下载日志已记录，仅供内部参考

长缆科技（002879）公司深度报告

超高压电缆附件领军企业，浸没式液冷构筑第二增长曲线

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

郭彦辰 登记编号：S1220523110003

李宜琛 登记编号：S1220526040002

推 荐（首 次）

公 司 信 息

行业	线缆部件及其他
最新收盘价(人民币/元)	14.52
总市值(亿)(元)	28.04
52 周最高/最低价(元)	24.74/12.33

历 史 表 现



数据来源：wind 方正证券研究所

相 关 研 究

长缆科技：超高压电缆附件领军企业，浸没式液冷及变压器绝缘油焕发新机。公司成立于 1958 年，目前已深耕电缆附件领域近 70 年，24 年收购双江布局变压器绝缘油，26 年增资云酷进军液冷赛道，形成电缆附件+变压器绝缘油+浸没式液冷三大业务矩阵。电缆附件技术突破及变压器绝缘油放量带动业绩稳健增长，26H1 原材料价格上升盈利能力暂时承压，公司经营长期向好趋势不变。

浸没式液冷—行业端：技术拐点及成本拐点已至，渗透率持续提升，规模放量在即。伴随机柜功率持续提升，以及欧洲及北美地区对能源的使用效率和热回收要求增高，浸没式液冷逐步成为特定场景的必选方案。各家已经推出成熟产品，MW 级工程已有应用，同时多个云厂商开始规模化应用，技术拐点已至。26 年浸没式液冷单机改造成本下降至 8.5 万元/机柜，基本与冷板式液冷改造成本持平，浸没式液冷改造拐点已现。预计 27 年国内浸没式液冷占比将达 206MW，占总规模比重接近 20%，浸没式液冷放量在即。

浸没式液冷—公司端：投资云酷智能进军浸没式液冷，碳氢类及硅基类双重发力。4 月 14 日，公司出资 3000 万元投资云酷智能，长缆发挥冷却液材料优势，云酷智能提供市场渠道，从而实现产业链互补。目前子公司双江能源正在进行碳氢类冷却液验证，同时成立硅基事业部进行低黏度单相浸没硅油的试验验证，浸没式液冷有望发力。

投资建议：我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 15.30/16.47/20.01 亿元，实现归母净利润 0.70/0.90/1.47 亿元，对应 PE 分别为 40/31/19 倍，考虑公司高电压电缆附件占比提升，变压器绝缘油稳健增长，浸没式液冷放量在即，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：技术进展不及预期、下游客户需求不及预期、市场竞争风险等。

盈 利 预 测 （人民币）

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1440	1530	1647	2001
(+/-)%	15.97	6.22	7.66	21.49
归母净利润	134	70	90	147
(+/-)%	79.11	-47.82	28.37	63.56
EPS（元）	0.78	0.36	0.46	0.76
ROE(%)	7.72	4.47	5.52	8.49
PE	23.81	40.17	31.29	19.13
PB	2.07	1.80	1.73	1.62

数据来源：wind 方正证券研究所　　注：EPS 预测值按照最新股本摊薄

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 长缆科技：超高压电缆附件领军企业，浸没式液冷及变压器绝缘油焕发新机 4
1.1 公司历史：电缆附件老兵，新兴业务锻造增长新引擎 4
1.2 产品结构：电缆附件技术领先，变压器绝缘油迅速崛起 4
1.3 财务分析：高电压等级电缆附件占比提升，变压器绝缘油成业务增长引擎 5
2 浸没式液冷：拐点已至放量在即，公司增资云酷智能积极布局 7
2.1 行业端：技术拐点及成本拐点已至，渗透率持续提升规模放量在即 7
2.1.1 液冷：冷板式&浸没式&喷淋式各具优势，适用于不同应用场景 7
2.1.2 浸没式液冷：浸没式液冷拐点已至，27 年规模占比接近 20% 8
2.2 公司端：投资云酷智能进军浸没式液冷，碳氢类及硅基类双重发力 10
3 盈利预测与投资建议 11
3.1 盈利预测 11
3.2 投资建议 13
4 风险提示 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：公司发展历程 4
图表 2：公司业务分布 5
图表 3：2020-2026H1 公司营业收入及同比增速 6
图表 4：2020-2026H1 公司归母净利润及同比增速 6
图表 5：2020-2026H1 各业务板块收入占主营收入比例 6
图表 6：2020-2026H1 公司各板块毛利率分布 6
图表 7：公司利润水平承压 7
图表 8：公司期间费用率呈下行趋势 7
图表 9：数据中心液冷技术分类 7
图表 10：数据中心三种液冷方式对比 8
图表 11：冷板式液冷及浸没式液冷适用机柜功率与 PUE 值对比 8
图表 12：英伟达各代芯片对应单柜功率持续提升 8
图表 13：国内厂商浸没式液冷产品细节及项目落地情况 9
图表 14：100MW 数据中心情境下传统风冷&冷板式液冷&浸没式液冷 TCO 比较 9
图表 15：2021-2027 年中国液冷数据中心各路线规模及预测 10
图表 16：云酷智能液冷产品矩阵 10
图表 17：主要浸没式冷却液类型性能对比 11
图表 18：公司分业务收入预测 12
图表 19：可比公司估值表 13

