

# 平高电气 (600312.SH)

## 经营稳中有进，订单和研发储备支撑十五五增长

### 核心观点：

- **电网投资换挡提速，新兴产品打开成长空间。**投资节奏上，26年国网总部设备类物资一批次中标金额同比+103%，特高压投资有望重启高增。投资重心上，配电网预计将成为两网“十五五”投资重点，配电网占电网投资比重已从24年40.2%提升至26Q1约55%。新产品上，GIL有望受益于总投资1.2万亿元的雅下水电超级工程；固态断路器综合优势突出，或将成为AIDC直流系统保护远期的理想选择。
- **阶段性交付偏弱不改公司“十五五”高景气。**公司25年收入125.17亿元，同比+0.93%，主要受特高压项目确收节奏放缓和部分配网产品招标模式切换影响；归母净利润11.20亿元，同比+9.45%；毛利率/净利率为23.92%/9.82%，同比+1.56pct/0.80pct，主因产品结构优化、精益生产及加强费用管控。截至25年底，合同负债17.30亿元，同比+44.42%，支撑26年126-136亿元（同比+0.7%-8.7%）营收目标。
- **高压+配网共振，公司有望加快增长。**①**高压业务：**26年特高压项目加速交付驱动1000kV GIS量利齐升，27-28年项目储备依旧充沛，我们预计26/27年1000kV GIS交付量有望达到15/20间隔。②**配网业务：**区域联合集采影响“短空长多”，25H2配网部分产品中标价格已有所修复。公司25年配网业务核心子公司经营向好，市占率长期亦有望提升。③**国际业务：**战略调整持续推进，聚焦单机业务，盈利能力有望逐步显现。④**运维检修及其他业务：**25年盈利能力回升，后续将锚定电力装备布局，坚持轻资产运营，有望成为业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。**预计26-28年归母净利润13.54/16.40/18.87亿元，同比+20.9%/+21.1%/+15.1%。参考可比公司，给予公司26年归母净利润25x PE，对应合理价值24.94元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**电网投资不及预期；特高压核准不及预期；海外经营风险等。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12,402	12,517	13,942	15,540	17,411
增长率 (%)	12.0%	0.9%	11.4%	11.5%	12.0%
EBITDA	1,681	1,836	2,139	2,513	2,829
归母净利润	1,023	1,120	1,354	1,640	1,887
增长率 (%)	25.4%	9.4%	20.9%	21.1%	15.1%
EPS (元/股)	0.75	0.83	1.00	1.21	1.39
市盈率 (P/E)	25.5	21.0	21.3	17.6	15.3
ROE (%)	9.8%	10.0%	10.9%	12.0%	12.4%
EV/EBITDA	11.3	9.0	9.5	7.5	6.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

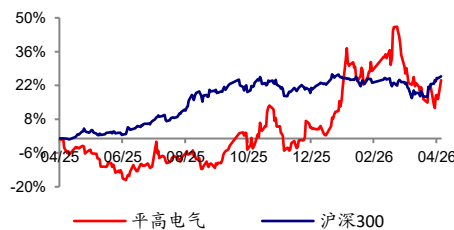
买入

当前价格	21.24元
合理价值	24.94元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-21

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1357/1357
总市值/流通市值 (百万元)	28821/28821
一年内最高/最低 (元)	25.04/14.39
30日日均成交量/成交额 (百万)	26.37/537.58
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	-5.60/23.70

### 相对市场表现



### 分析师：

陈昕



SAC 执证号: S0260522080008



SFC CE No. BWV823



010-59136699



gfchenxin@gf.com.cn

### 相关研究：

### 联系人：

彭沈楠 15370823900

pengshennan@gf.com.cn

## 目录索引

一、电网投资换挡提速，新兴产品打开空间.....	4
（一）特高压重启高增，配网“十五五”蓄势待发.....	4
（二）雅下水电站有望带动 GIL 应用，AIDC 驱动开关升级.....	5
二、阶段性交付偏弱不改“十五五”高景气.....	7
三、高压+配网共振，公司有望加快增长.....	10
（一）高压业务：“十五五”特高压高景气，百万伏 GIS 交付有望回升.....	11
（二）配网业务：招标模式变化致阶段性承压，“十五五”发展有望提速.....	15
（三）国际业务：战略调整持续推进，聚焦单机业务、盈利有望修复.....	18
（四）运维检修及其他：盈利能力回升，加速培育业绩增长点.....	19
四、盈利预测和投资建议.....	19
五、风险提示.....	22
（一）电网投资不及预期.....	22
（二）特高压核准不及预期.....	22
（三）海外经营风险.....	22

## 图表索引

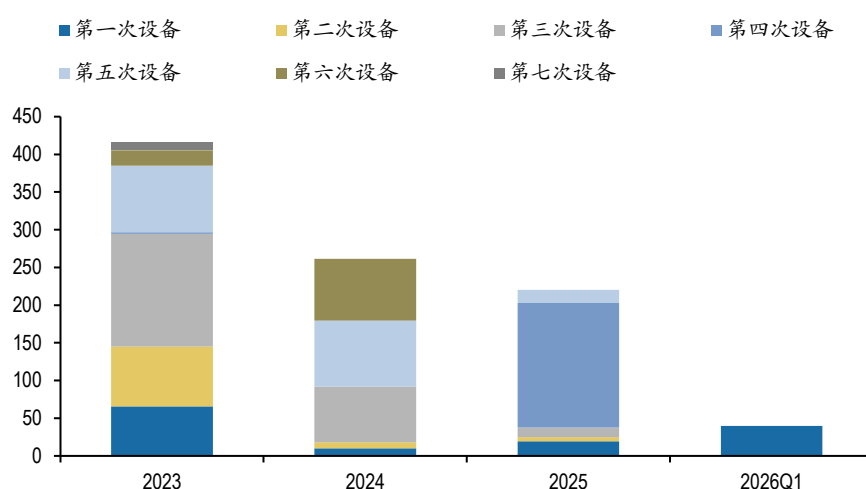
图 1: 2023-2026Q1 国网总部特高压设备类物资中标金额 (单位: 亿元, %) ...	4
图 2: 2016-2024 年中国 35kV 及以下电网投资及占比 (单位: 亿元, %) .....	5
图 3: 应用气体绝缘输电技术的 GIL 单元示意图, 其内部充满 SF6 气体 .....	5
图 4: 英伟达数据中心概念设计中的一个 DC800V/17.5MW 功率模块示意图 .....	6
图 5: 公司营业总收入及同比增速 (百万元, %) .....	7
图 6: 公司归母净利润及同比增速 (百万元, %) .....	7
图 7: 公司年度销售毛利率和销售净利率 (单位: %) .....	7
图 8: 公司季度销售毛利率和净利率 (单位: %) .....	7
图 9: 公司 25 年报告期存货变动 (单位: 百万元, %) .....	8
图 10: 公司报告期末合同负债 (单位: 百万元) .....	8
图 11: 公司研发投入及资本化率情况 (单位: 百万元, %) .....	9
图 12: 公司销售、管理、财务费用率 (单位: %) .....	9
图 13: 25 年公司员工总人数、研发人员数量、占比均创 5 年新高 (单位: 人, %) .....	9
图 14: 近五年应收账款及票据情况 (单位: 百万元, %) .....	10
图 15: 股利支付率连续 5 年提升 (单位: 百万元, %) .....	10
图 16: 公司 25 年各业务板块收入占比 (单位: %) .....	10
图 17: 公司近 5 年高压板块收入及毛利率 (单位: 百万元, %) .....	11
图 18: 2020-25 年国网总部输变电项目组合电器中标金额 (单位: 亿元, %) .....	14
图 19: 公司近 5 年配网板块收入及毛利率 (单位: 百万元, %) .....	16
图 20: 一二次融合柱上断路器 25 年区域联合采购前 20 名中标数量和金额统计 (单位: 套, 万元, %) .....	16
图 21: 一二次融合成套环网箱 25 年区域联合采购前 20 名中标数量和金额统计 (单位: 套, 万元, %) .....	16
图 22: 25 年第二批次一二次融合柱断联采均价已有所回升 (单位: 万元/套) .....	17
图 23: 25 年第二批次一二次融合环网箱联采均价已有所回升 (单位: 万元/套) .....	17
图 24: 2016-2025 年上海天灵净利润及同比增速 (万元, %) .....	17
图 25: 2016-2025 年天津平高净利润及同比增速 (万元, %) .....	18
图 26: 公司近 5 年国际业务收入及毛利率 (单位: 百万元, %) .....	18
图 27: 公司近 5 年运维检修及其他业务收入及毛利率 (单位: 百万元, %) ....	19
表 1: 固态断路器与机械断路器性能对比 .....	6
表 2: 国内特高压项目工程进度 .....	11
表 3: 公司 26-27 年有望交付的百万伏级 GIS 间隔统计 .....	13
表 4: 公司 26 年有望新增 23 间隔以上百万伏级 GIS 订单 .....	14
表 5: 公司在国网总部输变电项目中组合电器的中标金额和市占率 (单位: 亿元, %) .....	15
表 6: 公司业务拆分表 (单位: 百万元, %) .....	20
表 7: 可比公司估值表 (单位: 亿元) .....	21

## 一、电网投资换挡提速，新兴产品打开空间

### (一) 特高压重启高增，配网“十五五”蓄势待发

**25年特高压节奏放缓，26年有望重启高增。**根据国网电子商务平台，25年国网总部设备类物资合计中标金额约220.25亿元，同比-15.79%，招标节奏有所放缓。截至26Q1末，特高压招标已呈现反弹态势，设备类物资一批次中标金额约39.79亿元，相比25年一批次+103.14%。展望“十五五”，国网拟投产15项特高压工程，项目储备丰富，支撑特高压设备行业的中期增长。

