

分析师: 唐俊男
登记编码: S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

订单交付节奏放缓以及业务结构调整拖累业绩表现, 关注特高压项目建设进度

——许继电气(000400)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

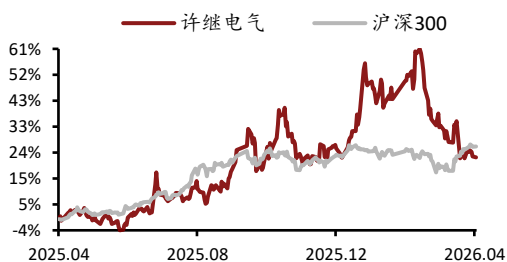
市场数据(2026-04-27)

收盘价(元)	25.74
一年内最高/最低(元)	34.65/20.20
沪深 300 指数	4,770.95
市净率(倍)	2.14
流通市值(亿元)	260.41

基础数据(2026-03-31)

每股净资产(元)	12.05
每股经营现金流(元)	-0.19
毛利率(%)	19.01
净资产收益率_摊薄(%)	0.90
资产负债率(%)	47.59
总股本/流通股(万股)	101,862.22/101,170.13
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《许继电气(000400)中报点评: 直流输电和国际业务快速发展, 毛利率显著改善》
2025-09-04

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2026 年 04 月 28 日

事件:

2025 年公司实现营业收入 149.92 亿元, 同比下降 12.27%; 归母净利润 11.67 亿元, 同比增长 4.50%; 扣非归母净利润 11.22 亿元, 同比增长 5.64%; 经营性现金流净额 26.70 亿元, 同比大幅增长 105.59%。

2026 年第一季度, 公司实现营业总收入 23.78, 同比增长 1.26%; 归属于上市公司股东的净利润 1.11 亿元, 同比下滑 46.50%。

点评:

- **营收增长低于预期, 业务结构优化提升公司盈利能力。**2025 年公司营业收入同比下降主要系公司主动调整业务结构, 压降低毛利的新能源及系统集成业务以及智能变配电、直流输电、智能中压业务订单交付节奏放缓所致。尽管公司营业收入有所下滑, 但公司盈利能力显著增强。公司综合销售毛利率 23.36%, 同比提升 2.59 个百分点。除智能电表以外, 公司其他业务板块毛利率均实现同比提升。2026Q1, 公司营收 23.78 亿元, 同比微增 1.26%, 归母净利润 1.11 亿元, 同比下滑 46.50%。公司第一季度净利润明显下滑主要由于前期电网集采的低价智能电表和部分配网产品订单以及低毛利率的改造类特高压项目确认收入, 导致销售毛利率下降。
- **直流输电在手订单饱满, 2026 年有望迎来交付大年。**公司是国内特高压直流输电领域的领军企业, 具备换流阀、直流控保等核心设备供应能力。2025 年, 受项目交付节奏和高基数影响, 直流输电板块营业收入为 10.18 亿元, 同比下降 29.47%, 毛利率同比提升 1.79 个百分点至 32.71%。公司 2025 年、2026 年一季度确认收入的特高压大项目主要有宁夏-湖南、哈密-重庆、阳江-青洲、青藏项目以及灵宝等部分改造项目。公司直流业务在手特高压项目订单充裕, 直流输电板块大项目主要有藏粤直流、甘肃-浙江、蒙西-京津冀、广州棠下、阳江-青洲、沙特、巴西、浙江海风等项目, 将有力支撑公司全年业绩增长。“十五五”期间电网投资有望大幅增长, 特高压作为跨区送电的关键技术, 建设有望提速, 为公司提供持续增长动力。
- **各业务板块表现分化, 电表业务短期盈利承压。**智能变配电系统和智能中压供用电设备收入分别达 41.07 亿元和 31.50 亿元, 分别同比下滑 12.84% 和 6.01%, 主要受交付节奏影响, 但受益于产品结构优化, 毛利率分别提升了 5.26 和 3.30 个百分点。智能电表业务收入 39.46 亿元, 同比增长 2.05%, 但受中标价格下降影响, 毛利率下滑 3.50 个百分点。新能源及系统集成业务在剥离低毛利 EPC 业务后, 收入降至 14.21 亿元, 毛利率大幅提升 5.66 个百分点。

