

2026 年 05 月 29 日

证券研究报告·公司研究报告

金冠电气（688517）电力设备

当前价：22.67 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

电网投资规模持续扩容，公司业绩有望改善

投资要点

- **基本逻辑：**1) 2026 年 1-3 月，我国电网工程投资完成额达 1370.49 亿元，同比增长 43.36%，我国电网投资规模持续扩容对避雷器需求显著增加；2) 公司是国内避雷器领域的领军企业，截至 2025 年底，国家电网及南方电网共建成 46 项特高压输电工程，公司参与了其中的 35 条；3) 公司不断迭代更新交直流充电桩产品，2025 年公司充电桩营业收入突破 6700 万元，同比增长超 90%。
- **深耕超二十年，国内避雷器领域的知名企业。**公司前身南阳金冠电气有限公司于 2005 年设立。2010 年，公司避雷器系列产品通过 KEMA 见证试验 110kV、220kV、500kV，成为国内特高压交流避雷器四家供应商之一。2019 年，公司金属氧化物避雷器产品被国家工信部认定为“制造业单项冠军产品”。2021 年，公司在上海证券交易所科创板上市。经过多年的研发积累，公司在特高压交直流避雷器研发、制造和工程实践中形成了明显的技术及质量优势，形成了交直流、全电压等级、多系列避雷器产品体系，成长为避雷器行业的知名企业。
- **依托完整的配套体系，中国已经是避雷器最重要的制造和应用市场之一。**2026 年 1—3 月，我国电源工程投资完成额达 1759.12 亿元，同比增长 33.07%，电网工程投资完成额达 1370.49 亿元，同比增长 43.36%。中国是避雷器最重要的制造和应用市场之一，依托完整的氧化锌材料、复合外绝缘、金具和整机配套体系，在中低压及中高压常规产品上具有显著的制造优势；在高端领域，国内龙头已具备 1000kV 交流和直流特高压产品供货能力。中国绝缘子与避雷器工业销售产值（现价）已由 2022 年的 160.8 亿元增长至 2024 年的 240.0 亿元。
- **公司以避雷器及智能配电网系列产品为主。**公司客户涵盖国家电网、南方电网等大型企业。近三年，公司的避雷器产品在国家电网输变电设备及特高压设备产品的招标采购中，中标份额累计排名位居前列。截至 2025 年底，国家电网及南方电网共建成 46 项特高压输电工程，公司参与 35 条，已建成 22 条直流特高压工程，公司参与 15 条，已建成 24 条交流特高压工程，公司参与 20 条。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026/27/28 年营收分别为 8.0、9.2、11.1 亿元，归母净利润分别为 0.9、1.1、1.4 亿元，EPS 分别为 0.63、0.79、1.03 元，对应 PE 分别为 36、29、22 倍。公司作为避雷器龙头，有望享受行业复苏带来的盈利弹性，建议关注。
- **风险提示：**宏观环境风险、市场竞争风险、核心技术人员流失风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	730.48	803.53	924.06	1108.87
增长率	11.04%	10.00%	15.00%	20.00%
归属母公司净利润（百万元）	80.85	85.84	108.29	140.88
增长率	-11.28%	6.18%	26.15%	30.10%
每股收益 EPS（元）	0.59	0.63	0.79	1.03
净资产收益率 ROE	9.87%	10.05%	12.04%	14.60%
PE	38	36	29	22
PB	3.78	3.63	3.44	3.21

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光悰

执业证号：S1250522070002

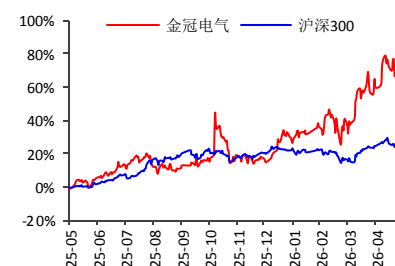
电话：021-58352190

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

联系人：戚欣龙

邮箱：qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.37
流通 A 股(亿股)	1.37
52 周内股价区间(元)	13.42-25.80
总市值(亿元)	30.97
总资产(亿元)	13.31
每股净资产(元)	5.92

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 深耕超二十年，国内避雷器领域的知名企业	1
2 避雷器行业：依托完整的配套体系，中国已经是避雷器最重要的制造和应用市场之一	3
3 主营业务：以避雷器及智能配电网系列产品为主	5
4 销售毛利率有所回升，但期间费用率处于历史高位	8
5 盈利预测与估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年 Q1)	1
图 3: 公司 2025 年主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2025 年主营业务毛利情况	2
图 5: 公司 2021 年以来营业收入及增速	2
图 6: 公司 2021 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 避雷器工作原理图	3
图 8: 我国电源工程投资完成额 (亿元)	4
图 9: 我国电网工程投资完成额 (亿元)	4
图 10: 高压避雷器产量 (万只)	4
图 11: 绝缘子与避雷器工业销售产值 (现价) (亿元)	4
图 12: 公司避雷器营业收入及毛利率	6
图 13: 公司配网产品营业收入及毛利率	6
图 14: 公司充电桩营业收入及增速	7
图 15: 公司充电桩毛利率	7
图 16: 公司销售毛利率和销售净利率	8
图 17: 公司期间费用率	8
图 18: 公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	8
图 19: 公司平均净资产收益率 ROE	8

