

公司研究 | 点评报告 | 许继电气 (000400.SZ)

部分产品降价影响 2026Q1 表现，直流输电、海外、降本增效持续支撑业绩增长

报告要点

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年，公司全年营业收入 149.9 亿元，同比-12.3%；归母净利润 11.7 亿元，同比+4.5%；扣非净利润 11.2 亿元，同比+5.6%。单季度看，公司 2025Q4 营业收入 55.4 亿元，同比-26.2%，环比+84.2%；归母净利润 2.7 亿元，同比+19.6%，环比-0.7%；扣非净利润 2.4 亿元，同比+23.8%，环比-5.6%。2026Q1，公司营业收入 23.8 亿元，同比+1.3%，环比-57.1%；归母净利润 1.1 亿元，同比-46.5%，环比-58.2%；扣非净利润 1.1 亿元，同比-47.3%，环比-56.1%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BVD284



袁澎

SAC: S0490524010001

许继电气 (000400.SZ)

2026-04-17

部分产品降价影响 2026Q1 表现，直流输电、海外、降本增效持续支撑业绩增长

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年，公司全年营业收入 149.9 亿元，同比-12.3%；归母净利润 11.7 亿元，同比+4.5%；扣非净利润 11.2 亿元，同比+5.6%。单季度看，公司 2025Q4 营业收入 55.4 亿元，同比-26.2%，环比+84.2%；归母净利润 2.7 亿元，同比+19.6%，环比-0.7%；扣非净利润 2.4 亿元，同比+23.8%，环比-5.6%。2026Q1，公司营业收入 23.8 亿元，同比+1.3%，环比-57.1%；归母净利润 1.1 亿元，同比-46.5%，环比-58.2%；扣非净利润 1.1 亿元，同比-47.3%，环比-56.1%。

事件评论

- 收入端，分板块看，公司 2025 年全年智能变配电系统收入 41.07 亿元，同比-12.8%；智能电表收入 39.46 亿元，同比+2.0%；智能中压供用电设备收入 31.50 亿元，同比-6.0%；新能源及系统集成收入 14.21 亿元，同比-42.3%；充换电设备及其它制造服务收入 13.51 亿元，同比+7.9%；直流输电系统收入 10.18 亿元，同比-29.5%。其中新能源及系统收入大幅减少，预计主要因公司主动出清历史低毛利率的集成类 EPC 业务；直流输电板块收入减少较多，预计主要因部分大型工程项目交付有所延迟，年内未能完成确认。另外，2025 年公司国外收入 5.37 亿元，同比+73.4%，增长幅度显著。
- 毛利端，公司 2025 年全年毛利率达 23.36%，同比+2.59pct；2025Q4 单季度毛利率达 22.46%，同比+3.18pct，环比-1.70pct。其中，公司 2025 年全年智能变配电系统毛利率达 29.52%，同比+5.26pct，预计主要因高毛利率的业务占比有所提升及内部降本增效；智能电表毛利率达 21.16%，同比-3.50pct，预计主要因交付的产品价格有所下降；智能中压供用电设备毛利率达 22.07%，同比+3.30pct；新能源及系统集成毛利率达 13.80%，同比+5.66pct，预计主要系低毛利的 EPC 业务占比显著降低；充换电设备及其它制造服务毛利率达 17.06%，同比+2.88pct；直流输电系统毛利率达 32.71%，同比+1.79pct。另外，公司 2025 年国外毛利率达 26.91%，同比+5.46pct。整体看，公司持续进行的“三算三比”等全链条降本措施有所成效。2026Q1，公司毛利率达 19.01%，同比-4.46pct，环比-3.45pct，预计主要因电表、国网配网等产品交付价格进一步下行影响，另外高毛利的特高压交付预计也偏少。
- 费用端，公司 2025 年全年四项费用率达 14.02%，同比+1.48pct，预计主要因销售收入规模下降，费用绝对额基本持平。2026Q1 单季度四项费用率达 13.27%，同比+0.20pct。
- 其他方面，公司 2025 年全年经营净现金流达 26.70 亿元，同比+105.6%，经营质量扎实。另外，公司 2025 年末合同负债达 22.42 亿元，环比上季度末+3.0%；2026Q1 末合同负债达 25.79 亿元，环比上季度末+15.0%，支撑后续交付。
- 2026 年起，特高压及柔直项目交付将明显加速，降价因素也将大幅缓解。我们预计公司 2026 年归母净利润可达 14 亿元，对应 PE 约 20.5X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、电网投资方向不及预期；
- 2、直流工程推进不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	28.48
总股本(万股)	101,862
流通A股/B股(万股)	101,170/0
每股净资产(元)	12.05
近12月最高/最低价(元)	34.65/20.20

注：股价为 2026 年 4 月 10 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《收入增速有所提升，电表价格或使毛利率略有承压》2025-11-17
- 《毛利率显著改善，后续重点项目交付支撑增长》2025-09-02
- 《费用提升和减值计提影响盈利，经营具备持续增长支撑》2025-04-27


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、电网投资方向不及预期：许继电气目前业务覆盖范围较广，并且占据一定的市场份额，因此一定程度受到电网在相关领域的投资影响；若未来电网投资不及预期，可能会对公司订单和收入增速产生影响。
- 2、直流工程推进不及预期：公司业绩受到直流工程的影响较大，如果我国直流工程规划体量、建设进度、柔直价格等发生不利变化，则对公司业绩均会造成比较大的影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14992	17658	19719	21896	货币资金	7527	8806	10360	12203
营业成本	11490	13387	14810	16324	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3502	4271	4908	5572	应收账款	7100	8013	8604	9187
%营业收入	23%	24%	25%	25%	存货	3453	3649	3768	3871
营业税金及附加	79	93	103	115	预付账款	897	1004	1111	1224
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2332	2623	2860	3111
销售费用	770	883	966	1051	流动资产合计	21309	24095	26704	29596
%营业收入	5%	5%	5%	5%	长期股权投资	348	348	348	348
管理费用	605	706	779	854	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	2036	2020	1981	1921
研发费用	781	918	1016	1117	无形资产	748	705	656	603
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-54	-64	-77	-93	递延所得税资产	189	193	193	193
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1621	1523	1477	1460
加: 资产减值损失	-87	-70	-70	-70	资产总计	26251	28884	31360	34121
信用减值损失	60	-80	-80	-80	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	8271	9296	10079	10882
投资收益	-1	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1466	1786	2196	2628	应付职工薪酬	38	44	49	54
%营业收入	10%	10%	11%	12%	应交税费	170	200	223	247
营业外收支	15	12	12	12	其他流动负债	3813	4366	4773	5198
利润总额	1480	1798	2208	2640	流动负债合计	12291	13906	15124	16382
%营业收入	10%	10%	11%	12%	长期借款	275	275	275	275
所得税费用	169	207	254	304	应付债券	0	0	0	0
净利润	1312	1592	1954	2336	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1167	1416	1739	2079	其他非流动负债	305	292	292	292
少数股东损益	145	175	215	257	负债合计	12871	14474	15692	16950
EPS (元)	1.15	1.39	1.71	2.04	归属于母公司所有者权益	12151	13006	14048	15295
					少数股东权益	1230	1405	1620	1877
现金流量表 (百万元)					股东权益	13380	14411	15668	17172
	2025A	2026E	2027E	2028E	负债及股东权益	26251	28884	31360	34121
经营活动现金流净额	2670	2099	2550	2974					
取得投资收益收回现金	1	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-9	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-247	-339	-308	-308	每股收益	1.15	1.39	1.71	2.04
其他	4	94	20	20	每股经营现金流	2.62	2.06	2.50	2.92
投资活动现金流净额	-250	-245	-288	-288	市盈率	22.30	20.48	16.68	13.95
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.16	2.23	2.07	1.90
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.59	9.65	7.45	5.79
银行贷款增加(减少)	122	0	0	0	总资产收益率	5.1%	5.8%	6.5%	7.1%
筹资成本	-488	-578	-708	-844	净资产收益率	9.6%	10.9%	12.4%	13.6%
其他	-86	3	0	0	净利率	7.8%	8.0%	8.8%	9.5%
筹资活动现金流净额	-451	-575	-708	-844	资产负债率	49.0%	50.1%	50.0%	49.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1969	1279	1554	1842	总资产周转率	0.58	0.64	0.65	0.67

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。