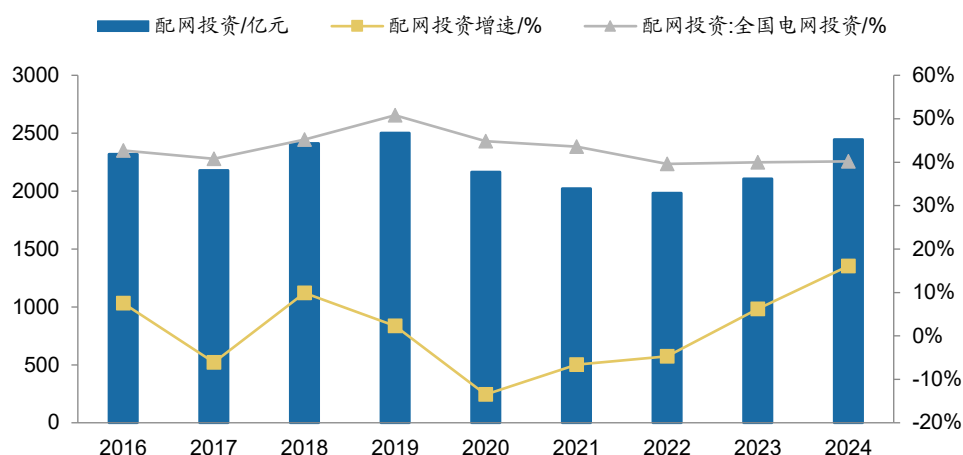
图 1: 2023-2026Q1国网总部特高压设备类物资中标金额 (单位: 亿元, %)



数据来源: 国网电子商务平台, 广发证券发展研究中心

**配电网有望成为“十五五”两网投资重点。**根据中国电力行业年度发展报告，2017-2019年国内配电网（指35kV及以下）投资占全国电网投资比重从40.8%提升至50.8%，此后逐步回落，2024年降至约40.2%。“十五五”期间，国网和南网预计总投资规模5万亿元，且均将配电网升级改造作为投资重点。国网表示，将加快推进城市、农村、边远地区配网建设，探索末端保供型、离网型微电网模式，“十五五”期间初步建成主配微协同的新型电网平台；南网表示，“十五五”期间将加大配电网建设改造力度。**26Q1，电网投资已开始向配网倾斜**，据新华财经，国网一季度完成配电网投资568亿元，占各级电网投资比重到55%。

图 2: 2016-2024年中国35kV及以下电网投资及占比 (单位: 亿元, %)



数据来源: 中国电力行业年度发展报告, 广发证券发展研究中心

## (二) 雅下水电站有望带动 GIL 应用, AIDC 驱动开关升级

雅下水电站开工, 带动并网和特高压设备需求。雅鲁藏布江下游水电工程25年7月开工, 项目总投资1.2万亿元, 共建设5座梯级电站, 电力以外送消纳为主, 兼顾西藏本地自用需求。我们预计整体工期10-15年, 电站主体工程开工预计在2028-2030年。并网设备跟随电站主体工程建设而逐步建设安装, 电力外送工程(特高压)约在水电站投产前T-2年开工建设。

GIL有望跟随雅下项目迎来投资机遇。GIL即气体绝缘金属封闭输电线路, 采用金属导电杆输电, 并将其封闭于接地的金属外壳中, 通过压力气体绝缘, 具有安全性高、电压等级高、输电容量大等优势, 是水电站常用高压电气设备。《能见》杂志认为, GIL有望受益于雅下水电超级工程。

图 3: 应用气体绝缘输电技术的GIL单元示意图, 其内部充满SF6气体



数据来源: 中国江苏网, 广发证券发展研究中心

固态断路器具备微秒级响应能力，综合性能优势突出。随着绿电直连、SST等技术逐步应用，AIDC电力电子化率的提升将使得机械断路器无法及时响应，需采用能够微秒级响应的固态断路器在电源模块进入闭锁保护之前切除故障。此外，固态断路器拥有超长的电气寿命，可显著降低维护成本，还能精准可控并实现智能集成，执行远程监控与自适应保护策略，技术成熟将本后优势将进一步凸显。

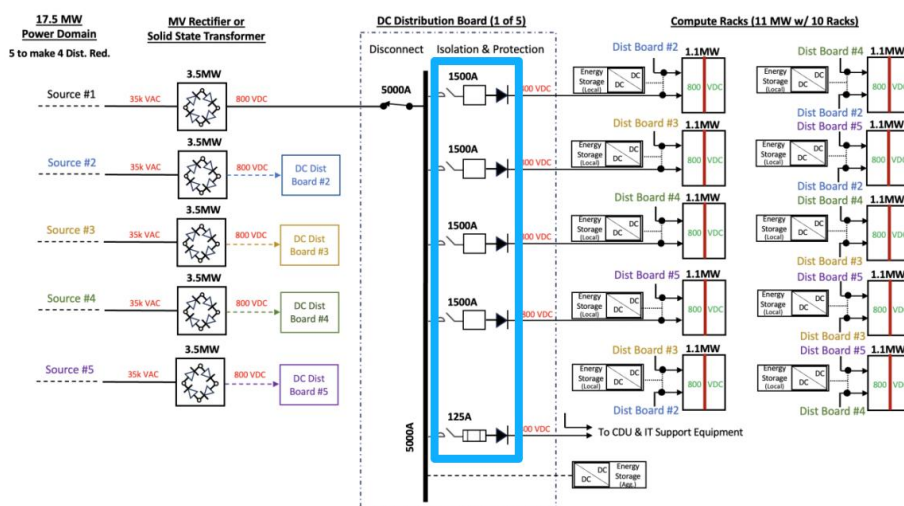
表 1: 固态断路器与机械断路器性能对比

指标	机械断路器	固态断路器
响应时间	3-5ms	5-100μs
电弧	有	无
机械寿命	有限	无限（无机械磨损）
选择性保护	一般	高精度可调

数据来源：泰永长征公众号，广发证券发展研究中心

英伟达将固态断路器作为AIDC直流系统保护的**理想选择**。英伟达在其《800 VDC Architecture for Next-Generation AI Infrastructure》中展示了一个17.5 MW功率单元的概念性电气架构。每个功率单元采用5个3.5MW中压整流器或SST，冗余配置为“5取4”；每个整流器或SST将AC35kV转换为DC800V并馈入一个集中式的5000A直流配电板（DC Distribution Board），电力再通过1500A的母线或液冷电缆进行分配。**每条支路均配备了：①负载断路接触器（load-break contactor，支持带负载的频繁通断，主动性质）、②固态断路器（Solid-state circuit breaker，简称SSCB，故障时断路保护，被动性质）、③阻断二极管（blocking diode，阻止反向电流），**以确保安全隔离、故障保护及防止故障扩散。**对于图中1.1MW、DC800V的机柜，预计至少需要20个1500A的固态断路器。**

图 4: 英伟达数据中心概念设计中的一个DC800V/17.5MW功率模块示意图



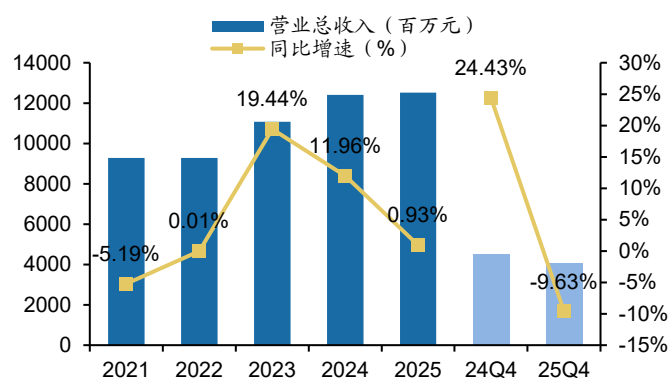
数据来源：英伟达，广发证券发展研究中心

## 二、阶段性交付偏弱不改“十五五”高景气

**25年经营稳中有进。**25年公司实现收入125.17亿元，同比+0.93%；归母净利润11.20亿元，同比+9.45%；全年毛利率23.92%，同比+1.56pct，净利率9.82%，同比+0.80pct，主要系产品结构优化、推进精益生产及加强费用管控。

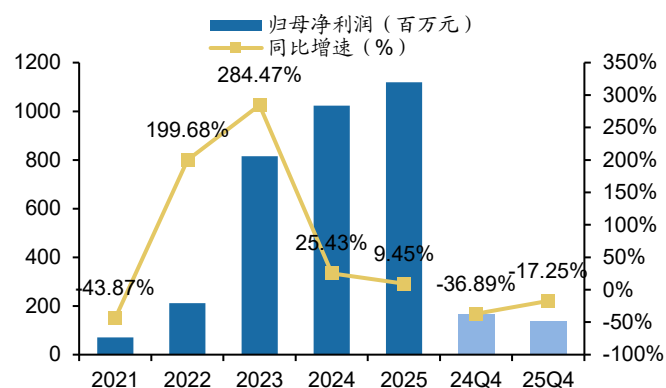
**分季度来看，25Q4实现收入40.81亿元，同比-9.63%，归母净利润1.38亿元，同比-17.25%，Q4收入全年最高但利润低主要系费用集中入账、年末常规减值计提等；毛利率21.49%，同比+2.47pct，净利率4.21%，同比-0.15pct。**

图 5: 公司营业总收入及同比增速 (百万元, %)



