

许继电气 (000400)

25 年年报&26 年一季报点评: 降价订单有所影响业绩, 特高压放量弹性可期

买入 (维持)

2026 年 04 月 13 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	17,089	14,992	17,607	20,004	20,966
同比 (%)	0.17	(12.27)	17.45	13.61	4.81
归母净利润 (百万元)	1,117	1,167	1,453	1,821	2,006
同比 (%)	11.09	4.50	24.46	25.34	10.18
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.10	1.15	1.43	1.79	1.97
P/E (现价&最新摊薄)	23.40	22.39	17.99	14.35	13.03

投资要点

- **事件:** 公司发布 25 年年报及 26 年一季报, 公司 25 年营收 149.9 亿元, 同比-12.3%, 归母净利润 11.7 亿元, 同比+4.5%, 25Q4/26Q1 实现营收 55.4/23.8 亿元, 同比-26.2%/+1.3%, 归母净利润分别为 2.7/1.1 亿元, 同比+19.6%/-46.5%; 25 年毛利率 23.4%, 同比+2.6pct, 归母净利率 7.8%, 同比+1.2pct, 25Q4/26Q1 毛利率 23.3%/19.0%, 同比-0.4/-4.5pct, 归母净利率 12.5%/4.7%, 同比-0.6/-4.2pct。调结构+降价订单交付, 25Q4 及 26Q1 收入和业绩承压。
- **电表+配电降价短期拖累毛利率, 收入端有望恢复稳健增长。** 25 年公司变配电/电表/中压供电/新能源/充换电/直流输电板块营收同比分别为 -13%/+2%/-6%/-42%/+8%/-29%, 毛利率同比分别为 +5.26/-3.50/+3.30/+5.66/+2.88/+1.79pct, 除电表的业务板块通过主动降本+收入结构优化提升毛利率。25 年国网一、二批电表招标以及配电一批集采价格均有大幅压降, 拖累 26Q1 综合毛利率。我们预计降价电表订单将于 26Q2 交付, 一二次融合产品将于 26Q1 基本完成交付, 随着新版智能电表+配电集采价格修复+高毛利特高压订单交付+持续优化降本, 我们预计公司 26Q3 盈利能力将显著改善, 叠加新能源总包业务已剥离完成, 26 年收入端有望恢复稳健增长。
- **特高压柔直项目进入全面放量阶段, 布局 SST 加速落地应用。** 我们预计 26 年初公司在手特高压订单约 50 亿元, 26 年甘浙、蒙下背靠背等项目预计陆续在 26H2 交付, 直流输电板块收入 26 年有望超 24 亿元, 毛利率较高的换流阀产品占比高, 有望大幅拉动综合毛利率提升。公司电力电子业务基础深厚, PCS+高压 SVG 产品成熟, 26 年着重发力构网型产品的推广, 布局 SST 并有望率先于超充站、电网柔性配电网、数据中心等下游推广应用, 结合公司在微电网控制、虚拟电厂平台技术, 打造公司系统解决方案的市场竞争力。
- **期间费用率有所上升, 在手订单充沛。** 公司 25 年/26Q1 期间费用 9.3/3.2 亿元, 同比-11.9%/+2.8%, 费用率上升主要系调结构带来的营收端下降所致, 费用总额管控良好。26Q1 末合同负债 25.8 亿元, 同比+19%, 存货 39.0 亿元, 较年初+31%, 在手订单充沛。25 年末经营性现金净流入 26.7 亿元, 同比+106%, 大幅高于归母净利润, 盈利质量高。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到降价订单影响, 我们下修公司 26-27 年归母净利润预测分别为 14.5/18.2 亿元 (此前预测 17.1/21.3 亿元), 新增 28 年归母净利润预测 20.1 亿元, 同比+24%/25%/10%, 现价对应 PE 分别为 18x/14x/13x, 考虑到公司特高压项目的高增量, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 特高压建设不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.66
一年最低/最高价	20.20/34.65
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	25,960.25
总市值(百万元)	26,137.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.05
资产负债率(% ,LF)	47.59
总股本(百万股)	1,018.62
流通 A 股(百万股)	1,011.70

