

四方股份（601126.SH）

优于大市

上半年网内订单高增，固态变压器助力公司发力 AIDC 领域

核心观点

上半年业绩稳定增长，收入结构变化影响盈利能力。2025 年上半年公司实现营收 40.20 亿元，同比+15.62%；归母净利润 4.76 亿元，同比+12.41%。上半年公司毛利率 30.52%，同比-2.95pct.；净利率 11.84%，同比-0.38pct.。我们估计，公司毛利率下降或受毛利偏低网外业务占比提升所致。

二季度收入稳健增长，业绩同比微降。2025 年第二季度实现营收 21.92 亿元，同比+13.44%，环比+19.92%；归母净利润 2.35 亿元，同比-3.24%，环比-2.83%。二季度毛利率 29.41%，同比-3.66pct.；净利率 10.70%，同比-1.86pct.。我们估计，二季度业绩同比微降主要系网内确收节奏放缓引起。

电网相关业务收入微增，网外业务收入快速增长。上半年公司电网自动化营收 17.26 亿元，同比+2.21%，毛利率 40.83%，同比-2.80pct.；电厂及工业自动化营收 20.03 亿元，同比+31.25%，毛利率 23.82%，同比-2.67pct.。

两网二次中标金额大幅增长，网外二次市场地位领先。网内方面，上半年公司二次设备产品在国网集招的中标金额同比+60%，在南网框架招标的中标金额同比+15%，配电相关产品市场份额稳固。网外方面，公司二次设备在海上风电、风光大基地等细分市场的占有率稳居前列。

公司持续深耕数据中心领域，具备二次和直流解决方案服务能力。公司围绕绿色用电与高算力需求，是国内少有的提供数据中心交直流配电系统一二次关键设备、技术及全套解决方案的厂家，在西北、华北等区域形成规模化应用，中标阿里巴巴、中国移动、新疆克拉玛依市碳和水冷等多个数据中心项目，并紧密跟踪绿电直连以及直流配电的应用。

固态变压器产品技术成熟，已有多个重点项目交付业绩。公司拥有固态变压器系列产品，具有高效率、高可靠性、高集成化、多端直流接入等优势，可全面适配下一代数据中心 800V 直流供电架构需求。截至目前，公司 SST 产品已有多项交付业绩，拓扑结构经过多次迭代优化整机效率已提升至 98.5%。

风险提示：国内电力投资不及预期；新业务拓展不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到网内产品交付节奏，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.28/10.05/12.05 亿元（25-26 年原预测值为 8.36/10.12 亿元），同比+16%/+21%/+20%，动态 PE 为 17/14/12 倍。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,751	6,951	8,150	9,229	10,246
(+/-%)	13.2%	20.9%	17.3%	13.2%	11.0%
净利润(百万元)	627	716	828	1005	1205
(+/-%)	15.5%	14.1%	15.7%	21.3%	19.9%
每股收益(元)	0.75	0.86	0.99	1.21	1.45
EBIT Margin	11.0%	10.1%	11.0%	12.3%	13.2%
净资产收益率(ROE)	15.2%	16.3%	17.7%	20.2%	22.5%
市盈率(PE)	22.7	19.9	17.2	14.2	11.8
EV/EBITDA	26.6	25.4	24.3	19.4	16.4
市净率(PB)	3.36	3.11	2.96	2.76	2.56

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

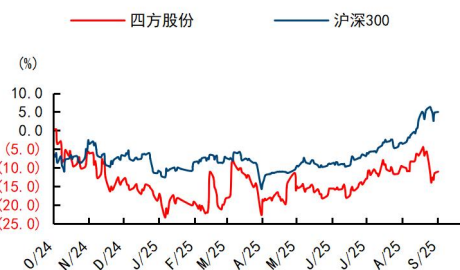
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.08 元
总市值/流通市值	14232/13986 百万元
52 周最高价/最低价	21.96/15.30 元
近 3 个月日均成交额	210.84 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

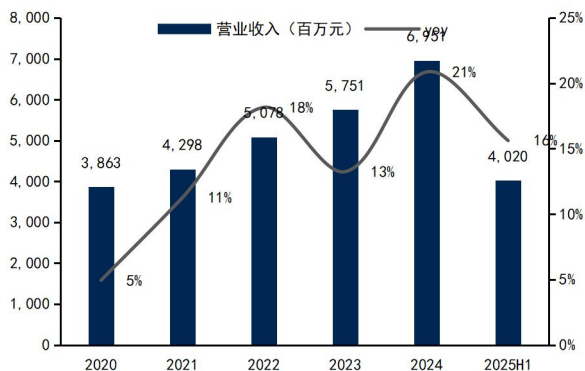
《四方股份（601126.SH）-主营业务稳健增长，配网与海外成长可期》——2024-11-06

《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

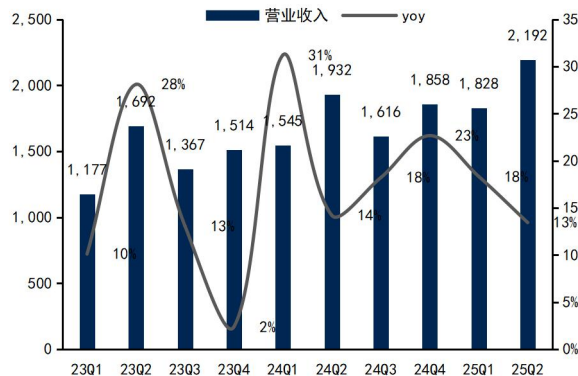
上半年业绩稳定增长，收入结构变化影响盈利能力。2025 年上半年公司实现营收 40.20 亿元，同比+15.62%；归母净利润 4.76 亿元，同比+12.41%；扣非净利润 4.60 亿元，同比+12.68%。上半年公司毛利率 30.52%，同比-2.95pct.；净利率 11.84%，同比-0.38pct.。我们估计，公司毛利率下降或受毛利偏低网外业务占比提升所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



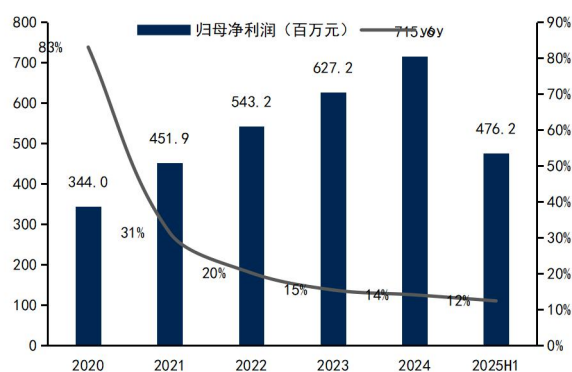
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



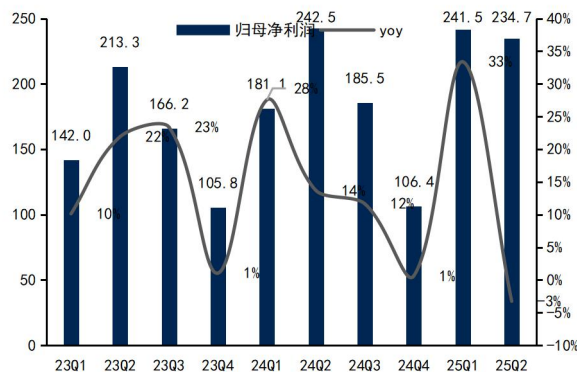
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）



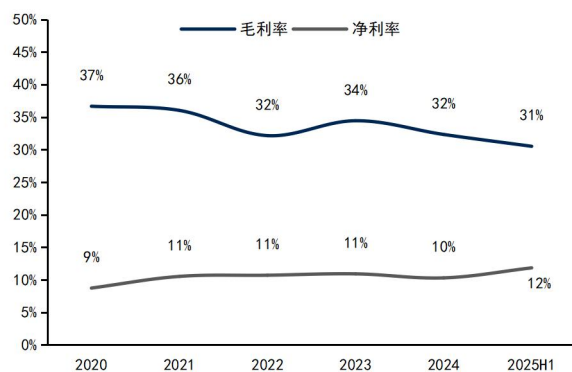
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



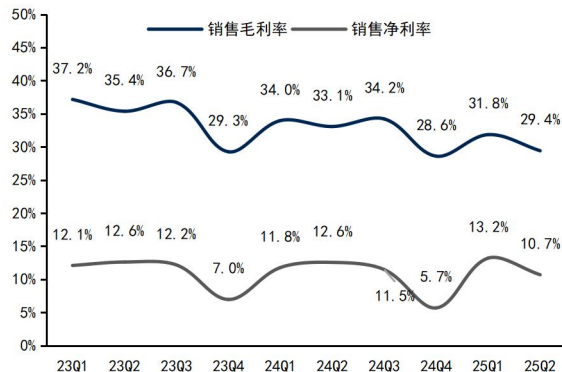
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

二季度收入稳健增长，业绩同比微降。2025 年第二季度实现营收 21.92 亿元，同

比+13.44%，环比+19.92%；归母净利润 2.35 亿元，同比-3.24%，环比-2.83%；扣非净利润 2.27 亿元，同比-1.13%，环比-2.88%。二季度毛利率 29.41%，同比-3.66pct.，环比-2.43ct.；净利率 10.70%，同比-1.86pct.，环比-2.51pct.。我们估计，二季度业绩同比微降主要系网内确收节奏放缓引起。

电网相关业务收入微增，网外业务收入快速增长。2025 年上半年公司电网自动化实现营收 17.26 亿元，同比+2.21%，毛利率 40.83%，同比-2.80pct.；电厂及工业自动化实现营收 20.03 亿元，同比+31.25%，毛利率 23.82%，同比-2.67pct.；其他业务实现营收 2.85 亿元，同比+11.85%，毛利率 14.12%，同比+7.00pct.。

两网二次中标金额大幅增长，网外二次市场地位领先。网内方面，上半年公司二次设备产品在国网集招的中标金额同比+60%，在南网框架招标的中标金额同比+15%，中标规模均名列前茅，配电相关产品市场份额稳固。网外方面，公司二次设备在海上风电、风光大基地等细分市场的占有率稳居行业前列，中标多个海上风电项目以及多个分布式调相机二次及系统集成项目。

图7：公司固态变压器产品布局

四方股份固态变压器系列

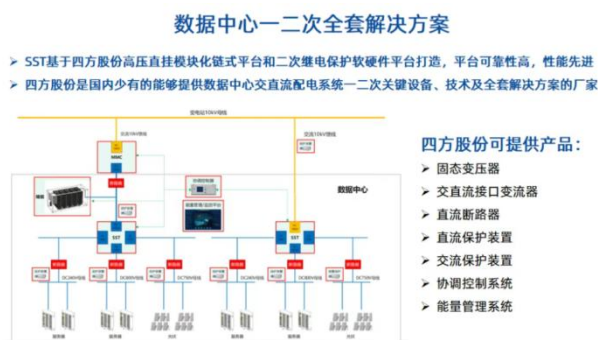
➢ 四方股份提供交流10kV~35kV、直流20kV~60kV接入，240V~800V直流输出的系列产品

DC/DC			
20kV/800V	20kV/240V	60kV/800V	60kV/240V
2~4MW	0.5~1MW	6~12MW	1.5~3MW

AC/DC			
10kV/800V	10kV/240V	35kV/800V	35kV/240V
2~4MW	0.5~1MW	8~15MW	2~4MW

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图8：公司数据中心一二次全套解决方案



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司持续深耕数据中心领域，具备二次和直流解决方案服务能力。数据中心领域，公司围绕绿色用电与高算力需求，是国内少有的提供交直流配电系统一二次关键设备、技术及全套解决方案的厂家，在西北、华北等区域形成规模化应用场景，上半年中标阿里巴巴、中国移动、新疆克拉玛依市碳和水冷等多个数据中心项目，并紧密跟踪绿电直连以及直流配电的应用。

固态变压器产品技术成熟，已有多个重点项目交付业绩。公司具备交流 10kV~35kV、直流 20kV~60kV 接入，240V~800V 直流输出的固态变压器系列产品，具有高效率、高可靠性、高集成化、多端直流接入等优势，可全面适配下一代数据中心 800V 直流供电架构需求。截至目前，公司 SST 产品已有多项交付业绩，拓扑结构经过多次迭代优化整机效率已提升至 98.5%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到网内产品交付节奏，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.28/10.05/12.05 亿元（25-26 年原预测为 8.36/10.12 亿元），同比 +16%/+21%/+20%，动态 PE 为 17/14/12 倍。

表1：可比公司估值表（2025 年 9 月 8 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (%) (2024A)	投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
601126.SH	四方股份	17.08	142	0.86	0.99	1.21	19.9	17.2	14.2	15.6	优于大市
600406.SH	国电南瑞	22.25	1,787	0.95	1.04	1.17	23.4	21.4	19.0	15.5	-
002028.SZ	思源电气	93.25	726	2.63	3.46	4.35	35.5	27.0	21.4	16.6	-
000400.SZ	许继电气	23.82	243	1.10	1.38	1.69	21.7	17.3	14.1	9.9	-

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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3120	3532	3000	3000	3000	营业收入	5751	6951	8150	9229	10246
应收款项	1137	1288	1786	2023	2246	营业成本	3770	4703	5544	6302	6988
存货净额	2031	1967	4557	5180	5744	营业税金及附加	48	53	73	83	92
其他流动资产	725	889	1109	1260	699	销售费用	479	515	554	609	645
流动资产合计	8525	9923	12355	12964	13326	管理费用	278	319	350	360	389
固定资产	405	531	541	547	552	研发费用	541	656	734	738	779
无形资产及其他	210	207	193	180	166	财务费用	(57)	(64)	(42)	38	19
其他长期资产	311	326	489	369	307	投资收益	7	6	0	0	0
长期股权投资	55	59	59	59	59	资产减值及公允价值变动	(79)	(86)	(100)	(60)	(60)
资产总计	9505	11046	13637	14119	14409	其他收入	113	114	125	130	130
短期借款及交易性金融负债	8	4	2749	2079	1224	营业利润	734	803	962	1168	1403
应付款项	2911	3632	2734	3108	3446	营业外净收支	2	20	8	8	8
其他流动负债	941	1130	1290	1454	1605	利润总额	735	824	970	1176	1411
流动负债合计	5249	6448	8810	8949	8837	所得税费用	107	108	141	171	205
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	1	1	1
其他长期负债	21	19	19	19	19	归属于母公司净利润	627	716	828	1005	1205
长期负债合计	21	19	19	19	19	现金流量表（百万元）	2020	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5271	6467	8829	8967	8855	净利润	627	716	828	1005	1205
少数股东权益	4	4	5	6	7	资产减值准备	(65)	(49)	(60)	(40)	(40)
股东权益	4231	4575	4803	5145	5546	折旧摊销	98	109	54	57	60
负债和股东权益总计	9505	11046	13637	14119	14409	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(57)	(64)	(42)	38	19
每股收益	0.75	0.86	0.99	1.21	1.45	营运资本变动	679	457	(3348)	200	381
每股红利	0.60	0.72	0.80	0.96	1.16	其它	(105)	21	19	79	61
每股净资产	5.09	5.49	5.77	6.18	6.67	经营活动现金流	1233	1254	(2506)	1300	1666
ROIC	14%	15%	13%	14%	18%	资本开支	(128)	(167)	(50)	(50)	(50)
ROE	15%	16%	18%	20%	23%	其它投资现金流	4	(225)	(163)	120	62
毛利率	34%	32%	32%	32%	32%	投资活动现金流	(124)	(393)	(213)	70	12
EBIT Margin	11%	10%	11%	12%	13%	权益性融资	59	128	(0)	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	12%	13%	14%	负债净变化	25	(189)	2745	(670)	(855)
收入增长	13%	21%	17%	13%	11%	支付股利、利息	(500)	(499)	(600)	(663)	(804)
净利润增长率	15%	14%	16%	21%	20%	其它融资现金流	25	(189)	2745	(670)	(855)
资产负债率	55%	59%	65%	64%	61%	融资活动现金流	(359)	(496)	2187	(1370)	(1678)
股息率	3.5%	4.2%	4.7%	5.6%	6.8%	现金净变动	750	365	(532)	0	0
P/E	22.7	19.9	17.2	14.2	11.8	货币资金的期初余额	2323	3120	3532	3000	3000
P/B	3.4	3.1	3.0	2.8	2.6	货币资金的期末余额	3120	3532	3000	3000	3000
EV/EBITDA	26.6	25.4	24.3	19.4	16.4	企业自由现金流	1191	1011	(2578)	1178	1546
						权益自由现金流	1265	878	203	476	675

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

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