

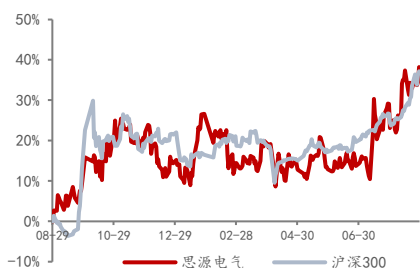
## 25H1 收入、利润同比均高增，海外业务爆发式增长

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-30

收盘价（元） 87.60  
近 12 个月最高/最低（元） 87.99/63.25  
总股本（百万股） 778  
流通股本（百万股） 607  
流通股比例（%） 77.91  
总市值（亿元） 682  
流通市值（亿元） 532

### 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

1. 25 年经营目标彰显信心，订单目标同比高速增长 2025-05-04
2. 业绩增长稳健，GIS 新基地有望贡献新增量 2024-12-03
3. 乘电力投资之风，业绩未来可期 2024-06-12

### 主要观点：

#### ● 业绩

公司公布 2025 年半年度报告。2025H1 实现营收 84.97 亿元，同比增长 37.80%，实现归母净利 12.93 亿元，同比增长 45.71%，扣非归母净利润 12.36 亿元，同比增长 47.04%。2025Q2 实现营收 52.70 亿元，同比增长 50.21%，实现归母净利 8.46 亿元，同比增长 61.53%，扣非归母净利 7.99 亿元，同比增长 59.97%。2025H1 毛利率为 31.74%，同比下降 0.01Pct；2025Q2 毛利率为 32.61%，同比提升 0.07pct。

#### ● 海外业务爆发式增长，毛利率改善

报告期内公司海外地区收入达到 28.62 亿元，同比增长 88.95%，收入占比提升至 33.7%，推动公司全球化布局发展，海外地区毛利率为 35.69%。公司深耕海外市场，自 2020 年以来海外营收逐年增长，2020-2024 年间海外业务 CAGR 为 26.98%，保持强劲增长态势。海外市场欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。

#### ● 投资建议

我们预计 25-27 年收入分别为 186.80/224.16/268.99 亿元；归母净利润分别为 27.69/33.58/36.62 亿元，对应 PE 分别 24.6/20.3/18.6 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

市场竞争加剧；汇率波动风险；新产品推进速度不及预期。

#### ● 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      | 15458 | 18680 | 22416 | 26899 |
| 收入同比（%）   | 24.1% | 20.8% | 20.0% | 20.0% |
| 归属母公司净利润  | 2049  | 2769  | 3358  | 3662  |
| 净利润同比（%）  | 31.4% | 35.1% | 21.3% | 9.0%  |
| 毛利率（%）    | 31.2% | 31.5% | 31.8% | 32.0% |
| ROE（%）    | 16.6% | 18.1% | 18.0% | 16.4% |
| 每股收益（元）   | 2.64  | 3.56  | 4.31  | 4.70  |
| P/E       | 27.54 | 24.63 | 20.30 | 18.62 |
| P/B       | 4.57  | 4.47  | 3.66  | 3.06  |
| EV/EBITDA | 19.31 | 18.61 | 16.00 | 14.51 |

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 | 会计年度      | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
| 流动资产     | 18911 | 22392 | 46576 | 62275 | 营业收入      | 15458 | 18680 | 22416  | 26899  |
| 现金       | 4028  | 4234  | 1462  | 462   | 营业成本      | 10628 | 12796 | 15299  | 18291  |
| 应收账款     | 5758  | 6547  | 18738 | 26457 | 营业税金及附加   | 99    | 121   | 143    | 173    |
| 其他应收款    | 297   | 328   | 863   | 1230  | 销售费用      | 768   | 934   | 1121   | 1345   |
| 预付账款     | 534   | 600   | 2005  | 2886  | 管理费用      | 449   | 551   | 661    | 794    |
| 存货       | 3477  | 4150  | 12659 | 18115 | 财务费用      | -7    | -134  | -140   | -42    |
| 其他流动资产   | 4816  | 6533  | 10849 | 13127 | 资产减值损失    | -152  | 15    | 15     | 15     |
| 非流动资产    | 4563  | 4842  | 5288  | 6036  | 公允价值变动收益  | 29    | 0     | 0      | 0      |
| 长期投资     | 3     | 3     | 3     | 4     | 投资净收益     | 47    | 19    | 24     | 0      |
| 固定资产     | 2368  | 3034  | 3640  | 4195  | 营业利润      | 2432  | 3290  | 3989   | 4348   |
| 无形资产     | 572   | 662   | 752   | 842   | 营业外收入     | 9     | 6     | 7      | 7      |
| 其他非流动资产  | 1620  | 1143  | 893   | 995   | 营业外支出     | 11    | 13    | 12     | 12     |
| 资产总计     | 23474 | 27235 | 51864 | 68311 | 利润总额      | 2431  | 3284  | 3984   | 4343   |
| 流动负债     | 10618 | 11441 | 32637 | 45340 | 所得税       | 346   | 467   | 567    | 618    |
| 短期借款     | 149   | 184   | 204   | 249   | 净利润       | 2085  | 2817  | 3417   | 3725   |
| 应付账款     | 4670  | 5636  | 14160 | 19529 | 少数股东损益    | 36    | 48    | 59     | 64     |
| 其他流动负债   | 5800  | 5622  | 18273 | 25563 | 归属母公司净利润  | 2049  | 2769  | 3358   | 3662   |
| 非流动负债    | 200   | 214   | 227   | 243   | EBITDA    | 2730  | 3450  | 4189   | 4692   |
| 长期借款     | 28    | 37    | 47    | 46    | EPS (元)   | 2.64  | 3.56  | 4.31   | 4.70   |
| 其他非流动负债  | 172   | 176   | 180   | 197   |           |       |       |        |        |
| 负债合计     | 10818 | 11655 | 32864 | 45583 | 主要财务比率    |       |       |        |        |
| 少数股东权益   | 276   | 324   | 383   | 447   | 会计年度      | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
| 股本       | 778   | 778   | 778   | 778   | 成长能力      |       |       |        |        |
| 资本公积     | 408   | 484   | 484   | 484   | 营业收入      | 24.1% | 20.8% | 20.0%  | 20.0%  |
| 留存收益     | 11194 | 13993 | 17354 | 21019 | 营业利润      | 36.8% | 35.3% | 21.2%  | 9.0%   |
| 归属母公司股东权 | 12380 | 15256 | 18617 | 22282 | 归属于母公司净利  | 31.4% | 35.1% | 21.3%  | 9.0%   |
| 负债和股东权益  | 23474 | 27235 | 51864 | 68311 | 获利能力      |       |       |        |        |
|          |       |       |       |       | 毛利率 (%)   | 31.2% | 31.5% | 31.8%  | 32.0%  |
|          |       |       |       |       | 净利率 (%)   | 13.3% | 14.8% | 15.0%  | 13.6%  |
|          |       |       |       |       | ROE (%)   | 16.6% | 18.1% | 18.0%  | 16.4%  |
|          |       |       |       |       | ROIC (%)  | 16.5% | 17.1% | 17.1%  | 16.0%  |
|          |       |       |       |       | 偿债能力      |       |       |        |        |
|          |       |       |       |       | 资产负债率 (%) | 46.1% | 42.8% | 63.4%  | 66.7%  |
|          |       |       |       |       | 净负债比率 (%) | 85.5% | 74.8% | 173.0% | 200.6% |
|          |       |       |       |       | 流动比率      | 1.78  | 1.96  | 1.43   | 1.37   |
|          |       |       |       |       | 速动比率      | 1.28  | 1.40  | 0.85   | 0.79   |
|          |       |       |       |       | 营运能力      |       |       |        |        |
|          |       |       |       |       | 总资产周转率    | 0.73  | 0.74  | 0.57   | 0.45   |
|          |       |       |       |       | 应收账款周转率   | 3.06  | 3.04  | 1.77   | 1.19   |
|          |       |       |       |       | 应付账款周转率   | 2.46  | 2.48  | 1.55   | 1.09   |
|          |       |       |       |       | 每股指标 (元)  |       |       |        |        |
|          |       |       |       |       | 每股收益      | 2.64  | 3.56  | 4.31   | 4.70   |
|          |       |       |       |       | 每股经营现金流   | 3.16  | 1.83  | -1.76  | 0.54   |
|          |       |       |       |       | 每股净资产     | 15.92 | 19.60 | 23.92  | 28.62  |
|          |       |       |       |       | 估值比率      |       |       |        |        |
|          |       |       |       |       | P/E       | 27.54 | 24.63 | 20.30  | 18.62  |
|          |       |       |       |       | P/B       | 4.57  | 4.47  | 3.66   | 3.06   |
|          |       |       |       |       | EV/EBITDA | 19.31 | 18.61 | 16.00  | 14.51  |

| 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 | 2462  | 1423  | -1373 | 424   |        |  |  |  |  |
| 净利润     | 2085  | 2817  | 3417  | 3725  |        |  |  |  |  |
| 折旧摊销    | 255   | 300   | 346   | 391   |        |  |  |  |  |
| 财务费用    | 24    | 7     | 8     | 10    |        |  |  |  |  |
| 投资损失    | -47   | -19   | -24   | 0     |        |  |  |  |  |
| 营运资金变动  | 13    | -1697 | -5189 | -3766 |        |  |  |  |  |
| 其他经营现金流 | 2205  | 4530  | 8675  | 7554  |        |  |  |  |  |
| 投资活动现金流 | -1705 | -1354 | -1420 | -1471 |        |  |  |  |  |
| 资本支出    | -919  | -1229 | -1228 | -1227 |        |  |  |  |  |
| 长期投资    | 191   | 13    | -203  | -239  |        |  |  |  |  |
| 其他投资现金流 | -977  | -138  | 11    | -4    |        |  |  |  |  |
| 筹资活动现金流 | -199  | 127   | 21    | 47    |        |  |  |  |  |
| 短期借款    | 67    | 35    | 20    | 45    |        |  |  |  |  |
| 长期借款    | -2    | 9     | 9     | -1    |        |  |  |  |  |
| 普通股增加   | 4     | 1     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 资本公积增加  | 249   | 76    | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 其他筹资现金流 | -517  | 6     | -9    | 3     |        |  |  |  |  |
| 现金净增加额  | 550   | 206   | -2772 | -1000 |        |  |  |  |  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 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。