

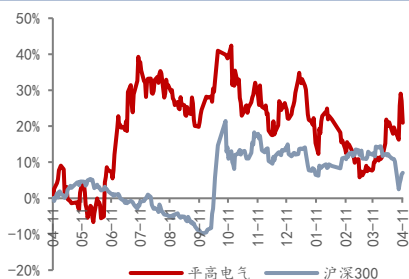
## 业绩符合预期，特高压持续推进公司受益

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-12

收盘价(元) 17.76  
近12个月最高/最低(元) 22.90/13.85  
总股本(百万股) 1,357  
流通股本(百万股) 1,357  
流通股比例(%) 100.00  
总市值(亿元) 241  
流通市值(亿元) 241

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：郑洋

执业证书号：S0010524110003

邮箱：zhengyang@hazq.com

### 相关报告

- 业绩稳健增长，特高压持续推进公司有望受益 2024-12-02
- 高压开关领军企业，特高压建设加速提供增长动能 2024-07-08
- 业绩超预期，特高压及主网建设持续推进 2024-08-31

### 主要观点：

#### ● 业绩

公司发布2024年年报及2025年第一季度报告。2024年实现营收124.02亿元，同比增长11.96%，实现归母净利润10.23亿元，同比增长25.43%，扣非归母净利润9.93亿元，同比增长22.99%。2025Q1实现营收25.10亿元，同比增长22.82%，实现归母净利润3.58亿元，同比增长55.94%，扣非归母净利润3.56亿元，同比增长56.23%。

#### ● 高压板块营收占比提升，公司整体毛利率持续改善

2024年营收方面，分板块看，高压板块、配网板块、国际板块、运维检修及其他板块营收分别达到76.98/32.42/2.04/11.63亿元，同比分别+25.06%/+11.43%/-71.79%/-0.89%，毛利率分别达到25.53%/16.03%/-30.43%/25.16%，毛利率较上年变化分别为+2.66/+0.21/-39.58/-4.61pct。2024年整体毛利率达到22.07%，同比提升1.24pct，主要由于高压板块占比提升，毛利率提升。报告期内确认甘孜等14间隔1000kV GIS，庆阳换流站等97间隔750kV GIS（2023年确认7间隔1000kV GIS，50间隔750kV GIS）。2025年国网第一批输变电设备平高电气合计中标金额11.69亿元，占比26.6%。特高压第一次设备招标平高电气共中标4个间隔，为烟威1000kV特高压交流输电工程中的昌乐（潍坊）1000kV变电站扩建项目和高乡（临沂）1000kV变电站扩建项目，未来有望支撑公司业绩增长。

#### ● 投资建议

考虑到特高压及主网建设加速，公司作为特高压领域领先企业，业绩有望实现持续增长。我们预计25/26/27年归母净利润分别为13.95/16.22/18.48亿元（前值为14.14/17.05/-亿元），对应PE分别17/15/13倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

海外业务拓展不及预期；电网投资不及预期；行业竞争加剧。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 12402 | 14081 | 15512 | 16880 |
| 收入同比(%)   | 12.0% | 13.5% | 10.2% | 8.8%  |
| 归属母公司净利润  | 1023  | 1395  | 1622  | 1848  |
| 净利润同比(%)  | 25.4% | 36.3% | 16.3% | 13.9% |
| 毛利率(%)    | 22.4% | 23.4% | 23.8% | 24.2% |
| ROE(%)    | 9.8%  | 11.7% | 12.0% | 12.0% |
| 每股收益(元)   | 0.75  | 1.03  | 1.20  | 1.36  |
| P/E       | 25.46 | 17.28 | 14.85 | 13.04 |
| P/B       | 2.49  | 2.03  | 1.79  | 1.57  |
| EV/EBITDA | 12.19 | 9.21  | 6.23  | 4.61  |

