

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

输配电高端化成效显著，硅钢盈利有望改善

——望变电气(603191)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2026-04-16)

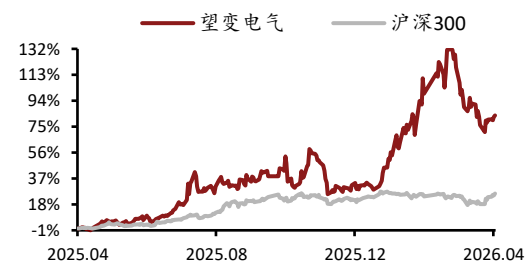
发布日期：2026年04月17日

收盘价(元)	21.07
一年内最高/最低(元)	27.69/11.36
沪深300指数	4,736.61
市净率(倍)	2.81
流通市值(亿元)	69.52

基础数据(2025-12-31)

每股净资产(元)	7.51
每股经营现金流(元)	0.69
毛利率(%)	11.41
净资产收益率_摊薄(%)	2.78
资产负债率(%)	65.58
总股本/流通股(万股)	32,996.46/32,996.46
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《望变电气(603191)公司点评报告:大股东全额认购定增提振市场信心,高端变压器和取向硅钢受益于行业景气上行》 2026-02-11

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

事件：

公司全年实现营业收入 39.17 亿元，同比增长 16.87%；归属于上市公司股东的净利润 6924 万元，同比增长 6.26%；扣除非经常性损益的净利润 6479 万元，同比增长 79.38%。

点评：

- **行业高景气和产品结构升级拉动公司扣非后净利润高增。**公司营收增长主要受输配电及控制设备业务收入增长拉动，扣非净利润大幅增长反映主营业务盈利能力提升。分业务来看，全年公司输配电以及控制设备业务实现收入 25.11 亿元，同比增长 29.90%，取向硅钢业务实现营业收入 12.78 亿元，同比下降 4.22%。公司综合销售毛利率 11.41%，同比提升 0.44 个百分点。公司全年计提资产减值损失 0.20 亿元，信用减值损失 0.33 亿元，对净利润形成拖累。
- **高电压等级产品占比提升，核心业务增长动力十足。**受益于电网扩容和新能源电力投资高速增长拉动，公司输配电产品产销良好。2025 年，公司电力变压器销售量 4536kVA，同比增长 35.15%，箱式变压器销量 395 万 kVA，同比增长 88.60%。输配电及控制设备业务毛利率 13.22%，同比下降 1.26pct，毛利率降低主要受铜等原材料价格上涨影响。公司高电压等级产品实现快速放量。110kV 及以上变压器产品合计实现收入 11.03 亿元，同比增长 74.39%，其占电力变压器业务收入的比重提升至 60.01%，提升了 15.96pct。高附加值、高技术壁垒的高电压等级产品已成为拉动输配电业务增长的核心引擎。国家电网“十五五”规划投资预计达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，重点投向能源绿色低碳转型、新型电力系统建设、科技创新等领域。海外市场，欧美发达国家电网老化升级改造需求迫切，东南亚国家因本土基建拉动电气设备需求，为中国输变电设备出口提供良好机遇。2026 年，公司有望巩固 220kV 及以下变压器市场份额，依托云变电气 500kV 变压器生产能力，积极拓展超高压、特高压领域市场机会。
- **公司取向硅钢产品结构高端化趋势显著，2026 年高牌号产品涨价将驱动毛利率改善。**2025 年，公司取向硅钢业务实现营业收入 12.78 亿元，同比下降 4.22%，销售量 17.81 万吨，同比基本持平，单位销售均价 7177.08 元/吨，单位成本 6573.99 元/吨。值得一提的是，尽管取向硅钢价格承压，但公司通过降本增效和产品结构升级，单吨毛利提升至 603.09 元，毛利率提升 2.26pct 至 8.40%。公司产能结构中高牌号取向硅钢占比超过七成，产品结构不断优。公司成功攻克 075 牌号高磁感取向硅钢技术壁垒，成为行业内少数掌握该

核心技术的企业之一。2026年，国内暂无新增取向硅钢产能释放，下游高牌号产品需求将长期增长。2026年4月公司高牌号产品出厂价已提价500元/吨，盈利能力有望提升。

