

# 许继电气 (000400.SZ)

交付节奏+降价影响近期业绩，经营拐点渐行渐近

## 核心观点：

- 公司公布 25 年年报和 26 年一季报：25 年收入 149.92 亿元，同比-12.27%，归母净利润 11.67 亿元，同比+4.50%，毛利率 23.36%，同比+2.58pct，净利率 8.75%，同比+1.19pct。分季度来看，25Q4 收入 55.38 亿元，同比-26.19%，归母净利润 2.66 亿元，同比+19.59%，毛利率 22.46%，净利率 5.66%。26Q1 收入 23.78 亿元，同比+1.26%，归母净利润 1.11 亿元，同比-46.50%，毛利率 19.01%，净利率 5.32%。
- 25 年分业务来看：①智能变配电系统收入 41.07 亿元，同比-12.84%，结合行业变化来看，或受配电履约速度影响，毛利率 29.52%，同比+5.26pct；②智能电表收入 39.46 亿元，同比+2.05%，毛利率 21.16%，同比-3.50pct，主要系中标均价下滑；③智能中压供用电设备收入 31.50 亿元，同比-6.01%，预计同样受履约速度影响，毛利率 22.07%，同比+3.30pct；④直流输电系统收入 10.18 亿元，同比-29.47%，主要系确收项目偏少的阶段性影响，毛利率 32.71%，同比+1.79pct；⑤新能源及系统集成收入 14.21 亿元，同比-42.34%，毛利率 13.80%，同比+5.66pct，公司主动压降工程总包业务；⑥充换电设备及其它收入 13.51 亿元，同比+7.88%，毛利率 17.06%，同比+2.88pct。
- Q1 业绩承压原因：主要系前期低价中标的智能电表和部分配网区域联采产品订单在 Q1 部分确认收入，毛利率同比-4.46pct。
- 后续看点：①“十五五”特高压规划项目加快推进，公司在手订单充沛；②电网加码配电建设，公司配电收入占比高，核心受益。③配网区域联采“短空长多”，头部公司市占率有望提升，25H2 中标价亦有所修复。④布局 HVDC、开展 SST 产品研发，有望受益 AIDC 建设浪潮。
- 盈利预测与投资建议。预计 26-28 年归母净利润 13.85/17.11/19.96 亿元，同比+18.7%/+23.6%/+16.6%。参考可比公司，给予公司 26 年归母净利润 25x PE，对应合理价值 33.99 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。电网投资不及预期；特高压核准不及预期；海外经营风险等。

## 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,089	14,992	17,077	20,142	22,842
增长率 (%)	0.2%	-12.3%	13.9%	18.0%	13.4%
EBITDA	1,849	1,782	1,993	2,444	2,876
归母净利润	1,117	1,167	1,385	1,711	1,996
增长率 (%)	11.1%	4.5%	18.7%	23.6%	16.6%
EPS (元/股)	1.10	1.15	1.36	1.68	1.96
市盈率 (P/E)	25.1	22.4	18.9	15.3	13.1
ROE (%)	9.9%	9.6%	10.4%	11.7%	12.3%
EV/EBITDA	12.3	10.6	8.9	6.7	5.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	25.66 元
合理价值	33.99 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-19

## 相对市场表现



分析师：陈昕  
SAC 执业证号：S0260522080008  
SFC CE No. BWV823  
010-59136699  
gfchenxin@gf.com.cn

