

工业特种电机龙头，核电业务进入收获期

佳电股份（000922.SZ）深度报告

分析师：贺朝晖 S0910525030003

分析师：周涛 S0910523050001

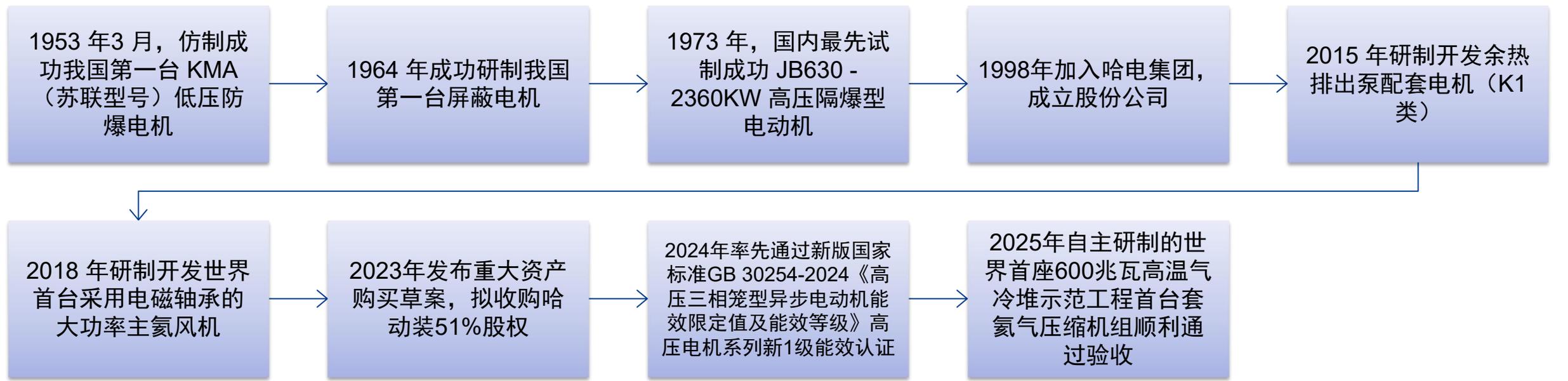


- ◆ **我国工业特种电机行业摇篮。**佳电股份始建于1937年，是国内特种电机领域的核心供应商，依托央企哈电集团背景和技术优势，在核电、防爆电机等高端市场占据重要地位。是国内唯一一家同时具备三代核电（压水堆核电站核主泵）和四代核电（高温气冷堆主氦风机主设备）的供应商。2024年，公司经济效益综合指数稳居行业第二，41项国家行业和团体标准的制定奠定公司行业领跑地位。
- ◆ **电机：行业稳定增长，受益能效升级与设备更新政策红利。**2024年3月，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新的行动方案》、《推动工业领域设备更新实施方案》等政策落地，提出到2027年，工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，重点行业能效基准水平以下产能基本退出。公司已率先通过新版国家标准 GB 30254-2024《高压三相笼型异步电动机能效限定值及能效等级》高压电机系列新1级能效认证，成为国内首家具备新1级能效高压电机4个主系列505个规格产品销售和供货能力的电机制造企业。看好公司抢占能效升级与设备更新市场先机。
- ◆ **核电：三代堆+四代堆核心设备供应商。**从2019年至2025年，我国核准核电机组数量分别为6台、4台、5台、10台、10台、11台、10台，持续保持积极安全有序发展的良好势头。公司核电产品在第三、四代核技术应用领域广泛布局，控股子公司哈电动装是国内唯一同时具备设计、制造、试验一体化的核电轴封型主泵和屏蔽式主泵电机资质和能力的企业。我国核电“热堆-快堆-聚变堆”三步走路线明确，随着三代堆机组的批量建设与四代堆首堆的验证通过，公司有望持续受益核电行业的高景气度。
- ◆ **投资建议：**公司是工业特种电机的行业龙头，受益能效升级与设备更新政策推动，核电领域竞争优势突出，看好公司未来的成长空间，预计2025-2027年归母净利润分别为3.70、4.86、5.70亿元，EPS分别为0.53、0.70、0.82元/股，P/E分别为20、15、13倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**市场竞争加剧，原材料价格波动风险，核电发展不及预期，人力资源风险。

-  01 公司简介：我国工业特种电机行业摇篮
-  02 电机：行业稳定增长，受益能效升级与设备更新政策红利
-  03 核电：三代堆+四代堆核心设备供应商
-  04 盈利预测与投资建议
-  05 风险提示

1.1 佳电股份发展历程

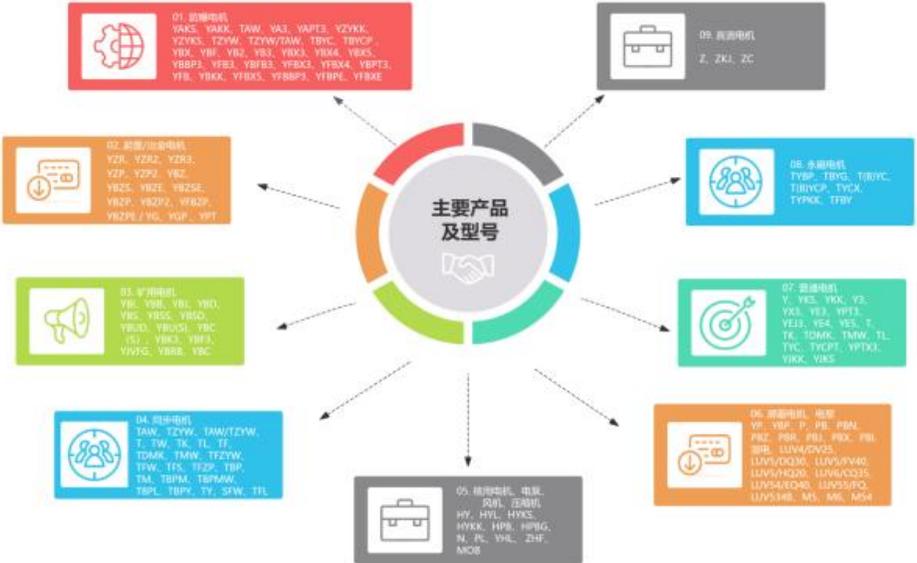
◆ 哈尔滨电气集团佳木斯电机股份有限公司，是中央管理的国有重要骨干企业之一——哈尔滨电气集团有限公司的控股子公司，是我国特种电机的创始厂和主导厂。公司始建于1937年，延续了80余年生产电动机的历史，是中国共产党的第一座电机厂。1964年，哈电集团佳电股份成功研制我国第一台屏蔽电机，填补了我国防爆电机制造业领域空白；1970年响应“三线建设”，赴河南建立南阳防爆电机厂，形成了我国工业特种电机的南北格局。2011年设立“国家防爆电机工程技术研究中心”，2011年公司在深交所借壳上市成功。2015年国产化余热排出泵电机（K1类）打破国外垄断，2018年研制世界首台电磁轴承大功率主氦风机（高温气冷堆核心设备）。2021年研发达IE5标准的YBX5系列电机并率先上市。。



1.2 产品应用范围广，行业标准制定者

◆ 公司生产的“飞球”牌电机主要应用于石油、化工、煤炭、钢铁、冶金、交通、电力、航天等领域，产品遍布全国并远销40多个国家和地区。佳电股份作为哈电集团在A股唯一一家上市企业，电机产品交付投运单机最大功率80000千瓦，已实现工业电机类产品全覆盖，是国内唯一一家同时具备三代核电（压水堆核电站核主泵）和四代核电（高温气冷堆主氦风机主设备）的供应商。2024年，公司经济效益综合指数在中国电器工业协会中小型电机分会中排名第二。完成41项上级标准立项制、修订工作，目前均在制定起草阶段。

