

许继电气 (000400.SZ)

增持 (维持)

Q2 业绩回暖, 直流业务快速增长

公司公告 2025H1 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 64.47、6.34、6.18 亿元, 同比-5.68%、+0.96%、+1.13%。2025Q2 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 40.99、4.26、4.15 亿元, 同比增长 1.81%、9.12%、7.64%。

- **Q2 业绩回暖**。公司 2025H1 实现营业收入、归上净利润、扣非净利润 64.47、6.34、6.18 亿元, 同比-5.68%、+0.96%、+1.13%。2025Q2 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 40.99、4.26、4.15 亿元, 同比增长 1.81%、9.12%、7.64%, 25 年全年预计增长。
- **毛利率提升, 盈利指标向好**。2025H1, 公司毛利率 23.75% (同比+2.85pcts), 费用率 11.7% (同比+2.08pcts), 净利率 11.01% (同比+0.43pcts)。其中销售费用增加 1.01pcts, 主要系公司搭建二级营销体系影响。25Q2 公司毛利率 23.91% (同比+1.17pcts), 费用率 10.91% (同比+0.88pcts), 净利率 11.55% (同比+0.14pcts)。未来三维营销架构将助力公司降本增效。
- **直流输电系统收入翻番, 智能变配电毛利率提升**。公司 2025 年 H1 分项业绩, 智能变配电系统: 营收 18.47 亿元, 同比-13.01%, 毛利率 26.93%, 同比+3.81pcts。智能电表: 营收 15.28 亿元, 同比-4.44%, 毛利率 24.06%, 同比-3.5pcts。智能中压供用电设备: 营收 13.39 亿元, 同比-5.47%, 毛利率 23.67%, 同比+3.34pcts, 系网外客户确收转换率下降影响。新能源及系统集成: 营收 6.96 亿元, 同比-30.38%, 毛利率 10.61%, 同比+4.11pcts。直流输电系统: 营收 4.6 亿元, 同比+211.71%, 毛利率 40.76%, 同比-10.74pcts, 依托换流阀实现超两倍收入增幅。充换电设备及其它制造服务: 营收 5.77 亿元, 同比+4.92%, 毛利率 15.23%, 同比+2.79pcts。
- **电表业务地位稳固, 网外和海外业务拓展取得成效**。公司 2025H1 在国网输变电项目变电设备中标同比下滑 12%, 市占率 1.6%。25H1 国网电表招标中, 公司电表 (许继仪表、山东电子、哈表所) 份额排名第一。此外公司积极拓展非网内市场, 提供定制化智慧配电网解决方案。海外方面, 公司产品已进入沙特、巴西、西班牙等多个国际市场, 充电桩系列产品入围泰国、秘鲁等国电力公司短名单, 积极对接“一带一路”沿线国家电力基建需求。
- **直流技术领先, 特高压和配网建设可能带来弹性**。公司直流换流阀技术领先, 基于 IGCT 的混合换相换流阀成功中标灵宝改造工程, 成功研制并挂网世界首套 6.5kV/3000A IGBT 柔直换流阀, 同时海风柔直市场先发优势明显, 有望受益于特高压建设热潮。公司智能变配电业务板块受益于配网自动化升级改造, 也或将带来一定弹性。此外, 公司在核聚变磁体电源领域也有所布局。
- **投资建议**: 估算公司 2025-2026 年归母净利润为 14.04、16.81 亿元, 对应估值 17、14 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示**: 电力建设不及预期、公司中标情况不及预期、海外业务进展风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17061	17089	18466	20436	22441
同比增长	14%	0%	8%	11%	10%
营业利润(百万元)	1217	1392	1779	2136	2407
同比增长	14%	14%	28%	20%	13%
归母净利润(百万元)	1005	1117	1404	1681	1892
同比增长	32%	11%	26%	20%	13%
每股收益(元)	0.99	1.10	1.38	1.65	1.86
PE	23.6	21.3	16.9	14.1	12.6
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