表 目 录

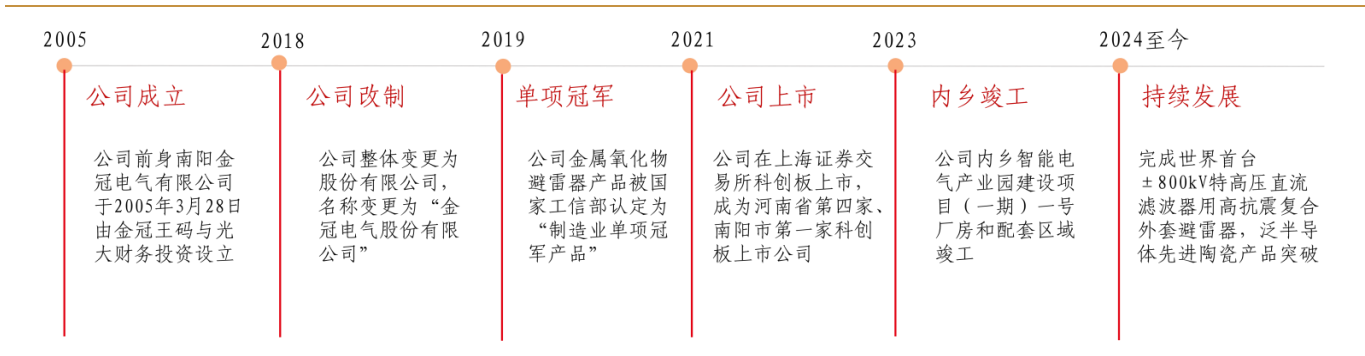
表 1: 避雷器分类及对比	3
表 2: 公司避雷器产品	5
表 3: 公司配网产品	6
表 4: 公司新能源产品	7
表 5: 分业务收入及毛利率	9
表 6: 可比公司估值	9
附表: 财务预测与估值	11

1 深耕超二十年，国内避雷器领域的知名企业

公司前身南阳金冠电气有限公司于 2005 年 3 月 28 日由金冠王码与光大财务投资设立。2010 年，公司避雷器系列产品通过 KEMA 见证试验 110kV、220kV、500kV，成为国内特高压交流避雷器四家供应商之一。2015 年，公司研制成功世界首台 1000kV 高抗震瓷外套避雷器并投入应用，2018 年公司被五部委认定为“国家企业技术中心”，同年公司整体变更为股份有限公司，名称变更为“金冠电气股份有限公司”。2019 年，公司金属氧化物避雷器产品被国家工信部认定为“制造业单项冠军产品”。2021 年 6 月 18 日，公司在上海证券交易所科创板上市，成为河南省第四家、南阳市第一家科创板上市公司，也是国内首家以避雷器为主营业务的科创板企业。2023 年，公司内乡智能电气产业园建设项目（一期）一号厂房和配套区域竣工，2024 年，公司完成世界首台±800kV 特高压直流滤波器用高抗震复合外套避雷器的研制与应用，同时在泛半导体先进陶瓷产品也取得突破。

经过多年的研发积累，公司在特高压交直流避雷器研发、制造和工程实践中形成了明显的技术及质量优势，有力地带动了常规电压等级产品的升级换代，形成了交直流、全电压等级、多系列避雷器产品体系，成长为避雷器行业的知名企业。

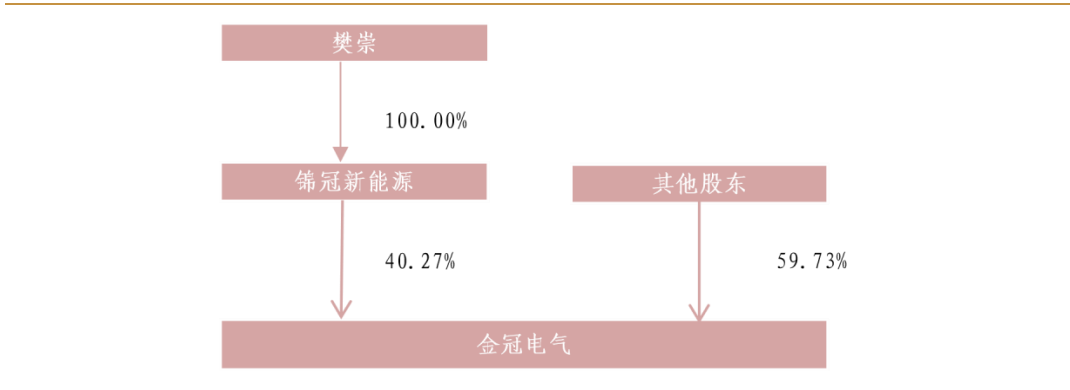
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

实际控制人为樊崇。截至 2026 年 Q1，公司的控股股东是河南锦冠新能源集团有限公司，持有公司 40.27%的股份，樊崇持有河南锦冠新能源集团有限公司 100%的股份，是公司的实控人。同时，樊崇在公司担任董事长兼总经理，有助于减少决策与管理环节的执行损耗，提升重大战略的落地效率，确保实控人的经营理念直接贯穿至日常运营，推动公司持续发展。

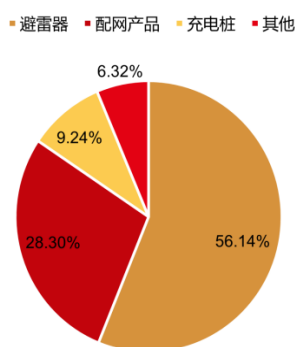
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 Q1）



