

## 公司研究

## 26Q1 盈利能力承压，期待特高压订单交付放量

——许继电气（000400.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 25 年年报，25 年实现营收 149.92 亿元，同比减少 12.27%；归母净利润 11.67 亿元，同比增长 4.50%；毛利率同比上升 2.59pct 至 23.36%。公司同时发布 26 年一季报，26Q1 实现营收 23.78 亿元，同比增长 1.26%；归母净利润 1.11 亿元，同比减少 46.50%；毛利率同比下降 4.46pct 至 19.01%。

**直流输电系统业务 25 年收入承压，看好特高压订单 26 年交付放量。**25 年公司直流输电系统营收同比减少 29.47%至 10.18 亿元，预计主要受国内特高压项目建设周期影响，毛利率同比上升 1.79pct 至 32.71%。公司持续获取特高压订单，此前中标国网 25 年特高压第四次设备招标采购项目的直流输电相关产品金额合计 15.18 亿元，包括换流阀、直流控制保护系统、测量装置。我国特高压建设正处于密集推进阶段，看好公司直流输电系统业务 26 年放量高增。

**电网投资力度加大有望推动公司各项业务加速发展。**25 年公司智能变配电系统营收同比-12.84%至 41.07 亿元，毛利率同比+5.26pct 至 29.52%；智能电表营收同比+2.05%至 39.46 亿元，毛利率同比-3.50pct 至 21.16%，预计主要受电表价格下降影响；智能中压供用电设备营收同比-6.01%至 31.50 亿元，毛利率同比+3.30pct 至 22.07%；**新能源及系统集成营收同比-42.34%至 14.21 亿元**，毛利率同比+5.66pct 至 13.80%，预计主要受益于业务结构改善；**充换电设备及其它制造服务营收同比+7.88%至 13.51 亿元**，毛利率同比+2.88pct 至 17.06%。25 年我国电网工程投资完成额同比增长 5.1%至 6395 亿元；国家电网预计“十五五”固定资产投资达到 4 万亿元，较“十四五”期间投资增长 40%，年均复合增速有望达 7%；我国电网投资力度加大有望推动公司各项业务加速发展。

**积极拓展国际市场，国际业务持续突破。**在国际市场方面，25 年公司环网柜、直流测量设备等产品在沙特、西班牙、巴西等多国获新签订单，电表实现南美、非洲等市场持续供货，电力电源产品在阿塞拜疆、希腊等地实现首次供货，产品国际竞争力不断提升。25 年公司**国际业务营收同比+73.37%至 5.37 亿元**，毛利率同比+5.46pct 至 26.91%。

**维持“买入”评级。**考虑到国网配电集采、电表价格下降或将影响公司盈利能力，我们下调 26/27 年并引入 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润分别为 13.72/16.88/20.04 亿元（下调 21%/下调 16%/新增），对应 EPS 分别为 1.35/1.66/1.97 元，当前股价对应 26-28 年 PE 分别为 19/16/13 倍。公司直流业务有望受益于特高压建设提速，同时国际业务持续取得突破，看好公司长远发展，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**电网建设不及预期；竞争加剧风险；原材料价格波动剧风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17,089	14,992	17,034	19,246	21,292
营业收入增长率	0.17%	-12.27%	13.62%	12.99%	10.63%
归母净利润（百万元）	1,117	1,167	1,372	1,688	2,004
归母净利润增长率	11.09%	4.50%	17.51%	23.09%	18.68%
EPS（元）	1.10	1.15	1.35	1.66	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.89%	9.61%	10.51%	11.88%	12.87%
P/E	24	23	19	16	13
P/B	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-15

## 买入（维持）

当前价：26.24 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：邓怡亮

执业证书编号：S0930525070003

021-52523802

dengyiliang@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	10.19
总市值(亿元):	267.29
一年最低/最高(元):	19.89/34.65
近 3 月换手率:	257.86%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.97	-9.91	-7.28
绝对	-12.68	-10.90	16.91

资料来源：Wind

## 相关研报

直流业务实现高增，持续突破国际市场——许继电气（000400.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-22）

24 年计提减值拖累业绩，盈利能力改善明显——许继电气（000400.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-04-16）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,089	14,992	17,034	19,246	21,292
营业成本	13,539	11,490	13,054	14,681	16,174
折旧和摊销	317	318	353	373	394
税金及附加	84	79	89	115	128
销售费用	720	770	815	882	944
管理费用	597	605	670	738	795
研发费用	881	781	888	1,003	1,109
财务费用	-55	-54	-55	-63	-72
投资收益	29	-1	20	20	20
营业利润	1,392	1,466	1,675	2,027	2,377
利润总额	1,414	1,480	1,685	2,037	2,387
所得税	122	169	168	204	239
净利润	1,292	1,312	1,516	1,833	2,148
少数股东损益	175	145	145	145	145
归属母公司净利润	1,117	1,167	1,372	1,688	2,004
EPS(元)	1.10	1.15	1.35	1.66	1.97

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,299	2,670	1,699	1,814	2,115
净利润	1,117	1,167	1,372	1,688	2,004
折旧摊销	317	318	353	373	394
净营运资金增加	-432	-1,686	1,507	840	826
其他	297	2,871	-1,533	-1,087	-1,108
投资活动产生现金流	-386	-250	-258	-380	-380
净资本支出	-390	-247	-278	-400	-400
长期投资变化	340	348	0	0	0
其他资产变化	-335	-351	20	20	20
融资活动现金流	-356	-451	-442	-455	-568
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	275	67	-30	12	2
无息负债变化	2,398	-78	490	1,238	1,137
净现金流	557	1,970	999	979	1,168

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	20.8%	23.4%	23.4%	23.7%	24.0%
EBITDA 率	11.0%	12.3%	12.1%	12.6%	13.0%
EBIT 率	9.2%	10.2%	10.0%	10.6%	11.2%
税前净利润率	8.3%	9.9%	9.9%	10.6%	11.2%
归母净利润率	6.5%	7.8%	8.1%	8.8%	9.4%
ROA	5.1%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
ROE (摊薄)	9.9%	9.6%	10.5%	11.9%	12.9%
经营性 ROIC	14.3%	15.7%	15.4%	16.9%	18.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	51%	49%	48%	48%	48%
流动比率	1.66	1.73	1.80	1.82	1.86
速动比率	1.45	1.45	1.49	1.50	1.53
归母权益/有息债务	34.30	30.68	35.67	37.57	40.97
有形资产/有息债务	73.37	63.47	73.19	77.51	84.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	25,265	26,251	27,760	30,312	32,957
货币资金	5,555	7,527	8,526	9,505	10,673
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8,794	7,100	8,067	8,942	9,797
应收票据	235	41	46	52	58
其他应收款 (合计)	641	211	240	272	300
存货	2,644	3,453	3,930	4,426	4,881
其他流动资产	830	1,110	1,110	1,121	1,131
流动资产合计	20,591	21,309	22,939	25,464	28,103
其他权益工具	1	5	5	5	5
长期股权投资	340	348	348	348	348
固定资产	1,767	2,036	2,052	2,057	2,046
在建工程	209	122	136	143	147
无形资产	743	748	769	787	803
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,088	1,176	1,176	1,176	1,176
非流动资产合计	4,673	4,942	4,821	4,848	4,855
总负债	12,883	12,871	13,331	14,581	15,719
短期借款	78	0	0	0	0
应付账款	8,830	8,271	8,613	9,687	10,671
应付票据	903	937	1,065	1,198	1,319
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	287	278	278	278	278
流动负债合计	12,409	12,291	12,751	14,001	15,139
长期借款	153	275	275	275	275
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	175	193	193	193	193
非流动负债合计	474	580	580	580	580
股东权益	12,382	13,380	14,429	15,731	17,238
股本	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019
公积金	1,179	1,202	1,202	1,202	1,202
未分配利润	9,158	9,930	10,834	11,992	13,354
归属母公司权益	11,295	12,151	13,055	14,212	15,575
少数股东权益	1,087	1,230	1,374	1,519	1,663

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.22%	5.13%	4.78%	4.58%	4.43%
管理费用率	3.49%	4.03%	3.93%	3.83%	3.73%
财务费用率	-0.32%	-0.36%	-0.33%	-0.33%	-0.34%
研发费用率	5.15%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%
所得税率	9%	11%	10%	10%	10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.42	0.46	0.52	0.63	0.74
每股经营现金流	1.27	2.62	1.67	1.78	2.08
每股净资产	11.09	11.93	12.82	13.95	15.29
每股销售收入	16.77	14.72	16.72	18.89	20.90

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	24	23	19	16	13
PB	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.6	13.7	12.1	10.3	8.8
股息率	1.6%	1.7%	2.0%	2.4%	2.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