主要产品及型号



中国机械工业科学技术一等奖

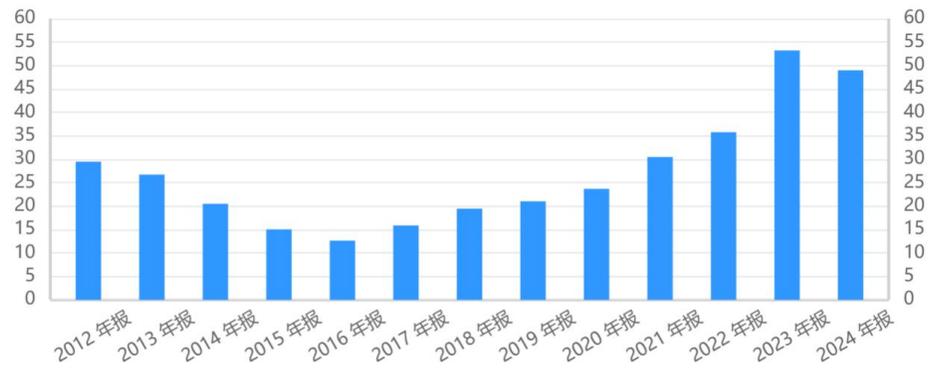


1.3 突破经营困境，稳健向上

回顾公司从2011年借壳上市以来的发展历程，可分为两个阶段：

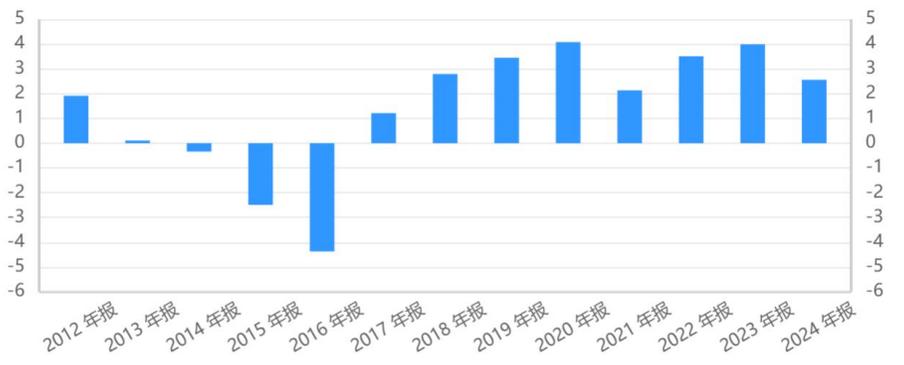
- ◆ 2015-2016年遭遇“寒冬”：2015年，前期快速扩张的佳电在市场变化之下陷入危机，其占据优势的煤炭、石油、化工等行业的建设项目纷纷暂缓甚至“下马”，加之内部管理粗放，从2013年起就业绩承压。随着电机行业产能过剩、产品转型和价格竞争日趋白热化，公司前期快速扩张时积累的问题集中爆发，2015-2016年连续大额亏损。
- ◆ 2017年，新任董事长刘清勇推动全面改革：优化管理架构、强化技术研发、拓展高端市场。内部大力推行工序自动化、智能化，人员劳动生产率提高71.4%。2019年，企业经济效益从国内电机行业第21位跃升至第2位，在营收只占哈电集团8%的前提下，利润占比超过60%。2022年营收突破35.8亿元，归母净利润达3.51亿元。

000922.SZ[佳电股份]-财务摘要



营业总收入（亿元）

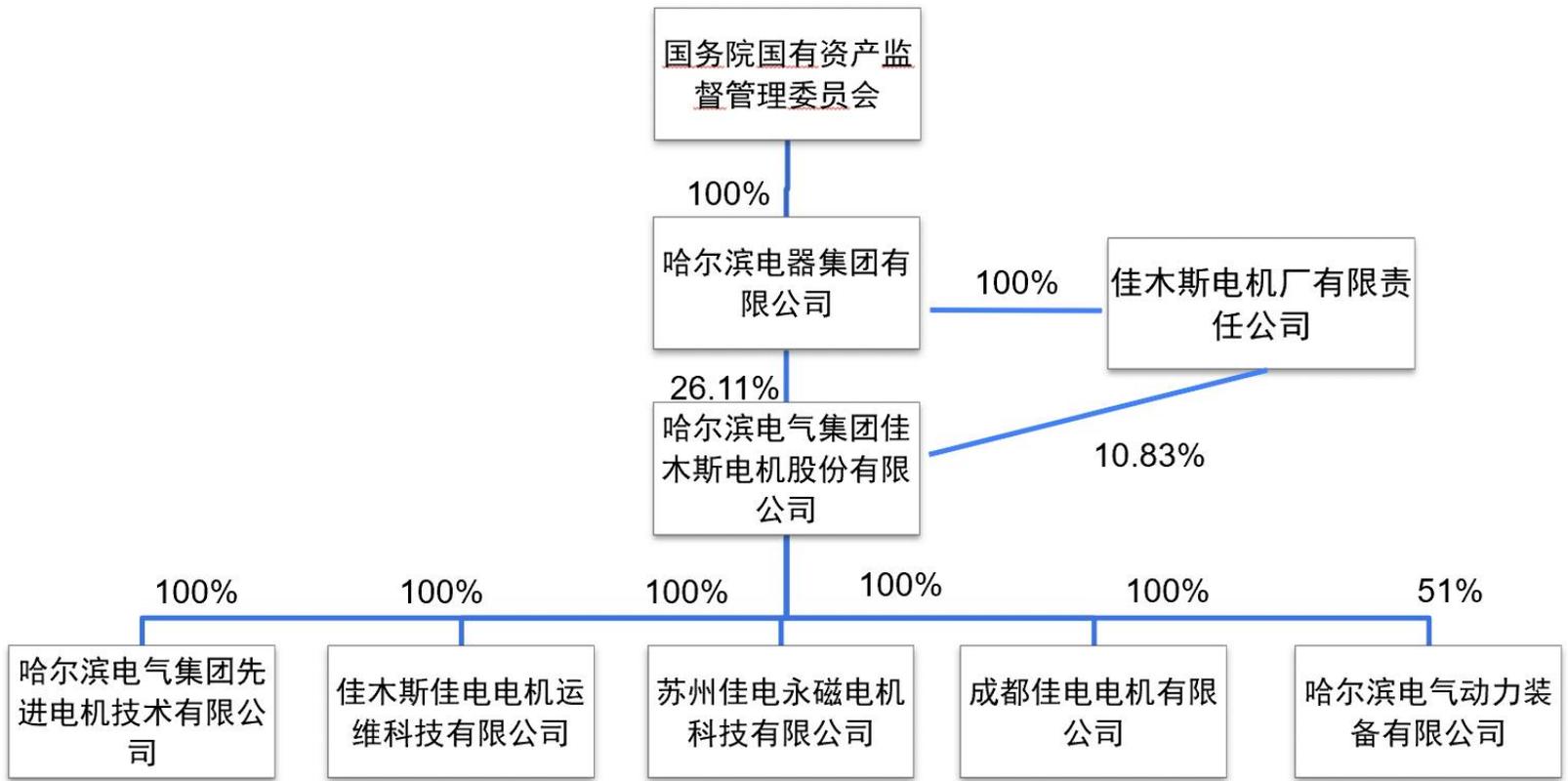
000922.SZ[佳电股份]-财务摘要



归母净利润（亿元）

1.4 股权结构：实控人为国资委，收购哈电动装增厚实力

◆ 截至2024年底，哈电集团直接持有公司154,945,750股股份，持股比例为26.11%，通过佳木斯电机厂有限责任公司间接持有公司64,280,639股股份，持股比例为10.83%，哈电集团持有佳木斯电机厂有限责任公司100%股权，哈电集团直接和间接合计持有公司36.94%的股份，为公司控股股东。国务院国资委为公司实际控制人。2023年11月，佳电股份完成收购哈电动装51%股权，两家公司之间的同业竞争问题彻底解决，可有效利用哈电动装在电机领域的产业优势，扩大公司的业务规模和范围，提高市场占有率，优化资产结构，增厚业绩。



1.5 核电增长，政策红利待释放

- ◆ 佳电股份的收入结构以电动机为主，核电产品业务增长显著。2024年，公司实现营业收入 489,933.05 万元，同比-7.92%，实现归母净利润 25,647.92 万元，同比-35.78%，基本每股收益 0.43 元，同比下降 35.79%。2025 年一季度，公司实现营业总收入11.56亿元，同比增长0.25%，公司毛利率为19.42%，同比-1.56pct。
- ◆ 业绩下滑主要受三方面因素影响：一是市场竞争加剧，电动机行业需求不及预期，企业间低价竞争激烈；二是主要原材料电解铜、铝锭价格上涨挤压利润空间；三是2024年出台的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》等政策红利尚未集中释放。

