



# 中国西电 (601179.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 一次设备老牌巨头，主网景气再腾飞

### 公司基本面：

公司是我国输配电设备生产制造企业中产品电压等级最高、产品品种最多、工程成套能力最强的企业，深度参与了我国输变电工程发展史。23年起公司成为中电装集团旗下核心公司，迎来全新发展阶段，近年来提质增效成果显著，主要系公司聚焦核心业务、加强产业链协同、提升人均效益，24年Q1-Q3净利率已提升至6.5%。

### 投资逻辑：

► **网内市场：稳居国网集招份额第一，受益特&超高压投资增长。**

**1) 特高压招标：**23年后特高压行业开启第三轮建设高峰，持续时间横跨10年周期，储备项目丰富。预计25年及“十五五”年均开工4直2交线路、对应每年核心设备招标额281亿元。公司参与十余项特高压设备招标，几乎覆盖所有的一次设备，23/24年在特高压设备中标金额占比19%/20%，位居业内第一。预计25-30年特高压项目招标为公司带来年均61亿元的核心设备订单。

**2) 主干网招标：**24年输变电项目招标稳健增长，设备端累计招标规模达728.6亿元，同比+8%。23年后，主干网500kv以上电压等级的招标显著增长，主要系提升输电效率和稳定性、补强西北地区电网。公司技术沉淀积累雄厚，拥有行业话语权，23/24年在输变电设备中标金额占比7.7%/9.3%，同样位居业内第一。

► **网外和海外市场：电源&工业加速推进，国际业务贡献增长。**

**1) 网外市场：**国内网外行业需求主要源自两方面：下游持续扩容的风光储等电源侧市场，及平稳增长的工业企业市场。公司坚持“大客户营销”战略，主要子公司西开电气、西电西变深挖电源、工业领域潜在客户，强化同“五大六小”等央企战略合作。

**2) 海外市场：**Rystad Energy 预计25年全球电网投资将超过4500亿美元，同比20年近翻倍；电力变压器、高压开关设备交货周期从1.5年上涨至约2.5年，供不应求。在此背景下，24年我国变压器、高压开关出口67.0/41.1亿元，同比+27%/+24%，高增长延续。公司国际业务主要涉及西电国际、西电埃及、西电印尼等，产能、渠道布局领先，并减少了低盈利工程总包项目。24年公司国际业务范围持续扩大，单机设备类出口占比首次提升至50%以上。

### 盈利预测、估值和评级

预计24-26年实现营收242/284/327亿元，同增15%/17%/15%，毛利率20.3%/21.0%/21.6%，归母净利润12.0/16.1/20.3亿元，同增36%/34%/26%。25年给予公司25倍PE，目标市值403亿元，目标价7.9元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

电网投资&特高压建设海外拓展不及预期、行业竞争加剧。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

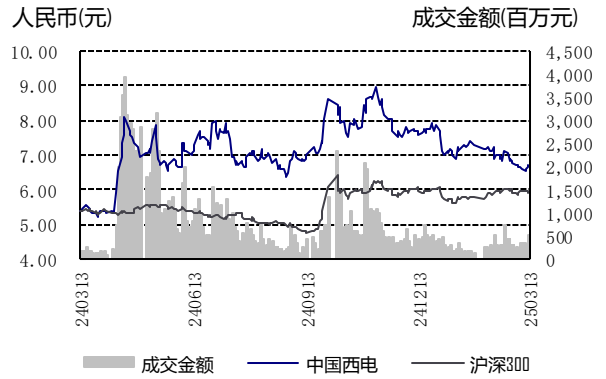
yaoy@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.69元

目标价 (人民币)：7.90元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,213	21,051	24,246	28,361	32,721
营业收入增长率	26.64%	15.58%	15.18%	16.97%	15.37%
归母净利润(百万元)	612	885	1,202	1,611	2,026
归母净利润增长率	12.55%	44.55%	35.80%	34.04%	25.76%
摊薄每股收益(元)	0.119	0.173	0.235	0.314	0.395
每股经营性现金流净额	0.10	0.24	0.06	0.42	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.91%	4.09%	5.37%	6.90%	8.25%
P/E	38.59	28.55	28.53	21.28	16.92
P/B	1.12	1.17	1.53	1.47	1.40

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、输变电一次设备龙头，盈利能力持续改善.....	5
1.1 一次设备品类覆盖齐全，变压器&开关贡献主要营收.....	5
1.2 中电装备集团核心上市公司，提质增效持续释放盈利潜力.....	9
二、网内市场：公司稳居国网集招份额第一，受益特高压&超高压投资增长.....	12
2.1 特高压：预计 25-26 年加速核准开工，公司特高压订单有望快速增长.....	12
2.1.1 行业端：预计 25 年及“十五五”年开工 4 直 2 交、核心设备年均招标额 281 亿元.....	12
2.1.2 公司端：交直流产品矩阵完善，稳居行业份额第一，持续受益于特高压建设高峰期.....	15
2.2 主干网：输变电项目招标稳健增长，500kv 以上招标放量，公司份额维持行业第一.....	17
2.2.1 行业维度：24 年输变电招标稳健增长，预计 25 年投资维持高基数.....	17
2.2.2 公司维度：技术沉淀积累雄厚，市占率同样在国网主干网维持行业第一.....	19
三、网外、海外市场：电源&工业侧加速推进，国际业务贡献新增长级.....	20
3.1 网外市场：电源&工业侧下游潜力巨大，公司坚持“大客户营销”战略、成效显著.....	20
3.1.1 风光储源侧下游持续扩容，数据中心等用电侧增速明显.....	20
3.1.2 公司坚持“大客户营销”战略，网外市场开拓成效显著.....	22
3.2 全球变压器和高压开关高景气延续，公司渠道布局领先、业务模式优化.....	24
3.2.1 全球电网投资快速增长，变压器、高压开关供不应求.....	24
3.2.2 公司海外市场产能、渠道布局领先，业务模式优化有望驱动盈利能力提升.....	26
四、盈利预测与投资建议.....	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 投资建议及估值.....	29
五、风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1： 公司拥有 23 控股子公司和 1 家参股子公司，一次设备品类和电压等级覆盖齐全.....	5
图表 2： 23 年公司电网客户中标情况——公司下游需求主要来自于国网总部集招，少量为南网和国网省网。..	6
图表 3： 2023 年公司海外收入占比达到 11%，1H24 提升至 13%.....	6
图表 4： 24 年 Q1-Q3 公司实现营收 152.5 亿元，同比+6%.....	6
图表 5： 24 年 Q1-Q3 公司实现业绩 7.9 亿元，同比+45%.....	6
图表 6： 电力变压器和高压开关是变电站内两大核心设备，广泛用于发电&电网&用电侧.....	7
图表 7： 公司分业务营收情况——近年来增量贡献主要来自变压器和开关（亿元）.....	7
图表 8： 毛利率方面 23 年以来更高毛利高电压产品占比提升，综合毛利率持续修复（%）.....	8
图表 9： 公司开关业务毛利率整体高于平高电气.....	8



图表 10: 公司变压器毛利率低于特变电工.....	8
图表 11: 2023 年起, 公司成为中国电气装备集团旗下核心上市公司之一.....	9
图表 12: 国务院国资委引导中央企业高质量发展转型, 保持“一利五率”目标不变.....	9
图表 13: 2022/2023 年公司员工总数同比下降 20%/8%.....	10
图表 14: 2021 年以来公司人均创收/创利呈上升趋势.....	10
图表 15: 2022 年后公司销售/管理费用率显著下降.....	10
图表 16: 公司盈利能力显著提升, 24 年前三季度销售净利率提升至 6.5%.....	10
图表 17: 公司净资产收益率仍有进一步提升的空间.....	11
图表 18: 公司人均创利相对较低 (万元/人) .....	11
图表 19: 公司资产负债率维持 40%-45%之间, 基本保持稳定.....	11
图表 20: 我国特高压建设已经历五个阶段, 当前处于第三轮建设高峰——水风光配套外送需求强烈.....	12
图表 21: 十四五期间“三交九直”建设进展: 3 条线路待核准 (预计 25 年开工), 2 条线路建成投运, 8 条在建.....	13
图表 22: 国家电网发布“五交九直”特高压储备项目.....	13
图表 23: 核心设备占特高压直流工程投资额的 24.6%.....	14
图表 24: 核心设备占特高压交流工程投资额的 22.1%.....	14
图表 25: 哈密-重庆特高压直流设备招标价值量分布: 换流变+换流阀+组合电器合计占比 69.8%.....	14
图表 26: 川渝特高压交流设备招标价值量分布: 1000kV 组合电器+1000kV 变压器+1000kV 电抗器合计占比 84.7%.....	14
图表 27: 23 年公司特高压设备中标金额占比高达 19%, 份额第一.....	15
图表 28: 24 年公司特高压设备中标金额占比高达 20%, 维持行业第一.....	15
图表 29: 公司特高压核心设备均具备较高的市占率.....	15
图表 30: 单条特高压交流/直流/柔直分别为公司贡献核心设备订单 4.4/9.9/16.3 亿元.....	16
图表 31: 2025 年国网输变电设备第一批招 152 亿元, 同比+23% (单位: 亿元).....	17
图表 32: 24 年电网侧投资正加速追赶电源侧投资.....	17
图表 33: 2023-2024 年国网输变电设备招标量: 变压器/组合电器/断路器/隔离开关 500kv、750kv 电压等级的招标显著增长.....	18
图表 34: 2024 年公司科技创新成果丰硕, 设备技术性能持续保持国际先进.....	19
图表 35: 2024 年公司国网输变电项目中标份额达 9.3%, 维持行业第一.....	19
图表 36: 2025 年公司国网输变电项目 1 批中标 14 亿元, 维持行业领先地位.....	19
图表 37: 前三季度国内新增风机招标 119GW, 同比+93%.....	20
图表 38: 预计 2025 年国内陆风装机 100GW, 同比+23%.....	20
图表 39: 乐观情形下, 预计 2025 年国内海风装机 15GW, 同比+167%.....	20
图表 40: 截至 24Q4, 全国已建成投运新型储能 73.8GW/168GWh, 较 2023 年底增长约 135%.....	21
图表 41: 预计未来国内光伏新增装机因体量较大, 装机增速将逐渐平稳.....	21



图表 42: 预计 24-28 年国内 IDC 市场规模 CAGR 达 31%.....	22
图表 43: 国内固定资产投资完成额累计同比保持稳定.....	22
图表 44: 网外主要提供新能源发电及并网、海上风电接入、微电网&综合能源解决方案.....	22
图表 45: 发电侧: 整站设备集成解决方案示意图.....	23
图表 46: 用电侧: 综合能源整体解决方案示意图.....	23
图表 47: 2024 年公司网外订单梳理: 网外市场加速拓展 (不完全统计).....	23
图表 48: 预计 2025 年全球电网投资将超过 4500 亿美元, 其中超高压占比将超过 1/4.....	24
图表 49: 预计 2025-2050 年中国、印度、非洲、中东电网线路增长幅度将更加明显.....	24
图表 50: 2023 年以来, 全球电力变压器、高压开关设备交货周期持续呈现明显上涨的趋势.....	25
图表 51: 当前电网设备厂商谨慎投资扩张, 预计电网设备供给持续紧张.....	25
图表 52: 2024 年亚洲、北美洲、非洲变压器出口增长较快 (单位: 亿元).....	26
图表 53: 2024 年亚洲、欧洲、南美洲、大洋洲高压开关出口增长较快 (单位: 亿元).....	26
图表 54: 公司海外营收规模领先同行 (亿元).....	27
图表 55: 公司海外业务毛利率有进一步提升的空间 (%).....	27
图表 56: 2023-2025 年公司海外订单梳理: 国际市场持续开拓 (不完全统计).....	27
图表 57: 公司业务预测总览 (亿元).....	29
图表 58: 可比公司估值表 (市盈率法) (亿元).....	29





## 一、输变电一次设备龙头，盈利能力持续改善

### 1.1 一次设备品类覆盖齐全，变压器&开关贡献主要营收

公司是国内输配电一次设备成套生产制造能力最强的企业。

➤ 深耕输变电领域数十年：

公司最早可追溯至 1953 年成立的一机部西北办事处，布局建设“一五”计划 156 项中的 4 个电力项目。2008 年公司正式成立，2010 年上交所上市，目前是我国输配电设备生产制造企业中产品电压等级最高、产品品种最多、工程成套能力最强的企业。

➤ 深度参与我国输变电工程发展史：

超高压领域，1967 年公司研制成功 330kV 敞开式组合电器，为我国第一条 330kV 刘天关输变电工程提供成套装备；1979 年为我国首个完全国产化的 500kV 超高压交流输电工程（锦州-辽阳段）提供成套装备；2005 年为我国第一条 750kV 超高压输电线路（官亭-兰州东）提供成套装备。

特高压领域，2000 年公司为我国第一条±500kV 特高压直流工程（三峡-常州）提供成套装备，此后先后为国内首个特高压交流示范项目“晋东南-南阳-荆门示范工程”、第一条±800kV 云南-广东特高压直流输电工程提供成套装备。

➤ 一次设备产业链布局十分完善：

公司拥有 23 控股子公司和 1 家参股子公司，核心业务为高压、超高压及特高压交流输配电设备制造、研发和检测，主要产品包括 110kV 及以上电压等级的高压开关（组合电器、断路器、隔离开关、接地开关）、变压器（电力变压器、换流变压器）、电抗器、电力电容器、互感器、绝缘子、套管、氧化锌避雷器、直流输电换流阀等。

图表1：公司拥有 23 控股子公司和 1 家参股子公司，一次设备品类和电压等级覆盖齐全

业务板块	主要产品	对应子公司	控股方式	持股比例
变压器 (43%)	交流变压器（电力变压器、配电变压器、轨道交通牵引变压器、工业冶金用特种变压器等）； 直流变压器（换流变压器）； 电抗器（交流并联电抗器、直流平波电抗器）	西安西电变压器	全资	100%
		成都西电中特电气	全资	100%
		西安西电高压套管	全资	100%
		常州西电变压器	控股	90%
		西电济南变压器	控股	54%
		辽宁西电兴启电工材料	控股	51%
开关 (39%)	高压开关（40.5-1100kV组合电器、断路器、隔离开关、管道母线、发电机保护断路器、直流场开关以及复合式、组合式开关装备）； 中低压开关（开关柜、环网柜等）	西安西电高压开关	全资	100%
		广州西电高压电气制造	全资	100%
		西安西电开关电气	全资	100%
		西安西电高压开关操动机构	全资	100%
		江苏南瑞恒驰电气装备	控股	63%
		上海西电高压开关	控股	51%
电容器、避雷器 (4%)	并联电容器及其成套装置、互感器 35-1000kV避雷器	西安西电电力电容器	全资	100%
		西安西电避雷器	控股	70%
电子电力、工程贸易 (10%)	换流阀及电力电子产品（控制保护设备、静止无功补偿装置等）	西安西电电力电子	全资	100%
		西安西电电力系统	全资	100%
	对外贸易、工程承包 变压器、组合电器等设备制造	西安西电国际工程	全资	100%
		西电EGEMAC高压电气	控股	51%
		西电印尼SAKTI	控股	51%
研发及检测及二次设备 (3%)	工程和技术研究和试验发展	西安西电电气研究院	全资	100%
	二次设备和系统研发、制造	西电通用电气自动化	控股	59%
	电气领域检验检测服务	西安高压电器研究院股份有限公司（上市公司西高院）	参股	44%
其他业务 (1%)	供应链保理、融资租赁	西安西电商业保理	全资	100%
	房地产开发经营	西安西电电气智慧园管理	全资	100%

来源：ifind，公司公告，公司官网，国金证券研究所（注：业务板块百分比为 2024 上半年年收入占比）



公司下游需求主要来自于国网集招，其次来自于南网、网外电源&工业侧、海外客户。

1) 电网客户（国网、南网）——公司稳居国网总部集采份额第一。

公司主要参与国网总部输变电&特高压设备招标，23年公司国家电网、南方电网累计中标139亿元，其中国网总部中标132亿元，占比高达95%。24年公司总部集采份额保持行业第一（输变电/特高压设备份额分别为9.3%/20.4%），国网配网和南网市场份额持续突破。

