

四方股份 (601126.SH)

优于大市

主营业务稳健增长，配网与海外成长可期

核心观点

前三季度收入利润保持稳健增长。前三季度公司实现营收 50.93 亿元，同比+20.22%；归母净利润 6.09 亿元，同比+16.82%；扣非净利润 5.94 亿元，同比+14.56%。前三季度公司销售毛利率 33.70%，同比-2.60pct；净利率 11.98%，同比-0.35pct。

三季度业绩同比增长 12%，盈利能力环比提升。三季度公司实现营收 16.16 亿元，同比+18.21%，环比-16.37%；归母净利润 1.86 亿元，同比+11.66%，环比-23.50%。三季度公司毛利率 34.21%，同比-2.48pct，环比+1.14pct；净利率 11.47%，同比-0.71pct，环比-1.09pct。

低价继保产品基本交付完毕，近期中标价格有所复苏。2023 年以来受多重因素影响，国网继保与变电站监控产品价格明显下行；根据项目交付节奏，我们估计低价产品基本完成交付。2024 年以来，继保与变电站监控产品价格环比明显复苏，我们预计后续将保持稳定水平。

25 年集中式新能源装机保持较高增速，并网要求提升利好头部企业。公司二次产品应用于各类集中式新能源电站，在“沙戈荒”大基地和海上风电领域具有较强的竞争力。我们预计，2025 年我国集中式新能源有望迎来“十四五”收官抢装，行业需求保持较快增长。此外，各地逐步提高新能源涉网性能要求，头部企业凭借丰富的项目运行经验具有显著优势。

公司海外业务稳扎稳打，配电业务成长可期。2024 年上半年，公司实现海外收入 1.17 亿元，同比增长 41%；在东南亚、印度、非洲等市场有望持续拓展。2023 年以来，配电网改造相关政策密集落地，在设备更新、农网改造、配网形态变化等多重因素驱动下配网投资有望迎来景气周期。公司拥有配电终端、一二次融合设备、配网保护、智慧台区等产品，有望受益于配网需求。

风险提示：国内电网投资不及预期；行业竞争加剧；公司新产品开拓不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司订单和三项费用情况，小幅下调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 7.31/8.36/10.12 亿元（原预测值为 7.45/8.75/10.20 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/18/15 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,078	5,751	6,937	7,882	8,866
(+/-%)	18.2%	13.2%	20.6%	13.6%	12.5%
净利润(百万元)	543	627	731	836	1012
(+/-%)	20.2%	15.5%	16.6%	14.4%	21.0%
每股收益(元)	0.67	0.75	0.88	1.00	1.21
EBIT Margin	10.1%	11.0%	10.4%	11.1%	11.8%
净资产收益率(ROE)	13.7%	15.2%	16.8%	18.2%	20.7%
市盈率(PE)	27.3	24.2	20.8	18.2	15.0
EV/EBITDA	32.3	27.9	27.8	23.4	19.8
市净率(PB)	3.66	3.59	3.40	3.22	3.00

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	18.24 元
总市值/流通市值	15202/14832 百万元
52 周最高价/最低价	21.96/11.88 元
近 3 个月日均成交额	216.59 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)-电网与新能源业务量利齐增，高分红彰显稳健发展理念》——2024-03-23

《四方股份(601126.SH)-电力二次设备领军企业之一，发输变配用储景气共振》——2023-09-12

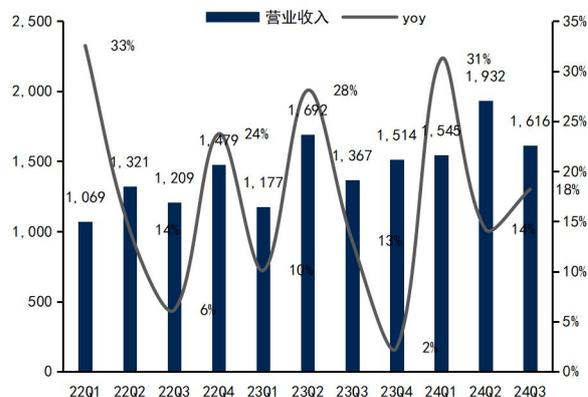
前三季度收入利润保持稳健增长，盈利能力略有下降。前三季度公司实现营收50.93亿元，同比+20.22%；归母净利润6.09亿元，同比+16.82%；扣非净利润5.94亿元，同比+14.56%。前三季度公司销售毛利率33.70%，同比-2.60pct；净利率11.98%，同比-0.35pct。

