

# 二次设备领军者，源网荷储筑空间

华泰研究

2025 年 6 月 30 日 | 中国内地

首次覆盖

电气设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

20.20

首次覆盖四方股份并给予“买入”评级，给予 2025 年 20XPE，目标价 20.2 元。公司为国内电网二次设备行业领军者，技术积淀深厚，网内基本盘稳定增长，网外有望打开市场空间。公司 2018-2024 年营业收入 CAGR 达 11.8%，显著快于电网基本建设投资增速的 1.9%，我们预计 25-27 年有望达 18.1%。近年来 ROE 持续攀升，股息率连续 3 年维持在 4.2% 以上，预计 2025 年股息率有望达 5.0%。

## 电网端：主网二次基本盘稳固，配网投资有望提速

主网方面，我们预计 2024-2026 年主网整体投资 CAGR 有望达 10.1%，2025 年以来主网二次设备招标增速显著快于整体。主网二次设备市场集中，头部五家企业合计占比超 8 成，公司 2023/2024 年/2025 年 1-2 批中标份额分别为 14.2%、15.1%、16.2%，稳中有升。配网方面，我们看好配网高质量发展与投资提速，公司在配网二次设备基础上，持续扩大一次装备产品规模，同时国网集采带来国网区域市占份额提升的机会，配网领域订单保持较快增长态势。

## 发电端：海风与大基地领域稳居前列，传统能源保持稳增

新能源方面，公司在海上风电、风光大基地等细分市场的占有率稳居行业前列，2025 年以来新能源领域订单保持高速增长态势（Q1 同比 40%+）。传统能源方面，公司深耕火电存量和增量市场，水电、核电领域参与多个重大项目，预计业务收入伴随传统能源行业保持稳步增长。

## ROE 与股息率表现亮眼且有望持续提升

2019-2024 年，公司 ROE 从 4.76% 稳步提升至 16.25%。其中净利率由 2019 年的 4.87% 升至 2024 年的 10.30%；权益乘数得益于应付票据及应付账款和合同负债提升明显，从 1.45 持续攀升至 2.33。公司在手现金充裕，分红比例 2020 年以来均达 80% 及以上，股息率连续 3 年维持在 4.2%+（以当年末收盘价计算），我们预计 2025 年股息率有望达 5.0%（以 250627 收盘价计算）。

## 我们与市场观点不同之处

市场对于源网荷储项目空间及公司优势的认识并不充分，我们认为源网荷储是后续新能源大规模接入和高效利用的关键支撑，有望快速渗透到高耗能行业、数据中心绿电自供等更多应用场景。电力系统的可控性原来主要集中在电源、电网侧，如今则需要做到对源网荷储各环节的协调控制，监测调控系统规模有望呈指数级增长。公司具备产业链全栈技术能力，项目实践经验丰富，有望充分受益于源网荷储空间打开。

## 业绩与分红稳健，用户侧空间广阔

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.45、9.88、11.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.19、1.38 元，三年 CAGR 为 17.2%。截至 2025 年 6 月 27 日，可比公司 2025 年一致预期平均 PE 为 19.3 倍，考虑到公司用电侧业务在新型业态下或具备较高增长空间，同时股息率较高，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，给予目标价 20.2 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：电网投资力度不及预期风险，竞争加剧，原材料价格上涨风险。

刘俊

SAC No. S0570523110003  
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

戚腾元

SAC No. S0570524080002  
SFC No. BVU938

研究员

qitengyuan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

苗雨菲

SAC No. S0570523120005  
SFC No. BTM578

研究员

miaoyufei@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

马梦辰, CFA

SAC No. S0570524100001  
SFC No. BUM666

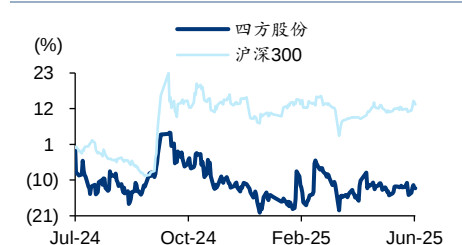
研究员

mamengchen@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

|                      |             |
|----------------------|-------------|
| 目标价(人民币)             | 20.20       |
| 收盘价(人民币 截至 6 月 27 日) | 16.11       |
| 市值(人民币百万)            | 13,424      |
| 6 个月平均日成交额(人民币百万)    | 228.08      |
| 52 周价格范围(人民币)        | 15.37-20.11 |
| BVPS(人民币)            | 5.80        |

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 经营预测指标与估值

| 会计年度(人民币)    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万)     | 6,951  | 8,316  | 9,810  | 11,456 |
| +/-%         | 20.86  | 19.64  | 17.97  | 16.78  |
| 归属母公司净利润(百万) | 715.59 | 845.02 | 988.10 | 1,150  |
| +/-%         | 14.09  | 18.09  | 16.93  | 16.40  |
| EPS(最新摊薄)    | 0.86   | 1.01   | 1.19   | 1.38   |
| ROE(%)       | 16.25  | 17.99  | 19.86  | 21.65  |
| PE(倍)        | 18.76  | 15.89  | 13.59  | 11.67  |
| PB(倍)        | 2.93   | 2.78   | 2.62   | 2.44   |
| EV/EBITDA(倍) | 11.00  | 9.00   | 7.37   | 6.06   |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万)   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 8,525  | 9,923  | 11,203 | 12,618 | 14,449 |
| 现金             | 3,120  | 3,532  | 3,748  | 4,125  | 4,583  |
| 应收账款           | 1,079  | 1,190  | 1,450  | 1,664  | 1,973  |
| 其他应收账款         | 43.24  | 43.70  | 79.24  | 59.48  | 97.96  |
| 预付账款           | 159.57 | 247.40 | 193.06 | 328.03 | 299.32 |
| 存货             | 2,031  | 1,967  | 2,763  | 2,849  | 3,716  |
| 其他流动资产         | 2,092  | 2,943  | 2,969  | 3,593  | 3,780  |
| <b>非流动资产</b>   | 979.80 | 1,123  | 1,157  | 1,187  | 1,188  |
| 长期投资           | 54.87  | 58.68  | 74.92  | 85.74  | 97.48  |
| 固定投资           | 380.50 | 392.50 | 454.76 | 501.70 | 537.90 |
| 无形资产           | 209.51 | 207.30 | 184.03 | 163.00 | 126.25 |
| 其他非流动资产        | 334.91 | 464.57 | 443.65 | 436.25 | 426.03 |
| <b>资产总计</b>    | 9,505  | 11,046 | 12,360 | 13,804 | 15,636 |
| <b>流动负债</b>    | 5,249  | 6,448  | 7,517  | 8,648  | 10,120 |
| 短期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 97.28  |
| 应付账款           | 2,195  | 2,568  | 3,254  | 3,653  | 4,426  |
| 其他流动负债         | 3,054  | 3,880  | 4,263  | 4,995  | 5,596  |
| <b>非流动负债</b>   | 21.04  | 18.68  | 18.52  | 18.81  | 18.67  |
| 长期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动负债        | 21.04  | 18.68  | 18.52  | 18.81  | 18.67  |
| <b>负债合计</b>    | 5,271  | 6,467  | 7,535  | 8,667  | 10,138 |
| 少数股东权益         | 3.68   | 3.93   | 4.59   | 5.32   | 6.04   |
| 股本             | 832.25 | 833.44 | 833.44 | 833.44 | 833.44 |
| 资本公积           | 1,582  | 1,666  | 1,666  | 1,666  | 1,666  |
| 留存公积           | 1,961  | 2,178  | 2,347  | 2,545  | 2,775  |
| 归属母公司股东权益      | 4,231  | 4,575  | 4,820  | 5,132  | 5,492  |
| <b>负债和股东权益</b> | 9,505  | 11,046 | 12,360 | 13,804 | 15,636 |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金</b> | 1,233    | 1,254    | 949.69   | 1,166    | 1,261    |
| 净利润           | 627.90   | 715.83   | 845.68   | 988.83   | 1,151    |
| 折旧摊销          | 108.32   | 121.47   | 109.78   | 131.18   | 154.25   |
| 财务费用          | (57.36)  | (64.27)  | (30.44)  | (34.01)  | (36.97)  |
| 投资损失          | (6.96)   | (5.78)   | (5.74)   | (6.27)   | (5.88)   |
| 营运资金变动        | 383.95   | 286.52   | (14.39)  | 59.30    | (42.73)  |
| 其他经营现金        | 176.82   | 200.40   | 44.80    | 27.41    | 41.13    |
| <b>投资活动现金</b> | (123.86) | (392.80) | (160.60) | (147.55) | (146.62) |
| 资本支出          | (127.83) | (167.35) | (135.58) | (153.04) | (148.58) |
| 长期投资          | 0.00     | (240.00) | (16.24)  | (10.82)  | (11.75)  |
| 其他投资现金        | 3.97     | 14.55    | (8.79)   | 16.31    | 13.70    |
| <b>筹资活动现金</b> | (359.24) | (496.05) | (573.48) | (641.72) | (656.37) |
| 短期借款          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 97.28    |
| 长期借款          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加         | 19.08    | 1.19     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加        | 184.59   | 83.91    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金        | (562.91) | (581.14) | (573.48) | (641.72) | (753.65) |
| 现金净增加额        | 749.87   | 366.50   | 215.61   | 377.18   | 457.63   |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>   | 5,751   | 6,951   | 8,316   | 9,810   | 11,456  |
| 营业成本          | 3,770   | 4,703   | 5,676   | 6,734   | 7,877   |
| 营业税金及附加       | 47.58   | 52.81   | 70.50   | 79.62   | 92.39   |
| 营业费用          | 478.92  | 515.13  | 566.64  | 640.30  | 742.75  |
| 管理费用          | 277.72  | 318.55  | 350.41  | 395.96  | 459.31  |
| 财务费用          | (57.36) | (64.27) | (30.44) | (34.01) | (36.97) |
| 资产减值损失        | (65.48) | (48.87) | (65.02) | (85.79) | (90.11) |
| 公允价值变动收益      | 0.00    | (0.43)  | (0.14)  | (0.19)  | (0.25)  |
| 投资净收益         | 6.96    | 5.78    | 5.74    | 6.27    | 5.88    |
| <b>营业利润</b>   | 733.59  | 803.41  | 960.10  | 1,126   | 1,309   |
| 营业外收入         | 10.01   | 25.03   | 18.42   | 17.82   | 20.42   |
| 营业外支出         | 8.40    | 4.66    | 5.32    | 6.13    | 5.37    |
| <b>利润总额</b>   | 735.20  | 823.78  | 973.20  | 1,138   | 1,324   |
| 所得税           | 107.30  | 107.94  | 127.52  | 149.11  | 173.54  |
| <b>净利润</b>    | 627.90  | 715.83  | 845.68  | 988.83  | 1,151   |
| 少数股东损益        | 0.69    | 0.25    | 0.66    | 0.73    | 0.72    |
| 归属母公司净利润      | 627.21  | 715.59  | 845.02  | 988.10  | 1,150   |
| EBITDA        | 784.63  | 879.17  | 1,051   | 1,233   | 1,439   |
| EPS (人民币, 基本) | 0.75    | 0.87    | 1.01    | 1.19    | 1.38    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>       |         |         |         |         |         |
| 营业收入              | 13.24   | 20.86   | 19.64   | 17.97   | 16.78   |
| 营业利润              | 15.21   | 9.52    | 19.50   | 17.31   | 16.25   |
| 归属母公司净利润          | 15.46   | 14.09   | 18.09   | 16.93   | 16.40   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |         |         |         |         |         |
| 毛利率               | 34.44   | 32.33   | 31.74   | 31.35   | 31.24   |
| 净利率               | 10.92   | 10.30   | 10.17   | 10.08   | 10.05   |
| ROE               | 15.16   | 16.25   | 17.99   | 19.86   | 21.65   |
| ROIC              | 58.16   | 95.49   | 118.85  | 155.51  | 184.70  |
| <b>偿债能力</b>       |         |         |         |         |         |
| 资产负债率 (%)         | 55.45   | 58.54   | 60.96   | 62.78   | 64.84   |
| 净负债比率 (%)         | (73.13) | (76.72) | (77.37) | (79.99) | (81.31) |
| 流动比率              | 1.62    | 1.54    | 1.49    | 1.46    | 1.43    |
| 速动比率              | 1.12    | 1.12    | 1.04    | 1.04    | 0.98    |
| <b>营运能力</b>       |         |         |         |         |         |
| 总资产周转率            | 0.64    | 0.68    | 0.71    | 0.75    | 0.78    |
| 应收账款周转率           | 5.36    | 6.13    | 6.30    | 6.30    | 6.30    |
| 应付账款周转率           | 1.84    | 1.98    | 1.95    | 1.95    | 1.95    |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.75    | 0.86    | 1.01    | 1.19    | 1.38    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.48    | 1.51    | 1.14    | 1.40    | 1.51    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 5.08    | 5.49    | 5.78    | 6.16    | 6.59    |
| <b>估值比率</b>       |         |         |         |         |         |
| PE (倍)            | 21.40   | 18.76   | 15.89   | 13.59   | 11.67   |
| PB (倍)            | 3.17    | 2.93    | 2.78    | 2.62    | 2.44    |
| EV EBITDA (倍)     | 13.17   | 11.00   | 9.00    | 7.37    | 6.06    |

