许继电气（000400.SZ）

配用电业务短期拖累业绩，柔直业务有望进入上行周期

优于大市

核心观点

前三季度净利润下滑33%，配用电业务拖累业绩。前三季度公司实现营收100.30亿元，同比+6.10%；归母净利润6.01亿元，同比-33.35%；扣非净利润5.77亿元，同比-34.24%。前三季度公司毛利率19.51%，同比-4.37pct.；净利率6.55%，同比-4.01pct.。受配电产品集采降价和智能电表价格下行影响，公司业绩阶段性承压。

三季度业绩延续下滑趋势，我们估计配用电低价单交付进入尾声。三季度公司实现营收35.05亿元，同比+16.58%，环比-15.50%；归母净利润1.85亿元，同比-30.88%，环比-39.34%；扣非净利润1.73亿元，同比-33.10%，环比-41.45%。三季度公司毛利率18.79%，同比-5.37pct.，环比-1.61pct.。我们估计，三季度业绩和毛利率仍收配用电低价单交付拖累。

公司直流输电订单表现亮眼，“十五五”期间特高压直流投产预计达到15条。今年以来，公司直流输电相关产品中标高景气，实现藏粤直流、陕西-河南直流、闽赣/湘粤背靠背等重点项目中标。截至目前，公司国网批次招标中标金额已达27亿元，超过2025年全年水平（16亿元）。10月15日，南疆-四川、巴丹吉林-四川两条特高压直流获核准，我们预计年底前有望启动招标。根据国家能源局，“十五五”期间我国计划投产15条特高压直流，较“十四五”的8条接近翻倍。

海风柔直、背靠背直流贡献纯增量需求，出海空间可期。我们预计，2027年我国将进入国管海风招标/开工元年，柔直打捆送出有望成为主流方式。根据此前项目招标情况，柔直换流阀单位价值量预计4-5亿元/GW。近期，我国海风前期工作催化不断，2027年有望成为换流阀招标大年。背靠背是东部交流电网加强互济和电网可靠性的重要手段，今年以来招标显著起量。能源转型背景下，未来东南亚、中东、拉美未来直流输电需求明确，中国换流阀头部企业有望充分受益。

风险提示：特高压建设进度不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到特高压项目进度、配用电招标价格等情况，下调盈利预测。我们预计公司2026-2028年实现归母净利润9.84/14.58/17.66亿元（26-27年原预测值为17.62/20.31亿元），当前股价对应PE分别为23/15/13倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,089	14,992	16,943	19,302	21,238
(+/-%)	0.2%	-12.3%	13.0%	13.9%	10.0%
净利润(百万元)	1117	1167	984	1458	1766
(+/-%)	11.1%	4.5%	-15.7%	48.2%	21.1%
每股收益（元）	1.10	1.15	0.97	1.43	1.73
EBIT Margin	7.4%	8.5%	6.6%	9.0%	9.7%
净资产收益率（ROE）	10.2%	10.0%	7.9%	11.0%	12.3%
市盈率（PE）	20.1	19.2	22.8	15.4	12.7
EV/EBITDA	22.3	22.2	24.5	17.6	15.5
市净率（PB）	1.98	1.84	1.77	1.63	1.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

证券分析师：王晓声
010-88005231
wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.99元
总市值/流通市值	22398/22321百万元
52周最高价/最低价	34.65/19.37元
近3个月日均成交额	342.53百万元

