四方股份（601126.SH）

业绩稳健增长，出海和 SST 持续推进

优于大市

核心观点

前三季度业绩稳健增长，新能源发电需求有所放缓。前三季度公司实现营收 66.43 亿元，同比+8.34%；归母净利润 7.46 亿元，同比+5.91%；扣非净利润 7.29 亿元，同比+7.20%。前三季度公司毛利率 31.96%，同比+1.20pct.；净利率 11.22%，同比-0.25pct.。我们估计，公司收入利润增速放缓主要系今年国内新能源发电需求阶段性承压引起。此外，前三季度销售和研发费用明显增长，我们判断，或与固态变压器研发投入和海外业务拓展投入增加引起。

三季度业绩小幅增长，盈利能力保持稳定。三季度公司实现营收 21.61 亿元，同比+2.35%，环比-7.01%；归母净利润 2.31 亿元，同比+1.52%，环比-5.06%；扣非净利润 2.29 亿元，同比+4.15%，环比-3.27%。三季度公司毛利率 31.67%，同比+0.43pct.，环比-1.04pct.。

大功率电子电子技术积淀深厚，持续推动固态变压器布局。公司依托深厚的技术基础、中高压直流工程经验积累与持续八年的 SST 相关技术迭代，并将源网荷储协调控制、电网安全稳定控制等技术延伸至 AIDC，并设立四方数智能源子公司，率先推出面向 AIDC 场景的 SST 产品。今年 4 月，公司发布数智 SST 1.0 新品发布会。

加强出海布局，海外产品认证和订单表现亮眼。2025 年以来，公司持续加强海外业务布局，在东南亚、南亚、中东、欧洲等重点市场持续突破。公司国际构网 SVG 产品获得属地电网公司 FAT 测试，CSD 系列储能变流器完成南德 17 个标准测试；多款国际化保护产品取得海外电网准入或资质认证。上半年公司海外收入 2.9 亿元，同比+183%。

风险提示：出海进展不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；新产品开发导入不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到新能源需求较为低迷、公司研发和销售投入有所提升，下调盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 8.57/10.03/12.28 亿元（原预测值为 9.85/11.43/14.50 亿元），当前股价对应 PE 分别为 28/24/19 倍，维持“优于大市”评级。

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	8,266	9,252	10,460
(+/-%)	20.9%	17.9%	0.9%	11.9%	13.1%
净利润(百万元)	716	829	857	1003	1228
(+/-%)	14.1%	15.8%	3.3%	17.0%	22.4%
每股收益（元）	0.86	0.99	1.03	1.20	1.47
EBIT Margin	10.1%	10.5%	11.6%	12.3%	12.6%
净资产收益率（ROE）	16.3%	17.5%	18.1%	21.1%	24.0%
市盈率（PE）	33.0	28.5	27.6	23.5	19.2
EV/EBITDA	36.9	32.0	29.3	24.9	22.4
市净率（PB）	5.16	4.82	5.14	4.81	4.42

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
S0980520080003

证券分析师：王晓声
010-88005231
wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	28.33 元
总市值/流通市值	23601/23393 百万元
52 周最高价/最低价	88.88/24.48 元
近 3 个月日均成交额	849.39 百万元

市场走势



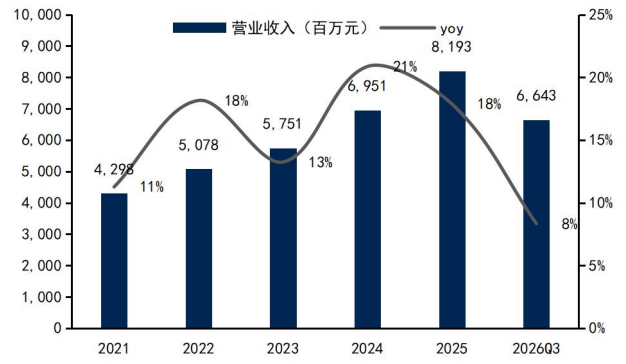
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《四方股份（601126.SH）-主业稳健增长，固态变压器与出海表现亮眼》 ——2026-03-25
《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

前三季度业绩稳健增长，新能源发电需求有所放缓。前三季度公司实现营收 66.43 亿元，同比+8.34%；归母净利润 7.46 亿元，同比+5.91%；扣非净利润 7.29 亿元，同比+7.20%。前三季度公司毛利率 31.96%，同比+1.20pct.；净利率 11.22%，同比-0.25pct.。我们估计，公司收入利润增速放缓主要系今年国内新能源发电需求阶段性承压引起。此外，前三季度销售和研发费用明显增长，我们判断，或与固态变压器研发投入和海外业务拓展投入增加引起。

