



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	29.02
总股本/流通股本(亿股)	10.19 / 10.12
总市值/流通市值(亿元)	296 / 294
52周内最高/最低价	30.71 / 20.52
资产负债率(%)	51.0%
市盈率	26.34
第一大股东	中国电气装备集团有限公司

研究所

分析师:杨帅波
SAC 登记编号:S1340524070002
Email:yangshuaibo@cnpsec.com

许继电气(000400)

业绩稳健增长，看好“十五五”柔直技术的应用提升

● 投资要点

事件：2025 年 10 月 27 日，公司发布 2025 年三季度报。

2025Q1-3, 公司营收 94.5 亿元，同比-1.4%；归母净利润 9.0 亿元，同比+0.8%；其中 2025Q3 公司营收 30.1 亿元，同环比分别+9.3%/-26.7%，归母净利润 2.7 亿，同环比分别+0.3%/-37.3%。

费用端：持续投入研发，费用率整体有所提升。2025Q1-3，公司毛利率、净利率分别为 22.9%/10.6%，同比分别+1.9pcts/-0.1pct，公司主要费用中，销售费用率（4.3%）、财务费用率（-0.4%）和研发费用率（5.2%）有所上升，管理费用率（3.4%）略微下降，四项费用率总体上升 1.0pct，影响公司的盈利能力。

“十五五”期间柔直技术的应用有望进一步提升。2025 年 11 月 10 日，国家发改委和能源局发布《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》，新能源消纳需要强化电网技术创新，试点试验高比例新能源特高压柔性直流输电、大容量高电压海上柔性直流海缆输电技术以及多端直流孤岛运行技术，公司的换流阀产品有望持续开拓。

● 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 185.8/204.8/225.3 亿元，归母净利润分别为 13.0/15.4/18.0 亿元，对应 PE 分别为 23/19/16 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

电网投资不及预期风险、特高压项目建设不及预期风险、行业竞争加剧风险；需求不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17089	18584	20481	22527
增长率(%)	0.17	8.75	10.21	9.99
EBITDA(百万元)	1693.31	1970.34	2259.70	2572.91
归属母公司净利润(百万元)	1116.93	1299.91	1539.28	1798.57
增长率(%)	11.09	16.38	18.41	16.84
EPS(元/股)	1.10	1.28	1.51	1.77
市盈率(P/E)	26.47	22.74	19.20	16.44
市净率(P/B)	2.62	2.39	2.17	1.96
EV/EBITDA	13.49	12.16	9.84	7.99

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	17089	18584	20481	22527	营业收入	0.2%	8.7%	10.2%	10.0%
营业成本	13539	14671	16084	17600	营业利润	14.3%	17.5%	17.6%	17.4%
税金及附加	84	96	103	114	归属于母公司净利润	11.1%	16.4%	18.4%	16.8%
销售费用	720	743	799	856	获利能力				
管理费用	597	650	717	788	毛利率	20.8%	21.1%	21.5%	21.9%
研发费用	881	948	1045	1149	净利率	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
财务费用	-55	-68	-74	-98	ROE	9.9%	10.5%	11.3%	11.9%
资产减值损失		-32	-32	-32	ROIC	9.7%	10.5%	11.1%	11.6%
营业利润	1392	1636	1923	2258	偿债能力				
营业外收入	28	28	28	28	资产负债率	51.0%	47.3%	47.5%	47.1%
营业外支出	6	5	5	5	流动比率	1.66	1.80	1.84	1.90
利润总额	1414	1659	1946	2281	营运能力				
所得税	122	122	141	171	应收账款周转率	2.13	2.13	2.25	2.24
净利润	1292	1536	1806	2110	存货周转率	5.06	5.28	5.33	5.40
归母净利润	1117	1300	1539	1799	总资产周转率	0.72	0.73	0.75	0.74
每股收益(元)	1.10	1.28	1.51	1.77	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.10	1.28	1.51	1.77
货币资金	5555	5986	7699	9387	每股净资产	11.09	12.14	13.37	14.81
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	9029	8860	9838	10825	PE	26.47	22.74	19.20	16.44
预付款项	937	778	880	996	PB	2.62	2.39	2.17	1.96
存货	2644	2916	3121	3401	现金流量表				
流动资产合计	20591	21336	24504	27814	净利润	1292	1536	1806	2110
固定资产	1767	1764	1732	1674	折旧和摊销	341	380	388	390
在建工程	209	186	171	163	营运资本变动	-522	-999	-125	-408
无形资产	743	617	492	367	其他	188	116	76	72
非流动资产合计	4673	4649	4460	4268	经营活动现金流净额	1299	1032	2144	2163
资产总计	25265	25985	28964	32082	资本开支	-390	-158	-175	-175
短期借款	78	78	78	78	其他	4	-193	41	45
应付票据及应付账款	9732	9198	10394	11473	投资活动现金流净额	-386	-351	-134	-130
其他流动负债	2598	2576	2841	3105	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	12409	11852	13312	14656	债务融资	218	-5	0	0
其他	474	444	444	444	其他	-574	-244	-297	-345
非流动负债合计	474	444	444	444	筹资活动现金流净额	-356	-250	-297	-345
负债合计	12883	12296	13756	15100	现金及现金等价物净增加额	557	431	1713	1688
股本	1019	1019	1019	1019					
资本公积金	640	637	637	637					
未分配利润	9158	10021	11042	12236					
少数股东权益	1087	1323	1589	1900					
其他	479	689	920	1190					
所有者权益合计	12382	13689	15207	16982					
负债和所有者权益总计	25265	25985	28964	32082					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048