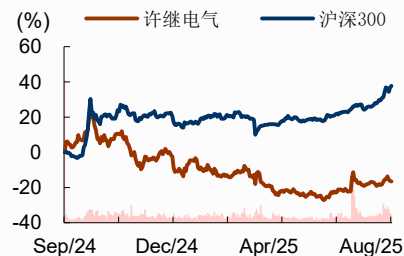
中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 23.32 元

基础数据

总股本 (百万股)	1019
已上市流通股 (百万股)	1012
总市值 (十亿元)	23.8
流通市值 (十亿元)	23.6
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	9.5
资产负债率	50.5%
主要股东	中国电气装备集团有限公司
主要股东持股比例	37.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-4	-13
相对表现	-7	-19	-50



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《许继电气 (000400) —24 年计提大额减值, 业务结构持续优化》2025-04-15
- 《许继电气 (000400) —业绩符合预期, 特高压和配网建设可能带来弹性》2024-09-04
- 《许继电气 (000400) —业务布局全面, 直流与配电业务未来可能有弹性》2024-05-09

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

✉ lvhao1@cmschina.com.cn

表 1：业绩摘要

单位：百万元	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	同比变化(%)
营业收入	14917.45	17060.90	17089.13	6835.57	6447.20	-5.68
营业成本	12077.48	13990.35	13539.03	5406.70	4915.92	-9.08
毛利润	2839.97	3070.55	3550.11	1428.87	1531.28	7.17
销售税金	99.96	80.17	84.44	28.14	30.08	6.91
毛利润（扣除销售税金）	2740.01	2990.38	3465.66	1400.73	1501.20	7.17
销售费用	427.67	491.62	720.40	220.28	272.69	23.79
管理费用	515.25	604.42	597.10	202.20	202.67	0.23
研发费用	735.31	812.95	880.89	263.59	303.95	15.31
经营利润	1061.77	1081.40	1267.26	714.65	721.88	1.01
资产和信用减值损失	-77.14	(103.84)	(200.68)	-43.50	-38.61	-11.23
财务费用	-15.60	-55.41	-54.68	-28.70	-25.25	-12.02
投资收益	-3.64	54.90	28.82	4.39	6.93	57.85
资产处置收益	1.02	2.35	0.96	0.04	0.19	353.68
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他收益	74.58	126.93	240.59	78.63	80.30	2.12
营业外收入	18.55	21.39	28.29	10.76	7.68	-28.66
营业外支出	5.64	3.26	6.24	2.50	3.05	22.35
利润总额	1085.10	1235.26	1413.68	791.19	800.58	1.19
所得税	115.64	49.25	121.50	68.27	91.00	33.29
税后净利润	969.46	1186.02	1292.18	722.92	709.58	-1.85
少数股东损益	210.25	180.63	175.25	95.06	75.66	-20.41
归母净利润	759.22	1005.38	1116.93	627.86	633.92	0.96
非经常性损益	46.28	136.32	136.32	24.12	53.05	119.96
扣非归母净利润	712.94	869.07	980.61	603.74	580.87	-3.79
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	19.04	18.00	20.77	20.90	23.75	2.85
销售费用率	2.87	2.88	4.22	3.22	4.23	1.01
管理费用率	3.45	3.54	3.49	2.96	3.14	0.19
研发费用率	4.93	4.76	5.15	3.86	4.71	0.86
财务费用率	-0.10	-0.32	-0.32	-0.42	-0.39	0.03
经营利润率	7.12	6.34	7.42	10.45	11.20	0.74
所得税率	10.62	4.17	8.77	8.68	11.47	2.79
净利率	6.50	6.95	7.56	10.58	11.01	0.43
扣非净利率	4.78	5.09	5.74	8.83	9.01	0.18

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：分项业务拆分

	2023	2024H1	2024	2025H1
营业收入（百万元）	3,070.55	1,428.87	3,550.11	1,531.28
智能变配电系统	1,037.42	490.68	1,143.00	497.25
智能电表	879.02	440.76	953.58	367.77
智能中压供电设备	510.66	287.94	628.96	316.86
新能源及系统集成	213.47	64.96	200.63	73.79
直流输电系统	302.92	76.07	446.42	187.67
充换电设备及其它制造服务	127.06	68.45	177.52	87.93
综合毛利率（%）	18.00	20.90	20.77	23.75
智能变配电系统	22.66	23.12	24.26	26.93
智能电表	25.24	27.56	24.66	24.06

