

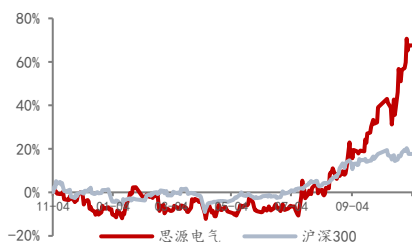
25Q3 收入、利润同比均实现高增，合同负债同比高增支撑公司业务增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-04

收盘价（元） 136.00
近 12 个月最高/最低（元） 139.00/68.48
总股本（百万股） 781
流通股本（百万股） 609
流通股比例（%） 77.98
总市值（亿元） 1062
流通市值（亿元） 829

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：郑洋

执业证书号：S0010524110003

邮箱：zhengyang@hazq.com

相关报告

1. 25H1 收入、利润同比均高增，海外业务爆发式增长 2025-08-30
2. 25 年经营目标彰显信心，订单目标同比高速增长 2025-05-04
3. 业绩增长稳健，GIS 新基地有望贡献新增量 2024-12-03

主要观点：

● 业绩

公司公布 2025 年第三季度报告。2025 前三季度实现营收 138.27 亿元，同比增长 32.86%，实现归母净利 21.91 亿元，同比增长 46.94%，扣非归母净利润 20.36 亿元，同比增长 44.87%。2025Q3 实现营收 53.30 亿元，同比增长 25.68%，实现归母净利 8.99 亿元，同比增长 48.73%，扣非归母净利 8.00 亿元，同比增长 41.63%。2025 前三季度毛利率为 32.32%，同比提升 0.90Pct；2025Q3 毛利率为 33.25%，同比提升 2.29Pct。

● 合同负债同比增长 29.52%，2025Q3 单季度经营性现金流明显改善

截至 2025Q3，公司合同负债达到 28.96 亿元，较去年同期增长 29.52%。2025Q3 公司单季度经营活动产生的现金流净额为 11.45 亿元，较今年前两个季度有较大改善。公司深耕海外市场，自 2020 年以来海外营收逐年增长，2020-2024 年间海外业务 CAGR 为 26.98%，保持强劲增长态势。海外市场欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。

● 投资建议

我们预计 25-27 年收入分别为 194.25/233.10/279.72 亿元（前值 186.80/224.16/268.99 亿元）；归母净利润分别为 28.67/34.85/38.12 亿元（前值 27.69/33.58/36.62 亿元），对应 PE 分别 37/30/28 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧；汇率波动风险；新产品推进速度不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15458	19425	23310	27972
收入同比（%）	24.1%	25.7%	20.0%	20.0%
归属母公司净利润	2049	2867	3485	3812
净利润同比（%）	31.4%	39.9%	21.5%	9.4%
毛利率（%）	31.2%	31.5%	31.8%	32.0%
ROE（%）	16.6%	18.5%	18.3%	16.7%
每股收益（元）	2.64	3.67	4.46	4.88
P/E	27.54	37.05	30.48	27.86
P/B	4.57	6.84	5.59	4.65
EV/EBITDA	19.31	28.61	24.23	21.78