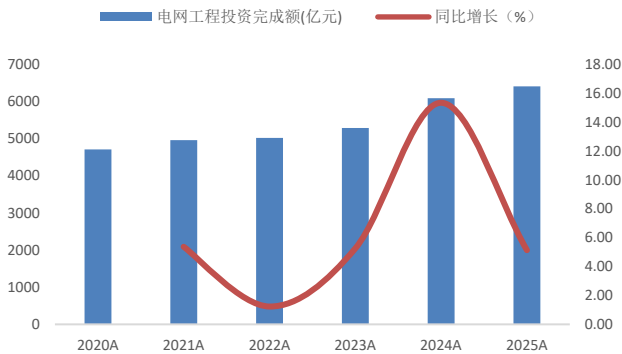
- **国际业务高速增长，海外市场拓展成效显著。**2025 年公司国际业务实现营业收入 5.37 亿元，同比增长 73.37%，毛利率提升 5.46 个百分点至 26.91%。公司环网柜、直流测量设备等产品成功进入沙特、西班牙、巴西等市场，电能表在南美、非洲市场持续供货。在全球能源转型和“一带一路”战略背景下，海外电力设备需求旺盛，公司有望凭借其产品和技术优势，持续扩大海外市场份额。
- **投资建议：**预计公司 2026、2027、2028 年归属于上市公司股东的净利润分别为 13.69 亿元、15.86 亿元和 17.69 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 1.34 元、1.56 元和 1.74 元。按照 4 月 27 日 25.74 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 19.16、16.53 和 14.82 倍。公司作为国内电力设备龙头企业，业务结构调整成效显著，盈利能力稳步提升。直流输电业务在手订单饱满，将成为业绩增长的核心驱动力，海外业务拓展打开成长空间。维持公司“增持”投资评级。

风险提示：电网投资力度下降；特高压线路建设不及预期；竞争加剧，盈利能力下降风险。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	170.89	149.92	171.94	191.70	213.23
增长比率(%)	0.17	-12.27	14.69	11.49	11.23
净利润(亿元)	11.17	11.67	13.69	15.86	17.69
增长比率(%)	11.09	4.50	17.25	15.87	11.58
每股收益(元)	1.10	1.15	1.34	1.56	1.74
市盈率(倍)	23.47	22.46	19.16	16.53	14.82

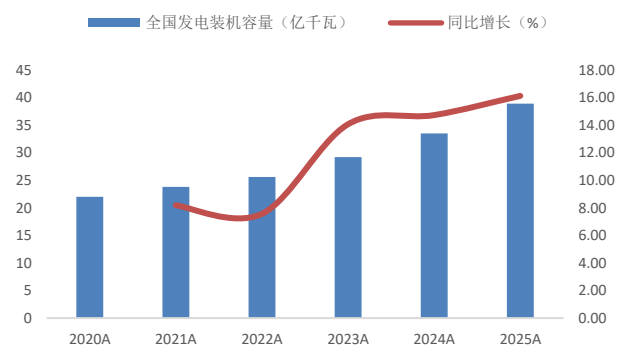
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：我国电网工程投资和同比增长