产品	营业收入	占营收比重	营收同比	毛利率	毛利率同比
电动机及服务	3,900,965,492.99	79.62%	-13.77%	17.94%	-6.11pct
核电产品	869,109,381.19	17.74%	+26.67%	37.90%	+17.51pct
材料及其他	129,255,669.70	2.64%	+16.85%	-	-

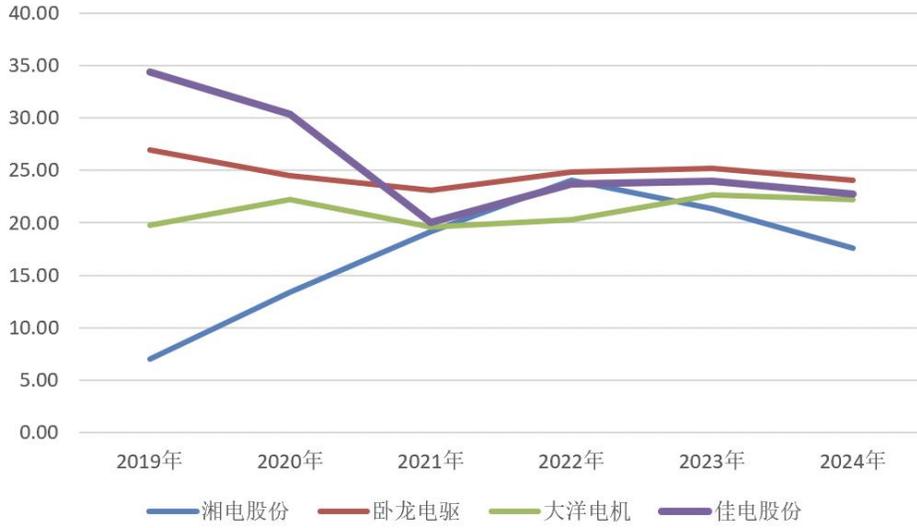
2024年佳电股份分产品收入与毛利润（元）



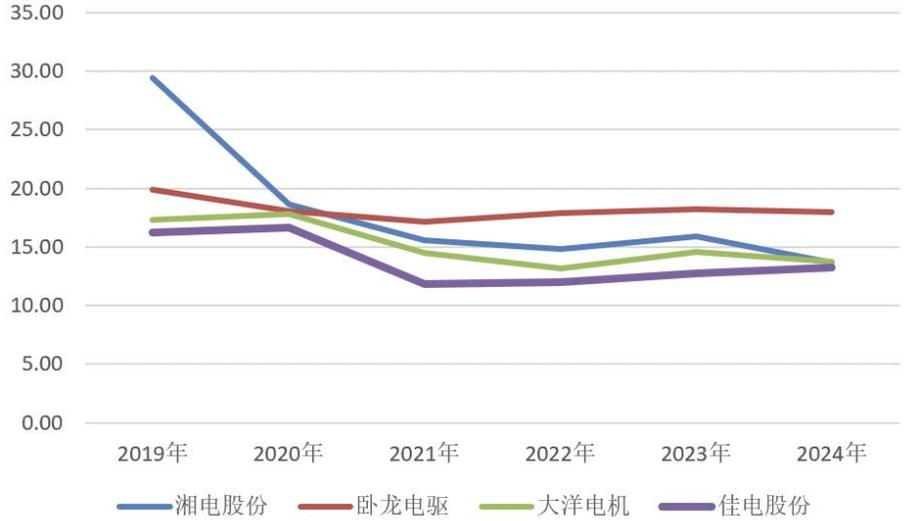
佳电股份营业收入占比（%）

1.6 盈利能力较好+费用管控能力突出

- ◆ 公司毛利率2024年全年销售毛利率为22.71%，近五年毛利率平均值为24.17%，处于行业较高水平。其中电动机及服务的毛利率为17.94%，同比下降6.11pct；核电产品的毛利率37.90%，同比提升17.51pct。随着公司核电产品的逐渐放量，看好公司盈利能力的进一步增强。
- ◆ 费用管控能力优于同行，佳电股份期间费用率较为稳定，2021-2024年控制在约10%-15%区间。



佳电股份与同行业公司毛利率对比 (%)

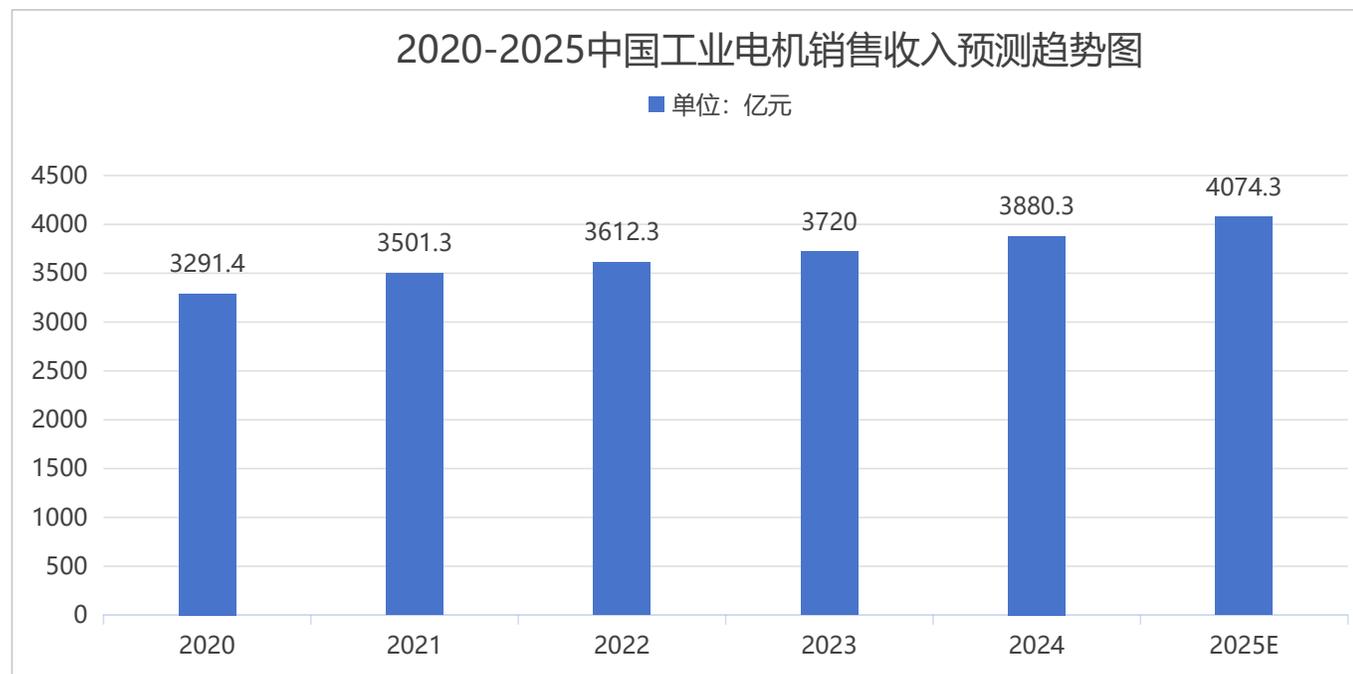


佳电股份与同行业公司期间费用率对比 (%)

- 01 公司简介：我国工业特种电机行业摇篮
- 02 电机：行业稳定增长，受益能效升级与设备更新政策红利
- 03 核电：三代堆+四代堆核心设备供应商
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示

2.1 电机行业：行业有望稳步增长

- ◆ 根据《全国中小型电机行业主要指标完成情况》显示，2024年在外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势下，我国国民经济运行总体平稳，全国规模以上工业增加值同比增长5.8%，制造业工业增加值同比增长6.1%，下游行业需求稳步增长。国家将开展重点用能单位能效诊断及分领域分行业节能降碳专项行动，推进节能降碳改造和用能设备更新，到2025年底，实现重点用能单位节能监察全覆盖，持续完善节能降碳改造和用能设备更新项目储备清单，为电动机市场提供有利契机。中商产业研究院发布的《2025-2030年中国工业电机市场调查与行业前景预测专题研究报告》显示，2024年中国工业电机销售收入达到约3880.3亿元，近五年年均复合增长率达4.2%。



