

中国西电（601179）

2025 年中报点评：业绩符合市场预期，经营改善多元发展

买入（维持）

2025 年 08 月 22 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书：S0600524120002

sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	21,204	22,281	24,476	26,007	27,702
同比（%）	13.02	5.07	9.85	6.25	6.52
归母净利润（百万元）	897.17	1,054.15	1,497.30	1,773.18	2,056.39
同比（%）	44.92	17.50	42.04	18.43	15.97
EPS-最新摊薄（元/股）	0.18	0.21	0.29	0.35	0.40
P/E（现价&最新摊薄）	38.34	32.63	22.97	19.40	16.73

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 25 年中报，公司 25H1 营收 113.3 亿元，同比+8.9%，归母净利润 6 亿元，同比+30.1%，毛利率 21.6%，同比+2.7pct，归母净利率 5.3%，同比+0.9pct；其中 25Q2 营收 60.7 亿元，同比+7.8%，归母净利润 3 亿元，同比+21.8%，毛利率 22.1%，同比+2.3pct，归母净利率 5%，同比+0.6pct。盈利能力持续改善，业绩符合市场预期。

■ **特高压+输变电构筑增长基本盘，变压器盈利持续改善。**25H1 变压器/开关分别实现营收 49.35/42.45 亿元，同比+10%/4%。其中西安西变/西电济变/西电常变分别实现净利润 0.58/1.06/0.90 亿元，净利率 3.09%/8.93%/5.41%，盈利能力不断提升。电网投资维持高景气，截至 25 年 6 月，电网基建投资完成额约 2911 亿元，同比+15%，输变电招标维持高速增长，截至 25 年前三批国网输变电招标金额同比+25%，公司份额稳固，南网、蒙网不断实现新产品、新市场的突破；特高压领域公司在手订单充足，陆续交付改善报表盈利，电力工程及电子业务净利率约 10%，我们认为主要系在手换流阀订单交付拉高板块利润率水平。我们预计下半年有多条特高压直流&交流工程启动招标，公司高毛利订单有望继续增长。

■ **配网+出海成分为公司重要第二增长曲线，电力电子业务加速发展。**25H1 公司海外营收 21.71 亿元，同比+64%，毛利率 14.84%，同比+3.72pct。公司积极推进海外市场的拓展，25H1 公司中标马来西亚数据中心变电站设备、GE 公司变压器供货大单，首次出口高压直流转换开关设备，单机出口业务发展迅猛。配电及用电侧方面，配网中标额同比翻两番，发电侧拿到多个 GIS、变压器、GIL 订单，电力电子业务加速发展，加速整流电源、构网型 SVG 的推广应用，同时公司的 10kV AC/800V DC 2MVA 固态变压器已实现量产，未来有望大规模应用于 AIDC，成长空间大。

■ **维持高研发投入、存货增长较多。**公司 25H1 期间费用 14.2 亿元，同+5.7%，期间费用率 12.5%，同-0.5pct，其中研发费用率为 3.81%，同比+0.23pct，研发保持高投入；25H1 末存货 50 亿元，同比+29%，库存增长较多主要系大量产成品未交付所致，我们认为可能系 Q2 电网要货整体略有滞后。

■ **盈利预测与投资评级：**由于 24 年和 25H1 特高压项目招标延迟，考虑到交付节奏的问题，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）为 14.97（-2.04）/17.73（-3.02）/20.56（-4.9）亿元，同比+42%/18%/16%，现价对应 PE 分别为 23x、19x、17x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**特高压建设不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.71
一年最低/最高价	5.91/9.54
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	34,394.67
总市值(百万元)	34,394.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.40
资产负债率(% LF)	46.47
总股本(百万股)	5,125.88
流通 A 股(百万股)	5,125.88

相关研究

《中国西电(601179)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：盈利能力持续提升，业绩超市场预期》

2025-04-16

《中国西电(601179)：2024 年三季报点评：特高压交付显著修复报表盈利，业绩大超预期》

2024-11-01

中国西电三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	31,960	32,944	36,555	40,755	营业总收入	22,281	24,476	26,007	27,702
货币资金及交易性金融资产	10,683	12,277	15,805	19,773	营业成本(含金融类)	17,574	19,383	20,456	21,646
经营性应收款项	12,133	12,372	12,238	12,214	税金及附加	152	209	222	237
存货	4,720	4,207	4,346	4,460	销售费用	872	734	754	776
合同资产	1,775	1,713	1,820	1,939	管理费用	1,416	1,542	1,612	1,690
其他流动资产	2,650	2,374	2,345	2,369	研发费用	809	979	1,014	1,053
非流动资产	14,172	14,321	14,111	13,807	财务费用	203	(124)	(155)	(215)
长期股权投资	2,403	2,403	2,403	2,403	加:其他收益	223	230	230	230
固定资产及使用权资产	3,923	3,746	3,503	3,365	投资净收益	142	130	130	130
在建工程	1,628	1,723	1,819	1,916	公允价值变动	(46)	0	0	0
无形资产	2,039	1,989	1,939	1,689	减值损失	(227)	(213)	(213)	(263)
商誉	24	24	24	24	资产处置收益	27	20	20	20
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	1,373	1,919	2,269	2,633
其他非流动资产	4,143	4,424	4,411	4,398	营业外净收支	(27)	5	6	6
资产总计	46,133	47,265	50,666	54,562	利润总额	1,347	1,924	2,275	2,639
流动负债	19,504	18,971	20,325	21,846	减:所得税	127	192	228	264
短期借款及一年内到期的非流动负债	886	682	482	282	净利润	1,220	1,732	2,048	2,375
经营性应付款项	12,415	11,576	12,217	12,928	减:少数股东损益	165	235	274	319
合同负债	4,724	5,140	5,982	6,925	归属母公司净利润	1,054	1,497	1,773	2,056
其他流动负债	1,479	1,573	1,645	1,711	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	0.29	0.35	0.40
非流动负债	1,800	1,898	1,898	1,898	EBIT	1,534	1,800	2,120	2,424
长期借款	330	380	380	380	EBITDA	2,489	2,402	2,707	2,905
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.75	20.81	21.34	21.86
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	4.75	6.12	6.82	7.42
其他非流动负债	1,457	1,504	1,504	1,504	收入增长率(%)	5.07	9.85	6.25	6.52
负债合计	21,304	20,869	22,222	23,743	归母净利润增长率(%)	17.50	42.04	18.43	15.97
归属母公司股东权益	22,025	23,358	25,131	27,187					
少数股东权益	2,804	3,038	3,313	3,632					
所有者权益合计	24,828	26,396	28,443	30,819					
负债和股东权益	46,133	47,265	50,666	54,562					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,499	2,310	4,039	4,272	每股净资产(元)	4.30	4.56	4.90	5.30
投资活动现金流	(720)	(313)	(184)	(84)	最新发行在外股份(百万股)	5,126	5,126	5,126	5,126
筹资活动现金流	(1,756)	(346)	(227)	(221)	ROIC(%)	5.33	6.05	6.72	7.17
现金净增加额	1,025	1,694	3,628	3,968	ROE-摊薄(%)	4.79	6.41	7.06	7.56
折旧和摊销	955	602	587	481	资产负债率(%)	46.18	44.15	43.86	43.52
资本开支	(1,343)	(485)	(414)	(214)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.63	22.97	19.40	16.73
营运资本变动	1,270	(27)	1,321	1,288	P/B(现价)	1.56	1.47	1.37	1.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>