## 相关研究：

联系人：彭沈楠 15370823900  
pengshennan@gf.com.cn

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>20,591</b>	<b>21,309</b>	<b>23,679</b>	<b>27,058</b>	<b>30,581</b>
货币资金	5,555	7,527	8,762	9,985	11,164
应收及预付	10,852	8,914	10,415	12,059	13,736
存货	2,644	3,453	2,907	3,211	3,635
其他	1,541	1,415	1,594	1,803	2,046
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,673</b>	<b>4,942</b>	<b>5,211</b>	<b>5,602</b>	<b>6,064</b>
长期股权投资	340	348	366	384	403
固定资产	1,767	2,036	2,020	2,075	2,152
在建工程	209	122	149	160	164
使用权资产	48	63	63	63	63
无形资产	743	748	773	824	899
其他	1,567	1,625	1,840	2,097	2,384
<b>资产总额</b>	<b>25,265</b>	<b>26,251</b>	<b>28,890</b>	<b>32,660</b>	<b>36,645</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>12,409</b>	<b>12,291</b>	<b>13,612</b>	<b>15,740</b>	<b>17,790</b>
短期借款	78	0	0	0	0
应付及预收	11,446	11,450	12,700	14,752	16,718
其他	885	842	912	988	1,072
<b>非流动负债总额</b>	<b>474</b>	<b>580</b>	<b>629</b>	<b>681</b>	<b>739</b>
长期借款	153	275	303	333	366
应付债券	0	0	0	0	0
其他	321	305	326	348	372
<b>负债总额</b>	<b>12,883</b>	<b>12,871</b>	<b>14,241</b>	<b>16,421</b>	<b>18,529</b>
股本	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019
其他	10,276	11,132	12,247	13,625	15,230
归母权益合计	11,295	12,151	13,266	14,643	16,249
少数股东权益	1,087	1,230	1,383	1,595	1,867
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,265</b>	<b>26,251</b>	<b>28,890</b>	<b>32,660</b>	<b>36,645</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>17,089</b>	<b>14,992</b>	<b>17,077</b>	<b>20,142</b>	<b>22,842</b>
营业成本	13,539	11,490	13,082	15,412	17,446
营业税金及附加	84	79	85	101	114
销售费用	720	770	846	889	933
管理费用	597	605	635	667	700
研发费用	881	781	907	1,090	1,259
财务费用	-55	-54	-59	-69	-79
资产信用减值损失	-201	-27	-55	-103	-121
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	29	-1	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>1,392</b>	<b>1,466</b>	<b>1,730</b>	<b>2,192</b>	<b>2,620</b>
营业外收支	22	15	18	18	17
利润总额	1,414	1,480	1,749	2,210	2,637
所得税费用	122	169	210	287	369
<b>合并净利润</b>	<b>1,292</b>	<b>1,312</b>	<b>1,539</b>	<b>1,923</b>	<b>2,268</b>
少数股东损益	175	145	154	211	272
<b>归母净利润</b>	<b>1,117</b>	<b>1,167</b>	<b>1,385</b>	<b>1,711</b>	<b>1,996</b>
EPS (元/股)	1.10	1.15	1.36	1.68	1.96

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,299</b>	<b>2,670</b>	<b>1,994</b>	<b>2,117</b>	<b>2,193</b>
合并净利润	1,292	1,312	1,539	1,923	2,268
折旧摊销	341	344	277	231	226
营运资金变动	-573	891	142	-119	-400
其他	0	0	-11	-11	-12
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-386</b>	<b>-250</b>	<b>-482</b>	<b>-614</b>	<b>-683</b>
资本性开支	-390	-247	-341	-387	-420
投资	0	-5	-23	-27	-31
其他	4	1	-117	-200	-232
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-356</b>	<b>-451</b>	<b>-221</b>	<b>-280</b>	<b>-332</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	218	62	51	56	61
股利分配与偿付利息	-571	-488	-288	-355	-413
其他	-3	-26	17	18	20
<b>现金净增加额</b>	<b>557</b>	<b>1,970</b>	<b>1,292</b>	<b>1,223</b>	<b>1,179</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,944</b>	<b>5,501</b>	<b>7,471</b>	<b>8,762</b>	<b>9,985</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>5,501</b>	<b>7,471</b>	<b>8,762</b>	<b>9,985</b>	<b>11,164</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	0.2%	-12.3%	13.9%	18.0%	13.4%
营业利润增长率	14.3%	5.3%	18.1%	26.7%	19.5%
归母净利润增长率	11.1%	4.5%	18.7%	23.6%	16.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.8%	23.4%	23.4%	23.5%	23.6%
净利率	7.6%	8.8%	9.0%	9.5%	9.9%
ROE	9.9%	9.6%	10.4%	11.7%	12.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.0%	49.0%	49.3%	50.3%	50.6%
有息负债率	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
利息保障倍数	175.7	123.0	152.9	179.3	195.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.1	1.9	2.1	2.1	2.1
存货周转率	5.1	3.3	4.5	4.8	4.8
应付账款周转率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4
<b>每股指标</b>					
每股收益	1.10	1.15	1.36	1.68	1.96
每股净资产	11.09	11.93	13.02	14.38	15.95
每股经营现金流	1.27	2.62	1.96	2.08	2.15
<b>估值比率</b>					
PE	25.1	22.4	18.9	15.3	13.1
PB	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.3	10.6	8.9	6.7	5.3

## 广发新能源和电力设备研究小组

- 陈昕：联席首席分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 黄华栋：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2026年加入广发证券，曾任职于浙商证券股份有限公司、上海申银万国证券研究所有限公司，6年证券行业研究经验。
- 李天帅：资深分析师，硕士，毕业于哈尔滨工业大学、香港大学，曾任职于中银国际证券、德邦证券，3年证券行业研究经验。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 黄思悦：高级分析师，毕业于北京大学、中山大学，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 彭沈楠：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2026年加入广发证券，曾任职于浙商证券，2年证券行业研究经验。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。