2.2 电机行业：能效提升政策持续加码

- ◆ 在“双碳”背景下，高能耗行业低碳转型的需求日益迫切，直接推动了高效节能电机的市场需求。政府出台了一系列政策，例如《电机能效提升计划(2021-2023年)》、《工业能效提升行动计划》等实施电机能效提升行动，到2025年新增高效节能电机占比达到70%以上。该系列举动旨在加快高效节能电机的推广应用，提高能源资源利用效率。此外，电机产品的应用范围也在不断扩大，覆盖冶金、建材、造纸、市政、水利、造船等多个领域。未来，电机行业将继续朝着高效率、低能耗的方向发展，同时加强技术创新，以适应更广泛的应用需求和市场变化。

中国工业电机行业政策历程图



2.3 受益于能效提升+设备更新政策红利释放

- ◆ 2013年至2019年，佳电股份先后成功研发YB3系列高压隔爆型三相异步电动机，YBX3系列高压隔爆型三相异步电动机，YBX4系列低压高效率三相异步电动机，能效指标逐年提高，远超当时国家标准中的1级能效水平，达到国际标准中的IE4效率指标，YBX4系列产品成为全国效率水平最高的低压三相异步电动机，也成为国内首家取得全系列防爆认证、节能认证等相关权威认证的1级能效产品，并在行业内率先推向市场。2024年，佳电股份率先通过新版国家标准GB 30254-2024《高压三相笼型异步电动机能效限定值及能效等级》高压电机系列新1级能效认证，成为国内首家具备新1级能效高压电机4个主系列505个规格产品销售和供货能力的电机制造企业。

产品	简介
YBX5 系列高效率隔爆型三相异步电动机	YBX5 全系列取得防爆合格证、生产许可证、节能认证、能效标识等相关认证，其中YBX5系列高效率隔爆型三相异步电动机，是积累几代高效电机成功经验的基础上研制开发的新一代产品，电机能效满足GB/T18613 中一级能效标准，并同时满足国际标准 IEC60034-30中IE5效率指标。
YB3、YBX3 系列高效率隔爆型三相异步电动机	YB3 系列电机效率满足国家二级能效的要求；YBX3系列电机效率满足国家一级能效的要求。
YBKK 系列高压隔爆型三相异步电动机	效率高、噪声低、外形美观、安全环保、运行可靠、使用寿命长等优势，其各项性能指标可与国际先进公司的产品媲美，安装尺寸上能实现电机互换。
防爆同步电动机	10000kW-18p 同步电机是目前国内最大的 18p 防爆同步电动机，同时具备两种防爆形式的优点，可靠性更高；并具有高起动转矩低起动电流特性，采用单支撑结构，系统效率更高。

2.3 受益于能效提升+设备更新政策红利释放

- ◆ GB 30254-2024《高压三相笼型异步电动机能效限定值及能效等级》于2024年8月23日发布，2025年9月1日起实施。此标准规定了高压三相笼型异步电动机的能效等级、技术要求和试验方法，适用于50Hz三相交流电源供电，连续工作制的立式、卧式电动机和防爆型电动机。GB 30253-2024《永磁同步电动机能效限定值及能效等级》于2024年9月29日正式发布，将于2025年10月1日起实施。该标准由国家标准委归口，规定了永磁同步电动机的能效等级、技术要求和试验方法，适用于连续工作制的一般用途或防爆用途永磁同步电动机。



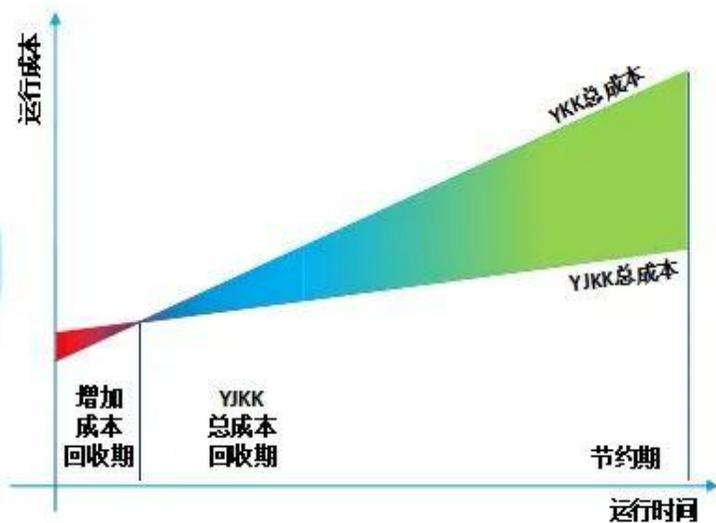
产品节能认证证书

- ◆ 从低压到高压电机，作为标准制定者，公司持续引领行业发展。国家出台多项政策推动电机能效标准提升，GB18613-2020《电动机能效限定及能效等级》将IE5效率列为中国三相异步电动机最高的一级能效等级指标，IE3效率为三级能效等级。从标准实施之日起，IE3效率成为中国最低的三相异步电动机能效限定值（三级能效），低于该能效限定值的三相异步电动机禁止生产销售，有力推动我国中小型三相异步电动机效率水平的提升。公司参与行业标准制定，在标准实施前已先行取得样机，看好公司抢占高压市场先机。

2.3 受益于能效提升+设备更新政策红利释放

- ◆ YJJK、YJKS系列新1级能效高压三相异步电动机是新一代高压箱式电机产品，效率满足GB 30254-2024规定的1级能效值，较上一代YXKK、YXKS产品提升了一个能效等级。产品设计之初，精准考虑铁磁材料的非线性，使得磁负荷和电负荷分布更加合理；根据电机负荷及温度分布特性，精准合理的设计风扇结构，降低通风损耗；利用电磁场数值分析选择合理的槽配合、气隙，削弱相带谐波与齿谐波，降低杂散损耗；通过以上措施，实现了产品高效节能并在国内率先取得系列产品节能认证。

- ◆ 以YJJK 2240kW-4P 6kV电机为例，1级能效电机效率为96.9%，同规格2级能效及3级能效电机效率分别是96.2%、95.4%，年运行时间按8000小时计算，电价按每千瓦时0.7元计算，1级能效电机比2级能效电机一年节约9.4万人民币，比3级能效电机一年节约20.3万人民币，高效电机产品可以带来极大的降本增效的效果。

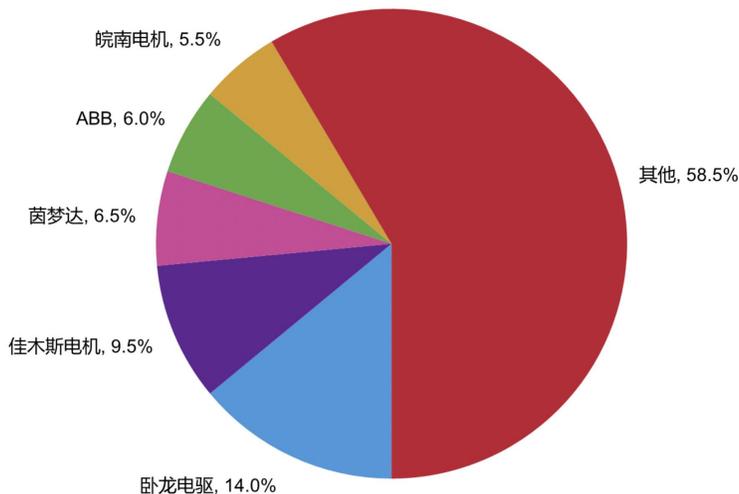


高效电机节能案例

2.3 受益于能效提升+设备更新政策红利释放

- ◆ 2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新的行动方案》，重点实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用和标准提升四大行动。《行动方案》提出要加快推广能效先进水平和节能水平的用能设备，分行业分领域实施节能降碳改造，严格落实能耗、排放等强制性标准要求，加快重点用能行业、重点环节推广应用节能环保绿色装备，推动电机、变压器、锅炉等用能设备能效升级，加快钢铁、有色、建材等行业绿色设备应用，促进全社会重点用能设备更新升级，为实现工业领域碳达峰碳中和目标提供有力支撑。