数据来源：iFinD，西南证券整理

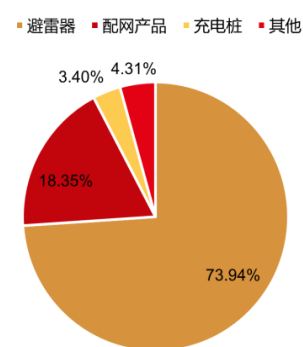
公司主营业务结构：公司是一家专业从事输配电及控制设备研发、制造和销售的国家级高新技术企业，长期服务于以特高压为骨干网架、各级电网协调发展的坚强智能电网建设，主要为用户提供交、直流金属氧化物避雷器及智能配电网系列产品。2021 年以来，公司依托多年的智能配电设备研发经验，开展新能源汽车充电桩和电化学储能设备与系统产品的研发、生产和销售业务。公司充电桩产品聚焦于县域充电基础设施和新能源重卡充电服务两大核心市场，公司电化学储能设备与系统产品主要应用于增量配电业务试点项目、工商业储能项目以及光储充一体化项目。从营业收入来看，2025 年公司的营收主要来自**避雷器**，占比约为 56.14%，其次是配网产品，占比约 28.30%；毛利贡献方面，**避雷器**所贡献的毛利占比最高，约为 73.94%，其次是配网产品，占比约 18.35%。

图 3：公司 2025 年主营业务结构情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

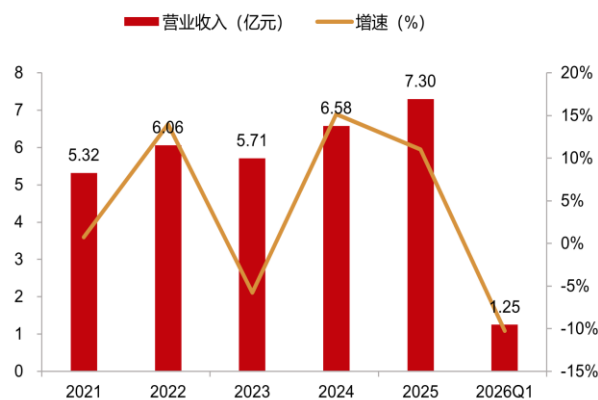
图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

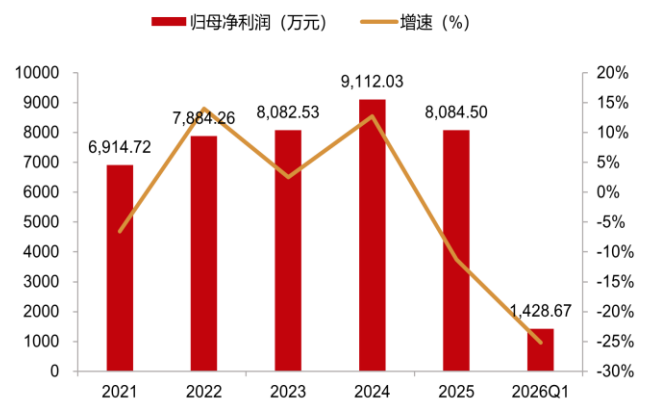
公司业绩状况：公司传统输配电业务的营业收入主要受我国电网投资规模等影响，而 2021 年以来由于公司精准卡位重卡充电市场，为公司带来了第二增长曲线。2021-2025 年公司的营业收入整体呈现波动上涨态势，由 2021 年的 5.32 亿元增长至 2025 年的 7.30 亿元，创近五年新高。公司的归母净利润在营业收入的带动下，由 2021 年的 6914.72 万元增长至 2024 年的 9112.03 万元，2025 年由于营业成本增速高于营收增速，导致毛利率承压，归母净利润同比下降 11.28%至 8084.50 万元。

图 5：公司 2021 年以来营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2021 年以来归母净利润及增速

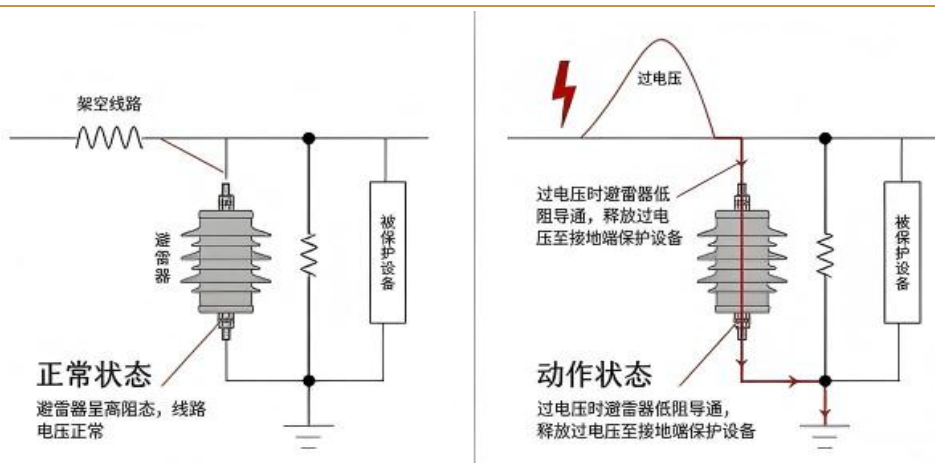


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 避雷器行业：依托完整的配套体系，中国已经是避雷器最重要的制造和应用市场之一

避雷器是限制雷电过电压、操作过电压，泄放过电压能量，保护电力设备、电气装置绝缘免受击穿损坏的高压保护电器。在正常运行条件下，避雷器处于绝缘状态；当系统遭受过电压，避雷器立即动作，泄放能量，降低被保护设备所受过电压值，对被保护设备起到保护作用；当过电压消失后，避雷器又迅速恢复到正常状态，保障了系统的正常运行。

图 7：避雷器工作原理图



数据来源：智研咨询，西南证券整理

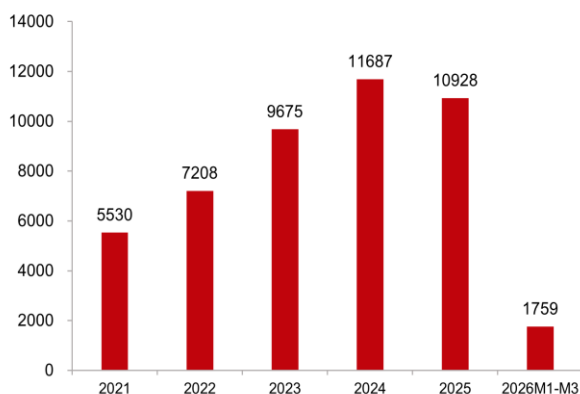
避雷器按其外绝缘可分为瓷外套避雷器、复合外套避雷器、罐式避雷器和分离式避雷器，其中，瓷外套避雷器机械强度高、绝缘稳定但脆性大、安装不便，复合外套避雷器轻量化、耐污抗震、密封可靠，罐式避雷器适配高压超高压及极端恶劣环境，分离式避雷器拆装灵活但密封和耐候性较差；按间隙类型划分，避雷器分为无间隙和带间隙避雷器，无间隙避雷器响应迅速、过电压限制精准，带间隙避雷器造价低廉，但存在放电时延，保护可靠性偏低。

表 1：避雷器分类及对比

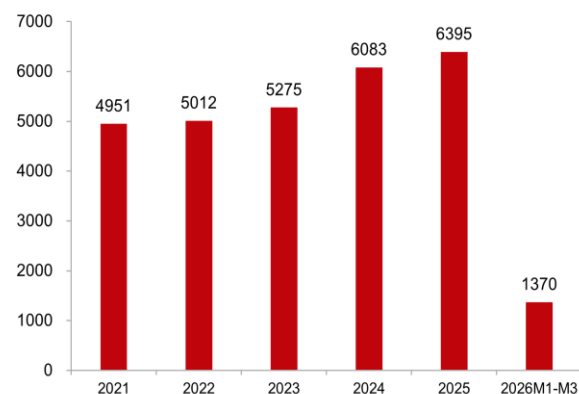
分类		核心结构/材质	适用场景
按外绝缘 分类	瓷外套避雷器	以高强度陶瓷为外绝缘外套，内部填充硅胶/环氧胶密封，芯体为氧化锌电阻片，传统经典结构	变电站、输电线路、常规配电设备，户内外常规环境，耐候性要求高的开阔区域
	复合外套避雷器	采用硅橡胶复合绝缘外套，一体化注塑密封，内部氧化锌电阻片+环氧芯棒，轻量化结构	配电线路、开关柜、箱变、山区/沿海/重污区，抗震抗台风场景，户内外紧凑型安装
	罐式避雷器	金属罐体封装，内部充 SF6 绝缘气体，氧化锌电阻片置于罐内，全封闭结构	高压/超高压电网、GIS 组合电器、水电站/火电厂高压配电室，高海拔、重污秽防爆要求高场景
	分离式避雷器	外绝缘与电阻芯体分体设计，绝缘部件可拆分，无整体密封外套，模块化结构	特殊配电装置、老旧设备改造、空间受限的非标场景，需灵活拆装的临时防护
按间隙类型 分类	无间隙避雷器	纯氧化锌电阻片串联结构，无放电间隙，直接并联在设备两端，全程接入系统	主流全场景适配，配电、变电、输电各电压等级，操作过电压+雷电过电压双重防护
	带间隙避雷器	氧化锌电阻片串联放电间隙(串联间隙/并联间隙)，正常运行时间隙隔离系统电压	低压配电、老旧线路改造、低成本防护场景，侧重雷电过电压防护

数据来源：智研咨询，西南证券整理

我国避雷器行业产业链呈上游原材料、中游制造、下游应用三级结构。氧化锌、氧化铍、氧化钴、硅橡胶、环氧树脂、陶瓷、金属阀片、电极、密封件及在线监测模块等原材料，是我国避雷器生产的核心成本构成，根据智研咨询统计，2025 年上述原材料成本占比已超 80%。从下游来看，目前，国家电网、南方电网作为我国电网建设的核心主体，主导全国特高压、骨干电网及配电网的建设与升级改造，是避雷器产品最主要的采购方，近年来，我国居民生活用电与工业生产用电需求持续攀升，推动国家不断加大电力基础设施投资力度，据中国电力企业联合会统计数据显示，2026 年 1-3 月，我国电源工程投资完成额达 1759.12 亿元，同比增长 33.07%，电网工程投资完成额达 1370.49 亿元，同比增长 43.36%，我国电网投资规模持续扩容，为避雷器行业高质量发展打开了广阔市场空间，注入了强劲增长动能。

