

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	22.33
总股本/流通股本(亿股)	4.32 / 4.29
总市值/流通市值(亿元)	97 / 96
52周内最高/最低价	29.95 / 13.28
资产负债率(%)	18.6%
市盈率	60.35
第一大股东	上海神马电力控股有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

神马电力(603530)

全球复合绝缘子领先企业，受益于全球电网投资景气提升和电网设备市场细分化趋势

● 投资要点

神马电力是电力系统复合外绝缘产品全球领先企业和国内电力设备用橡胶密封件龙头企业。1996年起家于电力设备用橡胶密封件，1999年进入绝缘子领域，董事长马斌分别于2012年和2017年获得国家科技进步奖特等奖。2021年复合横担通过2021年度能源领域首台(套)重大技术装备认证，并于2022年中标英国升压扩容研发项目，有望成为第二增长曲线。

预计2024年全球电网投资4000亿美元，但离实现COP28的2030年3倍可再生能源装机目标仍有距离。COP28大会的3倍可再生能源装机的目标下，可再生能源和电网的投资年增速分别12%、11%。2023年全球电网投资3750亿美元，增长9%，同比+3pcts，其中美国、欧盟、中国、EMDE(不含中国)的电网投资分别为1000、600、800、800亿美元，EMDE(不含中国)电网投资增速15%，主要是拉美地区(哥伦比亚、智利、巴西、巴拿马等)的电网投资翻了一番。

电网设备的市场将进一步分散化。主要原因为(1)风光水资源丰富的地区，一般而言，并不宜居，恶劣环境对设备提出新的要求(2)各国的认证标准不一致(3)风持续渗透下对电网运行安全提出新的要求(4)发达经济区域土地、社区支持等要素稀缺性提升。

全生命周期经济效益好的试点技术将得到有效扩张。(1)公司复合绝缘子材料经过重大工程的检验，复合输电横担在2019年海外项目进行应用，质保30年，由于免维护等，全生命周期经济效益要优于传统方案(2)欧美变电站90%的复合绝缘子由公司供货，“出口纪律”有助于提升产品竞争力(3)2023年315晚会曝光“翻新绝缘子”事件，同年3月17日国家能源局迅速进行整治，有助于“劣质产能”的出清。

● 盈利预测与评级

我们预测公司2024-2026年营业收入分别为13.1/18.0/25.3亿元，归母净利润分别为3.0/4.1/5.6亿元，三年归母净利润CAGR为37.1%，以当前总股本4.32亿股计算的摊薄EPS为0.69/0.94/1.30元。公司2024年9月26日股价对2024-2026年预测EPS的PE倍数分别为32/24/17倍，参考可比公司估值，考虑到复合横担等有望放量，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：

全球电网投资力度不及预期的风险；公司的治理风险；原材料价格的波动风险；海外拓展的经营风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	959	1305	1797	2532
增长率 (%)	30.06	36.08	37.70	40.89
EBITDA (百万元)	238.80	428.87	562.85	763.47
归属母公司净利润 (百万元)	158.40	299.37	407.88	562.85
增长率 (%)	222.43	89.00	36.25	37.99
EPS (元/股)	0.37	0.69	0.94	1.30
市盈率 (P/E)	60.94	32.24	23.66	17.15
市净率 (P/B)	5.86	5.55	5.19	4.76
EV/EBITDA	35.82	22.09	17.18	12.97

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 筚路蓝缕：从小作坊发展成全球复合绝缘子领先企业.....	6
1.1 变电站外绝缘持续发力，复合横担第二成长曲线，传统密封业务再成长.....	6
1.2 业绩稳健，盈利能力回升明显.....	10
2 电网成为能源转型的瓶颈，预计 2024 年全球电网投资 4000 亿美元.....	13
2.1 电网投资不足对能源转型的制约.....	13
2.2 全球电网从 2021 年开始回升，实现 COP28 目标需进一步加速.....	15
2.3 电力系统是一个新旧技术共存的系统，但电网的监管有望更趋向于创新.....	16
3 公司核心驱动力：全球电网投资景气提升+电力系统市场细分化趋势.....	16
3.1 全球能源转型下，电网设备市场细分化，有利于形成“品牌”溢价.....	16
3.2 公司产品全生命周期经济性好，同时“出口纪律”有助于提升产品竞争力.....	17
3.3 2023 年的 315 晚会曝光“翻新绝缘子”，有助于行业出清“劣质产能”.....	20
4 盈利预测与投资评级.....	20
4.1 核心假设.....	20
4.2 主要财务数据预测.....	22
4.3 估值与评级.....	22
5 风险因素.....	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程: 筚路蓝缕.....	6
图表 2: 公司产品矩阵.....	6
图表 3: 电力设备外绝缘的分类及优缺点.....	8
图表 4: 公司管理层.....	8
图表 5: 公司股权结构及子公司情况 (截止 2024H1)	9
图表 6: 9 年期股权激励+5 年期员工持股计划	10
图表 7: 公司营收和归母净利润及增速.....	10
图表 8: 公司期间费用率.....	10
图表 9: 公司 ROE (摊薄) (%)	11
图表 10: 公司盈利能力 (%)	11
图表 11: 公司分业务营收占比 (%)	11
图表 12: 公司分业务毛利率 (%)	11
图表 13: 公司分地区营收占比 (%)	12
图表 14: 公司分地区毛利率 (%)	12
图表 15: 公司存货周转率.....	12
图表 16: 公司应收账款周转率.....	12
图表 17: 公司负债率.....	12
图表 18: 公司经营活动现金净流量.....	12
图表 19: 公司研发投入情况.....	13
图表 20: 公司研发人员数量及占比.....	13
图表 21: 部分国家按不同技术分类的可再生能源项目的待并网容量.....	13
图表 22: 2019-2022 年美国、德国、英国年度输电网阻塞成本估算.....	14
图表 23: 2022 年部分国家技术原因所致的年度波动性可再生能源 (VRE) 弃电	14
图表 24: 2016-2024E 各地区电网投资	15
图表 25: 2016-2050 年新兴市场和发展中经济体以及发达经济体的年均输配电投资	15
图表 26: 电网、光伏发电、风电和电动汽车充电站的典型部署时间.....	16
图表 27: 全球风光发电量占比 (%)	17
图表 28: 全球最新 1 年的发电量占比 (%)	17
图表 29: 公司产品的试点情况.....	17
图表 30: 全球电站瓷和复合绝缘子使用比例	18
图表 31: 不同地区的变电站绝缘子使用比例	18
图表 32: 公司复合绝缘子材料和瓷、传统复合绝缘子的成本对比.....	18
图表 33: 复合杆塔与传统全钢制角钢塔经济性	19
图表 34: 公司复合绝缘横担和传统方案的成本对比	19
图表 35: 公司配网横担方案与传统方案的性能对比	20

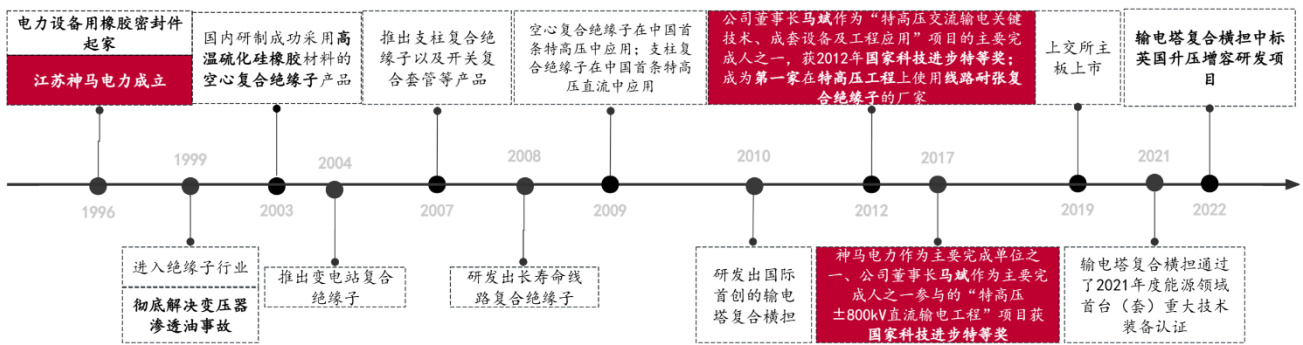
图表 36: 分业务假设 (百万元)	21
图表 37: 估值与评级.....	22

1 筚路蓝缕：从小作坊发展成全球复合绝缘子领先企业

1.1 变电站外绝缘持续发力，复合横担第二成长曲线，传统密封业务再成长

神马电力在首条特高压交直流工程中绝缘领域进行国产替代，其是电力系统复合外绝缘产品全球领先企业和国内电力设备用橡胶密封件龙头企业。1996年，神马电力成立，公司以电力设备用橡胶密封件起家，1999年，彻底解决变压器渗透油问题；2009年，空心复合绝缘子和支柱复合绝缘子分别在中国首条特高压交直流中应用；董事长马斌作为主要参与人之一分别于2012、2017年两次获得国家科技进步特等奖；2019年上交所主板上市；2021年复合横担通过2021年度能源领域首台（套）重大技术装备认证，并于2022年中标英国升压扩容研发项目。



图表1：公司发展历程：筚路蓝缕



资料来源：公司官网，公司招股说明书，2019、2021-2022年公司年报，中邮证券研究所

公司目前的主要业务有3类，分别为（1）变电站复合外绝缘（2）输配电复合外绝缘（3）电力设备整体密封解决方案。其中，在变电站复合外绝缘中，变压器复合套管、开关复合套管都是空心复合绝缘子产品的衍生新产品；复合横担可用于架空线路的新建及改扩建。

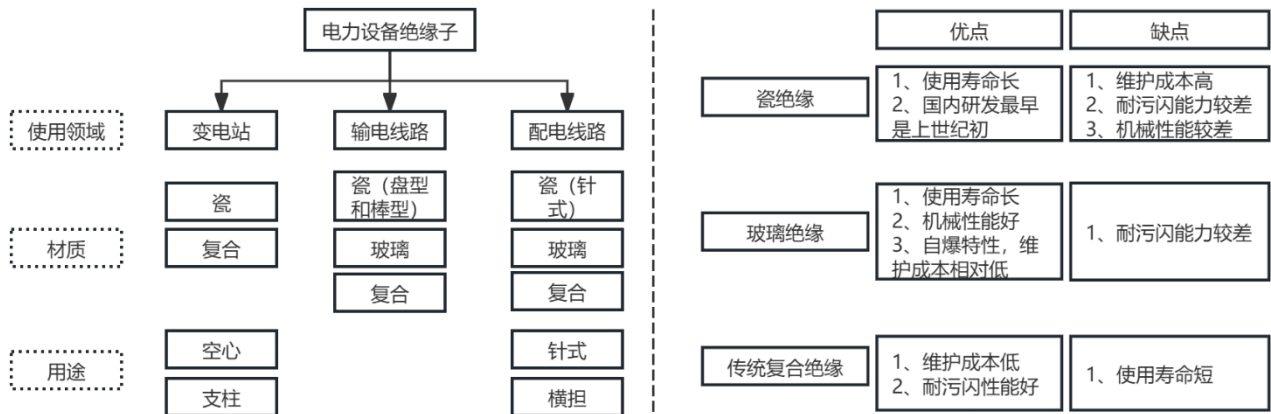
图表2：公司产品矩阵

产品大类	产品细分1	产品细分2	产品图示	主要类别	主要用途
变电站复合外绝缘	变电站复合绝缘子	空心复合绝缘子		交流：110kV (66kV) -1,000kV 直流：±50kV- ±1,100kV	主要应用在互感器、罐式断路器、GIS、HGIS、电缆终端、避雷器、变压器等变电站、换流站设备上，起绝缘和支撑作用。
		支柱复合绝缘子		交流：110kV (66kV)、220kV、 330kV、500kV、 750kV、1,000kV 直流：±50kV- ±1,100kV	主要应用在隔离开关、平波电抗器和母线支柱等变电站、换流站设备上，起绝缘和支撑作用。

	变压器复合套管			交流：110kV (66kV)、220kV	主要用于变压器设备，起到绝缘、导流和支撑作用。
	开关复合套管			交流：110kV-1,000kV	主要应用在罐式断路器、GIS、HGIS等变电站设备上，起绝缘和支撑作用。
输配电复合外绝缘	线路复合绝缘子			交流：35kV-1,000kV 直流：±400kV-±1,100kV	主要用于架空输电线路，起到将导线连接在输电杆塔上并保持绝缘的作用。
	输电塔复合横担			交流：35kV-1,000kV 直流：±800kV	主要用于架空线路，起到支撑导线并使其同地面绝缘的作用。
	配电网复合横担			交流：10kV	主要用于配电线路，将导线与配电杆连接，起到绝缘及承接拉伸、弯曲荷载的作用。
其他	电力设备整体密封解决方案	电力设备用橡胶密封件		O型圈、平面圈、圆法兰、方垫、带筋、垫块、胶珠、异形件、成型圈、箱沿、胶板、胶条、胶排、腰子、护套、伞套等	主要用于电气设备密封，主要用在变压器、互感器、开关等电气设备上，产品根据形态以及具体应用位置的不同而划分为不同的规格与型号。
	防闪络解决方案			交流：35kV-1,000kV 直流：±400kV-±1,100kV	主要应用于各电压等级电站设备绝缘子、输电线路绝缘子的外绝缘表面，起到提高总体外绝缘水平的作用。

资料来源：公司 2024 年半年报，中邮证券研究所

绝缘子是电力系统的基础件，主要起机械连接与电气绝缘双重功能，用于变电站、输配电线路及电器中，主要材质为陶瓷、玻璃、复合材料。复合材料的优点是防污闪等，公司的新材料复合绝缘子质保 30 年，消除了传统复合绝缘子使用寿命小于 15 年的问题。

图表3：电力设备外绝缘的分类及优缺点


资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

董事长马斌 29 年持续聚焦电力设备密封及外绝缘领域，在创业前为橡胶工人，1999 年在《变压器》上刊登广告：不漏油的密封件，30 年的寿命；根据陆燕荪等人主编的《电力强国崛起中国电力技术创新与发展（下册）》，特高压交流试验示范工程中开关设备综合国产化率 71.5%，2018 年达到 90%，其中 GIS 套管国产化率由 11% 提升到 100%，瓷套全部采用日本 NGK，复合套管全部采用神马电力，因此也 2 次获得国家科技进步特等奖。

图表4：公司管理层

姓名	职位	个人简介
马斌	总经理,董事长	1971 年出生，中国国籍，初中学历，高级经济师，无境外永久居留权。1988 年 1 月至 1996 年 7 月，任职无锡市第四橡胶厂工人、销售员；1996 年至今，历任南通市神马橡胶制品有限公司董事长兼总经理、南通市神马电力科技有限公司董事长兼总经理、江苏神马电力股份有限公司董事长兼总经理；2016 年 8 月至今，担任上海神马电力控股有限公司法定代表人、执行董事；现任江苏神马电力股份有限公司董事、董事长兼总经理。
金玲	副总经理,董事	1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，2008 年毕业于南京大学，获汉语言文学学士学位。金玲女士自 2008 年毕业入职江苏神马电力股份有限公司以来，曾任江苏神马电力股份有限公司总经理办公室管培生、人力资源部经理；现任江苏神马电力股份有限公司董事、副总经理。
吴晶	副总经理,董事	1984 年出生，毕业于南京航空航天大学企业管理专业，硕士研究生学历，中国国籍，无境外居留权。曾任南京航空航天大学辅导员；2010 年 9 月入职江苏神马电力股份有限公司，历任江苏神马电力股份有限公司总经办主任、市场推广部经理，国际销售部副经理、国内电网销售部副经理、营销中心中国区营销副总监、营销中心副总监、营销中心总监。现任江苏神马电力股份有限公司董事、副总经理。
张文斌	副总经理	1989 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，2014 年毕业于东南大学，获工学硕士学位。张文斌先生自 2014 年毕业入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任研发管理工程师、总经理办公室管培生、总经办流程管理部经理、人力资源总监、财务副总监兼证券部经理、总经理助理；现任江苏神马电力股份有限公司副总经理，负责江苏神马电力股份有限公司运营管理工作。
张鑫鑫	副总经理,董事	1986 年出生，中国国籍，无境外居留权。毕业于重庆大学，获得电气工程学士学位、上海交通大学硕士学位。2008 年毕业入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任江苏神马电力股份有限公司技术工程师、产品经理、市场部经理、国际销售部经理、电站绝缘子事业部副总经理、产品经营

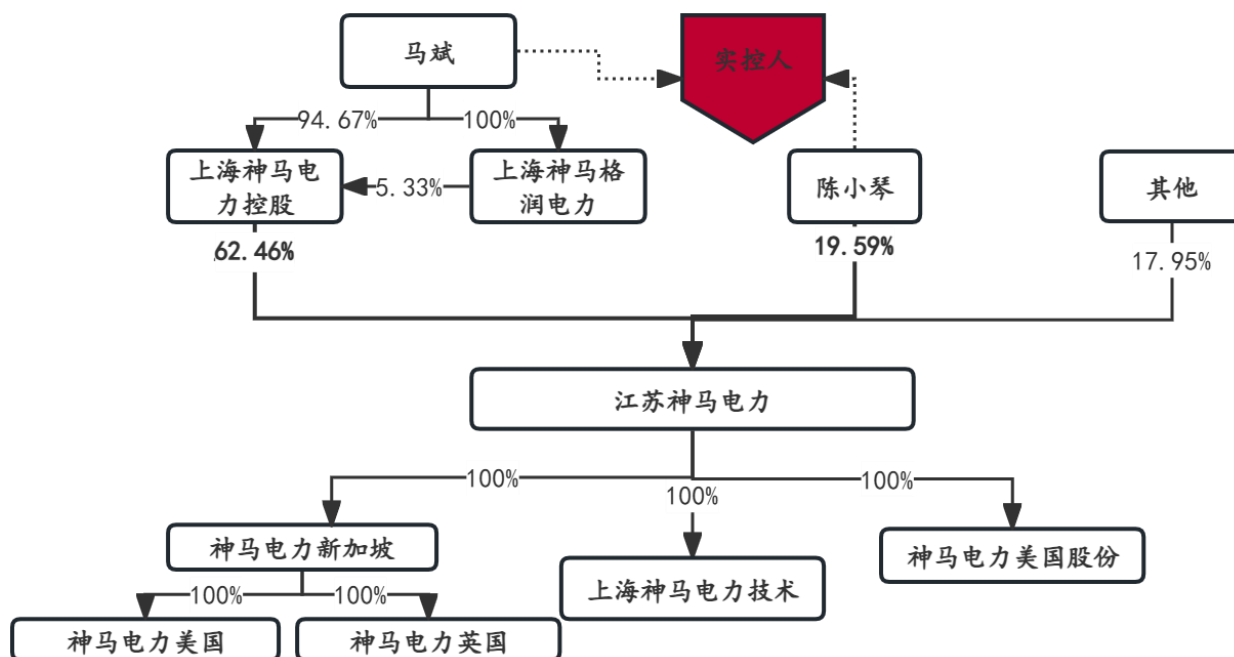
		中心副总监、董事会秘书、人力资源总监、研发中心总经理。现任江苏神马电力股份有限公司董事、副总经理。
吕兆宝	董事	1980 年出生，中国国籍，本科学历，无境外永久居留权。曾就职亚新科 NVH（安徽）有限公司从事技术工作；2005 年入职公司从事技术工作，历任橡胶制品事业部技术工艺部经理、橡胶制品事业部总经理助理、重点实验室主任助理、橡胶制品事业部副总经理、金属事业部总监等。现任江苏神马电力股份有限公司董事、总经理助理、橡胶制品事业部总经理。
张林军	总工程师	1991 年出生，中国国籍，无境外永久居留权；2021 年毕业于四川大学，获工学博士学位。张林军先生自 2021 年毕业入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任高分子材料与工艺研究室高级工程师、高分子材料与工艺研究室主任、重点实验室副总经理。现任重点实验室总经理，兼总工程师。
韩笑	董事会秘书	1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权；法律硕士，律师；2009 年毕业于中南财经政法大学，之后历任实习律师、律师，并于 2015 年获广西师范大学法律硕士。韩笑女士自 2019 年入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任江苏神马电力股份有限公司合规顾问、证券事务代表、证券部经理。现任江苏神马电力股份有限公司董事会秘书。

资料来源：iFind，中邮证券研究所

股权结构稳定：公司控股股东为上海神马电力控股，持股 62.46%，实际控制人为马斌和陈小琴，截止 2024H1，马斌间接持股 62.46%，陈小琴直接持股 19.59%，两人合计持股 82.05%。

积极布局海外：公司在美国和英国分别设立子、孙公司。

图表5：公司股权结构及子公司情况（截止 2024H1）



资料来源：iFind，2023 年公司年报，中邮证券研究所

长周期股权激励，彰显公司信心，员工持股扩大覆盖范围，加强公司凝聚力：公司进行 3 期股权激励和 3 期员工持股计划，2023 年扣非归母净利润 1.5 亿，若考核均恰好达到目标值，则 2032 年扣非归母净利润 16.5 亿，则 2023-2032 年扣非归母净利润 CAGR 为 30.6%。

图表6：9 年期股权激励+5 年期员工持股计划

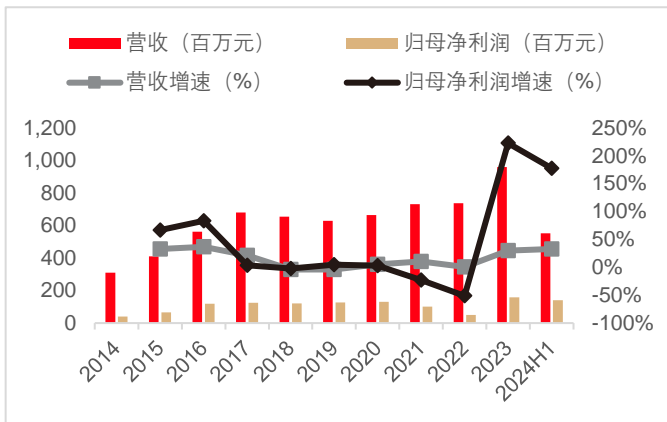
各期股权激励	归属期	考核期及指标 (亿元)	目标值 (Am)	触发值 (An)
第 1-3 期股权激励	1	2024-2028 年累计净利润	20.96	14.67
	2	2024-2030 年累计净利润	39.4	27.58
	3	2024-2031 年累计净利润	52.11	36.48
	4	2024-2032 年累计净利润	68.63	48.04
各期员工持股计划	归属期	考核期及指标 (亿元)	目标值 (Am)	触发值 (An)
第 1-3 期员工持股计划	1	2024-2026 年累计净利润	9.36	6.55
	2	2024-2027 年累计净利润	14.4	10.08
	3	2024-2028 年累计净利润	20.96	14.67
员工激励		首次实施公告日	数量 (万股)	价格 (元/股)
第一期股权激励		2024/1/9	285.22	7.95
第二期股权激励		2024/4/9	90.89	9.49
第三期股权激励		2024/8/31	111.59	11.63
第一期员工持股计划		2024/6/25	54.75	7.95
第二期员工持股计划		2024/6/25	48	9.49
第三期员工持股计划			不超过 55	11.89

资料来源：iFind，中邮证券研究所

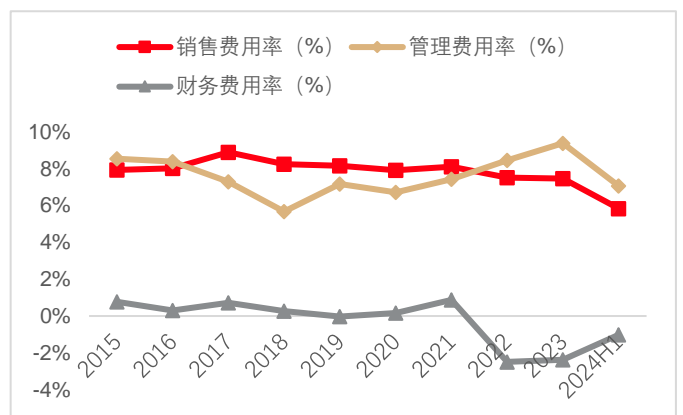
1.2 业绩稳健，盈利能力回升明显

历史业绩稳健。2014-2023 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 13.4%、16.8%。2024H1 公司营收和归母净利润分别为 5.5、1.4 亿，同比分别+32.7%、+177.5%，其中营收增长主要系国内重点工程项目收入增加，归母净利润增长主要系（1）降本增效，降低运营成本（2）主要原材料价格的回落。

随着产能利用率的提升，在规模效益下，期间费用有望改善。2024H1 公司销售、管理、财务费用率分别为 5.8%、7.1%、-1.0%，同比分别-2.8、-2.0、+3.5pcts。

图表7：公司营收和归母净利润及增速


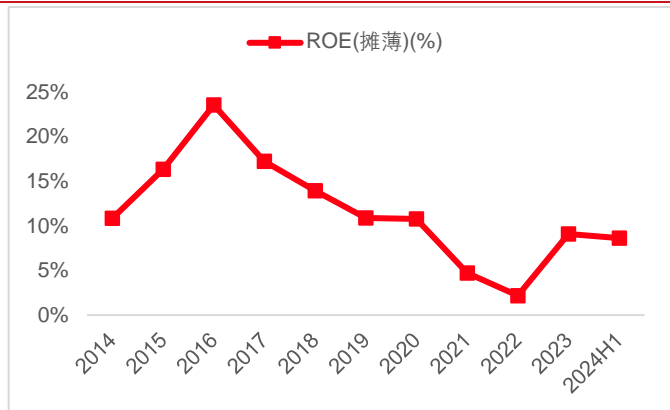
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司期间费用率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

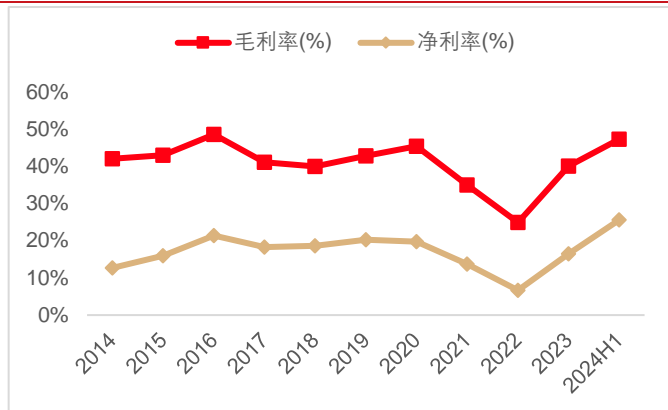
盈利能力开始回升并处于高水平。2024H1 公司毛利率和净利率分别为 47.3%和 25.6%，同比分别+12.7、+13.4pcts，主要系（1）主要原材料价格回落（2）规模效应。

图表9：公司 ROE（摊薄）（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：公司盈利能力（%）

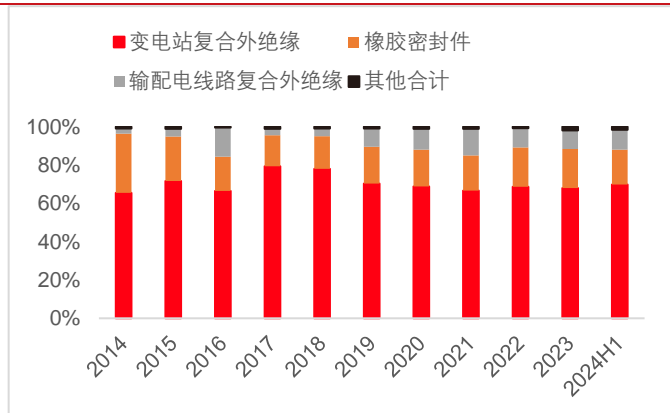


资料来源：iFind，中邮证券研究所

产品营收端：变电站复合外绝缘是公司的历史营收主力，2024H1 变电站复合外绝缘、输配电线路复合外绝缘、橡胶密封件的营收占比分别为 69.9%、10.3%、18.2%。

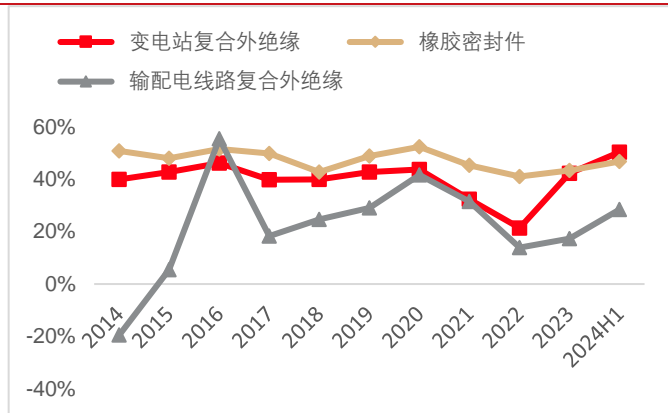
产品盈利端：变电站复合外绝缘毛利率回暖明显，输配电线路复合外绝缘毛利率有所提升，橡胶密封件毛利率高水平稳定，2024H1 变电站复合外绝缘、输配电线路复合外绝缘、橡胶密封件的毛利率分别为 50.4%、28.4%、46.7%。

图表11：公司分业务营收占比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

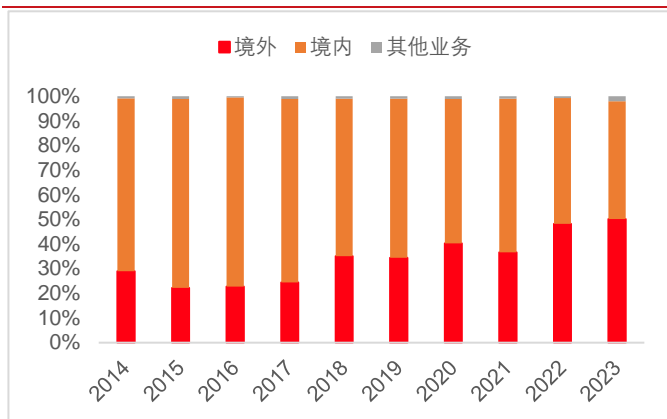
图表12：公司分业务毛利率（%）



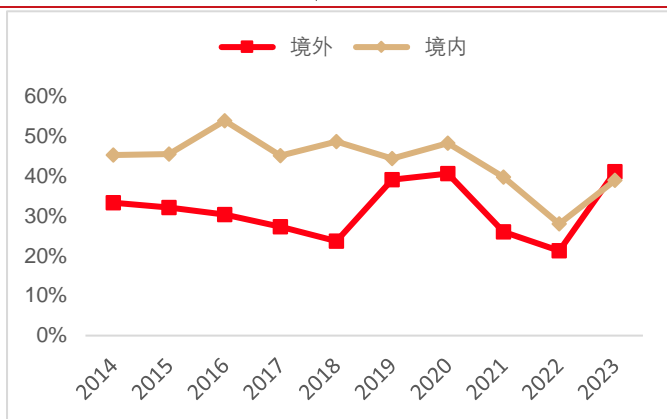
资料来源：iFind，中邮证券研究所

地区营收端：海外营收占比首超国内，2023 年公司海外营收占比为 50.2%。

地区盈利端：海内外毛利率均回升，2023 年公司国内和海外毛利率分别为 39.0%、41.1%。

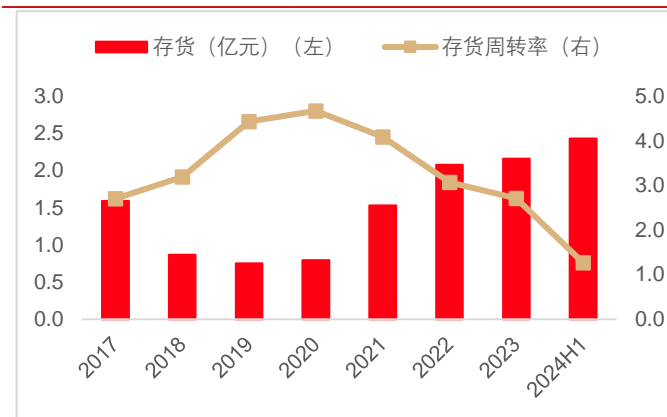
图表13：公司分地区营收占比 (%)


资料来源：iFind，中邮证券研究所

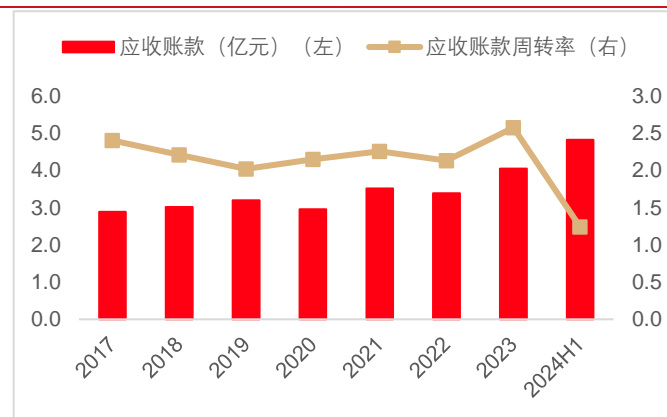
图表14：公司分地区毛利率 (%)


资料来源：iFind，中邮证券研究所

存货周转率与应收账款周转整体变慢。存货方面，2024H1 公司存货规模为 2.4 亿，同比增长 39.3%；应收账款方面，2024H1 公司应收账款 4.8 亿，同比增长 35.1%。

图表15：公司存货周转率


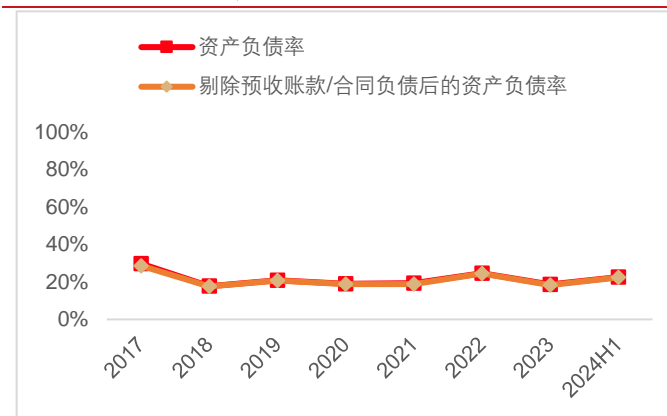
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：公司应收账款周转率


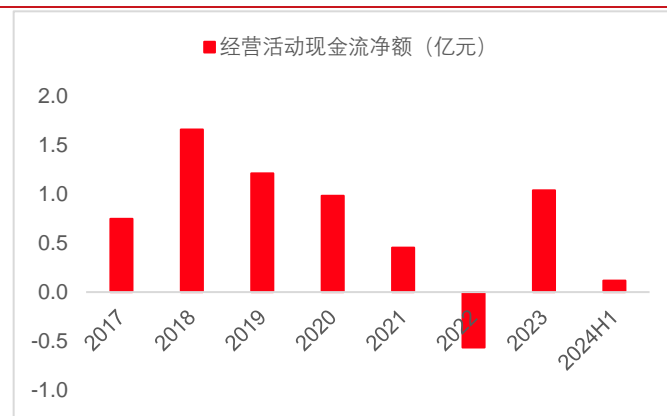
资料来源：iFind，中邮证券研究所

低资产负债率有助于公司长期稳健经营。截至 2024H1，公司资产负债率为 22.6%，剔除预收账款/合同负债后的资产负债率为 22.3%，整体财务风险处于较低水平。

2024H1，公司经营活动现金净流量为 0.12 亿，去年同期为-0.10 亿，公司回款情况有所改善。

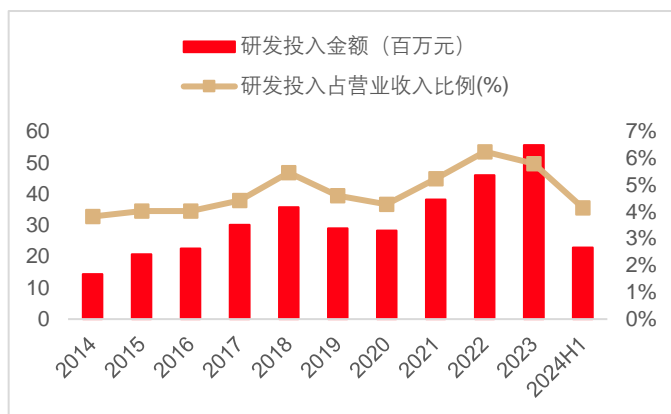
图表17：公司负债率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

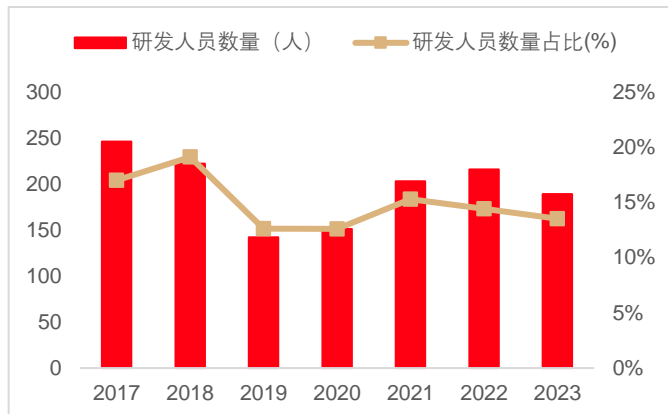
图表18：公司经营活动现金净流量


资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司持续进行研发投入，以研发驱动创新。公司 2014-2023 年研发费用 CAGR16.2%，2017-2023 年研发人员数量占员工比例超 12%。2024H1，公司研发投入为 0.23 亿，研发投入占营收比为 4.2%，持续的研发投入和稳定的研发团队有助于公司保持核心技术优势。

图表19：公司研发投入情况


资料来源：iFind，中邮证券研究所

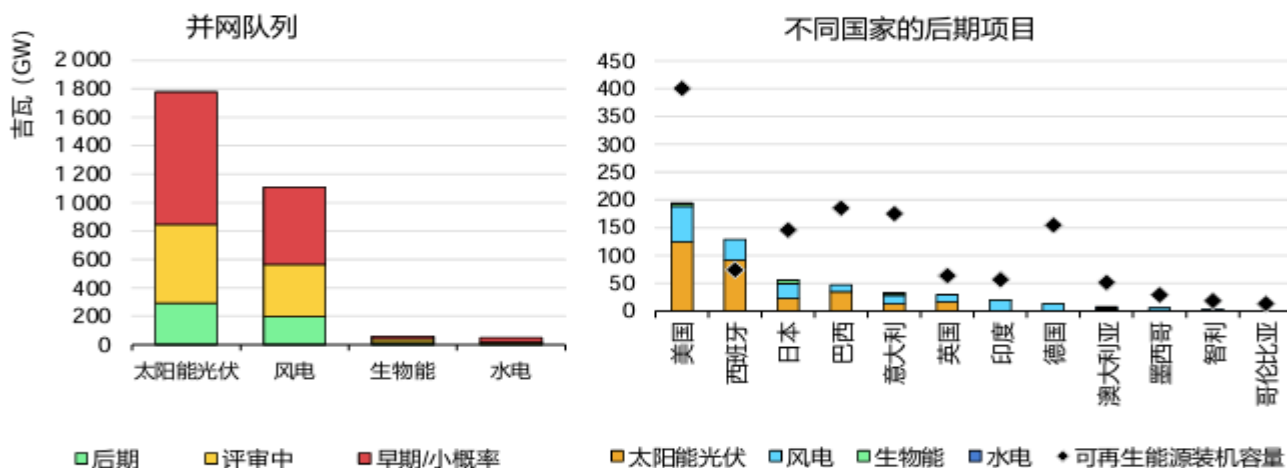
图表20：公司研发人员数量及占比


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 电网成为能源转型的瓶颈，预计 2024 年全球电网投资 4000 亿美元

2.1 电网投资不足对能源转型的制约

(1) **阻碍新能源的并网**：根据 IEA 的《电网与保障能源转型》(2023 年 10 月)，全球至少有 3000GW 的可再生发电项目¹等待并网，(其中 1500GW 的项目已处于后期阶段)，相当于 2022 年太阳能光伏和风力发电新增装机的五倍。

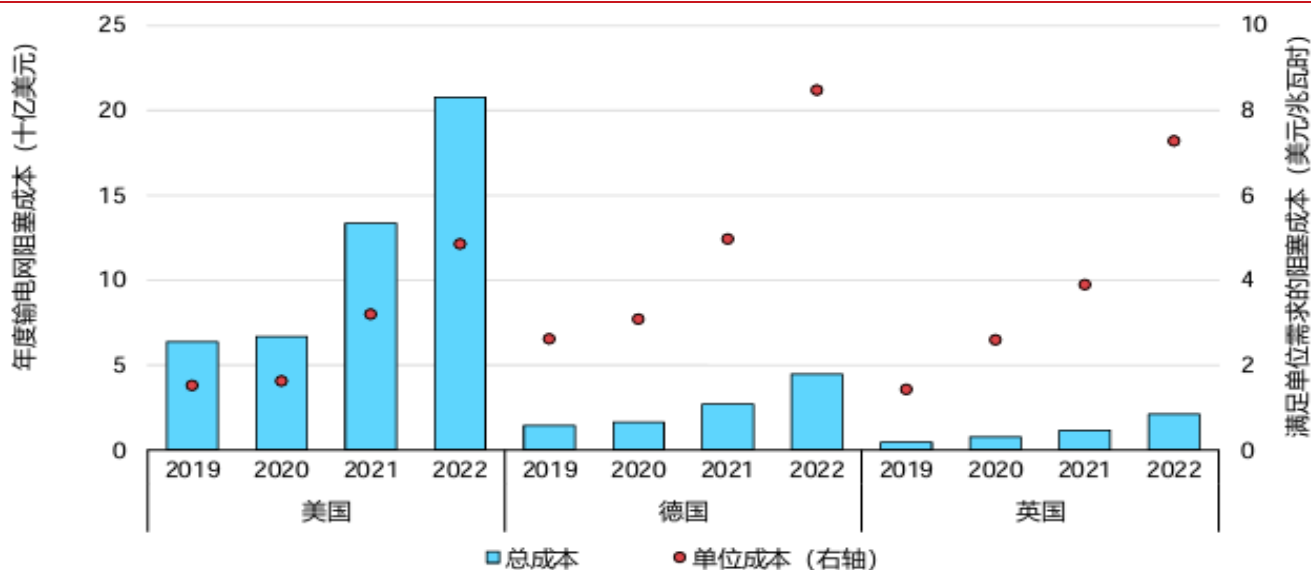
图表21：部分国家按不同技术分类的可再生能源项目的待并网容量


资料来源：IEA，中邮证券研究所

¹ 此处统计美国、西班牙、巴西、意大利、日本、英国、德国、澳大利亚、墨西哥、智利、印度和哥伦比亚的太阳能光伏发电、风电、水电和生物能发电。

(2) **增加系统运行成本**：电网阻塞会产生新增系统运营成本，例如美国输电网阻塞成本从2019年60多亿美元增至近210亿美元。

图表22：2019-2022年美国、德国、英国年度输电网阻塞成本估算

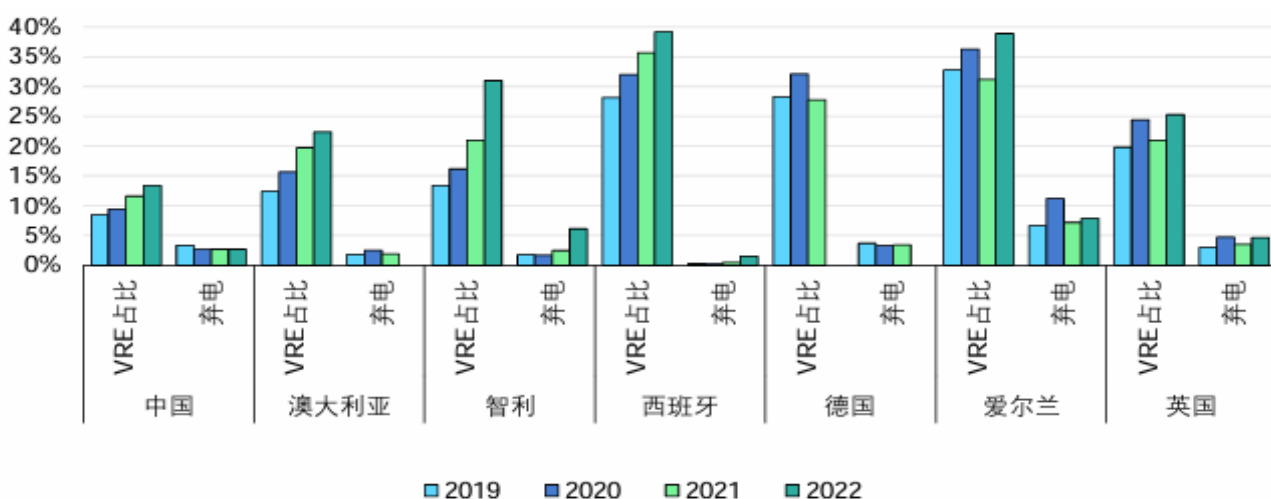


资料来源：IEA，中邮证券研究所

注：由于各国市场特征不同，不应将图中数据用于直接比较各国的阻塞水平，如英国，其成本仅反映了其平衡机制的传输约束费用

(3) **增加可再生能源弃电**。电网容量与可再生能源消纳具有直接关系，中国从2013年开始大力部署输电容量，使得可再生能源弃电率从2012年的15%降低至2022年的5%以下。