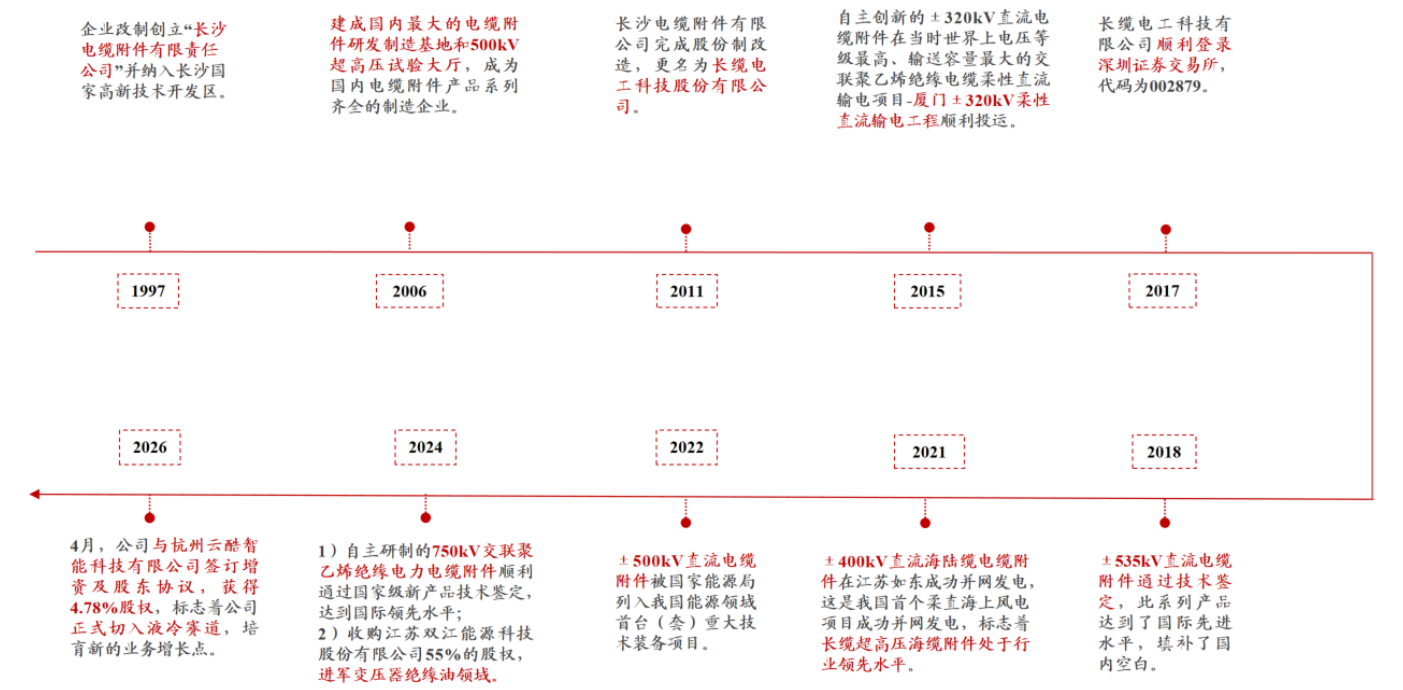
下载日志已记录，仅供内部参考

1 长缆科技：超高压电缆附件领军企业，浸没式液冷及变压器绝缘油焕发新机

1.1 公司历史：电缆附件老兵，新兴业务锻造增长新引擎

电缆附件领域老兵，下游领域持续扩张。公司创建于 1958 年，前身为长沙电缆附件厂，目前已深耕电缆附件领域近 70 年，已搭建覆盖 750kV 及以下全电压等级的交直流电缆附件产品体系，实现超高压、高压、中低压、交直流电缆附件产品全品类布局。公司于 2024 年收购双江能源布局变压器绝缘油领域，于 2026 年增资云酷智能进军液冷赛道，新业务持续发力有望构筑公司全新增长极。

图表1:公司发展历程



资料来源：长缆科技官网，金融界，ACMI 液冷与冷液，方正证券研究所

1.2 产品结构：电缆附件技术领先，变压器绝缘油迅速崛起

电缆附件+变压器绝缘油+其他及辅助类业务三分天下，超高压直流技术业界领先。公司业务分为电缆附件、变压器绝缘油和其他及辅助类产品三大板块，26H1 营收占比分别为 46%/32%/22%。在电缆附件方面，公司已分阶段完成 110kV、220kV、±320kV、400kV、±535kV 电缆附件的技术研发及产业化落地，各电压等级产品研发突破均稳居国内领先水平，同时公司是国内最主要的将超高压直流附件商业化的内资公司，技术优势显著。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2:公司业务分布

业务类别	细分	说明	竞争格局	26H1收入占比	图示
电缆附件	1kV-35kV产品	中低压	数百家国内企业可生产	17%	
	66kV-110kV产品	高压	超过一百家国内企业可生产	12%	
	220kV产品	超高压	几十家国内企业可生产	13%	
	320kV-500kV产品		数家国内企业可生产	5%	
变压器绝缘油	-	-	中国石油及中国石化占据主导地位，民营企业竞争优势较弱	32%	
其他及辅助类	电缆链接金具、电力施工机工具及电工绝缘材料、箱柜类产品等	-	较为分散	22%	

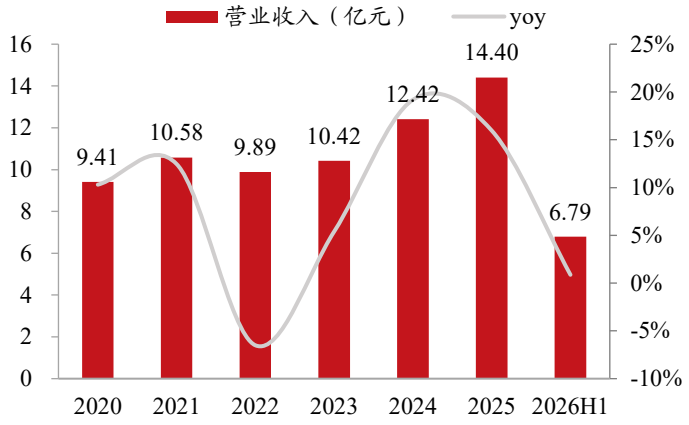
资料来源：公司公告，iFinD，中国电力设备管理协会，立木信息咨询，江苏江阴靖江工业园区，方正证券研究所

1.3 财务分析：高电压等级电缆附件占比提升，变压器绝缘油成业务增长引擎

电缆附件技术突破及变压器绝缘油放量带动业绩稳健增长，26H1 原材料价格上升盈利能力暂时承压。公司 2023 年分别实现营收及归母净利润 10.42/0.72 亿元，同比+5%/+143%，主要因为公司 500kV 产品成功研发，新一代产品销售增长带动业绩增长。2024 年及 2025 年分别实现营收 12.42/14.40 亿元，同比+19%/+16%，分别实现归母净利润 0.75/1.34 亿元，同比+4%/+79%，业绩增速较快主要因为公司于 2024 年收购双江能源，变压器绝缘油业务增长拉动整体业绩上行。2026H1 公司分别实现营业收入及归母净利润 6.79/0.17 亿元，同比+1%/-42%，利润出现负增长主要因原材料价格上涨及研发费用增加导致盈利能力下降，公司经营长期向好趋势不变。

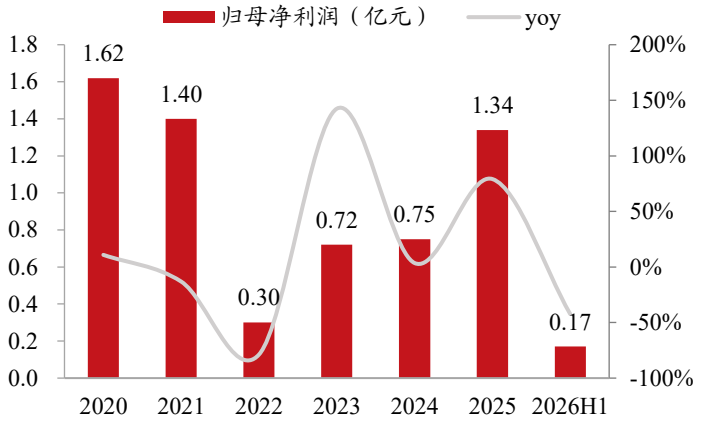
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3:2020-2026H1 公司营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，方正证券研究所

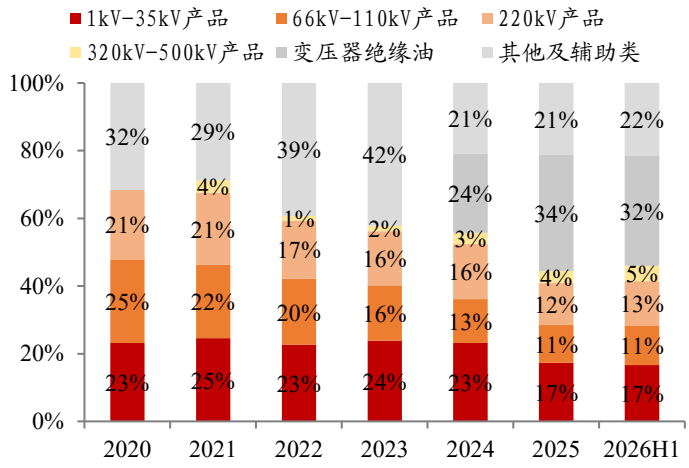
图表4:2020-2026H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，方正证券研究所

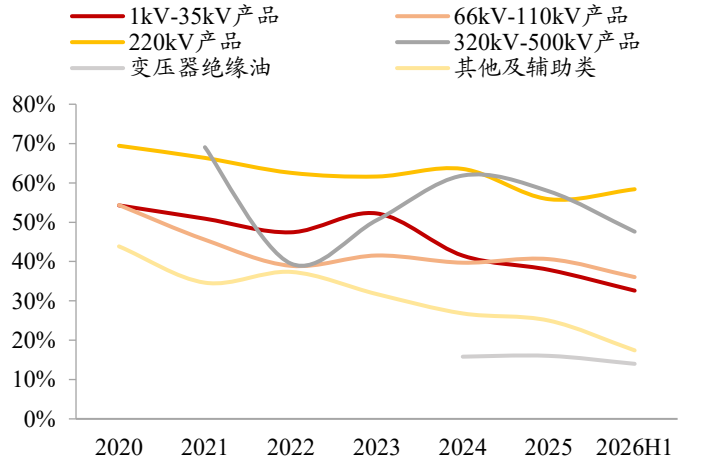
高电压等级电缆附件占比提升，变压器绝缘油持续放量。2022-2026H1，公司320kV-550kV 产品营收占比从 1%提升至 5%，呈现逐年提升态势，1kV-35kV 产品占比从 23%下降至 17%，66kV-110kV 产品占比从 20%下降到 11%，整体呈现下降趋势，公司高电压等级电缆附件占比持续提升，收入结构持续优化。2024-2026H1 变压器绝缘油分别实现收入 2.92/4.96/2.20 亿元，占比主营收入分别为 24%/34%/32%，已经成为公司另一支柱型业务板块。

图表5:2020-2026H1 各业务板块收入占主营收入比例



资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表6:2020-2026H1 公司各板块毛利率分布

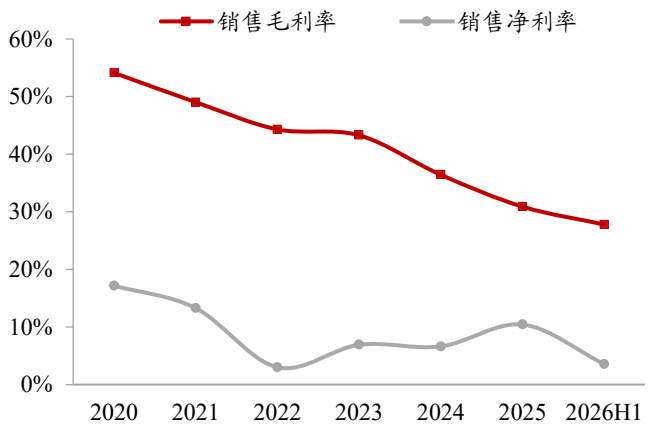


资料来源：iFinD，方正证券研究所

利润水平暂时承压，期间费用率逐步下降。公司自 2023 年毛利率呈下降趋势，主要因公司 2024 年开始布局变压器绝缘油业务，该业务利润率较低拉低公司整体利润水平；2026H1 公司受大宗原材料价格上涨影响利润水平承压。费用水平方面，公司费用管控能力持续增强，期间费用率呈下降趋势。

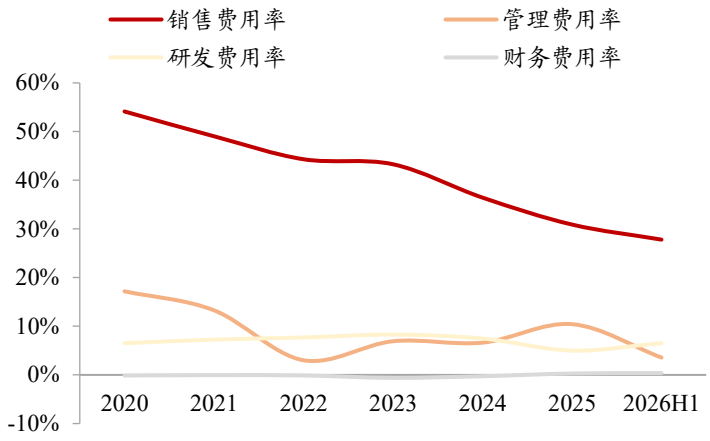
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7:公司利润水平承压



资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表8:公司期间费用率呈下行趋势



资料来源：iFinD，方正证券研究所

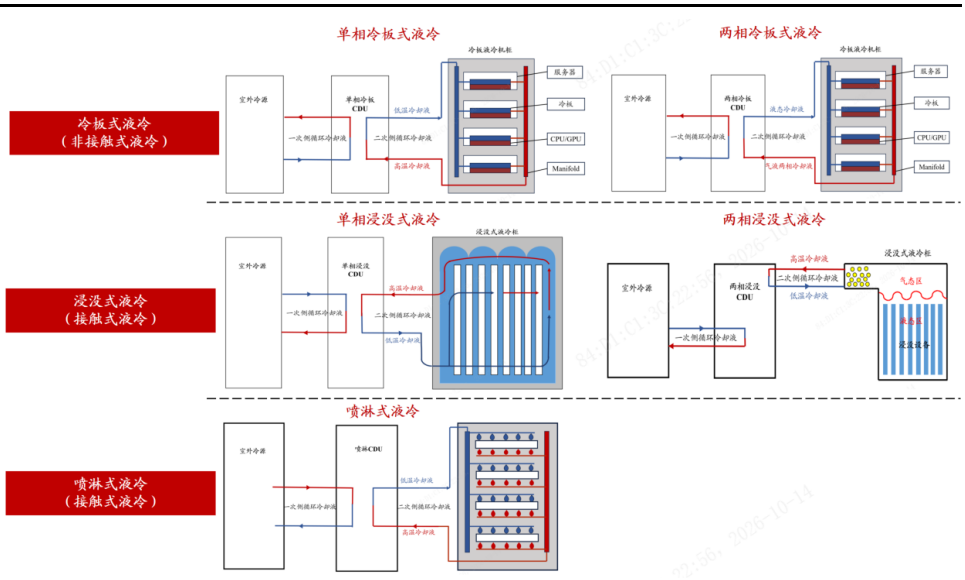
2 浸没式液冷：拐点已至放量在即，公司增资云酷智能积极布局

2.1 行业端：技术拐点及成本拐点已至，渗透率持续提升规模放量在即

2.1.1 液冷：冷板式&浸没式&喷淋式各具优势，适用于不同应用场景

液冷技术分为接触式和非接触式两种。接触式液冷是指将冷却液体与发热器件直接接触的一种液冷实现方式，包括浸没式液冷和喷淋式液冷两种类型，其中浸没式液冷又分为单相浸没式液冷和两相浸没式液冷两种类型。非接触式液冷是指冷却液体与发热器件不直接接触的一种液冷实现方式，包括冷板式液冷，而冷板式液冷又可细分为单相冷板式液冷及两相冷板式液冷两种类型。

