

# 中国西电 (601179)

## 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 盈利能力持续提升, 业绩超市场预期

买入 (维持)

2025 年 04 月 16 日

证券分析师 曾朵红  
执业证书: S0600516080001  
021-60199793  
zengdh@dwzq.com.cn  
证券分析师 谢哲栋  
执业证书: S0600523060001  
xiezd@dwzq.com.cn  
证券分析师 司鑫尧  
执业证书: S0600524120002  
sixy@dwzq.com.cn  
研究助理 许钧赫  
执业证书: S0600123070121  
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	21,204	22,281	26,093	28,785	31,908
同比 (%)	13.02	5.07	17.11	10.32	10.85
归母净利润 (百万元)	897.17	1,054.15	1,701.11	2,074.92	2,546.28
同比 (%)	44.92	17.50	61.37	21.97	22.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.18	0.21	0.33	0.40	0.50
P/E (现价&最新摊薄)	35.31	30.05	18.62	15.27	12.44

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **事件:** 发布 24 年年报, 24 年实现营收 222.8 亿元, 同比+5.1%, 归母净利润 10.5 亿元, 同比+17.5%, 扣非净利润 10.0 亿元, 同比+55.5%, 25Q1/24Q4 营收 52.6/70.4 亿元, 同比+10.9%/+2.7%, 归母净利润 2.9/2.7 亿元, 同比+42.1%/-24.9%, 扣非净利润 2.9/2.2 亿元, 同比+54.1%/+11.5%。24 年毛利率 20.8% (+2.9pct), 净利率 5.5% (+0.6pct), 25Q1/24Q4 毛利率 21.0%/21.3%, 同比+3.2%/+1.5pct; 净利率 7.0%/3.3%, 同比+1.6%/-2.2pct。Q1 业绩超市场预期。
- **变压器业务大幅改善、开关业务稳健增长:** 1) 24 年变压器业务实现收入 92.18 亿元, 同比+18%, 毛利率 14.25%, 同比+5.88pct。公司变压器业务大幅改善, 主要系特高压换流变收入占比提升+产线降本+变压器出海等因素影响, 盈利能力大幅改善。24 年公司累计中标换流变份额约 27%排名第一, 份额稳固。我们预计 25 年国网有望开工“6 直 5 交”, 订单预计高增。2) 24 年开关业务实现收入 85.04 亿元, 同比+11%, 毛利率 26.52%, 同比+1.29pct。高压开关业务稳健增长, 24 年国网组合电器招标同比+1.6%, 其中 750kV 组合电器+21%实现结构性稳增, 并积极出海, 中标土耳其 550kV 组合电器项目, 我们预计 25 年板块收入稳增、毛利率持续提升。
- **换流阀实现市场突破、网外+国际业务进展顺利:** 1) 24 年电力电子&国际贸易业务实现收入 24.56 亿元, 同比-33%, 毛利率 15%, 同比-0.81pct。收入及毛利率有所下滑我们认为主要系海外项目确收较少+换流阀交付较少所致。24 年公司首次中标甘浙柔直工程换流阀, 实现柔直阀的市场突破, 未来特高压柔直+背靠背等项目增加, 我们预计公司柔直换流阀份额有望稳步提升, 成为远期重要增长力。2) 24 年公司网外+国际市场进展顺利, 收入占比约 66%, 核电市场斩获 1000kV、连续中标多个海上升压站, 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, 看好公司网外+国际不断实现新的突破。
- **现金流大幅改善、汇兑损失波动较大:** 24 年/25Q1 期间费用率为 14.81%/12.93%, 同比+1.11pct/+0.31pct, 25 年我们预计有望稳中有降。24 年末公司存货/合同负债分别为 47.20/47.24 亿元, 同比+33%/23%。24 年末公司经营活动现金净流入 34.99 亿元, 同比+177%, 实现大幅改善。公司 24 年汇兑损失约 2.4 亿元, 我们预计公司基于审慎性原则对埃及在建项目进行了财务处理, 项目完成+汇率稳定后有望实现冲回。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到埃及市场项目建设节奏及汇率波动具有不确定性, 我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 17.0/20.7 亿元 (前值为 20.7/27.4 亿元), 预计公司 27 年归母净利润为 25.5 亿元, 分别同比+61%/22%/23%, 现价对应 PE 分别为 19x、15x、12x, 我们认为国内电网建设景气度向上, 公司柔直换流阀份额提升有望超预期, SST 等新品有望随 AIDC 发展形成新增量, 因此维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 特高压建设进度不及预期, 竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.18
一年最低/最高价	6.08/9.54
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	31,677.95
总市值(百万元)	31,677.95

