

# 中国西电 (601179)

## 2025 年年报点评: 业绩符合市场预期, 盈利能力稳步提升

2026 年 04 月 14 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

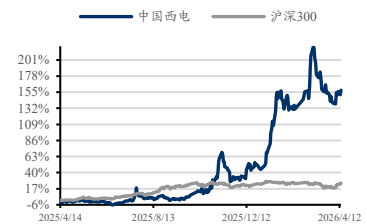
执业证书: S0600524120002  
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	22,281	23,813	25,515	27,135	29,018
同比 (%)	5.07	6.88	7.15	6.35	6.94
归母净利润 (百万元)	1,054	1,270	1,527	1,853	2,244
同比 (%)	17.50	20.45	20.30	21.32	21.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.21	0.25	0.30	0.36	0.44
P/E (现价&最新摊薄)	78.77	65.40	54.36	44.81	37.01

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 25 年年报, 25 年营收 238.1 亿元, 同比+6.9%, 归母净利润 12.7 亿元, 同比+20.4%, 扣非净利润 11.9 亿元, 同比+19.9%, 毛利率 22.7%, 同比+2.0pct, 归母净利率 5.3%, 同比+0.6pct。其中 25Q4 营收 68.1 亿元, 同环比-3.2%/+20.0%, 归母净利润 3.3 亿元, 同环比+23.8%/-2.7%, 扣非净利润 2.7 亿元, 同环比+26.0%/-13.6%, 毛利率 24.3%, 同环比+2.9/+1.1pct; 归母净利率 4.9%, 同环比+1.1/-1.1pct。公司业绩符合市场预期。
- **变压器+开关双主业盈利能力不断提升, 海外市场不断实现新突破。** 25 年公司开关/变压器业务营收分别为 87.01/100.79 亿元, 同比+2%/9%, 毛利率分别为 27.32%/18.43%, 同比+0.80/4.18pct, 公司通过持续降本+订单结构改善, 产品毛利率不断提升, 且有望保持提升趋势。公司国内市场份额相对稳固, 24-25 年公司特高压直流换流阀/换流变/GIS 份额分别为 15%/29%/25%处于领先地位, 26 年我们预计有望实现核准开工【六直四交】, 公司高毛利订单有望实现大幅增长。国际市场积极推进, 公司 25 年境外收入 4.35 亿元, 同比+54%, 毛利率 11.96%, 同比-1.83pct。公司先后在巴西、波多黎各等国家和地区实现高压电力变压器的订单突破, 此类高毛利订单占比提升有望显著改善国际业务毛利率。
- **电力电子板块厚积薄发, SST 产业化落地进程加速。** 25 年公司将电力电子及电容等元器件业务整合, 实现营收 39.72 亿元, 同比+15%。26 年公司发布 10kV AC/1000V DC/4MVA 固态变压器 (SST), 功率大幅领先。公司作为国内首批研发 SST 的电力设备公司, 17 年启动首台套研发后, 先后完成了适用于不同场景下的 SST, 并实现了现场的工程化应用, 我们认为随着公司完成市场渠道布局和产品的进一步迭代完善, 有望成为国内 SST 最先批量化出货的公司之一, 打开远期成长空间。
- **费用控制能力稳健, 合同负债明显增长。** 公司 25 年/25Q4 期间费用率为 14.9%/19.3%, 同比持平/+1.2pct, 25 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.5%/6.5%/5.0%/-0.1%, 同比-0.5/+0.2/+1.4/-1.0pct, 研发费用持续向上的同时保持费用率稳定。公司 25 年经营活动现金净流入 27.4 亿元, 同比-21.7%。其中 25Q4 经营活动现金净额 21.9 亿元, 同比+4.3%。合同负债 57.8 亿元, 较年初+22.3%。应收账款 96.5 亿元, 较年初-2.1%。存货 52.8 亿元, 较年初+11.9%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到市场竞争有所加剧, 我们下修公司 26/27 年归母净利润预测为 15.3/18.5 亿元 (此前预测 17.7/20.5 亿元), 新增 28 年归母净利润 22.4 亿元, 同比+20%/21%/21%, 现价对应 PE 分别为 54x、45x、37x, 考虑到公司 SST 业务加速推进, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 海外市场拓展不及预期, 竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.20
一年最低/最高价	5.91/20.65
市净率(倍)	3.61
流通 A 股市值(百万元)	83,039.29
总市值(百万元)	83,039.29

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.48
资产负债率(% ,LF)	46.97
总股本(百万股)	5,125.88
流通 A 股(百万股)	5,125.88

