

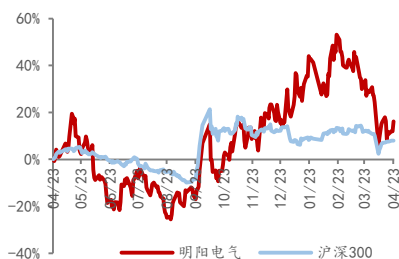
业绩持续兑现, “双海” + “数据中心” 提供新弹性

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2025-04-24

收盘价 (元) **41.86**
近 12 个月最高/最低 (元) **56.78/26.33**
总股本 (百万股) **312**
流通股本 (百万股) **175**
流通股比例 (%) **56.09**
总市值 (亿元) **130.7**
流通市值 (亿元) **73.2**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 张志邦

执业证书号: S0010523120004

邮箱: zhangzhibang@hazq.com

分析师: 郑洋

执业证书号: S0010524110003

邮箱: zhengyang@hazq.com

相关报告

- 25 年海外+海风双轮驱动, 数据中心提供新弹性 2025-01-22
- 业绩稳健增长持续兑现, 25 年海外直销+海风双轮驱动 2024-10-30
- 经营持续向好, 业绩稳步兑现 2024-08-29
- 需求超预期增长, 公司业绩未来可期 2024-05-16

主要观点:

● 业绩

公司发布 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告。2024 年实现营收 64.44 亿元, YoY+29.62%; 归母净利润 6.63 亿元, YoY+33.80%; 扣非归母净利 6.54 亿元, YoY+33.57%。毛利率为 22.29%, 同比下降 0.40Pct。2024Q4 实现营收 23.54 亿元, YoY+41.78%; 归母净利润 2.27 亿元, YoY+27.12%; 扣非归母净利 2.23 亿元, YoY+24.80%。毛利率为 20.96%, 同比下降 1.18Pct。2025Q1 实现营收 13.06 亿元, YoY+26.21%; 归母净利润 1.12 亿元, YoY+25.01%; 扣非归母净利 1.10 亿元, YoY+23.07%。毛利率为 21.78%, 同比下降 1.29Pct。

● 变压器、开关柜营收快速增长, “双海” + “数据中心” 提供弹性

从产品构成上来看, 公司箱变产品实现营收 42.39 亿元, YoY+22.60%, 成套开关柜实现营收 6.74 亿元, YoY+32.65%, 变压器实现营收 10.74 亿元, YoY+56.12%, 成套开关与变压器产品快速增长。

“双海”: 海外、海风, 海外公司积极布局直销渠道, 瞄准欧洲、中东、东南亚、北美等市场, 有望实现“1-10”的快速发展, 支撑毛利率提升。海风, 公司在国内有一次海上升压产品的落地, 有望实现对海外品牌的进口替代。数据中心: 公司连续中标第三方 IDC 运营商项目, 充分彰显 MyPower 电力模块已得到 IDC 用户的充分认可, 产品力处于行业领先水平, 未来有望为公司提供新的业绩弹性。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 83.02/105.48/132.93 亿元 (前值为 83.69/103.92/- 亿元); 归母净利润分别为 8.71/10.70/12.84 亿元 (前值为 8.58/10.63/- 亿元), 对应 PE 分别 15.0/12.2/10.2 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争格局恶化; 国内装机需求不及预期; 原材料价格波动风险等。

● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6444	8302	10548	13293
收入同比 (%)	29.6%	28.8%	27.0%	26.0%
归属母公司净利润	663	871	1070	1284
净利润同比 (%)	33.8%	31.5%	22.9%	20.0%
毛利率 (%)	22.3%	22.1%	21.5%	21.2%
ROE (%)	14.2%	15.7%	16.1%	16.1%
每股收益 (元)	2.12	2.79	3.43	4.11
P/E	20.72	15.00	12.21	10.18
P/B	2.93	2.35	1.97	1.64
EV/EBITDA	13.74	10.50	7.78	5.70

资料来源: iFind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7816	9880	12572	15845
现金	2418	2924	3907	5147
应收账款	2834	3650	4662	5921
其他应收款	43	63	61	48
预付账款	91	116	149	188
存货	1089	1478	1877	2275
其他流动资产	1342	1649	1915	2265
非流动资产	1522	1653	1676	1667
长期投资	0	0	0	0
固定资产	496	496	494	490
无形资产	161	191	222	223
其他非流动资产	865	966	960	954
资产总计	9338	11533	14248	17512
流动负债	4637	5942	7571	9531
短期借款	29	44	59	74
应付账款	2390	3054	3909	4944
其他流动负债	2217	2844	3603	4513
非流动负债	29	29	29	29
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	29	29	29	29
负债合计	4666	5971	7600	9560
少数股东权益	0	0	0	0
股本	312	312	312	312
资本公积	2894	2899	2899	2899
留存收益	1466	2351	3437	4741
归属母公司股东权益	4672	5562	6648	7952
负债和股东权益	9338	11533	14248	17512

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	385	679	1054	1282
净利润	663	871	1070	1284
折旧摊销	50	48	51	53
财务费用	2	1	1	2
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-465	-363	-210	-213
其他经营现金流	1266	1355	1422	1654
投资活动现金流	-727	-187	-85	-55
资本支出	-198	-81	-81	-51
长期投资	-534	0	0	0
其他投资现金流	5	-106	-4	-4
筹资活动现金流	-235	14	14	13
短期借款	17	15	15	15
长期借款	-37	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-11	5	0	0
其他筹资现金流	-204	-6	-1	-2
现金净增加额	-577	507	983	1240

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6444	8302	10548	13293
营业成本	5008	6466	8277	10469
营业税金及附加	27	34	43	55
销售费用	217	282	359	452
管理费用	132	232	295	372
财务费用	-20	-72	-86	-116
资产减值损失	-71	-49	-58	-67
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	756	994	1222	1466
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	756	995	1222	1466
所得税	94	123	152	182
净利润	663	871	1070	1284
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	663	871	1070	1284
EBITDA	826	971	1186	1404
EPS (元)	2.12	2.79	3.43	4.11

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	29.6%	28.8%	27.0%	26.0%
营业利润	35.9%	31.5%	22.9%	20.0%
归属于母公司净利	33.8%	31.5%	22.9%	20.0%
获利能力				
毛利率(%)	22.3%	22.1%	21.5%	21.2%
净利率(%)	10.3%	10.5%	10.1%	9.7%
ROE(%)	14.2%	15.7%	16.1%	16.1%
ROIC(%)	14.4%	14.4%	14.8%	14.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	50.0%	51.8%	53.3%	54.6%
净负债比率(%)	99.9%	107.4%	114.3%	120.2%
流动比率	1.69	1.66	1.66	1.66
速动比率	1.25	1.22	1.24	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.80	0.82	0.84
应收账款周转率	2.58	2.56	2.54	2.51
应付账款周转率	2.34	2.38	2.38	2.37
每股指标(元)				
每股收益	2.12	2.79	3.43	4.11
每股经营现金流	1.23	2.18	3.38	4.11
每股净资产	14.96	17.81	21.29	25.47
估值比率				
P/E	20.72	15.00	12.21	10.18
P/B	2.93	2.35	1.97	1.64
EV/EBITDA	13.74	10.50	7.78	5.70

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验。

分析师：郑洋，华安证券电新行业分析师。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。