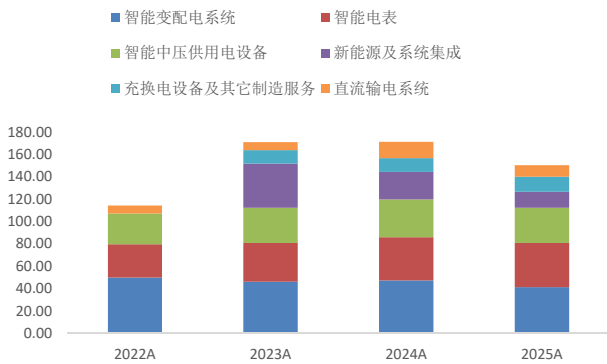
资料来源：中电联，中原证券研究所

图 2：全国发电装机容量和同比增长



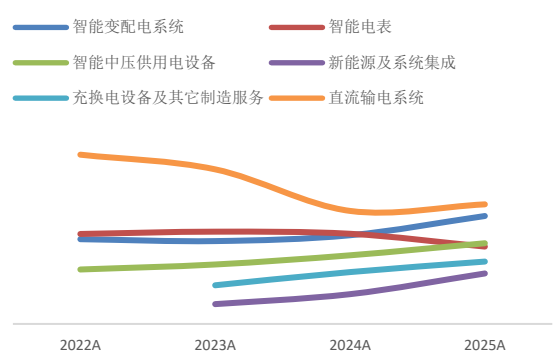
资料来源：中电联，中原证券研究所

图 3：公司主营业务构成（亿元）



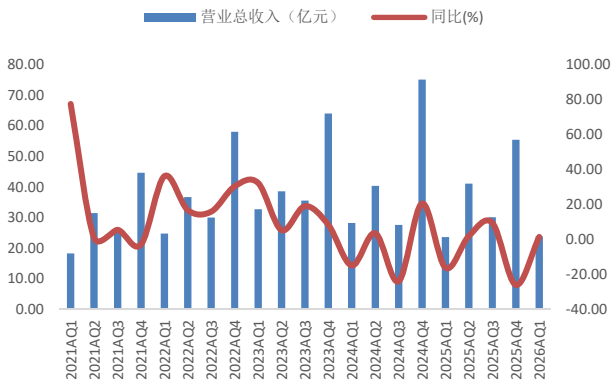
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司主营业务毛利率走势（%）



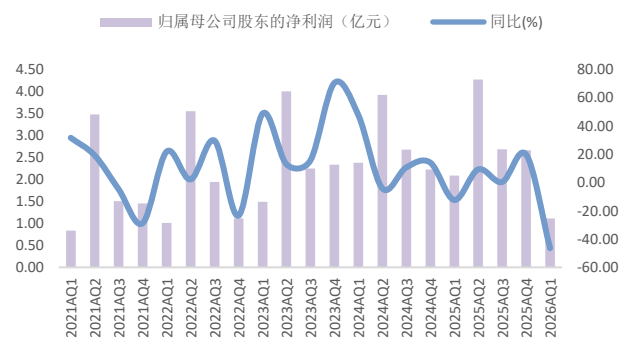
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司单季度营业收入和同比增长



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司单季度归母净利润和同比增长



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (亿元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	205.91	213.09	232.45	258.32	287.86
现金	55.55	75.27	84.19	95.53	108.98
应收票据及应收账款	90.29	71.41	78.28	86.39	95.32
其他应收款	6.41	2.11	2.39	2.66	2.96
预付账款	9.37	8.97	10.13	11.25	12.49
存货	26.44	34.53	35.21	38.36	41.93
其他流动资产	17.85	20.80	22.25	24.12	26.17
非流动资产	46.73	49.42	50.56	52.00	53.34
长期投资	3.40	3.48	3.48	3.48	3.48
固定资产	17.67	20.36	21.34	22.28	22.36
无形资产	7.43	7.48	7.98	8.48	8.98
其他非流动资产	18.25	18.10	17.75	17.76	18.51
资产总计	252.65	262.51	283.01	310.32	341.20
流动负债	124.09	122.91	132.95	147.34	163.23
短期借款	0.78	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	97.32	92.08	98.63	109.55	121.66
其他流动负债	25.98	30.83	34.33	37.79	41.57
非流动负债	4.74	5.80	5.68	5.68	5.68
长期借款	1.53	2.75	2.75	2.75	2.75
其他非流动负债	3.21	3.05	2.93	2.93	2.93
负债合计	128.83	128.71	138.63	153.02	168.91
少数股东权益	10.87	12.30	14.07	16.13	18.43
股本	10.19	10.19	10.19	10.19	10.19
资本公积	6.40	6.63	6.67	6.67	6.67
留存收益	96.97	104.69	113.38	124.23	136.93
归属母公司股东权益	112.95	121.51	130.30	141.16	153.85
负债和股东权益	252.65	262.51	283.01	310.32	341.20