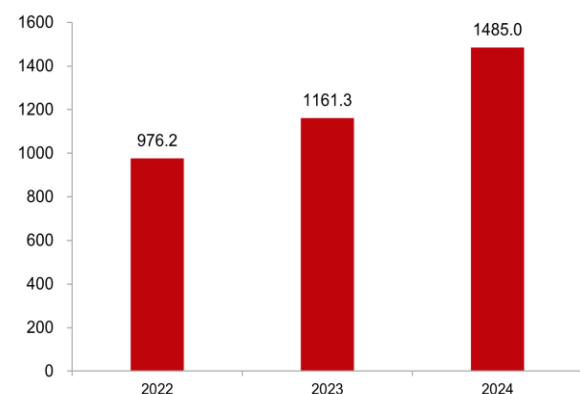
图 8：我国电源工程投资完成额（亿元）


数据来源：iFinD，西南证券整理

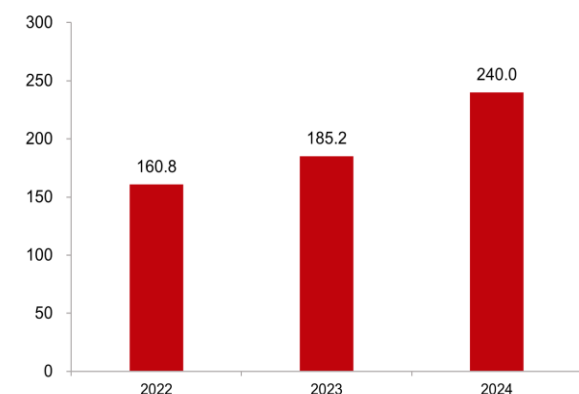
图 9：我国电网工程投资完成额（亿元）


数据来源：iFinD，西南证券整理

根据 QY Research 研究数据，预计 2032 年全球避雷器市场规模将达到 24.08 亿美元，从区域结构看，中国是避雷器最重要的制造和应用市场之一，依托完整的氧化锌材料、复合外绝缘、金具和整机配套体系，在中低压及中高压常规产品上具有显著的制造优势；在高端领域，国内龙头已具备 1000kV 交流和直流特高压产品供货能力。按中国电器工业协会绝缘子避雷器分会统计口径，绝缘子与避雷器工业销售产值（现价）已由 2022 年的 160.8 亿元增长至 2024 年的 240.0 亿元；从更长周期看，全球电网投资也处于扩张阶段，IEA 指出，全球电网年投资需要从当前约 3300 亿美元提升至 2030 年的 7500 亿美元，这意味着避雷器行业未来几年仍将受益于主网建设、配网升级、新能源并网和老旧设备替换。

图 10：高压避雷器产量（万只）


数据来源：中国电器工业协会绝缘子避雷器分会，西南证券整理

图 11：绝缘子与避雷器工业销售产值（现价）（亿元）


数据来源：中国电器工业协会绝缘子避雷器分会，西南证券整理

3 主营业务：以避雷器及智能配电网系列产品为主

公司是中国避雷器行业的知名企业，避雷器系列产品涵盖交直流、全电压等级，被工业和信息化部评定为避雷器制造业单项冠军，是国内超特高压交直流避雷器领域先进企业。公司客户涵盖国家电网、南方电网、中国铁路集团、国家电投、国家能源等大型企业。根据国家电网新一代电子商务平台公示的招标信息统计，近三年，公司的避雷器产品在国家电网输变电设备及特高压设备产品的招标采购中，中标份额累计排名位居前列。

公司拥有国家企业技术中心、国家级博士后工作站、河南省特高压输变电保护装备工程技术研究中心和超特高压试验室，是全国绝缘子避雷器标准化技术委员会委员单位、电力行业过电压与绝缘配合标准化技术委员会委员单位，主持和参与二十余项国家/行业标准的修订；是中国电器工业协会绝缘子避雷器分会副理事长单位，先后参与四十余项国家电网重点工程。

特高压避雷器产品由于电压等级较高，在绝缘水平、残压水平、电压分布控制、抗弯和抗震性能等方面要求更高，对避雷器生产厂家的技术水平、研发试验能力、产品质量和生产能力都提出了比常规电压等级避雷器产品更高的要求。由于技术门槛和生产门槛较高，目前国内仅有少数行业企业具备生产和中标特高压避雷器产品的能力。公司拥有全系列避雷器产品，产品包括瓷外套避雷器、复合外套避雷器、GIS 罐式避雷器、分离式避雷器、熔断型限压器等，电压等级覆盖交流 10kV-1000kV 和直流 0.75kV-±1100kV，主要应用于发电厂、变电站、配电网、输电线路、电气化铁路、变压器中性点保护及直流输配电系统等。

表 2：公司避雷器产品

产品类型	部分产品实物图	应用场景
瓷外套避雷器		
复合外套避雷器		
换流阀避雷器		
直流断路器用避雷器		
可控避雷器		

产品类型	部分产品实物图	应用场景
分离式避雷器		
动车避雷器		

数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

公司智能配电设备包括高、低压成套开关设备、一二次融合柱上断路器、一二次融合环网柜（箱）、箱式变电站、配电箱、35kV 充气柜、电缆分支箱等，应用于国家电网输配电网络的变电站、城市配网、农村配网、工业企业、铁路配电网络、商业建筑等场所。

