中国西电（601179.SH）

增持（维持）

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：6.25 元

Q1 业绩大幅上升，特高压盈利释放

公司公告 2024 年营业收入、归母净利润、扣非净利润 221.75、10.54、9.97 亿元，同比增加 5.59%、17.5%、55.52%。2025Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 52.45、2.95、2.93 亿元，同比增加 11.63%、42.1%、54.14%。

- **24 年业绩稳定增长，25Q1 增幅较大。**公司公告 2024 年营业收入、归母净利润、扣非净利润 221.75、10.54、9.97 亿元，同比增加 5.59%、17.5%、55.52%。24Q4 实现营业收入、归上净利润、扣非净利润 69.5、2.6、2.15 亿元。24 年业绩含恒驰电气和河高所并表数据。2025Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 52.45、2.95、2.93 亿元，同比增加 11.63%、42.1%、54.14%。公司特高压产品订单释放，同时内部管理进行优化，利润快速增长。
- **利润率持续改善，Q4 计提减值较多。**公司 24 年毛利率 20.75%，同比+2.92pcts；费用率 14.81%，同比+1.11pcts；净利率 5.5%，同比+0.61pcts。24 年公司受益于特高压建设，高毛利产品收入占比提升。Q4 公司毛利率 21.33%，同比+1.45pcts；净利率 3.3%，同比-2.16pcts。Q4 计提减值较多，同时汇兑损益拖累利润率。2025 年 Q1 毛利率 21.02%，同比+3.17pcts，净利率 7.04%，同比+1.63pcts。在手净现金约 80 亿元，负债率 44.96%，固定资产 38.6 亿元，在建工程 16.64 亿元，报表质量优秀。公司 25Q1 毛利率持续改善，主要系特高压交付占比持续提升，同时公司内部管理有所优化。
- **高毛利业务占比持续提升。**变压器：营收 92.18 亿元，同比 +17.83%，毛利率 14.35%，同比 +5.88 pcts。系高毛利的高电压等级产品出货占比提升。开关：营收 85.04 亿元，同比 +10.97%，毛利率 26.52%，同比 +1.29 pcts。系收入规模增加，精益管理和智能制造水平提升。电力电子、工程及贸易：营收 24.56 亿元，同比 -32.86%，毛利率 15.00%，同比 -0.81 pcts。电容器、绝缘子及避雷器：营收 9.85 亿元，同比 +22.61%，毛利率 23.20%，同比 +1.49 pcts。研发检测及二次设备：营收 6.65 亿元，同比 +34.18%，毛利率 51.73%，同比 +2.64 pcts。系产品出口相关检测业务增多。其他业务：营收 3.48 亿元，同比 -42.9%，毛利率 23.55%，同比 -29.52 pcts。
- **订单持续增长，受益于特高压建设。**公司 2024 年在国网输变电设备中标 66 亿元，占比 9%，同比+17%；2024 年特高压设备中标 23 亿元，占比 20%，皆位居第 1。此外公司加码配网侧布局，24 年在配网市场显著提升，累计在 7 个省份实现中标。海外方面，公司新签合同额稳步提升，中标巴西东北部新能源送出特高压直流项目换流变设备、土耳其阿库尤 550 千伏组合电器项目，后面有望持续受益于中电装海外业务拓展。目前公司开关、变压器产能饱满，已投建西安高新智慧产业园，25 年产能有所提升。
- **投资建议：估算公司 2025-2026 年归母净利润为 14.21、17.12 亿元，对应估值 23、19 倍，维持“增持”评级。**
- **风险提示：**电力建设不及预期、公司中标情况不及预期、多业务管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	21051	22281	25857	28917	31110
同比增长	16%	6%	16%	12%	8%
营业利润(百万元)	1094	1373	1856	2235	2487
同比增长	25%	26%	35%	20%	11%
归母净利润(百万元)	885	1054	1421	1712	1906
同比增长	45%	19%	35%	21%	11%
每股收益(元)	0.17	0.21	0.28	0.33	0.37
PE	36.2	30.4	22.6	18.7	16.8
PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

总股本（百万股）	5126
已上市流通股(百万股)	5126
总市值（十亿元）	32.0
流通市值（十亿元）	32.0
每股净资产（MRQ）	4.4
ROE（TTM）	5.1
资产负债率	45.0%
主要股东	中国电气装备集团有限公司
主要股东持股比例	51.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-17	-17
相对表现	-1	-13	-23

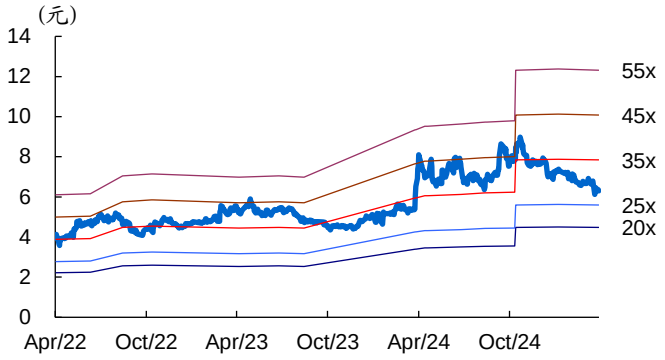
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《中国西电（601179）—业绩稳定增长，受益于特高压建设》2024-09-04
2、《中国西电（601179）——次设备龙头企业，可持续经营具有支撑》2024-04-16

