

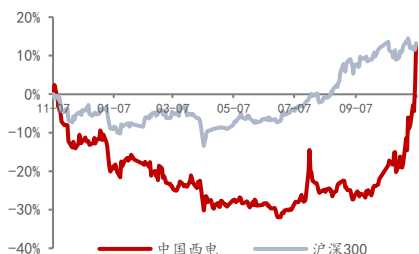
业绩符合预期，前三季度毛利率改善明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-09

收盘价（元）	10.08
近12个月最高/最低（元）	10.62/5.91
总股本（百万股）	5,126
流通股本（百万股）	5,126
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	517
流通市值（亿元）	517

公司价格与沪深300走势比较



相关报告

1. 海外业务中标数据中心变电站设备，国内助力特高压建设 2025-08-31
2. 业务结构持续优化，盈利能力改善明显 2025-04-27
3. 业绩快速增长，特高压高景气度支撑快速发展 2024-12-04

主要观点：

● 业绩

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营收 170.04 亿元，同比增长 11.54%，实现归母净利润 9.39 亿元，同比增长 19.29%，扣非归母净利润 9.23 亿元，同比增涨 18.17%；2025Q3，实现营收 56.72 亿元，同比增长 17.17%，实现归母净利润 3.40 亿元，同比增长 4.12%，扣非归母净利润 3.14 亿元，同比增长 1.30%。2025 年前三季度毛利率为 22.14%，同比提升 1.66Pct，2025Q3 毛利率为 23.19%，同比下降 0.55Pct。

● 海外业务中标数据中心变电站设备，国内助力特高压建设

公司 2025 年前三季度合同负债为 50.66 亿元，同比增长 29.27%，有望支撑公司未来业绩。

海外业务：公司国际市场围绕质效提升加速调整，重塑国际业务管理体系，落地国际营销中心建设，提升海外工厂管控水平。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。

国内业务：公司生产运营协同高效，助力陇东—山东、哈密—重庆±800 千伏特高压直流输电工程投产送电，有力保障宁夏—湖南、陕北—安徽等国家重点工程建设。

● 投资建议

我们预计 25/26/27 年归母净利润分别为 16.97/19.96/23.59 亿元，对应 PE 分别 30/26/22 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

电网投资不及预期；特高压建设不及预期；行业竞争加剧风险。

● 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	22281	25432	28760	32516
收入同比（%）	5.1%	14.1%	13.1%	13.1%
归属母公司净利润	1054	1697	1996	2359
净利润同比（%）	17.5%	61.0%	17.6%	18.2%
毛利率（%）	20.7%	21.8%	22.2%	22.6%
ROE（%）	4.8%	7.2%	7.8%	8.5%
每股收益（元）	0.21	0.33	0.39	0.46
P/E	36.14	30.45	25.89	21.90
P/B	1.77	2.20	2.02	1.85
EV/EBITDA	11.94	16.28	12.97	10.66

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	
流动资产	31960	33849	39318	45308	
现金	10423	10476	13728	16662	
应收账款	9864	10882	12311	13925	
其他应收款	356	479	452	499	
预付账款	1168	1504	1771	1854	
存货	4720	4685	5036	5809	
其他流动资产	5429	5822	6019	6559	
非流动资产	14172	14925	15302	15649	
长期投资	2403	2403	2403	2403	
固定资产	3891	4181	4430	4636	
无形资产	2039	2156	2295	2411	
其他非流动资产	5839	6185	6174	6199	
资产总计	46133	48773	54620	60957	
流动负债	19504	20198	23587	27166	
短期借款	865	1209	1544	1879	
应付账款	8651	8625	9725	11402	
其他流动负债	9989	10364	12318	13885	
非流动负债	1800	1942	2055	2055	
长期借款	330	443	557	557	
其他非流动负债	1470	1498	1498	1498	
负债合计	21304	22139	25642	29221	
少数股东权益	2804	3101	3449	3847	
股本	5126	5126	5126	5126	
资本公积	12194	12194	12194	12194	
留存收益	4704	6213	8209	10568	
归属母公司股东权益	22025	23533	25529	27888	
负债和股东权益	46133	48773	54620	60957	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	3499	708	3561	3430	
净利润	1220	1994	2344	2758	
折旧摊销	955	510	560	558	
财务费用	45	63	83	99	
投资损失	-142	-148	-197	-206	
营运资金变动	1270	-1806	551	-22	
其他经营现金流	100	3895	2012	3023	
投资活动现金流	-720	-880	-675	-732	
资本支出	-1343	-998	-972	-938	
长期投资	238	200	100	0	
其他投资现金流	385	-83	197	206	
筹资活动现金流	-1756	189	366	236	
短期借款	-481	344	335	335	
长期借款	159	113	113	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	28	0	0	0	
其他筹资现金流	-1463	-269	-83	-99	
现金净增加额	1025	53	3252	2934	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	22281	25432	28760	32516	
营业成本	17574	19777	22260	25056	
营业税金及附加	152	177	200	227	
销售费用	872	999	1130	1278	
管理费用	1416	1618	1831	2071	
财务费用	203	-94	-75	-107	
资产减值损失	-202	-162	-188	-212	
公允价值变动收益	-46	0	0	0	
投资净收益	142	148	197	206	
营业利润	1373	2246	2634	3094	
营业外收入	40	40	40	40	
营业外支出	67	70	70	70	
利润总额	1347	2216	2604	3064	
所得税	127	222	260	306	
净利润	1220	1994	2344	2758	
少数股东损益	165	297	348	398	
归属母公司净利润	1054	1697	1996	2359	
EBITDA	2489	2632	3090	3515	
EPS (元)	0.21	0.33	0.39	0.46	

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	5.1%	14.1%	13.1%	13.1%	
营业利润	19.6%	63.5%	17.3%	17.4%	
归属于母公司净利	17.5%	61.0%	17.6%	18.2%	
获利能力					
毛利率(%)	20.7%	21.8%	22.2%	22.6%	
净利率(%)	4.8%	6.7%	7.0%	7.3%	
ROE(%)	4.8%	7.2%	7.8%	8.5%	
ROIC(%)	5.3%	6.7%	7.3%	7.8%	
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2%	45.4%	46.9%	47.9%	
净负债比率(%)	85.8%	83.1%	88.5%	92.1%	
流动比率	1.64	1.68	1.67	1.67	
速动比率	1.13	1.15	1.18	1.20	
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.53	0.55	0.56	
应收账款周转率	2.24	2.44	2.47	2.47	
应付账款周转率	2.31	2.29	2.43	2.37	
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.33	0.39	0.46	
每股经营现金流	0.68	0.14	0.69	0.67	
每股净资产	4.30	4.59	4.98	5.44	
估值比率					
P/E	36.14	30.45	25.89	21.90	
P/B	1.77	2.20	2.02	1.85	
EV/EBITDA	11.94	16.28	12.97	10.66	

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，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

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。