中国工业电机（低压和中压）2023年市占率

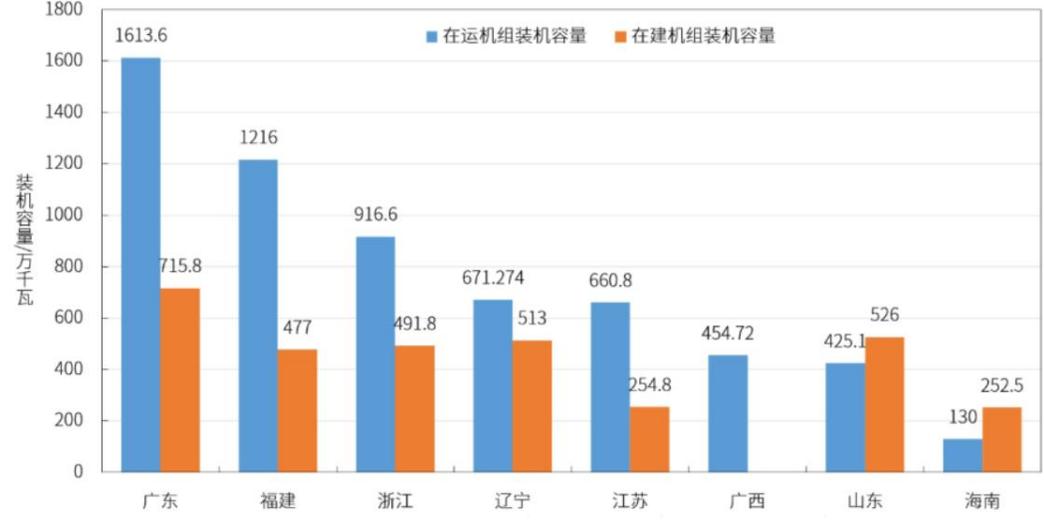


- ◆ 公司未来将重点发展一级能效电机和水利项目。
- ◆ 本土电机品牌存在国产替代机会。在国家政策的支持和引导下，电机作为工业的核心部件，尤其在能源安全、高端装备领域依然存在大量市场机会，为本土制造商提供发展空间。凭借成本优势与快速响应能力，以佳电股份、卧龙电驱为代表的内资品牌，有望进一步抢占ABB、茵梦达（西门子）等外资企业的份额。虽然，一系列经济刺激政策对行业需求提升的作用仍存在一定的滞后性，从长期来看，政策刺激效用将在2025年持续发力，并为电机产品需求增长提供机会。

- 01 公司简介：我国工业特种电机行业摇篮
- 02 电机：行业稳定增长，受益能效升级与设备更新政策红利
- 03 核电：三代堆+四代堆核心设备供应商
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示

3.1 核电机组核准持续高位

- ◆ 2025年4月27日，经国务院常务会议审议，决定核准五个核电项目，具体为中核三门核电5、6号机组、中广核广西防城港核电5、6号机组、广东台山核电3、4号机组，国家电投海阳核电5、6号，以及华能霞浦核电1、2号机组，合计10台机组。其中，华龙一号机组8台，CAP1000机组2台。
- ◆ 从2019年至2025年4月，我国核准核电机组数量分别为6台、4台、5台、10台、10台、11台、10台，7年累计核准新核电项目28个，合计56台机组，持续保持积极安全有序发展的良好势头。整体来看，我国核电已度过2011-2018年的政策调整与停滞期（受日本福岛核事故影响）进入国产化技术驱动的高速成长期。
- ◆ 截至2024年底，我国在运、在建和核准待建核电机组共有102台，总装机容量1.13亿千瓦，连续第2年位居全球首位。我国核电机组分布在东部沿海8个省份28座核电站。

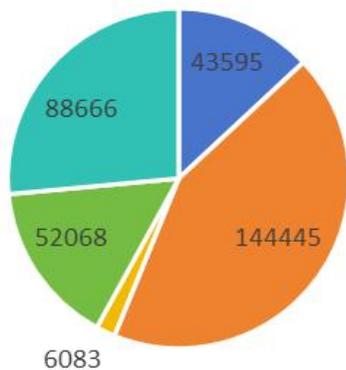


图：我国大陆各省份在运在建核电机组情况 (截至2024年12月31日)

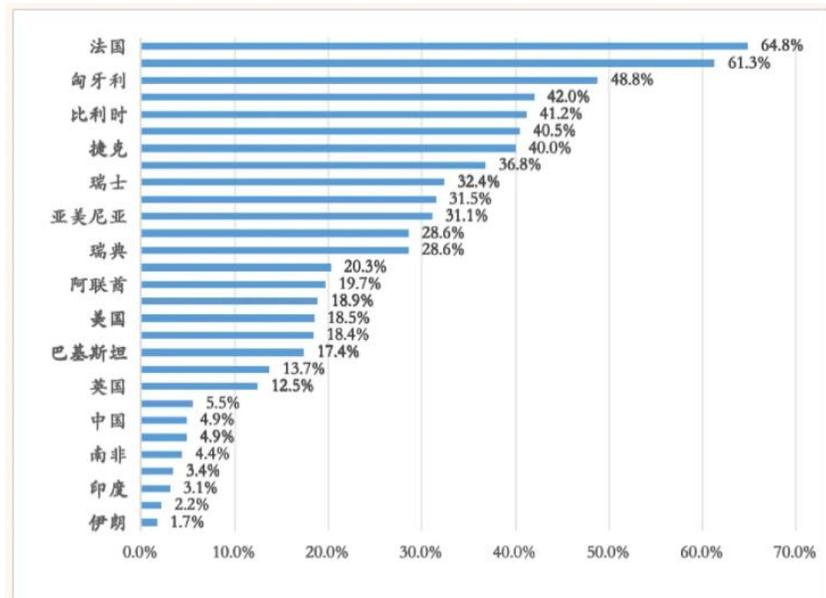
3.2 核能发电装机量和发电量均存在上升空间

- ◆ 截至2024年12月底，全国累计发电装机容量约33.5亿千瓦，同比增长14.6%。其中，太阳能发电装机容量约8.9亿千瓦，同比增长45.2%；风电装机容量约5.2亿千瓦，同比增长18.0%；核电装机容量约0.6亿千瓦，同比增长6.9%。在能源保供+绿色转型背景下，核电作为基荷电源优势彰显。
- ◆ 当前我国发电量中核电占比仅4.73%（截止2024年底），较之发达国家平均水平（10%）有较大提升空间，2023年，核电国家中核能发电占总发电量高于10%的有20余个，法国约为64.8%，俄罗斯约为48.8%，美国约为18.5%，加拿大约为13.7%，英国约为12.5%。我国约为5%。根据核能行业协会预计，到2035、2060年，我国核电发电占比有望先后提升至10%、18%。

2024年全国发电装机容量（万千瓦）



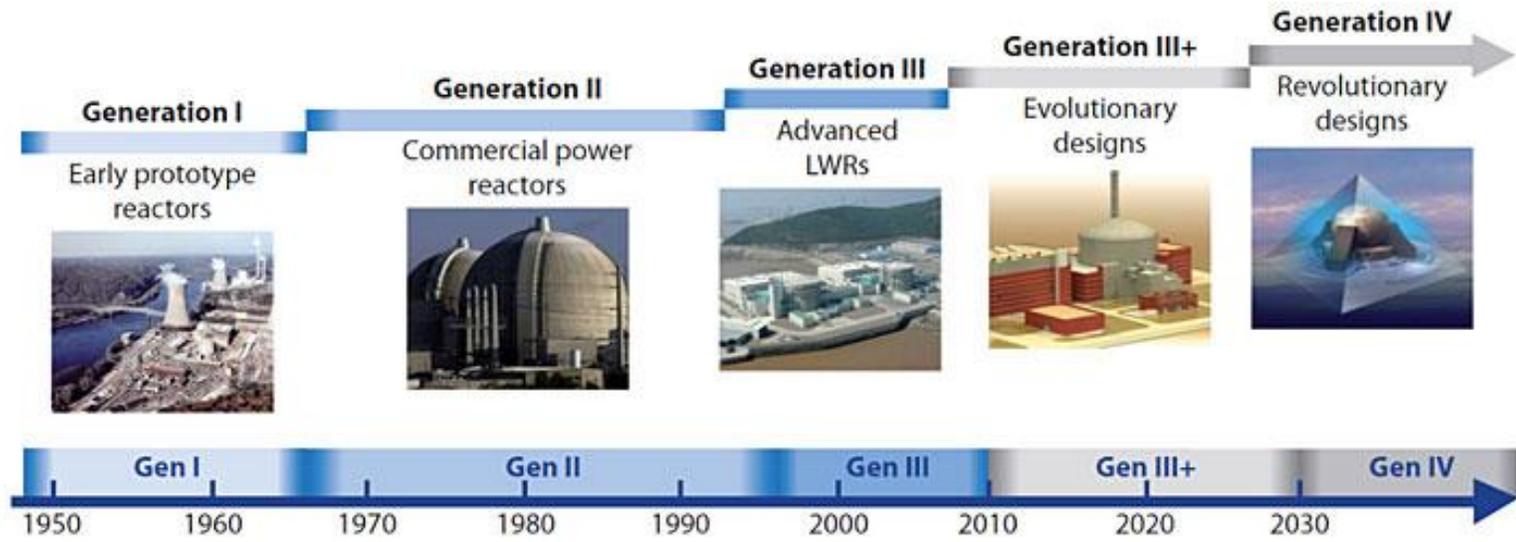
■ 水电 ■ 火电 ■ 核电 ■ 风电 ■ 太阳能发电



2023年核电国家发电比例

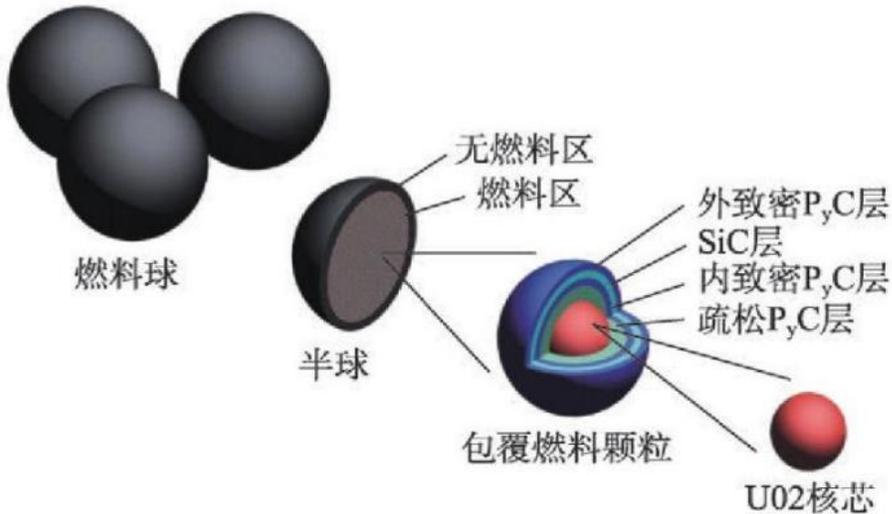
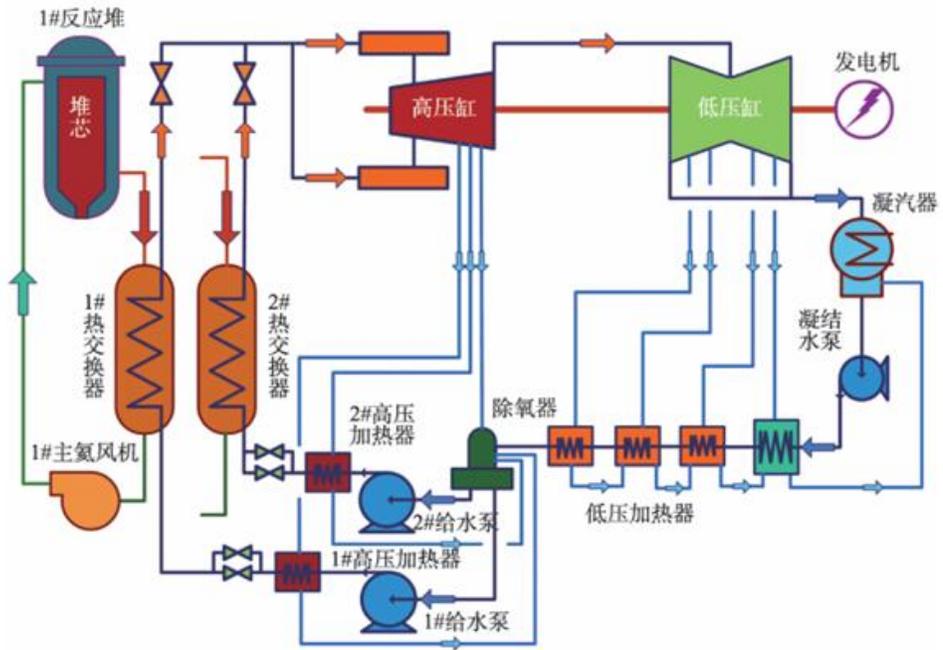
3.3 核电机组技术迭代路线

- ◆ 第一代核电站为原型堆，其目的在于验证核电设计技术和商业开发前景；第二代核电技术在第一代的基础上进行商业化、标准化、系列化、批量化建设，经济性大幅提高；第三代核电技术在第二代基础上进一步提高安全性，主要通过设计非能动安全系统或先进的能动安全系统实现核电站的安全运行，但经济性较第二代有所降低；第四代核电技术目标是解决核能经济性、安全性、废物处理和防核扩散问题，目前仍处于开发阶段。
- ◆ 我国核电“热堆-快堆-聚变堆”三步走路线明确，持续推进三代堆优化和四代堆研发，加快推进快堆核能系统关键核心技术攻关，不断加强聚变堆基础研究、重视开放交流合作。



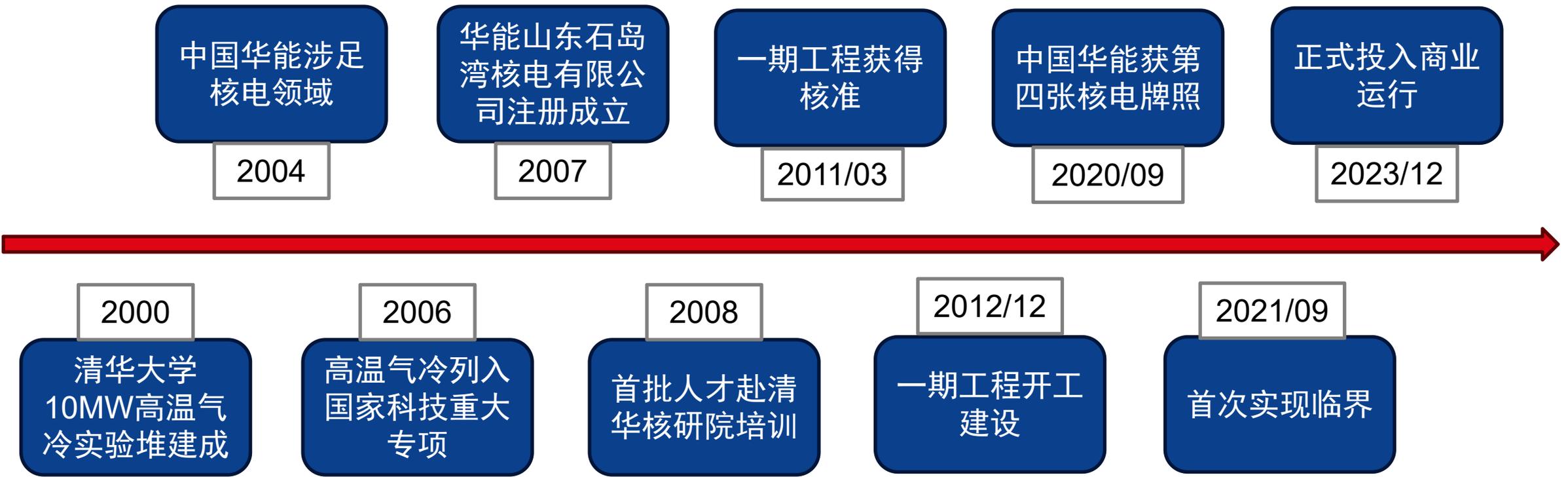
3.4 四代核电技术与应用：新时代的能源解决方案

- ◆ 第四代核能系统是指目前正在设计和研究开发的、经济性和安全性更优越、废物量极少、无需厂外应急，并具有防核扩散的核能利用系统，主要包括钠冷快堆(SFR)、铅冷快堆(LFR)、气冷快堆(GFR)、超临界水冷堆(SCWR)、超高温气冷堆(VHTR)和熔盐堆(MSR)6种堆型。在电力、冶金、石化等领域具有较为广阔的应用前景，如热电联产、工业用热、氢气制备、海水淡化等。
- ◆ 高温气冷堆的高温特性和安全性能来自其直径约1mm的三层同心球壳包覆燃料颗粒：0.5mm的UO₂核芯依次被疏松热解碳、碳化硅和致密热解碳包覆，分散于石墨基体并烧结成球形或棱柱状元件。碳化硅壳在≤1650℃下完整锁固裂变产物，构成首道安全屏障。堆芯通过氦气冷却、石墨慢化，结构材料熔点>3000℃，既避免水冷堆的腐蚀问题，又可实现950℃以上的冷却剂出口温度。