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.36
资产负债率(%,LF)	44.96
总股本(百万股)	5,125.88
流通 A 股(百万股)	5,125.88

### 相关研究

- 《中国西电(601179): 2024 年三季报点评: 特高压交付显著修复报表盈利, 业绩大超预期》  
2024-11-01
- 《中国西电(601179): 2024 年半年报点评: 一次龙头盈利继续改善、特高压业绩释放在即》  
2024-09-02

中国西电三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>31,960</b>	<b>34,743</b>	<b>39,537</b>	<b>45,354</b>	<b>营业总收入</b>	<b>22,281</b>	<b>26,093</b>	<b>28,785</b>	<b>31,908</b>
货币资金及交易性金融资产	10,683	12,899	16,895	21,650	营业成本(含金融类)	17,574	20,484	22,350	24,486
经营性应收款项	12,133	13,182	13,488	13,965	税金及附加	152	222	246	272
存货	4,720	4,452	4,767	5,091	销售费用	872	992	1,079	1,187
合同资产	1,775	1,827	2,015	2,234	管理费用	1,416	1,592	1,741	1,914
其他流动资产	2,650	2,385	2,372	2,415	研发费用	809	913	993	1,085
<b>非流动资产</b>	<b>14,172</b>	<b>14,052</b>	<b>13,842</b>	<b>13,538</b>	财务费用	203	(124)	(164)	(232)
长期股权投资	2,403	2,403	2,403	2,403	加:其他收益	223	230	230	230
固定资产及使用权资产	3,923	3,746	3,503	3,365	投资净收益	142	130	130	130
在建工程	1,628	1,723	1,819	1,916	公允价值变动	(46)	0	0	0
无形资产	2,039	1,989	1,939	1,689	减值损失	(227)	(213)	(263)	(313)
商誉	24	24	24	24	资产处置收益	27	20	20	20
长期待摊费用	12	12	12	12	<b>营业利润</b>	<b>1,373</b>	<b>2,181</b>	<b>2,656</b>	<b>3,262</b>
其他非流动资产	4,143	4,155	4,142	4,129	营业外净收支	(27)	5	6	6
<b>资产总计</b>	<b>46,133</b>	<b>48,795</b>	<b>53,380</b>	<b>58,892</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,347</b>	<b>2,186</b>	<b>2,662</b>	<b>3,268</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,504</b>	<b>20,056</b>	<b>22,245</b>	<b>24,816</b>	减:所得税	127	219	266	327
短期借款及一年内到期的非流动负债	886	686	486	286	<b>净利润</b>	<b>1,220</b>	<b>1,968</b>	<b>2,396</b>	<b>2,941</b>
经营性应付款项	12,415	12,233	13,348	14,624	减:少数股东损益	165	267	321	395
合同负债	4,724	5,480	6,621	7,977	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,054</b>	<b>1,701</b>	<b>2,075</b>	<b>2,546</b>
其他流动负债	1,479	1,657	1,790	1,929	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.33	0.40	0.50
非流动负债	1,800	1,905	1,905	1,905	EBIT	1,534	2,062	2,498	3,036
长期借款	330	380	380	380	EBITDA	2,489	2,664	3,085	3,518
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.75	21.50	22.36	23.26
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	4.75	6.52	7.21	7.98
其他非流动负债	1,457	1,511	1,511	1,511	收入增长率(%)	5.07	17.11	10.32	10.85
<b>负债合计</b>	<b>21,304</b>	<b>21,961</b>	<b>24,149</b>	<b>26,720</b>	归母净利润增长率(%)	17.50	61.37	21.97	22.72
归属母公司股东权益	22,025	23,764	25,839	28,385					
少数股东权益	2,804	3,070	3,391	3,786					
<b>所有者权益合计</b>	<b>24,828</b>	<b>26,835</b>	<b>29,231</b>	<b>32,172</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>46,133</b>	<b>48,795</b>	<b>53,380</b>	<b>58,892</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,499	2,537	4,508	5,059	每股净资产(元)	4.30	4.64	5.04	5.54
投资活动现金流	(720)	(121)	(184)	(84)	最新发行在外股份(百万股)	5,126	5,126	5,126	5,126
筹资活动现金流	(1,756)	(106)	(227)	(221)	ROIC(%)	5.33	6.88	7.75	8.68
现金净增加额	1,025	2,315	4,097	4,754	ROE-摊薄(%)	4.79	7.16	8.03	8.97
折旧和摊销	955	602	587	481	资产负债率(%)	46.18	45.01	45.24	45.37
资本开支	(1,343)	(488)	(414)	(214)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.05	18.62	15.27	12.44
营运资本变动	1,270	(136)	1,391	1,459	P/B(现价)	1.44	1.33	1.23	1.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>