



# 平高电气 (600312.SH)

增持 (下调评级)

公司点评  
证券研究报告

## 高压环节盈利能力持续提升，配网&国际业务略承压

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 20.79 元

相关报告:

1. 《平高电气公司点评：Q3 业绩符合预期，盈利能力持续提升》，2025.10.21
2. 《平高电气公司点评：在手订单饱满，国际业务转型见成效》，2025.8.20
3. 《平高电气公司点评：Q1 业绩超预期，盈利能力持续提升》，2025.4.11

### 业绩简评

4月20日，公司披露2025年年报，2025年实现营收125.2亿元，同比+0.9%；实现归母净利润11.2亿元，同比+9.4%；毛利率23.9%，同比+1.6pct；其中Q4实现营收40.2亿元，同比-9.6%，归母净利润1.4亿元，同比-17.2%，毛利率21.5%，同比+2.5pct。公司预计2026年实现营收126-136亿元。

### 经营分析

高压开关交付节奏后移，盈利能力持续提升。

高压板块2025年营收77亿元，同比+0.6%，主要系确认成都东扩建等11间隔1100千伏GIS以及宁夏天都山等重点项目收入，我们预计整体交付节奏有所后移，毛利率提升至27.8%，同比+2.1pct，主要由于公司持续开展精益生产和提质增效工作。

“十五五”电网投资维持高景气，优质订单有望持续增长。

国网规划“十五五”投资达4万亿元，较“十四五”增长40%，南网公布2026年固定资产投资安排1800亿元，连续五年创新高，在算电协同背景下，我们认为特高压、主干网仍是建设的重点，公司作为高压开关龙头有望持续受益，看好公司优质订单占比提升持续增厚公司业绩。

配网盈利承压，运维检修收入基本持平，国际业务持续承压。

1) 配网：25年营收33亿元，同比+0.7%，毛利率15.5%，同比-0.5pct，主要系配网集采影响；2) 运维检修：25年营收11.7亿元，同比+0.8%，毛利率28.9%，同比+3.7pct，主要系公司强化业务拓展，检修和备品备件规模增加；3) 国际业务：25年营收2.6亿元，同比+26.3%，毛利率-24.4%，主要受国际政治经济形势和存量项目推进不及预期影响，造成人力、施工、管理等成本增加。公司持续向高附加值单机出口的战略转型，为未来盈利改善和长期增长打开了新空间。

### 盈利预测、估值与评级

公司持续提质增效，作为开关领域绝对龙头充分受益国内主网加速扩容、配网景气度上行、海外电网投资提速，我们预计26-28年公司实现营收134.4/147.6/160.8亿元，同比+7%/+10%/+9%，归母净利润13.0/14.6/16.4亿元，同比+16%/+12%/+13%，当前股价对应PE分别为22/19/17倍，给予“增持”评级。

### 风险提示

电网投资/特高压建设/海外拓展不及预期、行业竞争加剧风险。



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,402	12,517	13,443	14,755	16,083
营业收入增长率	11.96%	0.93%	7.40%	9.76%	9.00%
归母净利润(百万元)	1,023	1,120	1,297	1,456	1,639
归母净利润增长率	25.43%	9.45%	15.86%	12.19%	12.60%
摊薄每股收益(元)	0.754	0.825	0.956	1.073	1.208
每股经营性现金流净额	2.22	0.60	1.67	1.27	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.77%	9.96%	10.83%	11.32%	11.84%
P/E	25.46	21.02	21.74	19.38	17.21
P/B	2.49	2.09	2.35	2.19	2.04