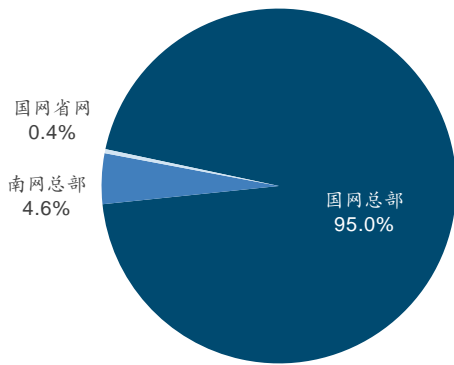
2) 网外客户——电源市场和工业加速推进。

公司主要为包括“五大六小”在内的发电企业提供新能源并网设备以及为用电侧数据中心、工业企业、轨交、基础建设等提供配电设备，24年重点能源企业中标量稳步提升。

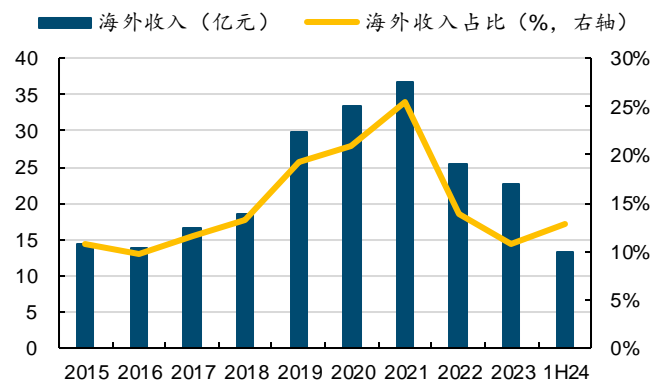
3) 海外客户——国际市场屡创佳绩。

亚非拉市场和欧美市场对于变压器、高压开关等设备需求旺盛，公司为全球80多个国家和地区提供优质的产品和工程承包服务。23年公司海外收入占比达到11%，24年上半年提升至13%，24年公司国际业务范围持续扩大，设备类出口占比首次提升至50%以上。

图表2: 23年公司电网客户中标情况——公司下游需求主要来自于国网总部集招，少量为南网和国网省网。



图表3: 2023年公司海外收入占比达到11%，1H24提升至13%



来源：国家电网，南方电网，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

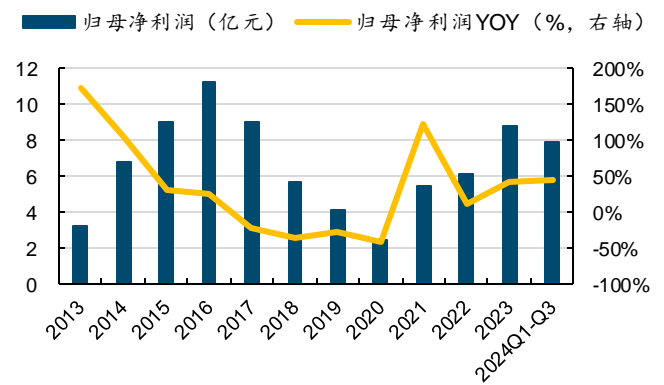
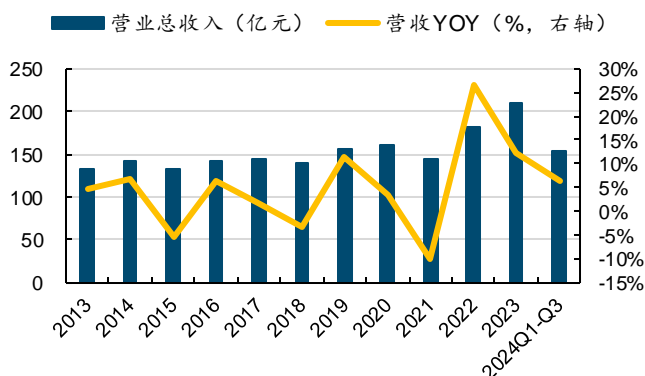
22年以来收入&业绩进入一段持续的上行通道，特高压和主干网加速建设为核心驱动。

过去10年间，公司营收和归母净利润的年化复合增速分别为5%和11%：收入规模从2013年的132.0亿元增长至2023年的210.5亿元；归母净利润从2013年的3.2亿元增长至2023年的8.9亿元。2021年之前公司营业总收入整体维持稳定，归母净利润波动较大主要受主干网以及特高压建设周期影响。

2022年以来，输变电、特高压项目一次设备需求的恢复，公司收入&业绩迅速进入上行通道。2024年前三季度公司实现营业总收入152.5亿元，同比增长6.2%，实现归母净利润7.9亿元，同比增长45.3%。

图表4: 24年Q1-Q3公司实现营收152.5亿元，同比+6%

图表5: 24年Q1-Q3公司实现业绩7.9亿元，同比+45%



来源：ifind，国金证券研究所

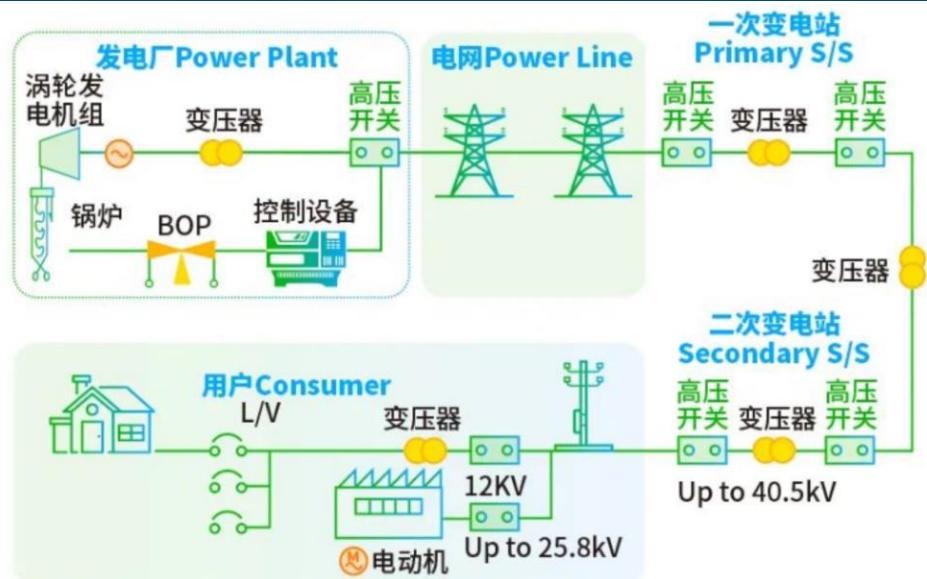
来源：ifind，国金证券研究所



分业务来看，公司收入增量贡献主要来自变压器和开关两大类业务。

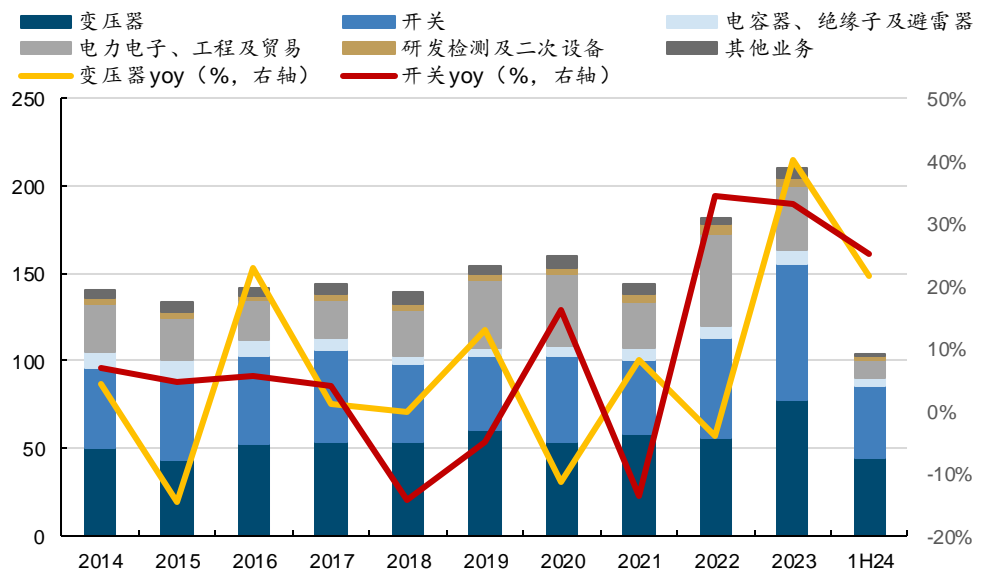
- 公司两大主要业务：电力变压器、高压开关类产品是变电站内核心设备，是电网输电、特高压招标及网外配套的重要组成，收入快速增长主要受益于行业端全球范围内电网投资提速，以及公司国网输电、特高压中标份额提升。  
公司变压器、开关业务 2014-2023 年收入占比分别均在 30-40%之间，2024 年上半年，两大业务收入维持高速增长，分别同比增长 22%/25%，占比分别提升至 43%/39%。
- 公司电力电子、工程及贸易板块：主要包含换流阀以及海外贸易、工程总包业务，23 年板块收入占比下降至 17%，24 年上半年进一步下降至 10%，主要由于公司主动收缩海外低毛利的工程总包业务，未来随着公司加强单机设备出口、柔性直流特高压占比提升，板块有望贡献更大收入。
- 电容器、绝缘子及避雷器业务收入占比 3-5%，研发检测及二次设备收入占比 2-3%，近年来收入占比基本维持稳定。

图表6：电力变压器和高压开关是变电站内两大核心设备，广泛用于发电&电网&用电侧



来源：中国电气装备公众号，国金证券研究所

图表7：公司分业务营收情况——近年来增量贡献主要来自变压器和开关（亿元）



来源：ifind，国金证券研究所



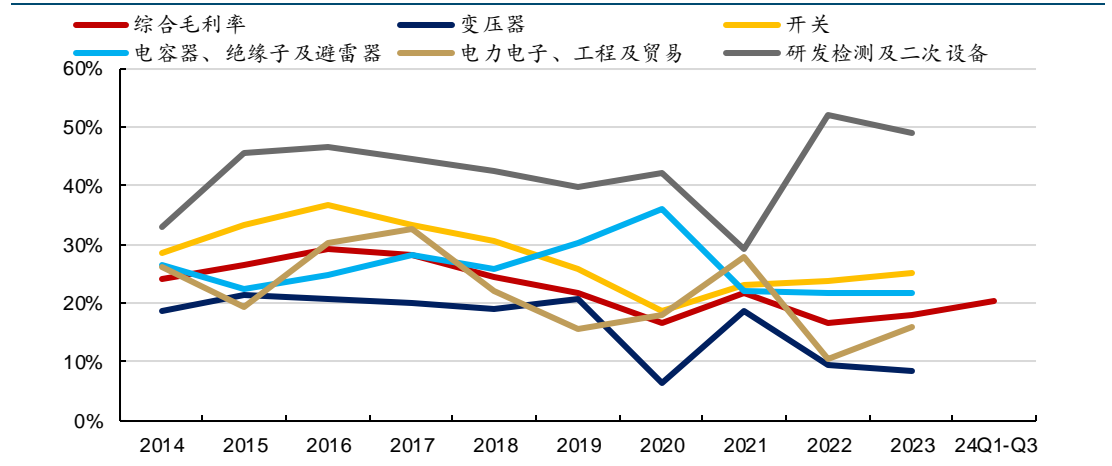
**2023 年以来更高毛利高电压产品占比提升，毛利率持续修复，未来仍有上升空间。**

历史上公司各板块毛利率均有所波动，整体来看 23 年以来公司毛利率持续修复，24 年前三季度毛利率达 20.5%，同比提升 3.7pct，预计主要由于特高压等高毛利产品陆续交付。

- 1) 变压器板块：20 年之前变压器板块毛利率基本维持在 19-21%之间，20 年受公共卫生事件影响重点项目推迟交货，部分进口材料和产品运输、安装成本增加导致毛利率大幅下降，21 年毛利率基本修复，2022-2023 年受原材料价格上涨等因素影响毛利率持续承压。
- 2) 开关板块：2017-2020 年由于特高压等高毛利产品占比下降、低毛利 EPC 项目收入增加导致毛利率持续下滑。21 年以来公司通过内部挖潜增效毛利率持续提升。
- 3) 电容器、绝缘子及避雷器板块：最近三年毛利率维持 22%，相对稳定；
- 4) 电力电子、工程及贸易板块：此前受产品结构、海外项目汇率波动等因素影响；
- 5) 研发检测及二次设备板块：毛利率相对较高，除 21 年高压检测业务减少导致毛利率下降，研发检测及二次设备毛利率基本维持 40%以上。

我们认为，当前正处于特高压建设高峰期，主网投资维持高基数，预计“十五五”期间特高压、主网仍将加大投资强度。随着高电压等级产品陆续交付，公司高盈利产品占比提升有望带动整体盈利能力进一步上升。

**图表8：毛利率方面 23 年以来更高毛利高电压产品占比提升，综合毛利率持续修复 (%)**

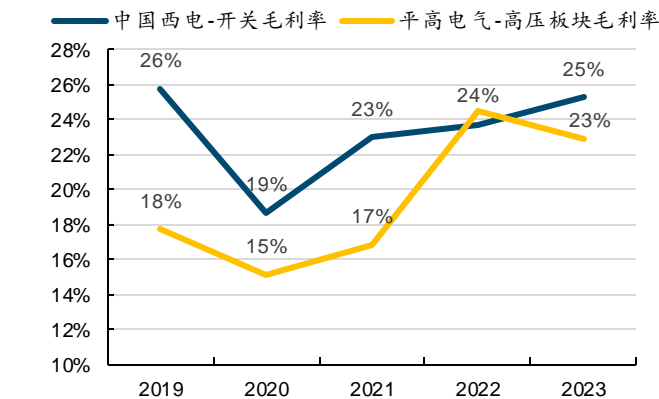


来源：ifind，国金证券研究所

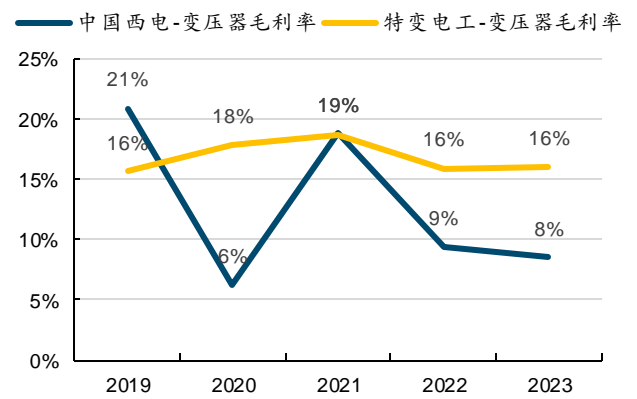
公司开关业务毛利率较高，变压器仍有提升空间。与高压开关龙头平高电气相比，公司开关业务毛利率更高，波动与平高电气基本一致；公司变压器板块毛利率相比一次设备头部公司特变电工变压器毛利率波动较大，毛利率相对较低，随着特高压&超高压产品占比提升，公司变压器板块毛利率有望提升。

**图表9：公司开关业务毛利率整体高于平高电气**

**图表10：公司变压器毛利率低于特变电工**



来源：ifind，国金证券研究所



来源：ifind，国金证券研究所





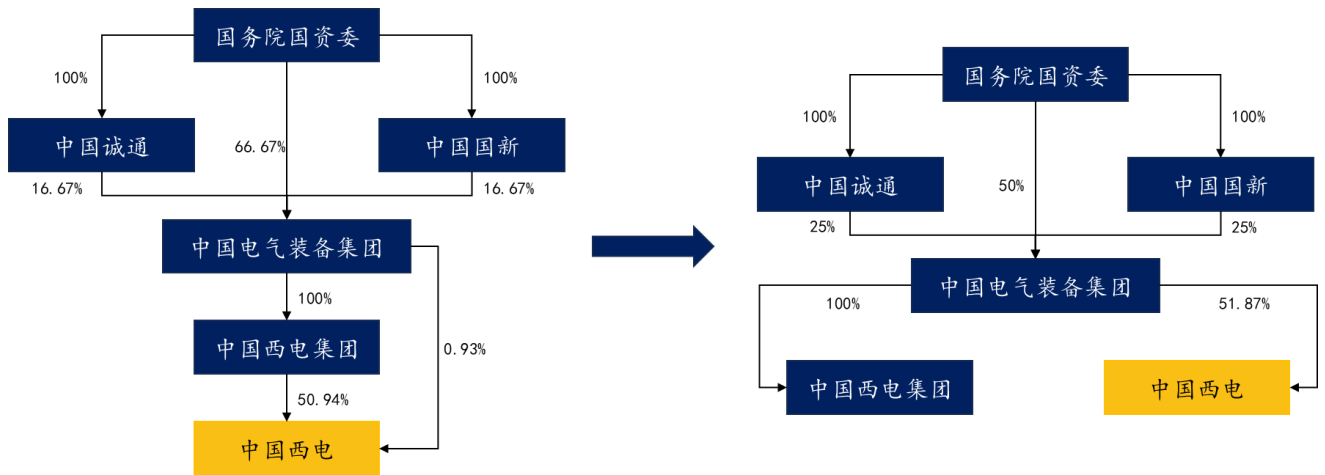
## 1.2 中电装备集团核心上市公司，提质增效持续释放盈利潜力

2023年起公司成为中国电气装备集团旗下核心上市公司之一，迎来全新发展阶段。

为进一步提高中央企业资源配置效率，提高企业创新能力，2021年国务院印发《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》，明确了推进中央企业结构调整和重组。同年公司控股股东中国西电集团与国家电网公司所属许继集团、平高集团、山东电工电气集团等重组成立中国电气装备集团。

2023年1月，公司原控股股东中国西电集团将公司50.94%的无偿股权划转至中国电气装备集团，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会，公司发展进入新的阶段。截至目前，中国电气装备集团持有公司51.87%的股权。

图表11：2023年起，公司成为中国电气装备集团旗下核心上市公司之一



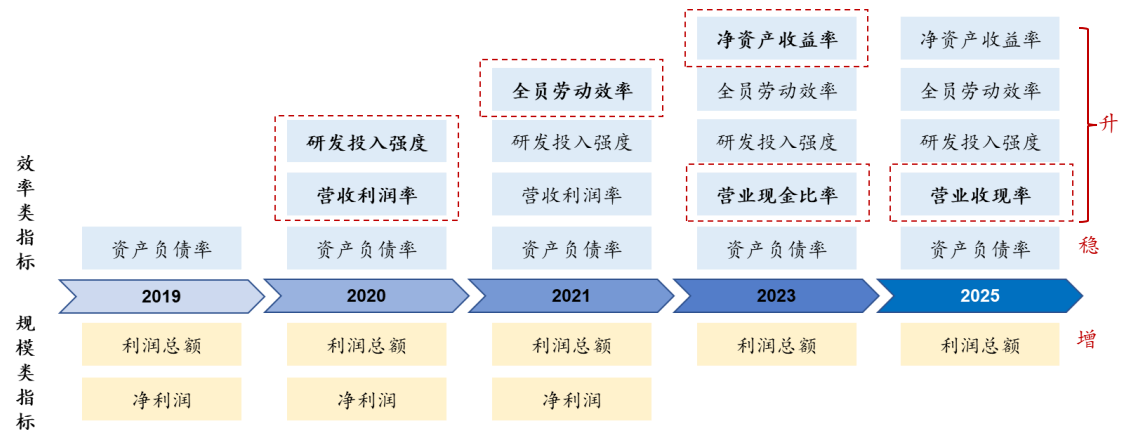
来源：公司公告，国金证券研究所（\*注：右图为公司最新股权结构）

## 国资考核注重资本回报质量，引导中央企业高质量发展转型。

为适应我国经济高质量发展在不同阶段的要求，2019年以来国务院国资委四次调整中央企业经营指标体系，2023年最新指标体系进一步优化为“一利五率”，主要变化包括：①用净资产收益率替换净利润；②用营业现金比率替换营收利润率。

2025年国务院国资委对国资央企保持“一利五率”目标管理体系不变，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，要求是“一增一稳四提升”，即利润总额稳定增长，资产负债率保持总体稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升，持续引导中央企业提升经营质量、实现高质量发展转型。

图表12：国务院国资委引导中央企业高质量发展转型，保持“一利五率”目标不变



来源：国务院国资委，国金证券研究所



近年来，公司提质增效成果显著，主要系：**聚焦核心业务+加强产业链协同+提升人均效益。**

2022 年公司销售/管理费用率显著下降，2024 年前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 3.5%/6.3%/3.9%，费用管控良好带动净利率提升至 6.5%，我们认为公司提质增效成果显著主要源于：

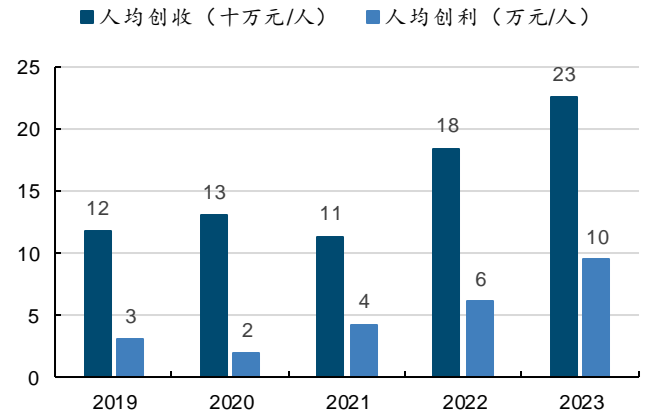
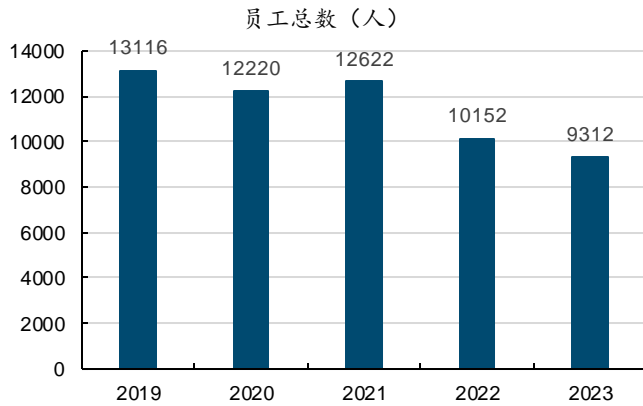
①公司聚焦核心业务、提高数字化水平：一方面，公司通过转让西电新能源、西电综能股权缩小盈利能力较弱的 EPC 业务，并入恒驰电气巩固开关业务优势，进一步优化公司业务布局，提升公司总体运营效益；另一方面，公司围绕能效提升深化改革，打造数字化智能产线。

②中电装备集团赋能科技研发与供应链协同：中国电气装备集团供应链科技有限公司 2022 年 3 月成立，成立以来积极牵线内部单位与供应商就重点物资展开深入的技术交流和可行性研究、规模化采购、精细化管理优化供应链生态。2023 年供应链科技公司累计实施 23 类物资的集中采购，重点物资的交货周期从原来的 90 天大幅缩减至 45 天以内。

③提升人均效益：2022/2023 年公司人员同比下降 20%/8%，冗余人员数量减少带动公司 2023 年人均创收/创利进一步提升至 230 万元、10 万元/人，生产效率大幅提高。2024 年公司深入推广任期制和契约化管理，分层分类推进全员业绩考核，多举措并举提质增效有望再上一层楼。

图表13：2022/2023 年公司员工总数同比下降 20%/8%

图表14：2021 年以来公司人均创收/创利呈上升趋势

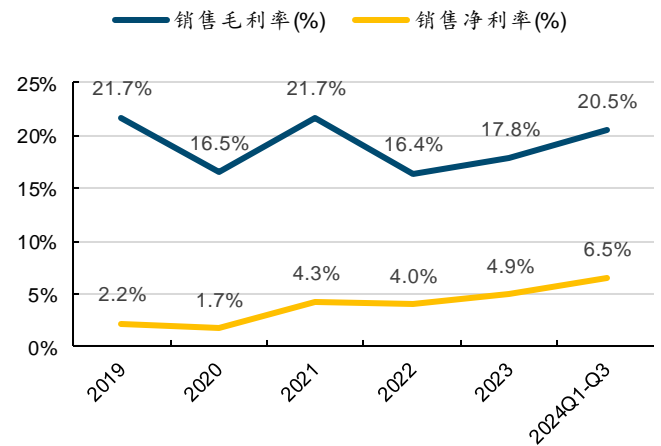
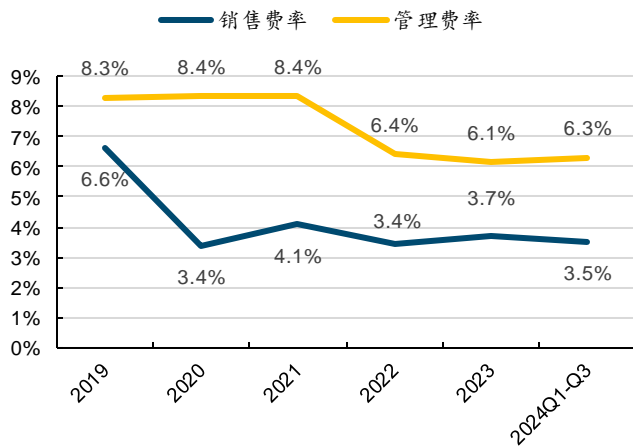


来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

图表15：2022 年后公司销售/管理费用率显著下降

图表16：公司盈利能力显著提升，24 年前三季度销售净利率提升至 6.5%



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所



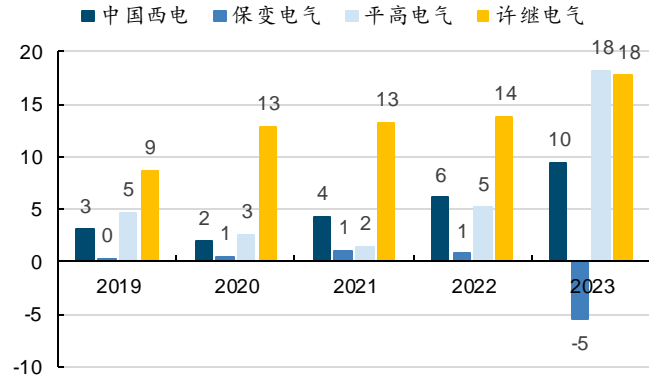
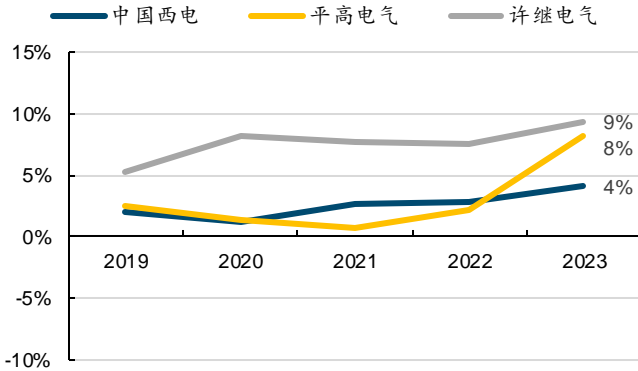
**行业横向比较，公司经营潜力仍有进一步释放的空间。**

2023 年公司净资产收益率提升至 4%，与平高电气、许继电气仍有一定差距；人均创利方面，2022/2023 年公司人均创利分别提升至 6/10 万元，同样有进一步提升的空间；资产负债率方面，公司基本保持 40%-45% 之间，整体维持健康水平。

2021 年公司投资 100 亿元的西电智慧产业园开工建设，目前产业园建设（二期）项目稳步推进。考虑到公司深化改革不断推进、中电装备集团持续赋能，预计公司盈利能力仍有提升动能，经营潜力有望进一步释放。

**图表17：公司净资产收益率仍有进一步提升的空间**

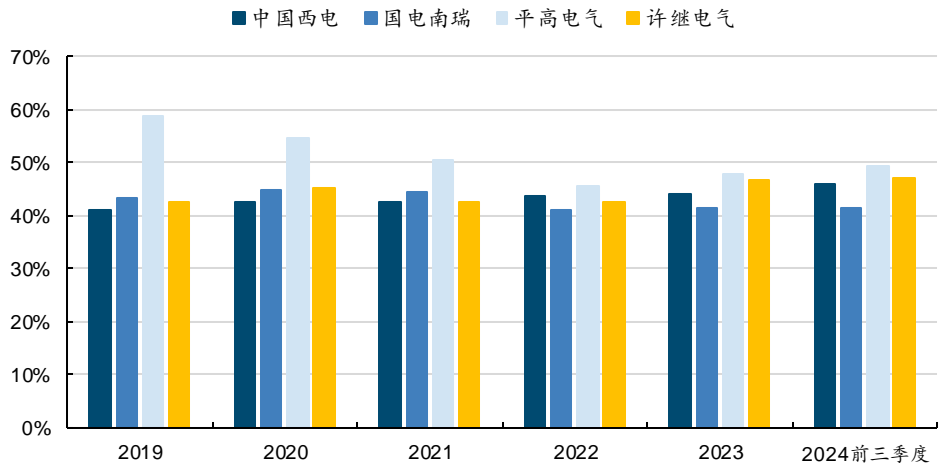
**图表18：公司人均创利相对较低（万元/人）**



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

**图表19：公司资产负债率维持 40%-45% 之间，基本保持稳定**



来源：ifind，国金证券研究所



## 二、网内市场：公司稳居国网集招份额第一，受益特高压&超高压投资增长

公司下游需求主要来自于国网集招，少量来自于国网省招和南网。其中，国网集招主要包括：①特高压项目和②输变电项目（主干网）。因此公司营收、业绩受特高压、主干网投资规模、建设进度影响较大，我们在本章中主要讨论这两大环节。

### 2.1 特高压：预计 25-26 年加速核准开工，公司特高压订单有望快速增长

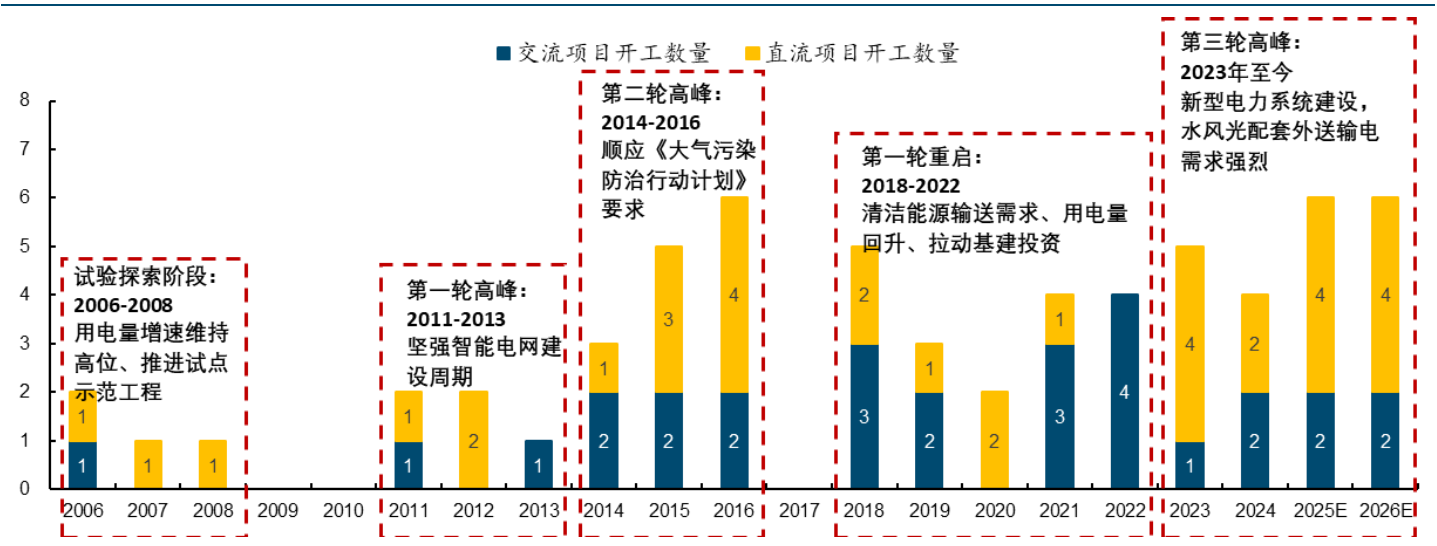
#### 2.1.1 行业端：预计 25 年及“十五五”年开工 4 直 2 交、核心设备年均招标额 281 亿元

23 年开启的特高压第三轮高峰主要围绕大基地外送，横跨 10 年周期，持续性高于以往。

2023 年以来水风光配套外送输电需求强烈，金上-湖北、陇东-山东、宁夏-湖南、哈密-重庆四条特高压直流线路陆续核准开工，特高压由此迎第三轮发展高峰，全年开工 4 直 1 交。

我国第二批风光大基地于 21 年 12 月启动项目报送，第二批大基地项目总规模为 455GW，其中十四五建成 200GW，外送 150GW；“十五五”建成 255GW，外送 165GW。目前十四五已规划外送 115GW，对应新建“1 交 9 直”外送通道。十四五剩余 35GW 外送以及“十五五”165GW 外送合计仍有 200GW 外送需求，假设一条额定输送容量 8GW 的直流特高压线路，平均消纳（配置）12GW 的风光、4GW 的火电，则仍需规划 16-17 条特高压直流线路。考虑到第三批风光大基地项目规划已超过 50GW，预计“十五五”期间特高压直流规划 20 条以上。

图表20：我国特高压建设已经历五个阶段，当前处于第三轮建设高峰——水风光配套外送需求强烈



来源：国家电网，南方电网，国家能源局，发改委，国金证券研究所

十四五期间“三交九直”持续推进，十五五期间储备项目丰富。

- 十四五“三交九直”持续推进：2024 年川渝环线、张北-胜利两条特高压交流建成投运。目前除蒙西-京津冀、藏东南-粤港澳、陕西-河南三条直流线路待核准开工，其余 8 条线路仍处于建设阶段。
- 十五五期间储备项目丰富，当前披露项目包括“五交九直”

2024 年 4 月 23 日，国网发布 2024 年特高压项目第二次服务（前期）招标采购，涉及浙江环网特高压交流、南昌&长沙&荆门&菏泽 1000 千伏变电站主变扩建、安徽平圩电厂四期 1000 千伏送出工程。2024 年 5 月 17 日，国家电网公布 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），披露储备项目包括“五交九直”。

① 5 条交流包括：达拉特-蒙西、烟威（含中核 CX 送出）、大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔、大同-达拉特-包头、攀西-川南-天府南；

② 9 条直流包括：巴丹吉林-四川、疆电（南疆）送电川渝、库布齐-上海、腾格里-江西、乌兰布和-京津冀鲁、内蒙古-江苏、青海海南外送、松辽-华北、内蒙古-华东。

“五交九直”储备项目中烟威（含中核 CX 送出）已核准，达拉特-蒙西、巴丹吉林-四川、疆电（南疆）送电川渝三个项目处于可研勘探招标阶段，其余项目尚处于主体协调阶段。





图表21：十四五期间“三交九直”建设进展：3条线路待核准（预计25年开工），2条线路建成投运，8条在建

项目状态	序号	项目名称	项目类型	投资额（亿元）	长度（km）	核准时间	开工时间
建成投运	1	川渝环线	交流	288	658	2022/09	2022/09
	2	张北-胜利	交流	64	366	2022/08	2023/08
已开工	3	阿坝—成都东	交流	145	2*371.7	2024/01	2024/07
	4	大同-怀来-天津北-天津南	交流	163	2*770	2024/09	2024/09
	5	金上-湖北	直流	334	1784	2023/01	2023/02
	6	陇东-山东	直流	207	938	2023/02	2023/03
	7	哈密-重庆	直流	288	2300	2023/07	2023/08
	8	宁夏-湖南	直流	275	1619	2023/05	2023/06
	9	陕北-安徽	直流	205	1070	2024/02	2024/03
	10	甘肃-浙江（柔直）	直流	353	2370	2024/07	2024/07
待核准	11	蒙西-京津冀（柔直）	直流	-	703	2025E	2025E
	12	陕西-河南	直流	-	765	2025E	2025E
	13	藏东南-粤港澳（柔直）	直流	-	245	2025E	2025E

来源：国家电网，南方电网，国家能源局，国金证券研究所

图表22：国家电网发布“五交九直”特高压储备项目

序号	项目名称	项目类型	最新进展
1	烟威（含中核CX送出）	交流	已核准
2	达拉特-蒙西	交流	可研勘探招标
3	巴丹吉林-四川	直流	可研勘探招标
4	疆电（南疆）送电川渝	直流	可研勘探招标
5	大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔	交流	主体协调
6	大同-达拉特-包头	交流	主体协调
7	攀西-川南-天府南	交流	主体协调
8	库布齐-上海	直流	主体协调
9	腾格里-江西	直流	主体协调
10	乌兰布和-京津冀鲁	直流	主体协调
11	内蒙古-江苏	直流	主体协调
12	青海海南外送	直流	主体协调
13	松辽-华北	直流	主体协调
14	内蒙古-华东	直流	主体协调

来源：国家电网，南方电网，国家能源局，国金证券研究所

2024年以来阿坝-成都东、大同-怀来-天津北-天津南交流项目，陕北-安徽、甘肃-浙江直流项目获得核准开工，合计开工2交2直特高压线路，相比年初预计开工4条直流预期要低，主要因为：部分基建服务产能有所不足、直流技术路线选择仍存在争议。考虑到大基地项目外送缺口仍存在，从能源及产业安全角度考虑，国家更倾向于风光大基地、产业向中西部迁移等，特高压又是解决消纳问题的关键配套工程，我们预计2025年特高压大概率加速核准开工，“十五五”期间保持高投资强度。

预计2025年~2030年每年开工4直2交，“十五五”期间保持高投资强度。

结合国家能源局年初规划以及当前特高压线路可研招标情况，我们预计2025年有望开工4-5条直流（蒙西-京津冀、藏东南-粤港澳、南疆-川渝、巴丹吉林-四川、陕西-河南5条线路中，除陕西到河南外，其余四条预计大概率落地）、3条交流（达拉特-蒙西、攀西-川南-天府南，烟威）。“十五五”期间，预计特高压直流有望每年开工4条线路，直流特高压也将带动特高压交流电网支撑建设，预计特高压交流有望每年开工2条线路。

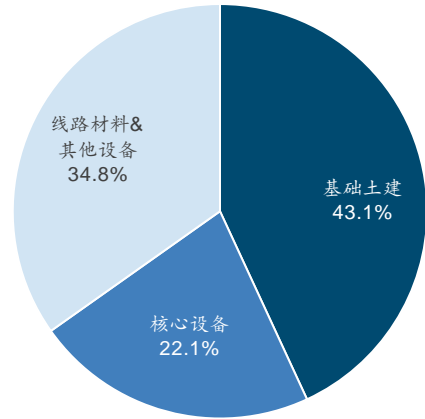
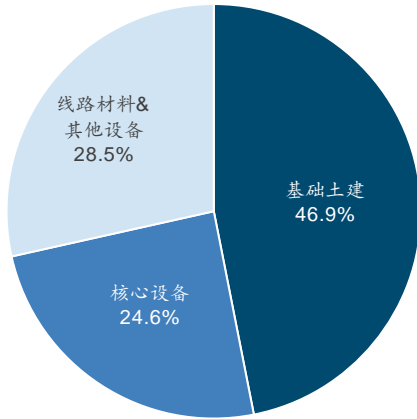


特高压核心设备投资约占特高压直流和交流工程投资的 25%。

特高压工程投资主要包括①服务投资（线路施工、土建施工等）、②线路材料投资（铁塔、电缆等）、③设备投资等。根据赛迪顾问统计，在特高压直流项目中，基础土建/核心设备/线路材料&其他设备投资占比分别约为 46.9%/24.6%/28.5%；在特高压交流项目中，基础土建/核心设备/线路材料&其他设备投资占比分别为 43.1%/22.1%/34.8%。

图表23: 核心设备占特高压直流工程投资额的 24.6%

图表24: 核心设备占特高压交流工程投资额的 22.1%



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

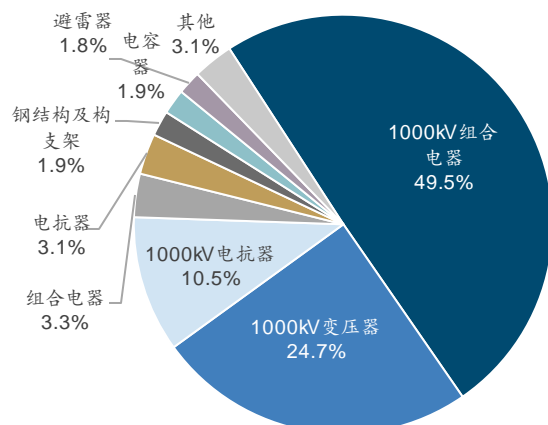
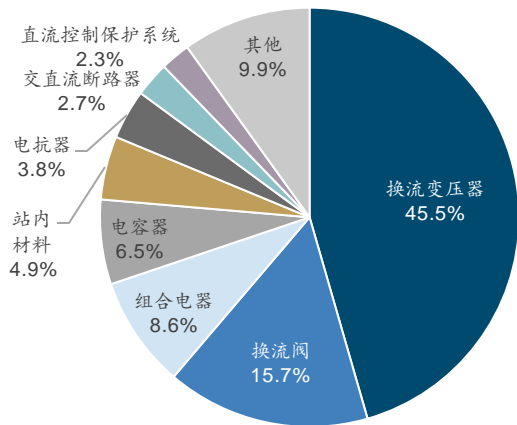
来源：赛迪顾问，国金证券研究所

换流变+换流阀+组合电器是直流项目核心设备；组合电器+变压器是交流项目核心设备。

- 直流特高压项目核心设备包括换流变压器、换流阀、组合电器等，以哈密-重庆特高压直流线路为例，换流变压器、换流阀、组合电器在设备投资中占比分别为 45.5%/15.7%/8.6%，合计占比 69.8%。
- 交流特高压项目核心设备包括 1000kV 组合电器、1000kV 变压器、1000kV 电抗器等，以川渝特高压交流线路为例，1000kV 组合电器、1000kV 变压器、1000kV 电抗器在设备投资中占比分别为 49.5%/24.7%/10.5%，合计占比 84.7%。

图表25: 哈密-重庆特高压直流设备招标价值量分布：换流变+换流阀+组合电器合计占比 69.8%

图表26: 川渝特高压交流设备招标价值量分布：1000kV 组合电器+1000kV 变压器+1000kV 电抗器合计占比 84.7%



来源：国家电网，国金证券研究所

来源：国家电网，国金证券研究所

2025-2030 年预计组合电器、变压器、换流阀等特高压核心设备年均招标额为 281 亿元。

我们测算一条特高压交流/直流/柔直对应核心设备（组合电器、变压器、换流阀等）招标 22/43/75 亿元（具体测算过程见后文图表 30），假设 2025-2030 年特高压项目每年开工 2 交 4 直，其中柔直渗透率约 50%（即 2025-2030 年每年开工 2 条交流、2 条常规直流、2 条柔性直流）。预计 2025-2030 年组合电器、变压器、换流阀等特高压核心设备年均招标额为 281 亿元。



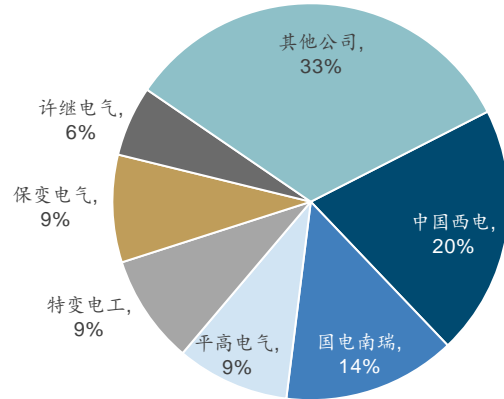
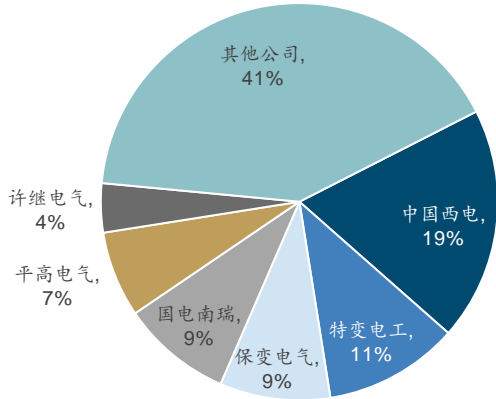
**2.1.2 公司端：交直流产品矩阵完善，稳居行业份额第一，持续受益于特高压建设高峰期特高压核心设备价值量高，公司市占率稳居行业第一。**

2023 年国家电网特高压设备行业端的招标金额达到 415 亿元，其中核心设备换流变压器、换流阀、1000kv 组合电器、组合电器、1000kv 变压器、电容器、电抗器、交直流断路器中标金额合计达到 330 亿元，合计占比接近 80%。

凭借更全面的特高压产品覆盖，2023 年公司特高压设备中标金额份额高达 19%；2024 年公司特高压设备招标份额上升至 20%，维持行业第一。

**图表27：23 年公司特高压设备中标金额占比高达 19%，份额第一**

**图表28：24 年公司特高压设备中标金额占比高达 20%，维持行业第一**



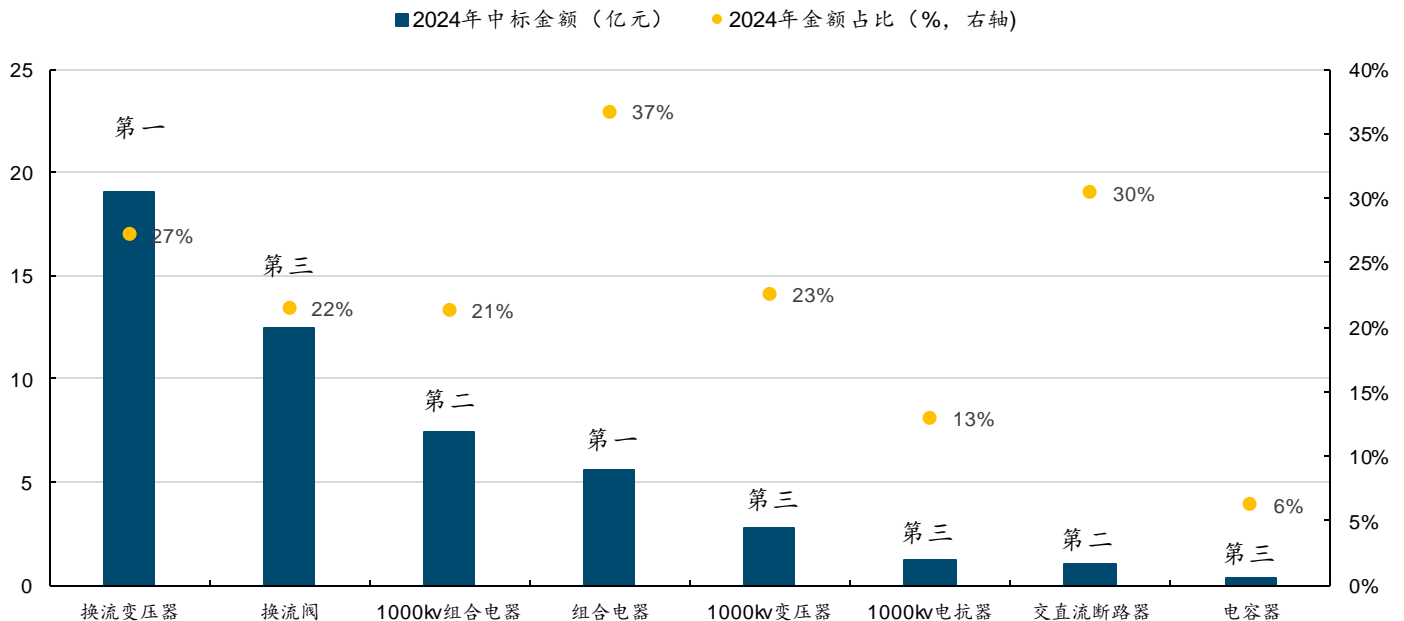
来源：国家电网，国金证券研究所

来源：国家电网，国金证券研究所

**分产品看，公司特高压核心设备均在行业中具备很高的市占率。**

公司参与十余项特高压设备招标，几乎覆盖所有的特高压一次设备。根据国家电网电子商务平台招投标数据，公司换流变压器、组合电器市场份额排名第一，市占率分别达到 27%、37%；1000kV 组合电器、交直流断路器市场份额第二，市占率分别达到 21%、30%；换流阀、1000kV 变压器、1000kV 电抗器、电容器市场份额第三，市占率分别达到 22%、23%、13%、6%。（2024 年口径）

**图表29：公司特高压核心设备均具备较高的市占率**



来源：国家电网，国金证券研究所 (\*图中所展示排名情况仅为某公司在所有上市公司中的排序，不包含非上市公司)



**预计 2025-2030 年特高压项目有望平均每年为公司带来 61 亿元核心设备订单。**

考虑到 2025-2030 年特高压加速核准开工，特高压项目招标预计将对公司未来营收产生重要影响，我们对 2025-2030 年公司特高压核心设备订单进行测算，核心假设如下：

- ① 特高压线路核准开工：风光大基地外送需求强烈，“十五五”期间特高压有望保持高投资强度，预计 2025-2030 年特高压项目分别开工 2 交 4 直；
- ② 柔直渗透率：2024 年世界首条特高压柔性直流输电工程甘肃—浙江特高压开工，特高压柔直技术的不断成熟。特高压柔性直流输电能够有效解决送端高比例新能源发电不稳定、电网稳定性差，受端高比例外受电系统动态响应复杂、控制难度大等问题。我们预计“十五五”期间特高压柔直渗透率有望达到 50%，即 2025-2030 年年每年开工 4 条特高压直流，其中 50%采用柔性直流输电技术；
- ③ 设备需求量：特高压项目设备需求量具体受线路长度、变电站/换流站设计等因素影响，我们假设一条特高压交流平均需要 1000kv 组合电器 20 间隔、1000kv 变压器 14 台、1000kv 电抗器 18 台；一条特高压常规（柔性）直流平均需要常规（柔性）换流阀 8 套、换流变压器 56 台、750kv 组合电器 30 间隔、500kv 组合电器 32 间隔。
- ④ 设备价值量：结合国网电子商务平台各类核心设备历史中标单价情况，我们预计核心设备中标单价基本保持稳定。特高压交流方面，1000kv 组合电器/1000kv 变压器/1000kv 电抗器单价分别为 0.7/0.4/0.2 亿元；特高压直流方面，假设常规换流阀/换流变压器/750kv 组合电器/500kv 组合电器单价分别为 1.5/0.5/0.2/0.05 亿元，柔性换流阀设备价值量较高，单价为 5.5 亿元/套。
- ⑤ 公司中标份额假设：结合国网电子商务平台公司历史中标情况，我们假设公司核心设备中标份额基本保持稳定。特高压交流方面，假设 1000kv 组合电器/1000kv 变压器/1000kv 电抗器中标份额分别为 20%/15%/30%；特高压直流方面，假设常规（柔性）换流阀/换流变压器/750kv 组合电器/500kv 组合电器中标份额分别为 20%/25%/20%/20%。

综上，我们预计单条特高压交流/直流/柔直分别为公司贡献核心设备订单 4.4/9.9/16.3 亿元，2025-2030 年特高压项目核心设备有望每年为公司贡献 61 亿元高质量订单，支撑公司营收、业绩持续增长。

**图表30：单条特高压交流/直流/柔直分别为公司贡献核心设备订单 4.4/9.9/16.3 亿元**

项目	核心设备	设备需求量	单价 (亿元)	招标金额 (亿元)	公司中标份额	公司中标金额 (亿元)
特高压交流	1000kv组合电器	20	0.7	13.0	20%	2.6
	1000kv变压器	14	0.4	6.0	15%	0.9
	1000kv电抗器	18	0.2	2.9	30%	0.9
	合计					4.4
特高压直流	常规换流阀	8	1.5	12.0	20%	2.4
	换流变压器	56	0.5	25.2	25%	6.3
	750kv组合电器	30	0.2	4.7	20%	0.9
	500kv组合电器	32	0.0	1.5	20%	0.3
	合计					9.9
特高压柔直	柔性换流阀	8	5.5	44.0	20%	8.8
	换流变压器	56	0.5	25.2	25%	6.3
	750kv组合电器	30	0.2	4.7	20%	0.9
	500kv组合电器	32	0.0	1.5	20%	0.3
	合计					16.3

来源：国家电网，国金证券研究所



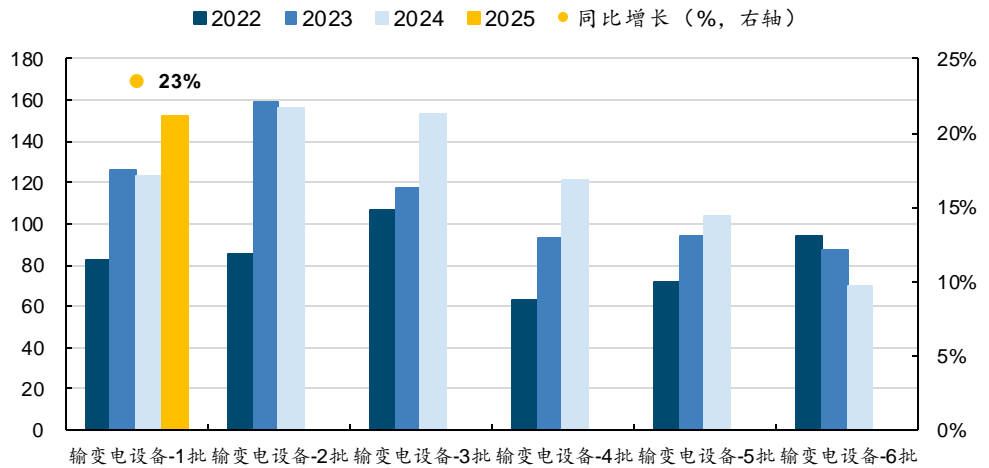


## 2.2 主干网：输变电项目招标稳健增长，500kv 以上招标放量，公司份额维持行业第一

### 2.2.1 行业维度：24 年输变电招标稳健增长，预计 25 年投资维持高基数

24 年主干网（输变电项目）招标稳健增长。2024 年，国家电网累计完成输变电设备招标 739.5 亿元，同比+7%。其中变压器/组合电器/继电保护及变电站监控系统/隔离开关/断路器累计招标规模分别达 162/185/43/16/13 亿元，同比+5%/+10%/-11%/+19%/+17%。3 月 5 日，25 年国网输变电设备 1 批招标结果公示，合计招标 152 亿元，同比+23%，创近四年新高，其中变压器/组合电器/继电保护分别招标 35.5/43.9/6.6 亿元，同比+34%/+35%/+53%，主设备招标提速。

图表31：2025 年国网输变电设备第一批招 152 亿元，同比+23%（单位：亿元）

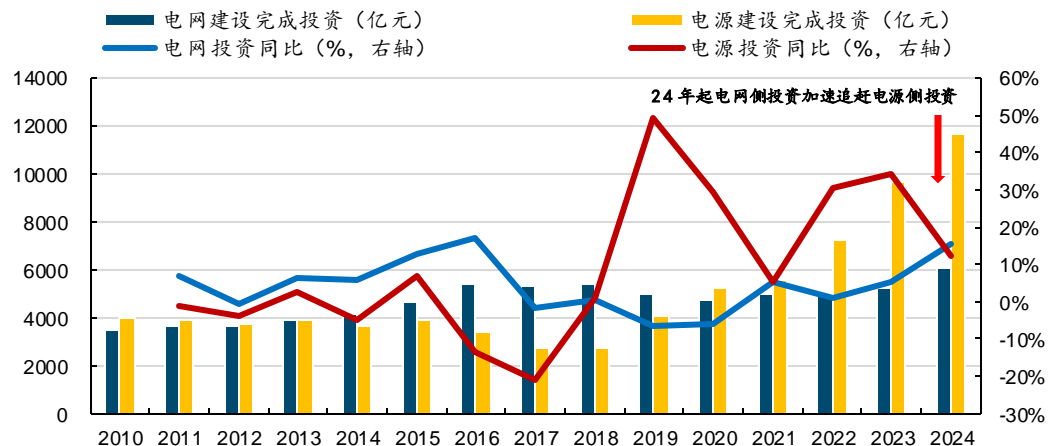


来源：国家电网，国金证券研究所

2018 年之前，我国电源电网投资整体呈现相同的趋势。2018 年光伏补贴逐渐退坡，新能源经济性渐显获得市场青睐，电源投资自 2018 年探底以来高速增长。反观电网投资自 2016 年以来呈现下行趋势，2019-2022 年电网建设完成投资基本维持 5000 亿元左右，建设相对滞后。电源电网投资错配根本原因在于建设周期错配：电源侧投资主要由市场驱动，整个项目周期约 2 年；电网侧投资主要由计划驱动，项目建设需要依次纳入国家能源局、国网总部、地方公司规划后才能开始进行预算、设计、建设等流程，项目周期平均 3-5 年。

新能源大比例接入对电网消纳能力提出更高的要求，2024 年 6 月 4 日国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》，强调加强电网建设。2024 年电网投资同比增长 15.3%，电网投资加速追赶电源侧投资。考虑 25 年输变电设备 1 批招标 yoy+23%，创近四年新高，我们预计 25 年输变电设备批次招标规模有望达 801 亿元，yoy+10%，主网投资维持高基数，后续增量投资主要来自 500kv/750kv 电站建设、扩建和技改。

图表32：24 年电网侧投资正加速追赶电源侧投资



来源：ifind，国金证券研究所



**2023-2024 年国网输变电项目招标中 500kv、750kv 电压等级的招标显著增长。**

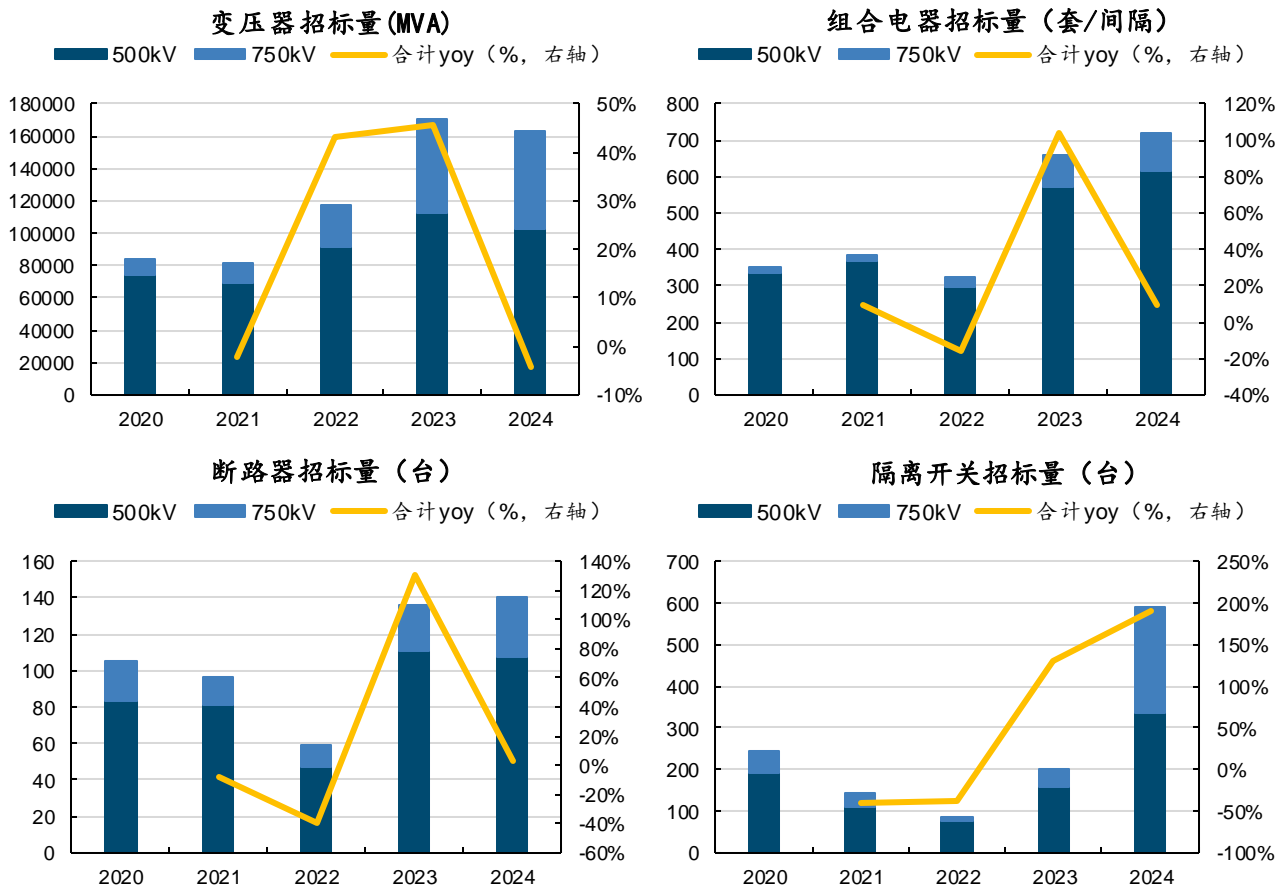
梳理国家电网输变电项目招标，我们发现 2023-2024 年变压器/组合电器/断路器/隔离开关 500kv、750kv 电压等级的招标显著增长，我们认为主要由三个因素驱动：

- ① 特高压建设对于受端和送端区域电网稳定性提出更高要求：特高压输电完成长距离、大容量的电力输送后，需要通过 500kv、750kv 电网进行接力输送和分配。以 500kv、750kv 为骨干的电网结构能够增强电网稳定性、提升电网运行灵活性和适应性；
- ② 提高西北地区电网薄弱问题：西北地区幅员辽阔，750kv 电压等级可减少线路数量，节约线路走廊，适用于西北地区的地形地貌；
- ③ 提高输电效率、降低整体输电成本：特高压技术发展带动了整个输电技术体系的进步，500kv、750kv 输电技术能够与特高压形成良好的互补，提高输电效率、降低整体输电成本。

25 年国网输变电设备第一批招标中，高电压等级产品需求激增：1) 变压器：750kv 招标 11.8 亿元，同比+180%；330-500kv 招标 9.6 亿元，同比+95%；2) 组合电器：750kv 招标 12.3 亿元，同比+296%；330kv 同比+350%。

我们认为，考虑到 2025 年特高压大概率加速核准开工，“十五五”期间保持高投资强度，同时西北电网加强工程持续推进，预计输变电项目招标中 500kv、750kv 电压等级的招标仍将进一步增长。

**图表33：2023-2024 年国网输变电设备招标量：变压器/组合电器/断路器/隔离开关 500kv、750kv 电压等级的招标显著增长**



来源：国家电网，国金证券研究所



### 2.2.2 公司维度：技术沉淀积累雄厚，市占率同样在国网主干网维持行业第一

公司深耕输配电制造领域多年，技术基础雄厚，拥有丰富的行业资讯与服务渠道，具备行业影响力：①设备技术性能指标国际先进：以特高压为代表的输配电重大成套装备技术，实现了众多重大技术突破，处于世界先进水平；②实验检测能力先进：拥有先进的输配电装备试验检测技术，具备世界一流的试验验证和检测能力；③拥有行业话语权：通过创新发展及国际、国家和行业标准的制修订，实现标准引领，推动行业技术发展。

公司加大关键核心技术攻关力度、持续提升主导产品技术先进性，同时在新材料、绿色环保装备等领域深化合作。截至2024年上半年，公司新增授权专利130项，同比增长4%，其中发明专利授权67项，同比增长29%，16项科技成果达到国际领先水平。

图表34：2024年公司科技创新成果丰硕，设备技术性能持续保持国际先进

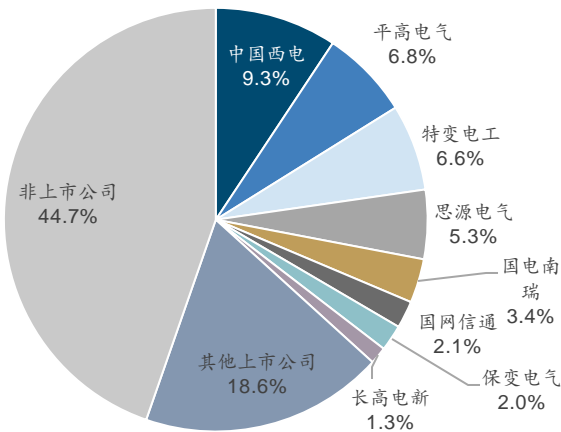


来源：公司公众号，国金证券研究所

公司国网输变电项目参与变压器、组合电器、电容器、电抗器、互感器、隔离开关、断路器、避雷器等几乎所有一次设备项目投标，在2024年国家电网输变电设备招标中，公司中标金额达到69亿元，同比增长24%，市场份额提升至9.3%；25年输变电设备第1批招标中，公司中标14.4亿元，同比增长35%，市占率9.5%，维持行业领先地位。

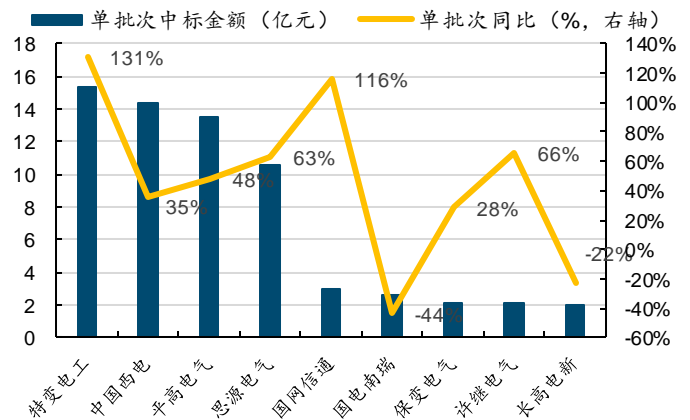
我们认为，发电侧新增装机和全社会用电量稳健增长驱动主网持续扩容，特高压建设同样需要主网进行支撑，输变电项目招标未来有望维持高位。公司一次设备种类齐全，设备技术性能指标国际先进，市占率有望维持行业前列。

图表35：2024年公司国网输变电项目中标份额达9.3%，维持行业第一



来源：国家电网，国金证券研究所

图表36：2025年公司国网输变电项目1批中标14亿元，维持行业领先地位



来源：国家电网，国金证券研究所



### 三、网外、海外市场：电源&工业侧加速推进，国际业务贡献新增长级

#### 3.1 网外市场：电源&工业侧下游潜力巨大，公司坚持“大客户营销”战略、成效显著

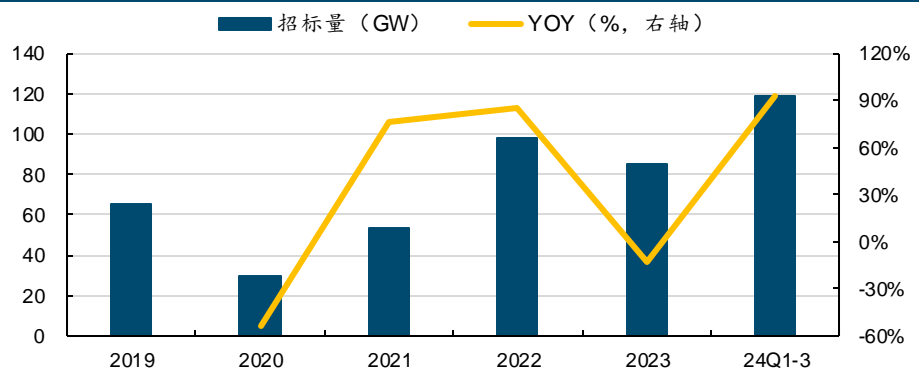
国内网外需求主要源自两方面：①电源侧：新能源装机催生并网需求，同时抽水蓄能、火电等调峰电站将迎来大规模的投资，发电厂通过升压站提升电压等级、降低输电损耗实现电力外送；②工业侧：数据中心、工业企业、轨交、基础设施建设等领域电力设备旺盛需求，电力通过降压站降低电压等级再输送至各个用电终端。

##### 3.1.1 风光储源侧下游持续扩容，数据中心等用电侧增速明显

##### 风电行业：2024 年风机招标量高增，十四五收官之年海风建设有望加速

24 年风机招标量高增，25 年海风建设有望加速。2024 年风机招标量高增，前三季度国内新增风机招标 119GW，同比+93%，其中陆风新增招标 111.5GW，海风新增招标 7.6GW。

图表37：前三季度国内新增风机招标 119GW，同比+93%



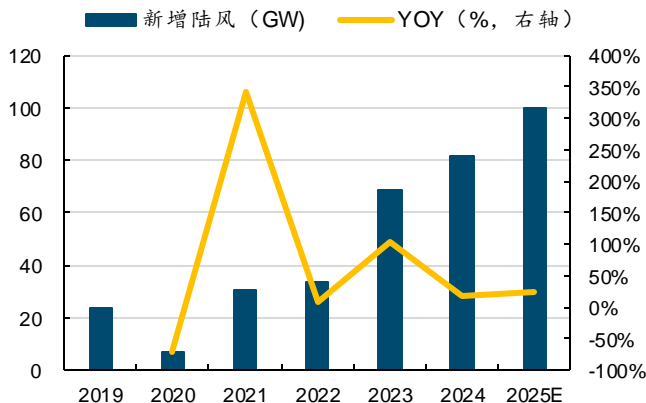
来源：金风科技业绩演示材料，国金证券研究所

从宏观政府目标缺口以及微观的各项目进度来看，均验证海风需求旺盛，2025 年海风增长趋势明确。

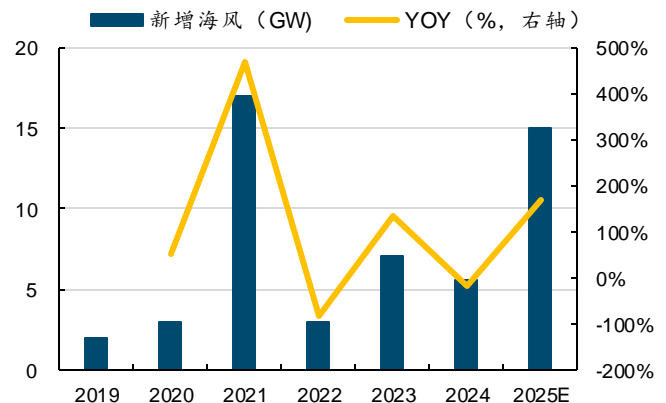
从政府目标来看，“十四五”期间国内各沿海省份明确提出海风装机规划约 52GW，若假设的 2024 年 6GW 海风项目顺利并网，则到 2024 年底各省距离“十四五”海风装机目标还有约 20GW 缺口。随着“十四五”收官之年到来，预计各地政府有望加速项目审批及实施，保障项目顺利并网。

2024 年下半年以来多个项目进度推进持续加速，部分前期停滞的重点项目也取得突破性进展。我们预计 2025 年国内风电新增装机规模为 115GW，同比+45%，其中陆风装机 100GW，同比+23%，海风装机 15GW，同比+167%。

图表38：预计 2025 年国内陆风装机 100GW，同比+23%



图表39：乐观情形下，预计 2025 年国内海风装机 15GW，同比+167%



来源：中电联、国家能源局，国金证券研究所预测

来源：中电联、国家能源局，国金证券研究所预测



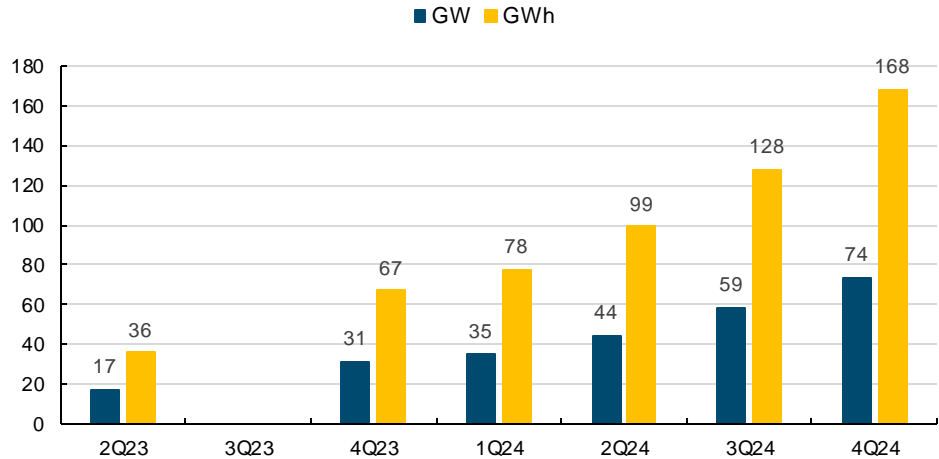


**储能：预计 25 年国内储能新增装机 131GWh，同比增长 30%。**

2024 年储能产业链价格持续走低，为下游需求释放创造良好条件，全国国内储能装机维持高增，据国家能源局统计，截至 2024 年 12 月底，全国已建成投运新型储能 73.8GW/168GWh，较 2023 年底增长约 135%，其中前三季度新增新型储能装机 27GW/61GWh，接近 2023 年年末累计装机规模。

我们认为，可再生能源渗透率持续提升背景下，国内大储需求有望保持高速增长。预计 25 年国内储能新增装机同比增长 10-20%。

**图表40：截至 24Q4，全国已建成投运新型储能 73.8GW/168GWh，较 2023 年底增长约 135%**

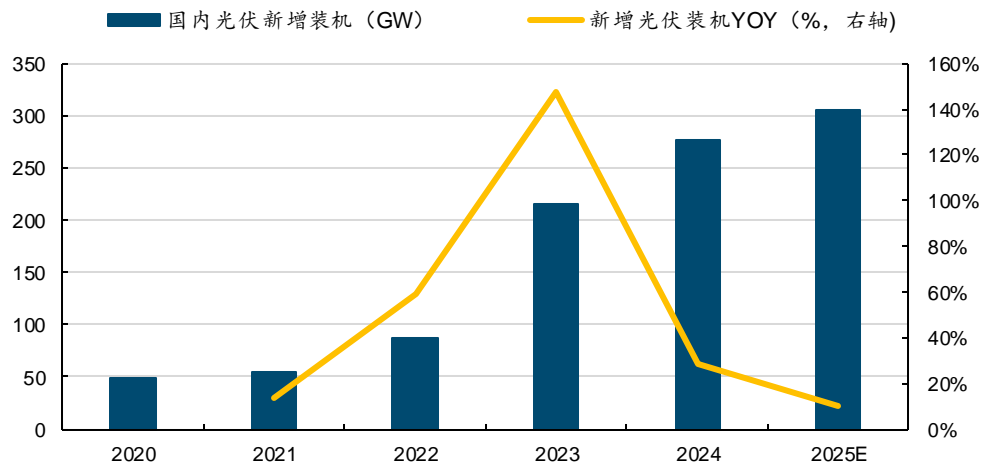


来源：国家能源局，国金证券研究所；注：数据来源国家能源局季度新闻发布会，部分季度未进行披露

**光伏：预计未来国内光伏新增装机因体量较大装机增速将逐渐平稳**

2024 年国内光伏新增装机 277GW，同比+28%，超出市场预期。我们认为，在光储系统成本大幅下降的背景下，预计 2025 年国内光伏新增装机因体量较大，装机增速将逐渐平稳。

**图表41：预计未来国内光伏新增装机因体量较大，装机增速将逐渐平稳**



来源：国家能源局，国金证券研究所

数据中心蓬勃发展，工业企业需求稳健增长。

数据中心是算力基础设施的重要组成部分，随着 5G、人工智能、云计算等新一代数字技术的发展，数据中心重要性日益凸显，未来五年 AI 与各行业融合加速将为数据中心带来新的增长契机。根据科智咨询数据，预计 2028 年国内整体 IDC 市场规模有望达到 18841 亿元，2024-2028 年复合增长率达到 31%。

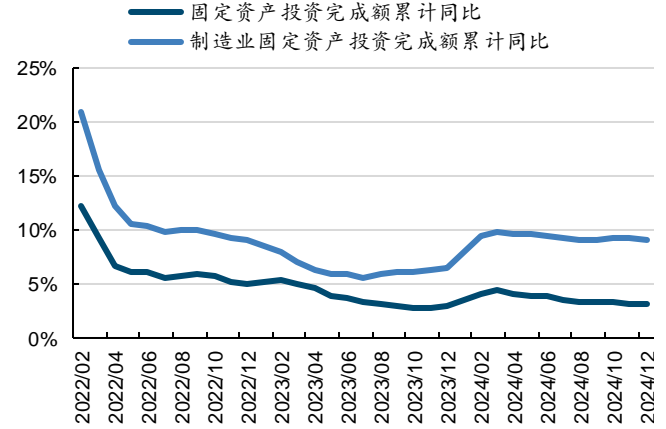
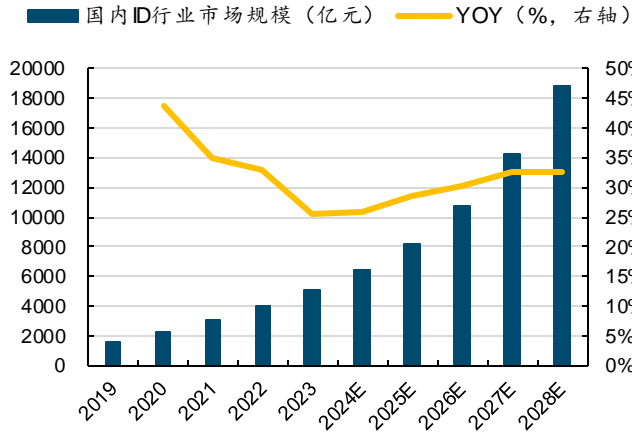
工业企业需求稳健增长。2024 年月全国固定资产投资完成额累计同比增长 3.2%，其中制造业固定资产投资完成额累计同比增长 9.2%。



我们认为，当前电气化进程加快、终端电力消费比重持续提高，电力设备更新换代加速，国产替代倾向凸显等利好因素增加，市场需求将进保持稳健增长。

图表42：预计 24-28 年国内 IDC 市场规模 CAGR 达 31%

图表43：国内固定资产投资完成额累计同比保持稳定



来源：科智咨询，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

### 3.1.2 公司坚持“大客户营销”战略，网外市场开拓成效显著

公司网外主要为包括“五大六小”在内的发电企业提供新能源并网设备以及为用电侧提供配电设备、微电网&综合能源等方面的解决方案。

图表44：网外主要提供新能源发电及并网、海上风电接入、微电网&综合能源解决方案

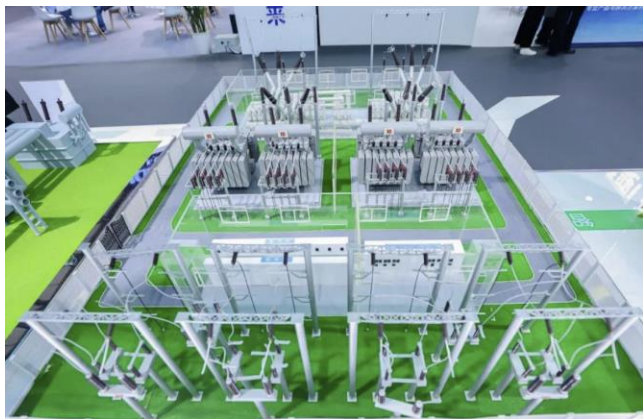


来源：公司官网，国金证券研究所

- 整站设备集成解决方案：基于变电站整站设计思想，按照安全性、可靠性、易维护、全寿命周期管理等理念进行集成设计，将变压器、组合电器、开关柜等一次设备和二次控制保护系统及设备等集成设计，为用户提供优质的整站解决方案。
- 综合能源整体解决方案：主要包含综合能源站、光储充直流微电网、交直流混合微电网、光伏系统、综合能源智慧管控平台等。该系统可根据用户用能需求、用能特性以及用户所在地的资源禀赋，通过能源规划建模仿真手段，进行负荷特性与能源系统的匹配，提供定制多能互补解决方案，有效降低用户用能成本，提高用户用能管理效率。



图表45：发电侧：整站设备集成解决方案示意图



图表46：用电侧：综合能源整体解决方案示意图



来源：公司公众号，国金证券研究所

来源：公司公众号，国金证券研究所

**主要子公司西开电气、西电西变深挖电源、工业领域潜在客户，开拓网外市场新增长点。**

- **西开电气：**强化同“五大六小”等中央企业战略合作，成功研制大容量发电机断路器系列产品，广泛应用于众多水电、火电、核电、燃机和抽水蓄能电站。西开电气作为国内独家研制抽水蓄能电站成套开关设备的厂家，2021年以来累计中标39套抽水蓄能电站成套开关设备。核电领域，2023年西开电气中标三澳核电、漳州核电、石岛湾核电、陆丰核电、宁德核电、CX发断等多个项目，同比提升166%。
- **西电西变：**大机组变压器行业领先，网外市场持续突破。发电领域，2023年西电西变中标7个66万机组、4个百万机组项目，累计中标同比提高79%，实现核电1000千伏变压器突破，2024年中标海上风电项目3台220kV主变，是目前西电西变在海上风电领域中标的最大容量海上站变变压器；工业领域，取得中国铝业电解槽产能置换升级项目，是西电西变中标的最大容量330千伏整流变压器。

我们认为，公司具备国资央企背景，与政府和其他大型央企、国企关系方面具有天然优势，凭借良好的企业信用与产业链上下游整合能力，网外市场有望实现市占率稳步提升。

图表47：2024年公司网外订单梳理：网外市场加速拓展（不完全统计）

市场	具体项目
电源市场	菱湖50MW/100MWh电网侧储能示范项目EPC总承包工程
	龙源电力2023年储能电站EMS（能量管理系统）框架采购
	陆丰核电5-6号机组500kV组合电器产品
	国能神华九江电厂2×1000MW二期扩建工程、潘集电厂二期2×660MW超超临界燃煤机组项目第二批辅机设备采购项目等
	吴川市吴阳镇150MW渔光互补光伏发电总包项目、梅州市五华县五星100MW农光互补光伏项目、古交市岔口乡周山村60MW分散式微风发电承包项目、甘肃省武威金宇牧光产业园150MW光伏发电项目等
	中国大唐集团2024-2025年度框架采购风电光伏220kV、110kV组合电器设备
	中广核2023-2024年度户外高压组合电器成套设备框架采购项目
	三峡能源江苏大丰海上风电项目550kV组合电器
	广东粤电惠来电厂5、6号机组扩建工程(2×1000MW)500kV组合电器、管道母线及3、4号机组改造工程500kV组合电器设备
	新疆甘泉堡220kV甘六变电站变压器及开关设备
工业市场	重庆至昆明高速铁路川渝段、太原地铁一号线、新建成都至兰州铁路等电缆采购项目
	盛多晶硅220kV变电站项目开关柜等设备订单
	阳西电厂#5-#6机组储能调频辅助服务工程项目
	中国铝业青海分公司600kA电解槽产能置换升级项目330kV调整流变压器
	蒙西网外蒙灵圣作物科技有限公司新建220kV变电站、乌海市广锦新材料有限公司110kV组合电器及背压机组项目
	伊吾氢能环保科技有限公司疆纳220kV变电站新建工程项目、中剑110kV变新建工程设备材料总包项目
新建铁路都四山地轨道交通扶贫项目站后四电工程35kV电缆309km	

来源：中国西电集团公众号，国金证券研究所



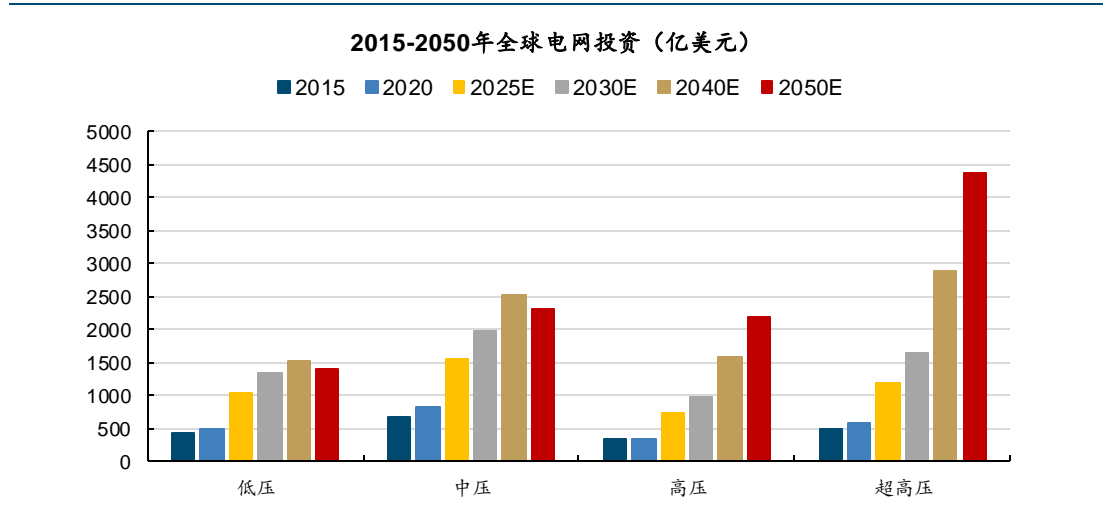
### 3.2 全球变压器和高压开关高景气延续，公司渠道布局领先、业务模式优化

#### 3.2.1 全球电网投资快速增长，变压器、高压开关供不应求

发电侧+用电侧+设备更换共同驱动全球电网投资长期增长。2024 年以来以海外变压器为主的变电设备需求维持高景气，主要来自新能源持续建设以及产能紧缺影响，叠加老化设备替换、制造业回流、AI 应用提升用电需求等因素。

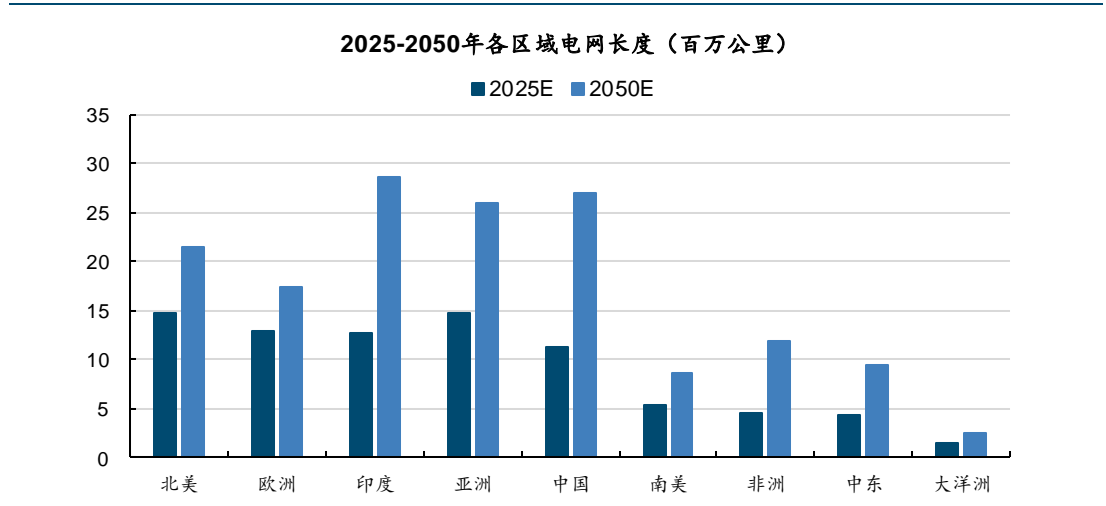
根据 Rystad Energy 数据，预计 2025 年全球电网投资将超过 4500 亿美元，同比 2020 年接近翻倍，其中 230kv 以上电压等级的投资占比将超过 1/4。此外全球几乎所有区域的电网都会面临检修和扩建，预计 2025-2050 年中国、印度、非洲、中东电网线路增长幅度将更加明显。

图表48：预计 2025 年全球电网投资将超过 4500 亿美元，其中超高压占比将超过 1/4



来源：Rystad Energy，国金证券研究所（\*注：低压：<10kV；中压：10-35kV；高压：35-230kV；超高压：>230kV）

图表49：预计 2025-2050 年中国、印度、非洲、中东电网线路增长幅度将更加明显



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

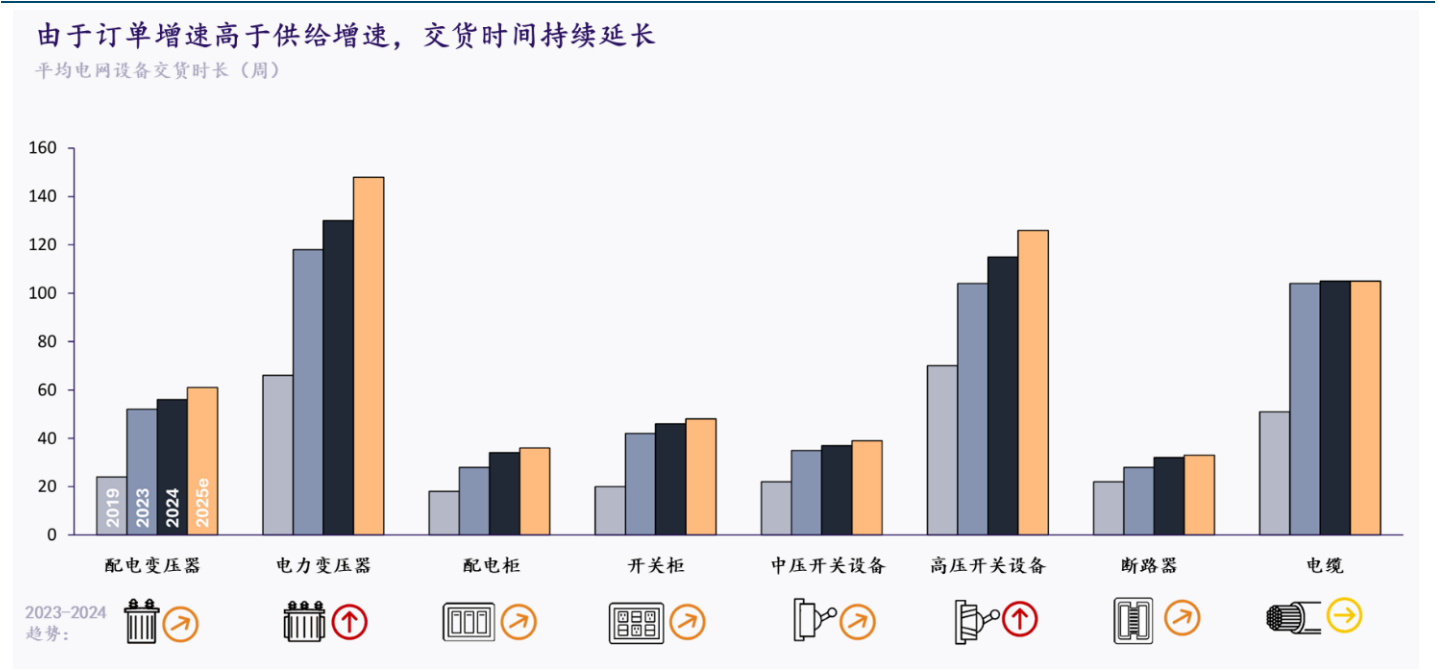
#### 2023 年全球电力变压器、高压开关设备交货周期大幅上涨至约 2.5 年。

Rystad Energy 数据显示，与全球公共卫生事件爆发之前的 2019 年相比，主流电力设备当前交货时长大幅上涨，供应链普遍承压。2023-2024 年除电缆外，全球变压器、开关类设备交货时间仍呈现进一步上涨的现象，其中电力变压器、高压开关设备交付周期已超过 2 年，2025 年预计交付周期将延长至接近 3 年。





图表50：2023年以来，全球电力变压器、高压开关设备交货周期持续呈现明显上涨的趋势



来源：Rystad Energy，国金证券研究所

发电侧新能源装机+用电侧电气化需求+老旧设备更换共同驱动变压器、开关等电力设备需求持续上行，然而海外主流电力设备厂商受原材料（硅钢、铜等）潜在缺口、电气工程师和装配工短缺、扩产投资回报周期较长等因素影响，扩产决策相对谨慎。同时考虑到国内电力设备企业海外市场开拓、准入认证流程往往需要更长时间，预计2025年海外变压器、开关设备等仍面临一定的采购与供应风险，供需错配局面仍将维持。

图表51：当前电网设备厂商谨慎投资扩张，预计电网设备供给持续紧张

		短期市场展望				采购与供应风险
		需求	供给	交货时长	价格	
变压器	电力变压器	↑	→	↑	↑	高
	配电变压器	↑	→	→	→	高
开关设备	AIS和GIS	→	→	→	→	中
	无SF6	↑	→	↑	↑	高
电缆	架空和地下	→	→	→	→	中

图例：  
 需求：↑ 稳定/低增长, → 较快增长, ↓ 显著增长  
 供给：↑ 低, → 中, ↓ 高  
 风险：↑ 低, → 中, ↓ 高

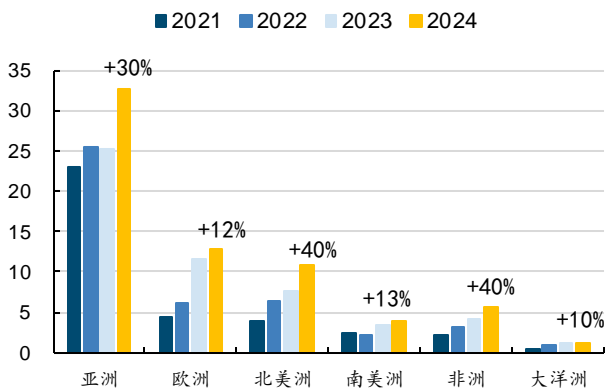
来源：Rystad Energy，国金证券研究所



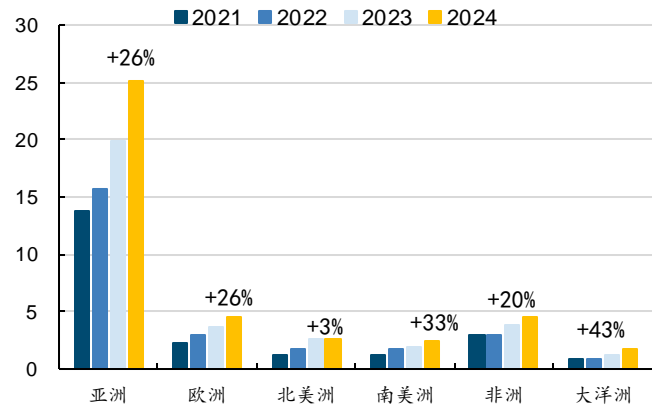
在海外变压器、高压开关供应持续紧缺背景下，我国变压器、高压开关出口延续快速增长。2023 年我国变压器、高压开关出口 52.9/33.0 亿元，同比+20%/+27%；2024 年变压器、高压开关出口 67.0/41.1 亿元，同比+27%/+24%，高增长延续。分地区看，亚洲、美洲、非洲地区变压器&高压开关需求旺盛，进口金额增速较高。

- 变压器：2024 年出口亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、非洲、大洋洲的金额分别为 32.7、12.9、10.7、3.8、5.7、1.2 亿美元，分别同比+30%、+12%、+40%、+13%、+40%、+10%，亚洲、北美洲、非洲出口增长较快。
- 高压开关：2024 年出口亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、非洲、大洋洲的金额分别为 25.1、4.5、2.6、2.5、4.5、1.8 亿美元，分别同比+26%、+26%、+3%、+33%、+20%、+43%，亚洲、欧洲、南美洲、大洋洲出口增长较快。

图表52：2024 年亚洲、北美洲、非洲变压器出口增长较快（单位：亿元）



图表53：2024 年亚洲、欧洲、南美洲、大洋洲高压开关出口增长较快（单位：亿元）



来源：海关总署，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所（图中高压开关及控制装置电压等级为 1000v 以上，采用和海关总署对外披露一致口径）

### 3.2.2 公司海外市场产能、渠道布局领先，业务模式优化有望驱动盈利能力提升

公司国际业务主要由西电国际、西电埃及、西电印尼等企业的业务组成，海外拥有四大基地，覆盖 80 多个国家/地区。

- 西电国际：成立于 1986 年，是中国规模最大的输配电工程国际承包商之一，主营高压交、直流输配电成套设备销售，承接变电站、输电线路等交钥匙工程项目，涉及电力系统、电气化铁路、冶金、通讯、建筑等领域。西电国际在全球市场建立了“XD”品牌，已成功进入德国、美国、新加坡、中国香港等发达地区，在东南亚、南亚乃至中东和非洲等地区享有盛誉。
- 西电埃及：由公司与埃及 EGEMAC 电器制造有限公司于 2009 年 1 月发起设立，能够生产制造 500kV 及以下 GIS、变压器、避雷器等高压输变电设备。西电埃及基地建成，使埃及正式成为中东北非地区第一个能够制造 500kV 超高压电力变压器和气体绝缘金属封闭开关设备的国家。
- 西电印尼：由公司与印尼 CCM 公司于 2012 年 7 月合资新建，具备 70kV-500kV 电力变压器生产能力，年生产能力 6000MVA。西电印尼是印尼本国生产制造 500kV 级电压变压器能力最强、质量最优的制造厂，在印尼变压器市场占有率 15%。

国际业务方面，公司优化海外业务模式，减少低盈利工程总包项目、加强单机设备出口。

2023 年公司中标孟加拉 400 千伏变电站、沙特国网项目，创近年来组合电器设备海外最大订单；与乌兹别克斯坦国家配电网公司签订百个变电站建设框架协议。2024 年以来，公司中标土耳其阿库尤核电站 550kV GIS 项目，实现核电领域新突破；单机产品拓展至意大利、瑞典、爱尔兰等国。

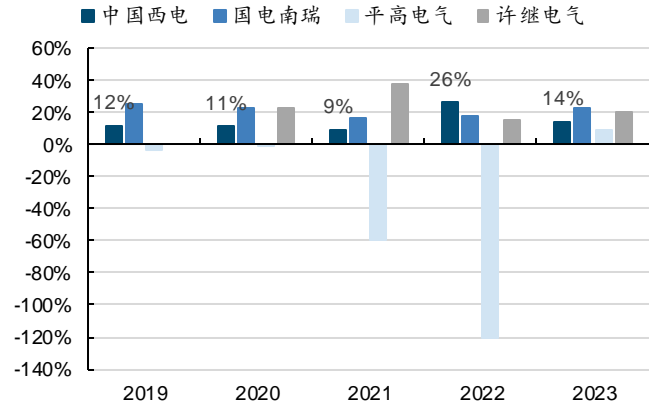
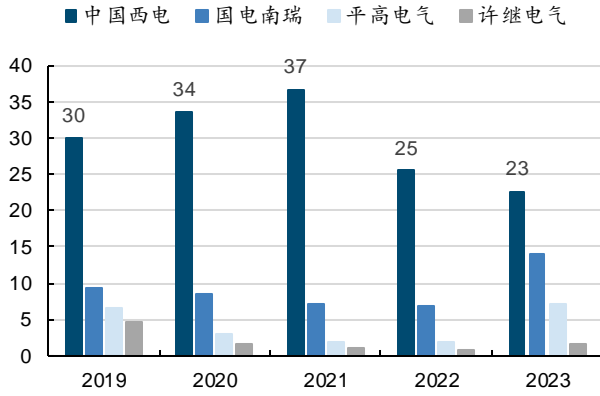
2022 年以来，公司主动减少低盈利工程总包项目、加强单机设备出口，受海外业务模式调



整影响，2022-2023 年公司海外业务收入有所下滑。我们认为，国际市场随着欧盟、北美、东南亚、非洲等相关国家和地区设备检修升级以及电力需求加大，叠加我国对外开放和“一带一路”建设，将为公司“走出去”提供更多的助力和机遇。公司作为中国电气装备集团旗下国际化程度最高的上市公司，未来有望在集团赋能下加速拓展海外市场，发挥海外产业基地优势，打造国际市场增长点，海外业务毛利率有进一步提升的空间。2024 年国际业务范围持续扩大，单机设备类出口占比首次提升至 50%以上。

