

## 神马电力 (603530.SH)

## 业绩增长强劲，海外市场成效显著

公司发布 2024 业绩，全年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 13.45、3.11、3.02 亿元，同比增长 40.22%、96.17%、102.17%，符合预告区间。

- **业绩大幅增长。**公司 2024 年实现营收、归母净利润、扣非净利润 13.45、3.11、3.02 亿元，同比增长 40.22%、96.17%、102.17%，符合预告区间。单 Q4 实现营收、归母净利润、扣非净利润 4.49、0.95、0.91 亿元，同比增长 56.95%、51.99%、52.62%。
- **费用管控效果显著，Q4 利润率恢复。**2024 年公司实现毛利率 43.62%，同比增长 3.53pcts，净利率 23.1%，同比增长 6.58pcts。2024 年公司费用率为 16.37%，同比下降 3.9pcts。24Q4 毛利率 42.01%，净利率 21.16%，公司 Q4 利润率有所恢复，Q3 急单、低毛利产品占比高问题已经改善，后续利润率有望维持稳定。
- **各业务板块增长强劲，海外市场拓展成效显著。**2024 年，公司分业务板块收入：变电站复合外绝缘 8.79 亿元，橡胶密封件 2.23 亿元，输变电线路复合外绝缘 2.09 亿元，同比增长 34.71%、14.1%、126.57%。合同收入（新增订单）15.28 亿元，同比+38.31%。其中国内 7.86 亿元，同比+34.33%，海外 7.42 亿元，同比+43.05%。公司海外布局多年，受益于客户变电站产品复合化提升，以及公司输配电产品在高端市场发力，变电站复合外绝缘产品实现海外合同收入 5.79 亿元，同比+34.35%；输电复合外绝缘产品实现海外合同收入 1.08 亿元，同比增长超 200%。
- **竞争优势明显，复合横担业务可期。**行业方面，神马等公司主推的新一代长寿命复合绝缘子目前份额持续提升至 30-40%，仍有较大的提升空间。公司竞争优势明显，是特高压绝缘子的核心供应商，已成功为 70 余座特高压变电站提供了超过 80% 的复合绝缘子产品，挂网稳定运行超 20 年。公司很早布局海外，优势牢固，海外营收近一半，下游客户包括 GEV、日立能源（原 ABB 电网）、西门子等国际知名电气设备供应商，同时产品也直接面向终端电网客户。公司持续推进创新的复合横担方案，23 年与英国国家电网公司合作的“CICA 升压增容技改项目”宣传效果良好，如果推广，有望带动公司业务规模上新的台阶，同时业务模式将从设备商为主变成综合解决方案供应商。
- **风险提示：**电网投资不及预期、海外贸易风险、原材料价格波动。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	959	1345	1892	2605	3488
同比增长	30%	40%	41%	38%	34%
营业利润(百万元)	188	366	468	664	769
同比增长	250%	95%	28%	42%	16%
归母净利润(百万元)	158	311	411	584	676
同比增长	222%	96%	32%	42%	16%
每股收益(元)	0.37	1	0.95	1.35	1.56
PE	63.4	32.3	24.5	17.2	14.9
PB	6.1	5.7	4.6	3.9	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：NA  
当前股价：23.25 元

## 基础数据

总股本(百万股)	432
已上市流通股(百万股)	427
总市值(十亿元)	10.1
流通市值(十亿元)	9.9
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	17.5
资产负债率	28.3%
主要股东	上海神马电力控股有限公司
主要股东持股比例	62.46%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	-11	29
相对表现	-9	-5	24



## 相关报告

- 《神马电力 (603530) — 业绩符合预期，海外项目快速增长》2024-09-02
- 《神马电力 (603530) — 复合绝缘子领先企业，海外业务有望推动公司上台阶》2024-06-11

