

分析师: 唐俊男
 登记编码: S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738

直流输电和国际业务快速发展, 毛利率显著改善

——许继电气(000400)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

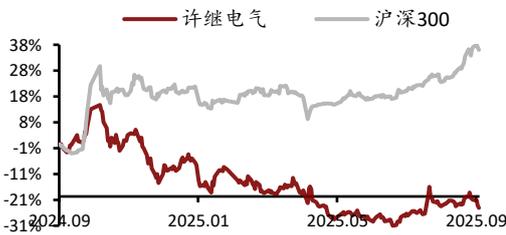
市场数据(2025-09-03)

收盘价(元)	22.41
一年内最高/最低(元)	34.67/20.52
沪深 300 指数	4,459.83
市净率(倍)	1.93
流通市值(亿元)	226.72

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	11.59
每股经营现金流(元)	1.10
毛利率(%)	23.75
净资产收益率_摊薄(%)	5.37
资产负债率(%)	50.48
总股本/流通股(万股)	101,874.93/101,170.13
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《许继电气(000400)公司深度分析: 特高压直流建设加速, 网内外业务稳步发展》
 2024-12-31

《许继电气(000400)季报点评: 盈利能力持续提升, 柔直支撑业绩增长》
 2024-11-21

《许继电气(000400)季报点评: 盈利能力持续提升, 柔直支撑业绩增长》
 2024-11-21

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 09 月 04 日

事件:

公司发布 2025 年中报, 公司实现营业总收入 64.47 亿元, 同比下滑 5.68%; 实现归属于母公司股东的净利润 6.34 亿元, 同比增长 0.96%; 经营活动产生的现金流量净额 11.20 亿元, 同比提升 237.08%; 基本每股收益 0.63 元; 加权平均净资产收益率 5.49%, 同比降低 0.21 个百分点。

点评:

- **公司上半年总体业绩表现平稳, 经营活动现金流改善明显。**公司是国内电力装备行业龙头, 聚焦特高压、智能电网、新能源、电动汽车充换电、轨道交通及工业智能化五大核心业务, 产品包括智能变配电系统、直流输电系统、智能电表、智能中压供用电设备、新能源及系统集成、充换电设备及其它制造服务。2025 年上半年, 公司营业收入略有下滑, 主要受智能变配电和智能中压一次设备订单交付节奏放缓, 智能电表中标订单收入确认减少, 新能源及集成板块业务压降低毛利类总包业务影响。公司销售毛利率 23.75%, 同比提升 2.85 个百分点。公司销售费用 2.73 亿元, 同比增长 23.79%。销售费用增速显著高于营收增速, 主要系公司强化销售力度, 加强订单跟进所致。公司经营活动产生的现金流量净额 11.20 亿元, 同比增长 237.08%, 主要是公司强化回款, 收到现金增加影响。
- **智能变配电系统、智能电表和智能中压供用电业务收入有所承压, 关注下半年订单交付进度。**智能变配电系统实现营业收入 18.47 亿元, 同比下滑 13.01%, 毛利率 26.93%, 同比提高 3.81 个百分点; 智能电表营业收入 15.28 亿元, 同比下滑 4.44%, 毛利率 24.06%, 同比降低 3.5 个百分点; 智能中压供用电设备营业收入 13.39 亿元, 同比下降 5.47%, 毛利率 23.67%, 同比提高 3.34 个百分点。公司的智能变配电系统和智能中压供用电设备收入降低主要受交付节奏影响, 而智能电表收入降低受中标价格降低影响。公司上半年合同负债 25.86 亿元, 较年初增加 50.96%, 体现后续收入兑现潜力。
- **公司直流输电系统业务表现亮眼, 中长期市场空间广阔。**公司是目前国际领先的具备特高压直流输电、柔性直流输电设备成套能力和整体解决方案能力的企业, 形成了由±1100 千伏及以下特高压直流输电、±800 千伏及以下柔性直流输电、直流输电检修和实验服务等构成的特高压业务体系。2025 年上半年, 公司直流输电系统业务营业收入主要受宁夏-湖南、哈密-重庆特高压项目收入确认影响, 实现营业收入 4.60 亿元, 同比增长 211.71%, 毛利率 40.76%, 同比降低 10.74 个百分点。后续仍未确认收入的重点项目包括灵宝改

造、阳江青州、巴西、沙特、广州棠下、甘肃-浙江等直流输电项目。根据此前国家电网和南方电网公布的计划，2025 年全年两大电网公司合计计划总投资将超 8250 亿元，主要用于特高压交直流工程及骨干电网建设、超大特大城市城中村供电问题治理、电网数字化智能化升级等方面。这给相关电力设备供应商带来较好发展机遇。中期来看随着以风、光为主的新能源装机规模持续高速增长，对电力系统的平稳运行和大范围资源配置能力提出更高要求。特高压线路输电成为跨区域能源资源配置、支撑新能源大规模开发利用的关键基础设施。2025 年上半年，长沙主变扩建、藏东南至粤港澳、蒙西至京津冀 3 项特高压工程获核准。下半年及十五五我国特高压线路将持续建设，打开相关设备广阔市场空间。

- **国际收入高增，海外市场拓展取得积极效果。**2025 年上半年，公司国际业务实现营业收入 2.55 亿元，同比增长 72.68%，毛利率 25.29%，同比提高 3.82 个百分点。公司的国际业务收入高增主要受过去两年获取的订单确认影响，其中电表产品占比超过五成。公司的移动变电站、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，产品国际竞争力不断提升。在全球能源转型，新能源汽车、数据中心快速发展，输变电设施有望持续完善的背景下，海外电力设备市场将面临较好的增长需求。公司未来将落实“一带一路”战略，产品以电表、开关柜、变压器、充电桩等产品为主，持续拓展南美、中东、东南亚、非洲、欧洲等市场，有望持续扩大海外业务规模。
- **投资建议：**预计公司 2025、2026、2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 13.17 亿元、15.25 亿元和 17.46 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 1.29 元、1.50 元和 1.71 元。按照 9 月 3 日 22.41 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 17.33、14.97 和 13.08 倍。公司作为国内电力设备领先央企，在输配电领域行业地位稳固，且持续受益于特高压线路建设以及海外市场拓展。目前公司估值水平较低，首次覆盖，给与公司“增持”投资评级。

风险提示：电网投资力度下降；特高压线路建设不及预期；竞争加剧，盈利能力下降风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	170.61	170.89	164.79	191.30	219.57
增长比率 (%)	13.51	0.17	-3.57	16.09	14.77
净利润 (亿元)	10.05	11.17	13.17	15.25	17.46
增长比率 (%)	28.03	11.09	17.93	15.77	14.48
每股收益 (元)	0.99	1.10	1.29	1.50	1.71
市盈率 (倍)	22.71	20.44	17.33	14.97	13.08

资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：我国电网工程投资和同比增长



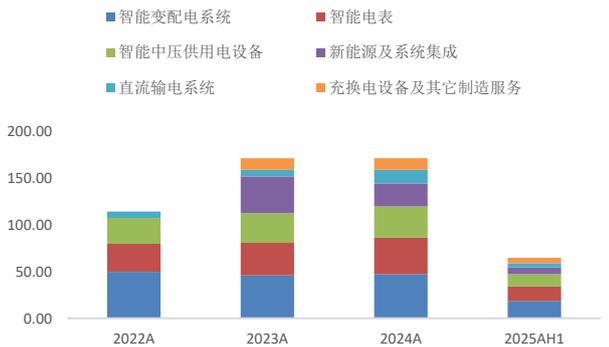
资料来源：中电联，中原证券研究所

图 2：我国电源工程投资和同比增长



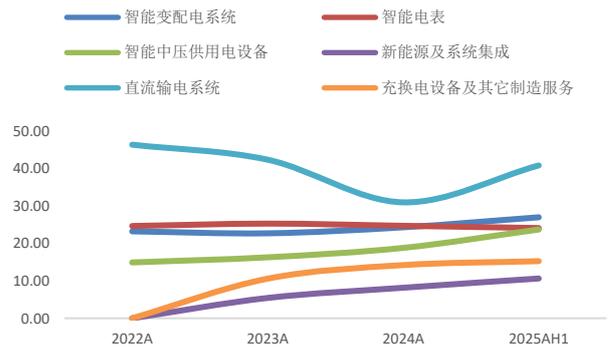
资料来源：中电联，中原证券研究所

图 3：公司主营业务构成（亿元）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司主营业务毛利率走势（%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司单季度营业收入和同比增长



