

## 神马电力 (603530.SH)

## 业绩持续增长，订单创历史新高

公司发布 2025H1 业绩，营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 7.04、1.6、1.58 亿元，同比增长 27.74%、13.6%、14.5%。Q2 实现营收、归母净利润、扣非净利润 4.19、0.92、0.92 亿元，同比增长 30.88%、19.03%、20.74%。

□ Q2 业绩持续快速增长。公司 2025H1 业绩，营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 7.04、1.6、1.58 亿元，同比增长 27.74%、13.6%、14.5%。Q2 实现营收、归母净利润、扣非净利润 4.19、0.92、0.92 亿元，同比增长 30.88%、19.03%、20.74%。

□ 毛利率维持高位。2025 年 H1 公司实现毛利率 44.4% (同比-1.59pcts)，费用率 17.03% (同比+1pcts)，净利率 22.75% (同比-2.83pcts)。Q2 毛利率 42.77% (同比-3.73pcts)，费用率 15.81% (同比持平)，净利率 21.96% (同比-2.19pcts)。Q2 毛利率下降系特高压占比有所下降，影响交付结构。

□ 各业务板块增长强劲，海外市场拓展成效显著。2025 年 H1，公司分业务板块收入：变电站复合外绝缘 4.92 亿元，橡胶密封件 1.18 亿元，输变电线路复合外绝缘 0.75 亿元，同比增长 27.57%、17.73%、31.65%。公司新增订单 9.78 亿元，同比+34.46%，其中国内 5.15 亿元，同比+30.24%，海外 4.62 亿元，同比+39.5%，创历史新高。上半年，公司成功中标中国电力技术装备有限公司沙特中南、中西柔直换流站项目，首次突破中东市场壁垒。拉美市场外绝缘产品销售显著提升。上半年公司海外收入占比升至 47.2%，同比+1.8pcts，持续推进海外布局。

□ 发布股权激励草案，彰显业绩信心。公司 7 月公布了股权激励计划草案，根据行权条件 25-27 年净利润预计 4.1/5.54/7.47 亿元，对应 PE 31/23/17x。彰显了公司对未来业绩快速增长的信心。

□ 竞争优势明显，复合横担业务可期。公司为国内外多类绝缘子标委会委员单位，同时，公司技术专家 Eric Moal 任全球绝缘子权威标准组织 IEC TC36 主席，优势明显。下游客户涵盖全球龙头电力设备公司及电网公司。公司持续推进创新的复合横担方案，23 年与英国国家电网公司合作的“CICA 升压增容技改项目”宣传效果良好，如果推广，有望带动公司业务规模上新的大台阶，同时业务模式将从设备商为主变成综合解决方案供应商。

□ 投资建议：估算公司 2025-2026 年归母净利润为 4.11、5.84 亿元，对应估值 31、22 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：电网投资不及预期、海外贸易风险、原材料价格波动。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	959	1345	1892	2605	3488
同比增长	30%	40%	41%	38%	34%
营业利润(百万元)	188	366	468	664	769
同比增长	250%	95%	28%	42%	16%
归母净利润(百万元)	158	311	411	584	676
同比增长	222%	96%	32%	42%	16%
每股收益(元)	0.37	1	0.95	1.35	1.56
PE	80.1	40.8	30.9	21.7	18.8
PB	7.7	7.1	5.8	4.9	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：NA

当前股价：29.35 元

## 基础数据

总股本(百万股)	432
已上市流通股(百万股)	427
总市值(十亿元)	12.7
流通市值(十亿元)	12.5
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	31.3%
主要股东	上海神马电力控股有限公司
主要股东持股比例	62.55%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	7	52
相对表现	1	-9	15



## 相关报告

- 《神马电力 (603530) — 业绩增长强劲，海外市场成效显著》2025-04-10
- 《神马电力 (603530) — 业绩符合预期，海外项目快速增长》2024-09-02
- 《神马电力 (603530) — 复合绝缘子领先企业，海外业务有望推动公司上台阶》2024-06-11

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	737.40	959.10	1344.89	551.48	704.48	27.74
营业成本	553.83	574.58	758.24	290.74	391.72	34.73
毛利润	183.58	384.52	586.65	260.74	312.77	19.95
销售税金	9.09	13.47	14.54	6.34	6.87	8.34
毛利润(扣除销售税金)	174.49	371.05	572.12	254.40	305.90	20.24
销售费用	55.41	71.56	85.13	32.19	49.88	54.98
管理费用	62.28	89.98	88.30	38.99	46.83	20.11
研发费用	46.09	55.65	54.00	22.89	31.79	38.88
经营利润	10.71	153.85	344.69	160.33	177.39	10.64
资产和信用减值损失	5.66	(0.84)	(5.94)	-7.29	-4.53	-37.86
财务费用	-18.36	-22.77	-7.31	-5.64	-8.53	51.14
投资收益	-4.92	1.81	3.15	0.21	1.28	522.26
资产处置收益	(0.08)	(0.66)	(2.37)	0.20	-0.93	-575.64
公允价值变动净收益	(0.11)	0.00	0.00	0.00	-0.59	
其他收益	24.05	11.13	19.27	7.43	6.34	-14.76
营业外收入	0.66	0.27	1.32	0.11	2.13	1757.08
营业外支出	1.62	1.64	2.05	0.64	1.40	118.79
利润总额	52.71	186.69	365.38	165.99	188.21	13.39
所得税	3.59	28.29	54.65	24.90	27.93	12.20
税后净利润	49.13	158.40	310.73	141.09	160.28	13.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归母净利润	49.13	158.40	310.73	141.09	160.28	13.60
非经常性损益	14.39	8.86	8.86	1.71	6.04	253.04
扣非归母净利润	34.73	149.54	301.87	139.38	154.25	10.66
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	24.90	40.09	43.62	47.28	44.40	-2.88
销售费用率	7.51	7.46	6.33	5.84	7.08	1.24
管理费用率	8.45	9.38	6.57	7.07	6.65	-0.42
研发费用率	6.25	5.80	4.02	4.15	4.51	0.36
财务费用率	-2.49	-2.37	-0.54	-1.02	-1.21	-0.19
经营利润率	1.45	16.04	25.63	29.07	25.18	-3.89
所得税率	6.22	15.30	15.09	15.02	14.94	-0.08
净利率	6.66	16.52	23.10	25.58	22.75	-2.83
扣非净利率	4.71	15.59	22.45	25.27	21.89	-3.38

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(百万元)	959.10	551.48	1,344.89	704.48
变电站复合外绝缘	652.68	385.37	879.25	491.60
橡胶密封件	195.09	100.47	222.59	118.28
输变电线路复合外绝缘	92.41	57.06	209.37	75.12
其他业务	18.93	8.58	33.68	19.48
综合毛利率(%)	40.09	47.28	43.62	44.40
变电站复合外绝缘	42.29	50.35	46.98	47.04
橡胶密封件	43.29	46.72	46.86	54.06
输变电线路复合外绝缘	17.30	28.38	25.95	10.22
其他业务	42.52	41.84	44.29	50.86

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%	24.6	18.6	28.3	25.9	31.3	5.4
短期借款(百万元)	100.0	0.0	101.0	236.0	363.0	53.8
一年内到期的非流动负债(百万元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
在手现金(百万元)	527.3	410.4	383.0	401.3	314.6	-21.6

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	53.50	45.80	48.20	92.52	97.96	5.44
存货营收比	28.18	22.63	168.07	44.04	65.25	21.20
销售商品、劳务获现金(百万元)	596.76	759.63	910.39	363.79	547.32	149.45
销售商品、劳务获现金/营收	80.93	52.36	67.69	65.97	77.69	11.73
经营性现金流净额(百万元)	(56.68)	103.95	160.13	11.75	-50.58	-431.45
经营现金流净额/税后净利润	(115.37)	20.24	51.53	8.33	-31.56	-39.88

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(%)	6.66	16.52	23.10	25.58	22.75	-2.83
总资产周转率(%)	0.36	0.46	0.60	0.27	0.28	0.01
权益乘数	1.28	1.28	1.31	1.26	1.42	0.17
ROE(%)	3.09	9.78	18.15	8.69	9.09	0.41
ROA(%)	2.41	7.67	13.81	6.90	6.38	-0.52
ROIC(%)	2.47	8.90	17.41	8.50	8.12	-0.39

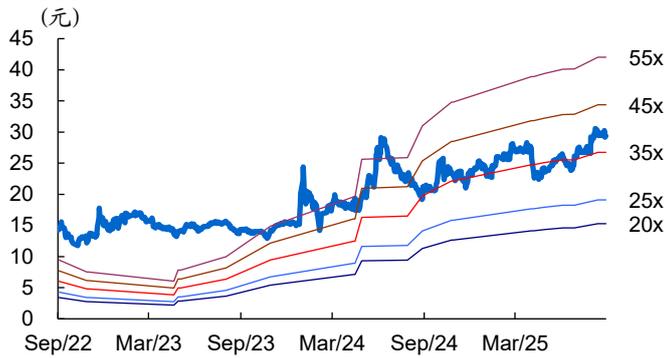
资料来源: 公司公告、招商证券

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)	549.66	609.41	612.07	602.53	630.40	4.62
在建工程(百万元)	62.13	31.43	49.84	37.07	54.44	46.87

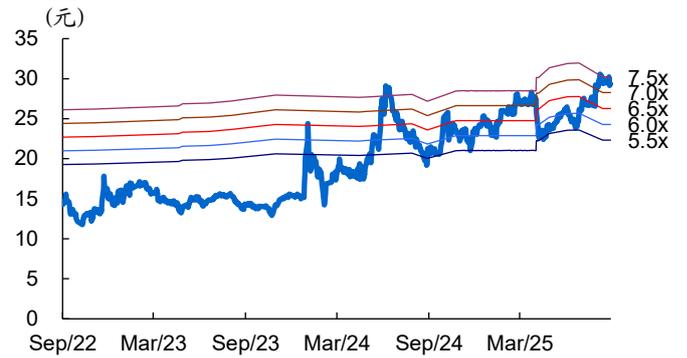
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 神马电力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 神马电力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《神马电力 (603530) —业绩增长强劲, 海外市场成效显著》2025-04-10
- 2、《神马电力 (603530) —业绩符合预期, 海外项目快速增长》2024-09-02
- 3、《神马电力 (603530) —复合绝缘子领先企业, 海外业务有望推动公司上台阶》2024-06-11

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1185	1655	2162	2807	3550
现金	410	383	414	429	364
交易性投资	34	91	91	91	91
应收票据	34	52	73	101	135
应收款项	405	596	812	1117	1496
其它应收款	19	34	47	65	87
存货	216	327	477	661	912
其他	67	172	248	343	465
<b>非流动资产</b>	838	822	807	794	782
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	609	612	610	607	606
无形资产商誉	119	115	104	93	84
其他	109	95	94	93	92
<b>资产总计</b>	<b>2024</b>	<b>2477</b>	<b>2969</b>	<b>3601</b>	<b>4332</b>
<b>流动负债</b>	318	647	728	940	1229
短期借款	0	101	0	0	0
应付账款	177	357	534	741	1022
预收账款	8	9	14	19	26
其他	134	179	180	180	181
<b>长期负债</b>	58	53	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他	58	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	<b>376</b>	<b>700</b>	<b>781</b>	<b>993</b>	<b>1282</b>
股本	432	432	432	432	432
资本公积金	472	402	402	402	402
留存收益	743	943	1354	1774	2216
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1648	1777	2188	2608	3050
<b>负债及权益合计</b>	<b>2024</b>	<b>2477</b>	<b>2969</b>	<b>3601</b>	<b>4332</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	104	160	184	232	221
净利润	158	311	411	584	676
折旧摊销	74	82	88	87	85
财务费用	(2)	1	0	0	0
投资收益	(2)	(3)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(124)	(229)	(305)	(433)	(538)
其它	(0)	(1)	11	15	19
<b>投资活动现金流</b>	(21)	(146)	(52)	(52)	(52)
资本支出	(45)	(95)	(73)	(73)	(73)
其他投资	24	(51)	21	21	21
<b>筹资活动现金流</b>	(202)	(41)	(101)	(164)	(234)
借款变动	(119)	222	(101)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(80)	(70)	0	0	0
股利分配	(22)	(195)	0	(164)	(234)
其他	19	3	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>(119)</b>	<b>(27)</b>	<b>31</b>	<b>15</b>	<b>(65)</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	959	1345	1892	2605	3488
营业成本	575	758	1133	1571	2167
营业税金及附加	13	15	20	28	38
营业费用	72	85	91	107	143
管理费用	90	88	125	151	203
研发费用	56	54	76	104	140
财务费用	(23)	(7)	0	0	0
资产减值损失	(1)	(6)	0	0	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	19	20	20	20
投资收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	188	366	468	664	769
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	187	365	467	664	768
所得税	28	55	56	80	92
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	158	311	411	584	676

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	30%	40%	41%	38%	34%
营业利润	250%	95%	28%	42%	16%
归母净利润	222%	96%	32%	42%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.1%	43.6%	40.1%	39.7%	37.9%
净利率	16.5%	23.1%	21.7%	22.4%	19.4%
ROE	9.6%	17.5%	18.8%	22.4%	22.2%
ROIC	8.5%	16.2%	18.8%	22.4%	22.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.6%	28.3%	26.3%	27.6%	29.6%
净负债比率	0.0%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.7	2.6	3.0	3.0	2.9
速动比率	3.1	2.1	2.3	2.3	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
应收账款周转率	2.3	2.5	2.5	2.5	2.4
应付账款周转率	3.0	2.8	2.5	2.5	2.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.37	0.72	0.95	1.35	1.56
每股经营净现金	0.24	0.37	0.43	0.54	0.51
每股净资产	3.81	4.11	5.06	6.03	7.06
每股股利	0.45	0.00	0.38	0.54	0.63
<b>估值比率</b>					
PE	80.1	40.8	30.9	21.7	18.8
PB	7.7	7.1	5.8	4.9	4.2
EV/EBITDA	16.0	8.6	6.7	5.0	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。