

四方股份 (601126.SH)

网内订单保持高增速，SST 开始发力 AIDC 领域

公司 2025 年上半年实现收入、归母净利润、扣非净利润分别 40.2、4.8、4.6 亿元，同比增长 15.6%、12.4%、12.7%。其中 Q2 分别 21.92、2.35、2.27 亿元，同比增长 13.4%、-3.24%、-1.13%。

- **交付节奏及结构原因，上半年盈利水平有所下滑。** 25H1 电网自动化收入 17.3 亿元，同比增长 2.2%，主要系交付节奏有所控制。电厂及工业自动化收入 20.0 亿元，同比增长 31.3%，其中新能源增速更高。公司销售毛利率 30.5%，同比下滑 2.9pct，主要系电厂及工业自动化毛利率较低。净利率 11.8%，同比下滑 0.4pct。
- **新能源发电侧和输变电二次设备订单表现较好。** 25H1 二次设备新签订单增速约 15%，其中新能源发电侧同比增长约 30%，传统发电侧及工业端同比持平左右，电网侧同比增长超 10%。公司在国网前三批输变电二次设备中标金额增速 60%，高于招标增速，在南网第一批框架招标中标金额增速约 15%。
- **SST 有直流配网项目积累，发力 AIDC 领域。** 公司 SST 解决方案在直流配网项目中已有应用积累，在此基础上，推出 SST 新一代数据中心供电方案。该方案采用电力电子变换器、高频变压器（公司提出中频方案，效率更高）及半导体器件实现中压交、直流直接转为低压直流，转换效率最高可超过 98%。公司提供交流 10kV~35kV、直流 20kV~60kV 接入，240V~800V 直流输出的 SST 系列产品，具有高转换效率、高可靠性、多端直流接入、高集成易安装等优势。此外，公司在保护系统与能量管理平台方面积累深厚，可为 AIDC 提供一二次全套解决方案。
- **新业务培育开始贡献增量。** 围绕历史业务的沉淀和积累，公司有几类业务的培育和拓展，部分已经开始有贡献，可能成为比较重要的利润增长点。1) 配网一二次融合设备，公司较早设立子公司，在上半年华东、东北、华中及川渝区域联采中，公司中标金额超 6700 万元，实现突破。2) 电力电子业务，面向新型电力系统的构网型装备持续突破，规模化发展成效显著。包括储能 PCS 及系统、SVG、静止同步调相机等。3) 海外业务持续突破，公司积极拓展东南亚、中东非、印度等市场，产品形态除二次系统外，还包括储能、SVG、一次开关等，已形成一定体量且增速较快。4) 电力领域 AI 应用，公司增设人工智能工作室，研发覆盖电力领域多业务场景的四方 AI 大模型矩阵，已成功应用于特高压智能巡视、负荷预测与调度优化、运检等场景，推动产业数智化升级。
- **投资建议：** 预测 2025 年公司实现归母净利润 8.5 亿元，“增持”评级。
- **风险提示：** 电网投资不及预期、新业务扩张不及预期、竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5751	6951	8397	9946	11639
同比增长	13%	21%	21%	18%	17%
营业利润(百万元)	734	803	962	1121	1301
同比增长	15%	10%	20%	17%	16%
归母净利润(百万元)	627	716	853	992	1148
同比增长	15%	14%	19%	16%	16%
每股收益(元)	0.75	0.86	1.02	1.19	1.38
PE	29.9	26.2	22.0	18.9	16.4
PB	4.4	4.1	3.9	3.7	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (下调)

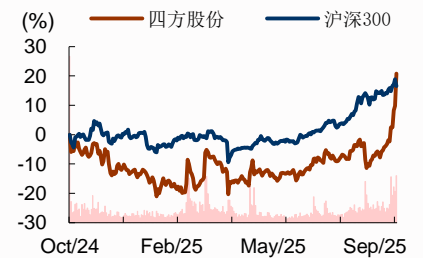
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：22.52 元

基础数据

总股本 (百万股)	833
已上市流通股 (百万股)	820
总市值 (十亿元)	18.8
流通市值 (十亿元)	18.5
每股净资产 (MRQ)	5.4
ROE (TTM)	17.1
资产负债率	58.7%
主要股东	四方电气(集团)股份有限公司
主要股东持股比例	42.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	30	45	17
相对表现	26	21	1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《四方股份 (601126) —Q1 业绩超预期，积极布局新增长点》 2025-05-06
- 《四方股份 (601126) —主业稳健扩张，经营质量优化，积极布局新增长点》 2025-04-03
- 《四方股份 (601126) —业绩稳健增长，新增长点逐步贡献》 2024-09-07

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

胡佳怡 S1090525080002

hujiayi1@cmschina.com.cn

表 1: 公司经营情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
赊销比	22.3	19.8	18.5	-1.2	38.5	37.8	-0.7
存货营收比	37.8	35.3	28.3	-7.0	49.8	47.7	-2.1
销售商品、劳务获现金/营收	107.0	117.4	106.4	-11.0	84.5	84.9	0.4
经营现金流净额/税后净利润	1.3	2.0	1.8	-0.2	0.1	0.0	-0.1
经营性现金流净额 (百万元)	709.9	1232.7	1254.2	1.7	60.6	-0.5	-100.8
企业自由现金流 (百万元)	672.8	1239.7	1070.0	-13.7	5.0	-121.2	-2524.3

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司投资回报情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
销售毛利率	32.2	34.4	32.3	-2.1	33.5	30.5	-2.9
归母净利率 (%)	10.7	10.9	10.3	-0.6	12.2	11.8	-0.3
总资产周转率 (%)	0.6	0.6	0.7	0.0	0.4	0.4	0.0
权益乘数	2.0	2.2	2.3	0.2	2.2	2.4	0.2
ROE (%)	13.7	15.2	16.3	1.1	10.0	10.5	0.5
ROA (%)	6.9	7.0	7.0	0.0	4.5	4.3	-0.2
ROIC (%)	12.6	13.9	14.9	1.0	9.3	9.9	0.6

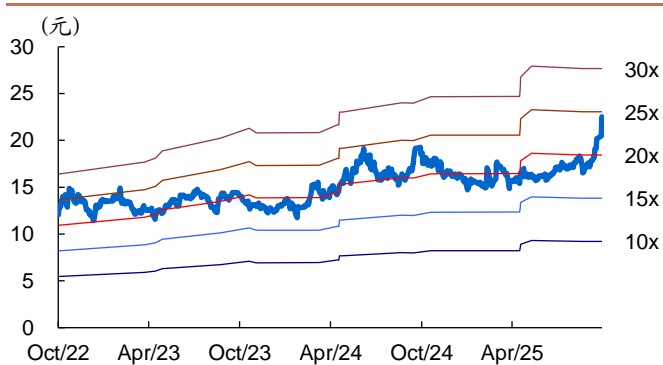
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司资产负债情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2025Q2	较年初变化 (%)
负债率 %	52.1	55.5	58.5	3.1	58.7	0.2
短期借款 (百万元)	0.0	0.0	0.0	—	0.0	—
一年内到期非流负债 (百万元)	5.9	8.1	3.7	-54.3	0.0	-100.0
长期借款 (百万元)	0.0	0.0	0.0	—	0.0	—
长期应付款 (百万元)	0.0	0.0	0.0	—	0.0	—
在手现金 (百万元)	2,323	3,120	3,532	13.2	2,501	-29.2
交易性金融资产 (百万元)	0	0	240	—	604	151.7

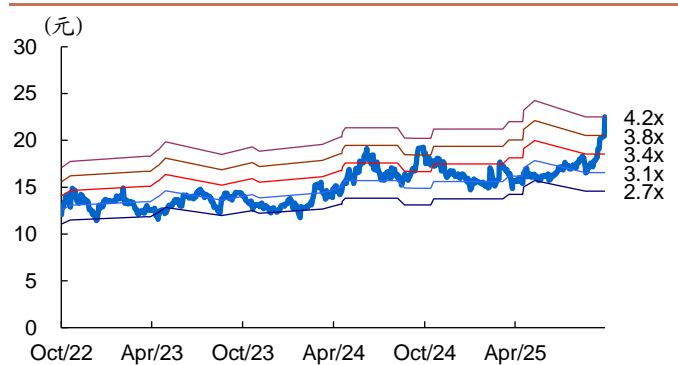
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 四方股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 四方股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、四方股份(601126): Q1 业绩超预期, 积极布局新增长点, 2025-05-05
- 2、四方股份(601126): 主业稳健扩张, 经营质量优化, 积极布局新增长点, 2025-04-03
- 3、四方股份(601126): 业绩稳健增长, 新增长点逐步贡献, 2024-09-07
- 4、四方股份(601126): 收入增速有所加快, 系统业务与新品类蕴藏着增长点 2024-05-12
- 5、四方股份(601126): 业绩符合预期, 经营稳健持续增长 2024-03-26
- 6、四方股份(601126): 业绩符合预期, 各项业务稳健增长 2023-11-06
- 7、四方股份(601126): 传统业务稳健增长, 新能源业务发展加速贡献增大 2023-09-03
- 8、四方股份(601126): 业绩符合预期, 新能源业务快速成长 2023-05-18
- 9、四方股份(601126): 业绩符合预期, 新能源业务持续高增长 2022-09-05
- 10、四方股份(601126): Q1 业绩超预期, 新能源业务快速增长 2022-04-30
- 11、四方股份(601126): 业绩较快增长, 进一步拓展新能源市场 2022-04-02
- 12、四方股份(601126): 业绩表现超预期, 新能源业务发力 2021-09-13
- 13、四方股份(601125): 电力软件领先企业, 新能源业务带来新增长 2021-06-28

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	8525	9923	11358	12989	14795
现金	3120	3532	3693	3942	4234
交易性投资	0	240	240	240	240
应收票据	59	98	119	141	165
应收款项	1079	1190	1437	1702	1992
其它应收款	43	44	53	63	73
存货	2031	1967	2370	2820	3312
其他	2193	2852	3445	4082	4779
非流动资产	980	1123	1135	1146	1155
长期股权投资	55	59	59	59	59
固定资产	381	392	402	411	418
无形资产商誉	234	231	238	244	250
其他	311	441	436	432	429
资产总计	9505	11046	12493	14135	15950
流动负债	5249	6448	7641	8974	10434
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2911	3632	4377	5207	6116
预收账款	1389	1683	2028	2412	2834
其他	949	1134	1236	1355	1485
长期负债	21	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	21	19	19	19	19
负债合计	5271	6467	7660	8993	10453
股本	832	833	833	833	833
资本公积金	1437	1564	1564	1564	1564
留存收益	1961	2178	2431	2740	3095
少数股东权益	4	4	4	5	5
归属于母公司所有者权益	4231	4575	4829	5138	5492
负债及权益合计	9505	11046	12493	14135	15950

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1233	1254	685	851	1005
净利润	628	716	854	992	1148
折旧摊销	99	112	94	96	97
财务费用	0	(1)	(70)	(70)	(70)
投资收益	(7)	(6)	(117)	(117)	(117)
营运资金变动	530	459	(76)	(50)	(53)
其它	(18)	(26)	0	0	0
投资活动现金流	(124)	(393)	10	10	10
资本支出	(128)	(167)	(107)	(107)	(107)
其他投资	4	(225)	117	117	117
筹资活动现金流	(359)	(496)	(534)	(613)	(723)
借款变动	25	(188)	(4)	0	0
普通股增加	19	1	0	0	0
资本公积增加	40	127	0	0	0
股利分配	(496)	(499)	(600)	(683)	(793)
其他	53	64	70	70	70
现金净增加额	750	365	161	248	292

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5751	6951	8397	9946	11639
营业成本	3770	4703	5669	6744	7921
营业税金及附加	48	53	64	76	88
营业费用	479	515	622	716	815
管理费用	278	319	385	448	512
研发费用	541	656	793	939	1099
财务费用	(57)	(64)	(70)	(70)	(70)
资产减值损失	(79)	(86)	(90)	(90)	(90)
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
其他收益	113	114	110	110	110
投资收益	7	6	7	7	7
营业利润	734	803	962	1121	1301
营业外收入	10	25	25	25	25
营业外支出	8	5	5	5	5
利润总额	735	824	982	1142	1322
所得税	107	108	129	150	173
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司净利润	627	716	853	992	1148

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	21%	21%	18%	17%
营业利润	15%	10%	20%	17%	16%
归母净利润	15%	14%	19%	16%	16%
获利能力					
毛利率	34.4%	32.3%	32.5%	32.2%	31.9%
净利率	10.9%	10.3%	10.2%	10.0%	9.9%
ROE	15.2%	16.3%	18.1%	19.9%	21.6%
ROIC	13.9%	14.5%	16.4%	18.3%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	55.5%	58.5%	61.3%	63.6%	65.5%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.9	2.4	2.6	2.6	2.6
应收账款周转率	5.1	5.7	5.9	5.9	5.8
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.86	1.02	1.19	1.38
每股经营净现金	1.48	1.50	0.82	1.02	1.21
每股净资产	5.08	5.49	5.79	6.16	6.59
每股股利	0.60	0.72	0.82	0.95	1.10
估值比率					
PE	29.9	26.2	22.0	18.9	16.4
PB	4.4	4.1	3.9	3.7	3.4
EV/EBITDA	24.9	22.8	18.6	16.0	13.8

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。