资料来源：iFind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18911	23181	48338	64695	营业收入	15458	19425	23310	27972
现金	4028	4445	1596	601	营业成本	10628	13306	15909	19021
应收账款	5758	6809	19488	27515	营业税金及附加	99	126	149	180
其他应收款	297	342	898	1280	销售费用	768	971	1166	1399
预付账款	534	624	2085	3001	管理费用	449	573	688	825
存货	3477	4315	13163	18835	财务费用	-7	-134	-148	-46
其他流动资产	4816	6646	11108	13463	资产减值损失	-152	15	15	15
非流动资产	4563	4794	5239	5988	公允价值变动收益	29	0	0	0
长期投资	3	3	3	4	投资净收益	47	19	24	0
固定资产	2368	3034	3640	4195	营业利润	2432	3408	4139	4526
无形资产	572	662	752	842	营业外收入	9	6	7	7
其他非流动资产	1620	1094	844	946	营业外支出	11	13	12	12
资产总计	23474	27975	53578	70683	利润总额	2431	3401	4134	4522
流动负债	10618	11913	33953	47161	所得税	346	484	588	643
短期借款	149	184	204	249	净利润	2085	2917	3546	3879
应付账款	4670	5861	14725	20308	少数股东损益	36	50	61	67
其他流动负债	5800	5869	19024	26605	归属母公司净利润	2049	2867	3485	3812
非流动负债	200	210	224	239	EBITDA	2730	3567	4332	4867
长期借款	28	37	47	46	EPS (元)	2.64	3.67	4.46	4.88
其他非流动负债	172	173	177	194					
负债合计	10818	12123	34177	47401					
少数股东权益	276	326	387	453					
股本	778	781	781	781					
资本公积	408	658	658	658					
留存收益	11194	14087	17575	21390					
归属母公司股东权	12380	15526	19014	22829					
负债和股东权益	23474	27975	53578	70683					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2462	1333	-1450	428	成长能力				
净利润	2085	2917	3546	3879	营业收入	24.1%	25.7%	20.0%	20.0%
折旧摊销	255	300	346	391	营业利润	36.8%	40.1%	21.5%	9.4%
财务费用	24	7	8	10	归属于母公司净利	31.4%	39.9%	21.5%	9.4%
投资损失	-47	-19	-24	0	获利能力				
营运资金变动	13	-1831	-5395	-3915	毛利率 (%)	31.2%	31.5%	31.8%	32.0%
其他经营现金流	2205	4706	9010	7857	净利率 (%)	13.3%	14.8%	15.0%	13.6%
投资活动现金流	-1705	-1250	-1420	-1471	ROE (%)	16.6%	18.5%	18.3%	16.7%
资本支出	-919	-1229	-1228	-1227	ROIC (%)	16.5%	17.4%	17.3%	16.2%
长期投资	191	13	-203	-239	偿债能力				
其他投资现金流	-977	-34	11	-4	资产负债率 (%)	46.1%	43.3%	63.8%	67.1%
筹资活动现金流	-199	334	21	47	净负债比率 (%)	85.5%	76.5%	176.2%	203.6%
短期借款	67	35	20	45	流动比率	1.78	1.95	1.42	1.37
长期借款	-2	9	9	-1	速动比率	1.28	1.39	0.85	0.79
普通股增加	4	3	0	0	营运能力				
资本公积增加	249	249	0	0	总资产周转率	0.73	0.76	0.57	0.45
其他筹资现金流	-517	37	-9	3	应收账款周转率	3.06	3.09	1.77	1.19
现金净增加额	550	417	-2849	-996	应付账款周转率	2.46	2.53	1.55	1.09

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标 (元)				
营业收入	15458	19425	23310	27972	每股收益	2.64	3.67	4.46	4.88
营业成本	10628	13306	15909	19021	每股经营现金流	3.15	1.71	-1.86	0.55
营业税金及附加	99	126	149	180	每股净资产	15.92	19.88	24.34	29.23
销售费用	768	971	1166	1399	估值比率				
管理费用	449	573	688	825	P/E	27.54	37.05	30.48	27.86
财务费用	-7	-134	-148	-46	P/B	4.57	6.84	5.59	4.65
资产减值损失	-152	15	15	15	EV/EBITDA	19.31	28.61	24.23	21.78
公允价值变动收益	29	0	0	0					
投资净收益	47	19	24	0					
营业利润	2432	3408	4139	4526					
营业外收入	9	6	7	7					
营业外支出	11	13	12	12					
利润总额	2431	3401	4134	4522					
所得税	346	484	588	643					
净利润	2085	2917	3546	3879					
少数股东损益	36	50	61	67					
归属母公司净利润	2049	2867	3485	3812					
EBITDA	2730	3567	4332	4867					
EPS (元)	2.64	3.67	4.46	4.88					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验。

分析师：郑洋，华安证券电新行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。