

许继电气（000400.SZ）

直流输电系统集中交付，海外业务持续突破

优于大市

核心观点

上半年业绩稳健增长，盈利能力持续提升。2025年上半年公司实现营收64.47亿元，同比+5.68%；归母净利润6.34亿元，同比+0.96%。上半年公司毛利率23.75%，同比+2.85pct.；净利率11.01%，同比+0.43pct.。

二季度收入环比大增，业绩同比小幅增长。2025年第二季度实现营收40.99亿元，同比+1.81%，环比+74.56%；归母净利润4.26亿元，同比+9.12%，环比+105.38%。2025年第二季度毛利率23.91%，同比+1.17pct.，环比+0.44pct.；净利率11.55%，同比+0.14pct.，环比+1.48pct.。

直流输电收入高增，其他主要业务收入略有下降。上半年公司智能变配电系统实现营收18.47亿元，同比-13.01%，毛利率26.93%，同比+3.81pct.；智能电表实现营收15.28亿元，同比-4.44%，毛利率24.06%，同比-3.50pct.；直流输电系统实现营收4.60亿元，同比+211.71%，毛利率40.76%，同比-10.74pct.。

换流阀相关产品集中交付，持续引领技术变革。上半年，公司完成陇东-山东特高压工程控保和哈密-重庆特高压工程换流阀、阀控及阀冷设备交付。公司6.5千伏/3千安IGBT柔直换流阀在龙门换流站实现挂网，基于逆阻型IGCT的混合换相换流阀成功中标灵宝改造工程。

配用电份额市场领先，电表业务阶段性承压。公司国网集招电能表中标保持第一，国网省招市场占有率同比提升，区域联采一二次融合产品合计中标额、占有率排名均保持领先，南网市场订货同比增长显著。受国内电表价格下行和上半年招标量较少影响，公司电表业务收入和毛利率阶段性承压。

海外业务增长显著，多种类产品陆续出海。2025年上半年公司海外地区收入2.55亿元，同比+72.68%，毛利率25.29%，同比+3.82pct.。公司持续推进海外业务拓展，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。

风险提示：国内电网投资不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到国内高压产品交付节奏和配网产品需求和价格变化情况，我们下调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为13.95/17.62/20.31亿元（原预测为14.59/18.76/22.80亿元），同比+25%/+26%/+15%，动态PE为17.3/13.7/11.9倍。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,061	17,089	17,892	19,642	21,576
(+/-%)	14.4%	0.2%	4.7%	9.8%	9.8%
净利润(百万元)	1005	1117	1395	1762	2031
(+/-%)	32.4%	11.1%	24.9%	26.3%	15.2%
每股收益(元)	0.99	1.10	1.37	1.73	1.99
EBIT Margin	6.3%	7.4%	8.9%	10.4%	11.1%
净资产收益率(ROE)	9.7%	10.2%	11.8%	13.6%	14.1%
市盈率(PE)	24.0	21.6	17.3	13.7	11.9
EV/EBITDA	24.8	23.3	18.5	15.2	13.6
市净率(PB)	2.06	1.95	1.78	1.60	1.43

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 23.64元
收盘价 24083/23917百万元
总市值/流通市值 37.60/20.20元
52周最高价/最低价 485.74百万元
近3个月日均成交额

市场走势



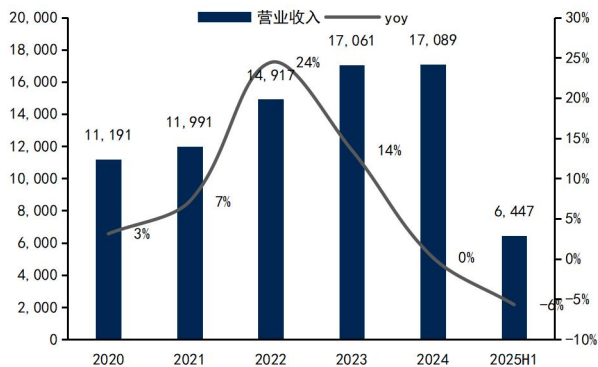
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《许继电气（000400.SZ）-大额减值拖累24年业绩，25年换流阀需求有望集中释放》——2025-04-15
《许继电气（000400.SZ）-业务结构优化提振盈利能力，特高压直流逐步释放业绩弹性》——2024-11-04
《许继电气（000400.SZ）-特高压与海风助力直流业务发展，电表与国际业务表现亮眼》——2024-04-14
《许继电气（000400.SZ）-三季度业绩符合预期，特高压直流业务拐点在即》——2023-11-02
《许继电气（000400.SZ）-储能业务快速增长，直流业务静待拐点》——2023-09-05

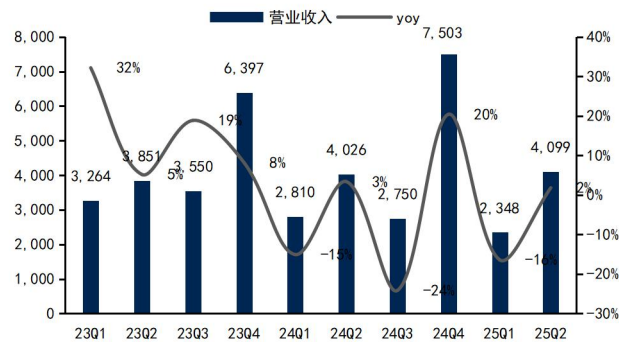
上半年业绩稳健增长，盈利能力持续提升。2025年上半年公司实现营收64.47亿元，同比+5.68%；归母净利润6.34亿元，同比+0.96%；扣非净利润6.18亿元，同比+1.13%。上半年公司毛利率23.75%，同比+2.85pct.；净利率11.01%，同比+0.43pct.。公司高毛利直流输电业务收入占比提升显著，交付结构优化以及全方面的提质增效策略助力公司盈利能力提升。

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、%）



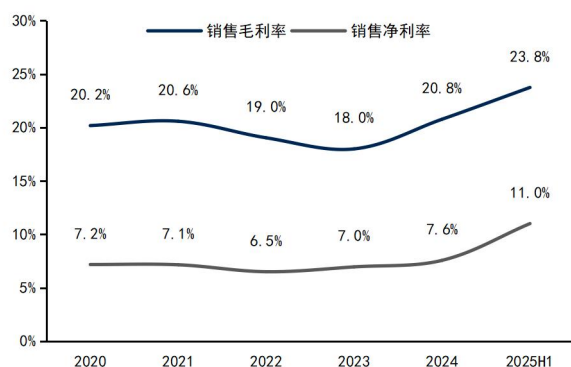
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



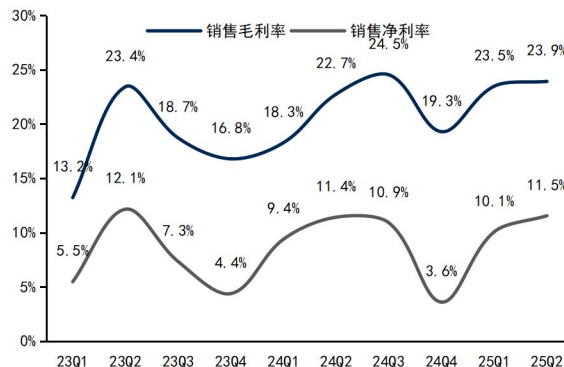
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

二季度收入环比大增，业绩同比小幅增长。2025 年第二季度实现营收 40.99 亿元，同比+1.81%，环比+74.56%；归母净利润 4.26 亿元，同比+9.12%，环比+105.38%；扣非净利润 4.15 亿元，同比+7.64%，环比+103.63%。2025 年第二季度毛利率 23.91%，同比+1.17pct.，环比+0.44pct.；净利率 11.55%，同比+0.14pct.，环比+1.48pct.。

直流输电收入高增，其他主要业务收入略有下降。2025 年上半年公司智能变配电系统实现营收 18.47 亿元，同比-13.01%，毛利率 26.93%，同比+3.81pct.；智能电表实现营收 15.28 亿元，同比-4.44%，毛利率 24.06%，同比-3.50pct.；智能中压供用电设备实现营收 13.39 亿元，同比-5.47%，毛利率 23.67%，同比+3.34pct.；直流输电系统实现营收 4.60 亿元，同比+211.71%，毛利率 40.76%，同比-10.74pct.。

换流阀相关产品集中交付，持续引领技术变革。上半年，公司成功向陇东-山东特高压工程交付新一代 DPS-5000 控保、全国产芯 DPS-5000G 控保产品，向哈密-重庆特高压工程交付换流阀、阀控及阀冷设备，且 6.5 千伏/3 千安 IGBT 柔直换流阀在龙门换流站实现挂网。公司基于逆阻型 IGCT 的混合换相换流阀成功中标灵宝改造工程。

配用电份额市场领先，电表业务阶段性承压。公司国网集招电能表中标保持第一，国网省招市场占有率同比提升，区域联采一二次融合成套柱上断路器及一二次融合成套环网箱合计中标额、占有率排名均保持领先，南网市场订货同比增长显著。受国内电表价格下行和上半年招标量较少影响，公司电表业务收入和毛利率阶段性承压。

