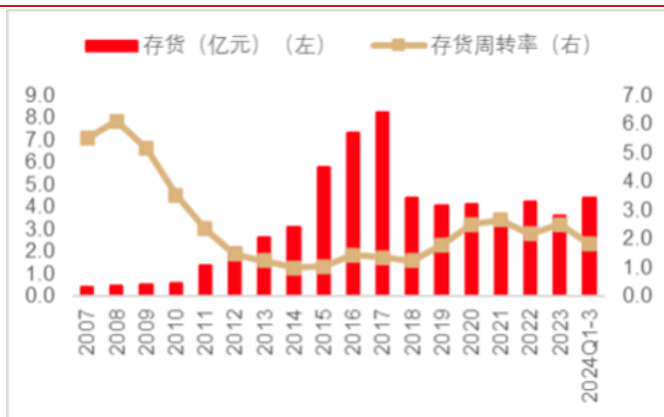
图表10：公司盈利能力（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

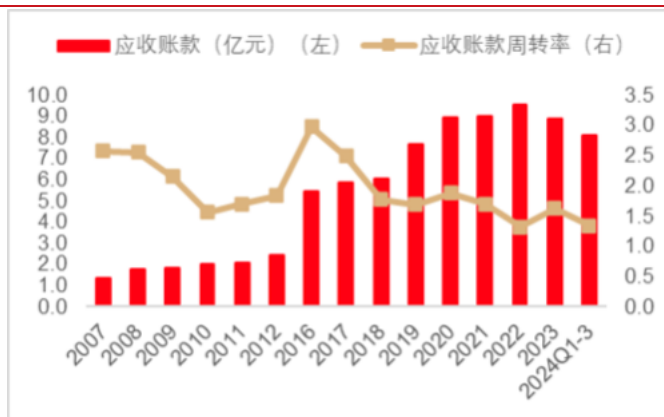
存货周转率与应收账款周转率整体有所增快。存货方面，2024Q3 公司存货规模为 4.4 亿，同比增长 18.8%；应收账款方面，2024Q3 公司应收账款 8.0 亿，同比下降 15.7%。

图表11：公司存货周转率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：公司应收账款周转率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

低资产负债率有助于公司长期稳健经营。截至 2024Q3，公司资产负债率为 30.4%，剔除预收账款/合同负债后的资产负债率为 29.2%，整体财务风险处于较低水平。

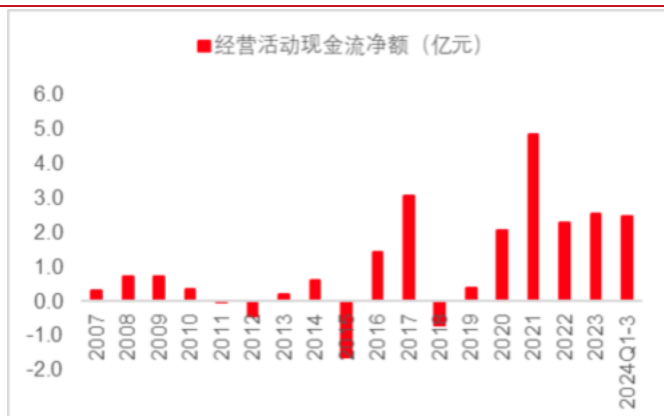
2024Q3，公司经营活动现金净流量为 2.5 亿，去年同期为 1.2 亿，公司回款情况改善。

图表13：公司负债率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表14：公司经营活动现金净流量



资料来源：iFind，中邮证券研究所

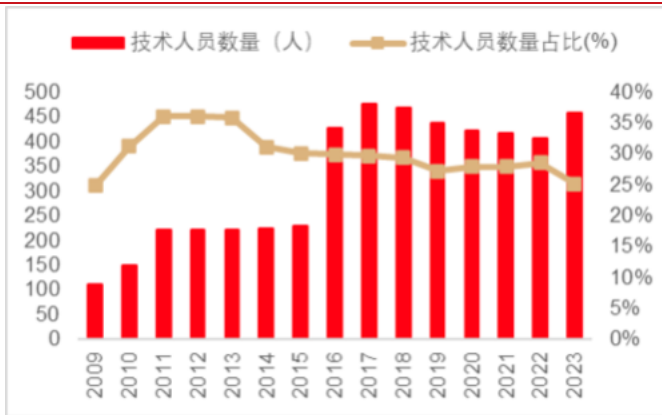
公司持续进行研发投入，以研发驱动创新。公司 2015-2023 年研发费用 CAGR17.7%，技术人员数量占员工比例超 25%。2024Q1-3，公司研发投入为 0.5 亿，研发投入占营收比为 4.7%，持续的研发投入和稳定的研发团队有助于公司保持核心技术优势。