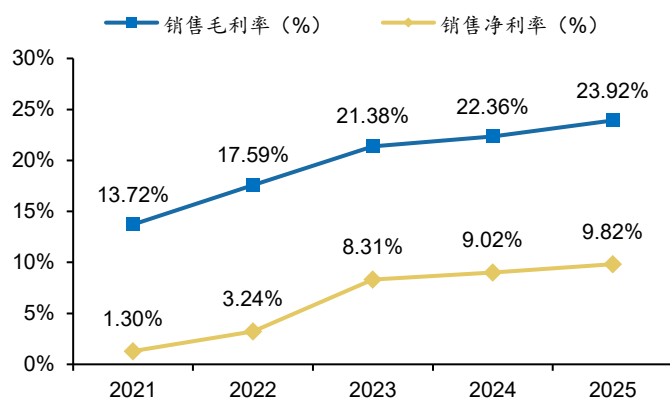
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司归母净利润及同比增速 (百万元, %)



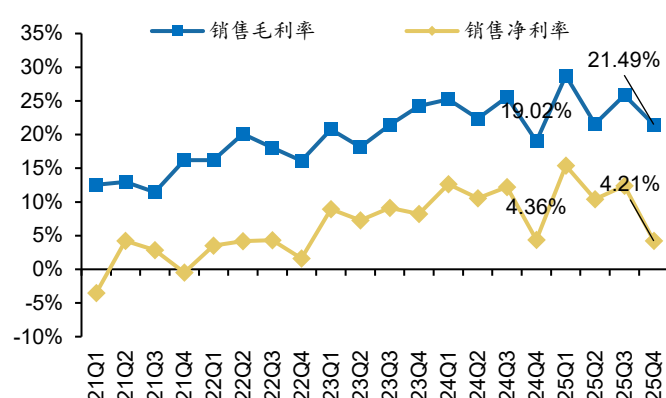
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 公司年度销售毛利率和销售净利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 公司季度销售毛利率和净利率 (单位: %)

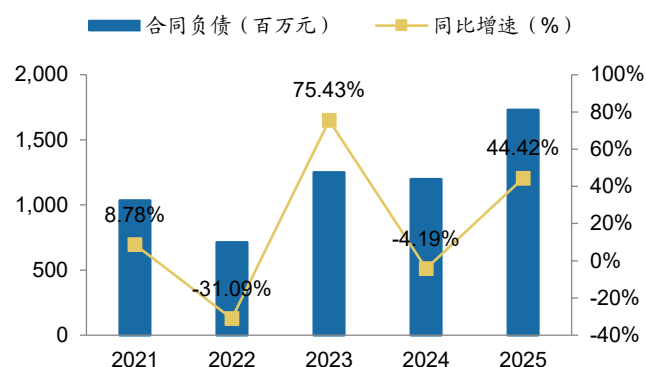
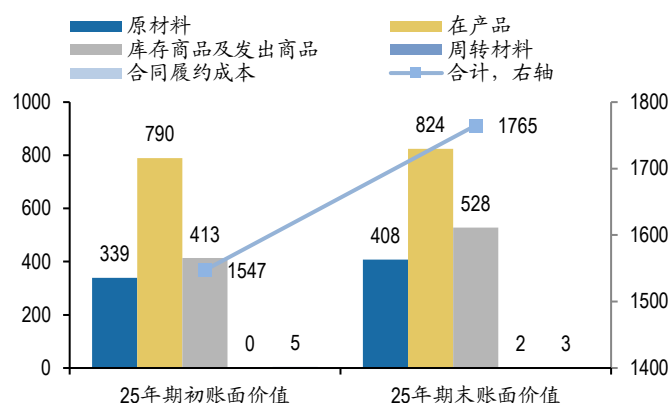


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

合同负债和存货增加明显，26年有望取得“十五五”开门红。公司25年收入增速有所放缓，高压产品确收节奏波动是影响因素之一（百万伏GIS 24年交付14间隔，25年交付11间隔）。值得注意的是，公司25年报告期末合同负债金额约17.30亿元，同比+44.42%；25年期末存货17.65亿元，同比+14.07%，且新增存货主要是在产品、库存商品及发出商品。结合国网“十五五”期间投产15项特高压直流工程的规划，我们认为，公司超特高压产品的市场需求依然强劲，26年经营有望“开好局、起好步”，实现126-136亿元的营收目标。

图 9：公司25年报告期存货变动（单位：百万元。%）

图 10：公司报告期末合同负债（单位：百万元）



数据来源：公司 2025 年度报告，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

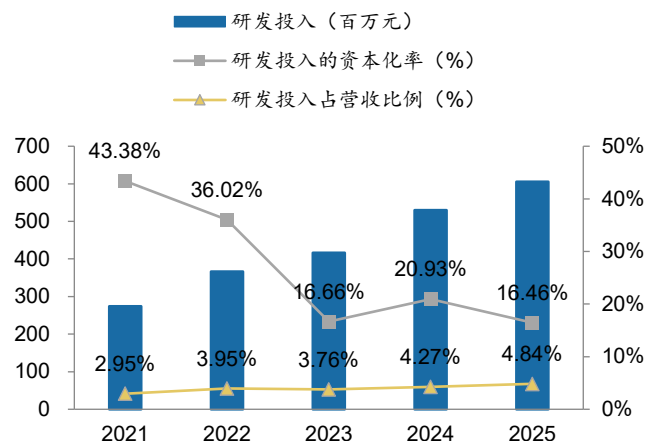
**研发投入创新高。**25年公司研发投入6.05亿元，同比增长14.27%，研发投入占营收比例4.84%，同比+0.56pct，研发人员数量达822人，占比提升至16.96%。公司25年研发投入金额及占比、研发人员数量及占比均创出上市以来新高，在营收增速放缓的背景下，前瞻性研发支出对当期盈利造成一定拖累。25年公司资本化的研发投入约1亿元，资本化率降至16.46%，盈利质量进一步夯实。

**研发投入聚焦支撑国家重大工程、突破“卡脖子”技术，新技术新产品蓄势待发。**

- ①**环保型GIS**：25年10月，公司与波兰布多瓦公司签署145kV环保GIS单机出口合同，标志我国自研的环保型高压GIS首次进入欧洲市场；
- ②**气体绝缘金属封闭输电线路（GIL）**：25年6月，公司800kV交流GIL成功通过全套型式试验，年报披露正推进GIL产业化生产线扩建工程，《能见》杂志认为该产品有望受益于雅下水电、西电东送等国家战略工程；
- ③**高等级断路器**：25年11月，公司成功研制出国际首台800kV 80kA断路器，解决我国750kV电网短路电流超标治理难题；24年1月，平高集团清华平高研究中心研制出国内首台百万次低压配电系统用全固态直流断路器样机，该断路器双向通流、额定电压750VDC、额定电流1000A、额定极限短路分断电流10kA、使用寿命大于100万次，有望在数据中心、新型电力系统建设中实现广泛应用。

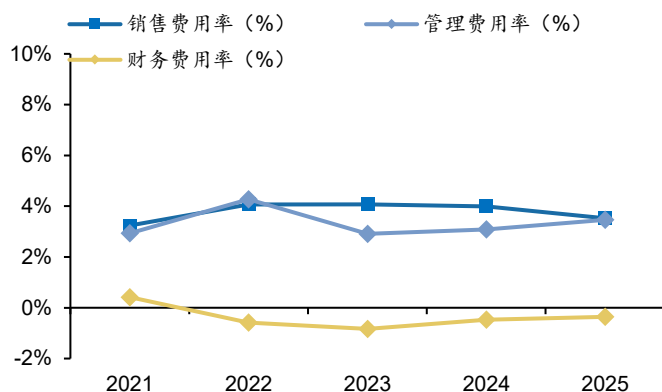
销售费用管控成效显著，管理费用相对刚性。25年公司销售费用4.41亿元，同比-10.98%，系报告期内加强营销费用管控。管理费用4.33亿元，同比+13.22%，主要系刚性的人工费用 and 无形资产摊销增加。

图 11: 公司研发投入及资本化率情况 (单位: 百万元, %)



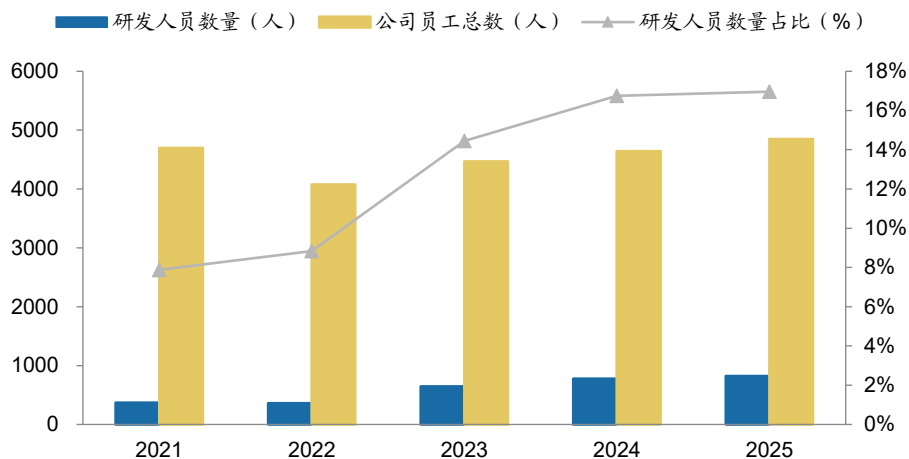
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 公司销售、管理、财务费用率 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 25年公司员工总人数、研发人员数量、占比均创5年新高 (单位: 人, %)