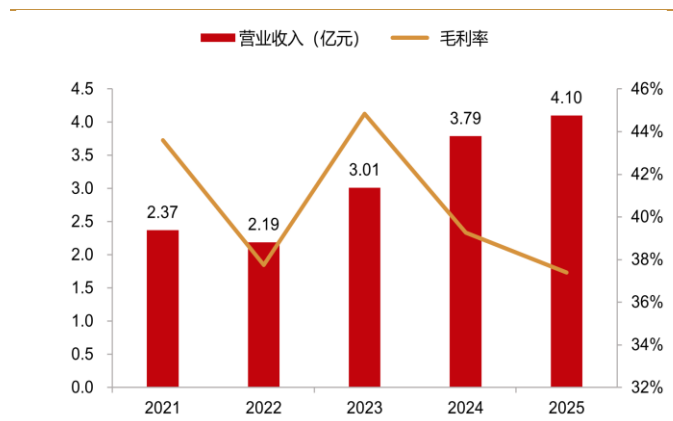
表 3：公司配网产品

高、低压成套开关设备	一二次融合柱上断路器	一二次融合环网柜（箱）
		
箱式变电站	配电箱	35kV 充气柜
		

数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

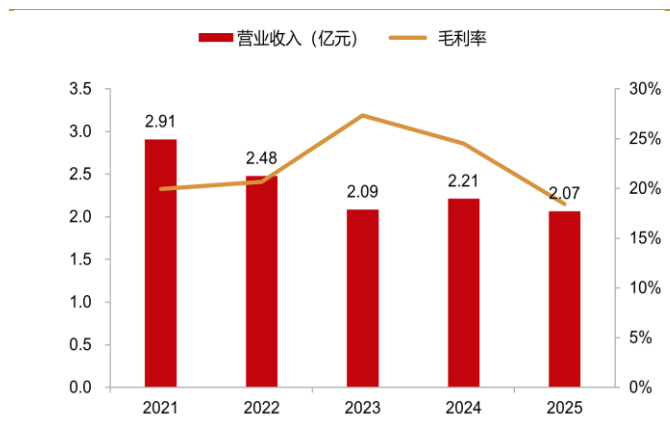
公司的输配电设备产品具备市场竞争优势，2025 年公司在江苏、辽宁等电网市场中标，截至 2025 年底，国家电网及南方电网共建成 46 项特高压输电工程，公司参与 35 条，已建成 22 条直流特高压工程，公司参与 15 条，已建成 24 条交流特高压工程，公司参与 20 条。

图 12：公司避雷器营业收入及毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 13：公司配网产品营业收入及毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

作为一家集电动汽车充电桩研发、设计、制造、销售于一体的全产业链服务商，公司自主研发充电桩及“金冠智充”服务平台。公司针对新能源商用车（重卡、工程机械）充电慢、经济性差、补能效率低等痛点，专项研发新能源重卡充电桩产品。其中，兆瓦级 2560kW 产品已进入样机试制阶段，面向重卡及超充场站场景，可提升补能效率、降低运营成本。该产品配备液冷/风冷超充、闪充、快充等终端，双枪输出电流最高 1600A，并采用智能柔性功率分配技术，按需调度功率，最大化提升充电效率。通过材料、技术与工艺升级，公司产品进一步提升电能转换效率、降低能量损耗，在提高充电速率与运行稳定性的同时，提升电站电力资源利用效率与单位容量经济效益，可为矿区、偏远运输线路等场景的大容量充电站提供高效可靠的充电解决方案。

公司不断迭代更新各个功率段的交直流充电桩产品，功率覆盖范围 7W-1920kW，其中 360-1920kW 为分体式直流充电堆，可配备液冷超充、风冷超充、风冷闪充、风冷快充不同规格的终端，双枪输出电流分别可达 1600A、800A、600A、500A，产品应用于公共充电站、新能源重卡及矿卡专用充电站、超级快充站等多种充电场景。公司电化学储能系统产品主要有 100kW/215kWh 的 A11-in-One 一体机、0.5MW/1MWh 储能产品等，应用于光储充一体化项目以及工商业储能项目。

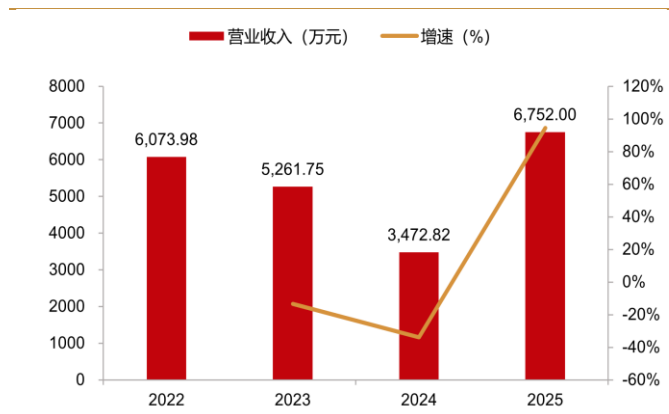
表 4：公司新能源产品

交流桩系列	60-240kW 一体式 直流桩系列	320-480kW 超级快充一体式 直流充电桩	360-1920kW 重卡专用分体式 直流充电堆	All-in-One 一体机
				

数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

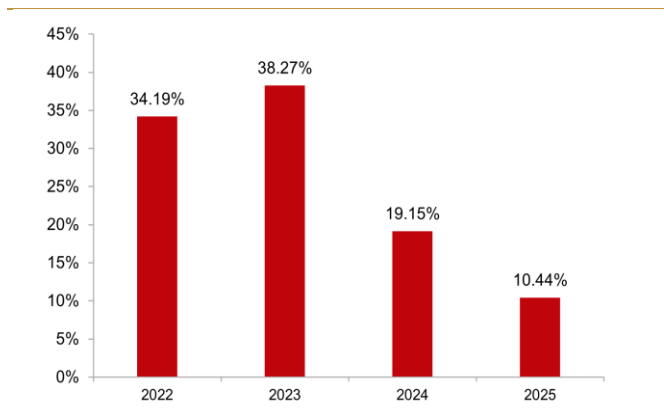
公司重点推广 320kW、400kW 以及 480kW 大功率重卡专用直流充电设备，新能源重卡充电桩相关业务收入占 2025 年充电桩业务总收入的 60%以上。凭借技术优势与市场布局，公司产品已实现全国范围推广销售，并成为重卡电动化进程中的关键基础设施服务商。同时，公司积极拓展海外市场，已完成部分东南亚国家市场调研，并同步研发满足欧标的充电产品。2025 年，公司荣获“2025 年度重卡充电桩品牌”、“2025 中国充换电行业 TOP100 运营商用户指数”等多项荣誉，公司充电桩营业收入突破 6700 万元，同比增长超 90%。

