

25Q2 归母同比增长，毛利率持续改善

2025 年 08 月 26 日

➤ **事件：** 2025 年 8 月 20 日，公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现收入 64.47 亿元，同比下降 5.68%；归母净利润 6.34 亿元，同比增加 0.96%；扣非归母净利润 6.18 亿元，同比增加 1.13%，毛利率 23.75%，同比提升 2.85pcts。单季度来看，25Q2 公司收入 40.99 亿元，同比增加 1.81%；归母净利润 4.26 亿元，同比增加 9.12%；扣非归母净利润 4.15 亿元，同比增加 7.64%。

➤ **25H1 毛利率逐步抬升，净利率略增。** 25H1 公司毛利率提升至 23.75%、YOY+ 2.85Pcts，净利率提升至 11.01%，YOY+0.5Pct；25H1 销售费用 YOY+24%、费用率提升至 4.23%、同比+1Pcts，管理费用率、财务费用率基本维持不变，公司三维营销架构有望为公司后续营销端降本增效提供助力。

➤ **聚焦主业，保持市场稳固优势与区域深耕。** 公司持续调整产品结构，核心产品，向高质量客户、高质量订单倾斜，在国家电网集招电能表中标保持第一；在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；积极拓展南网市场，实现订货量同比增长显著。

➤ **直流输电技术与市场拓展双轮驱动。** 公司订单含金量持续提高，通过深化技术营销、质量营销及服务营销模式，紧密跟踪直流输电项目进展。基于逆阻型 IGCT 的混合换相换流阀技术取得关键突破，成功中标灵宝改造工程，在高压直流输电领域的技术实力与市场竞争力显著增强。2025H1 直流输电业务实现收入 4.6 亿元，同比增长 211.71%。

➤ **研发投入持续加码，创新成果丰硕。** 2025H1 公司实现研发投入 2.63 亿元，同比增长 9.21%，经营质效持续提升。在电力电子产品方面实现突破，6.5 千伏 /3 千安 IGBT 柔直换流阀完成挂网，35 兆瓦 IGBT 制氢电源实现首台套应用。

➤ **投资建议：** 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 183.46、205.60、231.89 亿元，对应增速分别为 7.4%、12.1%、12.8%；归母净利润分别为 13.75、16.76、21.29 亿元，对应增速分别为 23.1%、21.9%、27.0%，以 8 月 25 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 18X、14X、11X，公司是特高压换流阀和控制保护系统龙头企业，盈利能力持续优化，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 电网投资不及预期风险，原材料价格大幅波动风险。

推荐

维持评级

当前价格：

23.66 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 许俊哲

执业证书：S0100525030003

邮箱：xujunzhe@mszq.com

相关研究

1.许继电气 (000400.SZ) 24 年年报及 25 年一季报点评：减值拖累 24 年业绩，盈利能力持续优化-2025/04/12

2.许继电气 (000400.SZ) 2024 年三季报点评：24Q3 盈利能力提升，费用管控良好-2024/11/04

3.许继电气 (000400.SZ) 2024 年半年报点评：24H1 业绩稳健，盈利略有提升-2024/08/31

4.许继电气 (000400.SZ) 2023 年年报点评：23 年业绩超预期，市场开拓成效显著-2024/04/11

5.许继电气 (000400.SZ) 深度报告：特直柔直接踵至，配电充储齐发力-2024/02/23

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,089	18,346	20,560	23,189
增长率 (%)	0.2	7.4	12.1	12.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,117	1,375	1,676	2,129
增长率 (%)	11.1	23.1	21.9	27.0
每股收益 (元)	1.10	1.35	1.65	2.09
PE	22	18	14	11
PB	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,089	18,346	20,560	23,189
营业成本	13,539	14,268	15,790	17,646
营业税金及附加	84	128	144	162
销售费用	720	789	864	928
管理费用	597	624	678	742
研发费用	881	917	1,028	1,159
EBIT	1,352	1,710	2,157	2,714
财务费用	-55	-52	-55	-70
资产减值损失	-59	-3	-4	0
投资收益	29	0	0	0
营业利润	1,392	1,758	2,209	2,784
营业外收支	22	7	7	0
利润总额	1,414	1,765	2,216	2,784
所得税	122	185	244	278
净利润	1,292	1,580	1,972	2,505
归属于母公司净利润	1,117	1,375	1,676	2,129
EBITDA	1,693	2,052	2,503	3,060

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,555	5,835	7,095	9,473
应收账款及票据	9,029	7,868	8,818	9,994
预付款项	937	440	486	544
存货	2,644	3,366	3,724	4,166
其他流动资产	2,426	2,415	2,663	2,893
流动资产合计	20,591	19,924	22,787	27,070
长期股权投资	340	340	340	340
固定资产	1,767	1,800	1,834	1,834
无形资产	743	743	743	743
非流动资产合计	4,673	4,762	4,762	4,762
资产合计	25,265	24,686	27,549	31,832
短期借款	78	78	78	78
应付账款及票据	9,732	8,081	8,942	9,994
其他流动负债	2,598	2,531	2,803	3,825
流动负债合计	12,409	10,690	11,824	13,896
长期借款	153	153	153	153
其他长期负债	321	296	296	296
非流动负债合计	474	449	449	449
负债合计	12,883	11,139	12,273	14,346
股本	1,019	1,019	1,019	1,019
少数股东权益	1,087	1,292	1,588	1,964
股东权益合计	12,382	13,547	15,276	17,486
负债和股东权益合计	25,265	24,686	27,549	31,832

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.17	7.36	12.07	12.79
EBIT 增长率	21.23	26.46	26.18	25.77
净利润增长率	11.09	23.06	21.95	27.04
盈利能力 (%)				
毛利率	20.77	22.23	23.20	23.90
净利率	6.54	7.49	8.15	9.18
总资产收益率 ROA	4.42	5.57	6.08	6.69
净资产收益率 ROE	9.89	11.22	12.25	13.72
偿债能力				
流动比率	1.66	1.86	1.93	1.95
速动比率	1.23	1.31	1.38	1.43
现金比率	0.45	0.55	0.60	0.68
资产负债率 (%)	50.99	45.12	44.55	45.07
经营效率				
应收账款周转天数	168.74	160.91	141.21	141.17
存货周转天数	71.16	75.82	80.82	80.49
总资产周转率	0.72	0.73	0.79	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.35	1.65	2.09
每股净资产	11.09	12.03	13.44	15.24
每股经营现金流	1.28	1.16	1.82	2.98
每股股利	0.42	0.24	0.29	0.37
估值分析				
PE	22	18	14	11
PB	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.62	8.76	7.19	5.88
股息收益率 (%)	1.77	1.01	1.23	1.56

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,292	1,580	1,972	2,505
折旧和摊销	341	343	345	347
营运资金变动	-522	-809	-517	168
经营活动现金流	1,299	1,186	1,855	3,035
资本开支	-390	-313	-315	-324
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-386	-439	-315	-324
股权募资	0	0	0	0
债务募资	218	-8	0	0
筹资活动现金流	-356	-466	-280	-334
现金净流量	557	281	1,260	2,378

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048