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



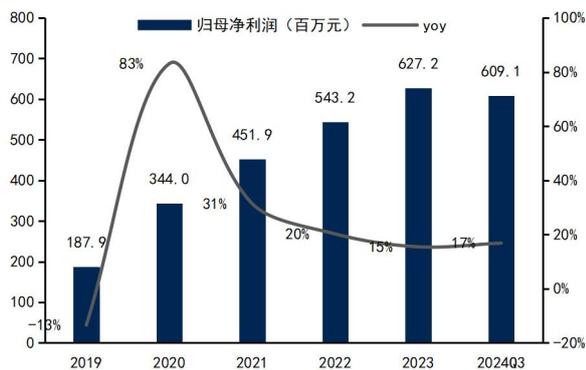
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



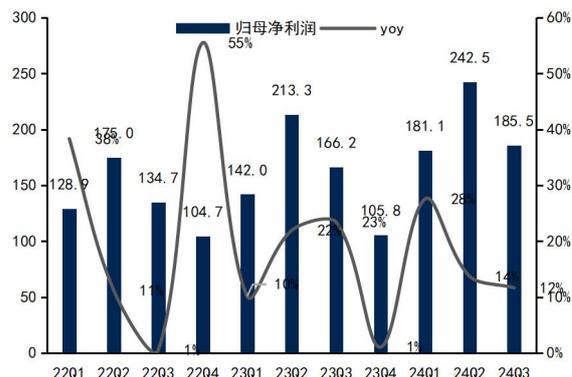
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



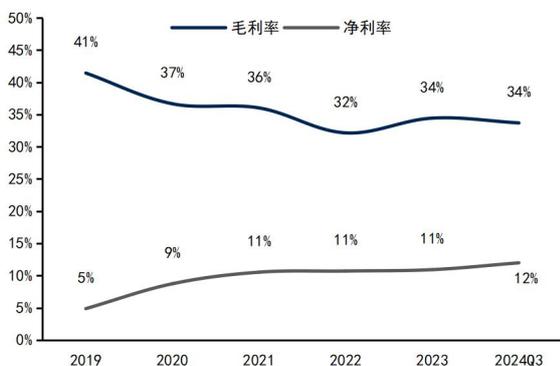
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



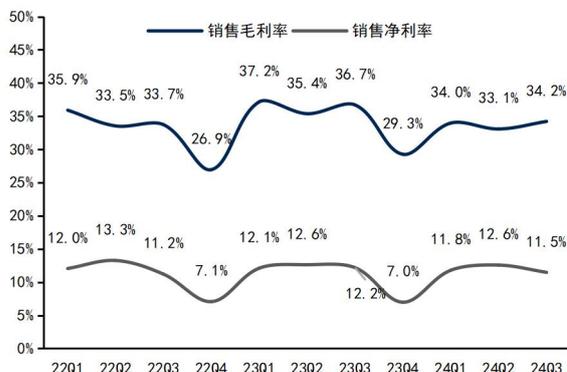
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: %)

