

# 四方股份 (601126.SH)

主业稳健增长，固态变压器与出海表现亮眼

优于大市

## 核心观点

**全年业绩增长 16%，新签合同增长 17%。**2025 年公司实现营收 81.93 亿元，同比+17.87%；归母净利润 8.29 亿元，同比+15.84%。25 年公司毛利率 30.22%，同比-2.11pct.；净利率 10.12%，同比-0.18pct.。2025 年公司新签合同额达 100 亿元，同比+16.7%。

**四季度业绩符合预期。**四季度公司实现营收 20.62 亿元，同比+10.99%，归母净利润 1.25 亿元，同比+17.42%。四季度公司毛利率 28.61%，同比+0.02pct.，净利率 6.09%，同比+0.40pct.。

**网内外业务收入保持增长，产品结构影响毛利率。**2025 年公司电网自动化实现营收 36.79 亿元，同比+11.17%，毛利率 40.05%，同比-1.49pct.；电厂及工业自动化实现营收 38.26 亿元，同比+22.55%，毛利率 23.92%，同比-1.57pct.。

**新能源领域优势地位稳固，产品矩阵持续丰富。**2025 年公司二次设备产品中多个海风项目，巩固公司华东、华南地区市场的优势地位，并强化分布式调相机等产品矩阵，创新构建“无功电压主动支撑”技术体系，中标多个分布式调相机项目。

**SST 布局领先，全面适配 800V AIDC 供电架构。**公司着力开展面向 AIDC 行业的固态变压器产品开发及海内外市场布局。目前公司已具备固态变压器系列产品，具有高效率、高功率密度、高可靠性和快速动态响应等优势，可全面适配下一代数据中心 800V 直流供电架构。

**海外布局持续深化，多国实现标志性突破。**2025 年以来，公司持续深耕东南亚、非洲市场，二次设备、电力电子等核心产品在菲律宾等市场渗透率大幅提升，中标老挝、巴基斯坦项目；配网开关亦持续中标刚果金、肯尼亚、老挝等多个项目。

**风险提示：**国内电力投资不及预期；新业务拓展不及预期；行业竞争加剧。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到新能源行业发展情况和公司业务结构，下调 26-27 年盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润为 9.85/11.43/14.50 亿元（26-27 年原预测值为 10.05/12.05 亿元），同比+19%/+16%/+27%，动态 PE 为 37/32/25 倍。

## 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,951	8,193	9,576	11,202	12,918
(+/-%)	20.9%	17.9%	16.9%	17.0%	15.3%
净利润(百万元)	716	829	985	1143	1450
(+/-%)	14.1%	15.8%	18.8%	16.1%	26.8%
每股收益(元)	0.86	0.99	1.18	1.37	1.74
EBIT Margin	10.1%	10.5%	10.6%	11.6%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	16.3%	17.5%	19.4%	20.9%	24.5%
市盈率 (PE)	50.7	43.8	36.9	31.7	25.0
EV/EBITDA	52.5	44.9	41.6	33.4	27.7
市净率 (PB)	7.93	7.41	6.87	6.43	5.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

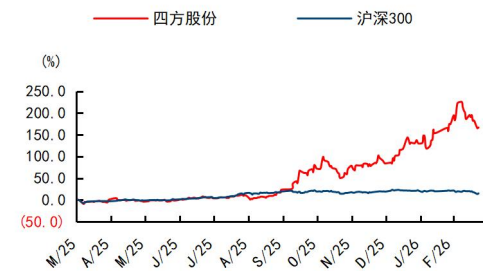
### 电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn  
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn  
 S0980520080003 S0980523050002

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	43.56 元
总市值/流通市值	36293/35941 百万元
52 周最高价/最低价	55.66/15.30 元
近 3 个月日均成交额	1226.13 百万元

### 市场走势



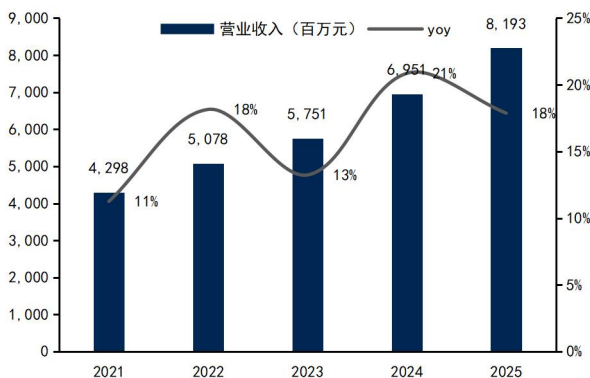
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《四方股份 (601126.SH) - 网内外业务景气共振，固态变压器有望打开新空间》——2025-10-31
- 《四方股份 (601126.SH) - 上半年网内订单高增，固态变压器助力公司发力 AIDC 领域》——2025-09-09
- 《四方股份 (601126.SH) - 主营业务稳健增长，配网与海外成长可期》——2024-11-06

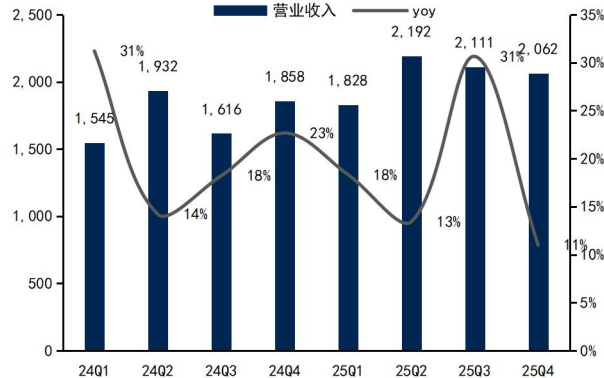
全年业绩增长 16%，新签合同增长 17%。2025 年公司实现营收 81.93 亿元，同比 +17.87%；归母净利润 8.29 亿元，同比 +15.84%；扣非净利润 8.00 亿元，同比 +14.64%。25 年公司毛利率 30.22%，同比 -2.11pct.；净利率 10.12%，同比 -0.18pct.。2025 年公司新签合同额达 100 亿元，同比 +16.7%。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



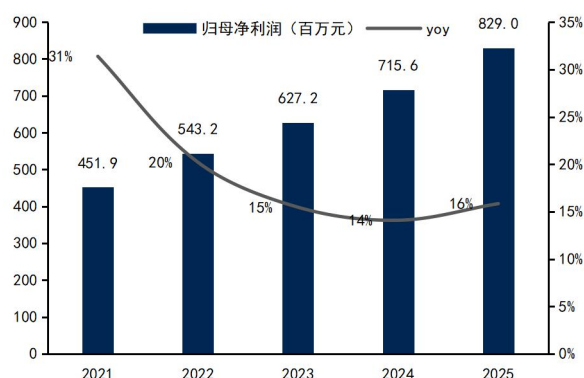
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



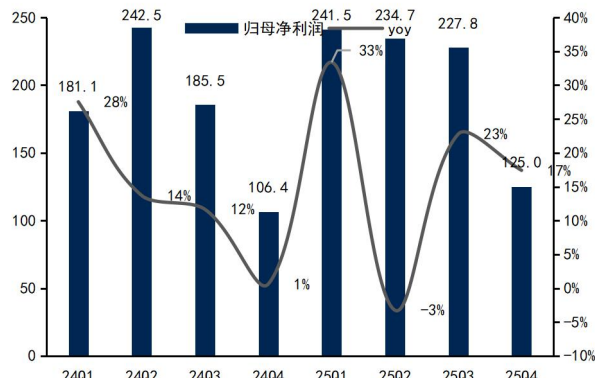
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）



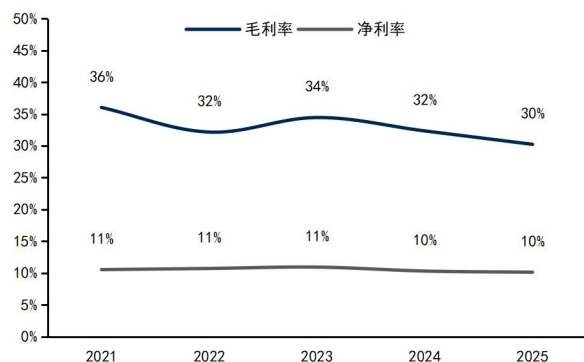
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