图表15：公司研发投入情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：公司研发人员数量及占比



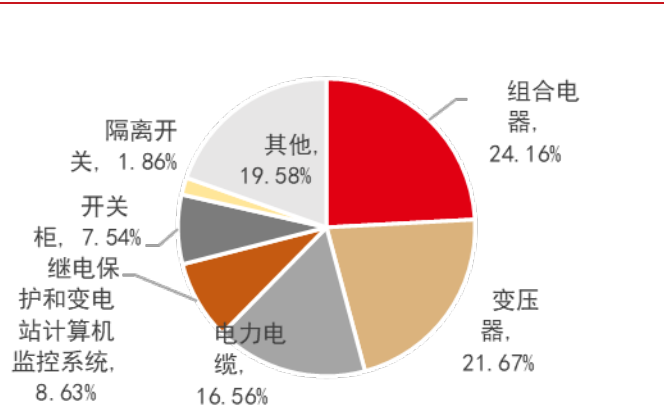
资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 产品持续扩容升级，订单持续增长

GIS 是电网的关键设备，公司 GIS 产品有效开拓。根据 data 电力，2023 年国网输变电设备招标 713.2 亿元，同比增长 30.2%，其中 GIS 占比 24.2%，累计中标 172.3 亿，同比增长 49.3%。2023 年公司在国网 GIS 中标 7.4 亿元，同比+37.1%。

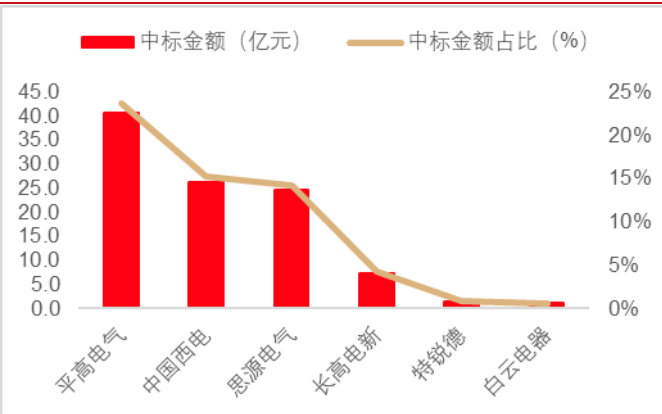
公司持续提升 GIS 产品能力，产品电压等级持续提升，2023 年在国网中标 550KV GIS。

图表17：2023 年国网输变电中标汇总



资料来源：data 电力，中邮证券研究所

图表18：2023 年上市企业在国网 GIS 中标情况



资料来源：data 电力，中邮证券研究所

募资产产+技改，进一步丰富公司的成熟产品品类和提升智能制造水平，如国网四套产品资质及其产线建设，具备组合电器全电压等级、环保型充气柜等产品的生产研发及装配能力。

自有资金新建 GIL 装配厂房，公司持续向新产品开拓。

配网产品的持续丰富，有助于开拓配网市场。2024 年 11 月 23 日，公司户内环保气体绝缘金属封闭开关设备、非晶合金闭口立体卷铁心油浸式变压器、一二次融合成套柱上断路器等 6 项新产品在国家级鉴定中，2 项产品达到国际领先，4 项产品达到国际先进水平。

