2025 年 04 月 15 日

中国西电（601179.SH）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

Q1 业绩超预期，提质增效释放经营潜力

业绩简评

4 月 14 日，公司披露 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 222.8 亿元，同比+5.1%，实现归母净利 10.5 亿元，同比+17.5%，实现毛利率 20.7%，同比+2.9pct。25Q1 实现营收 52.6 亿元，同比+10.9%，实现归母净利 2.9 亿元，同比+42.1%，实现毛利率 21.0%，同比+3.2pct，25Q1 业绩超预期。

经营分析

一次设备龙头地位稳固，多元市场持续突破。1）网内：2024 年公司在国网输变电/特高压项目招标份额分别为 9.3%/20.4%，稳居行业第一；配网市场显著提升，24 年累计中标 2.6 亿元，同比+76.7%；南网市场份额不断提升，成功中标南网抽水蓄能电站项目设备；蒙网市场组合电器、隔离开关产品市场占有率领先；2）网外：电源、工业市场中标量稳步提升，核电市场斩获国内首台百万核电机组主变项目，海上风电市场连续中标多个海上升压站；3）海外：新签合同额稳步提升，国际业务范围扩大至土耳其、意大利、瑞典等国家，设备类出口占比提升至 50%以上。

主网景气驱动变压器、开关、电容器等稳健增长，工程贸易相对承压。2024 年：1）变压器：实现营收 92.2 亿元，同比+17.8%，毛利率 14.4%，同比+5.9pct，主要系高压产品占比提升带来的结构优化；2）开关：实现营收 85.0 亿元，同比+11.0%，毛利率 26.5%，同比+1.3pct，主要系精益管理和智能制造水平提升；3）电容器、避雷器：实现营收 9.8 亿元，同比+22.6%，毛利率 23.2%，同比+1.5pct；4）电力电子、工程贸易：实现营收 24.6 亿元，同比-32.9%，毛利率 15.0%，同比-0.8pct。5）研发及检测及二次设备：实现营收 6.6 亿元，同比+2.5%，毛利率 51.7%，同比+2.8pct。

提质增效持续释放经营潜力，盈利能力持续提升、现金流改善。公司改革深化提升行动稳步推进，推进常规产品节拍化连续流生产提高生产效率，24 年实现毛利率 20.7%，同比+2.9pct，25Q1 进一步提升至 21.0%；实现财务核算标准化、流程化和自动化，加大回款力度，24 年实现经营活动现金流净额 35.0 亿元，同比+176.6%。

盈利预测、估值与评级

公司作为一次设备龙头，在国网总部集招份额领先，海外市场产渠道布局领先，充分受益于国内主网加速扩容、海外电网投资提速，预计 25-27 年公司实现归母净利润 15.8/20.2/24.9 亿元，同比+50%/+28%/+23%，当前股价对应 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

电网投资/特高压建设/海外拓展不及预期、行业竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

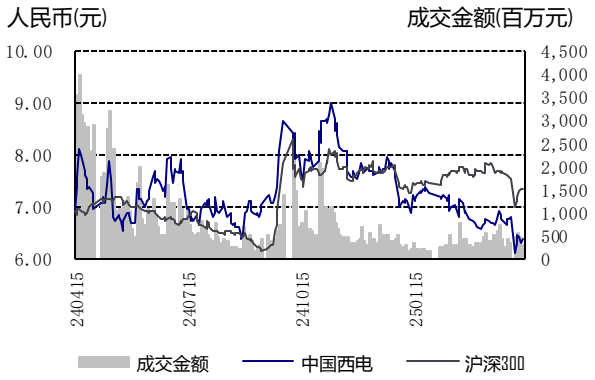
联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.36 元

相关报告：

1.《中国西电公司深度研究：一次设备老牌巨头，主网景气再腾飞》，2025.3.13



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,051	22,281	25,524	30,253	33,519
营业收入增长率	15.58%	5.84%	14.56%	18.53%	10.80%
归母净利润(百万元)	885	1,054	1,582	2,022	2,488
归母净利润增长率	44.55%	19.09%	50.06%	27.81%	23.07%
摊薄每股收益(元)	0.173	0.206	0.309	0.394	0.485
每股经营性现金流净额	0.24	0.68	0.35	0.58	0.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.09%	4.79%	6.88%	8.35%	9.68%
P/E	28.55	36.91	20.61	16.12	13.10
P/B	1.17	1.77	1.42	1.35	1.27