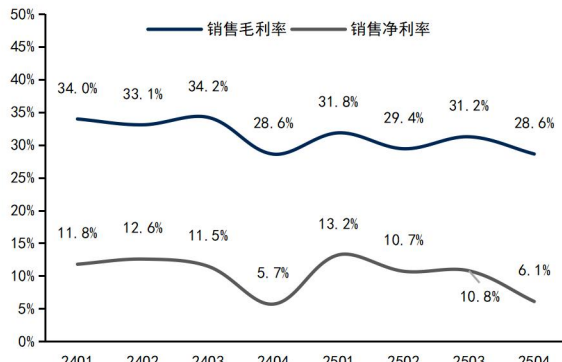
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**四季度业绩符合预期。**四季度公司实现营收 20.62 亿元，同比+10.99%，环比-2.35%；归母净利润 1.25 亿元，同比+17.42%，环比-45.14%；扣非净利润 1.20 亿元，同比+15.50%，环比-45.14%。四季度公司毛利率 28.61%，同比+0.02pct.，环比-2.63pct.；净利率 6.09%，同比+0.40pct.，环比-4.68pct.。

**网内外业务收入保持增长，产品结构影响毛利率。**2025 年公司电网自动化实现营收 36.79 亿元，同比+11.17%，毛利率 40.05%，同比-1.49pct.；电厂及工业自动化实现营收 38.26 亿元，同比+22.55%，毛利率 23.92%，同比-1.57pct.；其他业务实现营收 6.76 亿元，同比+33.27%，毛利率 11.60%，同比-2.22pct.。

**新能源领域优势地位稳固，产品矩阵持续丰富。**2025 年公司二次设备产品中标多个海风项目，巩固公司华东、华南地区市场的优势地位，并强化分布式调相机等产品矩阵，创新构建“无功电压主动支撑”技术体系，中标多个分布式调相机项目。

**SST 布局领先，全面适配 800V AIDC 供电架构。**公司深度参与中国移动呼和浩特数据中心、芜湖字节跳动二期火山引擎算力中心等项目，并着力开展面向 AIDC 行业的固态变压器产品开发及海内外市场布局。目前公司已具备固态变压器系列产品，具有高效率、高功率密度、高可靠性和快速动态响应等优势，可全面适配下一代数据中心 800V 直流供电架构。日前，公司固态变压器荣获日内瓦国际发明展银奖。

图7：公司固态变压器产品布局

**四方股份固态变压器系列**

➢ 四方股份提供交流10kV-35kV、直流20kV-60kV接入，240V-800V直流输出的系列产品

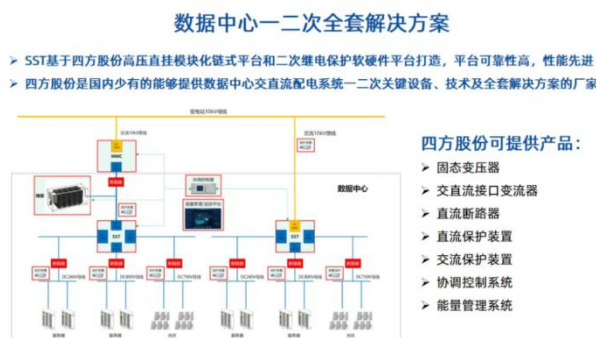
DC/DC			
20kV/800V	20kV/240V	60kV/800V	60kV/240V
2-4MW	0.5-1MW	6-12MW	1.5-3MW

AC/DC			
10kV/800V	10kV/240V	35kV/800V	35kV/240V
2-4MW	0.5-1MW	8-15MW	2-4MW

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图8：公司数据中心一二次全套解决方案



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**海外布局持续深化，多国实现标志性突破。**2025 年以来，公司持续深耕东南亚、非洲市场，二次设备、电力电子等核心产品在菲律宾等市场渗透率大幅提升，中标老挝、巴基斯坦项目；配网开关亦持续中标刚果金、肯尼亚、老挝等多个项目。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到新能源行业发展情况和公司业务结构，下调 26-27 年盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润为 9.85/11.43/14.50 亿元（26-27 年原预测值为 10.05/12.05 亿元），同比+19%/+16%/+27%，动态 PE 为 37/32/25 倍。

表1: 可比公司估值表 (2026年3月24日收盘价)

