



2025 年 04 月 21 日

一季度业绩超预期，受益于特高压高景气

—中国西电（601179.SH）公司事件点评报告

买入(首次)

事件

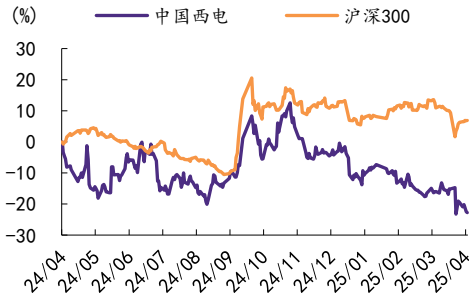
分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-18

当前股价（元）	6.25
总市值（亿元）	320
总股本（百万股）	5126
流通股本（百万股）	5126
52 周价格范围（元）	6.12-9.01
日均成交额（百万元）	670.44

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

中国西电发布 2024 年年度报告：2024 年实现营收 221.75 亿元，同比增长 5.59%；实现归母净利润 10.54 亿元，同比增长 17.50%；实现归母扣非净利润 9.97 亿元，同比增长 55.52%；发布 2025 年第一季度报告：2025Q1 实现营收 52.45 亿元，同比增长 11.27%；实现归母净利润 2.95 亿元，同比增长 42.10%；实现归母扣非净利润 2.93 亿元，同比增长 54.14%。

投资要点

■ 高毛利产品占比上升，一季度业绩超预期

2024 年公司主营业务收入 218.27 亿元，同比增长 5.98%，主营业务毛利率 20.70%，同比提升 2.91pct。分产品看：1）变压器收入 92.18 亿元，同比增长 17.8%，毛利率 14.35%，同比提升 5.88pct；2）开关收入 85.04 亿元，同比增长 10.97%，毛利率 26.52%，同比提升 1.29pct；3）电容器、避雷器收入 9.85 亿元，同比增长 22.61%，毛利率 23.20%，同比提升 1.49pct；4）电力电子、工程贸易收入 24.56 亿元，同比下降 32.86%，毛利率 15.00%，同比下滑 0.81pct；5）研发及检测及二次设备收入 6.65 亿元，同比增长 2.52%，毛利率 51.73%，同比提升 2.82pct。公司电力变压器、换流变压器、特高压开关及组合电器、换流阀等核心产品加速交付，高毛利产品收入占比上升，带动公司 2024 年及 2025Q1 营收及盈利能力水平提升。

■ 网内市场提质扩量，网外市场加速推进

2024 年公司实现网内网外业务多点突破。1）网内：国网总部集采市场占有率稳居行业第一，中标量、占有率再创历史新高；特高压市场占有率保持行业领先，实现“柔直阀”首次突破；配网市场显著提升，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。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，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断产品。

■ 电网投资高景气，有望迎特高压大年

2025 年我国电网投资保持增长态势，国网、南网官宣电网投

资额预计分别超过 6500 亿元和 1750 亿元，均创新高，总额首超 8250 亿元，相比 2024 年增长近 500 亿元。

受新能源大基地外送需求驱动，特高压是电网明确的投资重点之一，2025 年作为“十四五”收官之年，有望迎来特高压开工和交付大年，今年已开工大同-怀来-天津南、阿坝-成都东、甘肃-浙江线路，还将开工陕西-河南、西藏-大湾区等 4 条线路，年内有望投产“2 交 5 直”，产业链企业有望迎来交付和确收高峰。同时，未来几年内我国计划开工“16 交 12 直”，特高压投资有望持续保持高景气，产业链企业长期业绩得到保障。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 268.14、307.60、346.70 亿元，EPS 分别为 0.33、0.40、0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 18.9、15.8、13.6 倍，公司是我国一次设备龙头，有望深度受益于电网投资高景气，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

电网投资不及预期风险、特高压项目建设不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动风险、大盘系统性风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	22,281	26,814	30,760	34,670
增长率（%）	5.8%	20.3%	14.7%	12.7%
归母净利润（百万元）	1,054	1,692	2,029	2,359
增长率（%）	19.1%	60.5%	19.9%	16.3%
摊薄每股收益（元）	0.21	0.33	0.40	0.46
ROE（%）	4.2%	6.6%	7.5%	8.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	22,281	26,814	30,760	34,670
现金及现金等价物	10,423	11,592	13,286	15,298	营业成本	17,574	20,652	23,670	26,650
应收款	10,462	12,591	14,444	16,280	营业税金及附加	152	182	209	236
存货	4,720	5,596	6,414	7,221	销售费用	872	1,050	1,107	1,179
其他流动资产	6,356	7,487	8,472	9,448	管理费用	1,416	1,704	1,955	2,203
流动资产合计	31,960	37,265	42,615	48,246	财务费用	203	134	154	173
非流动资产：					研发费用	809	973	1,116	1,258
金融类资产	795	795	795	795	费用合计	3,300	3,861	4,332	4,814
固定资产	3,879	3,491	3,142	2,828	资产减值损失	-202	-150	-150	-150
在建工程	1,628	1,628	1,628	1,628	公允价值变动	-46	-2	-2	-2
无形资产	2,039	1,937	1,835	1,738	投资收益	142	122	122	122
长期股权投资	2,403	2,403	2,403	2,403	营业利润	1,373	2,167	2,597	3,019
其他非流动资产	4,223	4,223	4,223	4,223	加：营业外收入	40	47	47	47
非流动资产合计	14,172	13,682	13,231	12,820	减：营业外支出	67	53	53	53
资产总计	46,133	50,947	55,847	61,066	利润总额	1,347	2,161	2,591	3,013
流动负债：					所得税费用	127	204	244	284
短期借款	865	865	865	865	净利润	1,220	1,957	2,347	2,729
应付账款、票据	12,415	15,289	18,178	21,203	少数股东损益	165	265	318	370
其他流动负债	1,501	1,501	1,501	1,501	归母净利润	1,054	1,692	2,029	2,359
流动负债合计	19,504	23,340	27,065	30,920					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	330	330	330	330	成长性				
其他非流动负债	1,470	1,470	1,470	1,470	营业收入增长率	5.8%	20.3%	14.7%	12.7%
非流动负债合计	1,800	1,800	1,800	1,800	归母净利润增长率	19.1%	60.5%	19.9%	16.3%
负债合计	21,304	25,140	28,865	32,720	盈利能力				
所有者权益					毛利率	21.1%	23.0%	23.0%	23.1%
股本	5,126	5,126	5,126	5,126	四项费用/营收	14.8%	14.4%	14.1%	13.9%
股东权益	24,828	25,807	26,981	28,347	净利率	5.5%	7.3%	7.6%	7.9%
负债和所有者权益	46,133	50,947	55,847	61,066	ROE	4.2%	6.6%	7.5%	8.3%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	46.2%	49.3%	51.7%	53.6%
净利润	1220	1957	2347	2729	营运能力				
少数股东权益	165	265	318	370	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
折旧摊销	940	490	446	406	应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
公允价值变动	-46	-2	-2	-2	存货周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
营运资金变动	1219	-300	70	235	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	3499	2410	3178	3738	EPS	0.21	0.33	0.40	0.46
投资活动现金净流量	-720	388	349	314	P/E	30.4	18.9	15.8	13.6
筹资活动现金净流量	-1610	-978	-1173	-1364	P/S	1.4	1.2	1.0	0.9
现金流量净额	1,169	1,820	2,355	2,688	P/B	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。