	2023	2024H1	2024	2025H1
智能中压供用电设备	16.26	20.33	18.77	23.67
新能源及系统集成	5.42	6.50	8.14	10.61
直流输电系统	42.29	51.50	30.92	40.76
充换电设备及其它制造服务	10.57	12.44	14.18	15.23

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：负债情况

	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	环比变化(%)
负债率%	42.5	46.6	51.0	49.2	50.5	1.3
短期借款（百万元）	0.0	0.0	78.2	78.1	78.1	0.0
一年内到期的非流动负债（百万元）	322.2	53.9	97.6	101.2	108.3	7.1
在手现金（百万元）	3698.3	5015.9	5554.5	5574.9	6481.7	16.3

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：现金情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
赊销比	43.78	43.76	52.84	113.99	125.03	11.04
存货营收比	18.80	21.29	81.02	41.16	45.52	4.36
销售商品、劳务获现金(百万元)	12829.48	15404.69	15855.23	6449.24	8111.42	124.77
销售商品、劳务获现金/营收	86.00	59.96	92.78	94.35	125.81	31.46
经营性现金流净额（百万元）	1731.51	2748.16	1298.91	332.14	1119.56	336.08
经营现金流净额/税后净利润	228.06	146.11	116.29	52.90	176.61	123.71

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：资产回报率情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
归上净利率(%)	5.09	5.89	6.54	9.19	9.83	0.65
总资产周转率(%)	0.81	0.84	0.72	0.31	0.25	-0.06
权益乘数	1.88	1.97	2.14	2.05	2.23	0.18
ROE(%)	7.79	9.67	10.15	5.77	5.49	-0.28
ROA(%)	5.29	5.81	5.48	3.25	2.76	-0.49
ROIC(%)	8.56	9.80	10.09	5.79	5.26	-0.52

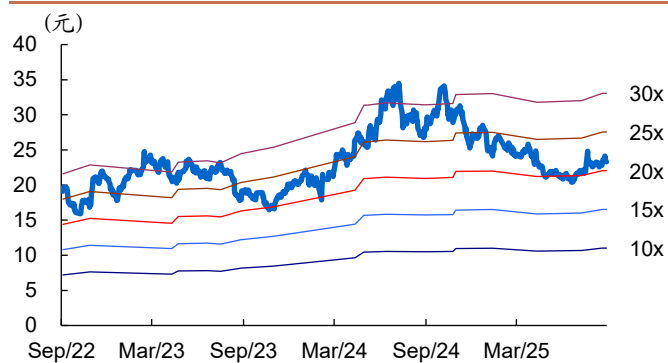
资料来源：公司公告、招商证券

表 6：固定资产和在建工程情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	环比变化(%)
固定资产（百万元）	1,624.42	1,760.90	1,766.58	1,724.38	1,908.35	10.67
在建工程（百万元）	46.84	101.19	209.45	135.83	72.45	-46.66

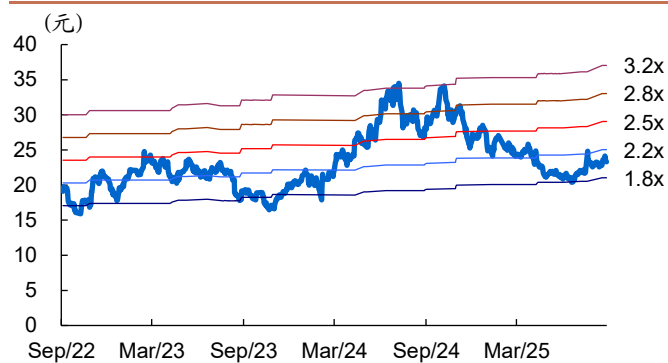
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：许继电气历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：许继电气历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《许继电气（000400）—24 年计提大额减值，业务结构持续优化》2025-04-15
- 2、《许继电气（000400）—业绩符合预期，特高压和配网建设可能带来弹性》2024-09-04
- 3、《许继电气（000400）—业务布局全面，直流与配电业务未来可能有弹性》2024-05-09

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17829	20591	22403	25293	28456
现金	5016	5555	6150	7322	8707
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	241	235	254	281	308
应收款项	7225	8794	9503	10517	11549
其它应收款	618	641	693	767	842
存货	2708	2644	2861	3154	3475
其他	2021	2722	2942	3252	3575
非流动资产	4074	4673	4591	4518	4451
长期股权投资	331	340	340	340	340
固定资产	1761	1767	1772	1776	1780
无形资产商誉	852	853	768	691	622
其他	1130	1714	1712	1711	1710
资产总计	21903	25265	26995	29811	32907
流动负债	9857	12409	13177	14470	15881
短期借款	0	78	0	0	0
应付账款	7815	9732	10529	11609	12788
预收账款	1362	1713	1854	2044	2251
其他	680	885	794	817	841
长期负债	353	474	474	474	474
长期借款	0	153	153	153	153
其他	353	321	321	321	321
负债合计	10210	12883	13651	14944	16355
股本	1019	1019	1019	1019	1019
资本公积金	479	514	514	514	514
留存收益	9207	9763	10504	11764	13152
少数股东权益	988	1087	1307	1571	1868
归属于母公司所有者权益	10705	11295	12037	13297	14685
负债及权益合计	21903	25265	26995	29811	32907

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2748	1299	1310	1469	1765
净利润	1186	1292	1624	1945	2189
折旧摊销	305	318	282	274	266
财务费用	4	9	(55)	(55)	(55)
投资收益	(55)	(29)	(269)	(269)	(269)
营运资金变动	1372	(296)	(274)	(429)	(370)
其它	(63)	5	2	3	3
投资活动现金流	(539)	(386)	69	69	69
资本支出	(212)	(390)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(327)	4	269	269	269
筹资活动现金流	(859)	(356)	(783)	(366)	(450)
借款变动	(528)	47	(176)	0	0
普通股增加	11	(0)	0	0	0
资本公积增加	(333)	34	0	0	0
股利分配	(252)	(459)	(662)	(421)	(504)
其他	244	21	55	55	55
现金净增加额	1350	557	596	1172	1385

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17061	17089	18466	20436	22441
营业成本	13990	13539	14648	16150	17790
营业税金及附加	80	84	91	101	111
营业费用	492	720	613	634	651
管理费用	604	597	646	674	696
研发费用	813	881	914	961	1010
财务费用	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)
资产减值损失	(101)	(200)	(99)	(105)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	127	241	241	241	241
投资收益	55	29	29	29	29
营业利润	1217	1392	1779	2136	2407
营业外收入	21	28	28	28	28
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	1235	1414	1801	2158	2429
所得税	49	122	177	213	240
少数股东损益	181	175	220	264	297
归属于母公司净利润	1005	1117	1404	1681	1892

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	14%	0%	8%	11%	10%
营业利润	14%	14%	28%	20%	13%
归母净利润	32%	11%	26%	20%	13%
获利能力					
毛利率	18.0%	20.8%	20.7%	21.0%	20.7%
净利率	5.9%	6.5%	7.6%	8.2%	8.4%
ROE	9.7%	10.2%	12.0%	13.3%	13.5%
ROIC	9.7%	10.0%	11.8%	13.1%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	46.6%	51.0%	50.6%	50.1%	49.7%
净负债比率	0.2%	1.3%	0.6%	0.5%	0.5%
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	5.1	5.1	5.3	5.4	5.4
应收账款周转率	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	2.0	1.5	1.4	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.99	1.10	1.38	1.65	1.86
每股经营净现金	2.70	1.28	1.29	1.44	1.73
每股净资产	10.51	11.09	11.81	13.05	14.41
每股股利	0.45	0.65	0.41	0.50	0.56
估值比率					
PE	23.6	21.3	16.9	14.1	12.6
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	24.2	21.3	16.2	13.8	12.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。