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12.99	26.70	19.04	21.97	24.51
净利润	12.92	13.12	15.46	17.92	19.99
折旧摊销	3.41	3.44	3.88	4.06	4.16
财务费用	0.09	0.11	0.13	0.13	0.13
投资损失	-0.29	0.01	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-5.22	9.28	-2.24	-1.99	-2.05
其他经营现金流	2.08	0.75	1.81	1.85	2.28
投资活动现金流	-3.86	-2.50	-5.07	-5.50	-5.93
资本支出	-3.90	-2.47	-5.81	-5.50	-5.93
长期投资	0.00	-0.05	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.04	0.01	0.74	0.00	0.00
筹资活动现金流	-3.56	-4.51	-6.05	-6.13	-6.13
短期借款	0.78	-0.78	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.53	1.22	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.33	0.23	0.05	0.00	0.00
其他筹资现金流	-6.20	-5.17	-6.10	-6.13	-6.13
现金净增加额	5.57	19.70	8.92	11.34	13.45

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (亿元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	170.89	149.92	171.94	191.70	213.23
营业成本	135.39	114.90	129.82	144.20	160.14
营业税金及附加	0.84	0.79	0.89	1.00	1.11
营业费用	7.20	7.70	8.60	9.58	10.66
管理费用	5.97	6.05	6.88	7.67	8.53
研发费用	8.81	7.81	9.03	10.06	11.19
财务费用	-0.55	-0.54	-0.62	-0.71	-0.83
资产减值损失	-0.59	-0.87	-0.85	-0.85	-0.85
其他收益	2.41	1.70	1.98	2.20	2.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.29	-0.01	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.01	0.02	0.00	0.00	-0.43
营业利润	13.92	14.66	17.47	20.25	22.59
营业外收入	0.28	0.22	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.06	0.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.14	14.80	17.47	20.25	22.59
所得税	1.22	1.69	2.01	2.33	2.60
净利润	12.92	13.12	15.46	17.92	19.99
少数股东损益	1.75	1.45	1.78	2.06	2.30
归属母公司净利润	11.17	11.67	13.69	15.86	17.69
EBITDA	16.93	18.03	20.73	23.59	25.93
EPS (元)	1.10	1.15	1.34	1.56	1.74

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	0.17	-12.27	14.69	11.49	11.23
营业利润 (%)	14.34	5.32	19.22	15.87	11.58
归属母公司净利润 (%)	11.09	4.50	17.25	15.87	11.58
获利能力					
毛利率 (%)	20.77	23.36	24.50	24.77	24.90
净利率 (%)	6.54	7.79	7.96	8.27	8.30
ROE (%)	9.89	9.61	10.50	11.23	11.50
ROIC (%)	9.70	9.36	10.02	10.69	10.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.99	49.03	48.98	49.31	49.51
净负债比率 (%)	104.05	96.20	96.02	97.28	98.04
流动比率	1.66	1.73	1.75	1.75	1.76
速动比率	1.26	1.26	1.29	1.30	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.58	0.63	0.65	0.65
应收账款周转率	2.13	1.89	2.31	2.34	2.36
应付账款周转率	1.68	1.34	1.52	1.55	1.55
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.10	1.15	1.34	1.56	1.74
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.28	2.62	1.87	2.16	2.41
每股净资产 (最新摊薄)	11.09	11.93	12.79	13.86	15.10
估值比率					
P/E	23.47	22.46	19.16	16.53	14.82
P/B	2.32	2.16	2.01	1.86	1.70
EV/EBITDA	13.49	10.59	8.80	7.25	6.08

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。