图 14：公司充电桩营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 15：公司充电桩毛利率



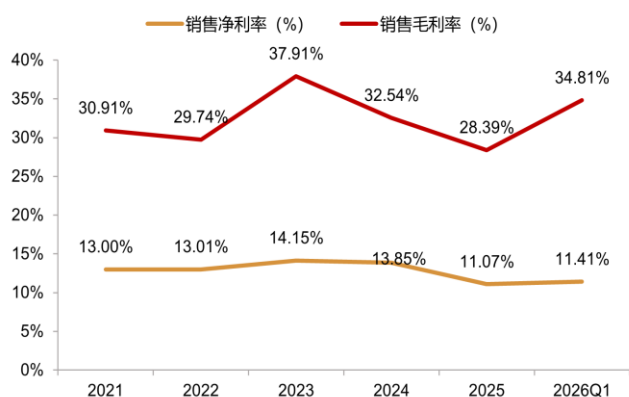
数据来源：iFinD，西南证券整理

4 销售毛利率有所回升，但期间费用率处于历史高位

公司所属的输配电及控制设备制造行业与电力工业紧密相连，受宏观经济周期以及电力系统投资影响较大，因此公司销售毛利率变化具有一定的周期性。2021-2024 年，公司销售毛利率整体维持在 30% 上下，2025 年公司的销售毛利率为 28.39%，创下近五年新低，主要系配网产品、充电桩业务毛利率同比承压，叠加原材料价格上涨等因素所致。2026 年以来，公司销售毛利率有所改善，由 2025 年一季度的 29.45% 上升 5.36pp 至 34.81%。

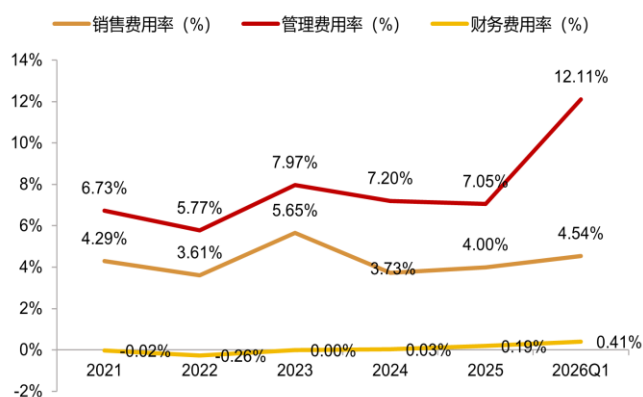
公司管理费用率由 2021 年的 6.73% 上升至 2026 年一季度的 12.11%，同时，2026 年一季度，公司销售费用率达 4.54%，为近三年新高，未来公司仍需加强在费用方面的管控。

图 16：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

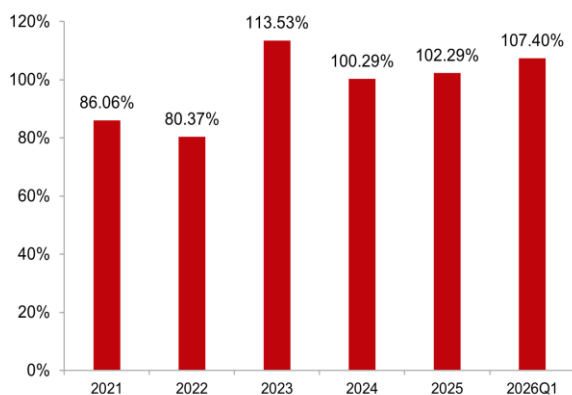
图 17：公司期间费用率



数据来源：iFinD，西南证券整理

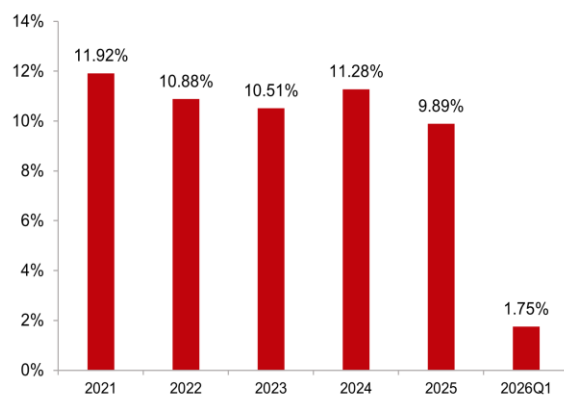
2022 年以来，公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入持续改善，2023 年公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入为 113.53%，2026 年一季度公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入为 107.40%，处于近三年较好水平。从公司平均净资产收益率来看，虽然公司的平均净资产收益率由 2021 年的 11.92% 下滑至 2025 年的 9.89%，但公司近五年平均净资产收益率仍保持在 9% 以上，未来公司有望持续优化产品结构，从而进一步提升公司的平均净资产收益率。

图 18：公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 19：公司平均净资产收益率 ROE



数据来源：iFinD，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 避雷器方面，公司坚持以技术创新为抓手，实现多项产品研发突破，筑牢行业技术优势，加之“十五五”时期，电网投资再创新高，避雷器迎来政策红利释放与投资持续加码的战略机遇期。我们保守预计 2026-2028 年公司避雷器单支价格保持不变，销量同比+10%、+15%、+20%。随着营收规模的扩大，毛利率也有望改善，预计 2026-2028 年该业务毛利率分别为 38%、39%、41%；

2) 配网产品等其他业务方面，面对分布式新能源规模化接入、多元负荷蓬勃发展的新形势，配电网承载着能源优化配置、供需协同互动的时代使命，预计 2026-2028 年业务营收同比+10%、+15%、+20%；毛利率分别约为 17%、17.5%、18%。