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (%) (2024A)	投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
601126.SH	四方股份	43.56	363	0.86	0.99	1.18	50.7	43.8	36.9	15.6	优于大市
600406.SH	国电南瑞	26.98	2,167	0.95	1.04	1.17	28.4	25.9	23.1	15.5	-
002028.SZ	思源电气	205	1,601	2.63	4.05	5.26	77.9	50.6	39.0	16.6	-
002270.SZ	华明装备	26.93	241	0.69	0.79	0.96	39.0	34.1	28.1	19.4	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 可比公司均采用 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3532	3782	3000	3000	3679	<b>营业收入</b>	<b>6951</b>	<b>8193</b>	<b>9576</b>	<b>11202</b>	<b>12918</b>
应收款项	1288	1522	1574	1841	2124	营业成本	4703	5717	6715	7908	9124
存货净额	1967	2325	4599	5416	6249	营业税金及附加	53	60	72	84	97
其他流动资产	889	821	1343	1582	912	销售费用	515	553	632	706	775
<b>流动资产合计</b>	<b>9923</b>	<b>11439</b>	<b>13030</b>	<b>13921</b>	<b>15289</b>	管理费用	319	300	373	403	439
固定资产	531	597	589	578	564	研发费用	656	707	766	807	878
无形资产及其他	207	242	225	209	193	财务费用	(64)	(47)	(44)	5	(26)
其他长期资产	326	365	575	448	388	投资收益	6	12	0	0	0
长期股权投资	59	63	63	63	63	资产减值及公允价值变动	(86)	(137)	(80)	(120)	(120)
<b>资产总计</b>	<b>11046</b>	<b>12705</b>	<b>14482</b>	<b>15218</b>	<b>16496</b>	其他收入	114	140	130	130	140
短期借款及交易性金融负债	4	0	1559	619	0	营业利润	803	920	1112	1300	1651
应付款项	3632	4543	3679	4333	5000	营业外净收支	20	12	8	8	8
其他流动负债	1130	1253	1544	1803	2068	<b>利润总额</b>	<b>824</b>	<b>932</b>	<b>1120</b>	<b>1308</b>	<b>1659</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6448</b>	<b>7788</b>	<b>9176</b>	<b>9556</b>	<b>10297</b>	所得税费用	108	103	134	164	207
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	1	1	2
其他长期负债	19	21	21	21	21	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>716</b>	<b>829</b>	<b>985</b>	<b>1143</b>	<b>1450</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6467</b>	<b>7809</b>	<b>9196</b>	<b>9576</b>	<b>10317</b>	净利润	716	829	985	1143	1450
少数股东权益	4	1	2	4	5	资产减值准备	(49)	(81)	(40)	(80)	(80)
股东权益	4575	4895	5283	5638	6173	折旧摊销	109	125	75	77	80
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11046</b>	<b>12705</b>	<b>14482</b>	<b>15218</b>	<b>16496</b>	公允价值变动损失	0	(13)	0	0	0
						财务费用	(64)	(47)	(44)	5	(26)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	457	338	(2545)	429	670
每股收益	0.86	0.99	1.18	1.37	1.74	其它	21	26	(3)	86	56
每股红利	0.72	0.72	0.95	1.10	1.39	<b>经营活动现金流</b>	<b>1254</b>	<b>1225</b>	<b>(1528)</b>	<b>1656</b>	<b>2176</b>
每股净资产	5.49	5.88	6.34	6.77	7.42	资本开支	(167)	(210)	(50)	(50)	(50)
ROIC	15%	17%	16%	18%	23%	其它投资现金流	(225)	(243)	(210)	127	61
ROE	16%	18%	19%	21%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(393)</b>	<b>(452)</b>	<b>(260)</b>	<b>77</b>	<b>11</b>
毛利率	32%	30%	30%	29%	29%	权益性融资	128	90	(0)	0	0
EBIT Margin	10%	10%	11%	12%	12%	负债净变化	(189)	(143)	1559	(940)	(619)
EBITDA Margin	12%	12%	11%	12%	13%	支付股利、利息	(499)	(600)	(597)	(788)	(915)
收入增长	21%	18%	17%	17%	15%	其它融资现金流	(189)	(143)	1559	(940)	(619)
净利润增长率	14%	16%	19%	16%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(496)</b>	<b>(605)</b>	<b>1006</b>	<b>(1732)</b>	<b>(1507)</b>
资产负债率	59%	61%	64%	63%	63%	<b>现金净变动</b>	<b>365</b>	<b>167</b>	<b>(782)</b>	<b>0</b>	<b>679</b>
股息率	1.7%	1.6%	2.2%	2.5%	3.2%	货币资金的期初余额	3120	3532	3782	3000	3000
P/E	50.7	43.8	36.9	31.7	25.0	货币资金的期末余额	3532	3782	3000	3000	3679
P/B	7.9	7.4	6.9	6.4	5.9	企业自由现金流	1011	1015	(1624)	1590	2104
EV/EBITDA	52.5	44.9	41.6	33.4	27.7	权益自由现金流	878	914	(26)	646	1508

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032