图表23：2022年部分国家技术原因所致的年度波动性可再生能源（VRE）弃电



资料来源：IEA，中邮证券研究所

注：(1) 澳大利亚的数值仅考虑了全国电力市场。西班牙的数值包括风电、太阳能光伏发电、生物质发电和太阳能热力发电。英国的估算仅包括风电。

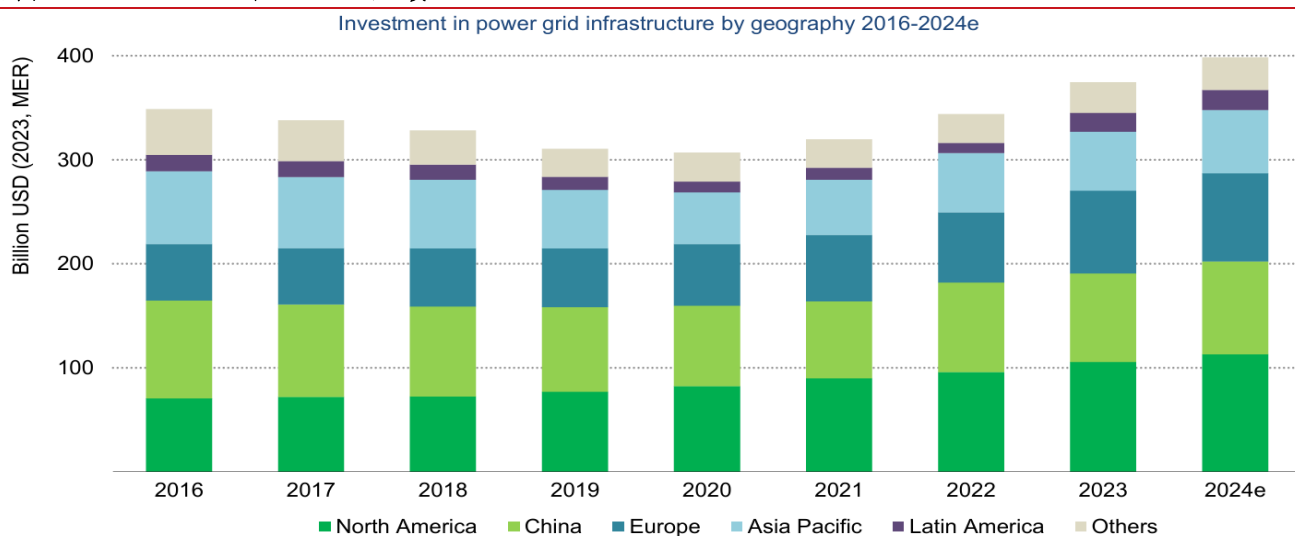
(2) 技术原因所致的弃电是指由于网络或系统原因而减少调度可再生能源电力。上图不包括因经济或市场条件而减少调度的能源。

2.2 全球电网从 2021 年开始回升，实现 COP28 目标需进一步加速

2023 年光伏领域投资 4800 亿美元，超过其他所有发电技术的总和，2021-2023 年光伏和其他发电技术投资 CAGR 分别为 38.3%、3.2%，光伏对电网的影响将持续加深。

全球电网投资从 2021 年开始回升，预计 2024 年达到 4000 亿美元。2023 年全球电网投资 3750 亿美元，增长 9%，同比+3pcts，其中美国、欧盟、中国、EMDE²（不含中国）的电网投资分别为 1000、600、800、800 亿美元，EMDE（不含中国）电网投资增速 15%，主要是拉美地区（哥伦比亚、智利、巴西、巴拿马等）的电网投资翻了一番。COP28 大会的 3 倍可再生能源装机的目标下，可再生能源和电网的投资年增速分别 12%、11%。

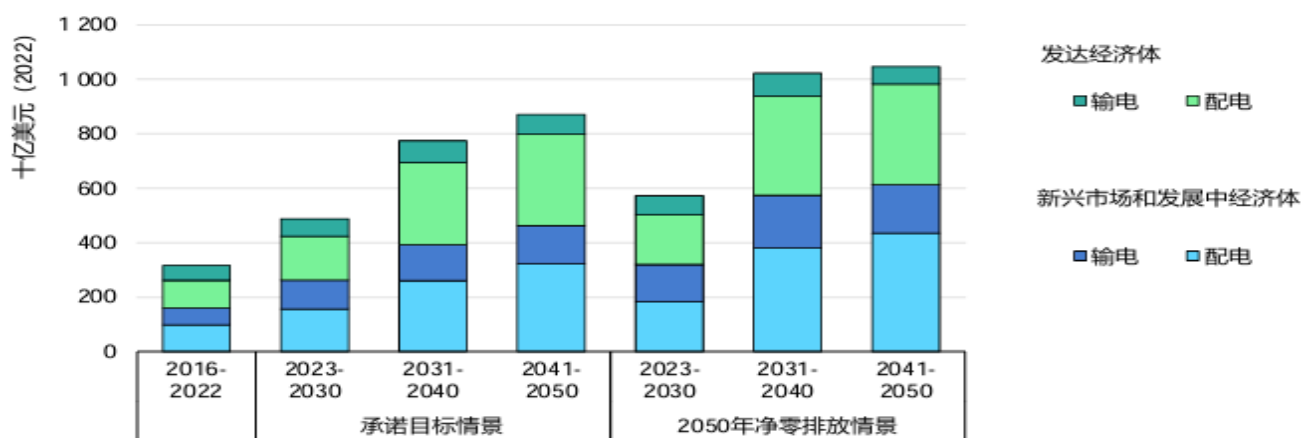
图表24：2016-2024E 各地区电网投资



资料来源：IEA，中邮证券研究所

电网投资需要匹配电力供给投资。2016-2022 年，电网年均投资 3200 亿美元，在承诺目标场景下，2023-2030 年电网年均投资需要达到 5000 亿美元，且 2030 年后需要加速增长，即 2031-2040 年达到每年 7750 亿美元。

图表25：2016-2050 年新兴市场和发展中经济体以及发达经济体的年均输配电投资



资料来源：IEA，中邮证券研究所

² 新兴市场和发展中经济体

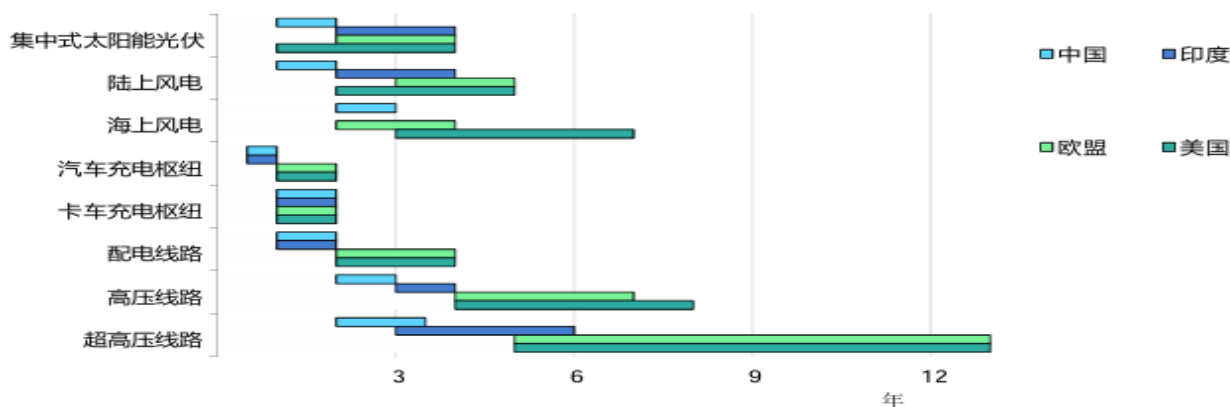
2.3 电力系统是一个新旧技术共存的系统，但电网的监管有望更趋向于创新

电力系统是一个新旧技术共存的系统。供电系统起源于 19 世纪 80 年代，电力设备相对成熟，设备的使用寿命可以超设计寿命使用，但是电网设备持续在接近或超过额定容量的情况下运行，其老化速度会更快，使用寿命也会缩短。(1) 电网变压器以及变电站中的断路器和开关设备 (2) 地下和海底电缆 (3) 架空输电线路 (4) 控制和保护系统的设计寿命分别为 30-40 年、40-50 年、60 年、15-20 年。

电网设备的市场将进一步分散化。我们认为细分市场的形成主要原因为 (1) 风光水资源丰富的地区，一般而言，并不宜居，恶劣环境对设备提出新的要求 (2) 各国的认证标准不一致 (3) 风持续渗透下对电网运行安全提出新的要求 (4) 发达经济区域土地、社区支持等要素稀缺性提升。

发达经济体的电网部署时间明显高于中国和印度，其许可审批更繁复。在发达经济体中，一条超高压架空线路 (220 千伏以上)、低电压项目和配电网项目的审批和建造分别需要 5-13 年、4-8 年、4 年内。例如，在德国建造 340 公里长的 Ultratnet 直流输电线路需要约 13500 份许可证，在欧洲，超过四分之一的电力共同利益项目 (PCIs) 受到延误，最主要的延误原因是许可审批。

图表26：电网、光伏发电、风电和电动汽车充电站的典型部署时间



资料来源：IEA，中邮证券研究所

因此发达经济体的电网激励有望趋向于新技术对电网系统进行升级，其对土地要素、社区支持的要求较低。英国是第一个对电力采用全面总支出 TOTEX 机制 (TOTAl EXpenditure, 即资本支出+运营支出) 的国家，该机制自 2015 年起对配电系统运营商实施，即 RII0 (Revenue=Investment+Innovation+Output incentives, 收入=投资+创新+产出激励机制)，该激励机制延长到 2028 年。