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	730.5	803.5	924.1	1108.9
	YoY	11.04%	10.00%	15.00%	20.00%
	营业成本	523.1	572.2	650.8	766.1
	毛利率	28.39%	28.79%	29.57%	30.91%
避雷器	营业收入	410.1	451.1	518.7	622.5
	YoY	8.27%	10.00%	15.00%	20.00%
	营业成本	256.7	279.7	316.4	367.3
	毛利率	37.40%	38.00%	39.00%	41.00%
配网产品等其他业务	营业收入	320.4	352.5	405.3	486.4
	YoY	14.80%	10.00%	15.00%	20.00%
	营业成本	266.4	292.5	334.4	398.8
	毛利率	16.87%	17.00%	17.50%	18.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026/27/28 年营收分别为 8.0、9.2、11.1 亿元，归母净利润分别为 0.9、1.1、1.4 亿元，EPS 分别为 0.63、0.79、1.03 元，对应 PE 分别为 36、29、22 倍。我们选取电力行业中的良信股份和明阳电气作为可比公司，两家公司 2026 年的平均 PE 为 36 倍。公司作为避雷器龙头，有望享受行业复苏带来的盈利弹性，建议关注。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
002706.SZ	良信股份	14.65	0.24	0.31	0.42	0.58	61	47	35	25
301291.SZ	明阳电气	57.75	1.88	2.39	3.16	3.87	31	24	18	15
平均值							46	36	27	20
688517.SH	金冠电气	22.67	0.59	0.63	0.79	1.03	38	36	29	22

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

宏观环境风险、市场竞争风险、核心技术人员流失风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	730.48	803.53	924.06	1108.87	净利润	80.85	85.84	108.29	140.88
营业成本	523.07	572.21	650.82	766.11	折旧与摊销	18.47	26.23	26.23	26.23
营业税金及附加	6.73	7.69	8.62	10.39	财务费用	1.35	1.60	1.22	1.62
销售费用	29.25	35.84	37.56	46.31	资产减值损失	-4.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	51.52	92.41	106.27	127.52	经营营运资本变动	43.32	-48.07	-2.10	-49.47
财务费用	1.35	1.60	1.22	1.62	其他	3.88	5.76	4.55	11.73
资产减值损失	-4.77	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	143.09	71.37	138.19	130.99
投资收益	3.36	3.36	3.36	3.36	资本支出	-43.60	-45.00	-45.00	-45.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-25.11	-0.43	-2.03	-3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-68.71	-45.43	-47.03	-48.00
营业利润	92.39	97.15	122.93	160.28	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.29	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	92.68	97.15	122.93	160.28	股权融资	-2.88	0.00	0.00	0.00
所得税	11.83	11.31	14.64	19.40	支付股利	-65.88	-51.30	-62.74	-75.38
净利润	80.85	85.84	108.29	140.88	其他	-8.03	-1.88	-1.61	-2.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-77.30	-53.18	-64.35	-77.38
归属母公司股东净利润	80.85	85.84	108.29	140.88	现金流量净额	-2.99	-27.24	26.80	5.61
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	445.51	418.27	445.07	450.68	成长能力				
应收和预付款项	412.81	528.78	566.81	678.18	销售收入增长率	11.04%	10.00%	15.00%	20.00%
存货	77.85	132.78	133.99	152.87	营业利润增长率	-11.94%	5.15%	26.54%	30.39%
其他流动资产	72.27	31.28	35.97	43.16	净利润增长率	-11.28%	6.18%	26.15%	30.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-8.89%	11.39%	20.32%	25.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	268.16	289.49	310.82	332.15	毛利率	28.39%	28.79%	29.57%	30.91%
无形资产和开发支出	48.86	46.45	44.03	41.61	三费率	11.24%	16.16%	15.70%	15.82%
其他非流动资产	27.03	30.68	35.93	42.14	净利率	11.07%	10.68%	11.72%	12.70%
资产总计	1352.50	1477.72	1572.62	1740.80	ROE	9.87%	10.05%	12.04%	14.60%
短期借款	11.00	11.00	11.00	11.00	ROA	5.98%	5.81%	6.89%	8.09%
应付和预收款项	445.23	540.82	591.15	691.94	ROIC	17.33%	17.35%	20.05%	24.13%
长期借款	29.50	29.50	29.50	29.50	EBITDA/销售收入	15.36%	15.55%	16.27%	16.97%
其他负债	47.41	42.42	41.45	43.37	营运能力				
负债合计	533.15	623.74	673.11	775.81	总资产周转率	0.55	0.57	0.61	0.67
股本	136.61	136.61	136.61	136.61	固定资产周转率	2.98	3.16	4.00	5.35
资本公积	347.25	347.25	347.25	347.25	应收账款周转率	1.64	1.58	1.56	1.64
留存收益	346.69	381.24	426.78	492.28	存货周转率	5.33	5.00	4.57	5.02
归属母公司股东权益	819.35	853.98	899.51	964.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	819.35	853.98	899.51	964.99	资产负债率	39.42%	42.21%	42.80%	44.57%
负债和股东权益合计	1352.50	1477.72	1572.62	1740.80	带息债务/总负债	7.60%	6.49%	6.02%	5.22%
					流动比率	2.01	1.87	1.84	1.78
					速动比率	1.85	1.65	1.63	1.57
					股利支付率	81.49%	59.76%	57.94%	53.51%
					每股指标				
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股收益	0.59	0.63	0.79	1.03
EBITDA	112.21	124.98	150.38	188.14	每股净资产	6.00	6.25	6.58	7.06
PE	38.31	36.08	28.60	21.98	每股经营现金	1.05	0.52	1.01	0.96
PB	3.78	3.63	3.44	3.21	每股股利	0.48	0.38	0.46	0.55
PS	4.24	3.85	3.35	2.79					
EV/EBITDA	24.04	21.77	17.88	14.23					
股息率	2.13%	1.66%	2.03%	2.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzt@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn