

25Q1 业绩超预期，市场提质扩量实现突破

2025 年 04 月 20 日

➤ **事件：**4 月 14 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 实现营业总收入 222.81 亿元，同比增长 5.07%，主要系拓展新型电力系统市场带动主机产品销售规模增加；归母净利润 10.54 亿元，同比增长 17.50%；扣非归母净利润 9.97 亿元，同比增加 55.52%。2025Q1 实现营业收入 52.45 亿元，同比增加 11.27%；归母净利润 2.95 亿元，同比增加 42.10%；扣非归母净利润 2.93 亿元，同比增加 54.14%。

盈利能力持续优化。24 年主营业务毛利率为 20.70%，同比增加 2.91pcts，主要系开关和变压器业务收入规模增加，精益管理和智能制造水平提升带动毛利率同比增加。

➤ **网内外市场提质扩量实现突破。****网内：**特高压市场实现了“柔直阀”首次突破。国网总部集采中标市场占有率稳居行业第一，中标量、占有率再创新高。配网市场累计在 7 个省份实现中标。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。**网外：**电源、工业市场中标量稳步提升，中标华电新能源主变、华能箱变等框架标。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，抽水蓄能市场中标三峡集团多个电站发产品。

➤ **科技创新成果丰硕。**24 年公司研发投入 8.09 亿元，同比增长 11.25%，成功研制世界首台 210 千安环保型发电机快速断路器、国内首台采用国产有载分接开关的网侧 750 千伏换流变压器、国内首台±550 千伏直流 GIS 等高端产品。

➤ **海外新签合同额稳步提升。**通过长期且积极地拓展国际市场，24 年海外收入达到 28.25 亿元，同比增长 24.59%，业务范围已经扩大至土耳其、意大利、瑞典等国家，设备类出口占比提升，并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。得益于行业领先的技术实力，西高院成为中国唯一沙特电力公司认可高压 GIS 报告的实验室。

➤ **投资建议：**公司持续保持网内中标份额领先，并持续拓展智能电网、海风、新能源等新兴业务板块的布局，积极拓展国际国内市场，在央企改革推进的进程中，盈利能力持续改善。我们预计公司 25-27 年营收为 256.89/296.04/341.70 亿元，营收增速分别为 15.3%/15.2%/15.4%；归母净利润为 17.11/20.73/23.82 亿元，归母净利润增速分别为 62.3%/21.1%/14.9%，按 2025 年 4 月 18 日收盘价，25-27 年 PE 分别为 19X/15X/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争风险；海外经营风险；原材料供应风险；资产减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,281	25,689	29,604	34,170
增长率 (%)	5.1	15.3	15.2	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,054	1,711	2,073	2,382
增长率 (%)	17.5	62.3	21.1	14.9
每股收益 (元)	0.21	0.33	0.40	0.46
PE	30	19	15	13
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.25 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 许俊哲

执业证书：S0100525030003

邮箱：xujunzhe@mszq.com

相关研究

1.中国西电 (601179.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 业绩亮眼，利润端加速释放-2024/11/03

2.中国西电 (601179.SH) 深度报告：一次设备巨头，电网基建周期再迎腾飞机遇-2024/10/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,281	25,689	29,604	34,170
营业成本	17,574	20,390	23,553	27,250
营业税金及附加	152	154	178	205
销售费用	872	925	1,036	1,196
管理费用	1,416	1,541	1,747	1,982
研发费用	809	899	1,036	1,196
EBIT	1,534	1,922	2,219	2,531
财务费用	203	-80	-96	-129
资产减值损失	-202	-45	-52	-61
投资收益	142	154	296	342
营业利润	1,373	2,136	2,588	2,975
营业外收支	-27	0	0	0
利润总额	1,347	2,136	2,588	2,975
所得税	127	192	233	268
净利润	1,220	1,944	2,355	2,707
归属于母公司净利润	1,054	1,711	2,073	2,382
EBITDA	2,489	2,909	3,250	3,593

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,423	11,794	14,501	15,792
应收账款及票据	10,110	11,589	13,354	15,414
预付款项	1,168	1,223	1,295	1,499
存货	4,720	4,486	5,182	5,995
其他流动资产	5,540	5,200	5,538	5,436
流动资产合计	31,960	34,292	39,871	44,136
长期股权投资	2,403	2,403	2,403	2,403
固定资产	3,891	4,434	4,796	5,037
无形资产	2,039	2,039	2,039	2,039
非流动资产合计	14,172	14,198	14,199	14,199
资产合计	46,133	48,490	54,070	58,334
短期借款	865	865	865	865
应付账款及票据	12,415	12,461	15,048	17,410
其他流动负债	6,225	6,929	8,201	8,162
流动负债合计	19,504	20,255	24,113	26,437
长期借款	330	330	330	330
其他长期负债	1,470	1,525	1,525	1,525
非流动负债合计	1,800	1,855	1,855	1,855
负债合计	21,304	22,110	25,968	28,291
股本	5,126	5,126	5,126	5,126
少数股东权益	2,804	3,037	3,320	3,644
股东权益合计	24,828	26,380	28,103	30,043
负债和股东权益合计	46,133	48,490	54,070	58,334

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.07	15.30	15.24	15.43
EBIT 增长率	49.46	25.27	15.43	14.08
净利润增长率	17.50	62.30	21.15	14.95
盈利能力 (%)				
毛利率	20.75	20.63	20.44	20.25
净利率	4.75	6.66	7.00	6.97
总资产收益率 ROA	2.29	3.53	3.83	4.08
净资产收益率 ROE	4.79	7.33	8.36	9.02
偿债能力				
流动比率	1.64	1.69	1.65	1.67
速动比率	1.08	1.19	1.19	1.19
现金比率	0.53	0.58	0.60	0.60
资产负债率 (%)	46.18	45.60	48.03	48.50
经营效率				
应收账款周转天数	160.81	148.32	147.93	147.82
存货周转天数	84.66	81.27	73.88	73.83
总资产周转率	0.49	0.54	0.58	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.33	0.40	0.46
每股净资产	4.30	4.55	4.83	5.15
每股经营现金流	0.68	0.40	0.80	0.54
每股股利	0.08	0.12	0.15	0.17
估值分析				
PE	30	19	15	13
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.63	8.24	7.38	6.67
股息收益率 (%)	1.33	1.98	2.39	2.75

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,220	1,944	2,355	2,707
折旧和摊销	955	987	1,031	1,062
营运资金变动	1,270	-904	802	-863
经营活动现金流	3,499	2,066	4,092	2,788
资本开支	-1,343	-952	-998	-1,023
投资	238	0	0	0
投资活动现金流	-720	-296	-702	-681
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-412	0	0	0
筹资活动现金流	-1,756	-399	-683	-816
现金净流量	1,025	1,371	2,708	1,290

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048