

神马电力 (603530.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩超预期，未来将继续受益复合绝缘产品渗透率提升

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 62.24 元

公司 25 年实现营收 17.21 亿元，同增 27.94%；归母净利 4.32 亿元，同增 38.92%；扣非净利 4.19 亿元，同增 38.75%。26Q1 营收 3.81 亿元，同增 33.55%；归母净利 9827 万元，同增 44.07%；扣非净利 9520 万元，同增 43.57%。

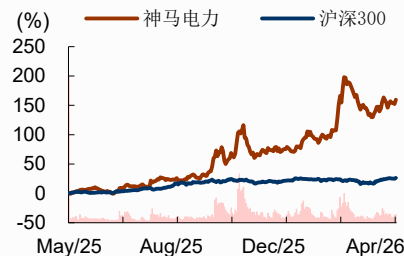
基础数据

总股本 (百万股)	432
已上市流通股 (百万股)	427
总市值 (十亿元)	26.9
流通市值 (十亿元)	26.6
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	24.3
资产负债率	28.9%
主要股东	上海神马电力控股有限公司
主要股东持股比例	62.55%

□ Q1 毛利率创新高，业绩超预期。26Q1 营收、利润保持高增速，主要系电力行业整体需求增长，核心客户订单需求提升。毛利率 49.05%，同/环比增长 2.27/2.88pct，创新高，盈利质量持续优化，推测系高毛利海外业务贡献提升。经营性现金流量净额 1.09 亿元，同比+198.11%，主要系上年同期增加原材料战略库存。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	62	157
相对表现	-1	61	129



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 25 年变电站复合外绝缘产品、橡胶密封件收入快速增长，盈利水平提升。1) 变电站复合外绝缘产品收入 12.44 亿元，同比+41.43%，毛利率 48.67%，同比+1.69pct，主要系海外大客户 Hitachi Energy、Siemens Energy、GE Vernova 高粘性，订单增长快。2) 橡胶密封件收入 2.70 亿元，同比+21.25%，毛利率 54.16%，同比+7.30pct。3) 输变电路复合外绝缘产品收入 1.69 亿元，同比-19.30%，毛利率 14.0%，同比-11.95pct，预计受关税影响较大。

相关报告

□ 海外收入快速增长，新增订单占比超 50%。公司 25 年海外收入 7.94 亿元，同比+41.42%，占比 46.12%，同比+4.40pct。海外毛利率 47.34%，同增 3.40pct，较境内高 2.40pct。25 年新增订单约 19.48 亿元，同比+27.47%，国内，海外分别 9.36/10.12 亿元，同比+19.03%/36.40%，海外订单增速更快，占比超 50%。

□ 海外产能正在布局，将受益复合绝缘产品渗透率提升。目前变电站复合外绝缘产品渗透率约 30%+，输电线路复合外绝缘产品渗透率则更低，从环保化、性价比等角度看，替代陶瓷、玻璃的趋势较为明确，海外竞争格局良好，公司具有竞争优势。公司 25 年在越南新设全资子公司支撑外绝缘新材料工厂建设，26 年 3 月在新加坡新设全资子公司，同步推进中、越、美、欧多地制造及供应链建设，全球化运营支撑订单获取与交付能力双提升。

胡佳怡 S1090525080002

hujiayi1@cmschina.com.cn

□ 投资建议: 公司是电力设备新材料平台公司，成长空间大，竞争格局好。维持“强烈推荐”评级。

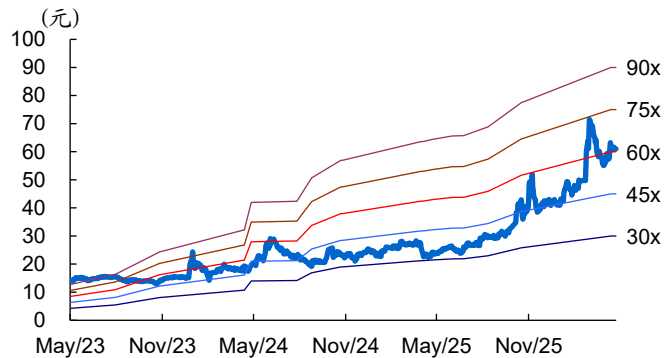
□ 风险提示: 电网投资不及预期、复合材料渗透不及预期、海外贸易风险、原材料价格波动等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1345	1721	2371	3103	4031
同比增长	40%	28%	38%	31%	30%
营业利润(百万元)	366	506	719	976	1278
同比增长	95%	38%	42%	36%	31%
归母净利润(百万元)	311	432	611	829	1086
同比增长	96%	39%	41%	36%	31%
每股收益(元)	0.72	1.00	1.41	1.92	2.52
PE	86.5	62.2	44.0	32.4	24.7
PB	15.1	15.0	11.9	9.5	7.5