相关研究

- 《许继电气(000400): 2025 三季报点评: 特高压柔直输电需求旺盛, 核聚变电源龙头蓄势待发》
2025-10-28
- 《许继电气(000400): 2025 年中报点评: 业绩整体符合市场预期, 盈利能力显著改善》
2025-08-22

许继电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	21,309	20,138	27,076	26,177	营业总收入	14,992	17,607	20,004	20,966
货币资金及交易性金融资产	7,527	10,974	14,491	17,788	营业成本(含金融类)	11,490	13,343	15,006	15,720
经营性应收款项	8,659	5,780	7,380	5,175	税金及附加	79	88	100	105
存货	3,453	1,716	3,913	1,297	销售费用	770	880	1,000	1,048
合同资产	876	423	500	524	管理费用	605	687	760	776
其他流动资产	794	1,246	792	1,393	研发费用	781	898	1,010	1,048
非流动资产	4,942	4,931	4,891	4,846	财务费用	(54)	(125)	(185)	(247)
长期股权投资	348	348	348	348	加:其他收益	170	0	0	0
固定资产及使用权资产	2,099	2,032	1,955	1,870	投资净收益	(1)	2	2	21
在建工程	122	178	206	229	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	748	748	756	773	减值损失	(27)	(56)	(60)	(50)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	7	6	5	4	营业利润	1,466	1,783	2,254	2,487
其他非流动资产	1,618	1,619	1,620	1,621	营业外净收支	15	15	15	15
资产总计	26,251	25,069	31,966	31,023	利润总额	1,480	1,798	2,269	2,502
流动负债	12,291	9,472	14,318	11,115	减:所得税	169	166	223	247
短期借款及一年内到期的非流动负债	121	121	121	121	净利润	1,312	1,632	2,046	2,254
经营性应付款项	9,208	7,026	11,232	7,894	减:少数股东损益	145	180	225	248
合同负债	2,242	1,735	2,251	2,515	归属母公司净利润	1,167	1,453	1,821	2,006
其他流动负债	721	591	714	585	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.15	1.43	1.79	1.97
非流动负债	580	585	590	595	EBIT	1,459	1,752	2,167	2,309
长期借款	275	275	275	275	EBITDA	1,803	2,127	2,557	2,715
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.36	24.22	24.98	25.02
租赁负债	35	40	45	50	归母净利率(%)	7.79	8.25	9.10	9.57
其他非流动负债	270	270	270	270	收入增长率(%)	(12.27)	17.45	13.61	4.81
负债合计	12,871	10,057	14,908	11,710	归母净利润增长率(%)	4.50	24.46	25.34	10.18
归属母公司股东权益	12,151	13,603	15,424	17,431					
少数股东权益	1,230	1,409	1,634	1,882					
所有者权益合计	13,380	15,012	17,058	19,313					
负债和股东权益	26,251	25,069	31,966	31,023					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,670	3,792	3,852	3,624	每股净资产(元)	11.93	13.35	15.14	17.11
投资活动现金流	(250)	(343)	(333)	(325)	最新发行在外股份(百万股)	1,019	1,019	1,019	1,019
筹资活动现金流	(451)	(2)	(2)	(2)	ROIC(%)	9.74	10.87	11.86	11.17
现金净增加额	1,970	3,447	3,517	3,297	ROE-摊薄(%)	9.61	10.68	11.81	11.51
折旧和摊销	344	375	391	406	资产负债率(%)	49.03	40.12	46.64	37.75
资本开支	(247)	(345)	(335)	(346)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.39	17.99	14.35	13.03
营运资本变动	928	1,739	1,366	943	P/B(现价)	2.15	1.92	1.69	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>