

公司研究 | 点评报告 | 许继电气 (000400.SZ)

毛利率显著改善，后续重点项目交付支撑增长

报告要点

公司发布 2025 年半年报。上半年，公司营业收入 64.5 亿元，同比-5.7%；归母净利润 6.3 亿元，同比+1.0%；扣非净利润 6.2 亿元，同比+1.1%。单季度看，公司 2025Q2 营业收入 41.0 亿元，同比+1.8%，环比+74.6%；归母净利润 4.3 亿元，同比+9.1%，环比+105.4%；扣非净利润 4.1 亿元，同比+7.6%，环比+103.6%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BVD284



袁澎

SAC: S0490524010001

许继电气 (000400.SZ)

2025-09-02

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

毛利率显著改善，后续重点项目交付支撑增长

事件描述

公司发布 2025 年半年报。上半年，公司营业收入 64.5 亿元，同比-5.7%；归母净利润 6.3 亿元，同比+1.0%；扣非净利润 6.2 亿元，同比+1.1%。单季度看，公司 2025Q2 营业收入 41.0 亿元，同比+1.8%，环比+74.6%；归母净利润 4.3 亿元，同比+9.1%，环比+105.4%；扣非净利润 4.1 亿元，同比+7.6%，环比+103.6%。

事件评论

- 收入端，分板块看，公司 2025 上半年智能变配电系统收入 18.47 亿元，同比-13.0%；智能电表收入 15.28 亿元，同比-4.4%；智能中压供电用电设备收入 13.39 亿元，同比-5.5%；新能源及系统集成收入 6.96 亿元，同比-30.4%；充换电设备及其它制造服务收入 5.77 亿元，同比+4.9%；直流输电系统收入 4.60 亿元，同比+211.7%。公司上半年智能变配电、智能电表、智能中压收入同比有所下降，预计主要因交付节奏波动，直流输电收入同比大增，预计主要受益特高压换流阀交付。公司上半年国际收入 2.55 亿元，同比+72.7%，国际业务保持高速增长。
- 毛利端，公司 2025 上半年毛利率达 23.75%，同比+2.85pct；2025Q2 单季度毛利率达 23.91%，同比+1.17pct，环比+0.44pct。分板块看，公司 2025 上半年智能变配电系统毛利率达 26.93%，同比+3.81pct；智能电表毛利率达 24.06%，同比-3.50pct；智能中压供电用电设备毛利率达 23.67%，同比+3.34pct；新能源及系统集成毛利率达 10.61%，同比+4.11pct；充换电设备及其它制造服务毛利率达 15.23%，同比+2.79pct；直流输电系统毛利率达 40.76%，同比-10.74pct。公司智能变配电、智能中压、新能源系统集成、充换电毛利率同比提升，预计受益产品结构变化和降本增效；智能电表毛利率受价格波动影响；直流输电主要系去年同期零散项目毛利率基数较高。
- 费用端，公司 2025 上半年四项费用率达 11.70%，同比+2.08pct，其中销售费率达 4.23%，同比+1.01pct；管理费率达 3.14%，同比+0.18pct；研发费率达 4.71%，同比+0.85pct；财务费率达-0.39%，同比+0.03pct。2025Q2 单季度四项费用率达 10.91%，同比+0.88pct，主要系研发费用率提升。
- 其他方面，公司 2025Q2 末存货达 29.35 亿元，同比+4.3%，环比上季度末-0.9%；合同负债达 25.86 亿元，同比+74.0%，环比上季度末+19.3%，印证未来交付景气度。公司 2025 上半年经营净现金流达 11.20 亿元，同比+237.1%，其中 2025Q2 经营净现金流达 9.57 亿元，同比+1232.0%，环比+487.4%，现金流保持健康。
- 随着后续青州五七海风、甘浙换流阀订单交付，以及公司持续降本增效，有望实现经营向上。预计公司 2025 年归母净利润可达 14 亿元，对应 PE 约 17X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、电网投资方向不及预期；
- 2、直流工程推进不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	23.64
总股本(万股)	101,875
流通A股/B股(万股)	101,170/0
每股净资产(元)	11.59
近12月最高/最低价(元)	37.60/20.20

