

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

四方股份 (601126)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电新行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

曾一贇 电新行业研究助理

联系电话: 15919166181

邮箱: zengyiyun@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 23 年业绩稳健增长，盈利逐步改善

2024 年 3 月 22 日

### 事件:

2024 年 3 月 20 日，公司公布 2023 年年报，实现营业收入 57.51 亿元，同比增长 13.24%；归母净利润 6.27 亿元，同比增长 15.46%；扣非归母净利润 6.23 亿元，同比增长 17.77%。2023 年 Q4 实现营业收入 15.14 亿元，同比增长 2.39%；实现归母净利润 1.06 亿元，同比增长 1.05%。

### 点评:

- **新型电力系统各环节持续推进，带动公司业绩稳健增长。**公司业务包括“发输配用储”的新型电力系统各环节，23 年业务划分重新拆分为电网、电厂、其他（包括用电、储能等）三大块。电网自动化业务来看，2023 年电网基建投资完成额为 5275 亿元，同比增长 5.2%，公司深耕电网行业多年，技术行业领先。公司 2023 年电网自动化业务营收为 29.24 亿元（YOY+11.01%）。新能源业务方面，风电、光伏行业 2023 年新增容量分别为 76GW（YOY+101%）、217GW（YOY+148%），风光装机的快速增长带动公司新能源侧的一二次设备、电力电子(SVG)等产品快速增长。公司发挥自身平台型领先技术，中标多个具有代表意义的集中式、分布式新能源二次设备。另外，公司工业控制 PLC/DCS 等产品批量应用，包括制氢电解槽控制、风电场 PLC 等。公司 2023 年电厂自动化业务收入为 24.91 亿元（YOY+11.55%），毛利率为 27.54%（+2.77pct）。其他收入（包括用电/储能等）为 3.22 亿元（YOY+61.87%）。
- **公司海外业务持续开拓，稳步推进国际化。**公司海外业务收入为 1.60 亿（YOY+10.6%），中标巴基斯坦塔贝拉水电项目，全面交付肯尼亚内罗毕 ADMS 项目等。公司积极推进国际化发展战略，持续扎根东南亚、非洲等海外市场，加强海外本地化策略，提升国际业务的本地化市场及服务能力。产品方面除二次系统外，加强电力电子、一二次融合、储能等产品的海外市场拓展。
- **公司精益运营，各业务盈利稳步提升。**整体来看，公司的毛利率为 34.44%（YOY+2.29pct）。分业务来看，公司的电网自动化业务毛利率为 41.89（YOY+1.98pct），电厂自动化业务毛利率为 27.54%（YOY+2.77pct），用电及储能毛利率为 18.93%（YOY+7.93pct）。分地区来看，国内业务毛利率为 34.33%（YOY+2.16pct），国际业务毛利率为 35.77%（YOY+5.97pct）。
- **公司布局氢能/柔直/储能等前瞻领域，加大前沿技术的开发应用。**氢能方面，公司中标慈溪氢电耦合直流微网示范工程，参与国家重点研发计划-紧凑型可再生能源电热氢联产系统模块关键技术。柔直输配电领域，公司中标珠海供电局、佛山供电局等多个紧凑化柔性互联重大科技项

目，及国网上海研究院低压台区柔性互联系统。**储能方面**，公司依托电力电子平台优势，深入研究构网型控制技术，全面布局多种储能变流器技术路线；高安全液冷储能 PACK 及电池舱、智能工商业一体柜完成新品开发。公司注重研发，2023 年的研发费用率保持高位，为 9.41%，方向包括氢能/柔直/储能等新产品新应用，以及工业互联网平台、人工智能和信息安全等领域的创新。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别是 66.7、80.85、95.40 亿元，同比增长 16%、21.2%、18%；归母净利润分别是 7.48、8.92、10.08 亿元，同比增长 19.2%、19.3%和 13.0%，维持“买入”评级。
- **风险因素：**电网投资不及预期、原材料价格波动、电网建设进度不及预期、市场竞争加剧等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5,078	5,751	6,670	8,085	9,540
增长率 YoY %	18.2%	13.2%	16.0%	21.2%	18.0%
归属母公司净利润(百万元)	543	627	748	892	1,008
增长率 YoY%	20.2%	15.5%	19.2%	19.3%	13.0%
毛利率%	32.2%	34.4%	33.6%	32.4%	31.4%
净资产收益率ROE%	13.4%	14.8%	16.0%	17.3%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.75	0.90	1.07	1.21
市盈率 P/E(倍)	21.79	18.88	17.66	14.80	13.10
市净率 P/B(倍)	2.94	2.79	2.82	2.55	2.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 21 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>7,537</b>	<b>8,525</b>	<b>9,269</b>	<b>10,923</b>	<b>12,629</b>	
货币资金	2,323	3,120	2,615	3,239	4,029	
应收票据	65	59	91	111	131	
应收账款	1,068	1,079	1,371	1,551	1,699	
预付账款	121	160	155	191	196	
存货	1,921	2,031	2,426	2,844	3,225	
其他	2,040	2,076	2,610	2,987	3,349	
<b>非流动资产</b>	<b>914</b>	<b>980</b>	<b>1,033</b>	<b>1,077</b>	<b>1,133</b>	
长期股权投资	51	55	66	82	98	
固定资产(合计)	380	381	404	407	426	
无形资产	149	210	225	256	283	
其他	333	335	338	332	326	
<b>资产总计</b>	<b>8,452</b>	<b>9,505</b>	<b>10,301</b>	<b>12,000</b>	<b>13,762</b>	
<b>流动负债</b>	<b>4,378</b>	<b>5,249</b>	<b>5,597</b>	<b>6,803</b>	<b>8,056</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	751	716	743	917	1,098	
应付账款	1,900	2,195	2,502	3,088	3,696	
其他	1,728	2,338	2,352	2,798	3,262	
<b>非流动负债</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	25	21	21	21	21	
<b>负债合计</b>	<b>4,404</b>	<b>5,271</b>	<b>5,618</b>	<b>6,824</b>	<b>8,077</b>	
少数股东权益	3	4	5	5	7	
归属母公司股东权益	4,045	4,231	4,678	5,171	5,679	
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,452</b>	<b>9,505</b>	<b>10,301</b>	<b>12,000</b>	<b>13,762</b>	

