

2024年09月02日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 复合外绝缘领军企业，积极开拓国际市场

## — 神马电力（603530.SH）公司事件点评报告

### 买入（首次）

### 事件

分析师：张涵 S1050521110008  
zhanghan3@cfsc.com.cn  
联系人：罗笛箫 S1050122110005  
luodx@cfsc.com.cn

神马电力发布 2024 年半年度报告：2024H1 公司实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 32.67%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 177.52%。

### 基本数据

2024-08-30

当前股价（元）	21.47
总市值（亿元）	93
总股本（百万股）	432
流通股本（百万股）	429
52 周价格范围（元）	13.28-29.95
日均成交额（百万元）	144.81

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

## 投资要点

### ■ 复合外绝缘领军企业，业绩保持高增

公司主要从事变电站复合外绝缘、输配电线路复合外绝缘及橡胶密封件产品的研产销，其中，公司变电站复合外绝缘产品在特高压工程上的应用打破了国际厂商垄断。公司国内客户以国网、南网和一次电气设备制造商为主，海外客户包括以日立能源、西门子、GE 为代表的电力设备生产商和全球各电网公司。

2024H1 公司实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 32.67%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 177.52%；受益于有机硅等主要原材料价格回落，公司毛利率已修复至 2020 年历史高位水平，达到 47.28%，同比提升 12.74pct；净利率为 25.58%，同比提升 13.35pct。2024Q2 公司实现营业收入 3.20 亿元，同比增长 44.78%，环比增长 38.58%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 114.83%，环比增长 21.36%；毛利率为 46.50%；净利率为 24.15%。

### ■ 积极开拓国际市场，海外输电业务快速成长

近年来，公司海外收入快速增长，2023 年外销比例已达 50% 以上，未来公司海外收入仍将持续保持快速增长趋势。分产品看，公司变电站复合外绝缘产品已与日立能源、西门子、GE 形成了多年的扎实合作基础，叠加客户绝缘产品复合化比例快速提升，公司产品地位进一步提升；公司输配电复合外绝缘产品聚焦欧洲、北美、拉美市场，2024H1 输电复合外绝缘产品实现海外合同收入 4295 万元，同比增长 152%，尤其拉美市场增速达 213%。

公司在美国新设子公司实施“北美输配电新型复合外绝缘产品数字化工厂建设项目”，可向北美客户提供主网横担、配网横担、长寿命线路绝缘子等输配电线路复合外绝缘产品，本地化团队可快速响应当地客户需求，提升公司北美市场竞争优势。

## ■ 特高压交付周期开启，有望再现特高压业绩弹性

公司电站复合绝缘子产品覆盖变电站和换流站所有类型设备和所有电压等级，尤其在国内特高压交/直流工程中拥有绝对优势并占据主导地位，我国 2009 年起至今建成的 70 余座特高压站中，使用复合绝缘子的比例高达 90%，而公司供应了其中 80% 以上数量的产品。另外，公司输电线路复合绝缘子在特高压线路上的占有率约在 15% 左右。

随着“十四五”规划特高压线路开工建设并履行交付，特高压新一轮周期相关业绩开始兑现，叠加特高压绝缘子产品毛利率显著高于其他电压等级，公司有望再现特高压周期业绩弹性。

## ■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 13.09、18.19、24.23 亿元，EPS 分别为 0.75、1.04、1.40 元，当前股价对应 PE 分别为 28.6、20.6、15.4 倍，看好公司业务受益于国内特高压和海外电网投资周期保持高增，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

海内外电网投资不及预期风险、海外经营风险及汇兑损益风险、行业竞争加剧风险、大盘系统性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	959	1,309	1,819	2,423
增长率（%）	30.1%	36.5%	38.9%	33.3%
归母净利润（百万元）	158	325	450	603
增长率（%）	222.4%	105.0%	38.5%	34.2%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.75	1.04	1.40
ROE（%）	9.6%	16.8%	19.4%	21.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>959</b>	<b>1,309</b>	<b>1,819</b>	<b>2,423</b>
现金及现金等价物	410	579	769	1,049	营业成本	575	694	957	1,264
应收款	459	626	869	1,159	营业税金及附加	13	18	26	34
存货	216	268	369	488	销售费用	72	85	118	158
其他流动资产	101	125	161	203	管理费用	90	98	136	182
流动资产合计	1,185	1,597	2,168	2,898	财务费用	-23	-13	-18	-24
<b>非流动资产:</b>					研发费用	56	65	91	121
金融类资产	34	34	34	34	费用合计	194	236	327	436
固定资产	609	548	494	444	资产减值损失	-2	0	0	0
在建工程	31	31	31	31	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	119	113	107	102	投资收益	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>188</b>	<b>384</b>	<b>531</b>	<b>712</b>
其他非流动资产	78	78	78	78	加:营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	838	771	710	655	减:营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2,024	2,369	2,878	3,554	<b>利润总额</b>	<b>187</b>	<b>383</b>	<b>530</b>	<b>711</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	28	58	80	108
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>158</b>	<b>325</b>	<b>450</b>	<b>603</b>
应付账款、票据	177	238	356	506	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	134	134	134	134	<b>归母净利润</b>	<b>158</b>	<b>325</b>	<b>450</b>	<b>603</b>
流动负债合计	318	382	504	658					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	58	58	58	58	营业收入增长率	30.1%	36.5%	38.9%	33.3%
非流动负债合计	58	58	58	58	归母净利润增长率	222.4%	105.0%	38.5%	34.2%
负债合计	376	440	562	716	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	40.1%	47.0%	47.4%	47.9%
股本	432	432	432	432	四项费用/营收	20.3%	18.0%	18.0%	18.0%
股东权益	1,648	1,928	2,316	2,837	净利率	16.5%	24.8%	24.7%	24.9%
负债和所有者权益	2,024	2,369	2,878	3,554	ROE	9.6%	16.8%	19.4%	21.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	18.6%	18.6%	19.5%	20.2%
净利润	158	325	450	603	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
折旧摊销	73	67	61	55	应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
营运资金变动	-127	-179	-259	-295	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	104	212	251	362	EPS	0.37	0.75	1.04	1.40
投资活动现金净流量	-21	61	55	49	P/E	58.6	28.6	20.6	15.4
筹资活动现金净流量	86	-44	-61	-82	P/S	9.7	7.1	5.1	3.8
现金流量净额	168	229	244	329	P/B	5.6	4.8	4.0	3.3

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备组介绍

**张涵：**电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

**臧天律：**金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

**罗笛箫：**欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。