图表9:数据中心液冷技术分类



资料来源：中兴通讯《液冷技术白皮书》，严劲等《数据中心液冷散热技术及应用》，中国电信《亚太区智算中心液冷应用现状与技术演进》，方正证券研究所

数据中心三种液冷方式各具优势，分布在不同的应用场景。1）冷板式液冷：兼容度高、技术成熟、产业链齐全，散热能力中等，PUE 值约在 1.05-1.20，CAPEX

下载日志已记录，仅供内部参考

及 OPEX 较低，其中单相冷板式液冷成熟度最高，应用案例最多，多应用在较大规模智算中心及旧数据中心改造；2）浸没式液冷：具备高散热能力，同时可能效静音，PUE 约为 1.03-1.10，CAPEX 及 OPEX 最高，单相浸没成熟度中等且应用案例较多，两相浸没成熟度较低且应用场景较少，主要应用在较小规模的智算中心以及超算、教育、科研等场景；3）喷淋式液冷：可以节省冷却液并实现精准冷却，散热能力较高，PUE 值约在 1.05-1.10，CAPEX 及 OPEX 中等，成熟度较低且应用案例非常少，主要应用在小型高热数据中心。

图表10:数据中心三种液冷方式对比

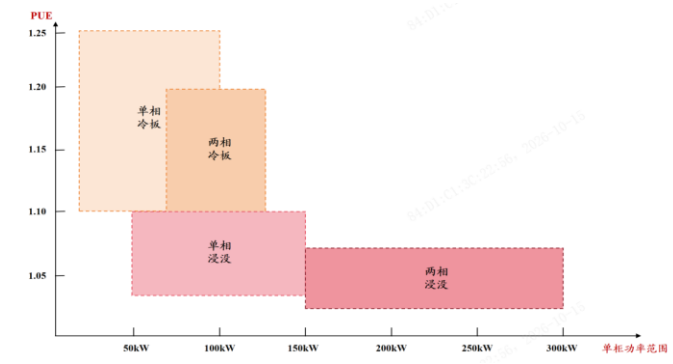
比较项	冷板式		浸没式		喷淋式
	单相冷板	两相冷板	单相浸没	两相浸没	
主要优点	兼容度高 技术成熟、产业链齐全 两相式水不进服务器		高散热能力&能效静音		节省冷却液 精准冷却
局限性	泄露问题 需风冷补偿	工作压力高 控制难度大	材料兼容性 承重要求高	系统密封性 成本高	材料兼容性 技术小众
土建要求	对于土建结构承重要求次高		冷却液比重大，对于土建结构承重要求最高		对土建结构承重要求较高
散热能力	中	中高	高	最高	高
PUE	1.10-1.20	1.05-1.15	1.05-1.10	1.03-1.05	1.05-1.10
可维护性	优秀		一般		一般
CAPEX	$	$-$$	$$-$$$	$$$	$$
OPEX	$$	$$	$$$	$$$	$$
热回收潜力	一般	较高	较高	高	较高
空间利用率	较高		最高		较高
成熟度	★★★	★	★★	★	★
应用案例	最多	较少	较多	较少	非常少
应用场景	较大规模智算中心 旧数据中心改造		较小规模智算中心 超算、教育、科研		小型高热数据中心
掌握核心技术应用的厂家	国内：维谛、英维克、广州申菱、腾讯、百度、浪潮等； 国外：IBM公司、富士通公司、英特尔公司、雷神公司等		国内：华为、维谛、英维克、阿里云、中科曙光等； 国外：IBM公司、富士通公司、固核电脑公司等		国内：广东合一新材料； 国外：ISR公司、索尼公司、惠普公司等
具体案例	百度阳泉数据中心、北京大学“未名一号”、莱布尼兹超算中心		阿里巴巴张北数据中心、阿里巴巴仁和数据中心、乌镇超算数据中心		雄安液冷示范应用测试数据中心

资料来源：中国电信《亚太区智算中心液冷应用现状与技术演进》，熊曙等《典型地区数据中心冷却技术分析》，方正证券研究所

2.1.2 浸没式液冷：浸没式液冷拐点已至，27 年规模占比接近 20%

必要性：机柜功率持续提升+热管理需求较高，浸没式液冷逐步成为特定场景的必须方案。伴随芯片持续迭代，机柜功率持续提升，目前 Rubin 系列单柜功率已达 190-230kW，预计 Rubin Ultra 系列单柜功率将达 600kW，而冷板式/浸没式液冷适用机柜功率范围分别为 30-130kW/50-300kW+，目前冷板已验证功率上限为 300kW，冷板式液冷已无法适应新型芯片对应的机柜功率，浸没式成为高功率场景下的必选项。同时浸没式热管理能力更强，可将数据中心 PUE 值降至 1.02-1.10，欧洲及北美地区对能源使用效率和热回收要求较高，预计浸没式液冷占比将迅速攀升。国内预计会在超大规模的 AI 训练集群、国有大行的金融超节点标杆项目以及一线城市存量机房高密度改造场景等应用场景落地。

图表11:冷板式液冷及浸没式液冷适用机柜功率与 PUE 值对比



资料来源：今日头条，方正证券研究所

图表12:英伟达各代芯片对应单柜功率持续提升

芯片	推出时间	芯片功率	单柜功率
A100	2020	400W	6.5kW
H100/H200	2022/2024	700W	10kW
B200	2024	1000W	120-132kW
B300	2025	1400W	132-142kW
Rubin	2026 年 6 月	1800W-2300W	190-230kW
Rubin Ultra	2027H2	3500W	600kW

资料来源：Intuition Labs, NVIDIA, supermicro, 热设计网，产联社，Datacenterdynamics，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