图1：公司年度及前三季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



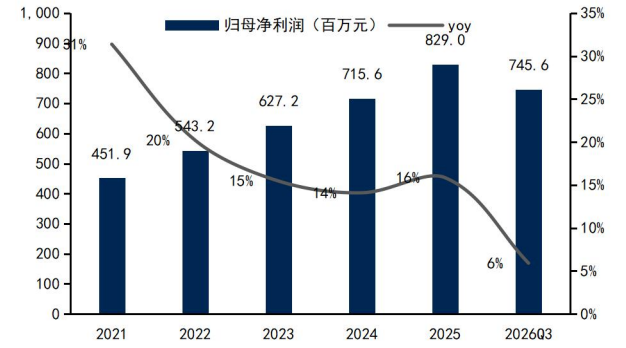
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



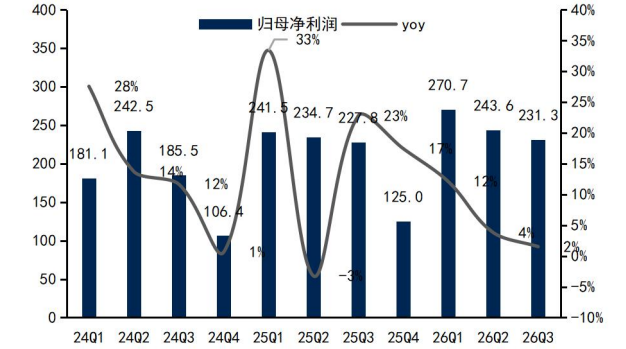
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度及前三季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



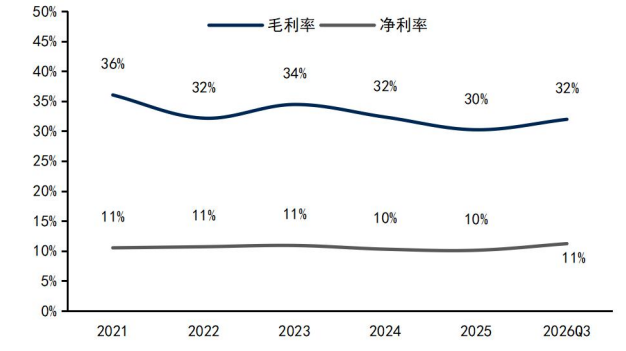
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



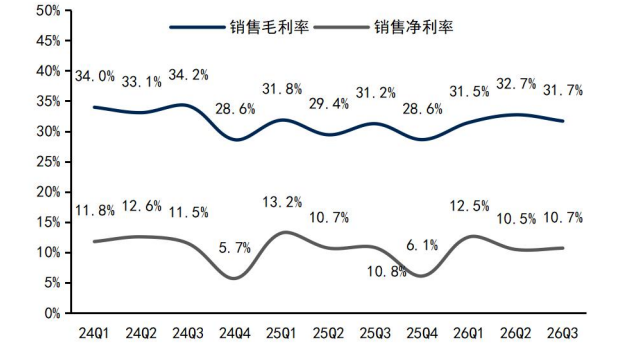
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度及前三季度毛利率、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

三季度业绩小幅增长，盈利能力保持稳定。三季度公司实现营收 21.61 亿元，同比+2.35%，环比-7.01%；归母净利润 2.31 亿元，同比+1.52%，环比-5.06%；扣非净利润 2.29 亿元，同比+4.15%，环比-3.27%。三季度公司毛利率 31.67%，同比+0.43pct.，环比-1.04pct.。

图7：公司发布数智 SST 1.0



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司参加德国汉诺威工业博览会



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大功率电子电子技术积淀深厚，持续推动固态变压器布局。公司依托深厚的技术基础、中高压直流工程经验积累与持续八年的 SST 相关技术迭代，并将源网荷储协调控制、电网安全稳定控制等技术延伸至 AIDC，并设立四方数智能源子公司，率先推出面向 AIDC 场景的 SST 产品。今年 4 月，公司发布数智 SST 1.0 新品发布会。

