

2025 年 08 月 26 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
戴映妍
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 25 日
收盘价 (元)	23.66
一年内最高/最低 (元)	37.60/20.20
总市值 (百万元)	24,103.61
流通市值 (百万元)	23,936.85
总股本 (百万股)	1,018.75
资产负债率 (%)	50.48
每股净资产 (元/股)	11.59

资料来源：聚源数据

许继电气 (000400. SZ)

——直流输电板块营收大增 年内多条特高压启动

投资要点：

- **公司发布 2025 年半年报。**公司 25H1 实现营业收入 64.5 亿元，同比下降 5.7%，实现归母净利润 6.34 亿元，同比增长 0.96%，业绩符合预期。其中 25Q2 实现营业收入 41.0 亿元，同比增长 1.8%，实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 9.1%。
- **直流输电系统营收同比大增带动公司毛利率水平反弹。**25H1 公司直流输电系统实现营业收入 4.6 亿元(同比+212%)，虽然该板块毛利率水平(40.8%)同比下滑 10.7pct，但对公司整体毛利率水平有拉动作用：25H1 毛利率达到 23.8%（ 同比+2.9pct），对冲了营收下滑。直流输电系统收入大幅增长预计主要与今年部分直流特高压项目投产相关。今年我国已核准藏东南—大湾区、蒙西—京津冀等 2 条特高压直流项目，设备招标预计将于近期启动，公司作为我国主要的直流输电设备供应商或将受益。
- **智能变配电等板块收入承压。**25H1 智能变配电板块实现营收 18.5 亿元（ 同比下滑 13%），毛利率 26.9%（ 同比+3.8pct）；智能电表板块实现营收 15.3 亿元（ 同比下滑 4.4%），毛利率 24.1%（ 同比-3.5pct）；智能中压供用电设备板块实现营收 13.4 亿元（ 同比下滑 5.5%），毛利率 23.7%（ 同比+3.3pct）；新能源及系统集成实现营收 6.96 亿元（ 同比下滑 30.4%），毛利率 10.6%（ 同比+4.1pct）。上述板块收入均同比下滑，或与国外二次设备、智能电表、配电设备降价有关。
- **搭建二级营销平台继续拉高销售费用率。**公司 25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.23%/3.14%/4.71%/-0.39%，分别较 24H1 变动+1.01/+0.19/+0.86/+0.03pct，总费用率相比 24H1 增加 2.08pct。各项费用率均有所增加，其中销售和研发费用率增加明显，销售费用率提升或与系统部署扩充二级营销力量和支撑保障能力，强化一二级营销协同市场开拓相关。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 13.5/15.7/18.5 亿元，同比增速分别为 20.8%/16.7%/17.7%，当前股价对应的 PE 分别为 18/15/13 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资力度下滑，特高压核准不及预期，网外业务增长不及预期

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,061	17,089	16,472	17,355	18,647
同比增长率（%）	14.37%	0.17%	-3.61%	5.36%	7.44%
归母净利润（百万元）	1,005	1,117	1,349	1,574	1,852
同比增长率（%）	32.42%	11.09%	20.75%	16.70%	17.65%
每股收益（元/股）	0.99	1.10	1.32	1.54	1.82
ROE（%）	9.39%	9.89%	11.12%	12.01%	13.00%
市盈率（P/E）	23.97	21.58	17.87	15.32	13.02

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,555	5,766	7,417	8,798
应收票据及账款	10,298	9,292	9,783	10,756
预付账款	937	657	694	837
其他应收款	641	449	584	612
存货	2,644	2,600	2,615	2,816
其他流动资产	516	227	239	257
流动资产总计	20,591	18,990	21,332	24,075
长期股权投资	340	341	342	344
固定资产	1,814	1,756	1,738	1,658
在建工程	209	171	83	50
无形资产	743	684	666	638
长期待摊费用	8	8	7	5
其他非流动资产	1,559	1,559	1,567	1,534
非流动资产合计	4,673	4,519	4,403	4,230
资产总计	25,265	23,510	25,736	28,305
短期借款	78	0	0	0
应付票据及账款	9,732	7,395	8,188	9,041
其他流动负债	2,598	2,189	2,366	2,600
流动负债合计	12,409	9,583	10,554	11,640
长期借款	178	143	107	71
其他非流动负债	296	296	296	296
非流动负债合计	474	438	403	367
负债合计	12,883	10,022	10,957	12,008
股本	1,019	1,019	1,019	1,019
资本公积	640	640	640	640
留存收益	9,637	10,470	11,442	12,586
归属母公司权益	11,295	12,128	13,101	14,245
少数股东权益	1,087	1,359	1,678	2,052
股东权益合计	12,382	13,488	14,779	16,297
负债和股东权益合计	25,265	23,510	25,736	28,305

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,292	1,353	1,624	1,958
折旧与摊销	341	330	349	366
财务费用	-55	-10	-17	-24
投资损失	-29	-27	-27	-27
营运资金变动	-573	-935	280	-275
其他经营现金流	322	317	259	300
经营性现金净流量	1,299	1,028	2,469	2,298
投资性现金净流量	-386	-198	-198	-198
筹资性现金净流量	-356	-619	-620	-719
现金流量净额	557	211	1,651	1,381

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,089	16,472	17,355	18,647
营业成本	13,539	12,558	13,163	14,054
税金及附加	84	81	86	92
销售费用	720	824	816	839
管理费用	597	577	573	578
研发费用	881	824	798	820
财务费用	-55	-10	-17	-24
资产减值损失	-59	-38	-49	-44
信用减值损失	-141	-114	-128	-121
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	29	27	27	27
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
其他收益	241	241	241	241
营业利润	1,392	1,736	2,029	2,391
营业外收入	28	28	28	28
营业外支出	6	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,414	1,758	2,051	2,413
所得税	122	136	159	187
净利润	1,292	1,622	1,892	2,226
少数股东损益	175	273	318	375
归属母公司股东净利润	1,117	1,349	1,574	1,852
EPS(元)	1.10	1.32	1.54	1.82

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	0.17%	-3.61%	5.36%	7.44%
营业利润增长率	14.34%	24.72%	16.91%	17.85%
归母净利润增长率	11.09%	20.75%	16.70%	17.65%
经营现金流增长率	-52.74%	-20.85%	140.14%	-6.92%
盈利能力				
毛利率	20.77%	23.76%	24.16%	24.63%
净利率	7.56%	9.84%	10.90%	11.94%
ROE	9.89%	11.12%	12.01%	13.00%
ROA	4.42%	5.74%	6.12%	6.54%
估值倍数				
P/E	21.58	17.87	15.32	13.02
P/S	1.41	1.46	1.39	1.29
P/B	2.13	1.99	1.84	1.69
股息率	1.77%	2.14%	2.50%	2.94%
EV/EBITDA	16	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。