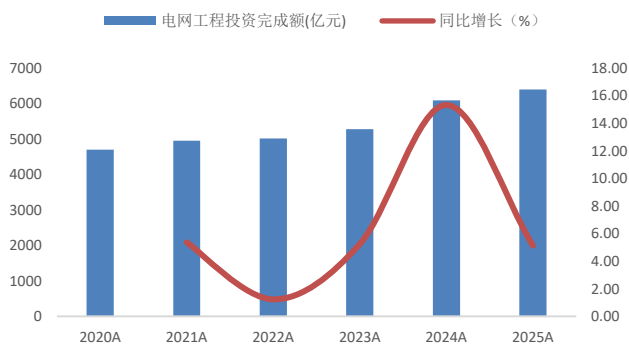
- **公司产品出海动作明显，海外市场将构成重要业务增长区域。**2025年，公司输配电业务海外订单1.1亿元，同比增长28.71%。公司开发一带一路客户，在老挝、柬埔寨、罗马尼亚等市场取得准入资格。同时，公司输配电产品获得欧洲KEMA认证，打入欧洲高端市场获得美国、阿曼和南美洲数据中心终端客户认可，完成中国交建马来西亚东海岸铁路项目牵引变压器供货。取向硅钢业务海外市场覆盖持续拓宽，重点区域项目稳步推进，深化全球布局。
- **公司切入重卡超充新赛道，实现设备端的深度协同以及业务链条的延伸。**公司投资不超过5.4亿元建设“兆瓦级智能超充网络建设项目”，正式切入新能源重卡超充赛道。公司依托华为全液冷超充解决方案，规划在云南、重庆等物流枢纽地区建设近100座电动重卡超充站。收入来源主要通过电价差和运营服务费。产品端开发了箱变超充一体机、三体机等高附加值产品。超充业务不仅为公司带来新的增长点，也与输配电设备业务形成协同效应，推动公司向能源电力综合服务商转型升级。
- **公司研发投入占比较高，持续取得重要研发成果。**公司坚持创新驱动，全年研发投入3.06亿元，占营业收入比重达7.82%。全年申请专利73项，获得授权42项。公司成功研制国内最大容量110kV天然酯绝缘油变压器、首台220kV三相一体自耦变压器、220kV组合式电力变压器及220kV低压双分裂变压器、开展了固态变压器关键材料Fe基非晶/纳米晶制备技术与应用研究、新能源重卡超充桩与智能变充一体机、新一代环保气体绝缘金属封闭开关设备以及推进高硅薄带取向硅钢的研发等。
- **投资建议：维持公司“增持”评级。**预计公司2026、2027、2028年归属于上市公司股东的净利润分别为1.72、2.31和2.79亿元，暂时不考虑非公开发行股票的摊薄效应，对应的全面摊薄EPS分别为0.52、0.70和0.85元，按照4月16日21.07元/股收盘价计算，对应PE分别为40.36、30.04和24.90倍。公司将充分受益于国内外电力行业景气上行、高电压等级变压器结构优化、高牌号硅钢技术迭代以及产品出海。维持公司“增持”评级。

风险提示：电力行业投资规模波动风险；原材料价格大幅波动风险；行业竞争激烈，盈利能力下滑风险；汇率波动风险。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	33.52	39.17	50.24	61.15	70.98
增长比率(%)	23.32	16.87	28.26	21.71	16.07
净利润(亿元)	0.65	0.69	1.72	2.31	2.79
增长比率(%)	-72.22	6.26	148.80	34.33	20.64
每股收益(元)	0.20	0.21	0.52	0.70	0.85
市盈率(倍)	106.69	100.40	40.36	30.04	24.90

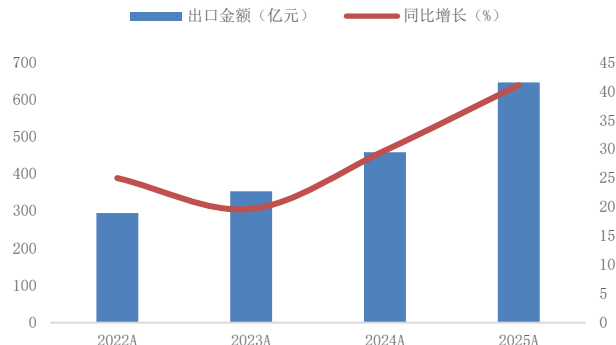
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：我国电网工程投资完成额(亿元)