## 正文目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 核心观点 .....                   | 4  |
| 与市场观点不同之处 .....              | 4  |
| 二次设备领军企业，行稳致远技术相承 .....      | 5  |
| 主网二次基本盘稳固，份额呈现提升趋势 .....     | 6  |
| 配网投资有望提速，智能化带动二次设备需求提升 ..... | 7  |
| 海风与大基地领域稳居前列，传统能源保持稳增 .....  | 8  |
| 源网荷储有望打开用户侧空间，全栈能力优势显著 ..... | 10 |
| 电力电子技术领先，新品类新策略顺利出海 .....    | 13 |
| 现金流与股息率优异，ROE 持续高升 .....     | 14 |
| 盈利预测与估值 .....                | 16 |
| 风险提示 .....                   | 18 |

## 核心观点

公司为国内电网二次设备行业领军者，技术积淀深厚，网内基本盘业务稳定增长，网外业务有望打开市场空间。公司近年来 ROE 持续攀升，现金流表现亮眼，股息率连续 3 年维持在 4.2% 以上，我们预计 25 年股息率有望达 5.0%。

### 电网端：主网二次基本盘稳固，配网投资有望提速

- 1) 主网方面，建设周期向上，我们预计 24-26 年主网整体投资 CAGR 有望达 10.1%。2025 年 1-2 批国网输变电设备招标中，二次设备的中标金额增速快于整体，累计中标金额 31.5 亿元，同比增速 35.0%，超整体招标金额增速的 17.5%。主网二次设备技术壁垒较高，国内市场份额较为集中，含四方股份在内的五家企业合计占比超 8 成，公司 23 年、24 年、25 年 1-2 批在输变电设备（二次设备）中标份额分别为 14.2%、15.1%、16.2%，稳中有升。
- 2) 配网方面，扩容与智能化需求急迫，我们看好配网高质量发展与投资提速，预计配网投资 24-30 年期间 CAGR 有望达到 6.4%。配电网当前需要在坚实的配网自动化应用基础上向配网智能化迈进，硬件集成升级需要的一二次融合设备、数据感知提升需要的智能终端与传感设备、控制执行加强需要的智能开关与保护装置、智能变压器等设备需求有望显著提升。公司在二次设备基础上，持续扩大一次装备产品规模，同时国网集采带来国网区域市占份额提升机会，24 年配网领域中标结果优异。根据公司 24 年业绩会，公司 24 年配网业务订单增速约 10%，由于订单匹配节奏略滞后于中标情况，实际中标增速更高。

### 发电端：海风与大基地领域稳居前列，传统能源保持稳增

- 1) 新能源方面，我们看好风电有望结构性受益于新型电力系统的推进保持较快增长，其中海风新增装机规模有望于 25 年实现翻倍以上增长。公司在海上风电、风光大基地等细分市场的占有率稳居行业前列，深度参与国家深远海能源与“西部大基地”战略，25 年以来新能源领域订单保持高速增长态势。
- 2) 传统能源方面，公司深耕火电存量和增量市场，水电、核电领域参与多个重大项目，预计业务收入伴随传统能源行业保持稳步增长。

### 财务数据：ROE、现金流、股息率等指标表现亮眼且有望进一步提升

- 1) 2019-2024 年，公司 ROE 从 4.76% 稳步提升至 16.25%，主要得益于销售净利率和权益乘数的显著提升。销售净利率由 2019 年的 4.87% 升至 2023 年的 10.92%，虽 2024 年小幅回落至 10.30%，但整体盈利能力显著增强；期间费用率大幅下降，2019-2024 年从 34.2% 下降至 20.5%；得益于应付票据及应付账款和合同负债提升明显，权益乘数从 1.45 持续攀升至 2.33，反映出公司上游议价能力增强、下游客户提前支付款项增加。我们预计 25-27 年 ROE 水平有望进一步攀升至 18.01%、19.69%、20.87%。
- 2) 公司现金流管理优异，重视股东回报。经营性现金流表现较好，在手现金充裕，股息率连续 3 年维持在 4.2% 以上。我们预计后续股利支付率有望保持在 80% 左右，按照我们的盈利预测及 250627 收盘价计算，2025 年股息率可达 5.0%。

### 与市场观点不同之处

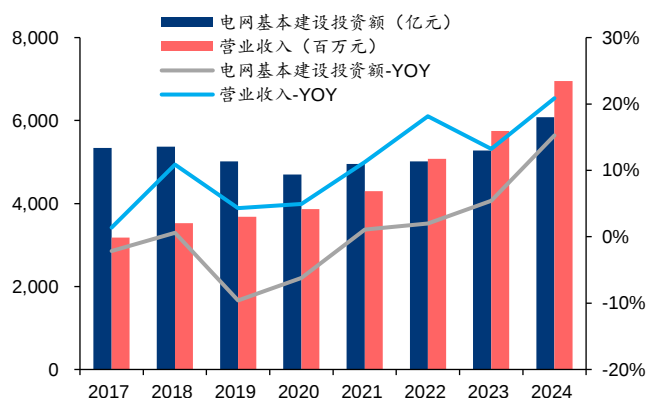
市场对于源网荷储项目空间及公司优势的认识并不充分，我们认为源网荷储是后续新能源大规模接入和高效利用的关键支撑。随着源网荷储逐渐渗透到高耗能行业、数据中心绿电自供等更多应用场景，监测调控系统规模将呈现指数级增长。而源网荷储协调控制系统的高效运行，需要具备对于源、网、荷、储各环节特性的精准把握，需要实现全景监控、智慧控制、一体化预测、运维管理等多项系统功能，技术要求全面且难度较大。公司覆盖产业链全栈技术，能够提供发、输、配、用、储等各环节全系列二次产品，为源网荷储项目提供涵盖源网荷储一体化调控平台、风光荷储协调控制、紧急控制、集中监视控制、宽频振荡监控、智能运维等解决方案。源网荷储项目实践经验丰富，有望充分受益于源网荷储空间打开，相关监测调控系统有望呈现指数级增长。

## 二次设备领军企业，行稳致远技术相承

四方股份由中国工程院首批院士杨奇逊创办于 1994 年，作为国内电力自动化领域的领军企业，长期深耕智慧发电及新能源、智能电网、智慧配电、智慧用电、新型储能等领域，为电力的发、输、配、用、储等环节提供继电保护、自动化与控制系统、电力电子、一二次融合、智慧物联等产品及解决方案。公司服务网络覆盖全国 30 多个省区，依托海外子公司及全球各合作伙伴，覆盖全球 90 多个国家和地区。