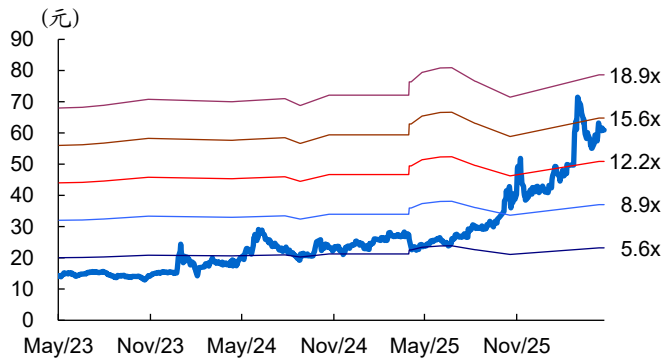
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 神马电力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 神马电力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告

- 神马电力 (603530) — 业绩持续增长, 订单创历史新高 2025-08-31
- 神马电力 (603530) — 业绩增长强劲, 海外市场成效显著 2025-04-10
- 神马电力 (603530) — 业绩符合预期, 海外项目快速增长》2024-09-02
- 神马电力 (603530) — 复合绝缘子领先企业, 海外业务有望推动公司上台阶》2024-06-11

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1655	1677	2251	2908	3756
现金	383	262	320	399	504
交易性投资	91	20	20	20	20
应收票据	52	45	62	81	105
应收款项	596	817	1126	1474	1915
其它应收款	34	36	50	65	85
存货	327	400	541	698	906
其他	172	96	131	171	222
非流动资产	822	958	1020	1073	1119
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	612	700	774	838	894
无形资产商誉	115	114	103	92	83
其他	95	144	143	142	142
资产总计	2477	2635	3270	3981	4875
流动负债	647	559	735	860	1000
短期借款	101	250	385	465	544
应付账款	357	113	153	197	255
预收账款	9	2	3	4	5
其他	179	194	194	195	195
长期负债	53	280	280	280	280
长期借款	0	213	213	213	213
其他	53	66	66	66	66
负债合计	700	839	1015	1140	1279
股本	432	432	432	432	432
资本公积金	402	188	188	188	188
留存收益	943	1177	1636	2222	2976
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1777	1796	2256	2841	3595
负债及权益合计	2477	2635	3270	3981	4875

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	160	30	236	405	518
净利润	311	432	611	829	1086
折旧摊销	82	84	108	116	124
财务费用	1	(5)	0	0	0
投资收益	(3)	(22)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(229)	(451)	(485)	(544)	(698)
其它	(1)	(8)	12	13	16
投资活动现金流	(146)	(121)	(161)	(161)	(161)
资本支出	(95)	(170)	(171)	(171)	(171)
其他投资	(51)	48	10	10	10
筹资活动现金流	(41)	17	(63)	(164)	(253)
借款变动	140	213	88	80	79
普通股增加	0	(1)	0	0	0
资本公积增加	(70)	(214)	0	0	0
股利分配	(112)	0	(151)	(244)	(332)
其他	3	18	0	0	0
现金净增加额	(27)	(74)	11	79	104

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1345	1721	2371	3103	4031
营业成本	758	926	1252	1614	2096
营业税金及附加	15	17	19	20	21
营业费用	85	110	143	186	242
管理费用	88	100	130	169	220
研发费用	54	69	97	126	163
财务费用	(7)	(5)	0	0	0
资产减值损失	(8)	(20)	(22)	(22)	(22)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	19	20	10	10	10
投资收益	3	2	0	0	0
营业利润	366	506	719	976	1278
营业外收入	1	5	0	0	0
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	365	508	719	976	1278
所得税	55	77	108	146	192
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	311	432	611	829	1086

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	40%	28%	38%	31%	30%
营业利润	95%	38%	42%	36%	31%
归母净利润	96%	39%	41%	36%	31%
获利能力					
毛利率	43.6%	46.2%	47.2%	48.0%	48.0%
净利率	23.1%	25.1%	25.8%	26.7%	26.9%
ROE	18.1%	24.2%	30.1%	32.6%	33.8%
ROIC	17.3%	20.6%	23.9%	26.0%	27.6%
偿债能力					
资产负债率	28.3%	31.8%	31.0%	28.6%	26.2%
净负债比率	4.1%	17.6%	18.3%	17.0%	15.5%
流动比率	2.6	3.0	3.1	3.4	3.8
速动比率	2.1	2.3	2.3	2.6	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.8	2.5	2.7	2.6	2.6
应收账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	2.8	3.9	9.4	9.2	9.3
每股资料(元)					
EPS	0.72	1.00	1.41	1.92	2.52
每股经营净现金	0.37	0.07	0.55	0.94	1.20
每股净资产	4.12	4.16	5.23	6.58	8.33
每股股利	0.46	0.35	0.57	0.77	1.01
估值比率					
PE	86.5	62.2	44.0	32.4	24.7
PB	15.1	15.0	11.9	9.5	7.5
EV/EBITDA	63.2	47.0	33.2	25.1	19.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。