

许继电气 (000400)

2025 年中报点评：业绩整体符合市场预期，盈利能力显著改善

买入（维持）

2025 年 08 月 22 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书：S0600524120002
sixxy@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书：S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

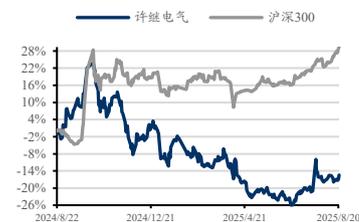
盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	17,061	17,089	17,960	19,878	21,874
同比（%）	13.51	0.17	5.09	10.68	10.04
归母净利润（百万元）	1,005	1,117	1,426	1,705	2,126
同比（%）	28.03	11.09	27.67	19.60	24.64
EPS-最新摊薄（元/股）	0.99	1.10	1.40	1.67	2.09
P/E（现价&最新摊薄）	23.59	21.23	16.63	13.91	11.16

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 25 年中报，公司 25H1 营收 64.5 亿元，同比-5.7%，归母净利润 6.3 亿元，同比+1%，毛利率 23.8%，同比+2.8pct，归母净利率 9.8%，同比+0.6pct；其中 25Q2 营收 41 亿元，同比+1.8%，归母净利润 4.3 亿元，同比+9.1%，毛利率 23.9%，同比+1.2pct，归母净利率 10.4%，同比+0.7pct。业绩整体符合市场预期。
- **直流输电持续高增，特高压项目稳步推进。**25H1 公司直流输电系统收入 4.60 亿元，同比+211.71%，毛利率 40.76%，同比-10.74pct，收入持续高增，我们预计系哈密-重庆换流阀及宁夏-湖南控保产品陆续交付。25H1 特高压整体核准节奏放缓，6-7 月连续核准藏东南-粤港澳、蒙西-京津冀特高压直流工程，柔直渗透率高，静待 Q3 启动招标。展望 25H2，我们预计疆南-川渝、陕西-河南等线路有望先后核准，特高压加速推进，海风柔直+省间背靠背贡献增量，公司直流输电业务有望高速增长。
- **变配电&电表收入承压、降本提毛利效果显著。**25H1 公司变配电/电表/供用电/新能源/充电桩收入分别为 18.47/15.28/13.39/6.96/5.77 亿元，同比-13.01%/-4.44%/-5.47%/-30.38%/+4.92%，毛利率分别为 26.93%/24.06%/23.67%/10.61%/15.23%，同比+3.81/-3.50/+3.34/+4.11/+2.79pct。变配电&电表收入承压，我们认为主要系上半年交付减少+电表降价所致，公司通过构建多部门全产业链条成本管控，盈利能力逐步提升。国际市场不断突破，25H1 海外收入 2.55 亿元，同比+72.68%，毛利率 25.29%，同比+3.82pct，公司移动变电站、直流测量、环网柜设备进入沙特、巴西、西班牙等市场，充电桩系列产品成功入围泰国、秘鲁等国家电力公司短名单，国际竞争力快速提升。
- **销售体系建设费用投入较多，合同负债快速增长，现金流大幅高于利润。**公司 25H1 期间费用 7.55 亿元，同比+14.92%，期间费用率 11.69%，同比+2.07pct，其中销售/管理费用率分别同比+1.01/+0.18pct，系公司人员结构调整，扩编销售人员，缩减中后台人员，全年费用率有望保持稳定。25Q2 末存货 29.35 亿元，同比+4.31%，合同负债 25.86 亿元，同比+74.04%。25Q2 经营现金净流入 9.57 亿元，同比+1232%，大幅高于利润。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到特高压招标及交付节奏滞后，配网集采导致配电产品降价幅度较大，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下调幅度）分别为 14.26（-0.94）/17.05（-1.92）/21.26（-2.28）亿元，同比+28%/20%/25%，对应 PE 分别为 17x、14x、11x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期，特高压建设不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.28
一年最低/最高价	20.20/37.60
市净率(倍)	2.01
流通 A 股市值(百万元)	23,552.41
总市值(百万元)	23,716.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.59
资产负债率(% ,LF)	50.48
总股本(百万股)	1,018.75
流通 A 股(百万股)	1,011.70

相关研究

《许继电气(000400)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：计提大额减值，业绩略低于市场预期》

2025-04-11

《许继电气(000400)：2024 年三季报点评：盈利能力持续提升，业绩符合市场预期》

2024-11-01

许继电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,591	19,404	26,163	26,458	营业总收入	17,089	17,960	19,878	21,874
货币资金及交易性金融资产	5,555	11,070	12,647	18,367	营业成本(含金融类)	13,539	13,840	15,041	16,296
经营性应收款项	10,350	4,337	8,953	4,101	税金及附加	84	90	99	109
存货	2,644	2,798	2,934	2,478	销售费用	720	934	994	1,083
合同资产	886	431	497	547	管理费用	597	629	676	733
其他流动资产	1,157	768	1,132	965	研发费用	881	988	1,083	1,181
非流动资产	4,673	4,676	4,648	4,615	财务费用	(55)	(90)	(186)	(214)
长期股权投资	340	340	340	340	加:其他收益	241	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,814	1,779	1,729	1,667	投资净收益	29	2	2	22
在建工程	209	248	262	274	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	743	743	751	768	减值损失	(201)	204	(50)	(50)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	8	7	6	5	营业利润	1,392	1,775	2,122	2,657
其他非流动资产	1,559	1,560	1,561	1,562	营业外净收支	22	15	15	15
资产总计	25,265	24,080	30,811	31,073	利润总额	1,414	1,790	2,137	2,672
流动负债	12,409	9,805	14,548	12,333	减:所得税	122	132	154	201
短期借款及一年内到期的非流动负债	176	176	176	176	净利润	1,292	1,658	1,983	2,472
经营性应付款项	9,732	7,107	11,193	8,633	减:少数股东损益	175	232	278	346
合同负债	1,713	1,799	2,256	2,607	归属母公司净利润	1,117	1,426	1,705	2,126
其他流动负债	787	723	923	917	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.40	1.67	2.09
非流动负债	474	479	484	489	EBIT	1,352	1,339	2,024	2,512
长期借款	153	153	153	153	EBITDA	1,693	1,701	2,402	2,906
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.77	22.94	24.33	25.50
租赁负债	25	30	35	40	归母净利率(%)	6.54	7.94	8.58	9.72
其他非流动负债	296	296	296	296	收入增长率(%)	0.17	5.09	10.68	10.04
负债合计	12,883	10,284	15,032	12,822	归母净利润增长率(%)	11.09	27.67	19.60	24.64
归属母公司股东权益	11,295	12,477	14,183	16,309					
少数股东权益	1,087	1,319	1,596	1,942					
所有者权益合计	12,382	13,796	15,779	18,251					
负债和股东权益	25,265	24,080	30,811	31,073					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,299	6,105	1,912	6,047	每股净资产(元)	11.09	12.25	13.92	16.01
投资活动现金流	(386)	(343)	(333)	(324)	最新发行在外股份(百万股)	1,019	1,019	1,019	1,019
筹资活动现金流	(356)	(246)	(2)	(3)	ROIC(%)	10.09	9.22	12.40	13.37
现金净增加额	557	5,516	1,577	5,720	ROE-摊薄(%)	9.89	11.43	12.02	13.03
折旧和摊销	341	362	378	394	资产负债率(%)	50.99	42.71	48.79	41.26
资本开支	(390)	(345)	(335)	(346)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.23	16.63	13.91	11.16
营运资本变动	(522)	4,299	(489)	3,160	P/B (现价)	2.10	1.90	1.67	1.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>