

2025 年三季报点评：盈利能力提升，柔性直流设备放量在即

核心观点

公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度业绩同比增长 0.75%，经营质效提升。公司持续优化业务结构，聚焦设备类业务，盈利能力有所提升，2025 年前三季度销售毛利率为 23.88%，同比增加 1.94pct。行业层面，2025 年 1-10 月电网投资完成额为 4824 亿元，同比增长 7.2%。预计 2025 年国家电网建设投资总规模将超过 6500 亿元，延续较高增长；南方电网固定资产投资将超 1750 亿元。数条交直流特高压计划 2025 年开工，2025 年已核准两条直流特高压工程，以及数条背靠背互济工程。公司作为国内特高压换流阀的核心供应商之一，将受益于电网行业需求增长，以及直流项目加速推进。

事件

公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 94.5 亿元，同比略降 1.38%，归母净利润 9.0 亿元，同比增长 0.75%；扣非归母净利润 8.8 亿元，同比增长 1.48%。

简评

2025Q3 业绩企稳，前三季度盈利能力提升

1) 2025 年第三季度实现收入 30.06 亿元，同比增加 9.30%；归母净利润 2.68 亿元，同比增加 0.26%；扣非归母净利润 2.59 亿元，同比增长 2.34%。三季度业绩总体企稳。

2) 2025 年前三季度公司销售毛利率为 23.88%，同比增加 1.94pct；2025Q3 公司销售毛利率为 24.16%，同比略降 0.36pct。预计系公司优化产品结构、逐渐剥离低毛利纯总包类业务、高附加值产品交付、成本控制提升等原因综合所致。

优化业务结构，直流板块交付起量增利

1) 根据公开资料，2025H1 分业务来看：①智能变配电业务收入 18.5 亿元，同比下降 13.0%，毛利率增加 3.8pct。②智能电表 15.3 亿元，同比下降 4.4%；③智能中压供电业务 13.4 亿元，同比下降 5.5%，毛利率增加 3.3pct。

2) 直流业务交付起量增利：2025H1 直流输电收入 4.6 亿元，同比高增 212%，预计得益于直流重点项目设备逐渐交付。

3) 新能源及系统集成收入 7.0 亿元，同比下降 30.4%，毛利率同比增加 4.1pct。由此可见，公司持续优化业务结构，逐渐剥离总包类业务，聚焦于设备类业务。

许继电气(000400.SZ)

维持

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

郑博元

zhengboyuan@csc.com.cn

010-56135176

SAC 编号:S1440524080004

发布日期：2025 年 12 月 01 日

当前股价：25.15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.06/0.84	4.18/4.01	-3.60/-22.48
12 月最高/最低价(元)		29.50/20.52
总股本(万股)		101,862.22
流通 A 股(万股)		101,170.13
总市值(亿元)		256.18
流通市值(亿元)		254.44
近 3 月日均成交量(万)		4379.53
主要股东		
中国电气装备集团有限公司		37.92%

股价表现



相关研究报告

25.09.11	【中信建投电力设备及新能源】许继电气(000400):2025 年中报点评：业绩符合预期，直流业务交付起量增利
25.04.28	【中信建投电力设备及新能源】许继电气(000400):2024 年报及 2025 年一季报点评：业务结构优化，将受益于直流项目需求释放

4) 研发保持高投入：2025 年前三季度研发费用 4.87 亿元，同比增长 9.26%。①电力电子方面，6.5 kV/3000A IGBT 柔直换流阀实现挂网，35MW IGBT 制氢电源实现首台套应用，磁体电源实现技术突破，完成多款储能 PCS 国际版机型研制，完成 320kW 组串式光伏逆变器产品型式试验。②保护自动化产品方面，新能源集控系统通过行业鉴定，整体达到国际领先水平。海上风电监控系统实现首次中标，全国产化直流控保、新原理线路保护、国产铁路广域保护、虚拟电厂运行监控等实现首次应用。③计量与量测产品方面，成功研制全国产化 0.01 级标准电能表，达到国际先进水平。主动防御型低压智能开关系列产品、基于分布式储能的台区电能质量治理等产品实现首台套应用。

两条直流特高压已核准，背靠背项目亦将带来设备增量

1) 国内数条交直流特高压计划 2025 年开工。根据各地电网、政府的工作规划，已提及数条直流特高压计划于 2025 年左右开工，分别为蒙西-京津冀、陕西-河南、藏东南-粤港澳大湾区、巴丹吉林-四川、疆电川渝；青桂直流工程等，并推动多条特高压项目可研规划进度。

2) 2025 年 6 月，国家发改委核准藏东南-粤港澳大湾区±800 千伏特高压直流输电工程；6 月，蒙西-京津冀±800 千伏直流输电工程获得国家发展和改革委员会的核准批复。2025 年 11 月，渝黔、湘粤、湘黔、闽赣、皖鄂等 5 项背靠背工程获国家发展改革委核准批复。

3) 行业景气度较好。2025 年 1-10 月电网投资完成额为 4824 亿元，同比增长 7.2%。预计 2025 年国家电网建设投资总规模将超过 6500 亿元，延续较高增长；南方电网固定资产投资将超 1750 亿元。公司作为国内特高压换流阀的核心供应商之一，国网特高压市场保持领先，公司将受益于电网行业需求的增长，以及直流项目加速推进。

业绩预测

预计公司 2025/2026 年归母净利润为 13.0/16.1 亿元，对应 PE 19.7/15.9x。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,061	17,089	17,206	18,397
YoY(%)	14.4	0.2	0.7	6.9
净利润(百万元)	1,005	1,117	1,303	1,610
YoY(%)	32.4	11.1	16.7	23.5
EPS(摊薄/元)	0.99	1.10	1.28	1.58
P/E(倍)	25.5	22.9	19.7	15.9

资料来源：iFinD，wind，中信建投证券

风险分析

1) 需求方面：国家基建政策变化导致电源投资规模不及预期；电网投资规模不及预期；新能源装机增速下降导致对电力设备需求下降；全社会用电量增速下降等；两网招标进度不及预期；特高压建设推进进度不及预期。

2) 供给方面：铜资源、钢铁等大宗商品价格上涨；电力电子器件供给紧张，国产化进度不及预期。

3) 政策方面：新型电力市场相关支持力度不及预期；电价机制推进进度低于预期；电力现货市场推进进度不及预期；电力峰谷价差不及预期。

4) 国际形势方面：能源危机较快缓解、能源价格较快下跌；国际贸易壁垒加深。

5) 市场方面：竞争格局大幅变动；竞争加剧导致电力设备各环节盈利能力低于预期；运输等费用上涨。

6) 技术方面：技术降本进度低于预期；技术可靠性难以进一步提升。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

郑博元

中信建投证券电力设备及新能源研究员，北京大学理学博士，研究方向为储能、电力设备。

2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资损益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk