

四方股份（601126）

2025 三季报点评：业绩符合市场预期，SST 龙头扬帆起航

买入（维持）

2025 年 10 月 30 日

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	9,451	10,950
同比（%）	13.24	20.86	17.92	15.31	15.85
归母净利润（百万元）	627.21	715.59	838.31	968.47	1,115.43
同比（%）	15.46	14.09	17.15	15.53	15.17
EPS-最新摊薄（元/股）	0.75	0.86	1.01	1.16	1.34
P/E（现价&最新摊薄）	38.60	33.84	28.88	25.00	21.71

投资要点

■ **事件：**公司 25 年 Q1-3 营收 61.3 亿元，同比+20.4%，归母净利润 7 亿元，同比+15.6%，扣非净利润 6.8 亿元，同比+14.5%，毛利率 30.8%，同比-2.9pct，归母净利率 11.5%，同比-0.5pct；其中 25 年 Q3 营收 21.1 亿元，同比 30.6%，归母净利润 2.3 亿元，同比 22.8%，扣非净利润 2.2 亿元，同比 18.5%，毛利率 31.2%，同比-3pct，归母净利率 10.8%，同环比-0.7/0.1pct。业绩符合市场预期。

■ **网内基本盘稳固，网外收入占比有所提升。**1）网内业务稳健增长，国网前五批输电变电继电保护/变电监控招标量同比+54%/32%，其中更新需求占比较高，公司份额稳固，我们预计 25Q1-3 网内新签订单同比+15-20%，展望 26 年我们预计公司网内业务有望维持 10-20%的稳健增长。2）公司网外持续发力，市占率不断提升，新能源市场公司凭借同步调相机等新产品保持订单的快速增长，工业侧针对钢铁冶金、石油石化等高耗能企业重点突破，推动用户的绿色能源转型，我们预计公司 25Q1-3 网外新签订单同比+25-35%，展望明年，公司网外收入占比将持续提高。

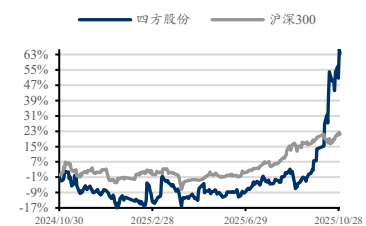
■ **SST 技术领先，静待客户端实现突破。**公司从 18 年首台 SST 投运，累计出货约 10 余台 SST 产品，技术和产品成熟。凭借极高的效率、最小的占地面积、最低的系统建设成本等优势，SST 是 GW 级 AIDC 最优的解决方案，并有望在 27 年随 Rubin 放量后在客户端大规模应用。公司技术实力领先，产品成熟且运行经验丰富，我们认为公司将加大对市场和渠道的投入，凭借其技术实力和领先全球的经验优势抢占市场先机，有望再造一个四方。

■ **规模效应显著，存货稳健增长。**公司 25 年 Q1-3 期间费用 10.8 亿元，同比+5.2%，费用率 17.6%，同比-2.5pct，规模效应显著；25Q3 经营性现金净流入 4.28 亿元，同比-25%，我们认为主要系业务规模增长导致报告期内采购付款、薪酬费用等经营现金支出投入增加，经营活动现金流量净额略有下降。25 年 Q3 末存货 21.3 亿元，同比+16%，增长稳健。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司网外业务市占率持续提升，订单增速较快，SST 优势明显，我们上修公司 25-27 年归母净利润预测分别为 8.38/9.68/11.15 亿元（此前预测 8.17/9.56/10.90 亿元），同比+17%/16%/15%，现价对应 PE 分别为 29x、25x、22x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电网投资不及预期，SST 客户拓展不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.06
一年最低/最高价	15.30/30.96
市净率(倍)	5.12
流通 A 股市值(百万元)	23,815.14
总市值(百万元)	24,213.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.68
资产负债率(% ,LF)	60.10
总股本(百万股)	833.21
流通 A 股(百万股)	819.52

相关研究

《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》

2025-08-31

《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
流动资产	9,923	11,115	12,684	14,524	营业总收入	6,951	8,196	9,451	10,950
货币资金及交易性金融资产	3,772	2,993	3,464	4,058	营业成本(含金融类)	4,703	5,661	6,583	7,676
经营性应收款项	1,882	2,463	2,808	3,161	税金及附加	53	64	73	85
存货	1,967	3,057	3,457	3,936	销售费用	515	574	633	712
合同资产	1,760	2,001	2,307	2,673	管理费用	319	352	378	405
其他流动资产	542	601	648	696	研发费用	656	762	860	975
非流动资产	1,123	1,219	1,203	1,134	财务费用	(64)	(69)	(66)	(79)
长期股权投资	59	59	59	59	加:其他收益	114	148	170	197
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	营业利润	803	953	1,099	1,304
其他非流动资产	299	299	299	299	营业外净收支	20	21	22	22
资产总计	11,046	12,334	13,886	15,658	利润总额	824	974	1,120	1,326
流动负债	6,448	7,497	8,780	10,135	减:所得税	108	135	151	210
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	4	4	4	净利润	716	839	969	1,117
经营性应付款项	3,632	4,298	5,055	5,883	减:少数股东损益	0	1	1	1
合同负债	1,683	1,925	2,238	2,610	归属母公司净利润	716	838	968	1,115
其他流动负债	1,130	1,270	1,483	1,639	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.86	1.01	1.16	1.34
非流动负债	19	19	19	19	EBIT	763	783	924	1,097
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	885	873	1,017	1,193
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.33	30.93	30.35	29.90
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.29	10.23	10.25	10.19
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	20.86	17.92	15.31	15.85
负债合计	6,467	7,516	8,799	10,154	归母净利润增长率(%)	14.09	17.15	15.53	15.17
归属母公司股东权益	4,575	4,814	5,082	5,498					
少数股东权益	4	5	6	7					
所有者权益合计	4,579	4,818	5,088	5,504					
负债和股东权益	11,046	12,334	13,886	15,658					

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	(14)	1,225	1,298	每股净资产(元)	5.49	5.78	6.10	6.60
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	14.34	16.13	17.43
现金净增加额	366	(779)	471	594	ROE-摊薄(%)	15.64	17.42	19.06	20.29
折旧和摊销	121	90	93	95	资产负债率(%)	58.54	60.93	63.36	64.85
资本开支	(167)	(171)	(60)	(10)	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.84	28.88	25.00	21.71
营运资本变动	363	(969)	123	39	P/B (现价)	5.29	5.03	4.77	4.41

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>