### 相关研究

- 《中国西电(601179): 2025 年三季度报点评: 经营稳健增长, 业绩基本符合市场预期》  
2025-10-25
- 《中国西电(601179): 2025 年中报点评: 业绩符合市场预期, 经营改善多元发展》  
2025-08-22

## 中国西电三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>34,325</b>	<b>35,791</b>	<b>39,654</b>	<b>44,262</b>	<b>营业总收入</b>	<b>23,813</b>	<b>25,515</b>	<b>27,135</b>	<b>29,018</b>
货币资金及交易性金融资产	10,767	12,326	16,119	20,348	营业成本(含金融类)	18,352	19,625	20,791	22,111
经营性应收款项	11,867	12,834	12,710	12,738	税金及附加	164	217	232	248
存货	5,280	4,161	4,270	4,464	销售费用	822	816	814	812
合同资产	1,652	1,786	1,899	2,031	管理费用	1,549	1,684	1,764	1,857
其他流动资产	4,759	4,683	4,656	4,682	研发费用	1,200	1,352	1,411	1,480
<b>非流动资产</b>	<b>14,651</b>	<b>14,449</b>	<b>14,183</b>	<b>13,845</b>	财务费用	(33)	(102)	(132)	(197)
长期股权投资	2,473	2,473	2,473	2,473	加:其他收益	195	230	230	230
固定资产及使用权资产	5,866	5,632	5,333	5,160	投资净收益	136	130	130	130
在建工程	496	592	688	785	公允价值变动	(19)	0	0	0
无形资产	1,801	1,751	1,701	1,451	减值损失	(410)	(343)	(263)	(213)
商誉	24	24	24	24	资产处置收益	(7)	20	20	20
长期待摊费用	14	14	14	14	<b>营业利润</b>	<b>1,654</b>	<b>1,958</b>	<b>2,372</b>	<b>2,873</b>
其他非流动资产	3,977	3,964	3,951	3,938	营业外净收支	24	5	6	6
<b>资产总计</b>	<b>48,976</b>	<b>50,241</b>	<b>53,837</b>	<b>58,106</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,678</b>	<b>1,963</b>	<b>2,378</b>	<b>2,880</b>
<b>流动负债</b>	<b>20,857</b>	<b>20,286</b>	<b>21,744</b>	<b>23,421</b>	减:所得税	167	196	238	288
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,690	1,490	1,290	1,090	<b>净利润</b>	<b>1,511</b>	<b>1,767</b>	<b>2,140</b>	<b>2,592</b>
经营性应付款项	11,929	11,721	12,417	13,205	减:少数股东损益	241	239	287	348
合同负债	5,778	5,358	6,241	7,254	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,270</b>	<b>1,527</b>	<b>1,853</b>	<b>2,244</b>
其他流动负债	1,459	1,717	1,795	1,871	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.25	0.30	0.36	0.44
非流动负债	2,147	2,197	2,197	2,197	EBIT	1,657	1,861	2,245	2,683
长期借款	299	349	349	349	EBITDA	2,429	2,520	2,889	3,198
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.75	23.08	23.38	23.80
租赁负债	49	49	49	49	归母净利率(%)	5.34	5.99	6.83	7.73
其他非流动负债	1,799	1,799	1,799	1,799	收入增长率(%)	6.88	7.15	6.35	6.94
<b>负债合计</b>	<b>23,003</b>	<b>22,483</b>	<b>23,940</b>	<b>25,618</b>	归母净利润增长率(%)	20.45	20.30	21.32	21.08
归属母公司股东权益	22,981	24,526	26,379	28,623					
少数股东权益	2,992	3,231	3,518	3,866					
<b>所有者权益合计</b>	<b>25,973</b>	<b>27,757</b>	<b>29,897</b>	<b>32,489</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>48,976</b>	<b>50,241</b>	<b>53,837</b>	<b>58,106</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,740	2,112	4,328	4,557	每股净资产(元)	4.48	4.78	5.15	5.58
投资活动现金流	(5,462)	(265)	(184)	(84)	最新发行在外股份(百万股)	5,126	5,126	5,126	5,126
筹资活动现金流	(21)	(206)	(251)	(245)	ROIC(%)	5.52	5.81	6.60	7.37
现金净增加额	(2,725)	1,659	3,893	4,229	ROE-摊薄(%)	5.52	6.23	7.02	7.84
折旧和摊销	772	658	643	515	资产负债率(%)	46.97	44.75	44.47	44.09
资本开支	(969)	(495)	(414)	(214)	P/E(现价&最新股本摊薄)	65.40	54.36	44.81	37.01
营运资本变动	353	(557)	1,386	1,349	P/B(现价)	3.61	3.39	3.15	2.90

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>