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司单季度归母净利润和同比增长



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	178.29	205.91	217.45	244.00	271.93
现金	50.16	55.55	63.59	67.80	71.80
应收票据及应收账款	74.66	90.29	83.18	95.31	108.33
其他应收款	6.18	6.41	6.18	7.17	8.23
预付账款	4.31	9.37	14.42	16.78	19.29
存货	27.08	26.44	29.11	33.46	38.11
其他流动资产	15.90	17.85	20.96	23.48	26.16
非流动资产	40.74	46.73	48.30	48.74	49.42
长期投资	3.31	3.40	3.40	3.40	3.40
固定资产	17.61	17.67	18.48	18.98	19.43
无形资产	7.96	7.43	7.43	7.43	7.43
其他非流动资产	11.85	18.25	19.00	18.93	19.17
资产总计	219.03	252.65	265.74	292.73	321.36
流动负债	98.57	124.09	126.91	142.77	158.72
短期借款	0.00	0.78	0.78	0.78	0.78
应付票据及应付账款	78.15	97.32	91.97	102.96	113.72
其他流动负债	20.42	25.98	34.16	39.03	44.22
非流动负债	3.53	4.74	4.50	4.50	4.50
长期借款	0.00	1.53	1.53	1.53	1.53
其他非流动负债	3.53	3.21	2.97	2.97	2.97
负债合计	102.10	128.83	131.42	147.28	163.22
少数股东权益	9.88	10.87	12.92	15.30	18.03
股本	10.19	10.19	10.19	10.19	10.19
资本公积	6.07	6.40	6.55	6.55	6.55
留存收益	91.55	96.97	105.14	113.89	123.85
归属母公司股东权益	107.05	112.95	121.41	130.15	140.11
负债和股东权益	219.03	252.65	265.74	292.73	321.36

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27.48	12.99	17.72	14.30	15.59
净利润	11.86	12.92	15.23	17.63	20.18
折旧摊销	3.25	3.41	2.83	3.06	3.31
财务费用	0.04	0.09	0.09	0.10	0.10
投资损失	-0.55	-0.29	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	12.49	-5.22	-2.63	-8.48	-10.00
其他经营现金流	0.40	2.08	2.19	2.00	2.00
投资活动现金流	-5.39	-3.86	-4.74	-3.50	-4.00
资本支出	-2.10	-3.90	-3.48	-3.50	-4.00
长期投资	-3.30	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.00	0.04	-1.26	0.00	0.00
筹资活动现金流	-8.59	-3.56	-5.94	-7.60	-8.60
短期借款	0.00	0.78	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1.53	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-3.05	0.33	0.15	0.00	0.00
其他筹资现金流	-5.64	-6.20	-6.09	-7.60	-8.60
现金净增加额	13.50	5.57	8.05	4.21	4.00

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	170.61	170.89	164.79	191.30	219.57
营业成本	139.90	135.39	125.41	145.93	167.78
营业税金及附加	0.80	0.84	0.74	0.86	0.99
营业费用	4.92	7.20	7.42	8.61	9.88
管理费用	6.04	5.97	6.59	7.65	8.78
研发费用	8.13	8.81	9.06	10.52	12.08
财务费用	-0.55	-0.55	-0.74	-0.86	-0.92
资产减值损失	-0.17	-0.59	-0.47	-0.50	-0.50
其他收益	1.27	2.41	2.31	2.68	3.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.55	0.29	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	12.17	13.92	16.64	19.27	22.05
营业外收入	0.21	0.28	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.03	0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.35	14.14	16.64	19.27	22.05
所得税	0.49	1.22	1.41	1.64	1.87
净利润	11.86	12.92	15.23	17.63	20.18
少数股东损益	1.81	1.75	2.06	2.38	2.72
归属母公司净利润	10.05	11.17	13.17	15.25	17.46
EBITDA	14.40	16.93	18.74	21.47	24.45
EPS (元)	0.99	1.10	1.29	1.50	1.71

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	13.51	0.17	-3.57	16.09	14.77
营业利润 (%)	11.59	14.34	19.58	15.77	14.48
归属母公司净利润 (%)	28.03	11.09	17.93	15.77	14.48
获利能力					
毛利率 (%)	18.00	20.77	23.90	23.72	23.59
净利率 (%)	5.89	6.54	7.99	7.97	7.95
ROE (%)	9.39	9.89	10.85	11.72	12.46
ROIC (%)	9.10	9.70	10.55	11.30	11.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.61	50.99	49.45	50.31	50.79
净负债比率 (%)	87.31	104.05	97.83	101.25	103.21
流动比率	1.81	1.66	1.71	1.71	1.71
速动比率	1.41	1.26	1.26	1.25	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.72	0.64	0.69	0.72
应收账款周转率	2.50	2.13	1.95	2.20	2.22
应付账款周转率	2.15	1.68	1.46	1.65	1.71
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.99	1.10	1.29	1.50	1.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.70	1.28	1.74	1.40	1.53
每股净资产 (最新摊薄)	10.51	11.09	11.92	12.78	13.75
估值比率					
P/E	22.71	20.44	17.33	14.97	13.08
P/B	2.13	2.02	1.88	1.75	1.63
EV/EBITDA	12.11	13.49	8.99	7.65	6.55

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。