



中国西电 (601179.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利能力提升，出海与新领域成亮点

业绩简评

4月10日，公司披露2025年年报，2025年实现营收238.1亿元，同比+6.9%；实现归母净利润12.7亿元，同比+20.4%；毛利率22.7%，同比+2.0pct；其中Q4实现营收68.1亿元，同比-3.2%，归母净利润3.3亿元，同比+23.8%，毛利率24.3%，同比+2.9pct，符合预期。

经营分析

一次设备龙头地位稳固，多元市场持续突破。1)网内：2025年公司在国网输变电/特高压设备招标份额分别为8.7%/16.6%，稳居行业第一；南网市场中标体量、市场占有率双提升；2)网外：核电、抽水蓄能、海上风电等高端市场合作不断深化；3)海外：系统重塑国际业务经营体系，设备类订单占比持续增长，25年海外收入43.5亿元，同比+54.0%，毛利率12.0%，同比-1.8pct。

变压器、开关稳健增长，电力电子器件业务增速更高。

2025年：1)变压器：实现营收100.8亿元，同比+9.3%，毛利率18.4%，同比+4.1pct，主要系客户结构优化，产品盈利能力增强；2)开关：实现营收87.0亿元，同比+2.3%，毛利率27.3%，同比+0.8pct；3)电力电子器件：实现营收39.7亿元，同比+15.5%，主要系公司积极开拓市场，收入规模增加，毛利率16.5%，同比-0.9pct；4)研发检测：实现营收7.3亿元，同比+9.8%，毛利率56.1%，同比+4.3pct，主要系收入同比增加带动毛利率增加。

前瞻布局新兴领域，提质增效持续释放经营潜力。

公司加快推进构网技术、固态变压器等新兴技术产业化，积极布局智能巡检、涉碳等新兴产业赛道，2025年研发费用率5.0%，同比+1.4pct，持续的高研发投入有望为公司在数据中心、储能等高增长领域构筑核心竞争力。公司强化集采力度，深化产线优化，通过工艺改进、设备升级、流程再造，实现生产效率稳步提升，优化岗位配置，提升人均效能，25年公司主营业务毛利率22.6%，同比+1.9pct，净利率6.4%，同比+0.9pct，持续释放经营潜力。

盈利预测、估值与评级

公司作为一次设备龙头，在国网总部集招份额领先，海外市场产渠道布局领先，充分受益于国内主网加速扩容、海外电网投资提速，预计26-28年公司实现归母净利润15.0/18.1/21.1亿元，同比+18%/+21%/+17%，当前股价对应PE分别为55/46/39倍，维持“买入”评级。

风险提示

电网投资/特高压建设/海外拓展不及预期、行业竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

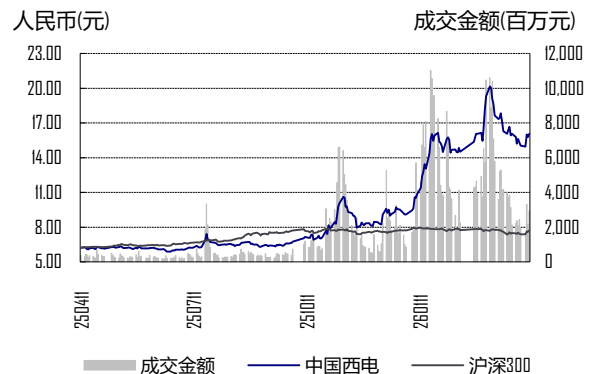
分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.08 元

相关报告：

- 《中国西电公司点评：业绩符合预期，在手订单增厚可期》，2025.10.22
- 《中国西电公司点评：业绩符合预期，盈利能力持续提升》，2025.8.21
- 《中国西电公司点评：Q1业绩超预期，提质增效释放经营潜力》，2025.4.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	22,281	23,813	26,000	28,981	32,045
营业收入增长率	5.84%	6.88%	9.18%	11.46%	10.57%
归母净利润(百万元)	1,054	1,270	1,496	1,806	2,112
归母净利润增长率	19.09%	20.45%	17.83%	20.74%	16.92%
摊薄每股收益(元)	0.206	0.248	0.292	0.352	0.412
每股经营性现金流净额	0.68	0.53	0.79	0.59	0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.79%	5.52%	6.26%	7.23%	8.05%
P/E	36.91	36.74	55.10	45.63	39.03
P/B	1.77	2.03	3.45	3.30	3.14