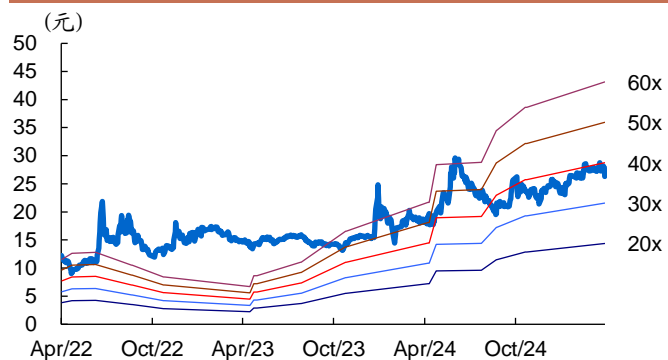
游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

lvhao1@cmschina.com.cn

图 1: 神马电力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 神马电力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1185	1655	2162	2807	3550
现金	410	383	414	429	364
交易性投资	34	91	91	91	91
应收票据	34	52	73	101	135
应收款项	405	596	812	1117	1496
其它应收款	19	34	47	65	87
存货	216	327	477	661	912
其他	67	172	248	343	465
<b>非流动资产</b>	838	822	807	794	782
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	609	612	610	607	606
无形资产商誉	119	115	104	93	84
其他	109	95	94	93	92
<b>资产总计</b>	<b>2024</b>	<b>2477</b>	<b>2969</b>	<b>3601</b>	<b>4332</b>
<b>流动负债</b>	318	647	728	940	1229
短期借款	0	101	0	0	0
应付账款	177	357	534	741	1022
预收账款	8	9	14	19	26
其他	134	179	180	180	181
<b>长期负债</b>	58	53	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他	58	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	<b>376</b>	<b>700</b>	<b>781</b>	<b>993</b>	<b>1282</b>
股本	432	432	432	432	432
资本公积金	472	402	402	402	402
留存收益	743	943	1354	1774	2216
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1648	1777	2188	2608	3050
<b>负债及权益合计</b>	<b>2024</b>	<b>2477</b>	<b>2969</b>	<b>3601</b>	<b>4332</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	104	160	184	232	221
净利润	158	311	411	584	676
折旧摊销	74	82	88	87	85
财务费用	(2)	1	0	0	0
投资收益	(2)	(3)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(124)	(229)	(305)	(433)	(538)
其它	(0)	(1)	11	15	19
<b>投资活动现金流</b>	(21)	(146)	(52)	(52)	(52)
资本支出	(45)	(95)	(73)	(73)	(73)
其他投资	24	(51)	21	21	21
<b>筹资活动现金流</b>	(202)	(41)	(101)	(164)	(234)
借款变动	(119)	222	(101)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(80)	(70)	0	0	0
股利分配	(22)	(195)	0	(164)	(234)
其他	19	3	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>(119)</b>	<b>(27)</b>	<b>31</b>	<b>15</b>	<b>(65)</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	959	1345	1892	2605	3488
营业成本	575	758	1133	1571	2167
营业税金及附加	13	15	20	28	38
营业费用	72	85	91	107	143
管理费用	90	88	125	151	203
研发费用	56	54	76	104	140
财务费用	(23)	(7)	0	0	0
资产减值损失	(1)	(6)	0	0	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	19	20	20	20
投资收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	188	366	468	664	769
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	187	365	467	664	768
所得税	28	55	56	80	92
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	158	311	411	584	676

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	30%	40%	41%	38%	34%
营业利润	250%	95%	28%	42%	16%
归母净利润	222%	96%	32%	42%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.1%	43.6%	40.1%	39.7%	37.9%
净利率	16.5%	23.1%	21.7%	22.4%	19.4%
ROE	9.6%	17.5%	18.8%	22.4%	22.2%
ROIC	8.5%	16.2%	18.8%	22.4%	22.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.6%	28.3%	26.3%	27.6%	29.6%
净负债比率	0.0%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.7	2.6	3.0	3.0	2.9
速动比率	3.1	2.1	2.3	2.3	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
应收账款周转率	2.3	2.5	2.5	2.5	2.4
应付账款周转率	3.0	2.8	2.5	2.5	2.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.37	0.72	0.95	1.35	1.56
每股经营净现金	0.24	0.37	0.43	0.54	0.51
每股净资产	3.81	4.11	5.06	6.03	7.06
每股股利	0.45	0.00	0.38	0.54	0.63
<b>估值比率</b>					
PE	63.4	32.3	24.5	17.2	14.9
PB	6.1	5.7	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	16.0	8.6	6.7	5.0	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。