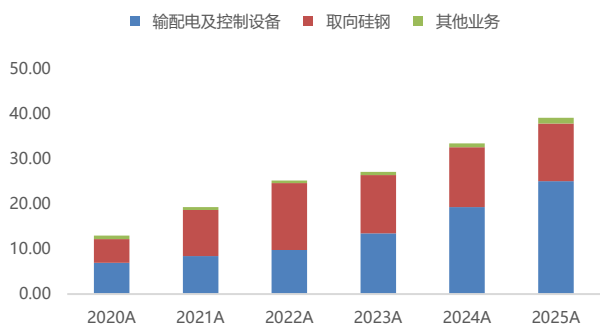
资料来源：中电联，中原证券研究所

图 2：我国变压器产品出口情况



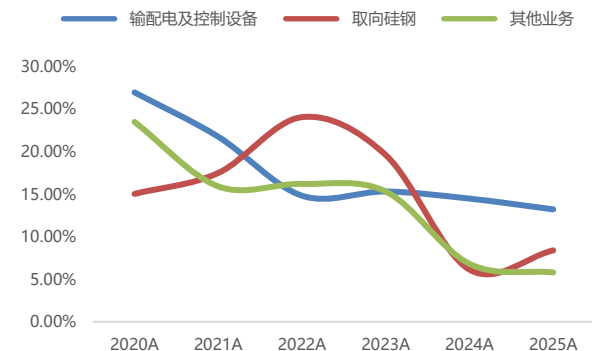
资料来源：中国海关总署，中原证券研究所

图 3：公司主营业务和收入构成(亿元)



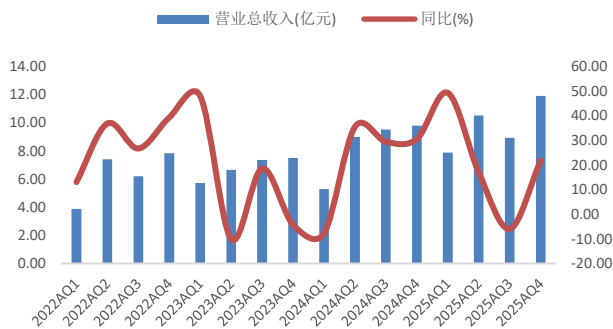
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司主营业务毛利率走势



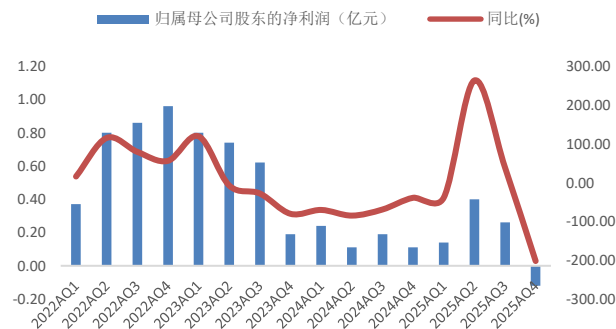
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司季度营业总收入和同比增长情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司季度归母净利润和同比增长情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (亿元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	41.40	49.39	57.45	67.19	75.07
现金	11.55	13.85	14.24	15.03	14.89
应收票据及应收账款	18.67	22.57	27.75	33.54	38.73
其他应收款	1.25	1.23	1.40	1.70	1.97
预付账款	0.81	1.43	1.73	2.10	2.44
存货	8.70	9.93	11.82	14.19	16.32
其他流动资产	0.42	0.39	0.52	0.63	0.73
非流动资产	23.92	23.19	23.74	24.87	26.47
长期投资	0.15	0.16	0.16	0.16	0.16
固定资产	20.17	19.24	19.41	20.29	21.73
无形资产	2.29	2.25	2.25	2.25	2.25
其他非流动资产	1.31	1.54	1.92	2.17	2.33
资产总计	65.32	72.58	81.19	92.06	101.54
流动负债	27.53	29.66	33.44	38.33	41.86
短期借款	2.70	2.60	2.60	2.60	2.60
应付票据及应付账款	14.80	16.22	19.23	23.34	27.07
其他流动负债	10.02	10.84	11.61	12.39	12.19
非流动负债	12.27	17.94	20.44	23.44	25.94
长期借款	11.04	15.28	17.78	20.78	23.28
其他非流动负债	1.23	2.67	2.67	2.67	2.67
负债合计	39.79	47.60	53.88	61.78	67.81
少数股东权益	1.40	0.04	0.23	0.48	0.80
股本	3.33	3.32	3.32	3.32	3.32
资本公积	9.61	9.80	9.80	9.80	9.80
留存收益	11.26	11.79	14.11	16.82	19.97
归属母公司股东权益	24.13	24.95	27.09	29.80	32.94
负债和股东权益	65.32	72.58	81.19	92.06	101.54

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	0.21	2.30	1.86	2.93	3.68
净利润	0.75	0.74	1.91	2.57	3.10
折旧摊销	1.73	2.18	2.95	3.37	3.90
财务费用	0.45	0.55	0.90	1.04	1.17
投资损失	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-3.08	-1.64	-4.40	-4.54	-5.00
其他经营现金流	0.36	0.46	0.50	0.50	0.50
投资活动现金流	-6.44	-1.40	-3.50	-4.50	-5.50
资本支出	-2.46	-1.63	-3.50	-4.50	-5.50
长期投资	-4.56	0.21	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.57	0.01	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	3.93	1.20	1.02	1.36	0.68
短期借款	0.06	-0.10	0.00	0.00	0.00
长期借款	4.38	4.24	2.50	3.00	2.50
普通股增加	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.15	0.19	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-0.36	-3.12	-1.48	-1.64	-1.82
现金净增加额	-2.30	2.09	0.38	0.80	-0.15

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (亿元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	33.52	39.17	50.24	61.15	70.98
营业成本	29.84	34.70	43.26	52.51	60.91
营业税金及附加	0.17	0.24	0.25	0.31	0.35
营业费用	1.16	1.14	1.51	1.83	2.13
管理费用	1.16	1.33	1.76	2.14	2.48
研发费用	0.45	0.46	0.55	0.67	0.78
财务费用	0.08	0.22	0.72	0.86	0.99
资产减值损失	-0.13	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
其他收益	0.75	0.29	0.50	0.61	0.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.10	0.84	2.19	2.94	3.55
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.24	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.87	0.79	2.19	2.94	3.55
所得税	0.12	0.06	0.27	0.37	0.44
净利润	0.75	0.74	1.91	2.57	3.10
少数股东损益	0.10	0.05	0.19	0.26	0.31
归属母公司净利润	0.65	0.69	1.72	2.31	2.79
EBITDA	2.92	3.25	5.86	7.17	8.43
EPS (元)	0.20	0.21	0.52	0.70	0.85

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	23.32	16.87	28.26	21.71	16.07
营业利润 (%)	-60.12	-24.32	161.67	34.33	20.64
归属母公司净利润 (%)	-72.22	6.26	148.80	34.33	20.64
获利能力					
毛利率 (%)	10.97	11.41	13.89	14.13	14.19
净利率 (%)	1.94	1.77	3.43	3.78	3.93
ROE (%)	2.70	2.78	6.36	7.77	8.48
ROIC (%)	2.32	2.10	4.86	5.68	6.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.92	65.58	66.36	67.10	66.78
净负债比率 (%)	155.87	190.54	197.25	203.98	200.98
流动比率	1.50	1.67	1.72	1.75	1.79
速动比率	1.16	1.28	1.31	1.33	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.57	0.65	0.71	0.73
应收账款周转率	2.57	2.17	2.29	2.30	2.26
应付账款周转率	4.24	4.34	5.26	5.26	5.16
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.20	0.21	0.52	0.70	0.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	0.70	0.57	0.89	1.11
每股净资产 (最新摊薄)	7.31	7.56	8.21	9.03	9.98
估值比率					
P/E	106.69	100.40	40.36	30.04	24.90
P/B	2.88	2.79	2.57	2.33	2.11
EV/EBITDA	26.50	24.23	13.72	11.53	10.12

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。