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	21,051	22,281	23,813	26,000	28,981	32,045
增长率		5.8%	6.9%	9.2%	11.5%	10.6%
主营业务成本	-17,131	-17,574	-18,352	-20,032	-22,284	-24,620
%销售收入	81.4%	78.9%	77.1%	77.0%	76.9%	76.8%
毛利	3,920	4,706	5,461	5,968	6,696	7,424
%销售收入	18.6%	21.1%	22.9%	23.0%	23.1%	23.2%
营业税金及附加	-156	-152	-164	-169	-214	-237
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-779	-872	-822	-871	-1,014	-1,122
%销售收入	3.7%	3.9%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%
管理费用	-1,295	-1,416	-1,549	-1,638	-1,855	-2,019
%销售收入	6.1%	6.4%	6.5%	6.3%	6.4%	6.3%
研发费用	-718	-809	-1,200	-1,248	-1,391	-1,538
%销售收入	3.4%	3.6%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	973	1,458	1,725	2,042	2,222	2,509
%销售收入	4.6%	6.5%	7.2%	7.9%	7.7%	7.8%
财务费用	-93	-203	33	94	115	127
%销售收入	0.4%	0.9%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-259	-227	-410	-454	-321	-281
公允价值变动收益	-32	-46	-19	-45	-50	-50
投资收益	176	142	136	150	150	150
%税前利润	15.9%	10.5%	8.1%	7.7%	6.5%	5.5%
营业利润	1,094	1,373	1,654	1,912	2,290	2,685
营业利润率	5.2%	6.2%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%
营业外收支	13	-27	24	25	25	25
税前利润	1,107	1,347	1,678	1,937	2,315	2,710
利润率	5.3%	6.0%	7.0%	7.4%	8.0%	8.5%
所得税	-87	-127	-167	-191	-229	-268
所得税率	7.9%	9.4%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
净利润	1,020	1,220	1,511	1,746	2,086	2,442
少数股东损益	135	165	241	250	280	330
归属于母公司的净利润	885	1,054	1,270	1,496	1,806	2,112
净利率	4.2%	4.7%	5.3%	5.8%	6.2%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,020	1,220	1,511	1,746	2,086	2,442
少数股东损益	135	165	241	250	280	330
非现金支出	1,208	1,182	1,182	1,245	1,211	1,261
非经营收益	-259	-173	-306	-141	-211	26
营运资金变动	-753	1,270	353	1,184	-65	-64
经营活动现金净流	1,215	3,499	2,740	4,034	3,021	3,664
资本开支	-311	-1,343	-969	-1,222	-1,296	-1,377
投资	439	238	48	-587	-175	-180
其他	1,916	385	-4,540	150	150	150
投资活动现金净流	2,044	-720	-5,462	-1,659	-1,321	-1,407
股权募资	1,115	0	37	0	0	0
债权募资	-1,709	-412	621	-798	434	-4
其他	-178	-1,345	-679	-652	-776	-906
筹资活动现金净流	-772	-1,756	-21	-1,450	-342	-910
现金净流量	2,460	1,025	-2,725	926	1,358	1,347

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	9,506	10,423	10,538	11,447	12,790	14,126
应收款项	11,328	11,322	10,886	11,739	12,966	14,272
存货	3,545	4,720	5,280	5,297	5,742	6,210
其他流动资产	6,706	5,495	7,621	6,311	6,769	7,239
流动资产	31,085	31,960	34,325	34,795	38,268	41,847
%总资产	71.0%	69.3%	70.1%	69.0%	70.2%	71.5%
长期投资	3,689	3,319	2,911	3,453	3,578	3,708
固定资产	4,195	5,519	6,287	6,858	7,089	7,290
%总资产	9.6%	12.0%	12.8%	13.6%	13.0%	12.5%
无形资产	2,273	2,206	1,915	2,232	2,326	2,462
非流动资产	12,694	14,172	14,651	15,629	16,280	16,697
%总资产	29.0%	30.7%	29.9%	31.0%	29.8%	28.5%
资产总计	43,779	46,133	48,976	50,424	54,547	58,544
短期借款	1,376	886	1,690	952	1,361	1,322
应付款项	10,446	13,078	12,334	14,312	15,924	17,593
其他流动负债	5,730	5,540	6,833	6,177	6,891	7,624
流动负债	17,552	19,504	20,857	21,441	24,176	26,539
长期贷款	171	330	299	324	349	384
其他长期负债	1,630	1,470	1,848	1,533	1,533	1,535
负债	19,352	21,304	23,003	23,298	26,058	28,458
普通股股东权益	21,642	22,025	22,981	23,884	24,968	26,235
其中：股本	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126
未分配利润	3,874	4,262	5,141	6,039	7,122	8,389
少数股东权益	2,784	2,804	2,992	3,242	3,522	3,852
负债股东权益合计	43,779	46,133	48,976	50,424	54,547	58,544

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.173	0.206	0.248	0.292	0.352	0.412
每股净资产	4.222	4.297	4.483	4.659	4.871	5.118
每股经营现金净流	0.237	0.683	0.535	0.787	0.589	0.715
每股股利	0.066	0.179	0.047	0.117	0.141	0.165
回报率						
净资产收益率	4.09%	4.79%	5.52%	6.26%	7.23%	8.05%
总资产收益率	2.02%	2.29%	2.59%	2.97%	3.31%	3.61%
投入资本收益率	3.43%	5.04%	5.54%	6.48%	6.63%	7.11%
增长率						
主营业务收入增长率	15.58%	5.84%	6.88%	9.18%	11.46%	10.57%
EBIT 增长率	54.49%	49.80%	18.32%	18.37%	8.79%	12.91%
净利润增长率	44.55%	19.09%	20.45%	17.83%	20.74%	16.92%
总资产增长率	7.19%	5.38%	6.16%	2.96%	8.18%	7.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	167.7	161.7	149.6	149.0	149.0	149.0
存货周转天数	79.4	85.8	99.4	99.0	99.0	99.0
应付账款周转天数	137.5	157.0	178.2	178.0	178.0	178.0
固定资产周转天数	64.3	63.7	88.8	86.5	78.6	71.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.17%	-38.13%	-33.80%	-38.34%	-39.70%	-42.04%
EBIT 利息保障倍数	10.5	7.2	-52.3	-21.8	-19.3	-19.7
资产负债率	44.21%	46.18%	46.97%	46.21%	47.77%	48.61%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	5	19
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究