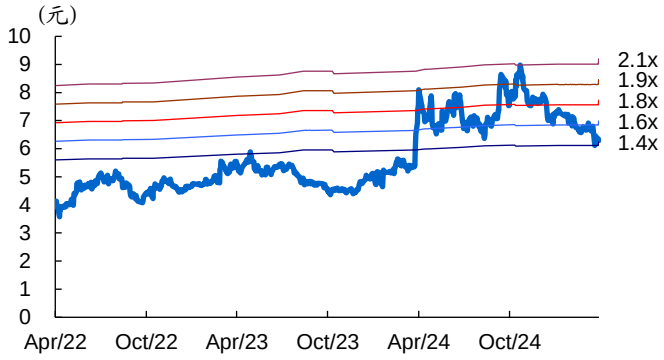
游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
吕昊 S1090524020002
lvhao1@cmschina.com.cn

图 1：中国西电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：中国西电历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

1、《中国西电（601179）—业绩稳定增长，受益于特高压建设》2024-09-04

2、《中国西电(601179)—一次设备龙头企业，可持续经营具有支撑》2024-04-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	31085	31960	35339	39374	42753
现金	9506	10423	10351	11459	12744
交易性投资	876	260	260	260	260
应收票据	215	246	285	319	343
应收款项	9873	9864	11448	12803	13774
其它应收款	323	356	414	463	498
存货	3545	4720	5505	6158	6622
其他	6746	6090	7075	7913	8512
非流动资产	12694	14172	14103	14030	13955
长期股权投资	2342	2403	2403	2403	2403
固定资产	3706	3891	4044	4170	4275
无形资产商誉	2259	2194	1975	1777	1600
其他	4387	5683	5681	5679	5678
资产总计	**43779**	**46133**	**49442**	**53404**	**56708**
流动负债	17552	19504	21616	24023	25636
短期借款	1346	865	50	50	0
应付账款	9708	12415	14480	16196	17417
预收账款	3830	4724	5510	6163	6628
其他	2668	1501	1576	1614	1591
长期负债	1801	1800	1800	1800	1800
长期借款	171	330	330	330	330
其他	1630	1470	1470	1470	1470
负债合计	**19352**	**21304**	**23416**	**25823**	**27436**
股本	5126	5126	5126	5126	5126
资本公积金	12174	12194	12194	12194	12194
留存收益	4342	4704	5679	6965	8357
少数股东权益	2784	2804	3027	3295	3594
归属于母公司所有者权益	21642	22025	22999	24285	25678
负债及权益合计	**43779**	**46133**	**49442**	**53404**	**56708**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1215	3499	1761	2169	2546
净利润	1020	1220	1644	1981	2205
折旧摊销	903	950	892	895	897
财务费用	78	45	95	130	143
投资收益	(176)	(142)	(318)	(318)	(318)
营运资金变动	(550)	1522	(557)	(524)	(383)
其它	(61)	(96)	5	4	3
投资活动现金流	2044	(720)	(505)	(505)	(505)
资本支出	(649)	(1369)	(823)	(823)	(823)
其他投资	2693	649	318	318	318
筹资活动现金流	(772)	(1756)	(1328)	(557)	(757)
借款变动	(890)	(1078)	(786)	0	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	166	21	0	0	0
股利分配	(231)	(338)	(446)	(426)	(514)
其他	183	(361)	(95)	(130)	(143)
现金净增加额	2488	1022	(72)	1108	1285

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21051	22281	25857	28917	31110
营业成本	17131	17574	20498	22927	24655
营业税金及附加	156	152	193	209	223
营业费用	779	872	957	1012	1058
管理费用	1295	1416	1577	1677	1773
研发费用	718	809	879	896	933
财务费用	93	203	95	130	143
资产减值损失	(125)	(200)	(120)	(148)	(156)
公允价值变动收益	(32)	(46)	(46)	(46)	(46)
其他收益	201	223	223	223	223
投资收益	176	142	142	142	142
营业利润	1094	1373	1856	2235	2487
营业外收入	70	40	40	40	40
营业外支出	56	67	67	67	67
利润总额	1107	1347	1829	2208	2460
所得税	87	127	186	227	255
少数股东损益	135	165	223	269	299
归属于母公司净利润	885	1054	1421	1712	1906

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	6%	16%	12%	8%
营业利润	25%	26%	35%	20%	11%
归母净利润	45%	19%	35%	21%	11%
获利能力					
毛利率	18.6%	21.1%	20.7%	20.7%	20.7%
净利率	4.2%	4.7%	5.5%	5.9%	6.1%
ROE	4.1%	4.8%	6.3%	7.2%	7.6%
ROIC	4.3%	5.4%	6.6%	7.7%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	44.2%	46.2%	47.4%	48.4%	48.4%
净负债比率	3.5%	2.6%	0.9%	0.8%	0.6%
流动比率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	4.6	4.3	4.0	3.9	3.9
应收账款周转率	2.1	2.2	2.4	2.3	2.3
应付账款周转率	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.17	0.21	0.28	0.33	0.37
每股经营净现金	0.24	0.68	0.34	0.42	0.50
每股净资产	4.22	4.30	4.49	4.74	5.01
每股股利	0.07	0.09	0.08	0.10	0.11
估值比率					
PE	36.2	30.4	22.6	18.7	16.8
PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA					

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。