

2026年05月06日

许继电气(000400.SZ)

投资评级：买入（维持）

——25年毛利率同比改善 产品交付结构影响26Q1业绩

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

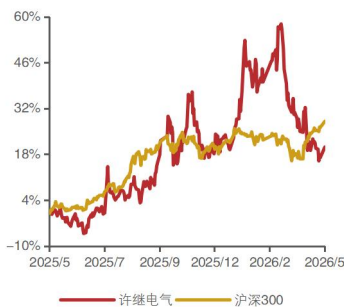
戴映妍

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月06日

收盘价(元)	25.88
一年内最高/最低(元)	34.65/20.20
总市值(百万元)	26,361.94
流通市值(百万元)	26,182.83
总股本(百万股)	1,018.62
资产负债率(%)	47.59
每股净资产(元/股)	12.05

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司发布2025年年度报告及2026年一季报。2025年实现营业收入149.9亿元，同比下滑12.3%；实现归母净利润11.67亿元，同比增长4.5%。2026Q1实现营收23.78亿元，同比增长1.3%；实现归母净利润1.11亿元，同比下滑46.5%。
- 2025年整体毛利率有所改善，但收入端承压。2025年公司整体毛利率为23.36%(同比+2.59pct)有较为明显改善，除智能电表外，其余业务毛利率均有一定程度改善，但收入端整体承压：(1)智能变配电系统：全年营收41.1亿元(同比-12.8pct)，毛利率29.5%(同比+5.3pct)；(2)智能电表：营收39.5亿元(同比+2.05%)，毛利率21.2%(同比-3.5pct)，毛利率下滑或与国网智能电表中标价格持续下滑有关；(3)智能中压供用电设备：收入31.5亿元(同比-6.0%)，毛利率22.1%(同比+3.3pct)，收入有所下滑或主要受国网配电设备投资影响；(4)新能源及系统集成：收入14.2亿元(同比-42.3%)，毛利率13.8%(同比+5.7pct)，收入下滑及毛利率改善或与公司降低新能源EPC业务比重有关；(5)直流输电系统：收入10.2亿元(同比-29.5%)，毛利率32.7%(同比+1.8pct)，收入下滑或与国网特高压投资节奏有关，毛利率维持稳定。
- 费用率有较大提升影响业绩表现，费用总额控制良好。公司2025年整体费用率达到14.02%(同比提升1.47pct)，对公司整体业绩有一定程度影响。其中销售费用率和管理费用率分别提升0.92、0.54pct。公司整体期间费用与2024年比有所下滑，影响费用率的因素或主要是收入下滑。
- 26Q1毛利率有所下滑，可能与产品交付结构有关。26Q1毛利率为19.01%(同比下滑4.46pct)，对公司业绩影响较大，但往年来看一季度由于收入在全年占比较低，产品结构对毛利率和单季度业绩或有较大影响。
- 盈利预测与评级：我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为14.0/19.4/21.1亿元，同比增速分别为20%/39%/8%，当前股价对应的PE分别为19/14/13倍。鉴于“十五五”期间特高压开工有望加速、深远海海风项目有望持续开展，公司作为直流输电重要供应商有望受益，维持“买入”评级。
- 风险提示：电网投资力度下滑，特高压核准不及预期，网外业务增长不及预期

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,089	14,992	16,789	19,296	20,903
同比增长率(%)	0.17%	-12.27%	11.98%	14.93%	8.33%
归母净利润(百万元)	1,117	1,167	1,396	1,944	2,107
同比增长率(%)	11.09%	4.50%	19.61%	39.22%	8.38%
每股收益(元/股)	1.10	1.15	1.37	1.91	2.07
ROE(%)	9.89%	9.61%	10.53%	13.14%	12.79%
市盈率(P/E)	23.60	22.59	18.88	13.56	12.51

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,527	7,728	9,432	11,550
应收票据及账款	8,638	9,532	11,234	12,027
预付账款	897	783	1,038	1,117
其他应收款	211	492	520	490
存货	3,453	2,941	3,482	4,028
其他流动资产	582	422	485	525
流动资产总计	21,309	21,897	26,191	29,738
长期股权投资	348	355	361	368
固定资产	2,099	1,995	1,933	1,806
在建工程	122	111	50	50
无形资产	748	696	682	659
长期待摊费用	7	7	6	5
其他非流动资产	1,618	1,672	1,626	1,586
非流动资产合计	4,942	4,836	4,659	4,474
资产总计	26,251	26,733	30,849	34,212
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	9,208	8,868	10,619	11,643
其他流动负债	3,083	2,646	3,237	3,645
流动负债合计	12,291	11,514	13,856	15,289
长期借款	310	248	186	124
其他非流动负债	270	270	270	270
非流动负债合计	580	518	456	394
负债合计	12,871	12,033	14,312	15,683
股本	1,019	1,019	1,019	1,019
资本公积	663	663	663	663
留存收益	10,469	11,575	13,115	14,784
归属母公司权益	12,151	13,257	14,797	16,466
少数股东权益	1,230	1,443	1,741	2,063
股东权益合计	13,380	14,700	16,537	18,529
负债和股东权益合计	26,251	26,733	30,849	34,212

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,312	1,412	2,044	2,232
折旧与摊销	344	354	373	389
财务费用	-54	-13	-19	-29
投资损失	1	-28	-28	-28
营运资金变动	891	-1,164	-247	4
其他经营现金流	176	174	225	218
经营性现金净流量	2,670	736	2,347	2,785
投资性现金净流量	-250	-196	-196	-196
筹资性现金净流量	-451	-339	-446	-470
现金流量净额	1,970	200	1,705	2,118

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,992	16,789	19,296	20,903
营业成本	11,490	12,798	14,394	15,650
税金及附加	79	88	101	110
销售费用	770	839	965	1,045
管理费用	605	588	675	690
研发费用	781	839	888	920
财务费用	-54	-13	-19	-29
资产减值损失	-87	-73	-80	-76
信用减值损失	60	-41	9	-16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-1	28	28	28
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	2	2	2	2
其他收益	170	170	170	170
营业利润	1,466	1,735	2,421	2,625
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	8	8	8	8
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,480	1,750	2,436	2,640
所得税	169	140	195	211
净利润	1,312	1,610	2,241	2,429
少数股东损益	145	214	297	322
归属母公司股东净利润	1,167	1,396	1,944	2,107
EPS(元)	1.15	1.37	1.91	2.07

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-12.27%	11.98%	14.93%	8.33%
营业利润增长率	5.32%	18.37%	39.56%	8.43%
归母净利润增长率	4.50%	19.61%	39.22%	8.38%
经营现金流增长率	105.59%	-72.45%	219.02%	18.63%
盈利能力				
毛利率	23.36%	23.77%	25.40%	25.13%
净利率	8.75%	9.59%	11.62%	11.62%
ROE	9.61%	10.53%	13.14%	12.79%
ROA	4.45%	5.22%	6.30%	6.16%
估值倍数				
P/E	22.59	18.88	13.56	12.51
P/S	1.76	1.57	1.37	1.26
P/B	2.17	1.99	1.78	1.60
股息率	0.92%	1.10%	1.53%	1.66%
EV/EBITDA	13	11	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。