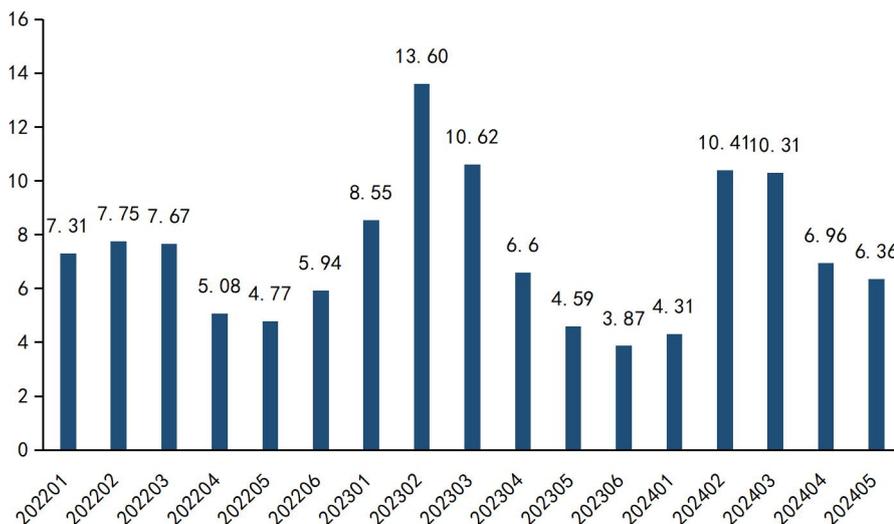


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩同比增长 12%，盈利能力环比提升。三季度公司实现营收 16.16 亿元，同比+18.21%，环比-16.37%；归母净利润 1.86 亿元，同比+11.66%，环比-23.50%；扣非净利润 1.85 亿元，同比+13.30%，环比-19.28%。三季度公司毛利率 34.21%，同比-2.48pct，环比+1.14pct；净利率 11.47%，同比-0.71pct，环比-1.09pct。

低价继保产品基本交付完毕，近期中标价格有所复苏。2023 年以来受多重因素影响，国网继保与变电站监控产品价格明显下行；根据项目交付节奏，我们估计截至 2024 年三季度低价产品基本完成交付。2024 年以来，继保与变电站监控产品价格环比明显复苏，我们预计后续将保持稳定水平。

图7：国家电网公司输变电设备统招继保与变电站监控分批次中标金额（单位：亿元）



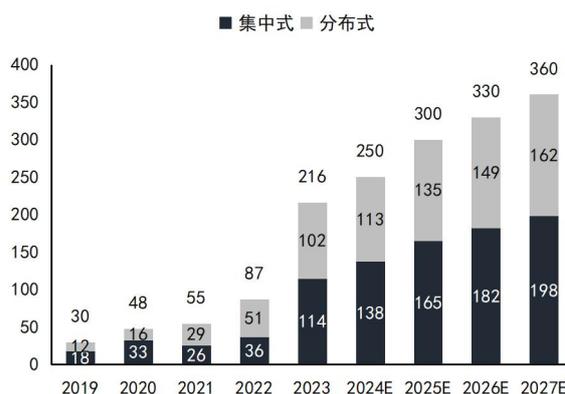
资料来源：国家电网公司电子商务平台、国信证券经济研究所整理

图8：我国风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：CWEA、国信证券经济研究所整理与预测

图9：我国光伏新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：CPIA、国信证券经济研究所整理与预测

25 年集中式新能源装机保持较高增速，并网要求提升利好头部企业。新能源升压站二次是公司收入和利润的重要组成部分，公司产品应用于各类集中式新能源电站，在“沙戈荒”大基地和海上风电领域具有较强的市场影响力。我们预计，2025 年我国集中式新能源有望迎来“十四五”收官抢装，行业需求有望保持较快增长。

此外，各地逐步提高新能源涉网性能要求，头部企业凭借丰富的项目运行经验具有显著优势。

公司海外业务稳扎稳打，配电业务成长可期。2024年上半年，公司实现海外收入1.17亿元，同比增长41%；后续在东南亚、印度、非洲等市场有望持续拓展。2023年以来，配电网改造相关政策密集落地，在设备更新、农网改造、配网形态变化、拉动内需等多重因素驱动下配网投资有望迎来景气周期。公司拥有配电终端、二次融合设备、配网保护、智慧台区等产品，有望受益于配网需求。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司订单和三项费用情况，小幅下调盈利预测。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润7.31/8.36/10.12亿元（原预测值为7.45/8.75/10.20亿元），当前股价对应PE分别为21/18/15倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
601126.SH	四方股份	18.24	152	0.75	0.88	1.00	24.2	20.8	18.2	14.8	优于大市
600406.SH	国电南瑞	27	2,169	0.89	1.00	1.13	30.3	27.0	23.9	15.2	-
002028.SZ	思源电气	80.03	621	2.01	2.66	3.30	39.8	30.1	24.3	15.0	-
000400.SZ	许继电气	31.19	318	0.99	1.22	1.61	31.5	25.6	19.4	9.4	-

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2323	3120	2000	2000	2048	营业收入	5078	5751	6937	7882	8866
应收款项	1134	1137	1520	1728	1943	营业成本	3446	3770	4656	5338	6039
存货净额	1921	2031	3827	4388	4963	营业税金及附加	49	48	62	71	80
其他流动资产	880	725	931	1068	604	销售费用	425	479	499	552	621
流动资产合计	7537	8525	9675	10250	10766	管理费用	222	278	326	355	355
固定资产	408	405	415	423	428	研发费用	425	541	673	694	727
无形资产及其他	149	210	196	182	168	财务费用	(54)	(57)	(33)	6	(9)
其他长期资产	305	311	416	315	266	投资收益	(1)	7	0	0	0
长期股权投资	51	55	55	55	55	资产减值及公允价值变动	(23)	(79)	(50)	(50)	(50)
资产总计	8452	9505	10757	11225	11683	其他收入	119	192	200	210	230
短期借款及交易性金融负债	6	8	1141	632	0	营业利润	637	734	853	977	1184
应付款项	2651	2911	2296	2633	2978	营业外净收支	17	2	8	8	8
其他流动负债	629	941	1096	1249	1403	利润总额	654	735	861	985	1192
流动负债合计	4378	5249	6268	6484	6597	所得税费用	110	107	129	148	179
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	1	1	1
其他长期负债	25	21	21	21	21	归属于母公司净利润	543	627	731	836	1012
长期负债合计	25	21	21	21	21	现金流量表 (百万元)	2020	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4404	5271	6289	6505	6618	净利润	543	627	731	836	1012
少数股东权益	3	4	5	6	7	资产减值准备	(26)	(65)	(30)	(30)	(30)
股东权益	4045	4231	4464	4715	5058	折旧摊销	84	98	53	56	59
负债和股东权益总计	8452	9505	10757	11225	11683	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(54)	(57)	(33)	6	(9)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	168	679	(2385)	150	278
每股收益	0.67	0.75	0.88	1.00	1.21	其它	(60)	(105)	(2)	37	23
每股红利	0.61	0.60	0.70	0.80	0.97	经营活动现金流	710	1233	(1633)	1050	1341
每股净资产	4.98	5.09	5.36	5.66	6.08	资本开支	(75)	(128)	(50)	(50)	(50)
ROIC	13%	14%	14%	16%	20%	其它投资现金流	(29)	4	(105)	101	49
ROE	14%	15%	17%	18%	21%	投资活动现金流	(104)	(124)	(155)	51	(1)
毛利率	32%	34%	33%	32%	32%	权益性融资	37	59	1	0	0
EBIT Margin	10%	11%	10%	11%	12%	负债净变化	(97)	25	1133	(509)	(632)
EBITDA Margin	12%	13%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(407)	(500)	(499)	(585)	(669)
收入增长	18%	13%	21%	14%	12%	其它融资现金流	(97)	25	1133	(509)	(632)
净利润增长率	20%	15%	17%	14%	21%	融资活动现金流	(413)	(359)	668	(1100)	(1292)
资产负债率	52%	55%	58%	58%	57%	现金净变动	193	750	(1120)	0	48
股息率	3.4%	3.3%	3.8%	4.4%	5.3%	货币资金的期初余额	2014	2323	3120	2000	2000
P/E	27.3	24.2	20.8	18.2	15.0	货币资金的期末余额	2323	3120	2000	2000	2048
P/B	3.7	3.6	3.4	3.2	3.0	企业自由现金流	602	1191	(1770)	898	1175
EV/EBITDA	32.3	27.9	27.8	23.4	19.8	权益自由现金流	550	1265	(609)	384	550

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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