海外业务增长显著，多种类产品陆续出海。2025 年上半年公司海外地区收入 2.55 亿元，同比+72.68%，毛利率 25.29%，同比+3.82pct.。公司持续推进海外业务拓展，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。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到国内高压产品交付节奏和配网产品需求和价格变化情况，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.95/17.62/20.31 亿元（原预测为 14.59/18.76/22.80 亿元），同比+25%/+26%/+15%，动态 PE 为 17.3/13.7/11.9 倍。

表1：可比公司估值表（2025 年 8 月 22 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		
000400.SZ	许继电气	23.64	241	1.10	1.37	1.73	21.6	17.3	13.7	9.9	优于大市
600406.SH	国电南瑞	21.86	1,756	0.95	1.04	1.17	23.0	21.0	18.7	15.5	-
002028.SZ	思源电气	84.25	656	2.63	3.43	4.29	32.0	24.6	19.6	16.6	-
600312.SH	平高电气	16.15	219	0.75	1.03	1.22	21.5	15.7	13.2	9.8	-

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5016	5555	5795	7335	8758	营业收入	17061	17089	17892	19642	21576
应收款项	7466	9029	7353	8072	8867	营业成本	13990	13539	13968	15175	16657
存货净额	2708	2644	3827	4158	4564	营业税金及附加	80	84	89	98	108
其他流动资产	1554	1541	1397	1214	1333	销售费用	492	720	769	786	820
流动资产合计	17829	20591	19489	21993	24853	管理费用	604	597	608	648	690
固定资产	1862	1976	1848	1717	1584	研发费用	813	881	859	884	906
无形资产及其他	796	743	693	644	594	财务费用	(55)	(55)	(46)	(51)	(64)
其他长期资产	1084	1615	895	982	1079	投资收益	55	29	20	20	2
长期股权投资	331	340	340	340	340	资产减值及公允价值变动	(104)	(201)	(130)	(130)	(130)
资产总计	21903	25265	23264	25676	28450	其他收入	129	242	260	280	290
短期借款及交易性金融负债	54	176	300	300	300	营业利润	1217	1392	1794	2272	2621
应付款项	7815	9732	6888	7484	8215	营业外净收支	18	22	17	17	17
其他流动负债	626	787	614	664	727	利润总额	1235	1414	1811	2289	2638
流动负债合计	9857	12409	9234	10019	10967	所得税费用	49	122	172	217	251
长期借款及应付债券	0	153	193	233	273	少数股东损益	181	175	245	309	356
其他长期负债	353	321	323	326	329	归属于母公司净利润	1005	1117	1395	1762	2031
长期负债合计	353	474	516	559	602	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10210	12883	9750	10579	11570	净利润	1005	1117	1395	1762	2031
少数股东权益	988	1087	1251	1490	1771	资产减值准备	(17)	(59)	(50)	(50)	(50)
股东权益	10705	11295	12263	13607	15109	折旧摊销	304	317	227	230	233
负债和股东权益总计	21903	25265	23264	25676	28450	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(55)	(55)	(46)	(51)	(64)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1437	206	(1957)	(178)	(490)
每股收益	0.99	1.10	1.37	1.73	1.99	其它	20	(282)	230	291	343
每股红利	0.30	0.42	0.41	0.52	0.60	经营活动现金流	2748	1299	(154)	2056	2066
每股净资产	11.48	12.15	13.27	14.82	16.57	资本开支	(212)	(390)	(50)	(50)	(50)
ROIC	10%	10%	12%	14%	14%	其它投资现金流	(327)	4	741	(67)	(95)
ROE	10%	10%	12%	14%	14%	投资活动现金流	(539)	(386)	691	(117)	(145)
毛利率	18%	21%	22%	23%	23%	权益性融资	(283)	48	(0)	0	0
EBIT Margin	6%	7%	9%	10%	11%	负债净变化	(425)	(77)	164	40	40
EBITDA Margin	8%	9%	10%	12%	12%	支付股利、利息	(206)	(382)	(507)	(488)	(604)
收入增长	14%	0%	5%	10%	10%	其它融资现金流	(425)	(230)	124	0	0
净利润增长率	32%	11%	25%	26%	15%	融资活动现金流	(859)	(356)	(296)	(398)	(499)
资产负债率	47%	51%	42%	41%	41%	现金净变动	1350	557	240	1541	1423
股息率	1.3%	1.8%	1.7%	2.2%	2.5%	货币资金的期初余额	3698	5016	5555	5795	7335
P/E	24.0	21.6	17.3	13.7	11.9	货币资金的期末余额	5016	5555	5795	7335	8758
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	2566	1291	(333)	1858	1860
EV/EBITDA	24.8	23.3	18.5	15.2	13.6	权益自由现金流	2195	1265	(127)	1944	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 $\pm 10\%$ 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