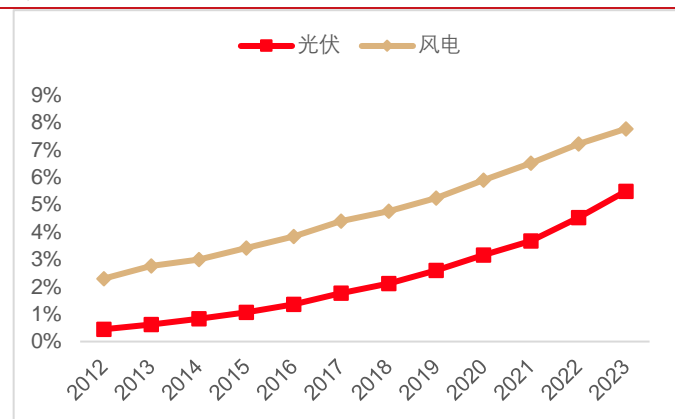
3 公司核心驱动力：全球电网投资景气提升+电力系统市场细分化趋势

3.1 全球能源转型下，电网设备市场细分化，有利于形成“品牌”溢价

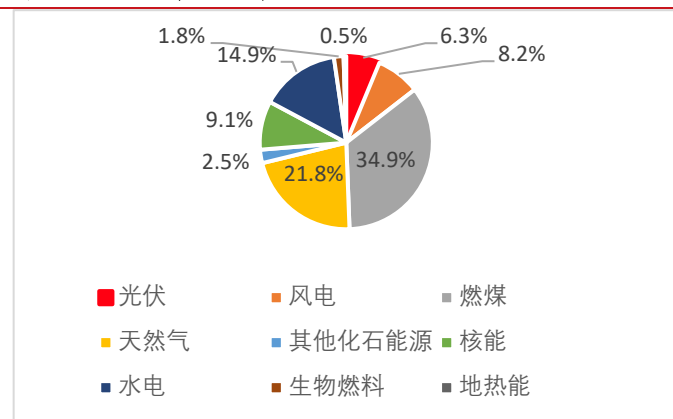
全球风光发电量占比快速提升。2012-2023 年，风光发电量占比从 2.8% 提升至 13.3%，2023 年 8 月至 2024 年 7 月，风光发电量占比 14.5%，风光发电量分别为 2.4、1.8 万亿 kwh。

电网首重安全，此角度上，电网更“偏好”成熟技术，但是全球风光渗透率持续提升，受限于许可审批、环境因素等影响，电网投资规模难以匹配新能源的发展，安全冗余下降，因此需求全生命周期效益高的试点技术，这些试点技术本质上形成许多细分市场，有利于形成“品牌”溢价。

图表27：全球风光发电量占比（%）



图表28：全球最新1年的发电量占比（%）



资料来源：lowcarbonpower，中邮证券研究所

资料来源：lowcarbonpower，中邮证券研究所

注：2023年8月-2024年7月

公司复合绝缘子材料经过重大工程的检验，复合输电横担在 2019 年海外项目进行应用。公司的变电站复合绝缘子在中国首条特高压交流线路上成功运用，长寿命线路绝缘子在土 400kV 青藏工程成功运用。

图表29：公司产品的试点情况

公司产品	应用工程	投运时间	备注
变电站复合绝缘子（空心+支柱）	中国第一条 750kV 超高压交流：兰州东-官亭	2008 年	
	中国第一条 1,000kV 交流特高压线路—晋东南-南阳-荆门	2009 年	公司报价 68 万/支复合绝缘子，日本 NGK 报价 1000 万/支瓷绝缘子
长寿命复合绝缘子	±400kV 青藏工程	2011 年	全球天候环境最恶劣；神马供货比例超过 60%，且在 2017 年联合业主进行了产品的更换复测，主要性能指标相比出厂值，几乎无异
输电复合横担-国内新建	湖北荆门±500kV 接地极线路工程	2010 年	
输电复合横担-国内扩容	江苏连云港 220kV 茅蓄线改造工程	2009 年	
输电复合横担-海外新建	哥伦比亚 115kV 项目	2019 年	公司首个海外输电横担新建项目
输电复合横担-海外扩容	印度海得拉巴 132kV 输电线路项目	2019 年	公司首个海外输电横担技改项目
配网复合横担-新建	贵州贵阳-南谷线龙井吹变台区新建工程	2019 年	
配网复合横担-扩容	海北海晏县 10kV 配电改造工程	2017 年	

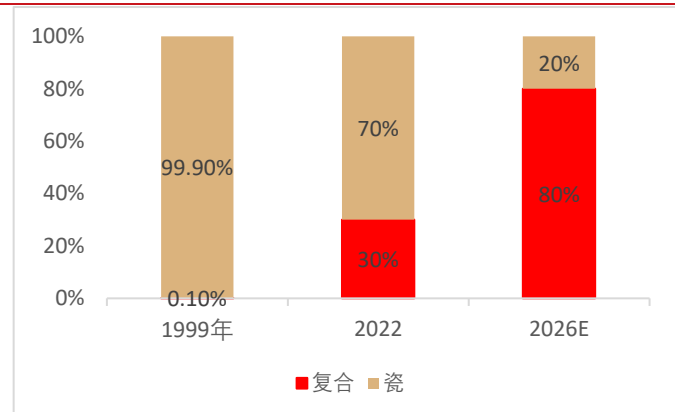
资料来源：公司招股说明书，公司 2019、2020 年年报，公司公众号，中邮证券研究所

3.2 公司产品全生命周期经济性好，同时“出口纪律”有助于提升产品竞争力

(1) 变电站复合绝缘子的渗透率持续提升：2022 年全球变电站复合绝缘子的使用比例为 30%，预计 2026 年全球电站的复合绝缘子使用比例为 80%。公司的变电站绝缘子在 24 年的应

用中无一例老化寿命的质量问题，欧美变电站的复合绝缘子 90%由公司供货，欧美地区的“消费挑剔”程度高，“出口纪律”将有助于提升公司的产品竞争力。

图表30：全球电站瓷和复合绝缘子使用比例



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

图表31：不同地区的变电站绝缘子使用比例

不同地区	变电站复合绝缘子比例	神马的比例
美国	50%	90%
欧洲	40%	90%
中国 (≥750kV)	100%	96%
全球其他区域	20%	90%

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

(2) 公司的复合绝缘子无论在变电站还是线路中，相较于陶瓷、传统复合绝缘子，40年全生命周期的经济性具有很好的优势。

图表32：公司复合绝缘子材料和瓷、传统复合绝缘子的成本对比

复合绝缘子	项目	陶瓷绝缘子	传统复合绝缘子(寿命<15年)	新材料复合绝缘子
变电站复合绝缘子	CAPEX	1	1.1	0.9
	40年 OPEX	>3	>3	0
	40年总计	>4	>4.1	0.9
长寿命线路复合绝缘子	CAPEX	1	0.3	0.4
	40年 OPEX	1	6	0
	40年总计	2	6.3	0.4

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

(3) 横担领域：复合横担的优势明显。以国家电网有限公司典型设计 5E1—SZ1 (呼高 42m) 为例，假设复合横担 3 万元/t，相同电压等级、相同使用气象条件下，相比传统角钢塔，复合材料塔的，塔质量(包含复合材料横担)约为 27.44t，降低约 25%，本体造价降低约 9.6%，当复合横担为 4.5 万元/t 的时候，复合材料塔的本体造价与角钢塔基本持平。

图表33：复合杆塔与传统全钢制角钢塔经济性

方案项目		复合杆塔	角钢塔
呼高/m		38.5	42
新型复合材料横担	绝缘子串质量/t	0.151	
	支柱绝缘子质量/t	2.688	
	总价/万元	8.52	
横担钢套筒	质量/t	2.20	
	单价/(元·t ⁻¹)	9500	
	总价/万元	2.09	
绝缘子串部	数量/支		6
	单价/(元/支)		2000
	总价/万元		1.20
角钢塔部分	质量/t	22.40	36.62
	平均单价/(元·t ⁻¹)	9000	9000
	总价/万元	20.20	33.00
杆塔总质量/t		27.44	36.62
基础部分	混凝土 C30/m ³	33.64	36.65
	钢筋/kg	3290.20	3028.60
	总造价/万元	8.41	9.16
总费用/万元		39.17	43.32
总费用比例/%		90.4	100

资料来源：计及经济性的复合杆塔设计方法（李佳慧），中邮证券研究所

复合横担输电领域：公司的复合绝缘横担（CICA）采用水平布置取代原有铁横担和悬垂绝缘子串，端部直接用挂线金具连接导线，实现紧凑型铁塔设计结构，平均节约 20% 钢材、混凝土用量和走廊宽度，且外绝缘 0 运维。

图表34：公司复合绝缘横担和传统方案的成本对比




电网线路	项目	传统方案	神马方案	新材料长寿命复合绝缘子(40年寿命)
输电线路-新建	CAPEX	1	0.94-0.97	0.4
	40年 OPEX	>0.4	<0.04*	0
	40年总计	>1.4	<0.98~1.01	0.4
输电线路-升压扩容	CAPEX	1	0.56-0.72	0.4
	40年 OPEX	>0.4	<0.04*	0
	40年总计	>1.4	<0.60~0.76	0.4

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

注：*仅为检测费用。

复合横担配电领域：公司的配网复合横担取代原有铁横担加装针式绝缘子的结构，提升防雷水平，且安装更便捷。

图表35：公司配网横担方案与传统方案的性能对比

方案	示意图	爬电距离(mm)	干弧距离(mm)	雷电冲击电压(kV)	规格(mm)	重量(kg)
传统方案		450	165	95	80x8x1600	15.45
神马方案 I		750	600	350	34x54x1750	14
神马方案 II		456	365	200	20x40x1280	10.8

资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

注：神马方案 I 应用于多雷区，神马方案 II 应用于少雷区。

3.3 2023 年的 315 晚会曝光“翻新绝缘子”，有助于行业出清“劣质产能”