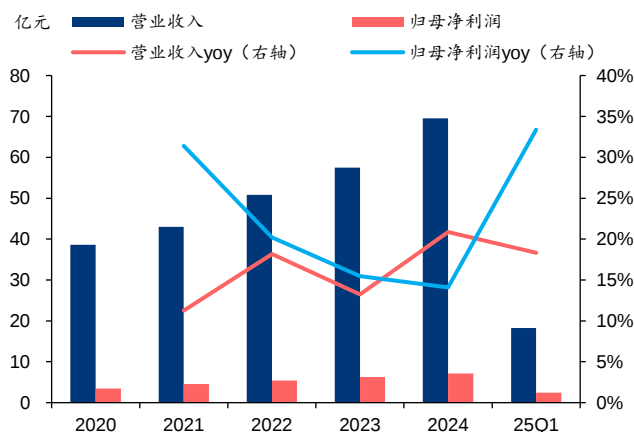
公司业绩稳健增长，积极拓展产品种类与网外市场，构建更高成长性。公司整体营收增速与电网投资增速表现出较高的相关性，同时公司 2018-2024 年营收 CAGR 达到 11.8%，显著快于电网基本建设投资增速的 1.9%，展现出公司优秀的产品与市场扩张能力。2024 年公司实现营业收入 69.51 亿元，同比增长 20.86%；实现归母净利润 7.16 亿元，同比增长 14.09%，实现净利率 10.3%，同比-0.6pct；若加回 24 年全年股份支付费用 0.77 亿元，对应净利率 11.4%，主营业务经营质量持续提升。公司 25 年 Q1 实现营业收入 18.28 亿元，同比增长 18.34%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 33.38%。根据公司 24 年年报业绩会，公司 24 年订单规模达到 85 亿元，同比增速超 20%，为后续业绩快速增长提供支撑。

图表1：公司营收增速与电网投资完成额增速对比



资料来源：Wind，华泰研究

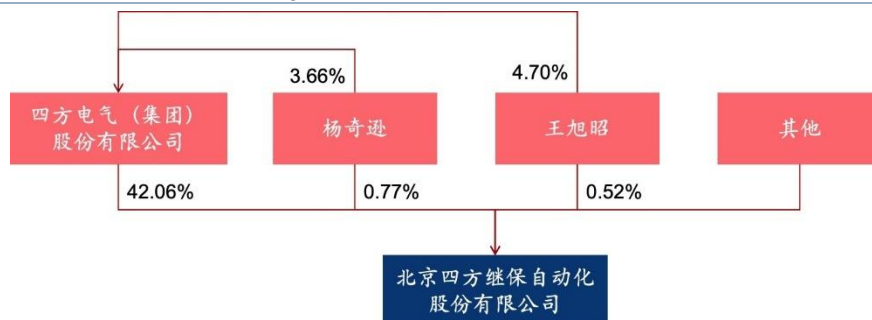
图表2：公司营收与归母净利润



资料来源：Wind，华泰研究

股权结构稳定，公司管理团队学术背景深厚。截至 2025 年 Q1，公司第一大股东为四方电气（集团）股份有限公司，持股比例为 42.06%。公司实控人为杨奇逊院士和王绪昭教授，分别直接持有上市公司 0.77%/0.52%的股份，同时直接持有四方集团 3.66%/4.70%的股份。其中，创始人杨奇逊院士为中国工程院院士，也是中国第一台微机继电保护装置的发明人。公司管理团队电力行业经验丰富，董事长高秀环在中国电机工程学会、中国能源研究会担任理事；公司管理团队大部分为硕博学历研究人员；超 100 位员工作为行业领军人才，在行业相关学术组织及协会中担任职务，奠定了公司在电力行业的技术地位。

图表3：公司股权结构（截至 2025 年 Q1）



资料来源：Wind，华泰研究

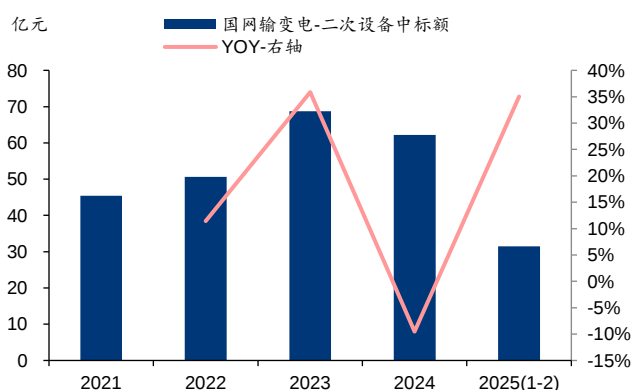
## 主网二次基本盘稳固，份额呈现提升趋势

**全国统一电力大市场建设提速，主网周期向上。**全国电力统一大市场加速推进，特高压与背靠背项目作为全国电网网架实现互联互通的关键，我们预计推进节奏加快在即，年内有望核准 5-6 条特高压直流、3-4 条特高压交流及 5-6 个背靠背项目，“十五五”期间年均“4~5 直 2~3 交”，带来的年均订单规模有望达到约 460 亿元，相比 2020-2024 年年均中标金额 163.2 亿元提升 182%。主网建设周期向上，我们预计 24-26 年主网整体投资 CAGR 有望达 10.1%（参见《特高压高景气长周期发展，核心设备供应商有望显著受益》20250513、《25 年国网拟投 6500+亿，主配网共振》20250116）。

**二次设备保障一次设备安全运行，是电力系统的“监控大脑”。**基于功能分类，电力设备可划分成一次设备与二次设备，其中：（1）一次设备是指直接用于生产、输送和分配电能的高压电气设备，包括发电机、变压器、断路器、隔离开关、自动开关、接触器、刀开关、母线、输电线路、电力电缆、电抗器、电动机等；（2）二次设备指对一次设备的工作进行监测、控制、调节、保护的电力设备，包括如测控仪表、控制开关、继电保护装置等。相比于一次设备更加侧重材料与工艺可靠性，二次设备作为电力系统的“监控大脑”需要软硬件深度耦合，是集成电力系统知识、通信协议、边缘计算算法及网络安全等技术的跨学科领域，需要持续的研发投入与技术创新，整体的壁垒与盈利均较高，同时二次设备企业整体的研发费用率水平显著高于一次设备企业。

**主网二次设备市场格局较为集中，四方股份 23 年以来份额展现提升态势。**二次设备技术壁垒较高，国内输变电市场份额较为集中，主要供应商包括国电南瑞、四方股份、国电南自、长园集团、许继电气，合计占比超 8 成，四方股份近年来份额稳中有升。在输变电领域，公司可提供从 1000kV 特高压到 10kV 低压全系列的保护、自动化产品及解决方案，如继电保护、变电站自动化、调度自动化及二次设备运维系统、智能运检等，技术处于国际领先行列。2025 年 1-2 批国网输变电设备招标中，二次设备累计中标金额 31.5 亿元，同比增速 35.0%，超输变电设备整体招标金额增速的 17.5%；其中四方股份中标份额达到 16.2%，位列国内第二。同时，在电力设备运检与智能管控方面，公司市场份额持续领先，截至 2024 年底累计中标 4 套移动车载变电站、13 座 500 千伏变电站智能巡视系统、17 套智能运检与二次运维主站，为智能电网的高质量建设提供了有力支撑。

图表4：国网输变电设备（二次设备）中标金额



资料来源：国网电子商务平台，华泰研究

图表5：国网输变电设备（二次设备）中标份额

|      | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025(1-2) |
|------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 国电南瑞 | 41.8% | 41.2% | 37.3% | 37.3% | 34.7%     |
| 四方股份 | 15.3% | 18.0% | 14.2% | 15.1% | 16.2%     |
| 国电南自 | 9.2%  | 12.2% | 11.2% | 11.5% | 7.8%      |
| 长园集团 | 7.2%  | 7.5%  | 11.3% | 9.6%  | 11.5%     |
| 许继电气 | 10.8% | 6.7%  | 7.2%  | 8.6%  | 11.1%     |
| 思源电气 | 3.2%  | 3.2%  | 4.4%  | 4.2%  | 4.9%      |
| 东方电子 | 2.1%  | 2.4%  | 2.6%  | 3.2%  | 3.4%      |
| 积成电子 | 1.9%  | 1.7%  | 2.7%  | 3.3%  | 3.2%      |
| 金智科技 | 1.2%  | 0.8%  | 1.4%  | 2.6%  | 3.6%      |
| 其他   | 7.4%  | 6.4%  | 7.7%  | 4.7%  | 3.6%      |

资料来源：国网电子商务平台，华泰研究

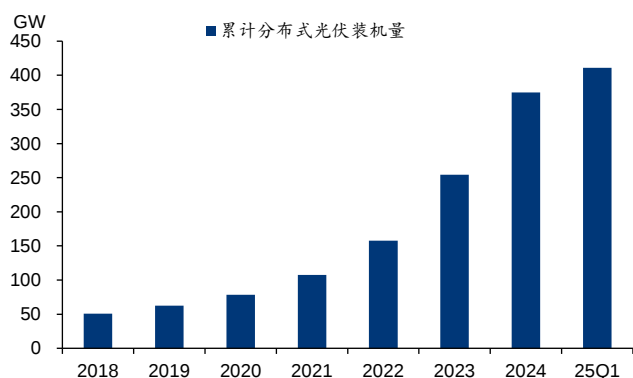
**公司积极布局人工智能领域，跟进新的二次设备需求。**公司积极布局人工智能应用领域，构建“数据-算力-模型”三位一体基座，基于 DeepSeek 等开源模型，研发覆盖电力领域多业务场景的四方 AI 大模型矩阵。目前已成功应用于特高压智能巡视、负荷预测与调度优化、运检智能助手等场景，推动电力产业向“认知驱动”的数智化跃迁。公司坚持技术创新驱动战略，有效巩固和加强在电力自动化领域的技术优势及行业地位。

## 配网投资有望提速，智能化带动二次设备需求提升

全国多地分布式能源接入配网受阻，配网扩容与智能化需求急迫。2024 年/25Q1 国内分布式光伏新增装机量分别达到 118.2/36.3GW，同比增速分别达到 22.7%/52.5%。但多地已经发布分布式光伏接网预警，山东、河北、广东、福建、黑龙江等多地已经开始限制分布式光伏接网。其原因在于 1) 容量受限：分布式能源大规模接入，传统配网将因为双向电力流动而引发“堵塞”，叠加变压器容量不足进一步导致负荷过载。2) 智能化限制：配网侧缺乏智能调度与实时监控，影响电能质量、调峰难度等。

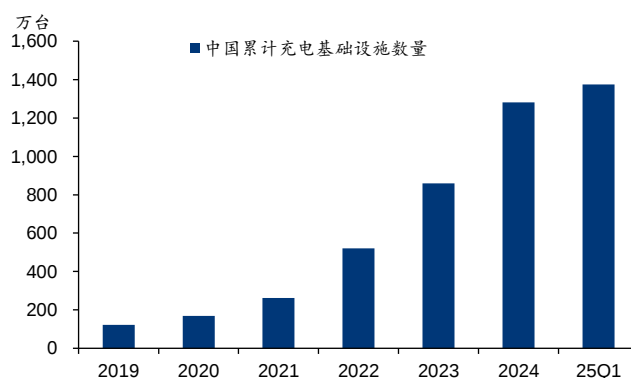
**2024 年国家能源局两次针对配电网发文，2025 年国网计划投资 2660 亿元于设备更新改造，强化配网可靠性，我们看好配网高质量发展与投资提速。**2024 年 3 月 1 日，国家发改委与能源局发布关于新形势下配电网高质量发展的指导意见，提到：配电网从形态上将从“无源”单向网络向“有源”双向网络系统转变，从承载力与灵活性上至 2025 年将具备 500GW 分布式新能源（截至 2025 年 3 月底，我国分布式光伏累计装机量达到 411.0GW）与 1200 万台充电桩的接入能力。24 年 8 月 13 日，国家能源局印发《配电网高质量发展行动实施方案（2024~2027 年）》，对于深入推进配电网高质量发展任务的落地与提速具有重要意义。2025 年，国家电网计划安排大规模设备更新改造投资 2660 亿元，其中提到要着力解决重点设备隐患，推进老旧设备改造及防灾抗灾能力提升，强化配网可靠性及承载力。**我们认为国内配网投资占比与增速有望继续提升，预计配网投资 24-30 年期间 CAGR 有望达 6.4%**（参见《新型电力系统成本篇：多维解决消纳问题，新能源迈入 2.0 时代》20241025）。

图表6：中国分布式光伏累计装机量



资料来源：国家能源局，华泰研究

图表7：中国充电基础设施累计数量

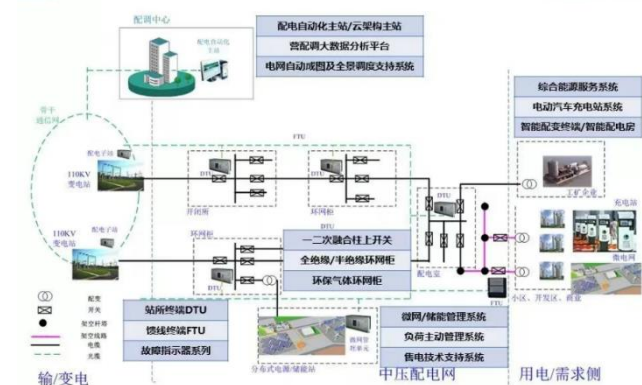


资料来源：国家能源局，华泰研究

当前配网自动化覆盖率已较高，配网主站市场相对集中。配电网作为电网的“最后一公里”，是影响供电可靠的关键环节。按照国家发展改革委、国家能源局《关于加快配电网建设改造的指导意见》《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》等有关文件要求，2015 年开始配电自动化改造全面提速，2022 年配电自动化覆盖率已经达到 91% 以上，较 2015 年提升约 70pct。配网自动化系统由配电主站、配电子站、配电终端和通信网络组成。主站核心控制，位于调度中心，负责全网监控、数据分析与决策；子站区域协调，部署于变电站或开闭所，承担数据中转与区域控制；终端现场执行，直接连接配电设备，完成数据采集与指令执行；通信网络则作为通道起到传输信息的作用。主站、子站技术壁垒高，市场相对集中，主要供应商包括南瑞集团、许继电气、四方股份、东方电子、积成电子等。配电终端市场格局则较为分散，参与者众多。

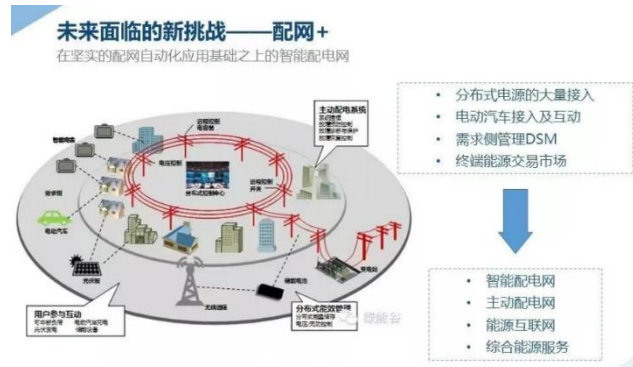
配电网需要在坚实的配网自动化应用基础上向智能配电网迈进，“四可”要求带动二次设备需求提升。当前配网自动化覆盖率已经较高，随着分布式电源与负荷大量接入，同时需求侧管理与终端能源交易需求提升，需求侧可观、可测、可调、可控要求提升，配网开始从传统单向辐射网络向双向交互系统转变，智能配电网、主动配电网是后续的重点方向。硬件集成升级需要的一二次融合设备、数据感知提升需要的智能终端与传感设备、控制执行加强需要的智能开关与保护装置、智能变压器等设备需求有望显著提升。随着配网逐步向智能化趋势发展，具备核心技术的头部企业有望进一步受益，产品附加值亦有望随之提升。

图表8：配网自动化系统



资料来源：四方股份公众号，华泰研究

图表9：配网向智能化转型



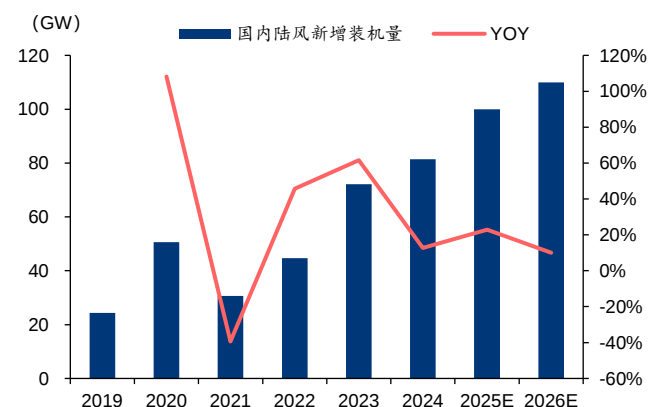
资料来源：四方股份公众号，华泰研究

国网集采带来国网区域市占份额提升机会，持续扩大一次装备产品规模，24 年中标结果优异。随着国网区域内部分地区部分配网设备逐步由省网招标转向总部集采，短期内产品价格或存在较大波动，但中长期有助于推动配网市场化发展，利于擅长参与总部集采的头部企业扩大市场份额。且由于公司此前主要优势区域在于南网区域，后续有望在集采模式中进一步提升国网市场的份额。此外，公司在传统的二次设备之外，加强一二次融合、一次设备等产品投入，持续拓展新品类，扩大公司营收规模。根据公司 24 年业绩会，公司 24 年配网业务订单增速约 10%，由于订单匹配节奏略滞后于中标情况，实际中标增速更高。

### 海风与大基地领域稳居前列，传统能源保持稳增

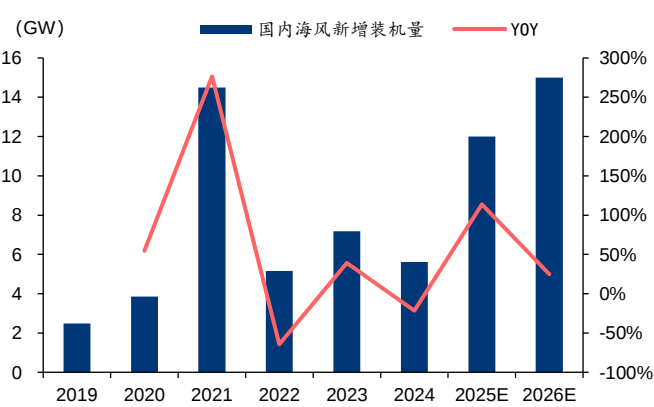
我们看好风电有望结构性受益于新型电力系统的推进保持较快增长。2025 年 2 月 9 日，国家发展改革委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》推动新能源上网电价通过市场交易形成，结束了“保量保价”模式，或带来新能源电站盈利下滑与装机需求的扰动。但我们认为，风电受电力现货影响较小，若全部入市折价 12% (vs 光伏折价 38%) (参见《新型电力系统 成本篇：多维解决消纳问题，新能源迈入 2.0 时代》241025)。我们看好国内风电需求高景气，预计 25 年陆风/海风新增装机 100/12GW，同比+23%/+114%。

图表10：国内陆上风电新增装机量



资料来源：CWEA，华泰研究预测

图表11：国内海上风电新增装机量



资料来源：CWEA，华泰研究预测

新能源方面，公司在海上风电、风光大基地等细分市场的占有率稳居行业前列。公司提供新能源场站一体化解决方案及风光储调控系统，以“技术引领+场景深耕”双轮驱动战略为核心，持续巩固行业头部地位。公司聚焦海上风电赛道，深度参与国家深远海能源战略，依托自主核心技术及全场景解决方案能力，打造增量引擎。同时，为响应国家“西部大基地”战略，成立新疆分公司，加速区域布局与产品创新，在新能源集控运维系统领域推出行业首个“新能源运维+数字孪生+源网荷储”一体化平台，全产业链服务能力构建生态壁垒。公司 25 年以来新能源领域订单保持高速增长态势。