图表54：公司海外营收规模领先同行（亿元）

图表55：公司海外业务毛利率有进一步提升的空间（%）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

图表56：2023-2025 年公司海外订单梳理：国际市场持续开拓（不完全统计）

时间	地区	项目金额（万元）	主要内容
2023年	孟加拉		400kV变电站项目全部组合电器供货订单
2023年	印尼		工业园区500余面开关柜项目订单
2023年	苏丹		10台变压器设备采购项目
2023年	埃及		十月六日城北区扩建变电站项目
2023年	巴基斯坦		向WARSAK水电站项目提供6台SF-53680/132变压器产品供货
2023年	沙特	24000	达曼地区共计16座变电站145kV GIS供货
2024年	菲律宾		与菲律宾SMWPC公司成功签订桑切斯米拉50MW风电EPC合同
2024年	土耳其		阿库尤核电站550千伏GIS项目
2024年	沙特		阿尔法纳Bisha132千伏组合电器项目、真空灭弧室项目
2024年	马来西亚		砂拉越古晋电网加固（KNR）275千伏输电线路项目
2024年	孟加拉		年产量最大的钢铁企业MRSML钢厂230千伏变电站总包项目
2024年	俄罗斯		110千伏及220千伏罐式断路器框架采购项目
2024年	阿曼	3000	向阿曼提供2台280兆伏安 400千伏变压器产品以及相关技术指导
2025年	马来西亚		柔佛州数据中心275kV和132kV变电站成套供货项目
2025年	柬埔寨		国家电力公司4个230kV变动站电力变压器供货合同
2025年	磅德罗拉		230kV输电线路总包项目合同

来源：公司官网、公众号，中国西电集团公众号，中电装备集团公众号，国金证券研究所



## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

目前是我国输配电设备生产制造企业中产品电压等级最高、产品品种最多、工程成套能力最强的企业，24 公司在国网特高压和输变电项目中中标份额为 20%和 9%，稳居国网总部集招份额第一。近年来，公司提质增效成果显著，主要系：聚焦核心业务并提高数字化水平、中电装备集团赋能科技研发与供应链协同、提升人均效益。

公司业务共有 5 大类：①变压器、②开关、③电力电子、工程及贸易、④电容器、绝缘子及避雷器、⑤研发检测及二次设备。

公司后续增长确定性和持续性主要来自以下几个方面：①特高压——风光大基地外送通道缺口大，储备项目充足，“十五五”期间特高压有望保持高投资强度；②主干网——发电侧装机和用电量稳健增持驱动主网持续扩容，国网输变电招标有望稳健增长，结构向超高压倾斜；③网外——公司加速拓展能源电站和工业企业等网外客户；④国际——海外特高压/高压项目贡献部分新增量。

1) **变压器**：主要包括 110kV 以上（高压/超高压/特高压）的交流变压器、直流变压器、电抗器。公司变压器在特高压项目中中标份额中保持领先地位，24 年在国网特高压-换流变压器/1000kV 变压器的中标份额分别达到 27%/23%，分别排名第一/第三。

变压器为公司核心业务，2022-2023 年实现营收 55.8/78.2 亿元，同比增长-4%/40%。我们预计 2024-2026 年变压器业务实现营收 90.8/105.4/124.3 亿元，同比增长 16%/16%/18%，其中网内占比为 54%/57%/60%，网外收入占比为 37%/35%/31%。

考虑特/超高压等高毛利率产品占比提升，预计 24-26 年毛利率分别为 12.5%/13.5%/13.9%。

2) **开关**：主要包括 110kV 以上（高压/超高压/特高压）的组合电器、断路器、隔离开关、负荷开关等。公司高压开关在特高压项目中中标份额中保持领先地位，24 年在国网特高压-1000kV 组合电器的中标份额达到 21%，排名第二。

高压开关为公司核心业务，2022-2023 年实现营收 57.6/76.6 亿元，同比增长 34%/33%。我们预计 2024-2026 年开关业务实现营收 91.4/109.3/127.9 亿元，同比增长 19%/20%/17%，其中网内占比为 56%/60%/63%，网外收入占比为 36%/32%/29%。

考虑特/超高压等高毛利率产品占比提升，预计 24-26 年毛利率分别为 25.4%/25.8%/26.4%。

3) **电力电子、工程及贸易**：主要包括环流阀，和对外贸易&工程承包等。我们预计 2024-2026 年电力电子、工程及贸易业务实现营收 38.4/46.1/50.7 亿元，同比 5%/20%/10%。预计 24-26 年毛利率分别为 18%/20%/22%。

4) **电容器、绝缘子及避雷器**：主要包括并联电容器及其成套装置、互感器。我们预计 2024-2026 年电力电子、工程及贸易业务实现营收 8.8/9.6/11.1 亿元，同比 9%/10%/15%。预计 24-26 年毛利率分别为 21.7%/21.7%/21.7%。

5) **研发检测及二次设备**：主要包括工程和技术研究实验、电气领域检测服务等。我们预计 2024-2026 年研发检测及二次设备实现营收 5.0/5.1/5.1 亿元，同比 1.0%/1.0%/1.0%。预计 24-26 年毛利率分别为 49.0%/49.0%/49.0%。

■ **费用率假设**：预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 3.7%/3.7%/3.6%，管理费用率分别为 6.2%/6.2%/6.2%，研发费用率分别为 3.6%/3.6%/3.6%。

■ **综上**，我们预计 2024-2026 年公司实现营收 242/284/327 亿元，同增 15%/17%/15%，毛利率 20.3%/21.0%/21.6%，归母净利润 12.0/16.1/20.3 亿元，同增 36%/34%/26%。





图表57: 公司业务预测总览 (亿元)

(单位: 亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	143.9	182.1	210.5	242.5	283.6	327.2
YoY	-10.1%	26.6%	15.6%	15.2%	17.0%	15.4%
毛利率	22.7%	27.3%	18.6%	20.3%	21.0%	21.6%
毛利	32.8	31.7	39.2	50.9	61.3	72.3
<b>1、变压器</b>						
营业收入	58.0	55.8	78.2	90.8	105.4	124.3
YoY	8.2%	-3.9%	40.3%	16.0%	16.1%	17.9%
毛利率	18.8%	9.4%	8.5%	12.5%	13.5%	13.9%
毛利	10.9	5.2	6.6	11.3	14.2	17.3
<b>2、开关</b>						
营业收入	42.9	57.6	76.6	91.4	109.3	127.9
YoY	-13.5%	34.3%	33.1%	19.3%	19.6%	17.0%
毛利率	22.9%	23.7%	25.2%	25.4%	25.8%	26.4%
毛利	9.8	13.6	19.3	23.2	28.2	33.8
<b>3、电力电子、工程及贸易</b>						
营业收入	26.6	52.3	36.6	38.4	46.1	50.7
YoY	-34.5%	96.7%	-30.1%	5.0%	20.0%	10.0%
毛利率	27.8%	10.4%	15.8%	18.0%	20.0%	22.0%
毛利	7.4	5.5	5.8	6.9	9.2	11.2
<b>4、电容器、绝缘子及避雷器</b>						
营业收入	6.3	6.7	8.0	8.8	9.6	11.1
YoY	7.9%	5.5%	20.7%	9.0%	10.0%	15.0%
毛利率	22.0%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
毛利	1.4	1.4	1.7	1.9	2.1	2.4
<b>5、研发检测及二次设备</b>						
营业收入	4.2	5.4	5.0	5.0	5.1	5.1
YoY	9.5%	29.9%	-9.0%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	29.3%	52.0%	49.1%	49.0%	49.0%	49.0%
毛利	1.2	2.8	2.4	2.5	2.5	2.5
<b>6、其他业务 (商业保理、物业管理)</b>						
营业收入	5.8	4.3	6.1	6.1	6.1	6.1
YoY	-15.9%	-25.6%	40.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	35.6%	70.3%	54.0%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利	2.1	3.1	3.3	3.0	3.0	3.0

来源: ifind, 公司公告, 国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值, 选取商业模式类似、同样处于输变电行业的可比公司: 平高电气、思源电气、国电南瑞、许继电气 25 年 PE 平均值为 18 倍。公司作为一次设备龙头, 在国网总部集招中份额稳居第一, 海外市场产能、渠道布局领先, 充分受益国内主网扩容加速推进、海外电网投资提速, 我们给予公司 2025 年 25 倍 PE 估值, 预计公司 2025 年目标市值为 403 亿元, 对应目标价 7.9 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表58: 可比公司估值表 (市盈率法) (亿元)

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600312.SH	平高电气	219	16.2	2.1	8.2	12.7	15.1	17.3	103	27	17	15	13
002028.SZ	思源电气	571	73.4	12.2	15.6	20.9	25.6	31.3	47	37	27	22	18
600406.SH	国电南瑞	1,799	22.4	64.5	71.8	80.0	90.8	102.3	28	25	22	20	18
000400.SZ	许继电气	249	24.4	7.6	10.1	12.4	16.7	20.5	33	25	20	15	12
平均值									53	28	22	18	15
601179.SH	中国西电	341	6.7	6.1	8.9	12.0	16.1	20.3	56	39	28	21	17

来源: ifind, 国金证券研究所 \*注: 1) 以 2025 年 3 月 13 日收盘价计算上述公司现价对应 PE; 2) 除平高电气、思源电气, 均采用 ifind 一致性预测



## 五、风险提示

**电网投资不及预期风险：**电力设备行业很大一部分需求来自电网投资，若受国家宏观经济政策、产业发展及基本建设等因素导致电网投资力度不及预期，将影响电力设备整体行业需求，进而影响公司收入。

**特高压建设进展不及预期风险：**公司开关、变压器等设备需求受特高压建设驱动，倘若由于政策规划、风光大基地建设等因素影响导致特高压核准、开工进度不及预期，可能会影响公司相关产品收入。

**海外拓展不及预期风险：**由于海外公司所在国的政策环境、人文环境、语言环境等因素，海外公司面临税务、劳务用工、资产等各方面风险，可能会影响公司正常海外业务开拓，冲击公司海外业绩。

**行业竞争加剧风险：**电力设备产品经过多年的发展，技术和市场都相对成熟，倘若其他新生产厂家进入，存在行业竞争加剧风险，影响公司产品的市场占有率和毛利率。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>14,382</b>	<b>18,213</b>	<b>21,051</b>	<b>24,246</b>	<b>28,361</b>	<b>32,721</b>
增长率		26.6%	15.6%	15.2%	17.0%	15.4%
主营业务成本	-11,123	-15,067	-17,137	-19,322	-22,394	-25,655
%销售收入	77.3%	82.7%	81.4%	79.7%	79.0%	78.4%
毛利	3,259	3,146	3,914	4,924	5,967	7,066
%销售收入	22.7%	17.3%	18.6%	20.3%	21.0%	21.6%
营业税金及附加	-128	-149	-156	-179	-184	-213
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-588	-626	-779	-907	-1,049	-1,191
%销售收入	4.1%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%
管理费用	-1,203	-1,179	-1,295	-1,513	-1,770	-2,042
%销售收入	8.4%	6.5%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
研发费用	-738	-581	-718	-883	-1,032	-1,191
%销售收入	5.1%	3.2%	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	601	611	967	1,442	1,931	2,430
%销售收入	4.2%	3.4%	4.6%	5.9%	6.8%	7.4%
财务费用	-86	10	-93	71	62	65
%销售收入	0.6%	-0.1%	0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-151	-316	-259	-103	-78	-28
公允价值变动收益	19	71	-32	-25	20	30
投资收益	86	49	176	75	100	115
%税前利润	12.9%	5.7%	15.9%	4.6%	4.5%	4.0%
营业利润	671	872	1,094	1,636	2,236	2,842
营业利润率	4.7%	4.8%	5.2%	6.7%	7.9%	8.7%
营业外收支	-4	-4	13	5	10	10
税前利润	667	869	1,107	1,641	2,246	2,852
利润率	4.6%	4.8%	5.3%	6.8%	7.9%	8.7%
所得税	-64	-155	-87	-230	-314	-399
所得税率	9.6%	17.9%	7.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	603	714	1,020	1,411	1,931	2,452
少数股东损益	59	101	135	209	320	426
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>544</b>	<b>612</b>	<b>885</b>	<b>1,202</b>	<b>1,611</b>	<b>2,026</b>
净利率	3.8%	3.4%	4.2%	5.0%	5.7%	6.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	603	714	1,020	1,411	1,931	2,452
少数股东损益	59	101	135	209	320	426
非现金支出	548	408	1,208	672	707	717
非经营收益	-202	-82	-259	-401	-230	-8
营运资金变动	648	-531	-753	-1,351	-235	103
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,597</b>	<b>508</b>	<b>1,215</b>	<b>331</b>	<b>2,174</b>	<b>3,264</b>
资本开支	-19	-168	-311	-2,034	-1,011	-1,092
投资	-392	-274	439	231	-105	-200
其他	175	92	1,916	75	100	115
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-236</b>	<b>-350</b>	<b>2,044</b>	<b>-1,728</b>	<b>-1,016</b>	<b>-1,177</b>
股权募资	701	2	1,115	0	0	0
债权募资	-229	1,266	-1,709	-625	665	291
其他	-185	270	-178	-514	-685	-867
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>287</b>	<b>1,537</b>	<b>-772</b>	<b>-1,139</b>	<b>-20</b>	<b>-576</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,625</b>	<b>1,713</b>	<b>2,460</b>	<b>-2,536</b>	<b>1,138</b>	<b>1,511</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,568	7,268	9,506	6,964	8,096	9,601
应收款项	10,160	11,440	11,328	11,652	13,562	15,638
存货	4,621	3,907	3,545	3,706	4,295	4,569
其他流动资产	8,594	7,934	6,706	7,929	8,538	9,182
流动资产	28,944	30,548	31,085	30,251	34,491	38,989
%总资产	74.5%	74.8%	71.0%	68.5%	70.3%	72.1%
长期投资	849	1,620	3,689	3,432	3,557	3,787
固定资产	4,479	4,327	4,195	5,096	5,296	5,495
%总资产	11.5%	10.6%	9.6%	11.5%	10.8%	10.2%
无形资产	1,998	2,034	2,273	2,366	2,450	2,575
非流动资产	9,929	10,295	12,694	13,931	14,543	15,050
%总资产	25.5%	25.2%	29.0%	31.5%	29.7%	27.9%
<b>资产总计</b>	<b>38,873</b>	<b>40,843</b>	<b>43,779</b>	<b>44,183</b>	<b>49,034</b>	<b>54,040</b>
短期借款	196	569	1,376	821	1,461	1,717
应付款项	8,990	9,780	10,446	11,917	13,874	15,965
其他流动负债	5,902	6,188	5,730	4,554	5,486	6,456
流动负债	15,088	16,538	17,552	17,293	20,821	24,138
长期贷款	81	57	171	26	51	86
其他长期负债	1,429	1,305	1,630	1,500	1,511	1,523
负债	16,598	17,899	19,352	18,818	22,383	25,747
<b>普通股股东权益</b>	<b>20,542</b>	<b>21,054</b>	<b>21,642</b>	<b>22,371</b>	<b>23,338</b>	<b>24,554</b>
其中：股本	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126
未分配利润	2,920	3,159	3,874	4,595	5,562	6,778
少数股东权益	1,734	1,890	2,784	2,993	3,313	3,739
<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,873</b>	<b>40,843</b>	<b>43,779</b>	<b>44,183</b>	<b>49,034</b>	<b>54,040</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.106	0.119	0.173	0.235	0.314	0.395
每股净资产	4.007	4.107	4.222	4.364	4.553	4.790
每股经营现金净流	0.312	0.099	0.237	0.064	0.424	0.637
每股股利	0.032	0.045	0.066	0.094	0.126	0.158
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.65%	2.91%	4.09%	5.37%	6.90%	8.25%
总资产收益率	1.40%	1.50%	2.02%	2.72%	3.29%	3.75%
投入资本收益率	2.40%	2.12%	3.41%	4.73%	5.90%	6.94%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-10.05%	26.64%	15.58%	15.18%	16.97%	15.37%
EBIT增长率	215.24%	1.62%	58.20%	49.17%	33.91%	25.80%
净利润增长率	124.56%	12.55%	44.55%	35.80%	34.04%	25.76%
总资产增长率	7.49%	5.07%	7.19%	0.92%	10.98%	10.21%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	196.7	173.8	167.7	155.0	155.0	155.0
存货周转天数	146.8	103.3	79.4	70.0	70.0	65.0
应付账款周转天数	170.9	140.8	137.4	148.0	149.0	150.0
固定资产周转天数	110.1	79.4	64.3	58.1	50.3	43.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-34.01%	-37.13%	-36.17%	-27.57%	-27.99%	-30.66%
EBIT利息保障倍数	7.0	-62.6	10.4	-20.3	-31.2	-37.6
资产负债率	42.70%	43.82%	44.21%	42.59%	45.65%	47.64%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	9	21
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究