加强出海布局，海外产品认证和订单表现亮眼。2025 年以来，公司持续加强海外业务布局，在东南亚、南亚、中东、欧洲等重点市场持续突破。公司国际构网 SVG 产品获得属地电网公司 FAT 测试，CSD 系列储能变流器完成南德 17 个标准测试；多款国际化保护产品取得海外电网准入或资质认证。上半年公司海外收入 2.9 亿元，同比+183%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到新能源需求较为低迷、公司研发和销售投入有所提升，下调盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 8.57/10.03/12.28 亿元（原预测值为 9.85/11.43/14.50 亿元），当前股价对应 PE 分别为 28/24/19 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表（2026 年 11 月 2 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			ROE	投资评级
			亿元	25A	26E	27E	25A	26E	27E	(25A)	
601126.SH	四方股份	28.33	236	0.99	1.03	1.20	28.5	27.6	23.5	17.5	优于大市
002851.SZ	麦格米特	80.07	469	0.27	1.37	2.95	296.6	58.4	27.1	2.3	-
002028.SZ	思源电气	105.67	831	4.03	5.06	6.95	26.2	20.9	15.2	20.3	-
002270.SZ	华明装备	18.64	167	0.79	0.90	1.07	23.6	20.7	17.4	22.6	-

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3532	3782	3000	3243	4488
应收款项	1288	1522	1359	1521	1719
存货净额	1967	2325	2278	2564	2917
其他流动资产	3136	3809	3272	2995	2630
流动资产合计	**9923**	**11439**	**9909**	**10323**	**11755**
固定资产	531	597	686	698	676
无形资产及其他	207	242	325	319	313
其他长期资产	326	365	496	370	314
长期股权投资	59	63	63	63	63
资产总计	**11046**	**12705**	**11478**	**11773**	**13121**
短期借款及交易性金融负债	4	0	766	0	0
应付款项	3632	4543	2734	3076	3501
其他流动负债	1130	1253	1299	1451	1646
流动负债合计	**6448**	**7788**	**6865**	**6841**	**7762**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	21	21	21	21
长期负债合计	**19**	**21**	**21**	**21**	**21**
负债合计	**6467**	**7809**	**6885**	**6861**	**7782**
少数股东权益	4	1	2	3	5
股东权益	4575	4895	4591	4908	5334
负债和股东权益总计	**11046**	**12705**	**11478**	**11773**	**13121**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.86	0.99	1.03	1.20	1.47
每股红利	0.72	1.39	0.82	0.96	1.18
每股净资产	5.49	5.87	5.51	5.89	6.40
ROIC	15%	17%	16%	19%	23%
ROE	16%	18%	18%	21%	24%
毛利率	32%	30%	33%	33%	32%
EBIT Margin	10%	10%	12%	12%	13%
EBITDA Margin	12%	12%	13%	13%	13%
收入增长	21%	18%	1%	12%	13%
净利润增长率	14%	16%	3%	17%	22%
资产负债率	59%	61%	60%	58%	59%
股息率	2.5%	4.9%	2.9%	3.4%	4.2%
P/E	33.0	28.5	27.6	23.5	19.2
P/B	5.2	4.8	5.1	4.8	4.4
EV/EBITDA	36.9	32.0	29.3	24.9	22.4

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**6951**	**8193**	**8266**	**9252**	**10460**
营业成本	4703	5717	5543	6238	7099
营业税金及附加	53	60	66	69	78
销售费用	515	553	620	648	732
管理费用	319	300	331	370	397
研发费用	656	707	744	786	837
财务费用	(64)	(47)	(44)	(19)	(50)
投资收益	6	12	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(86)	(137)	(180)	(160)	(120)
其他收入	114	140	140	140	150
营业利润	803	920	966	1139	1397
营业外净收支	20	12	8	8	8
利润总额	**824**	**932**	**974**	**1147**	**1405**
所得税费用	108	103	117	143	176
少数股东损益	0	(0)	1	1	1
归属于母公司净利润	**716**	**829**	**857**	**1003**	**1228**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	716	829	857	1003	1228
资产减值准备	(49)	(81)	(80)	(80)	(80)
折旧摊销	109	125	78	84	88
公允价值变动损失	0	(13)	0	0	0
财务费用	(64)	(47)	(44)	(19)	(50)
营运资本变动	457	338	(941)	570	734
其它	21	26	37	62	31
经营活动现金流	**1254**	**1225**	**(50)**	**1639**	**2001**
资本开支	(167)	(210)	(250)	(90)	(60)
其它投资现金流	(225)	(243)	(131)	126	56
投资活动现金流	**(393)**	**(452)**	**(381)**	**36**	**(4)**
权益性融资	128	90	(0)	0	0
负债净变化	(189)	(143)	766	(766)	0
支付股利、利息	(499)	(600)	(1161)	(685)	(802)
其它融资现金流	(189)	(143)	766	(766)	0
融资活动现金流	**(496)**	**(605)**	**(351)**	**(1432)**	**(752)**
现金净变动	**365**	**167**	**(782)**	**243**	**1245**
货币资金的期初余额	3120	3532	3782	3000	3243
货币资金的期末余额	3532	3782	3000	3243	4488
企业自由现金流	1011	1015	(266)	1562	1914
权益自由现金流	878	914	538	813	1958

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