重要财务指标		单位: 百万				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	5,078	5,751	6,670	8,085	9,540	
同比(%)	18.2%	13.2%	16.0%	21.2%	18.0%	
归属母公司净利润	543	627	748	892	1,008	
同比(%)	20.2%	15.5%	19.2%	19.3%	13.0%	
毛利率(%)	32.2%	34.4%	33.6%	32.4%	31.4%	
ROE(%)	13.4%	14.8%	16.0%	17.3%	17.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.75	0.90	1.07	1.21	
P/E	21.79	18.88	17.66	14.80	13.10	
P/B	2.94	2.79	2.82	2.55	2.33	
EV/EBITDA	14.14	11.04	7.23	5.11	3.58	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>5,078</b>	<b>5,751</b>	<b>6,670</b>	<b>8,085</b>	<b>9,540</b>	
营业成本	3,446	3,770	4,428	5,464	6,541	
营业税金及附加	49	48	55	67	79	
销售费用	425	479	547	647	744	
管理费用	222	278	312	356	401	
研发费用	425	541	600	687	811	
财务费用	-54	-57	-21	-26	-34	
减值损失合计	-26	-65	0	0	0	
投资净收益	-1	7	0	0	0	
其他	98	99	131	159	187	
<b>营业利润</b>	<b>637</b>	<b>734</b>	<b>879</b>	<b>1,049</b>	<b>1,186</b>	
营业外收支	17	2	2	2	2	
<b>利润总额</b>	<b>654</b>	<b>735</b>	<b>881</b>	<b>1,051</b>	<b>1,187</b>	
所得税	110	107	132	158	178	
<b>净利润</b>	<b>544</b>	<b>628</b>	<b>749</b>	<b>893</b>	<b>1,009</b>	
少数股东损益	0	1	1	1	1	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>543</b>	<b>627</b>	<b>748</b>	<b>892</b>	<b>1,008</b>	
EBITDA	676	785	1,466	1,952	2,569	
EPS(当年)	0.67	0.75	0.90	1.07	1.21	

现金流量表		单位: 百万				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>710</b>	<b>1,233</b>	<b>453</b>	<b>1,995</b>	<b>2,761</b>	
净利润	544	628	749	893	1,009	
折旧摊销	95	108	607	929	1,417	
财务费用	1	0	0	0	0	
投资损失	1	-7	0	0	0	
营运资金变动	18	442	-901	174	337	
其它	51	61	-2	-2	-2	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-104</b>	<b>-124</b>	<b>-658</b>	<b>-971</b>	<b>-1,471</b>	
资本支出	-75	-127	-647	-955	-1,455	
长期投资	-30	0	-11	-16	-16	
其他	1	4	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-413</b>	<b>-359</b>	<b>-300</b>	<b>-400</b>	<b>-500</b>	
吸收投资	0	145	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-407	-500	-300	-400	-500	
<b>现金净增加额</b>	<b>195</b>	<b>750</b>	<b>-505</b>	<b>623</b>	<b>790</b>	

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，7年新能源行业研究经验，2020年加入信达证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。2023年获得新浪金麒麟光伏设备行业菁英分析师第三名。研究聚焦细分行业及个股挖掘。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一贇，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责人形机器人、工控及充电桩行业研究。

王煊林，电力设备新能源行业研究助理，复旦大学金融硕士，1年行业研究经验，2023年加入信达证券研究所，负责风电及核电行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的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。