图表19：公司拟扩产项目情况（万元）

项目名称	项目总投资	建设期（月）	地点	目标
长高电新金洲生产基地三期项目	36,933.12	24	宁乡金洲产业园内	国网四套产品资质及其产线建设，具备组合电器全电压等级、环保型充气柜等产品的生产研发及装配能力
长高电新望城生产基地提质改扩建项目	26,985.96	36	望城产业园	改扩建4栋（1#、2#、3#、4#）原有生产厂房，原有生产厂房占地面积41,856平方米（合约62.78亩），主要拆除原有4栋厂房（1#、2#、3#、4#），拆除原生产厂房后新建2栋总建筑面积46,792.5平方米的新生产厂房
长高绿色智慧配电产业园项目	21,218.78	24	衡阳市衡阳科学城对面	拟建设标准厂房2栋、研发楼1栋、倒班楼1栋及配套工程，并新建多条先进产线
新建GIL装配厂房项目	9,622.76	24	宁乡金洲产业园内	拟建设GIL装配厂房一栋并购置相关生产及检测设备，具备220-1000kV GIL产品的研产能力

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

订单持续增长。公司2023-2024年在国网的订单分别为9.8、15.2亿元。

图表20：公司2023-2024年在国网的中标情况（万元）

中标公告	招标项目	中标金额（万元）
2023/3/8	国网2023年第一批采购（输变电项目第一次变电设备（含电缆）招标+2023年第二批采购（输变电项目第一次变电设备单一来源采购）+国网2023年第十批采购（特高压项目第一次设备招标）	17361.29
2023/5/6	国网2023年第二十一批采购（输变电项目第二次变电设备（含电缆）招标+国网2023年第二十二批采购（输变电项目第二次变电设备单一来源采购）	21008.37
2023/7/31	国网2023年第四十八批采购（输变电项目第三次变电设备（含电缆）招标+国网2023年第四十九批采购（输变电项目第三次变电设备单一来源采购）+国网2023年新增第九批采购（输变电项目第一次35-110千伏设备协议库存招标采购）	25356.39
2023/9/26	国网2023年第六十三批采购（输变电项目第四次变电设备（含电缆）招标	17163.04
2023/11/11	国网2023年第八十三批采购（输变电项目第五次变电设备（含电缆）招标	17435.62
2024/1/3	国网2023年第一百零一批采购（输变电项目第六次变电设备（含电缆）招标+国网2023年第一百零二批采购（输变电项目第六次变电设备单一来源采购）	15748.72
2024/3/13	国网2024年第一批采购（输变电项目第一次变电设备（含电缆）招标+国网2024年第二批采购（输变电项目第一次变电设备单一来源采购）	26557.35
2024/5/9	国网2024年第十六批采购（输变电项目第二次变电设备（含电缆）招标+国网2024年第十七批采购（输变电项目第二次变电设备单一来源采购）+国网2024年第十八批采购（输变电项目第一次35-110千伏设备协议库存招标	22876.16
2024/7/10	国网2024年第四十一批采购（输变电项目第三次变电设备（含电缆）招标+国网2024年第四十二批采购（输变电项目第三次变电设备单一来源采购）	27975.24
2024/9/4	国网2024年第五十五批采购（输变电项目第四次变电设备（含电缆）招标	23308.02
2024/11/7	国网2024年第七十二批采购（输变电项目第五次变电设备（含电缆）招标+国网2024年第七十三批采购（输变电项目第五次变电设备单一来源采购）+国网2024年新增第二十四批采购（输变电项目新增第二次变电设备招标采购）	22699.7
2024/12/21	国网2024年第八十五批采购（输变电项目第六次变电设备（含电缆）+2024年第八十六批采购（输变电项目第六次变电设备单一来源采购）	13071.18