技术拐点：各家推出成熟产品+工程能力越过 MW 级+云厂商规模化应用，浸没式液冷技术拐点已至。1）产品：曙光数创于 2026 年推出的最新版 C8000 V3.0 已经实现单机柜峰值功率突破 900kW，系统运行效率超 96%，可使数据中心 PUE 值降到 1.04 以下，同时新华三、绿色云图、兰洋科技等厂商均推出了浸没式液冷产品且有实际应用项目落地，产品技术已趋于成熟；2）工程能力：曙光数创于 2026 年推出 MW 级相变金博士液冷整机柜解决方案，已经在昆山、郑州、太原、乌镇等全国数十个大型计算中心实现大规模商业化部署，工程能力跨过 MW 级；3）云厂商：阿里临平新城项目规模化落地单相浸没式液冷技术，字节单相浸没式液冷持续扩容，云厂商浸没式液冷项目逐步从试点向规模化转变。

图表13：国内厂商浸没式液冷产品细节及项目落地情况

公司	产品	产品参数	应用项目
曙光数创	C8000 V3.0（2026 年）	1）单机柜峰值功率突破 900kW，散热能力为传统液冷方案的 3-5 倍；2）规模化应用金刚石铜导热材料后，导热效率提升 80%，助力芯片性能提升 10%；3）配套高压直流供电技术，系统运行效率超 96%；4）可缩减超 85%机房占地面积，数据中心 PUE 降至 1.04 以下。	在昆山、郑州、太原、乌镇等全国数十个大型计算中心落地浸没式液冷项目。
新华三	G-Flow 油类单相浸没式液冷方案	CPU 最大可容忍功耗达到 1000W。	规划设计了国内第一个大规模采用浸没式液冷的数据中心，采用单相浸没式液冷，单柜功率为 25kW。
绿色云图	浸没式液冷	可将散热能耗降低 90%-95%，IT 设备能耗降低 10%-20%，助力数据中心实现更低的 TCO 和更高的投资收益。	在 2015 年推出国内首个可规模化投入商用的直接浸没式液冷数据中心，以 1.049 的 PUE 值刷新了数据中心能耗最新记录。
兰洋科技	BLUEOCEAN 单相浸没式液冷	PUE 值约为 1.07，节能效果显著；采用自研 BO 导热液，具有高沸点、绝缘、无毒无味无腐蚀性的特点，实现了液体材料的国产化。	与浪潮、京东云、中国移动均有合作。

资料来源：界面，人民政协网，H3C，爱集微，中国新闻网，兰洋科技，英诺嘿呀，方正证券研究所

成本拐点：26 年为浸没式液冷改造成本拐点，大功率数据中心经济性已现。从改造成本来看，将传统风冷改造成冷板式液冷的成本为 8-12 万元/机柜，而目前浸没式液冷单机柜改造成本可降至 8.5 万元/机柜，已经和冷板式液冷持平，浸没式液冷成本结构在 2026 年出现显著拐点。同时对于 100MW 的大功率数据中心，浸没式液冷的初始 CAPEX、10 年运营 OPEX 及总 TCO 值均优于冷板式液冷，大功率数据中心中浸没式液冷经济性已现。

图表14：100MW 数据中心情境下传统风冷&冷板式液冷&浸没式液冷 TCO 比较

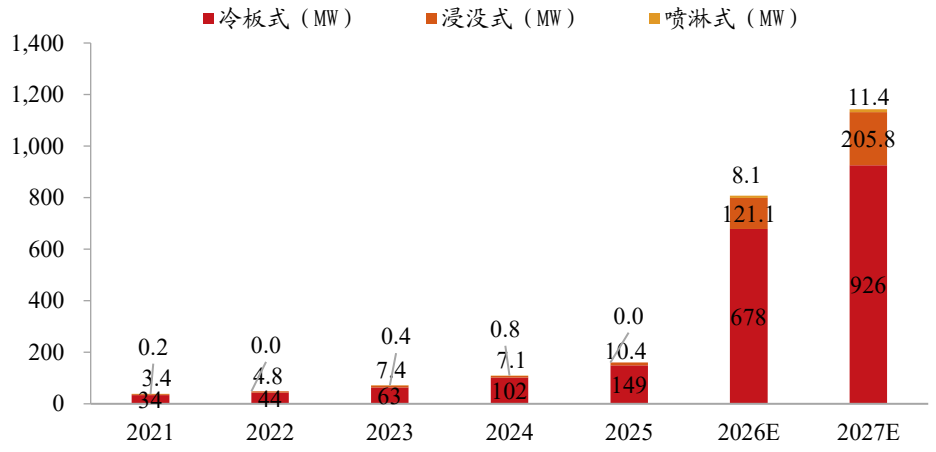
100MW 数据中心（10 年期）	传统风冷	冷板式液冷	浸没式液冷
初始 CAPEX	5.3 亿美元	6.9-8.0 亿美元	5.9-6.9 亿美元
10 年运营 OPEX	2.3 亿美元	22-26 亿美元	13-16 亿美元
总 TCO	2.8 亿美元	29-34 亿美元	19-23 亿美元
节能收益（对比风冷）	基准	40%	50%+
占地面积	100%	60%	40%

资料来源：氟万利科技，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

市场空间：27 年中国液冷数据中心规模超 1GW，浸没式液冷接近 20%。根据赛迪顾问，预计 2026 年及 2027 年国内液冷数据中心规模分别为 807MW 及 1143MW，同比+405%/42%，2026 年为液冷规模爆发元年。同时伴随数据中心单机功率密度迅速提升，油质冷却液迅速普及，单相浸没式液冷有望成为高功率密度场景的标配，预计到 2027 年国内浸没式液冷数据中心规模将达 206MW，规模比重接近 20%，浸没式液冷放量在即。