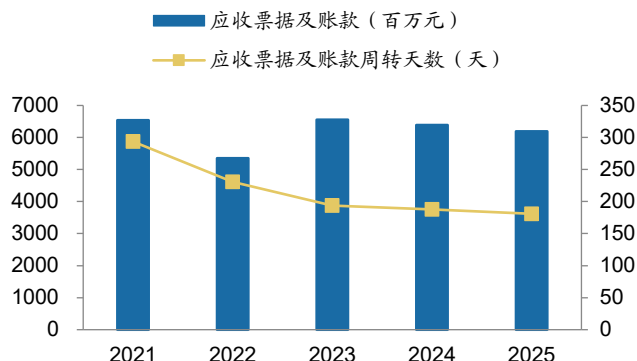
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

应收账款压降提升回款质量。公司深化“两金”管控，严格执行应收账款“136”清收机制，25年应收账款及票据净值合计同比压降1.98亿元，应收账款及票据周转天数降至181天，同比减少7天。

分红比例连续提升。25年公司计划现金分红4.49亿元（含税），其中包含半年度已实施的2.55亿元，以及年报拟分配的1.94亿元。21-25年，公司股利支付率从

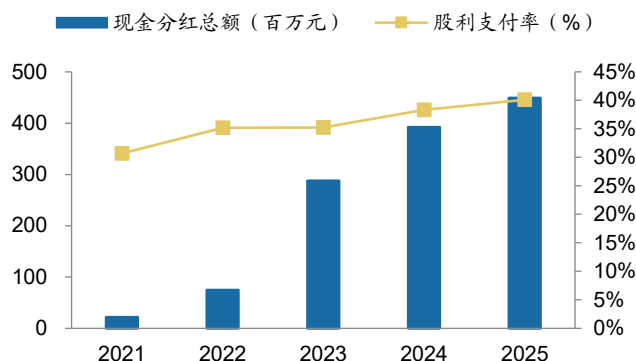
30.68%稳步提升至40.11%，不断增强股东回报。

图 14: 近五年应收账款及票据情况(单位:百万元,%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 股利支付率连续5年提升(单位:百万元,%)

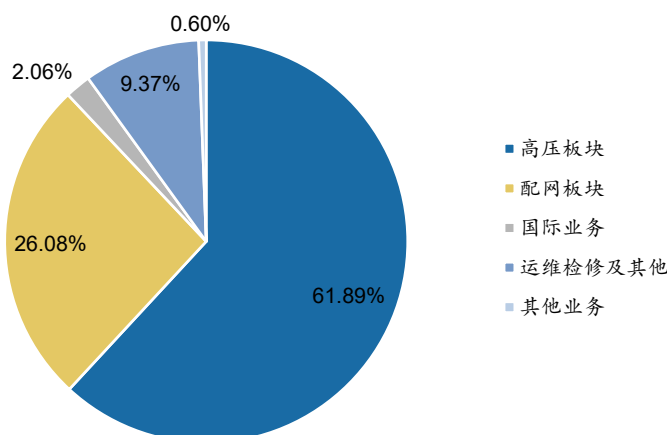


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、高压+配网共振，公司有望加快增长

电力系统开关类产品领军企业，高压板块贡献主要收入。25年公司营业总收入125.17亿元，高压板块收入77.47亿元，占比61.89%，配网板块收入32.64亿元，占比26.08%，运维检修及其他业务收入11.73亿元，占比9.37%，国际业务收入2.58亿元，占比2.06%，其他业务收入0.75亿元，占比0.60%。25年各业务板块收入占比与24年大体一致。

图 16: 公司25年各业务板块收入占比(单位:%)

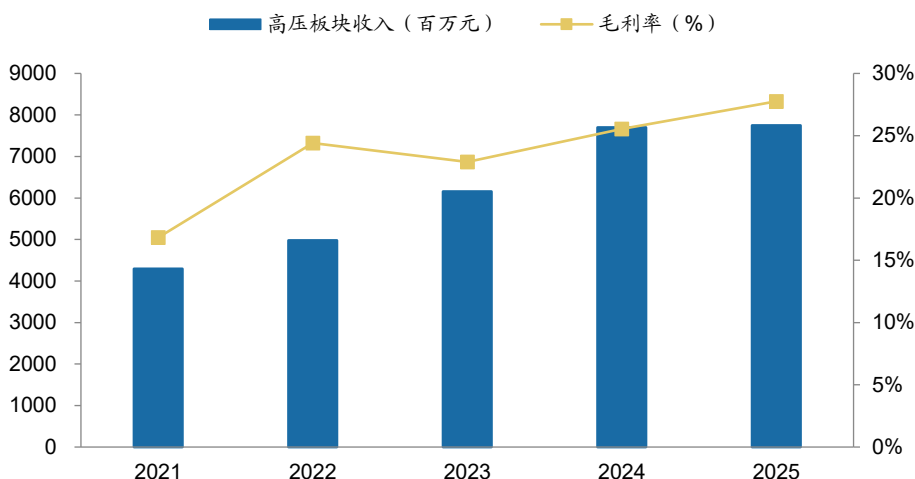


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (一) 高压业务：“十五五”特高压高景气，百万伏 GIS 交付有望回升

25年受确收节奏影响收入增长放缓。25年高压板块收入77.47亿元，同比+0.64%；毛利率27.76%，同比+2.23pct。增速放缓主要系项目确认节奏影响，25年内确收成都东扩建等11间隔百万伏GIS，同比减少3间隔。

图 17：公司近5年高压板块收入及毛利率（单位：百万元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

26年特高压项目加速交付驱动百万伏GIS量利齐升。我们认为，26年作为“十五五”开局之年，特高压项目有望加快推进。根据我们统计，公司26年有望交付百万伏级GIS的特高压项目包括：①烟威1000kV交流：25年6月开工，26年3月高乡站一次送电成功，预计26年10月前建成投运，公司中标4间隔，其中25/26年计划分别交付2间隔；②曹州1000kV主变扩建：25年6月开工，26年1月开始电气设备安装，公司中标2间隔；③阿坝-成都东1000kV交流：24年7月开工，预计26年12月建成，公司中标11间隔。我们预计，26年公司百万伏GIS产品有望恢复正常交付节奏，高压板块毛利率有望随产品结构改善进一步提升。

表 2：国内特高压项目工程进度

		工程项目	技术路线	当前进度
十四五规划 (3交9直)	直 流	金上-湖北	常直	已投产。25.9.3 投产
		陇东-山东	常直	已投产。25.5.8 投产
		宁夏-湖南	常直	已投产。25.6.29 投产
		哈密-重庆	常直	已投产。25.6.10 投产
		陕北-安徽	常直	在建。计划于 26.3 具备带电条件，26 年 6 月底前完成直流系统调试并实现工程投运
		蒙西-京津冀	受端柔直	在建。25.6.26 核准，25.10.17 招标，25.12.3 开工，预计 27 年 12 月建成投运
		甘肃-浙江	柔直	在建。24.7.13 核准，24.7.29 开工，预计 27 年 6 月投产

	藏东南-粤港澳大湾区	四端柔直	在建。24.12 可研招标, 25.6 核准, 25.9 开工, 25.10 国网招标, 预计 29 年全面投运
	陕西-河南	常直	环评。23.5 可研, 25.8 环评公示
	大同-怀来-天津北-天津南		在建。24.9.24 核准, 24.12 主设备招标, 25.3.18 开工, 预计 27 年 6 月投产
交 流	川渝主网架:		
	一期: 甘孜-天府南-成都东、天府南-铜梁		已投产。22.10 核准开工, 24.12.27 投产
	二期: 阿坝-成都东		在建。24.1.4 核准, 24.5.7 主设备招标, 24.7.17 开工, 预计 26 年 12 月投产
	加强工程: 川北、涪陵、铜梁 3 个变电站		环评。24.12.13 可研招标, 25.1.23 环评信息首次公示, 26.1.6 环评再次公示; 计划 2026 年开工
	张北-胜利		已投产。23.7 开工, 24.10.31 投产
直 流	巴丹吉林-四川	受端柔直	近期有望核准。24.6.14 换流站+线路可研招标; 26.1 各项核准支持性文件齐备, 我们预计 26H1 核准, 甘肃发改委计划 28 年建成投产
	疆电(南疆)送电川渝	柔直	近期有望核准。24.4.14 换流站+线路可研招标; 26.2 各项核准支持性文件齐备, 我们预计 26H1 核准, 新疆发改委计划 28 年建成投产
	库布齐-上海	暂接受端柔直	项目推进速度较快。24.5.17 可研设计主体设计协调招标
	腾格里-江西		项目推进速度较快。24.5.17 可研设计主体设计协调招标
	乌兰布和-京津冀鲁		24.5.17 可研设计主体设计协调招标
	内蒙古-江苏		24.5.17 可研设计主体设计协调招标
	青海海南外送		24.5.17 可研设计主体设计协调招标
	松辽-华北	受端柔直+送端未定	项目推进速度较快。24.5.17 可研设计主体设计协调招标, 26.3 可研收口
	内蒙古-华东		24.5.17 可研设计主体设计协调招标
	青海柴达木-广西		24.5.24 国网南网成立合资公司筹备组; 青海柴达木格尔木东沙漠基地电源项目 25.2.26 日开工
交 流	烟威(含中核 CX 送出)		在建。24.6.14 变电站+线路可研招标, 25 年元旦前后核准, 25.6.17 开工; 26.3 高乡变电站一次送电成功, 计划 26 年 10 月前建成投运。
	华北特高压交流主网架向蒙西地区延伸:		
	① 达拉特-蒙西		24.2.21 变电站+线路可研招标, 24.5.17 可研设计主体设计协调招标; 26.2 核准批复, 计划 26 年 5 月开工, 27 年 12 月建成投运。
	② 大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔		24.5.17 可研设计主体设计协调招标
	③ 大同-达拉特-包头		24.5.17 可研设计主体设计协调招标
直 流	攀西-川南-天府南		在建。24.5.17 可研设计主体设计协调招标; 26.3.30 开工, 预计 28 年建成投运。
	浙江环网		24.4.14 可研招标, 25.12.10 核准获批, 26.2 环评, 计划 26 年开工, 29 年建成投运。
	重庆-贵州(渝黔)		在建。25.11 核准批复, 25.12.25 开工, 计划 27 年 6 月投运
	湖南-广东(湘粤)		在建。25.11 核准批复, 25.12.27 开工, 计划 27 年 6 月投运
	福建-江西(闽赣)		在建。25.11 核准批复, 25.12.26 开工, 计划 27 年 6 月投运
	安徽-湖北(鄂皖)		在建。25.11 核准批复, 26.3 开工, 计划 27 年建成投运
	湖南-贵州(湘黔)		在建。25.11 核准批复, 25.12.25 开工, 计划 27 年 6 月投运
	山东-江苏(鲁苏)		环评。25 年 6 月首次环评公示。
	海南-广东(琼粤)		核准批复。26.2 核准批复, 预计 26 年 6 月底前开工建设, 27 年底建成投运
	中尼电力联网(中国段)		可研。25.2 可研中标名单公布。

