

中国西电 (601179.SH)

Q2 业绩持续上升，特高压改善盈利

公司公告 2025 年 H1 营业收入、归母净利润、扣非净利润 113.31、5.98、6.09 亿元，同比+8.91%、+30.08%、+29.25%。2025Q2 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 60.7、3.03、3.16 亿元，同比+7.22%、+20.19%、+12.43%。

□ **25Q2 业绩持续增长。**公司公告 2025 年 H1 营业收入、归母净利润、扣非净利润 113.31、5.98、6.09 亿元，同比+8.91%、+30.08%、+29.25%。2025Q2 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 60.7、3.03、3.16 亿元，同比+7.22%、+20.19%、+12.43%。

□ **利润率持续改善。**公司 25 年 H1 毛利率 21.61% (同比+2.68pcts)，费用率 12.55% (同比-0.46pcts)，净利率 6.55% (同比+1.04pcts)。2025 年 Q2 毛利率 22.12% (同比+2.29pcts)，费用率 12.21% (同比-1.11pcts)，净利率 6.12% (同比+0.53pcts)。在手净现金约 90 亿元，负债率 46.47%，固定资产 37.99 亿元，在建工程 18.07 亿元，经营稳健。公司 25Q2 毛利提升主因特高压等高附加值输配电设备销量增长及原材料成本优化，同时财务费用率受益汇率套期保值操作，同比压降 0.10pcts 至-0.42%。

□ **各业务板块均衡发展，出海亮眼。**变压器：营收 49.35 亿元，同比 +10.45%。开关：营收 42.45 亿元，同比 +4.04%。电力电子、工程及贸易：营收 3.99 亿元，同比 +517.45%。电容器、绝缘子及避雷器：营收 4.01 亿元，同比 -7.33%。研发检测及二次设备：营收 3.87 亿元，同比 +41.38%。金融业务：营收 0.3 亿元，同比 -47.8%。各业务板块发展均衡，海外营收 21.71 亿元，同比增长 64.05%，海外营收快速增长。

□ **国内特高压节奏放缓，海外进度屡获大单。**公司 2025 年 H1 在国网输变电项目变电设备中标金额同比持平，市占率 7.4%，特高压受招标结构和节奏影响，中标较少。此外，公司蒙网市场中标额同比大幅提升，配网市场同比翻两番。网外市场也收获颇丰。海外方面，公司加速单机设备出口业务，西电国际中标马来西亚数据中心变电站设备，西电常变斩获 GE 公司变压器供货大单，西开有限首次出口高压直流转换开关设备。

□ **投资建议：**估算公司 2025-2026 年归母净利润为 14.21、17.12 亿元，对应估值 24、20 倍，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**电力建设不及预期、公司中标情况不及预期、多业务管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	21051	22281	25857	28917	31110
同比增长	16%	6%	16%	12%	8%
营业利润(百万元)	1094	1373	1856	2235	2487
同比增长	25%	26%	35%	20%	11%
归母净利润(百万元)	885	1054	1421	1712	1906
同比增长	45%	19%	35%	21%	11%
每股收益(元)	0.17	0.21	0.28	0.33	0.37
PE	38.0	31.9	23.7	19.6	17.6
PB	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (维持)

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：NA

当前股价：6.56 元

基础数据

总股本 (百万股)	5126
已上市流通股 (百万股)	5126
总市值 (十亿元)	33.6
流通市值 (十亿元)	33.6
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	5.3
资产负债率	46.5%
主要股东	中国电气装备集团有限公司
主要股东持股比例	51.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-4	3
相对表现	-11	-19	-34



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国西电 (601179) —Q1 业绩大幅上升，特高压盈利释放》
2025-04-20
- 2、《中国西电 (601179) —业绩稳定增长，受益于特高压建设》
2024-09-04
- 3、《中国西电 (601179) —一次设备龙头企业，可持续经营具有支撑》
2024-04-16

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

✉ lvhao1@cmschina.com.cn

表 1：业绩摘要

单位：百万元	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	同比变化(%)
营业收入	18213.38	21051.45	22280.53	10341.82	11331.47	9.57
营业成本	15048.15	17131.04	17574.05	8337.06	8859.11	6.26
毛利润	3165.23	3920.40	4706.48	2004.75	2472.35	23.32
销售税金	149.37	155.99	151.53	66.32	79.04	19.19
毛利润（扣除销售税金）	3015.86	3764.42	4554.95	1938.44	2393.31	23.47
销售费用	625.99	778.77	872.16	356.50	325.18	-8.78
管理费用	1178.58	1294.57	1416.01	651.61	712.37	9.32
研发费用	581.19	717.65	808.56	369.79	431.52	16.69
经营利润	630.10	973.43	1458.21	560.53	924.24	64.88
资产和信用减值损失	-315.78	(259.38)	(227.11)	-71.60	-302.16	322.00
财务费用	-9.76	93.06	202.84	-33.17	-47.38	42.85
投资收益	49.41	175.52	141.53	74.16	87.79	18.38
资产处置收益	281.23	134.60	26.79	12.45	2.68	-78.43
公允价值变动净收益	70.66	(32.37)	(45.68)	-63.99	-51.75	-19.13
其他收益	165.18	200.75	222.51	109.85	105.71	-3.77
营业外收入	31.82	69.55	40.11	13.98	21.75	55.55
营业外支出	35.37	56.05	67.00	8.35	24.56	194.08
利润总额	887.02	1113.00	1346.53	660.19	811.09	22.86
所得税	155.05	87.19	126.98	93.70	71.05	-24.17
税后净利润	731.97	1025.80	1219.55	566.49	740.03	30.63
少数股东损益	101.16	134.77	165.40	114.12	141.85	24.29
归母净利润	630.81	891.03	1054.15	452.37	598.19	32.23
非经常性损益	354.81	244.40	244.40	85.21	72.88	-14.47
扣非归母净利润	276.00	646.63	809.75	367.16	525.31	43.07
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	17.38	18.62	21.12	19.38	21.82	2.43
销售费用率	3.44	3.70	3.91	3.45	2.87	-0.58
管理费用率	6.47	6.15	6.36	6.30	6.29	-0.01
研发费用率	3.19	3.41	3.63	3.58	3.81	0.23
财务费用率	-0.05	0.44	0.91	-0.32	-0.42	-0.10
经营利润率	3.46	4.62	6.54	5.42	8.16	2.74
所得税率	18.51	9.30	10.54	15.99	9.82	-6.17
净利率	4.02	4.87	5.47	5.48	6.53	1.05
扣非净利率	1.52	3.07	3.63	3.55	4.64	1.09

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：分项业务拆分

	2023	2024H1	2024	2025H1
营业收入（亿元）	210.51	103.42	222.81	113.31
变压器	78.23	44.68	92.18	49.35
开关	76.63	40.81	85.04	42.45
电力电子、工程及贸易	36.58	0.65	24.56	3.99
电容器、绝缘子及避雷器	8.03	4.33	9.85	4.01
研发检测及二次设备	4.96	2.74	6.65	3.87
金融业务		0.58		0.30
其他业务	6.09		4.53	
综合毛利率（%）	17.83	18.93	20.75	21.61
变压器	8.47		14.35	

	2023	2024H1	2024	2025H1
开关	25.23		26.52	
电力电子、工程及贸易	15.80		15.00	
电容器、绝缘子及避雷器	21.71		23.20	
研发检测及二次设备	49.09		51.73	
其他业务	54.02			

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：负债情况

	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	环比变化(%)
负债率%	43.8	44.2	46.2	45.0	46.5	1.5
短期借款（百万元）	513.1	1346.0	864.9	795.8	914.1	14.9
一年内到期的非流动负债（百万元）	55.8	30.1	21.4	21.2	16.8	-20.8
在手现金（百万元）	7267.6	9505.7	10423.0	9256.5	10355.0	11.9

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：现金情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
赊销比	56.83	47.92	45.38	112.31	100.20	-12.10
存货营收比	21.45	24.77	99.72	37.42	44.11	6.69
销售商品、劳务获现金(百万元)	17444.33	21911.73	24711.80	9558.19	12356.44	128.28
销售商品、劳务获现金/营收	95.78	60.22	110.91	92.42	109.05	16.62
经营性现金流净额（百万元）	508.39	1215.07	3498.80	669.00	-29.30	-5.38
经营现金流净额/税后净利润	83.02	(122.72)	331.91	147.89	-4.90	-152.78

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：资产回报率情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
归上净利率(%)	3.36	4.20	4.73	4.37	5.28	0.90
总资产周转率(%)	0.46	0.50	0.50	0.23	0.24	0.01
权益乘数	1.92	1.98	2.06	2.02	2.10	0.09
ROE(%)	2.94	4.15	4.83	2.07	2.68	0.61
ROA(%)	1.79	2.41	2.71	1.29	1.58	0.29
ROIC(%)	2.96	3.96	4.44	2.06	2.66	0.60

资料来源：公司公告、招商证券

表 6：固定资产和在建工程情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	环比变化(%)
固定资产（百万元）	3,963.25	3,706.39	3,891.19	3,606.84	3,811.01	5.66
在建工程（百万元）	363.65	488.18	1,628.03	922.55	1,806.67	95.84

资料来源：公司公告、招商证券

图 1：中国西电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：中国西电历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《中国西电（601179）—Q1 业绩大幅上升，特高压盈利释放》2025-04-20
- 2、《中国西电（601179）—业绩稳定增长，受益于特高压建设》2024-09-04
- 3、《中国西电（601179）—一次设备龙头企业，可持续经营具有支撑》2024-04-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	31085	31960	35339	39374	42753
现金	9506	10423	10351	11459	12744
交易性投资	876	260	260	260	260
应收票据	215	246	285	319	343
应收款项	9873	9864	11448	12803	13774
其它应收款	323	356	414	463	498
存货	3545	4720	5505	6158	6622
其他	6746	6090	7075	7913	8512
非流动资产	12694	14172	14103	14030	13955
长期股权投资	2342	2403	2403	2403	2403
固定资产	3706	3891	4044	4170	4275
无形资产商誉	2259	2194	1975	1777	1600
其他	4387	5683	5681	5679	5678
资产总计	43779	46133	49442	53404	56708
流动负债	17552	19504	21616	24023	25636
短期借款	1346	865	50	50	0
应付账款	9708	12415	14480	16196	17417
预收账款	3830	4724	5510	6163	6628
其他	2668	1501	1576	1614	1591
长期负债	1801	1800	1800	1800	1800
长期借款	171	330	330	330	330
其他	1630	1470	1470	1470	1470
负债合计	19352	21304	23416	25823	27436
股本	5126	5126	5126	5126	5126
资本公积金	12174	12194	12194	12194	12194
留存收益	4342	4704	5679	6965	8357
少数股东权益	2784	2804	3027	3295	3594
归属于母公司所有者权益	21642	22025	22999	24285	25678
负债及权益合计	43779	46133	49442	53404	56708

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1215	3499	1761	2169	2546
净利润	1020	1220	1644	1981	2205
折旧摊销	903	950	892	895	897
财务费用	78	45	95	130	143
投资收益	(176)	(142)	(318)	(318)	(318)
营运资金变动	(550)	1522	(557)	(524)	(383)
其它	(61)	(96)	5	4	3
投资活动现金流	2044	(720)	(505)	(505)	(505)
资本支出	(649)	(1369)	(823)	(823)	(823)
其他投资	2693	649	318	318	318
筹资活动现金流	(772)	(1756)	(1328)	(557)	(757)
借款变动	(890)	(1078)	(786)	0	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	166	21	0	0	0
股利分配	(231)	(338)	(446)	(426)	(514)
其他	183	(361)	(95)	(130)	(143)
现金净增加额	2488	1022	(72)	1108	1285

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21051	22281	25857	28917	31110
营业成本	17131	17574	20498	22927	24655
营业税金及附加	156	152	193	209	223
营业费用	779	872	957	1012	1058
管理费用	1295	1416	1577	1677	1773
研发费用	718	809	879	896	933
财务费用	93	203	95	130	143
资产减值损失	(125)	(200)	(120)	(148)	(156)
公允价值变动收益	(32)	(46)	(46)	(46)	(46)
其他收益	201	223	223	223	223
投资收益	176	142	142	142	142
营业利润	1094	1373	1856	2235	2487
营业外收入	70	40	40	40	40
营业外支出	56	67	67	67	67
利润总额	1107	1347	1829	2208	2460
所得税	87	127	186	227	255
少数股东损益	135	165	223	269	299
归属于母公司净利润	885	1054	1421	1712	1906

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	6%	16%	12%	8%
营业利润	25%	26%	35%	20%	11%
归母净利润	45%	19%	35%	21%	11%
获利能力					
毛利率	18.6%	21.1%	20.7%	20.7%	20.7%
净利率	4.2%	4.7%	5.5%	5.9%	6.1%
ROE	4.1%	4.8%	6.3%	7.2%	7.6%
ROIC	4.3%	5.4%	6.6%	7.7%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	44.2%	46.2%	47.4%	48.4%	48.4%
净负债比率	3.5%	2.6%	0.9%	0.8%	0.6%
流动比率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	4.6	4.3	4.0	3.9	3.9
应收账款周转率	2.1	2.2	2.4	2.3	2.3
应付账款周转率	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.17	0.21	0.28	0.33	0.37
每股经营净现金	0.24	0.68	0.34	0.42	0.50
每股净资产	4.22	4.30	4.49	4.74	5.01
每股股利	0.07	0.09	0.08	0.10	0.11
估值比率					
PE	38.0	31.9	23.7	19.6	17.6
PB	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。