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**18,213**	**21,051**	**22,281**	**25,524**	**30,253**	**33,519**
增长率		15.6%	5.8%	14.6%	18.5%	10.8%
主营业务成本	-15,048	-17,131	-17,574	-19,831	-23,481	-25,877
%销售收入	82.6%	81.4%	78.9%	77.7%	77.6%	77.2%
毛利	3,165	3,920	4,706	5,693	6,772	7,642
%销售收入	17.4%	18.6%	21.1%	22.3%	22.4%	22.8%
营业税金及附加	-149	-156	-152	-189	-224	-218
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-626	-779	-872	-1,006	-1,192	-1,257
%销售收入	3.4%	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
管理费用	-1,179	-1,295	-1,416	-1,634	-1,891	-2,061
%销售收入	6.5%	6.1%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
研发费用	-581	-718	-809	-929	-1,089	-1,207
%销售收入	3.2%	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润（EBIT）	630	973	1,458	1,936	2,376	2,899
%销售收入	3.5%	4.6%	6.5%	7.6%	7.9%	8.6%
财务费用	10	-93	-203	97	99	117
%销售收入	-0.1%	0.4%	0.9%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-316	-259	-227	-233	-217	-198
公允价值变动收益	71	-32	-46	-25	20	30
投资收益	49	176	142	100	130	150
%税前利润	5.7%	15.9%	10.5%	5.0%	5.0%	4.6%
营业利润	872	1,094	1,373	2,000	2,583	3,228
营业利润率	4.8%	5.2%	6.2%	7.8%	8.5%	9.6%
营业外收支	-4	13	-27	-10	8	10
税前利润	869	1,107	1,347	1,990	2,591	3,238
利润率	4.8%	5.3%	6.0%	7.8%	8.6%	9.7%
所得税	-155	-87	-127	-199	-259	-324
所得税率	17.9%	7.9%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	714	1,020	1,220	1,791	2,332	2,914
少数股东损益	101	135	165	209	310	426
归属于母公司的净利润	**612**	**885**	**1,054**	**1,582**	**2,022**	**2,488**
净利率	3.4%	4.2%	4.7%	6.2%	6.7%	7.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	714	1,020	1,220	1,791	2,332	2,914
少数股东损益	101	135	165	209	310	426
非现金支出	408	1,208	1,182	828	872	912
非经营收益	-82	-259	-173	-315	-242	-40
营运资金变动	-531	-753	1,270	-493	7	108
经营活动现金净流	**508**	**1,215**	**3,499**	**1,811**	**2,968**	**3,895**
资本开支	-168	-311	-1,343	-1,672	-1,013	-1,092
投资	-274	439	238	-85	-105	-100
其他	92	1,916	385	100	130	150
投资活动现金净流	**-350**	**2,044**	**-720**	**-1,657**	**-988**	**-1,042**
股权募资	2	1,115	0	0	0	0
债权募资	1,266	-1,709	-412	533	272	-4
其他	270	-178	-1,345	-666	-864	-1,056
筹资活动现金净流	**1,537**	**-772**	**-1,756**	**-133**	**-592**	**-1,060**
现金净流量	**1,713**	**2,460**	**1,025**	**21**	**1,388**	**1,793**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,268	9,506	10,423	10,437	11,818	13,604
应收款项	11,440	11,328	11,322	11,857	13,897	15,292
存货	3,907	3,545	4,720	4,281	4,981	5,364
其他流动资产	7,934	6,706	5,495	6,289	6,992	7,483
流动资产	30,548	31,085	31,960	32,866	37,687	41,743
%总资产	74.8%	71.0%	69.3%	68.3%	70.4%	72.0%
长期投资	1,620	3,689	3,319	3,379	3,504	3,634
固定资产	4,327	4,195	5,519	6,403	6,583	6,764
%总资产	10.6%	9.6%	12.0%	13.3%	12.3%	11.7%
无形资产	2,034	2,273	2,206	2,448	2,526	2,645
非流动资产	10,295	12,694	14,172	15,275	15,860	16,243
%总资产	25.2%	29.0%	30.7%	31.7%	29.6%	28.0%
资产总计	**40,843**	**43,779**	**46,133**	**48,140**	**53,547**	**57,986**
短期借款	569	1,376	886	1,080	1,327	1,287
应付款项	9,780	10,446	13,078	13,078	15,547	17,202
其他流动负债	6,188	5,730	5,540	6,120	7,250	8,111
流动负债	16,538	17,552	19,504	20,277	24,125	26,601
长期贷款	57	171	330	355	380	415
其他长期负债	1,305	1,630	1,470	1,507	1,519	1,527
负债	17,899	19,352	21,304	22,139	26,023	28,543
普通股股东权益	21,054	21,642	22,025	22,988	24,201	25,694
其中：股本	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126
未分配利润	3,159	3,874	4,262	5,211	6,424	7,917
少数股东权益	1,890	2,784	2,804	3,013	3,323	3,749
负债股东权益合计	**40,843**	**43,779**	**46,133**	**48,140**	**53,547**	**57,986**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.119	0.173	0.206	0.309	0.394	0.485
每股净资产	4.107	4.222	4.297	4.485	4.721	5.013
每股经营现金净流	0.099	0.237	0.683	0.353	0.579	0.760
每股股利	0.045	0.066	0.061	0.123	0.158	0.194
回报率						
净资产收益率	2.91%	4.09%	4.79%	6.88%	8.35%	9.68%
总资产收益率	1.50%	2.02%	2.29%	3.29%	3.78%	4.29%
投入资本收益率	2.18%	3.43%	5.04%	6.35%	7.32%	8.38%
增长率						
主营业务收入增长率	26.61%	15.58%	5.84%	14.56%	18.53%	10.80%
EBIT增长率	0.97%	54.49%	49.80%	32.74%	22.74%	22.03%
净利润增长率	12.55%	44.55%	19.09%	50.06%	27.81%	23.07%
总资产增长率	5.07%	7.19%	5.38%	4.35%	11.23%	8.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	173.8	167.7	161.7	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	103.4	79.4	85.8	80.0	79.0	78.0
应付账款周转天数	140.9	137.5	157.0	158.0	159.0	160.0
固定资产周转天数	79.4	64.3	63.7	57.6	48.9	44.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.13%	-36.17%	-38.13%	-35.63%	-37.68%	-41.31%
EBIT利息保障倍数	-64.5	10.5	7.2	-20.0	-24.1	-24.8
资产负债率	43.82%	44.21%	46.18%	45.99%	48.60%	49.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	8	22
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806