

## 四方股份 (601126)

# 2025 年中报点评：业绩略低于市场预期，出海&AIDC 有望成为新增长点

2025 年 08 月 31 日

买入 (维持)

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

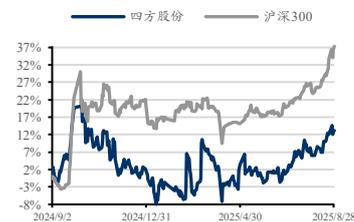
执业证书: S0600524120002  
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,751	6,951	8,196	9,502	10,875
同比 (%)	13.24	20.86	17.92	15.93	14.45
归母净利润 (百万元)	627.21	715.59	817.14	955.74	1,089.85
同比 (%)	15.46	14.09	14.19	16.96	14.03
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.75	0.86	0.98	1.15	1.31
P/E (现价&最新摊薄)	24.06	21.09	18.47	15.79	13.85

### 投资要点

- **事件:** 公司 25H1 营收 40.2 亿元, 同比+15.6%, 归母净利润 4.8 亿元, 同比+12.4%, 毛利率 30.5%, 同比-2.9pct, 归母净利率 11.8%, 同比-0.3pct; 其中 25Q2 营收 21.9 亿元, 同比+13.4%, 归母净利润 2.3 亿元, 同比-3.2%, 毛利率 29.4%, 同比-3.7pct, 归母净利率 10.7%, 同比-1.8pct。盈利受收入结构影响, 业绩略低于市场预期。
- **25H1 网外收入占比提升, 网内平稳增长。** 25H1 公司电网自动化/电厂及工业自动化实现营收 17.26/20.03 亿元, 同比+2%/+31%, 毛利率分别为 40.83%/23.82%, 同比-2.80/-2.67pct。其中电厂及工业自动化收入占比约 50%, 首次超过电网自动化业务, 我们预计主要系 25H1 新能源抢装所致。公司网外市场基本盘稳固, 增量市场如海上风电进展顺利, 中标了山东华能半岛北 L 厂址、河北建设山海关 500MW、福建三峡集团平海湾 DE 等标杆海上风电项目, 同时在分布式调相机二次及系统集成方面中标了多个项目。网内业务 25H1 实现平稳增长, 毛利率有所下滑我们预计主要系确收了部分降价保护订单。截至 25 前四批, 国网保护/监控招标需求分别同比+60%/+36%, 更新需求旺盛, 展望 25H2, 我们预计公司网内业务有望加速, 网外新市场持续突破延续稳健增长。
- **国际市场稳扎稳打, 技术&产品优势向数据中心延伸。** 25H1 公司海外业务收入 1.02 亿元, 同比-13%, 毛利率 44.09%, 同比+9.00pct。公司持续拓展国际市场, 二次设备&SVG&储能等电力电子设备在非洲、印度、老挝等国家和地区均有中标和项目落地, 形成电力二次&电力电子一次产品的出海组合拳。凭借在能源管理和电力电子技术的优势, 25H1 公司中标张家口察北阿里巴巴数据中心、中国移动(宁夏中卫)数据中心、新疆克拉玛依市碳和水冷数据中心等多个项目, 同时, 紧密跟踪绿电直连以及直流配电在数据中心建设中的应用, 公司在 SST、HVDC 等电力电子设备领域有深厚的技术积累和产品储备, 未来有望在 AIDC 领域崭露头角。
- **规模效应带来费用率下降, 存货&合同负债稳增。** 公司 25H1 期间费用 7.1 亿元, 同比+6.5%, 费用率 17.6%, 同比-1.5pct, 我们认为主要系公司多下游增长带来的规模效应所致; 25H1 经营性净现金流 0 亿元, 同-100.8%, 我们认为主要系储能业务起量所致; 25H1 末存货 19.2 亿元, 同比+11%, 合同负债 12.92 亿元, 同比+26%, 均实现稳健增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到后期网外收入占比提高、光伏装机降速等因素, 我们下修公司 25-27 年归母净利润 (括号内为下修幅度) 分别为 8.17 (-0.68) /9.56 (-0.99) /10.90 (-1.48) 亿元, 同比+14%/17%/14%, 现价对应 PE 分别为 18x、16x、14x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AIDC 市场拓展不及预期, 电网投资不及预期, 竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.11
一年最低/最高价	15.30/21.96
市净率(倍)	3.36
流通 A 股市值(百万元)	14,829.44
总市值(百万元)	15,090.48

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.38
资产负债率(% ,LF)	58.71
总股本(百万股)	833.27
流通 A 股(百万股)	818.85

### 相关研究

《四方股份(601126): 2025 年一季报点评: 盈利能力提升, 业绩略超市场预期》

2025-04-29

《四方股份(601126): 2024 年年报点评: 发展兼顾成长与回报, 业绩符合市场预期》

2025-04-02

四方股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>9,923</b>	<b>11,094</b>	<b>12,637</b>	<b>14,333</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,951</b>	<b>8,196</b>	<b>9,502</b>	<b>10,875</b>
货币资金及交易性金融资产	3,772	2,972	3,398	3,966	营业成本(含金融类)	4,703	5,661	6,572	7,568
经营性应收款项	1,882	2,463	2,821	3,137	税金及附加	53	64	74	85
存货	1,967	3,057	3,451	3,880	销售费用	515	582	656	718
合同资产	1,760	2,001	2,320	2,655	管理费用	319	361	409	435
其他流动资产	542	601	648	696	研发费用	656	770	884	1,000
<b>非流动资产</b>	<b>1,123</b>	<b>1,219</b>	<b>1,203</b>	<b>1,134</b>	财务费用	(64)	(69)	(66)	(78)
长期股权投资	59	59	59	59	加:其他收益	114	148	171	196
固定资产及使用权资产	395	490	547	566	投资净收益	6	4	5	4
在建工程	139	173	134	83	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	207	176	143	107	减值损失	(86)	(51)	(66)	(74)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	24	22	21	19	<b>营业利润</b>	<b>803</b>	<b>928</b>	<b>1,084</b>	<b>1,273</b>
其他非流动资产	299	299	299	299	营业外净收支	20	21	22	22
<b>资产总计</b>	<b>11,046</b>	<b>12,313</b>	<b>13,840</b>	<b>15,467</b>	<b>利润总额</b>	<b>824</b>	<b>949</b>	<b>1,106</b>	<b>1,296</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,448</b>	<b>7,497</b>	<b>8,767</b>	<b>10,003</b>	减:所得税	108	131	149	205
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	4	4	4	<b>净利润</b>	<b>716</b>	<b>818</b>	<b>957</b>	<b>1,091</b>
经营性应付款项	3,632	4,298	5,046	5,800	减:少数股东损益	0	1	1	1
合同负债	1,683	1,925	2,235	2,573	<b>归属母公司净利润</b>	<b>716</b>	<b>817</b>	<b>956</b>	<b>1,090</b>
其他流动负债	1,130	1,270	1,483	1,626	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.86	0.98	1.15	1.31
非流动负债	19	19	19	19	EBIT	763	758	908	1,069
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	885	849	1,002	1,164
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.33	30.93	30.83	30.41
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.29	9.97	10.06	10.02
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	20.86	17.92	15.93	14.45
<b>负债合计</b>	<b>6,467</b>	<b>7,516</b>	<b>8,786</b>	<b>10,022</b>	归母净利润增长率(%)	14.09	14.19	16.96	14.03
归属母公司股东权益	4,575	4,792	5,048	5,438					
少数股东权益	4	5	6	7					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,579</b>	<b>4,797</b>	<b>5,054</b>	<b>5,445</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,046</b>	<b>12,313</b>	<b>13,840</b>	<b>15,467</b>					

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	1,254	(35)	1,180	1,272	每股净资产(元)	5.49	5.75	6.06	6.52
投资活动现金流	(393)	(165)	(54)	(4)	最新发行在外股份(百万股)	833	833	833	833
筹资活动现金流	(496)	(600)	(700)	(700)	ROIC(%)	15.03	13.92	15.94	17.13
现金净增加额	366	(800)	426	568	ROE-摊薄(%)	15.64	17.05	18.93	20.04
折旧和摊销	121	90	93	95	资产负债率(%)	58.54	61.04	63.48	64.80
资本开支	(167)	(171)	(60)	(10)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.09	18.47	15.79	13.85
营运资本变动	363	(969)	91	38	P/B (现价)	3.30	3.15	2.99	2.78

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>