十四五中期规划调整(4交10直)

十四五背靠背项目(6+1项)

十四五交流特高压改扩建项目

南阳电厂二期送出	核准批复。25.9 核准批复。
豫南扩建（驻马店）	<b>在建。</b> 25.9 核准批复，26.3 开工， <b>计划 27.6 建成投运</b>
南阳扩建	环评。25.7 核准批复，26.1 环评审批意见公示
南昌扩建	<b>在建。</b> 25.10 开工， <b>计划 26.9 建成投运。</b>
长沙扩建	<b>在建。</b> 计划 26.6 月底建成投运。
荆门扩建	环评。25.8 核准批复，25.10 项目单位变更为国网总部，25.12 环评公示
曹州扩建	<b>在建。</b> 25.6.17 开工， <b>26 年 1 月开始电气设备安装</b>
甘孜扩建	可研。25.11 可研中标结果公布
赣江扩建	可研。25.11 可研中标结果公布
阿坝扩建	环评。25.11 环评水保结果公布

数据来源：国网电子商务平台，国家电网，国家能源局，CPDM，中国能源报，浙江省经济信息中心，新华网，电力网，中国能建，北极星输配电网，澎湃新闻，国务院国资委，采招网，华北电力设计院，河南经济报，重庆市人民政府，华东电力设计院，中国吉林网，齐鲁晚报，杭州网，南方电网报，南阳市发改委，河南省发改委，河南省环境厅，湖南日报，广发证券发展研究中心

我们预计公司27-28年百万伏项目储备依旧充沛，交付量有望维持较高水平。

（1）据我们统计，若特高压项目按期推进，公司27年有望交付20间隔，同比继续高增：①大同-怀来-天津南1000kV交流项目预计12间隔：公司25年1月中标怀来站12个1000kV间隔（10个主间隔+2个母线设备间隔），该项目有望在27年6月建成投运。②中广核工程CS项目预计5间隔：公司24年12月中标中广核工程CS项目4.21亿元的1000kV GIS及其配套设备，按大同-怀来-天津南间隔的价值量计算，CS项目预计含5个1000kV间隔，首批交货日期定于27年5月31日。③达拉特-蒙西1000kV交流预计3间隔：项目计划26年5月开工，预计27年12月建成投运，该项目GIS主间隔招标数11个，参考历年市占率假设公司中标30%份额，公司有望获取3间隔订单。

表 3: 公司26-27年有望交付的百万伏级GIS间隔统计

项目	百万伏 GIS 项目来源	预计间隔数	项目情况
26 年预计交付	烟威（第二批）	2	预计 26 年 10 月前投运，公司中标 4 间隔，其中 25/26 年计划分别交付 2 间隔
	曹州主变扩建	2	预计 26 年 2 月开始电气设备安装，公司中标 2 间隔
	阿坝-成都东	11	预计 26 年 12 月建成，公司中标 11 间隔
	小计	15	同比提升 4 间隔，恢复正常交付节奏
27 年预计交付	大同-怀来-天津南	12	27 年 6 月计划投运，公司中标怀来站 12 间隔
	中广核 CS 项目	5	首批交货 27 年 5 月 31 日，测算公司中标约 5 间隔
	达拉特-蒙西	~3	预计 27 年 12 月建成投运，总招标 11 个，公司有望中标 3 个
小计	~20	目前在手订单已有约 17 间隔，考虑 26 年开工的达拉特-蒙西项目，以及网外和其他扩建项目，27 年交付有望进一步增长	

数据来源：标找找，广发证券发展研究中心

（2）26年有望开工3项特高压交流重点工程，我们预计公司将获得23间隔百万伏级GIS订单，支撑27-28年高压业务发展。①浙江环网预计12间隔：预计26年将开

工建设，29年建成投运，系迄今为止国内投资最高、单体工程量最大的特高压交流工程，据国网电子商务平台，GIS主间隔已招标41个；②攀西-川南-天府南1000kV交流预计8间隔：项目26年3月30日开工建设，预计28年建成投运，据国网电子商务平台，GIS主间隔已招标26个；③达拉特-蒙西1000kV交流预计3间隔：项目计划26年5月开工，据国网电子商务平台，GIS主间隔已招标11个。上述3项特高压交流工程合计需78间隔百万伏GIS，参考历年市占率假设公司中标30%份额，有望获取23间隔的百万伏订单，叠加其他扩建项目逐步开工，支撑27-28年高压板块收入增长。

表 4: 公司26年有望新增23间隔以上百万伏级GIS订单

项目	百万伏 GIS 项目来源	预计间隔数	项目情况
26 年预计 新增订单	浙江环网	12	预计 29 年建成投产，总招标 41 间隔，公司有望中标 12 间隔
	攀西-川南-天府南	8	预计 28 年建成投运，总招标 26 间隔，公司有望中标 8 间隔
	达拉特-蒙西	3	预计 27 年 12 月建成投运，总招标 11 间隔，公司有望中标 3 个
	小计	23	26 年有望新增 23 间隔百万伏 GIS 间隔订单，支撑后续增长

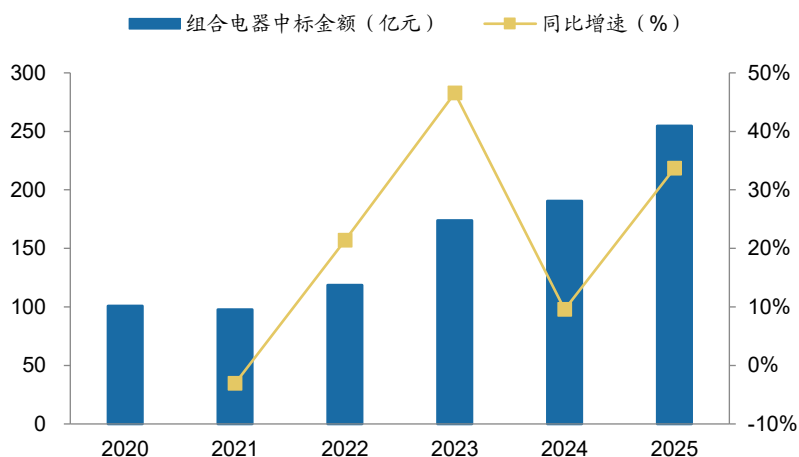
数据来源：标找找，国网电子商务平台，广发证券发展研究中心

#### 公司750kV/500kV级GIS受特高压直流带动，预计“十五五”交付维持高水平。

目前大多数特高压直流工程由西北送电至中东部地区，西北主要采用750kV/330kV主干网架中东部主要采用500kV/220kV主干网架，因此为承载特高压直流送出和馈入，750kV/500kV级GIS将受益于特高压直流增长的带动。据央视新闻报导，“十五五”期间国网将加强各级电网建设，力争投产15项特高压直流工程（“十四五”期间投产8条），我们预计公司750kV/500kV级GIS交付量有望维持高位。

主干网架持续扩容，驱动超高压/高压组合电器高景气。新能源发电和用电两侧需求的快速增长驱动电网输变环节快速扩容，组合电器作为输变电项目建设的核心品种，近年来需求量跟随国网投资快速增长。根据国网电子商务平台，2025年国网组合电器中标金额254.70亿元，同比增长33.69%。

图 18: 2020-25年国网总部输变电项目组合电器中标金额（单位：亿元，%）



数据来源：国网电子商务平台，广发证券发展研究中心

公司在国网总部输变电项目中的组合电器市占率稳居行业第一。根据国网电子商务平台，25年公司在国网总部输变电项目中组合电器的中标金额约61.93亿元，同比+60%。2020-2025年，公司在国网总部输变电项目中组合电器的市占率一直维持在20%以上，25年市占率达24.3%，同比+4.0pct，稳居行业首位。

表 5: 公司在国网总部输变电项目中组合电器的中标金额和市占率 (单位: 亿元, %)

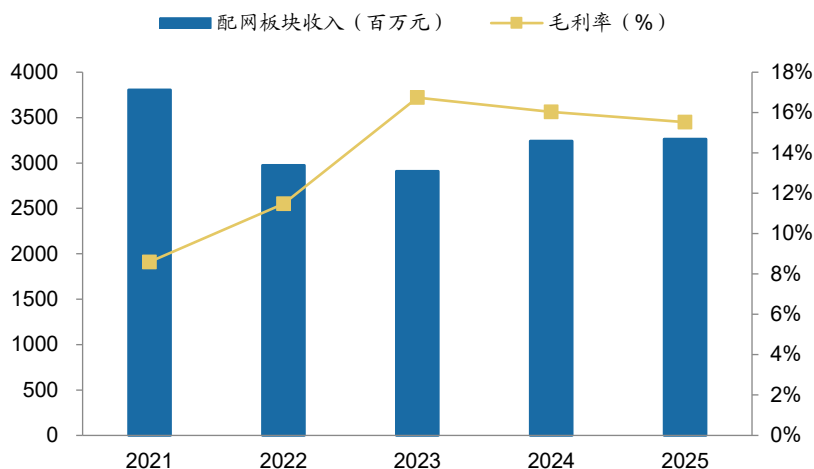
中标金额 (亿元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
平高电气	26.25	26.80	28.61	40.95	38.72	61.93
中国西电	16.32	15.58	17.83	29.16	37.16	52.55
山东泰开	8.96	10.80	15.82	21.67	21.46	25.08
思源电气	13.38	12.38	14.62	24.72	22.11	44.03
山东电工	7.57	6.78	6.58	7.19	8.26	10.65
新东北	7.86	4.58	6.67	10.53	15.26	6.76
长高电新	5.58	4.72	5.90	7.52	8.26	10.18
其他	14.90	16.08	22.61	32.14	39.30	43.52
<b>总中标金额</b>	<b>100.83</b>	<b>97.72</b>	<b>118.64</b>	<b>173.88</b>	<b>190.52</b>	<b>254.70</b>
市占率 (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
平高电气	26.0%	27.4%	24.1%	23.5%	20.3%	24.3%
中国西电	16.2%	15.9%	15.0%	16.8%	19.5%	20.6%
山东泰开	8.9%	11.0%	13.3%	12.5%	11.3%	9.8%
思源电气	13.3%	12.7%	12.3%	14.2%	11.6%	17.3%
山东电工	7.5%	6.9%	5.5%	4.1%	4.3%	4.2%
新东北	7.8%	4.7%	5.6%	6.1%	8.0%	2.7%
长高电新	5.5%	4.8%	5.0%	4.3%	4.3%	4.0%
其他	14.8%	16.5%	19.1%	18.5%	20.6%	17.1%
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

数据来源: 国网电子商务平台, 广发证券发展研究中心

## (二) 配网业务: 招标模式变化致阶段性承压, “十五五”发展有望提速

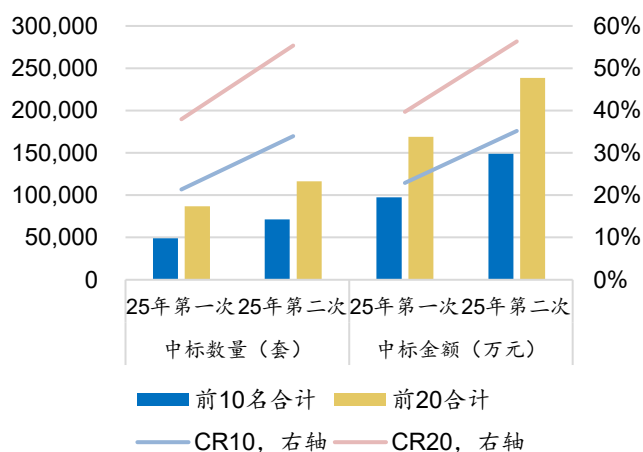
配网产品区域联合集采影响“短空长多”, 公司市占率长期有望提升。25年配网板块收入32.64亿元, 同比+0.67%; 毛利率15.53%, 同比-0.50pct。25年2月国网推行区域联合集采, 将7个关键配网产品纳入区域联合采购, 对公司配网板块影响“短空长多”, 公司产品价格阶段性承压, 但长期看, 随着尾部企业被动淘汰, 公司等头部配网企业的市占率有望逐步提升。

图 19: 公司近5年配网板块收入及毛利率 (单位: 百万元, %)



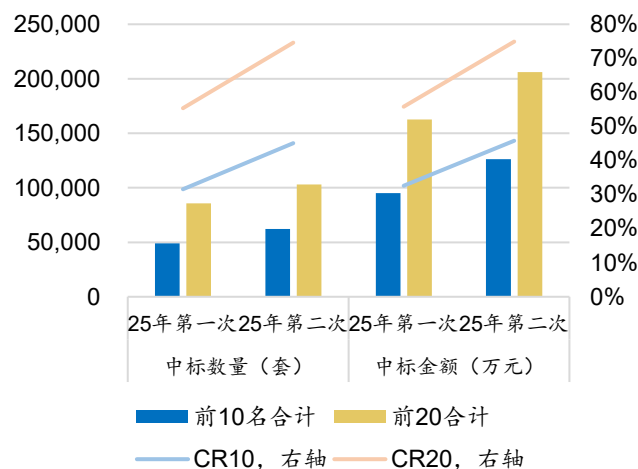
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 一二次融合柱上断路器25年区域联合采购前20名中标数量和金额统计 (单位: 套, 万元, %)



数据来源: 国网电子商务平台, 广发证券发展研究中心

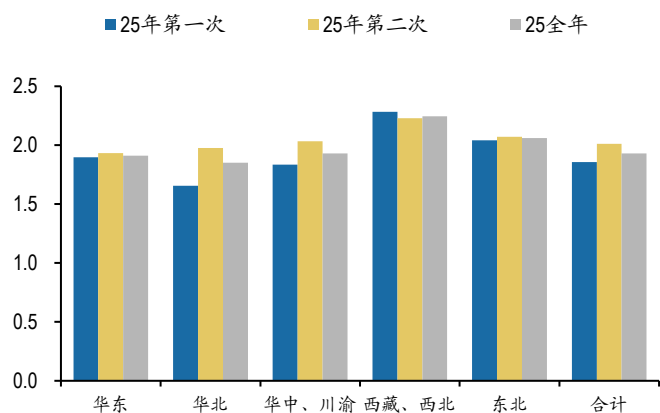
图 21: 一二次融合成套环网箱25年区域联合采购前20名中标数量和金额统计 (单位: 套, 万元, %)



数据来源: 国网电子商务平台, 广发证券发展研究中心

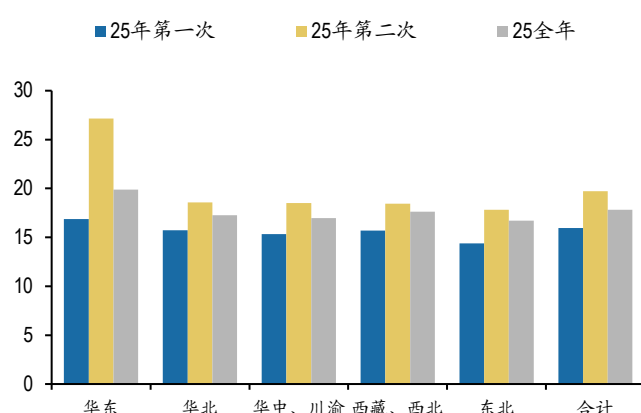
**25H2配网部分产品区域联采中标价格已有所修复。**根据国网电子商务平台，一二次融合柱上断路器25年第二批次的合计中标总额42.45亿元，环比基本持平，中标均价约2.01万元/套，环比+8.40%；其中，华东/华北/华中&川渝/西藏&西北/东北分别环比+1.86%/+19.31%/+10.86%/-2.38%/+1.46%。一二次融合环网箱25年第二批次的合计中标总额52.90亿元，环比+21.62%，均价约19.73万元/套，环比+23.71%；其中，华东/华北/华中&川渝/西藏&西北/东北分别环比+60.86%/+18.11%/+20.68%/+17.55%/+23.90%。

图 22: 25年第二批次一二次融合柱断联采均价已有所回升 (单位: 万元/套)



数据来源: 国网电子商务平台, 广发证券发展研究中心

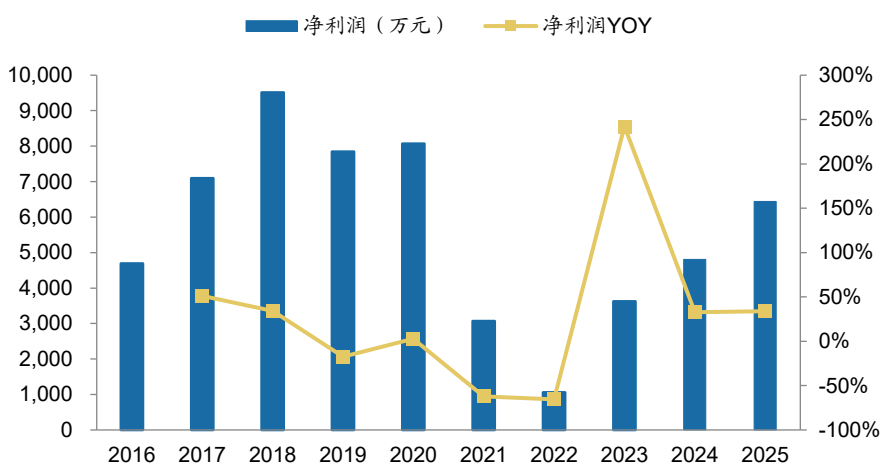
图 23: 25年第二批次一二次融合环网箱联采均价已有所回升 (单位: 万元/套)



数据来源: 国网电子商务平台, 广发证券发展研究中心

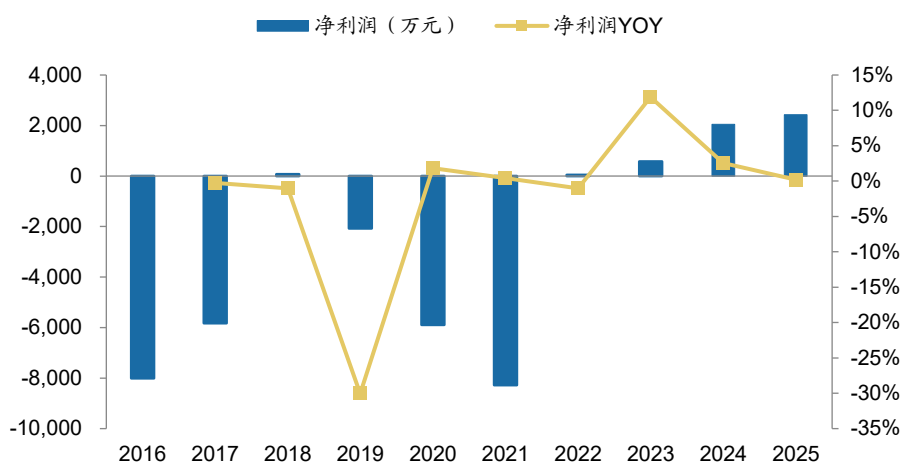
**公司配网竞争力持续提升, 核心子公司经营向好。**公司依托平顶山、天津、上海等产业基地, 着力打造具有“区位优势、品牌优势、制造优势及专业特色”的核心产品。公司配电核心子公司近3年业绩持续增长, 上海天灵产品涵盖高低压开关柜、高压元器件等, 2025年实现净利润6440万元, 同比+33.86%; 天津平高产品涵盖充换电设备、开关柜、断路器、变电站等, 2025年实现净利润2431万元, 同比+18.46%。

图 24: 2016-2025年上海天灵净利润及同比增速 (万元, %)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 25: 2016-2025年天津平高净利润及同比增速 (万元, %)

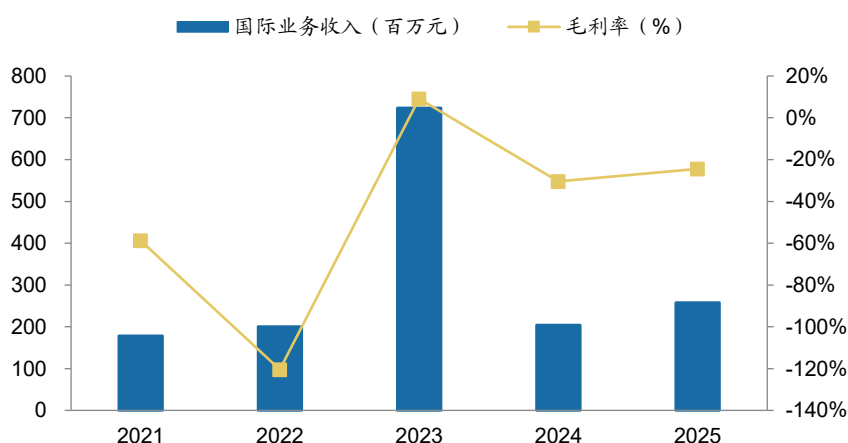


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

### (三) 国际业务: 战略调整持续推进, 聚焦单机业务、盈利有望修复

业务重心转向单机产品, 盈利能力有望逐步显现。25年收入2.58亿元, 同比+26.30%, 毛利率-24.39%, 同比减亏6.04pct。公司24年开始进行国际业务战略调整, 新增订单聚焦单机业务。24年公司8种产品通过意大利TCA认证, 252kV组合电器打入欧洲高端市场; 25上半年中标沙特5台132kV高压移动变, 420kV GIS产品首次打入墨西哥市场。我们认为, 随着低质量存量项目出清, 盈利能力有望随单机业务占比提升而逐步显现。

图 26: 公司近5年国际业务收入及毛利率 (单位: 百万元, %)

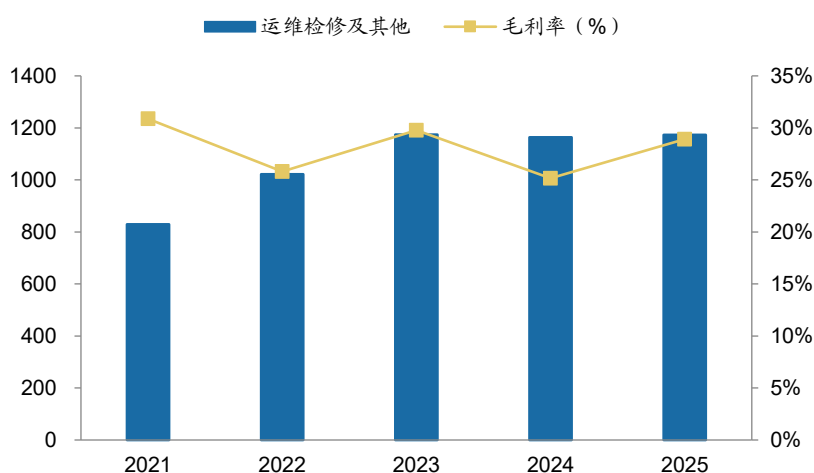


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### （四）运维检修及其他：盈利能力回升，加速培育业绩增长点

**运维检修及其他：**25年收入11.73亿元，同比+0.81%；毛利率28.90%，同比+3.74pct，主要系公司强化业务拓展，检修和备品备件规模增加。公司已具备设备安装、状态检测、日常运维、维修检修、升级改造等全生命周期服务专业能力，报告期内，公司制定了17个省份全生命周期服务解决方案，推动开关设备状态检修决策数字化平台纳入国网规模化推广计划，试点部署开关运维人工智能垂直应用。展望26年，公司运维检修业务将锚定电力装备布局，坚持轻资产和价值创造导向，建立“先孵化、后裂变”的新产业培育机制，加快培育业绩增长点。

图 27：公司近5年运维检修及其他业务收入及毛利率（单位：百万元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

公司是国内高压开关龙头，高压和配网板块景气向上。我们预计，公司2026-2028年有望维持稳健增长，具体来看：

**（1）高压板块：**2024-2025年，公司高压板块收入分别为76.98/77.47亿元，同比分别+25.06%/+0.64%，25年受确收节奏影响收入增速有所下滑。公司是国内高压GIS龙头公司，“十五五”将受益于特高压项目加快推进。公司百万伏级GIS在手订单充足，网内网外项目储备丰富，26-28年交付量有望逐年增长。我们预计26-28年高压板块收入增速分别为+14.87%/+12.13%/+8.69%；受益于盈利能力更强的百万伏级GIS交付量提升、以及公司持续推进精益化生产，我们预计26-28年毛利率分别为28.5%/29.0%/28.9%。

**（2）配网板块：**2024-2025年，公司配网板块收入分别为32.42/32.64亿元，同比分别+11.43%/+0.67%，25年受招标模式变化影响收入增速有所下滑。公司依托平顶山、天津、上海等产业基地，着力打造具有“区位优势、品牌优势、制造优势及专业特色”等核心产品，有望受益于“十五五”期间配网的升级改造浪潮。我们

预计26-28年配网板块收入增速分别为+5.00%/+10.00%/+20.00%；考虑到25年2月配网产品区域联合集采的影响显现，预计26年毛利率约13.0%，同比-2.5pct；国网提出，将在“十五五”期间以扩大有效投资带动新型电力系统产业链供应链高质量发展，我们预计配网行业低价竞争压力有望缓解，27/28年毛利率分别为15.0%/17.0%。

**(3) 国际业务：**2024-2025年，公司国际业务收入分别为2.04/2.58亿元，同比分别-71.79%/+26.30%。公司24年起调整业务重心，聚焦单机产品的全球化布局，已在欧洲、中东、墨西哥市场取得突破，我们预计26-28年国际业务收入增速分别为20.00%/25.00%/30.00%。随着EPC业务逐步收尾，业务模式不断清晰，我们预计国际业务的盈利能力将逐步显现，26-28年毛利率分别为15.0%/20.0%/20.0%。

**(4) 运维检修及其他：**2024-2025年，公司运维检修及其他业务收入分别为11.64/11.73亿元，同比分别-0.89%/+0.81%。公司坚持轻资产和价值创造导向，加快培育业绩增长点，我们预计26-28年收入增速均为+10.00%，毛利率分别为29.0%/29.5%/30.0%。

**(5) 其他业务：**业务体量较小，对公司整体影响较小。我们预计26-28年收入均为0.75亿元，毛利率均为79.9%。

综上，我们预计公司2026-2028年营业总收入分别为139.42/155.40/174.11亿元，收入增速分别为+11.39%/+11.46%/+12.03%，毛利率分别为24.7%/25.7%/25.9%。

表 6：公司业务拆分表（单位：百万元，%）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	12,401.6	12,516.9	13,942.4	15,540.3	17,410.5
YOY	11.96%	0.93%	11.39%	11.46%	12.03%
毛利	2,772.5	2,993.5	3,447.5	3,988.6	4,506.5
毛利率	22.4%	23.9%	24.7%	25.7%	25.9%
<b>高压板块</b>					
营业收入	7,698.1	7,747.1	8,899.1	9,978.4	10,845.7
YOY	25.06%	0.64%	14.87%	12.13%	8.69%
毛利率	25.5%	27.8%	28.5%	29.0%	28.9%
<b>配网板块</b>					
营业收入	3,242.1	3,264.0	3,427.2	3,769.9	4,523.9
YOY	11.43%	0.67%	5.00%	10.00%	20.00%
毛利率	16.0%	15.5%	13.0%	15.0%	17.0%
<b>国际业务板块</b>					
营业收入	204.1	257.8	309.3	386.7	502.7
YOY	-71.79%	26.30%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率	-30.4%	-24.4%	15.0%	20.0%	20.0%
<b>运维检修及其他</b>					
营业收入	1,163.6	1,173.1	1,231.7	1,330.3	1,463.3
YOY	-0.89%	0.81%	10.00%	10.00%	10.00%

毛利率	25.2%	28.9%	29.0%	29.5%	30.0%
<b>其他业务</b>					
营业收入	93.6	75.0	75.0	75.0	75.0
YOY	-18.22%	-19.83%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	60.6%	79.9%	79.9%	79.9%	79.9%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们选取国电南瑞、许继电气、中国西电、思源电气作为平高电气的可比公司，均为电力设备领域的头部企业。国电南瑞、许继电气的特高压业务，中国西电、思源电气的开关业务与平高电气存在可比性。

考虑“十五五”期间特高压和配网投资提速，公司作为高压开关龙头企业，网内网外有望实现稳健增长。预计2026-2028年归母净利润为13.54/16.40/18.87亿元，同比增速为+20.9%/+21.1%/+15.1%。

可比公司中，①国电南瑞是国内电力设备龙头企业，业务布局多元，收入、利润和市值体量较大，2022-2025年归母净利润CAGR预计约9.0%，增长稳健，2026/2027年PE分别为23.24x/20.80x。②许继电气是国内电力设备行业的领军企业，主营直流输电、变配电设备、电表等，2022-2025年归母净利润CAGR为15.4%，但25年收入、归母净利润分别同比-12.27%/+4.50%，2026/2027年PE分别为17.72x/14.73x。③中国西电是国内输变电及控制设备龙头企业，2022-2025年归母净利润CAGR约27.5%，子公司西安西电电力电子拥有SST研发能力及相关产品，主要应用于配电网和数据中心领域，2026/2027年PE分别为58.55x/47.63x。④思源电气是国内民营开关设备龙头企业，2022-2025年归母净利润CAGR约37.2%，且25年海外收入58.03亿元，同比+85.84%，收入占比26.94%，2026/2027年PE分别为39.74x/29.76x。

我们认为，公司高压板块在手订单、潜在特高压GIS项目储备充足，配网板块前期降价的影响有望逐步减弱，“十五五”期间渐入上行周期，未来三年业绩增长的确定性较强。同时，公司持续重视研发投入，前瞻布局GIL和固态断路器等新型产品，有望打开远期成长空间。给予公司2026年归母净利润25.0xPE，对应合理价值24.94元/股，维持“买入”评级。

表 7: 可比公司估值表 (单位: 亿元)

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE 估值水平 (x)	
		2026/4/20	2026E	2027E	2026E	2027E
600406.SH	国电南瑞	2187.85	94.16	105.19	23.24	20.80
000400.SZ	许继电气	269.02	15.18	18.26	17.72	14.73
601179.SH	中国西电	933.94	15.95	19.61	58.55	47.63
002028.SZ	思源电气	1704.34	42.89	57.26	39.74	29.76
行业 PE 均值					34.81	28.23

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。备注: 可比公司 2026-2027 年业绩均采用 Wind 一致预期, 数据截至 2026/4/20

## 五、风险提示

### （一）电网投资不及预期

电网是公司主要客户之一，公司业绩受电网投资影响较大。若电网投资进度不及预期，对公司网内业务影响较大。此外，若电网投资结构出现调整，可能导致公司主要产品的招标规模和中标金额低于预期。

### （二）特高压核准不及预期

特高压工程从核准、开工到投运的全周期较长，各节点受前期审批、跨区协调、施工组织等多重因素制约，易出现阶段性延迟。若在建项目的投运节点后移，或新开工项目的设备招标释放滞后，可能影响公司高压产品的交付和收入确认节奏。此外，后续特高压储备项目的核准推进速度若低于预期，将对公司中长期订单可见度和业绩支撑形成压力。

### （三）海外经营风险

公司正推进国际业务战略调整，但海外市场仍面临多重不确定性。地缘政治形势变化、汇率波动、贸易环境调整等因素可能影响海外项目的执行进度和盈利水平，存量历史项目在清理过程中亦可能产生进一步的减值计提或合同纠纷。同时，产品认证周期、市场开拓节奏以及与国际龙头企业的正面竞争，均可能使海外业务的拓展速度和盈利兑现低于预期。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>16,332</b>	<b>16,854</b>	<b>19,152</b>	<b>21,739</b>	<b>24,866</b>
货币资金	7,130	7,180	8,515	10,087	11,983
应收及预付	7,204	7,261	7,991	8,686	9,483
存货	1,547	1,765	2,041	2,310	2,688
其他	452	648	606	656	712
<b>非流动资产总额</b>	<b>5,410</b>	<b>5,272</b>	<b>5,502</b>	<b>5,649</b>	<b>5,772</b>
长期股权投资	621	631	631	631	631
固定资产	2,079	2,098	2,125	2,158	2,180
在建工程	72	80	180	170	116
使用权资产	8	3	4	5	6
无形资产	1,173	1,194	1,185	1,188	1,210
其他	1,458	1,267	1,377	1,497	1,630
<b>资产总额</b>	<b>21,743</b>	<b>22,126</b>	<b>24,655</b>	<b>27,388</b>	<b>30,638</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>10,498</b>	<b>10,047</b>	<b>11,301</b>	<b>12,522</b>	<b>14,051</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	9,746	9,467	10,691	11,893	13,401
其他	751	579	610	628	650
<b>非流动负债总额</b>	<b>280</b>	<b>311</b>	<b>331</b>	<b>354</b>	<b>378</b>
长期借款	41	74	74	74	74
应付债券	0	0	0	0	0
其他	239	237	257	279	304
<b>负债总额</b>	<b>10,777</b>	<b>10,358</b>	<b>11,632</b>	<b>12,875</b>	<b>14,429</b>
股本	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357
其他	9,114	9,890	11,010	12,339	13,848
归母权益合计	10,471	11,247	12,367	13,696	15,205
少数股东权益	494	521	655	817	1,004
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,743</b>	<b>22,126</b>	<b>24,655</b>	<b>27,388</b>	<b>30,638</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>12,402</b>	<b>12,517</b>	<b>13,942</b>	<b>15,540</b>	<b>17,411</b>
营业成本	9,629	9,523	10,495	11,552	12,904
营业税金及附加	99	93	104	116	130
销售费用	495	441	491	563	648
管理费用	383	433	453	473	493
研发费用	550	620	697	777	871
财务费用	-59	-46	-52	-66	-82
资产信用减值损失	-137	-98	-102	-113	-124
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	34	33	30	30	30
<b>营业利润</b>	<b>1,266</b>	<b>1,432</b>	<b>1,731</b>	<b>2,097</b>	<b>2,413</b>
营业外收支	7	-1	-1	-1	-2
利润总额	1,273	1,431	1,730	2,095	2,411
所得税费用	154	201	242	293	338
<b>合并净利润</b>	<b>1,119</b>	<b>1,229</b>	<b>1,487</b>	<b>1,802</b>	<b>2,074</b>
少数股东损益	96	110	134	162	187
<b>归母净利润</b>	<b>1,023</b>	<b>1,120</b>	<b>1,354</b>	<b>1,640</b>	<b>1,887</b>
EPS (元/股)	0.75	0.83	1.00	1.21	1.39

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3,008</b>	<b>811</b>	<b>2,163</b>	<b>2,405</b>	<b>2,774</b>
合并净利润	1,119	1,229	1,487	1,802	2,074
折旧摊销	373	385	388	400	405
营运资金变动	1,386	-901	216	121	202
其他	0	0	8	9	10
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-134</b>	<b>-284</b>	<b>-521</b>	<b>-541</b>	<b>-523</b>
资本性开支	-165	-298	-546	-465	-436
投资	0	0	0	0	0
其他	32	13	24	-77	-87
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-720</b>	<b>-512</b>	<b>-216</b>	<b>-292</b>	<b>-355</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-173	33	0	0	0
股利分配与偿付利息	-544	-526	-246	-314	-380
其他	-3	-19	30	22	25
<b>现金净增加额</b>	<b>2,155</b>	<b>11</b>	<b>1,426</b>	<b>1,572</b>	<b>1,896</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,922</b>	<b>7,077</b>	<b>7,088</b>	<b>8,515</b>	<b>10,087</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>7,077</b>	<b>7,088</b>	<b>8,515</b>	<b>10,087</b>	<b>11,983</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	12.0%	0.9%	11.4%	11.5%	12.0%
营业利润增长率	26.6%	13.1%	20.9%	21.1%	15.1%
归母净利润增长率	25.4%	9.4%	20.9%	21.1%	15.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.4%	23.9%	24.7%	25.7%	25.9%
净利率	9.0%	9.8%	10.7%	11.6%	11.9%
ROE	9.8%	10.0%	10.9%	12.0%	12.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.6%	46.8%	47.2%	47.0%	47.1%
有息负债率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8
利息保障倍数	662.1	793.7	664.9	802.5	920.5
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2
存货周转率	6.2	5.4	5.1	5.0	4.8
应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.75	0.83	1.00	1.21	1.39
每股净资产	7.72	8.29	9.11	10.09	11.21
每股经营现金流	2.22	0.60	1.59	1.77	2.04
<b>估值比率</b>					
PE	25.5	21.0	21.3	17.6	15.3
PB	2.5	2.1	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.3	9.0	9.5	7.5	6.0

## 广发新能源和电力设备研究小组

陈 昕：联席首席分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022 年加入广发证券发展研究中心。

黄 华 栋：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2026 年加入广发证券，曾任职于浙商证券股份有限公司、上海申银万国证券研究所有限公司，6 年证券行业研究经验。

李 天 帅：资深分析师，硕士，毕业于哈尔滨工业大学、香港大学，曾任职于中银国际证券、德邦证券，3 年证券行业研究经验。

曹 瑞 元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

黄 思 悦：高级分析师，毕业于北京大学、中山大学，2023 年加入广发证券发展研究中心。

彭 沈 楠：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2026 年加入广发证券，曾任职于浙商证券，2 年证券行业研究经验。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。