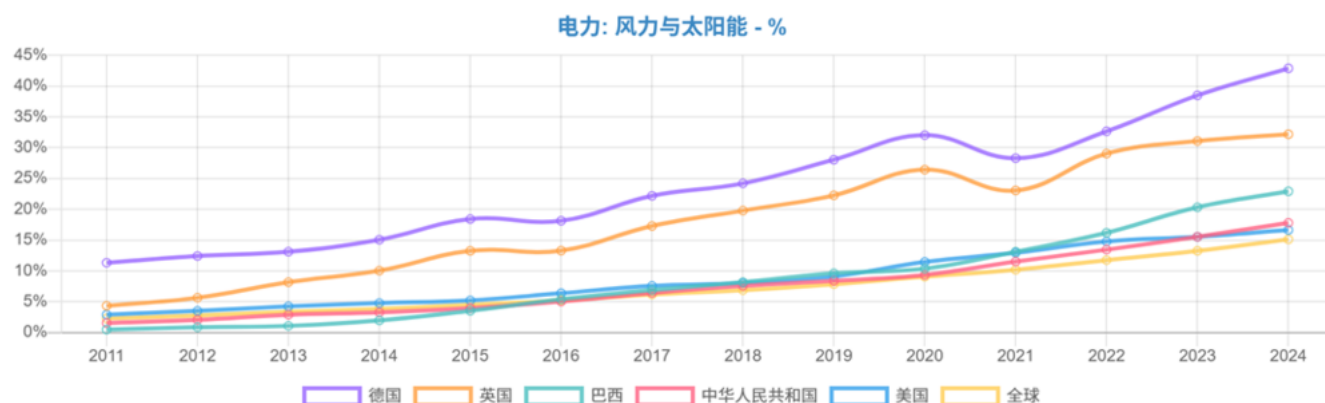
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 新能源发电+人工智能负荷双重冲击，电网成为能源转型的瓶颈

2.1 全球新能源发电渗透率进入 15%时代+人工智能动态负荷冲击

根据 lowcarbon, 2024 年，全球、中国、美国、德国、英国、巴西的风光发电量占各自发电量比例分别为 15.1%、17.8%、16.6%、42.9%、32.2%、22.9%。2020 年，中国新能源发电渗透率为 9.4%。

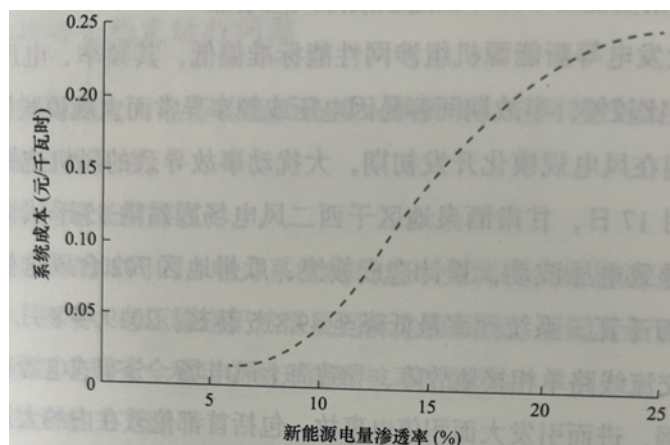
图表21：各国风光发电量渗透率



资料来源：lowcarbon，中邮证券研究所

根据 2025 年 1 月出版的《抽水蓄能高质量发展》，新能源发电渗透率超过 10%，系统成本快速提升，新能源发电渗透率分别为 15%、25%时，系统成本约为 10%的 2.4、4 倍。

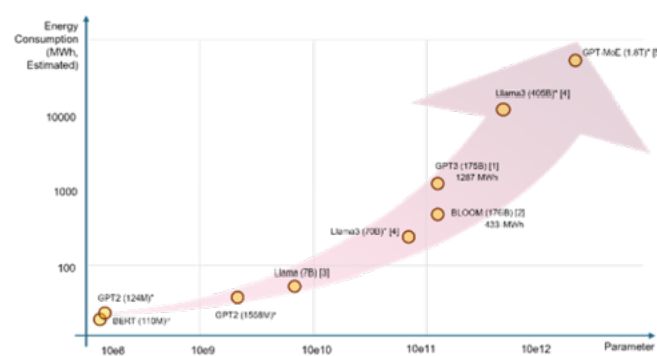
图表22：新能源系统成本随新能源渗透率变化曲线



资料来源：《抽水蓄能高质量发展》（抽水蓄能高质量发展编写组），中邮证券研究所

备注：系统成本为灵活性电源投资/改造成本、系统调节运行成本、大电网扩展及补强投资、接网及配网投资

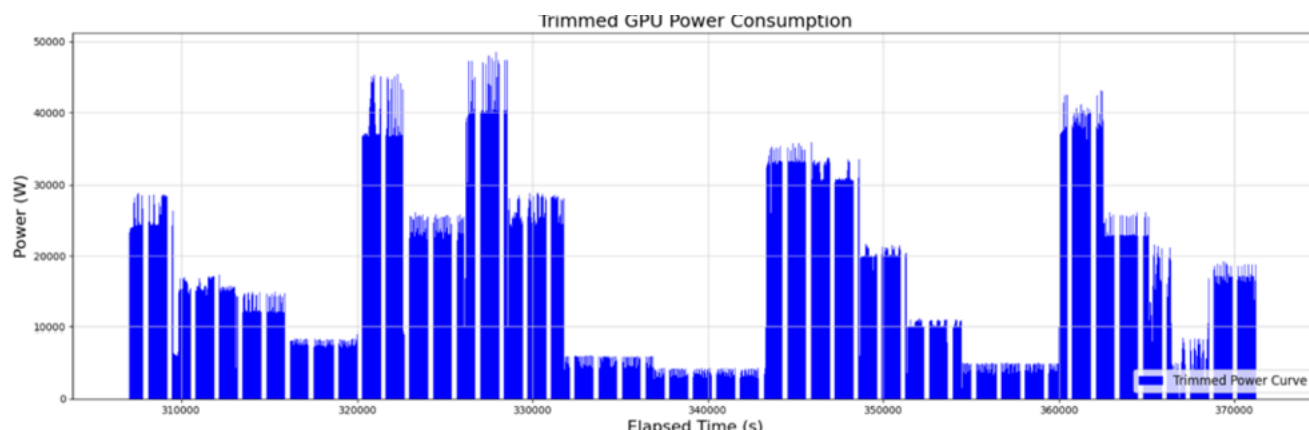
图表23：不同 LLM 模型训练能消与模型参数相关



资料来源：《The Unseen AI Disruptions for Power Grids: LLM-Induced Transients》(Yuzhuo Li 等)，中邮证券研究所

人工智能动态负荷对电网存在潜在冲击。人工智能的负荷特性是高度可变、突发性，而传统计算负荷是稳定的。根据《The Unseen AI Disruptions for Power Grids: LLM-Induced Transients》，LLMs 大语言模型，其低惯性、亚秒级的峰值、闲置功率波动、训练期间不可预测的中断及用户行为主导的推理功耗，给电网带来巨大挑战。

图表24: MIT Supercload 数据集中 BERT 的功耗 (峰值功耗约为 48.70kW, 平均功耗为 17.80kW, 标准差为 12.39kW)



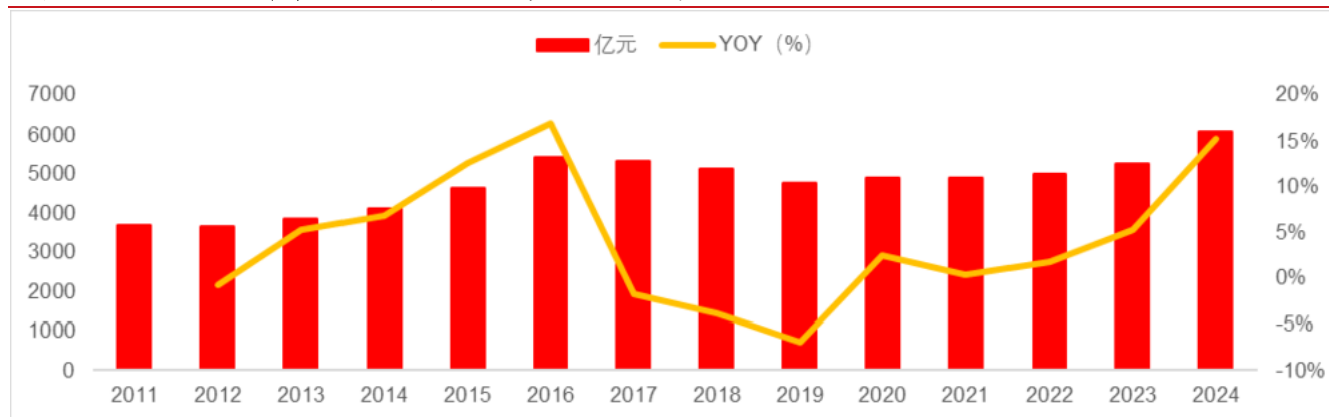
资料来源:《The Unseen AI Disruptions for Power Grids: LLM-Induced Transients》(Yuzhuo Li 等), 中邮证券研究所

备注: BERT 是一种基于 Transformer 的基础机器学习模型

2.2 国网和南网投资强度持续提升

电网成为能源转型的瓶颈, 电网开始进入成长周期。如上文, 2020 年中国新能源发电渗透率为 9.4% (接近 10% 的临界点), 同时, 2020 年开始电网投资强度开始提升, 2024 年电网基本建设投资完成额为 6083 亿元, 同比+15.3%。2025 年国网计划电网投资超 6500 亿, 南网计划固定资产投资 1750 亿元。

图表25: 2011-2024 年中国电网基本建设投资完成额及同比增速 (亿元、%)



资料来源: 中国电力年鉴、国家能源局, 中邮证券研究所

图表26：2012-2024 年国网和南网的电网建设投资额（亿元）

年份	国网电网投资（亿元）		南网投资（亿元）	
	计划	实际	电网投资	固定资产投资
2012 年	3097	3054	671	
2013 年		3035	638	
2014 年	3800+	3855	658	
2015 年	4000+	4518	674	
2016 年	4390	4964	775	
2017 年	4657	4854	817	1151
2018 年	4657	4889	874	
2019 年	5126	4473	1060	
2020 年	4080	4605	907	1216
2021 年	4730	4832	948	1357
2022 年	5012	5000+	895	
2023 年	5200+	5381	966	1400
2024 年	5000+	6000+		
2025E	6500+			1750

资料来源：国网 2014-2022 年社会责任报告、南网 2016-2023 年社会责任报告、人民日报、国资委、上海证券报、第一财经，中邮证券研究所

3 盈利预测与投资评级

3.1 核心假设

输变电设备业务：随着电网进入景气周期，公司的产品持续丰富，我们预计公司输变电设备业务有望量价齐升，预计 2024-2026 年输变电设备业务收入分别为 16.5、19.9、24.1 亿，同比增长 19.0%、21.0%、21.0%，预计毛利率分别为 37.5%、38.0%、38.3%。

电力能源设计、服务预总包业务：虽然行业竞争激烈，但公司积极进行管理优化，有望稳定业绩，我们预计 2024-2026 年公司电力能源设计、服务预总包业务收入分别为 0.9、0.9、1.0 亿，同比-2.5%、+0.5%、+1.0%，预计毛利率分别为 3%、10%、15%。

费用率假设：随着公司营收的增长，预计销售、管理费用率将有所降低，研发费用率预计维持稳定，预计 2024-2026 年公司销售、管理、研发费用率分别为 5.9%、5.6%、5.4%；7.2%、6.9%、6.8%；5.0%、5.0%、5.0%。

图表27：分业务假设（百万元）

年份	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
输变电设备							
收入	1310.69	1315.19	1113.19	1384.75	1647.86	1993.91	2412.63
YOY		0.34%	-15.36%	24.40%	19.00%	21.00%	21.00%
成本	855.04	849.62	747.11	869.79	1029.91	1236.22	1488.59
YOY		-0.63%	-12.07%	16.42%	18.41%	20.03%	20.41%
毛利	455.66	465.58	366.08	514.97	617.95	757.68	924.04
毛利率(%)	34.76%	35.40%	32.89%	37.19%	37.50%	38.00%	38.30%
电力能源设计与服务、总包							
收入	125.01	166.67	82.48	96.38	93.97	94.44	95.39
YOY		33.32%	-50.51%	16.86%	-2.50%	0.50%	1.00%
成本	101.70	135.09	75.54	95.68	91.15	85.00	81.08
YOY		32.84%	-44.08%	26.66%	-4.73%	-6.75%	-4.61%
毛利	23.32	31.58	6.94	0.70	2.82	9.44	14.31
毛利率(%)	18.65%	18.95%	8.41%	0.72%	3.00%	10.00%	15.00%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 主要财务数据预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 17.5/21.0/25.2 亿元，归母净利润分别为 2.6/3.4/4.3 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 28.9%，以当前总股本 6.2 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.42/0.55/0.70 元。

3.3 估值与评级

公司 2025 年 2 月 28 日股价对 2024-2026 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 18/13/11 倍。我们选择思源电气、平高电气、中国西电作为参考。参考可比公司估值，考虑到 GIS 和配网设备业务持续突破，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表28：估值与评级

公司代码	公司名称	收盘价/元	EPS（元/股）				净利润 CAGR	PEG	PE				市值 亿元
		2025/2/28	23A	24E	25E	26E			23A	24E	25E	26E	
002028.SZ	思源电气	73.00	2.02	2.68	3.32	4.05	23.04%	1.18	36	27	22	18	568
600312.SH	平高电气	15.61	0.60	0.88	1.13	1.33	22.75%	0.78	26	18	14	12	212
601179.SH	中国西电	6.75	0.17	0.24	0.34	0.43	33.66%	0.84	39	28	20	16	346
	平均值	31.79	0.93	1.27	1.60	1.94	26.48%	0.93	34	24	18	15	375
002452.SZ	长高电新	7.39	0.28	0.42	0.55	0.70	28.87%	0.61	26	18	13	11	46

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

4 风险因素

1、电网投资力度不及预期的风险：若电网投资力度无法匹配可再生能源的投资力度，则会影响公司的业绩。

2、公司的治理风险：公司聚焦主业，随着业务线的扩大，公司的治理难度提升，若公司不能有效提升治理能力，则会影响公司业绩。

3、原材料价格的波动风险：若原材料价格剧烈波动，则会影响公司业绩。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1493	1754	2101	2520	营业收入	22.1%	17.5%	19.8%	20.0%
营业成本	979	1135	1335	1583	营业利润	190.9%	45.7%	30.8%	27.9%
税金及附加	20	21	26	31	归属于母公司净利润	198.6%	51.2%	30.1%	27.6%
销售费用	88	103	118	136	获利能力				
管理费用	109	126	145	171	毛利率	34.4%	35.3%	36.5%	37.2%
研发费用	76	88	105	126	净利率	11.6%	14.9%	16.2%	17.2%
财务费用	0	4	4	4	ROE	7.7%	11.0%	12.9%	14.7%
资产减值损失	-44	-20	-21	-22	ROIC	7.7%	9.8%	11.6%	13.5%
营业利润	207	302	394	504	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	30.2%	33.5%	34.0%	34.2%
营业外支出	3	1	1	1	流动比率	3.33	2.68	2.51	2.46
利润总额	205	302	394	504	营运能力				
所得税	34	58	77	95	应收账款周转率	1.63	1.74	1.69	1.72
净利润	171	244	317	409	存货周转率	2.50	2.81	2.80	2.92
归母净利润	173	262	341	435	总资产周转率	0.46	0.52	0.56	0.60
每股收益(元)	0.28	0.42	0.55	0.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.28	0.42	0.55	0.70
货币资金	783	487	410	441	每股净资产	3.64	3.84	4.25	4.78
交易性金融资产	141	141	141	141	估值比率				
应收票据及应收账款	914	1175	1392	1632	PE	26.49	17.52	13.46	10.55
预付款项	22	26	30	36	PB	2.03	1.93	1.74	1.55
存货	362	445	509	577	现金流量表				
流动资产合计	2293	2429	2637	3006	净利润	171	244	317	409
固定资产	495	626	760	842	折旧和摊销	48	60	80	97
在建工程	2	61	97	118	营运资本变动	-5	-246	-177	-208
无形资产	109	109	109	109	其他	40	13	16	12
非流动资产合计	949	1128	1298	1401	经营活动现金流净额	253	71	236	309
资产总计	3241	3557	3935	4407	资本开支	-65	-249	-249	-199
短期借款	21	21	21	21	其他	-52	33	23	31
应付票据及应付账款	515	704	815	949	投资活动现金流净额	-117	-216	-226	-168
其他流动负债	152	182	215	250	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	689	907	1052	1221	债务融资	-23	0	0	0
其他	291	286	286	286	其他	-22	-150	-88	-111
非流动负债合计	291	286	286	286	筹资活动现金流净额	-44	-150	-88	-111
负债合计	980	1193	1337	1507	现金及现金等价物净增加额	92	-296	-77	31
股本	620	620	620	620					
资本公积金	629	629	629	629					
未分配利润	938	1096	1302	1565					
少数股东权益	2	-16	-39	-65					
其他	72	35	86	151					
所有者权益合计	2261	2365	2598	2900					
负债和所有者权益总计	3241	3557	3935	4407					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048