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	11,077	12,402	12,517	13,443	14,755	16,083
增长率		12.0%	0.9%	7.4%	9.8%	9.0%
主营业务成本	-8,708	-9,629	-9,523	-10,205	-11,174	-12,131
%销售收入	78.6%	77.6%	76.1%	75.9%	75.7%	75.4%
毛利	2,369	2,772	2,994	3,238	3,581	3,952
%销售收入	21.4%	22.4%	23.9%	24.1%	24.3%	24.6%
营业税金及附加	-91	-99	-93	-94	-103	-113
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-451	-495	-441	-457	-502	-547
%销售收入	4.1%	4.0%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-323	-383	-433	-457	-502	-547
%销售收入	2.9%	3.1%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	-524	-550	-620	-659	-723	-788
%销售收入	4.7%	4.4%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	980	1,245	1,407	1,571	1,752	1,958
%销售收入	8.8%	10.0%	11.2%	11.7%	11.9%	12.2%
财务费用	92	59	46	104	118	132
%销售收入	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-140	-137	-98	-120	-104	-91
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	16	34	33	40	40	40
%税前利润	1.6%	2.7%	2.3%	2.4%	2.2%	1.9%
营业利润	1,000	1,266	1,432	1,635	1,846	2,079
营业利润率	9.0%	10.2%	11.4%	12.2%	12.5%	12.9%
营业外收支	3	7	-1	5	4	6
税前利润	1,002	1,273	1,431	1,640	1,850	2,085
利润率	9.0%	10.3%	11.4%	12.2%	12.5%	13.0%
所得税	-82	-154	-201	-230	-259	-292
所得税率	8.1%	12.1%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	921	1,119	1,229	1,410	1,591	1,793
少数股东损益	105	96	110	113	135	154
归属于母公司的净利润	816	1,023	1,120	1,297	1,456	1,639
净利率	7.4%	8.3%	8.9%	9.7%	9.9%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	921	1,119	1,229	1,410	1,591	1,793
少数股东损益	105	96	110	113	135	154
非现金支出	528	510	483	417	417	423
非经营收益	-9	-34	38	-108	-41	-44
营运资金变动	1,064	1,413	-940	542	-249	43
经营活动现金净流	2,504	3,008	811	2,262	1,718	2,215
资本开支	-110	-165	-298	-500	-439	-437
投资	-329	0	0	0	0	0
其他	0	32	13	40	40	40
投资活动现金净流	-439	-134	-284	-460	-399	-397
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-145	-173	33	-3	-10	-10
其他	-155	-547	-545	-563	-585	-658
筹资活动现金净流	-300	-720	-512	-566	-595	-668
现金净流量	1,766	2,155	11	1,236	724	1,150

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,001	7,130	7,180	8,415	9,137	10,285
应收款项	7,441	6,736	6,688	7,355	7,999	8,679
存货	1,426	1,547	1,765	1,709	1,852	1,979
其他流动资产	646	919	1,221	904	981	1,059
流动资产	14,515	16,332	16,854	18,382	19,969	22,002
%总资产	72.0%	75.1%	76.2%	76.7%	77.8%	79.1%
长期投资	622	628	701	701	701	701
固定资产	2,224	2,151	2,178	2,207	2,320	2,415
%总资产	11.0%	9.9%	9.8%	9.2%	9.0%	8.7%
无形资产	1,371	1,377	1,366	1,448	1,464	1,480
非流动资产	5,644	5,410	5,272	5,569	5,702	5,816
%总资产	28.0%	24.9%	23.8%	23.3%	22.2%	20.9%
资产总计	20,159	21,743	22,126	23,951	25,671	27,818
短期借款	216	3	1	3	3	3
应付款项	7,763	9,038	7,834	9,406	9,963	10,817
其他流动负债	1,530	1,456	2,212	1,655	1,803	1,954
流动负债	9,509	10,498	10,047	11,064	11,769	12,774
长期贷款	0	41	74	69	59	49
其他长期负债	161	239	237	199	215	229
负债	9,670	10,777	10,358	11,332	12,043	13,053
普通股股东权益	10,026	10,471	11,247	11,985	12,859	13,842
其中：股本	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357
未分配利润	3,151	3,487	4,261	5,039	5,912	6,896
少数股东权益	464	494	521	634	769	923
负债股东权益合计	20,159	21,743	22,126	23,951	25,671	27,818

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.601	0.754	0.825	0.956	1.073	1.208
每股净资产	7.389	7.717	8.289	8.833	9.476	10.201
每股经营现金净流	1.845	2.217	0.597	1.667	1.266	1.633
每股股利	0.212	0.649	0.188	0.382	0.429	0.483
回报率						
净资产收益率	8.14%	9.77%	9.96%	10.83%	11.32%	11.84%
总资产收益率	4.05%	4.71%	5.06%	5.42%	5.67%	5.89%
投入资本收益率	8.38%	9.90%	10.19%	10.62%	10.97%	11.33%
增长率						
主营业务收入增长率	19.44%	11.96%	0.93%	7.40%	9.76%	9.00%
EBIT 增长率	155.81%	27.13%	12.95%	11.68%	11.50%	11.78%
净利润增长率	284.60%	25.43%	9.45%	15.86%	12.19%	12.60%
总资产增长率	12.96%	7.85%	1.76%	8.25%	7.18%	8.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	193.6	188.9	182.7	182.0	182.0	182.0
存货周转天数	61.7	56.4	63.5	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	213.5	215.4	221.4	221.0	221.0	221.0
固定资产周转天数	70.3	61.2	61.2	55.0	48.0	42.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.62%	-64.62%	-60.39%	-66.12%	-66.60%	-69.32%
EBIT 利息保障倍数	-10.6	-21.2	-30.9	-15.1	-14.8	-14.8
资产负债率	47.97%	49.57%	46.81%	47.31%	46.91%	46.92%

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	0	1	4	9	38
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.10	1.00

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。

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