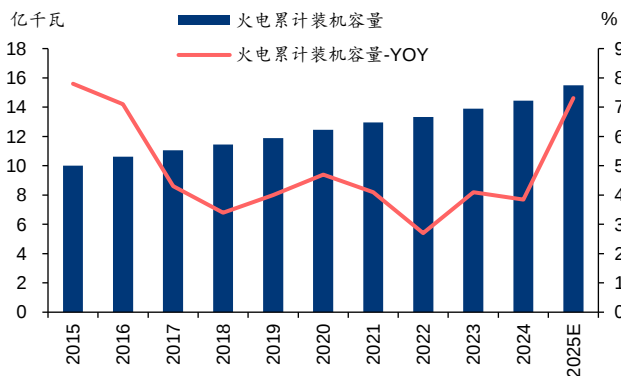
图表12：公司中标新能源项目梳理

| 时间     | 项目名称                                                                                     | 分类        |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2021 年 | 三峡乌兰察布新一代电网友好绿色电站示范项目（当年我国规模最大的“风光储”一体化项目）                                               | 风光储一体     |
|        | 华润苍南 1 号海上风电项目（我国第一个开工建设的平价海上风电项目）                                                       | 海风        |
| 2022 年 | 三峡包头风电基地、北方上都风电基地、广西贵港覃塘区 2000MW 多能互补新能源发电                                               | 风电        |
|        | 三峡山东潍坊昌邑、明阳青洲四、华润电力苍南 1 号                                                                | 海风        |
|        | 缅甸邦德 100MW 光伏项目                                                                          | 光伏        |
|        | 河北唐山市零碳城市纵横钢铁分布式光伏项目、山东齐奥新能源有限公司光伏电站建设工程、山东高速集团分布式光伏项目                                   | 分布式光伏     |
|        | 广州南沙综合能源、云南怒江独龙江微电网、三沙热带海岛微电网群管群控、南网科研院微电网群源网荷储协同调控技术研究                                  | 微电网       |
|        | 华源电力德润风电场 2×10MW 分布式调相机项目                                                                | 分布式调相机    |
| 2023 年 | 三峡库布齐沙漠光伏项目（我国首个千万千瓦级“沙戈荒”风光火储一体化新能源大基地项目）                                               | 大基地       |
|        | 雅砻江两河口水光互补（全球最大、海拔最高水光互补）、柯拉一期光伏项目                                                       | 光伏        |
|        | 国家能源通榆风电、蒙能化德风光储、广西环江风光储综合能源一体化、陕投渭南白水新能源汇集站、国能新疆甘泉堡源网荷储新能源发电                            |           |
|        | 中广核新能源 2023 年度综合自动化系统框架、福建永福数字能源公司 2023-2024 年度综合自动化系统框架、阳光电源 2023 年分布式能源度分布式光伏综合自动化系统框架 |           |
| 2024 年 | 广东大唐勒门 I 海上风电扩建、海南大唐儋州海上风电、浙江华润苍南 1#二期，山东华能半岛北 L 厂址海上风电项目（百亿规模）                          |           |
|        | 天津静海中旺 2GW 光伏、北京天润河南杞县风电、京能国际通辽集控新能源运维管控项目                                               | 新能源智慧场站运维 |
|        | 京能国际通辽科尔沁 138 万千瓦生态风电调相机项目、内蒙古能源突泉百万千瓦风储基地 EPC 总承包项目                                     | 分布式调相机    |

资料来源：公司公告，华泰研究

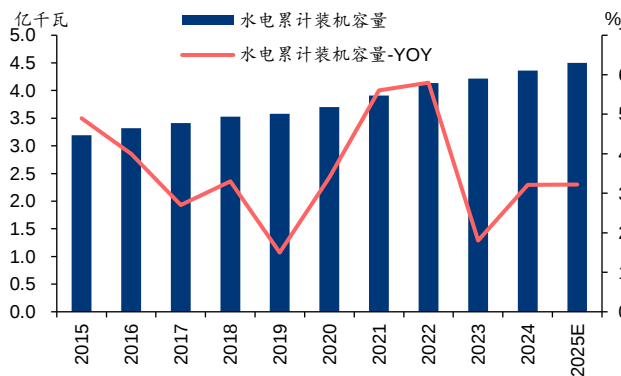
火电与水电作为传统能源主力保持平稳增长，同时向灵活性电源转型为新型电力系统提供调节能力支撑。截止 2024 年底，全国火电、水电累计装机容量分别达到 14.44、4.36 亿千瓦，同比增速为 3.84% 和 3.21%。根据中电联预测，2025 年火电、水电累计装机容量有望达到 15.5、4.5 亿千瓦，同比增速为 7.31% 和 3.22%。我们认为火电仍是电力系统的“压舱石”，未来逐步向灵活性电源转型支撑新能源消纳；而水电通过抽水蓄能增强系统稳定性，两者将共同为新型电力系统调节能力提供重要支撑。我们预计火电灵活性改造与抽水蓄能扩容需求有望持续稳步增长。

图表13：中国火电累计装机容量



资料来源：中电联，华泰研究

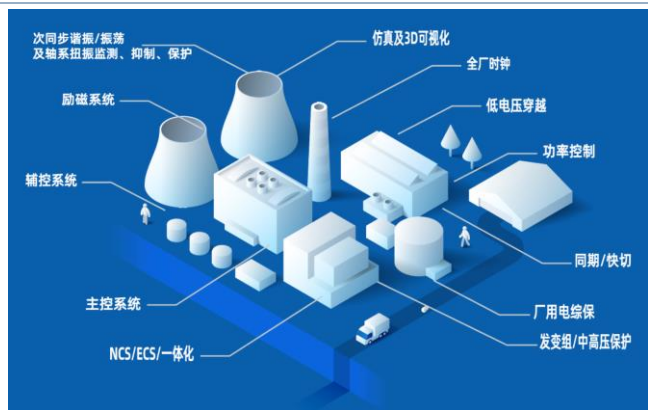
图表14：中国水电累计装机容量



资料来源：中电联，华泰研究

在传统发电领域，公司能够提供自主可控的电力保护、电气自动化、过程控制平台及仿真培训等覆盖发电全流程的国产化解决方案，推动传统能源的能效优化与智能化升级。火电领域，公司深耕火电存量和增量市场，保持行业占有率，推动高效清洁煤电与灵活性改造技术落地，为新能源大规模并网提供可靠调峰支撑。水电领域，2024 年中标贵州清水江白水、云南保山松山河口等水电站智能化升级项目，助力西南区域水电集约化开发。核电领域，参与辽宁徐大堡、秦山第三核电等国家重大工程，实现核电机组控制系统国产化突破。

图表 15：公司火电产品介绍



资料来源：公司官网，华泰研究

图表 16：公司水电产品介绍



资料来源：公司官网，华泰研究

## 源网荷储有望打开用户侧空间，全栈能力优势显著

源网荷储成为新能源大规模接入和高效利用的关键支撑。和传统电网相比，新型电力系统最主要的特征是电源及用电方式的改变。传统电网是一个结构相对稳定的系统，整体调度目标是“源随荷动”。但新型电力系统是一个时变系统，电网结构及其参数一直在变化，调度模式将转变为源网荷储协调控制、输配微网多级协同。源网荷储协调控制系统，是一种将电源、电网、负荷和储能进行统筹协调的综合能源管理系统，通过先进的信息通信技术、智能控制技术和优化算法，实现四个环节之间的高效互动和协同运行，提升增量配电网弹性和运行经济性，成为新型电力系统中不可或缺的关键部分。

**政策试水源网荷储，产业直连绿电需求。**源网荷储的政策源起可以追溯至《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》首次提出将源网荷储一体化作为电力系统高质量发展的重要路径。此后政策不断演进，逐步推动源网荷储从示范性项目向系统性配置转型，延伸至微电网、虚拟电厂、绿电直供等。

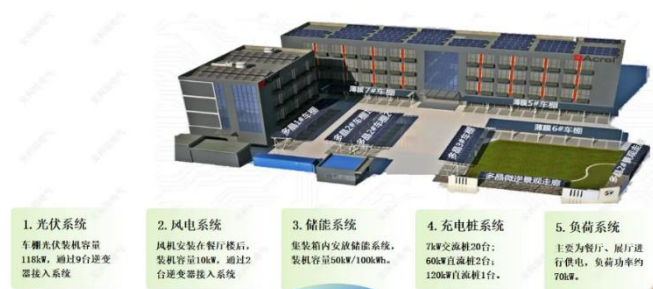
我们认为政策逻辑主要呈三重递进路径：

- 1) 底层逻辑上，新能源不依赖资源禀赋，天然适合分布式部署。**政策鼓励将新能源贴近负荷中心布局，降低远距离输电成本，提高本地消纳率。体现在政策端，在《关于推进 2021 年度电力源网荷储一体化和多能互补发展工作的通知》和《“十四五”现代能源体系规划》中明确提出“电力多能互补项目应就近、打捆，项目布局宜相对集中”以及“支持在终端用户侧，实现多能协同供应和能源综合梯级利用”。
- 2) 体系搭建层面，政策逐步构筑新能源产业用户直连机制。**从 2021 年《“十四五”可再生能源发展规划》提出“新能源直供电”，到 2022 年《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》推行“新能源电力直供电试点”，再到 2024 年《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》和《关于支持电力领域新型经营主体创新发展的指导意见》分别提出“绿电直供”和“探索建立通过新能源直连增加企业绿电供给的机制”，再到 2025 年国家能源局《2025 年能源工作指导意见》进一步提出“探索建立通过新能源直连增加企业绿电供给的机制”，都为未来绿电直连全面铺开奠定政策基础。
- 3) 在需求驱动端，政策也开始对部分高耗能行业提出明确的绿电消费责任，并引导用户从被动“消纳”转为主动“选择”。**通过政策引导部分行业强制绿电消费带动主动绿电消费，拉动新能源消纳。在《铝产业高质量发展实施方案》、《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》等一系列电解铝、国家枢纽节点新建数据中心强制绿电消费政策主导下，陆续扩大其他高耗能行业绿证和绿色电力消费需求。

随着源网荷储逐渐渗透到更多应用场景，监测调控系统规模或将呈现指数级增长。源网荷储协调控制系统凭借其卓越的特性，在多个领域展现出较大的应用潜力和显著的价值。电力系统的可控性原来主要集中在电源、电网侧，如今则需要做到对源网荷储各个环节的协调控制，监测调控系统规模呈指数级增长。

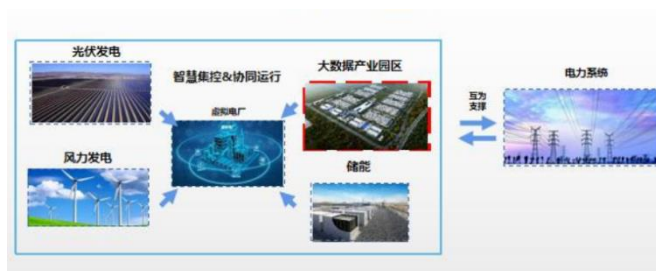
- 1) **数据中心：绿电化发展已经成为政企一致目标，并将成为新型电力系统试点先锋。**政策端，根据《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，到 2025 年底，算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%，并将确保 2025 年 60% 以上新增算力在国家枢纽节点集聚，也就是说 2025 年我国新增算力中由绿电供电的比例将超过 48%；企业端，世界领先数据中心运营商和云厂普遍具备双碳和 ESG 目标，并将绿电比例纳入发展战略，在领衔算力建设发展的过程中为数据中心绿电化奠定基调。我们认为数据中心有望成为源网荷储、虚拟电厂等新型电力系统率先开花结果的土壤。
- 2) **电解铝：清洁能源使用比例强制要求、纳入全国碳市场等一揽子政策拉升行业绿电比例，叠加交通和电力行业等下游需求进一步释放，将构成电解铝拉动绿电需求的双轮驱动。**政策方面，主要通过电解铝行业引入绿电交易和碳排市场机制引导减排、规定绿电比例强制要求新能源供电双管齐下，叠加对新增电解铝自备燃煤机组的限制进一步拉动行业从火电切向绿电，进而推动双碳目标下铝产业的转型升级。

图表17：工业用户源网荷储一体化微电网解决方案



资料来源：安科瑞，华泰研究

图表18：数据中心源网荷储一体化系统



资料来源：开放数据中心委员会，华泰研究

源网荷储协调控制系统的高效运行，离不开对源、网、荷、储各环节特性的精准把握，技术要求全面且难度较大。源网荷储一体化调控平台需要通过分层架构与智能技术实现多能协同度较大，需要实现全景监控、智慧控制、一体化预测、运维管理等多项系统功能。

- 1) **全景监视：**需要对风、光、储、荷及升压站一、二次设备全面监控，实时掌握一体化项目运行状态。
- 2) **智慧控制：**可对风机、光伏、储能设备远程启动、停机及故障复位；通过日前、日内、实时多时间尺度优化控制策略，实现源网荷储一体化协调控制、自动电压控制、一次调频、发电计划及负荷辅助决策等功能。
- 3) **功率与负荷预测：**通过风光功率预测系统，预测短期及超短期功率，并把预测结果传送至一体化协调控制平台，并按照电网调度要求上报调度。同时根据负荷特性、统计规律等技术手段，对区域内总负荷进行预测上报，并提供生产负荷辅助决策功能，进一步实现“源荷互动”，减少弃电发生。
- 4) **智慧运维：**通过智能运维模块建设，实现人员集约化管理，释放劳动力成本；提高发电可靠性，减少非计划停电次数和故障停电时间。实现园区的生产监控、诊断预警、全生命周期管理以及信息开放共享等功能。

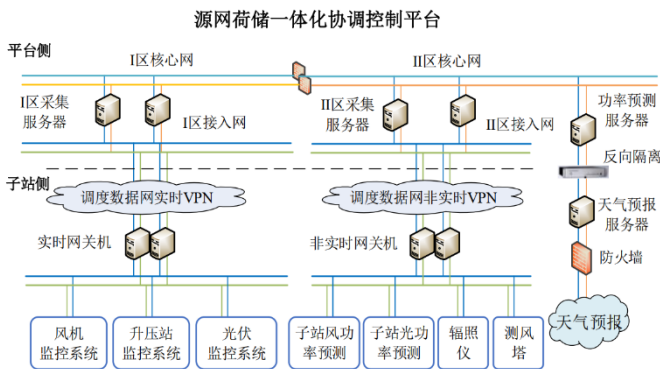
图表19：源网荷储一体化调控平台系统功能



源网荷储一体化调控平台支撑

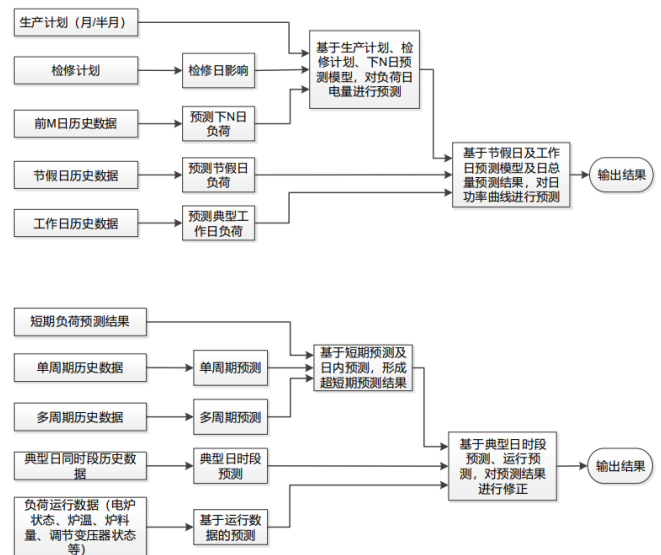
资料来源：四方股份公众号，华泰研究

图表20：源网荷储一体化协调控制平台



资料来源：四方股份公众号，华泰研究

图表21：源网荷储一体化调控平台负荷预测



资料来源：四方股份公众号，华泰研究

公司覆盖产业链全栈技术，源网荷储项目实践经验丰富。公司技术全面，能够提供发、输、配、用、储等各环节全系列二次产品，为源网荷储项目提供涵盖源网荷储一体化调控平台、风光荷储协调控制、紧急控制、集中监视控制、宽频振荡监控、智能运维等解决方案。产品采用源网荷储专用装置和分层优化控制策略，以一体化平台为核心，配置服务器、磁盘阵列、工作站、交换机、网关机、源网荷储协调控制器、场站控制器及二次安防等设备，实现源网荷储一体化日前、日内及实时多时间尺度优化协调控制。公司项目经验丰富，应用场景多样化，方案可通过灵活适配，应用于源网荷储一体化园区、风光储新能源大基地、燃煤自备电厂等多种场景。公司为武汉首个园区级源网荷储项目（武汉铁塔厂）提供了全部源网荷储一二次设备，并完成了整体系统集成；为新疆特变电工若羌县硅基新材料源网荷储一体化项目配套调控系统，通过多时间尺度优化控制策略提升整个项目的综合收益。

## 电力电子技术领先，新品类新策略顺利出海

公司电力电子主营产品竞争力持续提升，海外市场快速拓展。根据公司官网，公司电力电子产品涵盖电能质量治理产品（SVG、调相机等）、直流输配电产品、机组控制保护产品（机组励磁系统、静止变频器、宽频振荡监测控制产品等）、电源类产品（大容量测试电源、直流融冰、制氢电源等）。电能质量治理方面，公司具备谐波治理、闪变抑制、三相不平衡等综合电能质量治理的高低压全系列 SVG 产品，已投运单体最大容量 35kV/85Mvar，已累计投运 1000+套。2024 年中标电能质量领域单体容量最大的 SVG 项目-湛江钢铁新建零碳示范工厂电能质量治理项目；同时 SVG 产品在海外市场快速拓展，在印度市场实现批量化应用，菲律宾、印尼等多个国家取得突破，国际化布局成效显著，盈利能力更强。

公司构网型产品丰富，技术行业领先，需求有望伴随高比例新能源接入快速提升。随着新型电力系统建设的推进，高比例新能源接入及大量电力电子设备广泛应用，电力系统面临着系统惯量降低、频率/电压稳定性下降、宽频振荡问题凸显、故障隔离风险增高等挑战。与跟网型技术相比，构网型技术本质为电压源，可内部设定电压/频率，在弱系统频率电压主动支撑、交流保护适应性、宽频阻抗特性及振荡主动抑制等方面具备技术优势，在高比例新能源接入的弱电网区域需求明确。公司构网型产品包括构网型储能、构网型 SVG、静止同步调相机、构网型宽频振荡抑制装备等，在构网型产品技术层面优势显著：一是精准把握无功支撑与有功调频响应核心需求、二是突破常规双环控制易震荡等技术瓶颈。当前构网型业务仍处于商业化初期，公司积极拓展电源侧、电网侧多场景应用，在围场北梁 10 万千瓦风储一体化发电项目、华能吐鲁番市 100 万千瓦风电项目和河北建投清三营风电场宽频振荡治理项目等工程项目中实现应用。

图表22：公司构网型 SVG 产品介绍



资料来源：公司官网，华泰研究

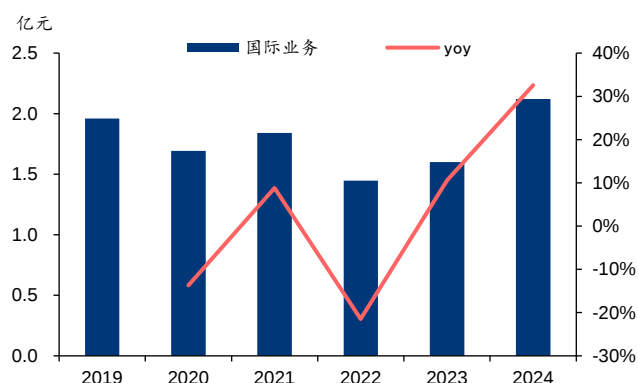
图表23：公司构网型储能产品介绍



资料来源：公司官网，华泰研究

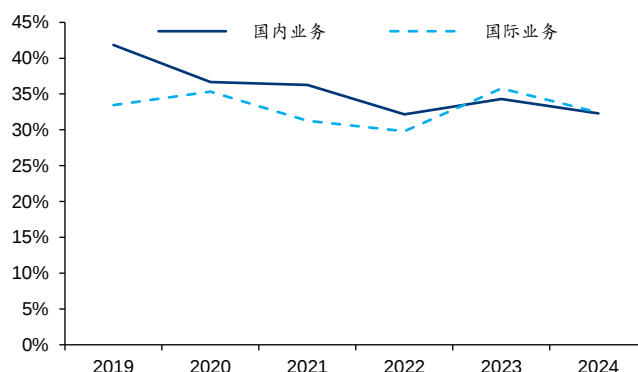
2024 年公司开始坚定拓展海外业务，海外订单规模高增。2023 年及之前，公司出海业务主要以二次产品为主，加之公司对于风控比较严格，策略以跟随国内大客户出海为主，海外业绩呈现波动态势。2024 年，公司开始积极推进国际化发展战略，一方面加强海外本地化策略，搭建本地团队，提升国际业务的本地化市场及服务能力，另一方面，在产品维度除二次系统外，加强电力电子、一次设备、一二次融合及储能等产品的海外市场拓展。公司当前扎根东南亚、南亚、非洲等海外市场，2024 年海外业务营收实现 2.12 亿元，同比增速 32.6%，订单规模达到 3.7 亿元，海外毛利率基本位于 30%-35%。我们预计伴随公司持续加大海外业务资源投入，海外收入与订单规模有望实现快速增长。

图表24：公司海外业务营收及增速



资料来源：ifind，华泰研究

图表25：公司国内业务与海外业务毛利率



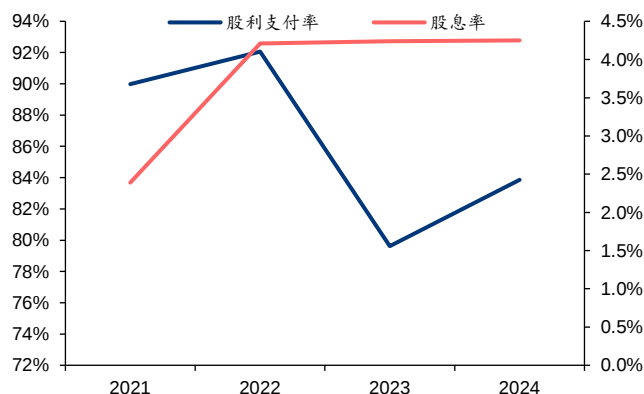
资料来源：ifind，华泰研究

### 现金流与股息率优异，ROE 持续高升

公司股利支付率自 2019 年开始均超 70%，股息率连续 3 年维持在 4.2% 以上（以当年年末收盘价计算）。公司重视股东回报，2022-2024 年股利支付率分别达到 92.1%、79.6%、83.9%，股息率连续 3 年维持在 4.2% 以上。我们预计后续股利支付率有望保持在 80% 左右，按照我们的盈利预测及 2025 年 6 月 27 日收盘价计算，2025 年股息率可达 5.0%。

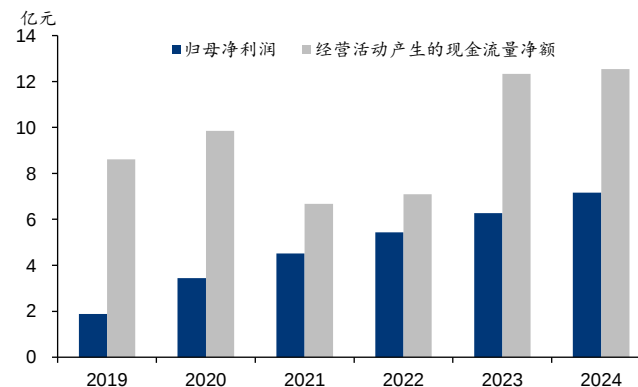
**现金流管理良好，账面现金充裕。**公司现金流管理优异，连续数年，经营活动产生的现金流净额远高于归母净利润。公司在手现金充裕，截至 25Q1 现金及现金等价物余额达到 39.22 亿元。展现出公司主营业务回款能力强、盈利质量高的特性。

图表26：公司分红比例与股息率



资料来源：Wind，华泰研究

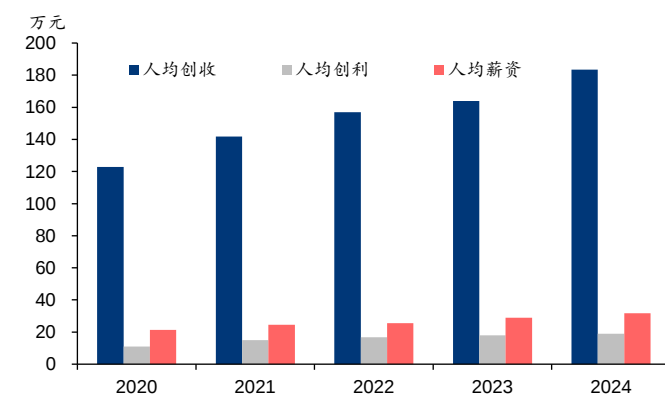
图表27：公司归母净利润与经营性现金流



资料来源：Wind，华泰研究

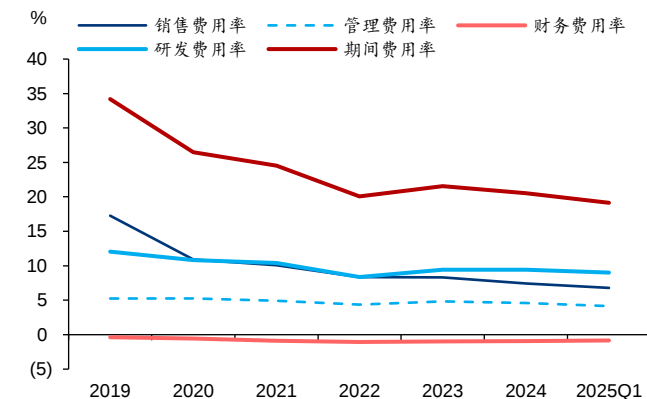
**因业务拓展及规模效应，公司人均创利提升幅度显著高于人均薪资，期间费用率大幅下降。**2020-2024 年，人均创利、人均创收、人均薪资提升幅度分别达到 72.6%、49.3%、48.2%。公司期间费用率持续大幅下降，2019-2024 年，期间费用率从 34.2% 下降至 20.5%，下降 13.7pct，其中销售费用率下降 9.9pct。我们预计伴随公司网外业务加速开拓，规模效应仍将表现的较为明显，公司整体费用率有望进一步下降。

图表28: 公司人均薪酬、人均创收、创利对比图



资料来源: Wind, 华泰研究

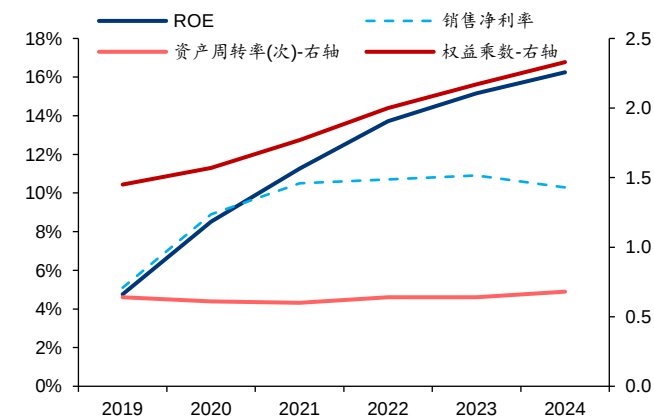
图表29: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

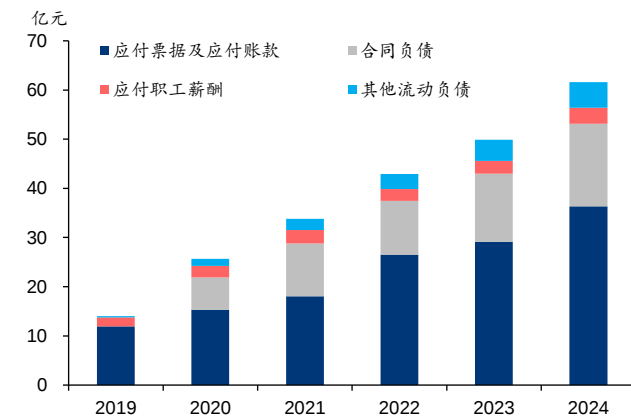
2019-2024 年, 公司 ROE 从 4.76% 稳步提升至 16.25%, 主要得益于销售净利率和权益乘数的显著提升。销售净利率由 2019 年的 4.87% 升至 2023 年的 10.92%, 虽 2024 年回落至 10.30%, 但整体盈利能力增强显著; 得益于应付票据及应付账款和合同负债提升明显 (2020 年到 2024 年, 公司合同负债、应付票据及应付账款金额合计提升 143%, 显著高于 931994.CSI 电网设备指数成分股均值的 110%), 权益乘数从 1.45 持续攀升至 2.33, 反映出公司上游议价能力增强、下游客户提前支付款项增加; 由于公司加强回款管理, 公司 23-24 年资产周转率在 0.64 - 0.68 区间小幅提升。

图表30: 公司杜邦分析



资料来源: Wind, 华泰研究

图表31: 公司主要负债科目



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 83.16、98.10、114.56 亿元，同比增长 19.64%、17.97%、16.78%；归母净利润为 8.45、9.88、11.50 亿元，同比增长 18.09%、16.93%、16.40%。

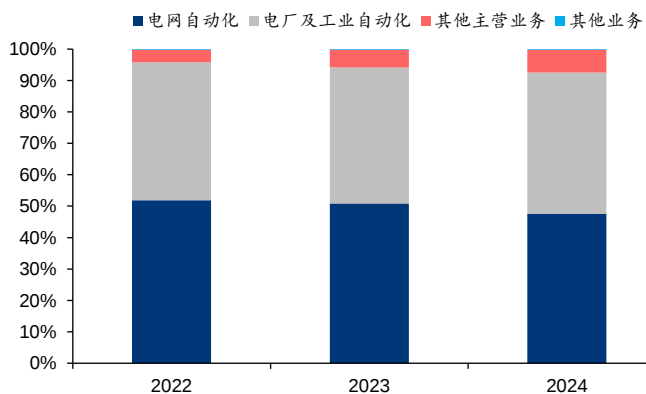
图表32：公司收入与利润情况

|           | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）  | 50.78  | 57.51  | 69.51  | 83.16  | 98.10  | 114.56 |
| YOY       | 18.15% | 13.24% | 20.86% | 19.64% | 17.97% | 16.78% |
| 毛利率       | 32.15% | 34.44% | 32.33% | 31.74% | 31.35% | 31.24% |
| 毛利润（亿元）   | 16.33  | 19.81  | 22.48  | 26.40  | 30.75  | 35.79  |
| 归母净利润（亿元） | 5.43   | 6.27   | 7.16   | 8.45   | 9.88   | 11.50  |
| YOY       | 20.21% | 15.46% | 14.09% | 18.09% | 16.93% | 16.40% |

资料来源：Wind，华泰研究预测

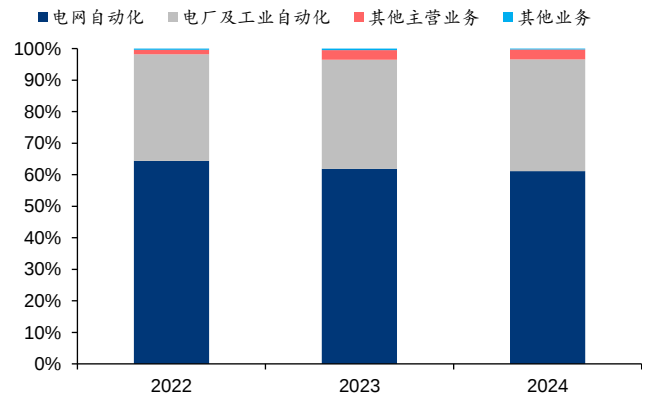
公司业务按最新报表口径主要分为电网自动化、电厂及工业自动化、其他主营（储能为主）、其他四项。**分业务收入角度**，2022 年以来，电网自动化、电厂及工业自动化为公司主要的收入来源，合计占比超 90%，以 2024 年为例，收入占比分别为 47.6%、44.9%。其中，电网自动化业务占比有下滑趋势，主要系公司积极开拓网外市场，电厂及工业自动化业务及其他主营业务营收占比提升。**分业务毛利角度**，2022 年以来，电网自动化、电厂及工业自动化毛利合计占比在 95% 以上，以 2024 年为例，毛利占比分别为 61.2%、35.4%。电网自动化业务毛利占比明显高于收入占比，主要系产品毛利率高达 40% 左右，盈利能力更强。

图表33：公司分板块业务营收占比



资料来源：Wind，华泰研究

图表34：公司分板块业务毛利占比



资料来源：Wind，华泰研究

**电网自动化：**该业务以电网整体投资增速为基本盘，较为稳健，2023-2024 年该板块收入增速为 11.0%、13.2%。我们预计 25 年电网整体投资增速或保持 10% 左右的增速，“十五五”期间仍有望在高位保持稳增长。此外，公司持续扩大一次设备等新品规模，同时配用电业务在国网区域市占份额有望提升，我们预计 2025-2027 年公司该板块收入增速为 13.1%、12.6%、12.6%，对应收入 37.4、42.1、47.4 亿元。22-24 年，公司该业务毛利率分别为 39.9%、41.9%、41.5%，考虑到毛利率较低的配用电业务增速或快于输变电业务，我们预计 25-27 年毛利率为 41.2%、41.1%、41.0%，呈现小幅下降趋势。

**电厂及工业自动化：**该业务主要对应原口径的发电与企业电力系统与电力电子应用系统两块业务，23-24 年该板块收入增速为 11.6%、25.4%，考虑到后续新能源增速或在 136 号文影响下有所放缓，但一方面，风电有望继续保持增长，尤其是公司更具优势的海风领域有望高速增长；另一方面源网荷储有望打开用户侧空间，我们预计该板块 25-27 年收入增速达 24.2%、22.0%、20.0%，对应收入 38.8、47.3、56.8 亿元。22-24 年业务毛利率为 24.8%、27.5%、25.5%，考虑到源网荷储项目技术难度与盈利能力更强，我们预计伴随该类业务占比提升板块毛利率呈现提升态势，预计 25-27 年毛利率分别为 25.8%、25.9%、26.3%。

图表35：公司分板块盈利预测情况

| (单位：亿元)         | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>电网自动化</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 收入              | 26.34  | 29.24  | 33.09  | 37.41  | 42.11  | 47.41  |
| YOY             |        | 11.01% | 13.18% | 13.06% | 12.56% | 12.57% |
| 营业成本            | 15.83  | 16.99  | 19.35  | 22.00  | 24.81  | 27.98  |
| 毛利              | 10.51  | 12.25  | 13.75  | 15.41  | 17.30  | 19.43  |
| 毛利率             | 39.90% | 41.89% | 41.54% | 41.19% | 41.08% | 40.98% |
| <b>电厂及工业自动化</b> |        |        |        |        |        |        |
| 收入              | 22.33  | 24.91  | 31.22  | 38.78  | 47.31  | 56.77  |
| YOY             |        | 11.55% | 25.35% | 24.19% | 22.00% | 20.00% |
| 营业成本            | 16.80  | 18.05  | 23.27  | 28.79  | 35.04  | 41.82  |
| 毛利              | 5.53   | 6.86   | 7.96   | 9.99   | 12.27  | 14.95  |
| 毛利率             | 24.77% | 27.54% | 25.48% | 25.76% | 25.93% | 26.34% |
| <b>其他主营业务</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 收入              | 1.99   | 3.22   | 5.07   | 6.84   | 8.55   | 10.26  |
| YOY             |        | 61.87% | 57.29% | 35.00% | 25.00% | 20.00% |
| 营业成本            | 1.77   | 2.61   | 4.37   | 5.92   | 7.44   | 8.93   |
| 毛利              | 0.22   | 0.61   | 0.70   | 0.92   | 1.11   | 1.33   |
| 毛利率             | 10.99% | 18.93% | 13.82% | 13.50% | 13.00% | 13.00% |
| <b>公司整体</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 收入              | 50.78  | 57.51  | 69.51  | 83.16  | 98.10  | 114.56 |
| YOY             |        | 13.24% | 20.86% | 19.64% | 17.97% | 16.78% |
| 营业成本            | 34.46  | 37.70  | 47.03  | 56.86  | 67.54  | 78.77  |
| 毛利              | 16.33  | 19.81  | 22.48  | 26.30  | 30.56  | 35.79  |
| 毛利率             | 32.15% | 34.44% | 32.33% | 31.63% | 31.15% | 31.24% |

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

**销售费用率：**2022-2024 年分别为 8.36%、8.33%、7.41%，考虑到公司积极拓展品类与市场，收入提升释放规模效应，我们预计 2025-2027 年销售费用率将为 6.81%、6.53%、6.48%。

**管理费用率：**2022-2024 年分别为 4.38%、4.83%、4.58%，考虑到公司往年管理费用相对稳定，公司费控能力良好，我们预计 2025-2027 年管理费用率为 4.21%、4.04%、4.01%。

**研发费用率：**2022-2024 年分别为 8.37%、9.41%、9.44%，考虑到公司持续高研发投入，我们预计 2025-2027 年研发费用率为 9.07%、8.84%、8.71%，研发费用绝对值增速保持在 15%。

图表36：公司费用率情况

| 指标    | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 8.36% | 8.33% | 7.41% | 6.81% | 6.53% | 6.48% |
| 管理费用率 | 4.38% | 4.83% | 4.58% | 4.21% | 4.04% | 4.01% |
| 研发费用率 | 8.37% | 9.41% | 9.44% | 9.07% | 8.84% | 8.71% |

资料来源：Wind，华泰研究预测

综合前文，我们预测归母净利润为 8.45、9.88、11.50 亿元，对应增速分别为 18.09%、16.93%、16.40%。我们选取国电南瑞、思源电气及许继电气作为可比公司，国电南瑞为国内二次设备龙头，思源电气、许继电气均为二次设备领域的领军企业。截至 2025 年 6 月 27 日，可比公司 2025 年一致性预期平均 PE 为 19.3 倍，考虑到公司用电侧业务在新型业态下或具备较高增长空间，同时股息率较高，我们给予公司 2025 年 20 倍 PE，给予目标价 20.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表37：可比公司估值表（截至 2025 年 6 月 27 日收盘价）

| 公司代码      | 公司简称 | 股价    | 市值       | 股息率   |       |       | 归母净利润（亿元） |       |        | PE（倍） |       |       |
|-----------|------|-------|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      | (元)   | (亿元)     | 2023A | 2024A | 2025E | 2025E     | 2026E | 2027E  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 000400 CH | 许继电气 | 21.50 | 219.03   | 1.35% | 1.52% | 0.88% | 14.59     | 18.04 | 21.01  | 15.02 | 12.14 | 10.43 |
| 002028 CH | 思源电气 | 72.53 | 564.58   | 0.99% | 0.77% | 0.48% | 26.08     | 32.41 | 39.70  | 21.65 | 17.42 | 14.22 |
| 600406 CH | 国电南瑞 | 22.26 | 1,787.94 | 2.42% | 2.26% | 2.25% | 84.11     | 94.64 | 104.52 | 21.26 | 18.89 | 17.11 |
| 均值        |      |       |          | 1.59% | 1.52% | 1.20% |           |       |        | 19.31 | 16.15 | 13.92 |
| 601126 CH | 四方股份 | 16.11 | 134.24   | 4.24% | 4.25% | 5.03% | 8.45      | 9.88  | 11.50  | 15.89 | 13.59 | 11.67 |

注：股息率以当年年末收盘价计算

资料来源：Wind 一致预期（可比公司），华泰研究预测

### 风险提示

#### 电网投资力度不及预期风险

公司聚焦电力行业，需求与电网公司的投资力度高度相关，也受到国家行业政策较大影响。未来行业的经营环境若发生变化，可能导致国家建设投资减少，影响公司收入。

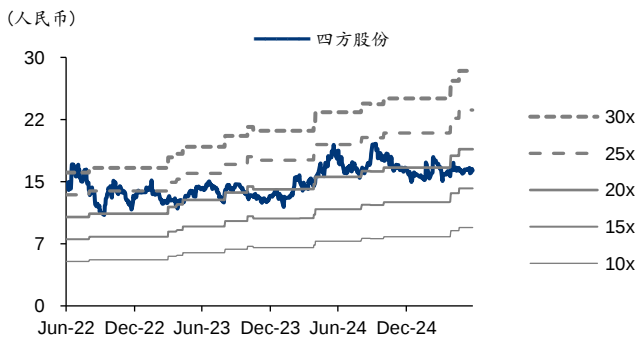
#### 竞争加剧风险

公司是目前二次设备第一梯队企业，但是未来若有新企业进入行业，或相近领域公司跨界竞争，可能会分薄公司市场份额，导致公司产品价格和盈利能力下降。

#### 原材料价格上涨风险

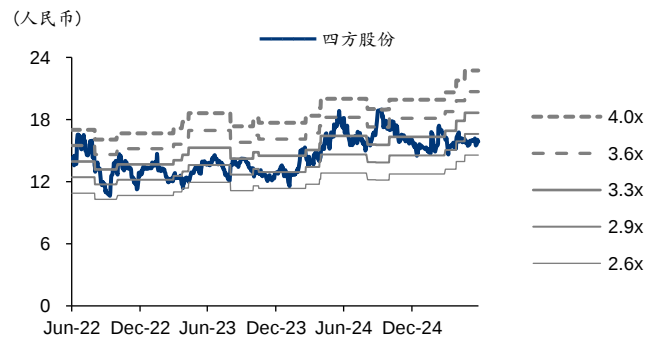
若受到上游原材料价格波动或市场供需关系的影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

图表38：四方股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表39：四方股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，刘俊、戚腾元、苗雨菲、马梦辰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师刘俊、戚腾元、苗雨菲、马梦辰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**新加坡**

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

**评级说明**

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

**行业评级**

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司