注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《费用提升和减值计提影响盈利，经营具备持续增长支撑》2025-04-27
- 《24Q3 扣非增长迅速，Q4 直流收入有望释放》2024-11-16
- 《24Q2 业绩平稳，下半年特高压交付有望加速》2024-09-10



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、电网投资方向不及预期：许继电气目前业务覆盖范围较广，并且占据一定的市场份额，因此一定程度受到电网在相关领域的投资影响；若未来电网投资不及预期，可能会对公司订单和收入增速产生影响。
- 2、直流工程推进不及预期：公司业绩受到直流工程的影响较大，如果我国直流工程规划体量、建设进度、柔直价格等发生不利变化，则对公司业绩均会造成比较大的影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17089	16230	17511	19405	货币资金	5555	7074	8990	11427
营业成本	13539	12541	13400	14682	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3550	3689	4111	4723	应收账款	8794	6643	6570	6647
%营业收入	21%	23%	23%	24%	存货	2644	2408	2359	2357
营业税金及附加	84	76	82	91	预付账款	937	878	938	1028
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	2661	2521	2638	2867
销售费用	720	682	683	699	流动资产合计	20591	19524	21495	24326
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	340	340	340	340
管理费用	597	519	525	563	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	1767	1807	1838	1863
研发费用	881	812	849	931	无形资产	743	713	683	653
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-55	-63	-83	-107	递延所得税资产	243	241	241	241
%营业收入	0%	0%	0%	-1%	其他非流动资产	1582	1704	1685	1668
加: 资产减值损失	-59	-30	-30	-30	资产总计	25265	24327	26280	29090
信用减值损失	-141	-120	-120	-120	短期贷款	78	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	8830	6967	6886	7137
投资收益	29	32	35	39	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1392	1743	2125	2534	应付职工薪酬	24	25	27	29
%营业收入	8%	11%	12%	13%	应交税费	170	162	175	194
营业外收支	22	19	19	19	其他流动负债	3306	2697	2752	2951
利润总额	1414	1762	2144	2553	流动负债合计	12409	9852	9840	10311
%营业收入	8%	11%	12%	13%	长期借款	153	153	153	153
所得税费用	122	151	184	220	应付债券	0	0	0	0
净利润	1292	1610	1959	2333	递延所得税负债	7	7	7	7
归属于母公司所有者的净利润	1117	1396	1707	2042	其他非流动负债	313	308	313	318
少数股东损益	175	214	253	292	负债合计	12883	10320	10313	10789
EPS (元)	1.10	1.37	1.68	2.00	归属于母公司所有者权益	11295	12707	14414	16455
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1087	1301	1553	1845
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	12382	14008	15967	18300
经营活动现金流净额	1299	1922	2094	2612	负债及股东权益	25265	24327	26280	29090
取得投资收益收回现金	1	32	35	39	基本指标				
长期股权投资	-8	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-390	-218	-219	-219	每股收益	1.10	1.37	1.68	2.00
其他	12	-143	10	10	每股经营现金流	1.27	1.89	2.06	2.56
投资活动现金流净额	-386	-329	-174	-170	市盈率	24.99	17.25	14.11	11.80
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.48	1.90	1.67	1.46
股权融资	0	9	0	0	EV/EBITDA	13.49	8.91	6.66	4.80
银行贷款增加 (减少)	232	-78	0	0	总资产收益率	4.4%	5.7%	6.5%	7.0%
筹资成本	-571	-9	-9	-10	净资产收益率	9.9%	11.0%	11.8%	12.4%
其他	-16	5	5	5	净利率	6.5%	8.6%	9.7%	10.5%
筹资活动现金流净额	-356	-73	-4	-5	资产负债率	51.0%	42.4%	39.2%	37.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	557	1519	1916	2437	总资产周转率	0.72	0.65	0.69	0.70

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。