图表15:2021-2027 年中国液冷数据中心各路线规模及预测



资料来源：赛迪顾问，方正证券研究所

2.2 公司端：投资云酷智能进军浸没式液冷，碳氢类及硅基类双重发力

增资 3000 万投资云酷智能，布局浸没式液冷业务协同性较强。4 月 14 日，长缆科技与云酷智能签订增资与股东协议，出资 3000 万元投资云酷智能。云酷智能致力于为数据中心、通信基站及储能等场景提供浸没式液冷产品及解决方案，目前已与国家电网、中国电信、中国移动等通信厂商深度合作，在通信基站浸没式液冷领域排名第一。长缆科技控股子公司双江能源在变压器绝缘油及硅油领域有多年技术积累，双方技术协同性较强。双方将在浸没式液冷技术研发和产业化方面进行深度合作，长缆发挥冷却液材料优势，云酷智能提供市场渠道，从而实现产业链互补。

图表16:云酷智能液冷产品矩阵



资料来源：云酷智能，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目前氟化液、碳氢类及有机硅类是浸没式液冷主要的冷却液类型。1）氟化液—液冷材料的终极解决方案：氟化液相较于其他材料在物理性能上展现出压倒性优势，散热性能强，可以实现极致绝缘与稳定，同时材料兼容性较好，但合成工艺较为复杂，成本高昂，且存在环保与合规风险，主要应用于AI服务器、半导体制造及高端装备热管理等高端场景；2）合成烃（碳氢类）—性能较好且性价比较高：相比于氟化液，碳氢类液冷介质成本较低，能显著降低大规模数据中心的初始投资成本，且具有优良的散热性能与安全性，具有极好的化学稳定性和材料兼容性，是浸没式液冷的“性价比之选”；3）有机硅类—散热性能较好且兼顾稳定：有机硅类产品散热性能较高且稳定性较好，但其粘度较高导致散热性能弱于氟化液及合成烃，常在单相浸没式中作为氟化液的潜在补充选择，适用于对环境友好型和长期运行稳定性有较高要求的浸没式系统。

图表17:主要浸没式冷却液类型性能对比

类型	氟化液（碳氟类）	合成烃（碳氢类）	有机硅类
代表物质	全氟聚醚（PFPE）、氢氟醚（HFE）	异构烷烃、基于GTL技术的合成油	硅油
散热性能	优（热导率较高）	良	中
绝缘性	极佳（介电常数极低）	佳	佳
材料兼容性	优（化学惰性强）	良至优（需经兼容性测试）	中（可能对某些塑料、橡胶有影响）
成本	高（200-300 $/L）	中（12-20 $/L）	低（3-6 $/L）

资料来源：芯片和热管理，DATAINTELO，方正证券研究所

公司重点布局碳氢类及硅基类两类产品。1）碳氢类：目前子公司双江能源正在进行碳氢类冷却液的试验验证，该类产品闪点偏低、高温易氧化，适用于中低功率算力以及普通服务器，总体成本较低；2）硅基类：公司成立硅基事业部进行低黏度单相浸没硅油的试验验证，该类产品化学惰性强、闪点高，但单价高于碳氢类产品，可以满足中高密度服务器、储能等需要的长期稳定、安全化的场景。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对公司2026-2028年盈利预测做如下假设：

1） 1kV-35kV产品：预计26/27/28年营业收入分别为2.57/2.62/2.65亿元，毛利率分别为35%/34%/33%；
2） 66kV-110kV产品：预计26/27/28年营业收入分别为1.52/1.46/1.41亿元，毛利率分别为38%/36%/35%；
3） 220kV产品：预计26/27/28年营业收入分别为1.88/2.01/2.19亿元，毛利率分别为53%/52%/50%；

下载日志已记录，仅供内部参考

4) 320-500kV 产品:预计 26/27/28 年营业收入分别为 0.78/1.13/1.58 亿元，毛利率分别为 55%/54%/53%；

5) 变压器绝缘油：预计 26/27/28 年营业收入分别为 5.20/5.57/6.13 亿元，毛利率分别为 14%/14%/14%；

6) 其他及辅助类：预计 26/27/28 年营业收入分别为 3.35/3.69/4.06 亿元，毛利率分别为 20%/20%/20%；

7) 浸没式液冷：预计 28 年营业收入 2.00 亿元，毛利率 35%。

图表18:公司分业务收入预测

产品	项目	2025	2026E	2027E	2028E
合计	收入（百万元）	1,440	1,530	1,647	2,001
	YoY	16%	6%	8%	21%
	成本（百万元）	995	1,100	1,188	1,434
	YoY	26%	11%	8%	21%
	毛利率	30.9%	28.1%	27.8%	28.3%
1kV-35kV 产品					
	收入（百万元）	250	257	262	265
	YoY	*-13%*	*3%*	*2%*	*1%*
	成本（百万元）	155	167	173	178
	毛利率	37.9%	35.0%	34.0%	33.0%
66kV-110kV 产品					
	收入（百万元）	160	152	146	141
	YoY	*0%*	*-5%*	*-4%*	*-3%*
	成本（百万元）	95	94	93	92
	毛利率	40.6%	38.0%	36.0%	35.0%
220kV 产品					
	收入（百万元）	179	188	201	219
	YoY	*-11%*	*5%*	*7%*	*9%*
	成本（百万元）	79	88	96	109
	毛利率	55.9%	53.0%	52.0%	50.0%
320-500kV 产品					
	收入（百万元）	52	78	113	158
	YoY	*25%*	*50%*	*45%*	*40%*
	成本（百万元）	22	35	52	74
	毛利率	57.9%	55.0%	54.0%	53.0%
变压器绝缘油					
	收入（百万元）	496	520	557	613
	YoY	*70%*	*5%*	*7%*	*10%*
	成本（百万元）	416	448	479	527
	毛利率	16.0%	14.0%	14.0%	14.0%
其他及辅助类					
	收入（百万元）	305	335	369	406
	YoY	*18%*	*10%*	*10%*	*10%*
	成本（百万元）	229	268	295	325
	毛利率	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%
浸没式液冷					

