

平高电气 (600312.SH)

Q2 业绩稳步增长，上半年网内中标居前

公司 2025H1 营业收入、归母净利润、扣非净利润 56.96、6.65、6.61 亿元，同比增长 12.96%、24.59%、24.24%。2025 年 Q2 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 31.85、3.06、3.05 亿元，同比增长 6.23%、0.88%、0.33%。

□ **25Q2 业绩稳步增长。**公司 2025 年 H1 营业收入、归母净利润、扣非净利润 56.96、6.65、6.61 亿元，同比增长 12.96%、24.59%、24.24%。2025 年 Q2 实现营业收入、归上净利润、扣非净利润 31.85、3.06、3.05 亿元，同比增长 6.23%、0.88%、0.33%。

□ **25H1 利润率维持高位，Q2 略有波动。**公司 25 年 H1 毛利率 24.72% (同比 +1.2pcts)，费用率 9.98% (同比 +0.55pcts)，净利率 12.6% (同比 +1.19pcts)。公司 H1 收入结构改善，高压产品占比达 78%，特高压、超高压占比提升，毛利率持续改善。25Q2 毛利率 21.56% (同比 -0.81pcts)，费用率 9.41% (同比 +0.65pcts)，净利率 10.4% (同比 -0.17pcts)。Q2 利润率有所下滑系交付结构波动所致。

□ **主要业务稳步增长，国际板块增幅亮眼。**高压板块：营收 32.64 亿元，同比 +7.55%，毛利率 29.79%，同比 +2.2 pcts。主要得益于可执行合同增加及提质增效成果。配网板块：营收 15.96 亿元，同比 +14.61%，毛利率 15.32%，同比 -0.53 pcts。国际板块：营收 1.67 亿元，同比 +284.54%，毛利率 9.68%，同比转正。公司具备环保型开关设备技术，契合欧洲高端市场需求，同时受益于“一带一路”。运维检修及其他：营收 6.34 亿元，同比 +20.09%，毛利率 24.32%，同比 +1.26pcts。

□ **网内中标维持高位，配网和海外带来弹性。**公司 2025 年 H1 在国网输变电项目变电设备中标同比增加 45%，市占率 8.2%，特高压设备招标市占率 18.6%，皆位居前列。除特高压外，公司在 750kV、550kV 等超高压项目上面也有不错的收益。后续大型发电厂直接接入，以及系列特高压工程将为公司未来业绩增长提供保障。公司很早布局配电网，后续有望受益于配网侧投资加码。海外方面，公司调整战略，深入推进单机市场全球化布局，以一带一路项目为主，252kV 组合电器进入欧洲高端市场，8 种产品通过意大利 TCA 认证，同时沙特项目加快了产品认证，有望带来产品溢价。

□ **投资建议：**估算公司 2025-2026 年归母净利润为 13.81、16.03 亿元，对应估值 16、13 倍，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**电力建设不及预期、公司中标情况不及预期、海外业务进展风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11077	12402	13721	14949	16220
同比增长	19%	12%	11%	9%	9%
营业利润(百万元)	1000	1266	1667	1937	2089
同比增长	209%	27%	32%	16%	8%
归母净利润(百万元)	816	1023	1381	1603	1728
同比增长	285%	25%	35%	16%	8%
每股收益(元)	0.60	0.75	1.02	1.18	1.27
PE	26.3	21.0	15.5	13.4	12.4
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (维持)

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：NA

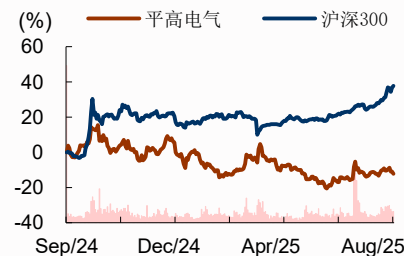
当前股价：15.81 元

基础数据

总股本 (百万股)	1357
已上市流通股 (百万股)	1357
总市值 (十亿元)	21.5
流通市值 (十亿元)	21.5
每股净资产 (MRQ)	8.1
ROE (TTM)	10.4
资产负债率	49.0%
主要股东 中国电气装备集团有限公司	
主要股东持股比例	41.42%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	1	-12
相对表现	-10	-15	-49



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《平高电气 (600312) —Q1 业绩超预期，高压业务快速增长》2025-04-15
- 《平高电气 (600312) —特高压推动业绩快速增长，配网业务有望带来新贡献》2024-09-04
- 《平高电气 (600312) —2024Q1 业绩维持高增长，经营态势持续向好》2024-04-24

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

✉ lvhao1@cmschina.com.cn

表 1：业绩摘要

单位：百万元	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	同比变化(%)
营业收入	9274.28	11077.00	12401.61	5042.28	5695.56	12.96
营业成本	7642.98	8708.44	9629.13	3855.91	4287.37	11.19
毛利润	1631.29	2368.56	2772.48	1186.37	1408.19	18.70
销售税金	83.13	91.41	98.96	41.08	34.71	-15.52
毛利润（扣除销售税金）	1548.16	2277.16	2673.52	1145.29	1373.49	19.92
销售费用	377.23	451.06	494.95	197.81	204.62	3.44
管理费用	396.18	322.61	382.78	143.17	153.01	6.87
研发费用	391.83	523.95	550.46	161.33	239.28	48.32
经营利润	382.92	979.53	1245.32	642.98	776.58	20.78
资产和信用减值损失	-141.00	(139.51)	(136.88)	-22.68	-27.75	22.33
财务费用	-54.08	-92.23	-58.84	-26.92	-28.52	5.94
投资收益	21.54	16.49	34.32	12.94	20.41	57.68
资产处置收益	0.42	0.62	1.70	0.00	-0.05	-7279.58
公允价值变动净收益	0.01	0.00	0.00	0.00	-1.68	
其他收益	6.07	50.35	62.64	13.61	24.74	81.71
营业外收入	15.13	16.04	11.29	5.84	1.62	-72.33
营业外支出	9.21	13.41	4.05	7.20	1.46	-79.70
利润总额	329.96	1002.35	1273.19	672.42	820.91	22.08
所得税	29.56	81.57	154.29	97.07	103.39	6.50
税后净利润	300.40	920.79	1118.90	575.34	717.53	24.71
少数股东损益	88.31	105.07	95.73	41.77	52.73	26.23
归母净利润	212.10	815.71	1023.17	533.57	664.80	24.59
非经常性损益	12.17	8.63	8.63	10.93	4.88	-55.36
扣非归母净利润	199.93	807.08	1014.54	522.64	659.92	26.27
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	17.59	21.38	22.36	23.53	24.72	1.20
销售费用率	4.07	4.07	3.99	3.92	3.59	-0.33
管理费用率	4.27	2.91	3.09	2.84	2.69	-0.15
研发费用率	4.22	4.73	4.44	3.20	4.20	1.00
财务费用率	-0.58	-0.83	-0.47	-0.53	-0.50	0.03
经营利润率	4.13	8.84	10.04	12.75	13.63	0.88
所得税率	9.58	8.27	12.45	14.72	12.92	-1.80
净利率	3.24	8.31	9.02	11.41	12.60	1.19
扣非净利率	2.16	7.29	8.18	10.37	11.59	1.22

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：分项业务拆分

	2023	2024H1	2024	2025H1
营业收入（百万元）	11,077.00	5,042.28	12,401.61	5,695.56
高压板块	6,155.49	3,034.29	7,698.15	3,263.52
中低压及配网板块	2,909.48	1,392.82	3,242.13	1,596.29
国际业务	723.56	43.46	204.11	167.11
运维服务板块及其他	1,174.04	527.70	1,163.64	633.71
其他业务	114.43	44.01	93.58	34.94
综合毛利率（%）	21.38	23.53	22.36	24.72
高压板块	22.90	27.59	25.53	29.79
中低压及配网板块	16.74	15.85	16.03	15.32
国际业务	9.15	-53.96	-30.43	9.68

	2023	2024H1	2024	2025H1
运维服务板块及其他	29.77	25.58	25.16	24.32
其他业务	49.27	38.31	60.57	60.83

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：负债情况

	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	环比变化(%)
负债率%	45.4	48.0	49.6	48.5	49.0	0.5
短期借款（百万元）	360.1	215.5	0.0	0.0	0.0	
一年内到期的非流动负债（百万元）	2.7	0.2	3.2	3.0	3.0	-0.2
在手现金（百万元）	7267.6	9505.7	10423.0	48.5	49.0	0.5

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：现金情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
赊销比	57.71	59.17	51.51	145.34	126.30	-19.04
存货营收比	16.35	18.92	79.09	36.67	39.32	2.65
销售商品、劳务获现金(百万元)	9500.76	10475.95	13385.51	5050.50	5831.78	114.47
销售商品、劳务获现金/营收	102.44	56.52	107.93	100.16	102.39	2.23
经营性现金流净额（百万元）	1396.97	2503.95	3008.16	643.61	-429.61	-67.75
经营现金流净额/税后净利润	658.65	111.42	294.00	120.62	-64.62	-185.25

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：资产回报率情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
归上净利率(%)	2.29	7.36	8.25	10.58	11.67	1.09
总资产周转率(%)	0.50	0.58	0.59	0.24	0.26	0.01
权益乘数	2.01	1.96	2.04	2.03	2.06	0.03
ROE(%)	2.30	8.43	9.98	5.25	6.18	0.92
ROA(%)	1.62	4.85	5.34	2.79	3.23	0.45
ROIC(%)	2.88	8.31	9.77	5.07	6.07	1.00

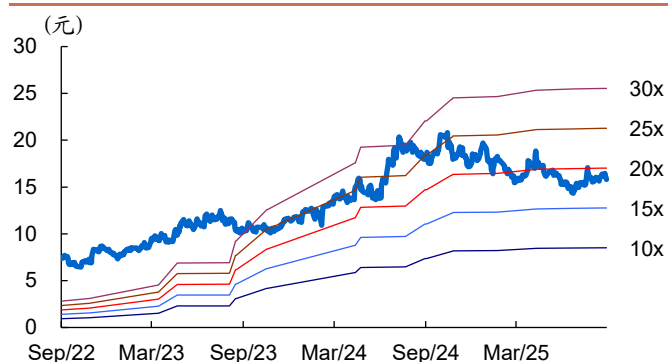
资料来源：公司公告、招商证券

表 6：固定资产和在建工程情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	环比变化(%)
固定资产（百万元）	2,220.27	2,133.50	2,079.19	2,064.79	2,052.77	-0.58
在建工程（百万元）	118.01	90.27	72.23	105.98	77.74	-26.65

资料来源：公司公告、招商证券

图 1：平高电气历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：平高电气历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

《平高电气（600312）—Q1 业绩超预期，高压业务快速增长》2025-04-15

《平高电气（600312）—特高压推动业绩快速增长，配网业务有望带来新贡献》2024-09-04

《平高电气（600312）—2024Q1 业绩维持高增长，经营态势持续向好》2024-04-24

《平高电气（600312）—业绩高增长，经营态势向好》2024-04-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	14515	16332	18336	20538	22927
现金	5001	7130	8199	9516	10964
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	80	27	30	33	36
应收款项	6475	6361	7038	7668	8320
其它应收款	82	76	84	92	100
存货	1426	1547	1675	1807	1963
其他	1451	1190	1309	1422	1544
非流动资产	5644	5410	5223	5054	4902
长期股权投资	617	621	621	621	621
固定资产	2134	2079	2031	1987	1947
无形资产商誉	1356	1362	1226	1103	993
其他	1537	1349	1346	1343	1341
资产总计	20159	21743	23559	25592	27829
流动负债	9509	10498	11304	12137	13125
短期借款	216	0	0	0	0
应付账款	7438	8549	9256	9983	10846
预收账款	1250	1198	1297	1398	1519
其他	605	751	752	755	759
长期负债	161	280	280	280	280
长期借款	0	41	41	41	41
其他	161	239	239	239	239
负债合计	9670	10777	11584	12416	13405
股本	1357	1357	1357	1357	1357
资本公积金	4886	4886	4886	4886	4886
留存收益	3783	4228	5109	6159	7246
少数股东权益	464	494	623	773	935
归属于母公司所有者权益	10026	10471	11352	12402	13489
负债及权益合计	20159	21743	23559	25592	27829

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2504	3008	1569	1858	2072
净利润	921	1119	1510	1753	1890
折旧摊销	386	370	346	327	310
财务费用	2	2	(65)	(71)	(78)
投资收益	(16)	(34)	(97)	(97)	(97)
营运资金变动	1212	1555	(127)	(55)	45
其它	0	(3)	2	2	3
投资活动现金流	(439)	(134)	(61)	(61)	(61)
资本支出	(113)	(187)	(158)	(158)	(158)
其他投资	(326)	54	97	97	97
筹资活动现金流	(300)	(720)	(439)	(481)	(563)
借款变动	(296)	(565)	(3)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
股利分配	(75)	(288)	(501)	(552)	(641)
其他	70	132	65	71	78
现金净增加额	1765	2154	1070	1317	1449

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11077	12402	13721	14949	16220
营业成本	8708	9629	10426	11245	12217
营业税金及附加	91	99	115	123	133
营业费用	451	495	548	597	647
管理费用	323	383	412	448	487
研发费用	524	550	590	643	697
财务费用	(92)	(59)	(65)	(71)	(78)
资产减值损失	(139)	(135)	(125)	(125)	(125)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	50	63	63	63	63
投资收益	16	34	34	34	34
营业利润	1000	1266	1667	1937	2089
营业外收入	16	11	11	11	11
营业外支出	13	4	4	4	4
利润总额	1002	1273	1674	1944	2096
所得税	82	154	164	191	206
少数股东损益	105	96	129	150	162
归属于母公司净利润	816	1023	1381	1603	1728

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	19%	12%	11%	9%	9%
营业利润	209%	27%	32%	16%	8%
归母净利润	285%	25%	35%	16%	8%
获利能力					
毛利率	21.4%	22.4%	24.0%	24.8%	24.7%
净利率	7.4%	8.3%	10.1%	10.7%	10.7%
ROE	8.4%	10.0%	12.7%	13.5%	13.4%
ROIC	8.0%	9.7%	12.5%	13.3%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	49.6%	49.2%	48.5%	48.2%
净负债比率	1.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	5.9	6.5	6.5	6.5	6.5
应收账款周转率	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
每股资料(元)					
EPS	0.60	0.75	1.02	1.18	1.27
每股经营净现金	1.85	2.22	1.16	1.37	1.53
每股净资产	7.39	7.72	8.37	9.14	9.94
每股股利	0.21	0.37	0.41	0.47	0.51
估值比率					
PE	26.3	21.0	15.5	13.4	12.4
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。