3.4 四代核电技术与应用：新时代的能源解决方案

◆ 2021年12月20日，中国华能石岛湾高温气冷堆示范工程1号反应堆完成发电机初始负荷运行试验评价首次并网成功，发出第一度电，这是全球首座球床模块式高温气冷堆，也是我国具有自主知识产权的第四代核电项目。示范工程由中国华能牵头，于2012年开工建设，先后攻克了核电领域多项世界性、行业性“卡脖子”关键技术设备，国产化率达到93.4%。高温气冷堆技术在中国华能实现了从“实验室”到“工程应用”质的飞跃，标志着我国实现了高温气冷堆核电技术的“中国引领”。



3.5 跳动中国“心”-佳电研发全球首台高温气冷堆主氦风机

◆ 作为高温气冷堆示范工程回路唯一关键能动“心脏”设备-主氦风机的供货单位，佳电股份自2008年3月起组建跨地区投标组，先后在哈尔滨、沈阳、北京、天津、上海等地开展技术方案论证，历时三个月在投标前夜完成可行性文件。答辩中，评标专家一致通过佳电方案，公司最终获得技术标、商务标和质量标三项第一，并于2009年3月签订研制合同。

◆ 研制初期，佳电放弃英国Howden公司高额设计报价，决定自主承担设计、材料、工艺、制造及试验。2010年10月，设计方案通过清华大学核研院审查后，公司围绕十四项核心技术开展结构试验、工艺验证及样机试制。经过多次热态稳定性和耐久试验，最终于2019年4月在石岛湾核电站完成验收并移交，实现了4500 kW立式高速矢量变频风机及电磁轴承等多项技术突破，为我国第四代核电工程提供了关键装备。



3.6 三、四代机组应用领域全面覆盖，竞争优势显著

◆ 公司主要的核电产品涵盖电压等级380~10,000V，功率等级0.37~12,000kW 区间的各个规格，在第三、四代核技术应用领域广泛布局，控股子公司哈尔滨电气动力装备有限公司是国内唯一同时具备设计、制造、试验一体化的核电轴封型主泵和屏蔽式主泵电机资质和能力的企业，随着公司对哈动装的增持，其核心竞争力有望进一步提高。

主要产品名称	技术特点	应用领域
主氦风机	“十一五”《国家中长期科学和技术发展规划纲要》中十六项重大专项之一《高温气冷堆核电站》示范工程核反应堆一回路唯一的关键能动设备，其功能是驱动一回路内的冷却剂-7.0 MPa氦气，流经反应堆堆芯，在反应堆正常启动、运行和停堆等工况时，提供足够流量的氦气通过一回路系统，将反应堆堆芯产生的热量带走；该产品是世界上第一台采用电磁轴承支撑的大功率主氦风机，在国际上还没有容量相当、结构相似的产品，多项技术填补了国内空白，并为国内首创，在国际上处于领先水平。	第四代核技术—高温气冷堆核电站
K1类电机	满足安全等级1E级、抗震等级 I 类、累计辐照剂量为850kGy、使用寿命40年的特殊要求。产品的成功研制打破了国外技术垄断，填补了国内空白，达到国际先进水平，对核级设备国产化具有重要意义。	
屏蔽型主泵电机	CAP1000 屏蔽式核主泵电机技术是目前世界先进的第三代大型压水堆核电站主泵机组技术，拥有先进工艺，公司控股子公司动装公司在此基础上开发了目前世界最大功率的CAP1400屏蔽泵电机。	第三代核技术—压水堆核电站
全密封一体化屏蔽泵	全密封一体化屏蔽泵是公司为我国首个多用途模块化小堆“玲龙一号”研制、开发的专有产品，该产品包含了公司在屏蔽泵方面的多项先进技术，可应用于陆地堆、浮动堆等多种场合。	
轴封型主泵机组	用于驱动冷却剂循环，将反应堆产生的热量传出，同时防止燃料元件烧毁或毁坏。主泵设计为立式单级泵，是核安全一级、抗震 I 类设备；能够长期安全可靠的工作，便于维护。用于“华龙一号”的主泵电机是公司自主研发、独立制造、具有自主知识产权的1000MW 压水堆轴封式核电主冷却剂泵电机。	

3.7 新产能+机组放量，高毛利快增速有望延续

◆ 2024年3月29日，生态环境部召开部常务会议中审议并原则通过江苏徐圩核能供热厂一期工程环境影响报告书（选址阶段）和厂址安全分析报告审评情况。江苏徐圩核能供热厂一期工程位于江苏省连云港市徐圩新区西隄山，拟建设2台华龙一号压水堆机组、1台HTR-PM600S高温气冷堆机组及配套设施。江苏徐圩核能供热厂一期工程是国内首个以供汽供热为主要目的，兼顾电力供应的核动力厂，对加快能源、化工等行业绿色低碳转型，促进新质生产力发展具有引领示范作用。

◆ 2024年，公司核电业务板块实现营收8.69亿元，同比+26.67%，毛利率37.9%，同比+17.51pct。从2022年至2025年，我国核准核电机组数量分别为10台、10台、11台、10台，近四年每年核准10台及以上，标志着我国核电产业正在进入加速期，结合公司在核电领域的竞争优势，盈利能力有望持续向好。

◆ 2025年1月9日，哈电集团自主研发的首座600兆瓦高温气冷堆示范工程首台套氦气压缩机组顺利通过验收，氦气压缩机组是第四代核电高温气冷堆换卸料系统的核心设备之一，与主氦风机组成高温气冷堆氦气循环能动系统，是佳电股份助推能源绿色低碳转型的重要系统集成产品。

佳电股份自主研发的氦气压缩机系统入选国家能源局第四批能源领域首台（套）重大技术装备名单

28	核电站用低压压缩机	600MW高温气冷堆示范工程用氦气压缩机系统	哈电集团佳木斯电机股份有限公司、哈尔滨电气集团先进电机技术有限公司、中核山东核能有限公司	中核山东核能有限公司	高温气冷堆工程
----	-----------	------------------------	--	------------	---------

- 01 公司简介：我国工业特种电机行业摇篮
- 02 电机：行业稳定增长，受益能效升级与设备更新政策红利
- 03 核电：三代堆+四代堆核心设备供应商
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示

4.1 盈利预测核心假设

- ◆ 我们预测2025-2027年公司整体营收55.52/62.81/69.62亿元，毛利率23.90%/25.07%/25.81%。其中，电动机及服务业务随着以旧换新政策影响不断显现和能效升级红利期的到来，公司参与行业标准制定，受益于行业的稳定增长，盈利能力有望小幅改善。预计2025-2027年实现收入42.91/47.20/50.98亿元，毛利率19.00%/20.00%/20.50%；
- ◆ 核电产品业务领域，随着新机组的建设推进，订单进入释放阶段，控股子公司哈动装做为国内唯一轴封型+屏蔽型两个主打产品设计和制造能力的企业，技术壁垒坚固，支撑高毛利韧性；四代堆方面，主氦风机和氦气压缩机订单有望陆续进入交付阶段。预计2025-2027年实现收入11.12/13.90/16.68亿元，毛利率38.00%/38.00%/38.00%；
- ◆ 材料及其他业务，业务体量较小，预计2025-2027年实现收入1.48/1.71/1.96亿元，毛利率60.00%/60.00%/60.00%

4.1 盈利预测核心假设

		2024A	2025E	2026E	2027E
电动机及服务	收入（亿元）	39.01	42.91	47.20	50.98
	YoY	-13.77%	10.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	17.94%	19.00%	20.00%	20.50%
核电产品	收入（亿元）	8.69	11.12	13.90	16.68
	YoY	26.67%	28.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	37.90%	38.00%	38.00%	38.00%
材料及其他	收入（亿元）	1.29	1.48	1.71	1.96
	YoY	16.85%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	64.56%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入（亿元）	48.99	55.52	62.81	69.62
	YoY	-7.93%	13.32%	13.14%	10.85%
	毛利率	22.71%	23.90%	25.07%	25.81%

4.2 可比公司估值对比与投资建议

- ◆ 我们选取业务结构相近的卧龙电驱（电机与驱动专业制造商）、东方电气（发电成套设备与核电设备龙头）、中核科技（核电阀门龙头）作为可比公司。可比公司2025-2027年平均PE估值为21.9、18.5、16.8倍。佳电股份是工业特种电机的行业龙头，受益能效升级与设备更新政策推动，核电领域竞争优势突出，看好公司未来的成长空间。

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600580.SH	卧龙电驱	21.91	285.40	0.80	0.92	1.01	27.5	23.7	21.7
600875.SH	东方电气	16.26	536.98	1.27	1.53	1.69	12.8	10.7	9.6
000777.SZ	中核科技	20.90	80.13	0.82	0.99	1.09	25.6	21.2	19.2
平均							21.9	18.5	16.8
000922.SZ	佳电股份	10.46	72.72	0.53	0.70	0.82	19.6	15.0	12.8

可比公司为Wind一致预测，截止日期为2025年6月21日

4.2 可比公司估值对比与投资建议

- ◆ 公司是工业特种电机的行业龙头，受益能效升级与设备更新政策推动，核电领域竞争优势突出，看好公司未来的成长空间，预计2025-2027年归母净利润分别为3.70、4.86、5.70亿元，EPS分别为0.53、0.70、0.82元/股，P/E分别为20、15、13倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,321	4,899	5,552	6,282	6,963
YoY(%)	48.7	-7.9	13.3	13.1	10.8
归母净利润(百万元)	399	256	370	486	570
YoY(%)	13.7	-35.8	44.3	31.3	17.2
毛利率(%)	24.0	22.7	23.9	25.1	25.8
EPS(摊薄/元)	0.57	0.37	0.53	0.70	0.82
ROE(%)	12.7	9.0	10.0	12.0	12.9
P/E(倍)	18.2	28.4	19.6	15.0	12.8
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
净利率(%)	7.5	5.2	6.7	7.7	8.2

截止日期为2025年6月21日

- 01 公司简介：我国工业特种电机行业摇篮
- 02 电机：行业稳定增长，受益能效升级与设备更新政策红利
- 03 核电：三代堆+四代堆核心设备供应商
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示

- ◆ **市场竞争加剧：**电机制造行业与宏观经济发展关联紧密，当下全球经济环境复杂，不稳定因素增多，企业普遍面临需求和订单不足、产品价格下滑等难题。市场竞争愈发激烈，同行低价抢夺订单的情况时有发生。若公司不能持续提升产品竞争力、拓展市场份额，可能导致营收和利润进一步下滑，对公司业绩产生不利影响。
- ◆ **原材料价格波动风险：**公司生产所需的主要原材料如电解铜、铝锭等价格波动较大。当这些原材料价格上涨时，公司生产成本将增加，若无法及时将成本转嫁给下游客户，毛利率和净利润将受到侵蚀。尽管可通过签订长期合同、套期保值等方式应对，但原材料价格的不确定性仍可能给公司经营带来潜在风险，影响公司的盈利能力和财务状况。
- ◆ **核电发展不及预期：**核电行业受政策影响较大，尽管国家积极安全有序发展核电，但核电机组核准进度可能因政策变动、审批流程、安全评估等因素不及预期。若核电项目建设进度放缓或新核准项目减少，将影响公司核电相关产品订单获取，制约公司核电业务增长。
- ◆ **人力资源风险：**随着国际化进程加快，全球区域化管理势必对人才尤其是高端管理、技术人才提出更高的要求，会在一定程度上造成人才需求瓶颈。由于地理位置、客观环境等因素，公司人才引进和培养都存在一定风险。

财务报表预测与估值数据汇总

佳电股份（000922）股价（2025-06-21）：10.46元

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	7549	7814	7788	9626	9649	
现金	2113	2368	1410	2998	2158	
应收票据及应收账款	2076	2011	2621	2619	3189	
预付账款	502	631	653	800	810	
存货	1545	1630	1913	2034	2298	
其他流动资产	1313	1173	1192	1175	1194	
非流动资产	2091	2230	2326	2425	2513	
长期投资	13	12	12	11	11	
固定资产	1368	1617	1732	1847	1942	
无形资产	175	173	186	191	201	
其他非流动资产	535	429	397	375	359	
资产总计	9639	10043	10114	12051	12162	
流动负债	5898	6156	5820	7294	6823	
短期借款	1127	1486	1486	1486	1486	
应付票据及应付账款	2796	2818	3447	3533	4128	
其他流动负债	1975	1851	888	2276	1210	
非流动负债	260	185	152	163	190	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	260	185	152	163	190	
负债合计	6158	6341	5973	7457	7013	
少数股东权益	289	366	399	454	537	
股本	596	593	695	695	695	
资本公积	1289	1280	1280	1280	1280	
留存收益	1319	1455	1759	2163	2644	
归属母公司股东权益	3192	3336	3742	4139	4611	
负债和股东权益	9639	10043	10114	12051	12162	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	5321	4899	5552	6282	6963	
营业成本	4046	3786	4225	4707	5166	
营业税金及附加	45	34	43	49	54	
营业费用	284	215	316	358	397	
管理费用	211	207	250	283	313	
研发费用	169	184	222	251	279	
财务费用	14	42	34	25	20	
资产减值损失	-163	-143	-84	-94	-104	
公允价值变动收益	21	9	9	11	13	
投资净收益	2	3	2	3	3	
营业利润	462	375	390	529	646	
营业外收入	53	4	25	29	28	
营业外支出	0	0	0	0	0	
利润总额	515	379	415	558	673	
所得税	73	46	12	17	20	
净利润	442	333	403	541	653	
少数股东损益	43	76	33	55	83	
归属母公司净利润	399	256	370	486	570	
EBITDA	558	561	540	684	799	

财务报表预测与估值数据汇总

佳电股份 (000922) 股价 (2025-06-21) : 10.46元

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	555	459	-749	1878	-562
净利润	442	333	403	541	653
折旧摊销	39	164	92	103	114
财务费用	14	42	34	25	20
投资损失	-2	-3	-2	-3	-3
营运资金变动	-240	-238	-1264	1223	-1333
其他经营现金流	303	162	-11	-11	-12
投资活动现金流	193	-241	-176	-187	-187
筹资活动现金流	-521	168	-33	-104	-91
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.37	0.53	0.70	0.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	0.66	-1.08	2.70	-0.81
每股净资产 (最新摊薄)	4.59	4.80	5.24	5.81	6.49

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	48.7	-7.9	13.3	13.1	10.8
营业利润(%)	28.8	-18.9	4.2	35.6	22.0
归属于母公司净利润(%)	13.7	-35.8	44.3	31.3	17.2
获利能力					
毛利率(%)	24.0	22.7	23.9	25.1	25.8
净利率(%)	7.5	5.2	6.7	7.7	8.2
ROE(%)	12.7	9.0	10.0	12.0	12.9
ROIC(%)	10.1	7.1	8.4	10.1	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	63.9	63.1	59.1	61.9	57.7
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	1.8	1.3	1.3	1.3	1.3
估值比率					
P/E	18.2	28.4	19.6	15.0	12.8
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.4	11.6	13.8	8.7	8.6

公司投资评级：

- 买入 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%；
- 增持 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%至15%之间；
- 中性 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至5%之间；
- 减持 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在5%至15%之间；
- 卖出 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于15%。

行业投资评级：

- 领先大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先10%以上；
- 同步大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至10%；
- 落后大市 — 未来6-12个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后10%以上。

基准指数说明：

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，美股市场以标普500指数为基准。

分析师声明

贺朝晖、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsec.com