资料来源：iFind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |
| <b>流动资产</b>    | 16332 | 18832 | 40323 | 40560 |        |  |  |  |  |
| 现金             | 7130  | 7045  | 10948 | 13414 |        |  |  |  |  |
| 应收账款           | 6361  | 7822  | 19663 | 18108 |        |  |  |  |  |
| 其他应收款          | 76    | 104   | 231   | 210   |        |  |  |  |  |
| 预付账款           | 332   | 453   | 1122  | 1102  |        |  |  |  |  |
| 存货             | 1547  | 1878  | 5861  | 5647  |        |  |  |  |  |
| 其他流动资产         | 886   | 1531  | 2499  | 2079  |        |  |  |  |  |
| <b>非流动资产</b>   | 5410  | 5296  | 5159  | 5020  |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | 621   | 631   | 641   | 651   |        |  |  |  |  |
| 固定资产           | 2079  | 1974  | 1861  | 1739  |        |  |  |  |  |
| 无形资产           | 1173  | 1143  | 1113  | 1083  |        |  |  |  |  |
| 其他非流动资产        | 1538  | 1550  | 1545  | 1547  |        |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>    | 21743 | 24129 | 45482 | 45580 |        |  |  |  |  |
| <b>流动负债</b>    | 10498 | 11391 | 31007 | 29128 |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | 0     | 50    | 100   | 150   |        |  |  |  |  |
| 应付账款           | 5777  | 6618  | 16877 | 15538 |        |  |  |  |  |
| 其他流动负债         | 4721  | 4723  | 14030 | 13439 |        |  |  |  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 280   | 267   | 267   | 267   |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | 41    | 41    | 41    | 41    |        |  |  |  |  |
| 其他非流动负债        | 239   | 226   | 226   | 226   |        |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>    | 10777 | 11657 | 31274 | 29394 |        |  |  |  |  |
| 少数股东权益         | 494   | 598   | 713   | 842   |        |  |  |  |  |
| 股本             | 1357  | 1357  | 1357  | 1357  |        |  |  |  |  |
| 资本公积           | 4886  | 4886  | 4886  | 4886  |        |  |  |  |  |
| 留存收益           | 4228  | 5630  | 7252  | 9101  |        |  |  |  |  |
| 归属母公司股东权       | 10471 | 11873 | 13496 | 15344 |        |  |  |  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 21743 | 24129 | 45482 | 45580 |        |  |  |  |  |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 3008  | 70    | 4031  | 2592  |        |  |  |  |  |
| 净利润            | 1119  | 1499  | 1737  | 1978  |        |  |  |  |  |
| 折旧摊销           | 373   | 307   | 308   | 308   |        |  |  |  |  |
| 财务费用           | 2     | 1     | 3     | 4     |        |  |  |  |  |
| 投资损失           | -34   | -24   | -25   | -28   |        |  |  |  |  |
| 营运资金变动         | 1413  | -1742 | 1979  | 300   |        |  |  |  |  |
| 其他经营现金流        | -158  | 3269  | -212  | 1708  |        |  |  |  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -134  | -198  | -175  | -172  |        |  |  |  |  |
| 资本支出           | -165  | -186  | -190  | -190  |        |  |  |  |  |
| 长期投资           | 0     | -10   | -10   | -10   |        |  |  |  |  |
| 其他投资现金流        | 32    | -2    | 25    | 28    |        |  |  |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -720  | 43    | 47    | 46    |        |  |  |  |  |
| 短期借款           | -216  | 50    | 50    | 50    |        |  |  |  |  |
| 长期借款           | 41    | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 其他筹资现金流        | -546  | -8    | -3    | -4    |        |  |  |  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | 2155  | -85   | 3903  | 2466  |        |  |  |  |  |

| 利润表             |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |
| <b>营业收入</b>     | 12402 | 14081 | 15512 | 16880 |        |  |  |  |  |
| 营业成本            | 9629  | 10783 | 11815 | 12787 |        |  |  |  |  |
| 营业税金及附加         | 99    | 109   | 116   | 122   |        |  |  |  |  |
| 销售费用            | 495   | 557   | 608   | 668   |        |  |  |  |  |
| 管理费用            | 383   | 482   | 487   | 543   |        |  |  |  |  |
| 财务费用            | -59   | -106  | -103  | -160  |        |  |  |  |  |
| 资产减值损失          | -66   | -30   | -30   | -30   |        |  |  |  |  |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 投资净收益           | 34    | 24    | 25    | 28    |        |  |  |  |  |
| <b>营业利润</b>     | 1266  | 1661  | 1929  | 2213  |        |  |  |  |  |
| 营业外收入           | 11    | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 营业外支出           | 4     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| <b>利润总额</b>     | 1273  | 1661  | 1929  | 2213  |        |  |  |  |  |
| 所得税             | 154   | 162   | 193   | 235   |        |  |  |  |  |
| <b>净利润</b>      | 1119  | 1499  | 1737  | 1978  |        |  |  |  |  |
| 少数股东损益          | 96    | 105   | 114   | 129   |        |  |  |  |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1023  | 1395  | 1622  | 1848  |        |  |  |  |  |
| EBITDA          | 1556  | 1862  | 2134  | 2361  |        |  |  |  |  |
| EPS (元)         | 0.75  | 1.03  | 1.20  | 1.36  |        |  |  |  |  |

| 主要财务比率          |       |       |        |        |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
| <b>成长能力</b>     |       |       |        |        |
| 营业收入            | 12.0% | 13.5% | 10.2%  | 8.8%   |
| 营业利润            | 26.6% | 31.2% | 16.2%  | 14.7%  |
| 归属于母公司净利        | 25.4% | 36.3% | 16.3%  | 13.9%  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |        |        |
| 毛利率 (%)         | 22.4% | 23.4% | 23.8%  | 24.2%  |
| 净利率 (%)         | 8.3%  | 9.9%  | 10.5%  | 11.0%  |
| ROE (%)         | 9.8%  | 11.7% | 12.0%  | 12.0%  |
| ROIC (%)        | 9.4%  | 11.2% | 11.5%  | 11.2%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 49.6% | 48.3% | 68.8%  | 64.5%  |
| 净负债比率 (%)       | 98.3% | 93.5% | 220.1% | 181.6% |
| 流动比率            | 1.56  | 1.65  | 1.30   | 1.39   |
| 速动比率            | 1.32  | 1.39  | 1.03   | 1.12   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |        |        |
| 总资产周转率          | 0.59  | 0.61  | 0.45   | 0.37   |
| 应收账款周转率         | 1.93  | 1.99  | 1.13   | 0.89   |
| 应付账款周转率         | 1.69  | 1.74  | 1.01   | 0.79   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |        |        |
| 每股收益            | 0.75  | 1.03  | 1.20   | 1.36   |
| 每股经营现金流         | 2.22  | 0.05  | 2.97   | 1.91   |
| 每股净资产           | 7.72  | 8.75  | 9.95   | 11.31  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |        |        |
| P/E             | 25.46 | 17.28 | 14.85  | 13.04  |
| P/B             | 2.49  | 2.03  | 1.79   | 1.57   |
| EV/EBITDA       | 12.19 | 9.21  | 6.23   | 4.61   |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

**分析师：**郑洋，华安证券电新行业分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

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