下载日志已记录，仅供内部参考

收入（百万元）	200
YoY	
成本（百万元）	130
毛利率	35.0%

资料来源：iFinD，方正证券研究所

3.2 投资建议

可比公司方面，我们选择主营业务所属行业、市场地位相似的公司曙光数创、安靠智电、汉缆股份作为可比公司。

我们预计公司 2026-2028 年实现营收 15.30/16.47/20.01 亿元，归母净利润分别为 0.70/0.90/1.47 亿元，EPS 分别为 0.36/0.46/0.76 元，PE 为 40/31/19 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表19:可比公司估值表

代码	简称	最新价	总市值	EPS			PE		
		2026/10/23	（亿元）	26E	27E	28E	26E	27E	28E
920808.BJ	曙光数创	49.55	100.36	0.37	0.6	0.83	133.92	82.58	59.70
300617.SZ	安靠智电	31.58	52.33	1.03	1.69	2.52	30.66	18.69	12.53
002498.SZ	汉缆股份	5.72	190.29	0.19	0.22	0.25	30.11	26.00	22.88
			可比公司 PE				64.89	42.42	31.70
002879.SZ	长缆科技	14.52	28.04	0.36	0.46	0.76	40.17	31.29	19.13

资料来源：iFinD，方正证券研究所

注：长缆科技 EPS、PE 为方正证券预测值，可比公司数据来源 iFinD 一致预期；时间截至 2026 年 10 月 22 日。

4 风险提示

技术进展不及预期、下游客户需求不及预期、市场竞争风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录:公司财务预测表

单位：百万元(人民币)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1829**	**1826**	**1948**	**2324**
货币资金	708	1233	1393	1719
应收票据	1	34	32	39
应收账款	638	330	323	359
其它应收款	6	17	18	22
预付账款	30	33	36	43
存货	251	133	98	89
其他	194	45	47	52
非流动资产	**877**	**1153**	**1280**	**1309**
长期投资	1	1	1	1
固定资产	699	914	1020	1057
无形资产	86	80	73	67
其他	91	159	186	185
资产总计	**2706**	**2979**	**3228**	**3633**
流动负债	**609**	**887**	**954**	**1134**
短期借款	90	120	150	180
应付账款	256	290	297	359
其他	263	476	507	595
非流动负债	**148**	**296**	**396**	**496**
长期借款	128	278	378	478
其他	21	18	18	18
负债合计	**757**	**1182**	**1349**	**1630**
少数股东权益	217	235	255	277
股本	193	193	193	193
资本公积	645	645	645	645
留存收益	1089	1138	1200	1303
归属母公司股东权益	1732	1561	1624	1726
负债和股东权益	**2706**	**2979**	**3228**	**3633**

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**140**	**999**	**349**	**455**
净利润	150	88	110	169
折旧摊销	76	129	153	171
财务费用	6	9	14	17
投资损失	0	-2	-2	-2
营运资金变动	-106	717	15	40
其他	13	58	60	60
投资活动现金流	**-85**	**-401**	**-278**	**-198**
资本支出	-69	-400	-280	-200
长期投资	-16	0	0	0
其他	0	-1	2	2
筹资活动现金流	**155**	**-73**	**89**	**69**
短期借款	19	30	30	30
长期借款	128	150	100	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-110	0	0	0
其他	119	-253	-41	-61
现金净增加额	**210**	**525**	**161**	**325**

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1440**	**1530**	**1647**	**2001**
营业成本	995	1100	1188	1434
税金及附加	15	16	17	21
销售费用	105	107	107	120
管理费用	90	92	96	110
研发费用	72	73	77	90
财务费用	4	-1	-5	-4
资产减值损失	1	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	2	2	2
营业利润	**174**	**100**	**125**	**192**
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**174**	**100**	**125**	**192**
所得税	24	12	15	23
净利润	150	88	110	169
少数股东损益	16	18	20	22
归属母公司净利润	**134**	**70**	**90**	**147**
EBITDA	253	227	272	359
EPS（元）	0.78	0.36	0.46	0.76

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力(同比增长率%)				
营业总收入	15.97	6.22	7.66	21.49
营业利润	93.25	-42.59	24.83	53.78
归属母公司净利润	79.11	-47.82	28.37	63.56
获利能力(%)				
毛利率	30.90	28.09	27.84	28.33
净利率	10.43	5.74	6.65	8.42
ROE	7.72	4.47	5.52	8.49
ROIC	6.96	3.92	4.35	6.17
偿债能力				
资产负债率(%)	27.98	39.70	41.80	44.86
净负债比率(%)	-24.20	-45.50	-45.13	-52.07
流动比率	3.00	2.06	2.04	2.05
速动比率	2.45	1.85	1.88	1.91
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.54	0.53	0.58
应收账款周转率	2.16	3.16	5.04	5.87
应付账款周转率	3.53	4.03	4.05	4.37
每股指标(元)				
每股收益	0.78	0.36	0.46	0.76
每股经营现金	0.72	5.17	1.81	2.35
每股净资产	8.97	8.08	8.41	8.94
估值比率				
P/E	23.81	40.17	31.29	19.13
P/B	2.07	1.80	1.73	1.62
EV/EBITDA	12.32	8.74	7.18	4.91

数据来源：wind 方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com