2023 年 3·15 晚会曝光了河北沧州河间市大量翻新绝缘子流向多地电力工程一事。在央视记者的调查中，在河间市很多电网用过的旧绝缘子只是经过简单地清洗盘体表面、给已经生锈的铁头喷上银色的油漆，不进行检测，用假的试验报告、假的合格证，就再次流向了市场。

2023 年 3 月 17 日，国家能源局发布“关于排查整治翻新绝缘子加强电力设备安全管理的紧急通知”，立即排查整治涉事企业翻新绝缘子使用情况：（1）对存在采购使用涉事企业绝缘子的立即进行更换（2）对来自同区域、同类型企业的绝缘子要进行安全检测（3）要将涉事企业纳入本单位设备采购“黑名单”（4）要加强废旧绝缘子的处置管理。

电力安全无小事，对技术进步持有耐心，随着电力系统监管的持续强化，我们相信整个行业将出清“劣质产能”，实现良性发展。

4 盈利预测与投资评级

4.1 核心假设

产能情况：2018 年变电站和线路绝缘子产能分别为 8.4、16.7 万支。募投项目“变电站复合绝缘子智能工厂建设项目”2021 年 9 月达产，新增 15 万支变电站绝缘子；定增项目“变电设备外绝缘部件数字化工厂建设项目”预计 2025 年 5 月达产，达产后新增 2.4 万支气体绝缘复合套管、1.2 万支变压器复合套管产能；2024 年 4 月 12 日，定增调整新增项目“输变电设备密封件生产改扩建项目”，建设期 3 年，1 期项目预计 2025 年 4 月达产，整体 2026 年 4 月达产，达产后新增橡胶密封件 3400t 产能；2024 年 8 月 17 日，定增调整新增项目“输变电复合外绝缘产品改扩建项目（一期）”，建设期 1 年，达产后预计新增 2.1 万支电站绝缘子和 21.2 万支线路绝缘子。

变电站复合外绝缘业务：公司是海外变电站复合绝缘的主要供应商，随着海外相关产品渗透率的持续提升，未来有望持续高增。预计 2024-2026 年变电站复合外绝缘收入分别为 8.7、12.2、17.7 亿，同比增长 33.4%、40.5%、44.4%，国内受益特高压景气度，预计毛利率分别为 48.5%、48.0%、47.0%。

橡胶密封件业务：随着新型环保绝缘介质的逐步替代，对密封的要求会逐步提升，预计 2024-2026 年公司橡胶密封件业务收入分别为 2.3、2.9、3.8 亿，同比增长 20%、25%、30%，预计毛利率分别为 45.5%、45.5%、45.5%。

输配电线路复合外绝缘业务：随着海外业务，尤其输电复合横担的开拓，业绩有望量利齐升。预计 2024-2026 年公司输配电线路复合外绝缘业务收入分别为 1.8、2.6、3.7 亿，同比增长 96.4%、44.8%、39.4%，预计毛利率分别为 30.0%、29.0%、28.0%。

费用率假设：随着公司收入快速增长，预计销售、管理费用率将逐步下降，研发费用率预计维持稳定，预计 2024-2026 年公司销售、管理、研发费用率分别为 6.7、6.5%、6.2%；8.5%、8.0%、7.5%；5.0%、5.0%、5.0%。

图表36：分业务假设（百万元）

年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
变电站复合外绝缘						
收入	487.66	506.01	652.68	870.65	1222.91	1766.42
YOY	6.74%	3.76%	28.99%	33.40%	40.46%	44.44%
成本	329.72	397.67	376.66	448.38	635.91	936.20
YOY	28.14%	20.61%	-5.28%	19.04%	41.82%	47.22%
毛利	157.94	108.34	276.02	422.27	587.00	830.22
毛利率(%)	32.39%	21.41%	42.29%	48.50%	48.00%	47.00%
橡胶密封件						
收入	134.27	152.11	195.09	234.11	292.63	380.42
YOY	5.87%	13.28%	28.26%	20.00%	25.00%	30.00%
成本	73.54	89.71	110.63	127.59	159.48	207.33
YOY	21.67%	21.99%	23.31%	15.33%	25.00%	30.00%
毛利	60.73	62.39	84.46	106.52	133.15	173.09
毛利率(%)	45.23%	41.02%	43.29%	45.50%	45.50%	45.50%
输配电线路复合外绝缘						
收入	101.75	74.03	92.41	181.46	262.65	366.20
YOY	41.42%	-27.24%	24.82%	96.37%	44.75%	39.43%
成本	69.69	63.73	76.42	127.02	186.48	263.66
YOY	66.07%	-8.55%	19.91%	66.21%	46.81%	41.39%
毛利	32.06	10.31	15.99	54.44	76.17	102.54
毛利率(%)	31.51%	13.92%	17.30%	30.00%	29.00%	28.00%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4.2 主要财务数据预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.1/18.0/25.3 亿元，归母净利润分别为 3.0/4.1/5.6 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 37.1%，以当前总股本 4.32 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.69/0.94/1.30 元。

4.3 估值与评级

公司 2024 年 9 月 26 日股价对 2024-2026 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 32/24/17 倍。我们选择大连电瓷、平高电气、金盘科技作为参考。参考可比公司估值，考虑到复合横担等有望放量，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表37：估值与评级

公司代码	公司名称	收盘价	EPS				净利润	PEG	PE				市值
		2024/9/26	23A	24E	25E	26E	CAGR		23A	24E	25E	26E	亿元
002606.SZ	大连电瓷	8.88	0.12	0.39	0.59	0.77	39.72%	0.57	74	23	15	12	39
600312.SH	平高电气	19.25	0.60	0.87	1.10	1.30	22.51%	0.99	32	22	18	15	261
688676.SH	金盘科技	29.74	1.18	1.53	2.23	2.93	38.42%	0.51	25	20	14	10	136
	平均值	19.29	0.63	0.93	1.31	1.67	33.55%	0.69	44	22	15	12	145
603530.SH	神马电力	22.33	0.37	0.69	0.94	1.30	37.12%	0.87	61	32	24	17	97

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

5 风险因素

- 1、全球电网投资力度不及预期的风险：若全球电网投资力度无法匹配可再生能源的投资力度，则会影响公司的业绩。
- 2、公司的治理风险：公司从小微企业发展而来，随着业务的扩大，公司的治理难度提升，若公司不能有效提升治理能力，则会影响公司业绩。
- 3、原材料价格的波动风险：若原材料价格剧烈波动，则会影响公司业绩。
- 4、海外拓展的经营风险：公司现在开始逐步对接海外电网用户，其对销售渠道、品牌等等具有很高要求，若公司海外拓展不及预期，则会影响公司业绩。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	959	1305	1797	2532	营业收入	30.1%	36.1%	37.7%	40.9%
营业成本	575	714	993	1418	营业利润	250.4%	81.7%	34.9%	40.3%
税金及附加	13	17	24	34	归属于母公司净利润	222.4%	89.0%	36.2%	38.0%
销售费用	72	87	117	157	获利能力				
管理费用	90	111	144	190	毛利率	40.1%	45.3%	44.8%	44.0%
研发费用	56	65	90	127	净利率	16.5%	22.9%	22.7%	22.2%
财务费用	-23	2	6	9	ROE	9.6%	17.2%	21.9%	27.8%
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	ROIC	8.5%	15.5%	18.7%	22.7%
营业利润	188	342	461	647	偿债能力				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	18.6%	28.8%	35.2%	40.6%
营业外支出	2	2	2	1	流动比率	3.73	2.40	2.19	2.05
利润总额	187	341	460	646	营运能力				
所得税	28	41	52	83	应收账款周转率	2.58	2.62	2.59	2.65
净利润	158	299	408	563	存货周转率	4.53	5.55	5.81	5.74
归母净利润	158	299	408	563	总资产周转率	0.46	0.58	0.68	0.81
每股收益(元)	0.37	0.69	0.94	1.30	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.37	0.69	0.94	1.30
货币资金	410	380	331	232	每股净资产	3.81	4.02	4.30	4.69
交易性金融资产	34	34	34	34	估值比率				
应收票据及应收账款	439	670	899	1239	PE	60.94	32.24	23.66	17.15
预付款项	18	18	24	38	PB	5.86	5.55	5.19	4.76
存货	216	254	365	518	现金流量表				
流动资产合计	1185	1438	1765	2215	净利润	158	299	408	563
固定资产	609	692	776	857	折旧和摊销	74	86	97	108
在建工程	31	118	142	157	营运资本变动	-126	-155	-221	-311
无形资产	119	115	110	106	其他	-3	6	13	14
非流动资产合计	838	1005	1108	1200	经营活动现金流净额	104	236	297	374
资产总计	2024	2442	2873	3414	资本开支	-44	-252	-201	-202
短期借款	0	150	200	233	其他	23	-2	-3	0
应付票据及应付账款	177	276	355	497	投资活动现金流净额	-21	-253	-204	-202
其他流动负债	141	173	252	351	股权融资	0	2	0	0
流动负债合计	318	598	807	1081	债务融资	-100	200	150	133
其他	58	105	205	305	其他	-102	-215	-292	-405
非流动负债合计	58	105	205	305	筹资活动现金流净额	-202	-13	-142	-271
负债合计	376	704	1012	1387	现金及现金等价物净增加额	-118	-30	-50	-99
股本	432	432	432	432					
资本公积金	552	554	554	554					
未分配利润	627	671	731	815					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	36	81	143	227					
所有者权益合计	1648	1739	1860	2028					
负债和所有者权益总计	2024	2442	2873	3414					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048