市场走势



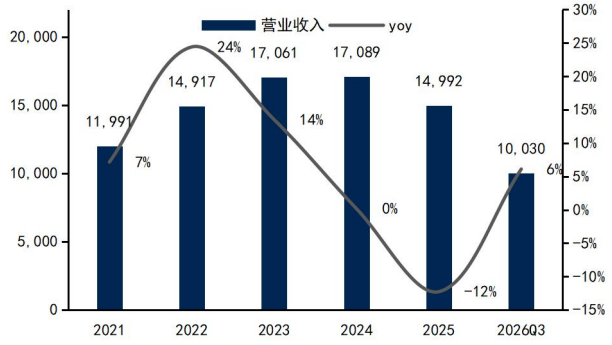
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《许继电气（000400.SZ）-直流输电系统集中交付，海外业务持续突破》——2025-08-25
《许继电气（000400.SZ）-大额减值拖累24年业绩，25年换流阀需求有望集中释放》——2025-04-15
《许继电气（000400.SZ）-业务结构优化提振盈利能力，特高压直流逐步释放业绩弹性》——2024-11-04

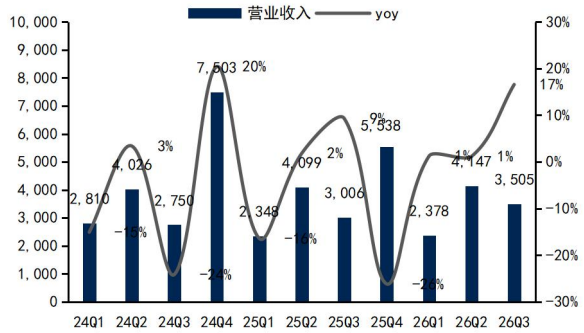
前三季度净利润下滑 33%，配用电业务拖累业绩。前三季度公司实现营收 100.30 亿元，同比+6.10%；归母净利润 6.01 亿元，同比-33.35%；扣非净利润 5.77 亿元，同比-34.24%。前三季度公司毛利率 19.51%，同比-4.37pct.；净利率 6.55%，同比-4.01pct.。受配电产品集采降价和智能电表价格下行影响，公司业绩阶段性承压。

图1：公司年度及前三季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



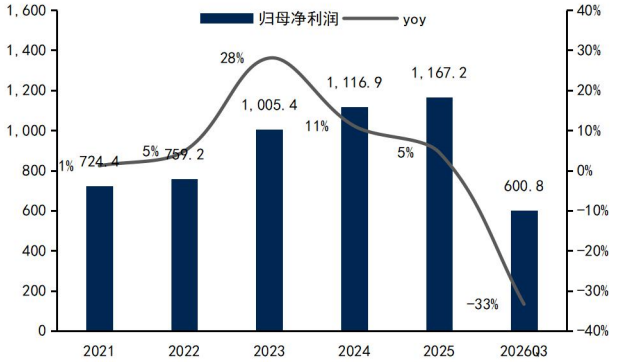
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度及前三季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



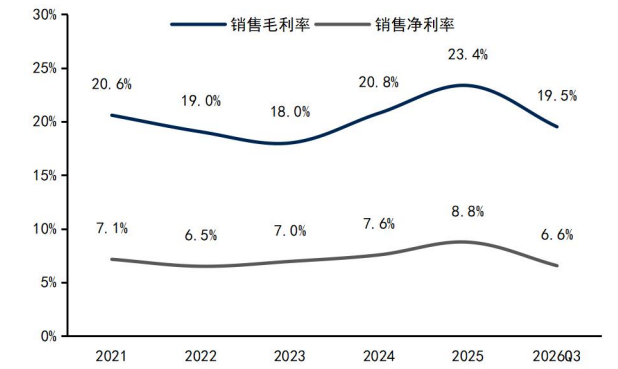
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



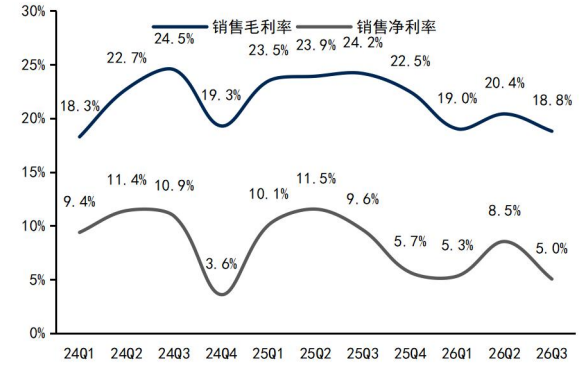
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度及前三季度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩延续下滑趋势，我们估计配用电低价单交付进入尾声。三季度公司实现营收 35.05 亿元，同比+16.58%，环比-15.50%；归母净利润 1.85 亿元，同比-30.88%，环比-39.34%；扣非净利润 1.73 亿元，同比-33.10%，环比-41.45%。三季度公司毛利率 18.79%，同比-5.37pct.，环比-1.61pct.。我们估计，三季度业绩和毛利率仍收配用电低价单交付拖累。

公司直流输电订单表现亮眼，“十五五”期间特高压直流投产预计达到 15 条。今年以来，公司直流输电相关产品中标高景气，实现藏粤直流、陕西-河南直流、闽赣/湘粤背靠背等重点项目中标。截至目前，公司国网批次招标中标金额已达 27.1 亿元，超过 2025 年全年水平（16 亿元）。10 月 15 日，南疆-四川、巴丹吉林-四川两条特高压直流获核准，我们预计年底前有望启动招标。根据国家能源局，“十五五”期间我国计划投产 15 条特高压直流，较“十四五”的 8 条接近翻倍。

海风柔直、背靠背直流贡献纯增量需求，出海空间可期。我们预计，2027 年我国将进入国管海风招标/开工元年，柔直打捆送出有望成为主流方式。根据此前项目招标情况，柔直换流阀单位价值量预计 4-5 亿元/GW。近期，我国海风前期工作催化不断，2027 年有望成为换流阀招标大年。背靠背是东部交流电网加强互济和电网可靠性的重要手段，今年以来招标显著起量。能源转型背景下，未来东南亚、中东、拉美未来直流输电需求明确，中国换流阀头部企业有望充分受益。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到特高压项目进度、配用电招标价格等情况，下调盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 9.84/14.58/17.66 亿元（26-27 年原预测值为 17.62/20.31 亿元），当前股价对应 PE 分别为 23/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表（2026 年 10 月 30 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			ROE	投资评级
			亿元	25A	26E	27E	25A	26E	27E	(25A)	
000400.SZ	许继电气	21.99	224	1.15	0.97	1.43	19.2	22.8	15.4	10.0	优于大市
600406.SH	国电南瑞	23.16	1,860	1.03	1.13	1.27	22.5	20.5	18.2	15.7	-
002028.SZ	思源电气	101.97	802	4.03	5.06	6.95	25.3	20.2	14.7	20.3	-
600312.SH	平高电气	20.54	279	0.83	1.04	1.27	24.7	19.8	16.2	10.0	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　　注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5555	7527	6121	7497	9040
应收款项	9029	7141	8355	9519	10474
存货净额	2644	3453	3662	4095	4484
其他流动资产	3363	3188	2406	2392	2619
流动资产合计	**20591**	**21309**	**20544**	**23503**	**26617**
固定资产	1976	2158	2003	1846	1685
无形资产及其他	743	748	699	649	599
其他长期资产	1615	1687	1694	1544	1274
长期股权投资	340	348	348	348	348
资产总计	**25265**	**26251**	**25288**	**27889**	**30523**
短期借款及交易性金融负债	176	121	300	300	300
应付款项	9732	9208	8056	9010	9865
其他流动负债	787	721	596	664	726
流动负债合计	**12409**	**12291**	**10646**	**11905**	**13015**
长期借款及应付债券	153	275	315	355	395
其他长期负债	321	305	308	311	314
长期负债合计	**474**	**580**	**623**	**666**	**709**
负债合计	**12883**	**12871**	**11269**	**12571**	**13724**
少数股东权益	1087	1230	1352	1538	1763
股东权益	11295	12151	12667	13780	15036
负债和股东权益总计	**25265**	**26251**	**25288**	**27889**	**30523**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.10	1.15	0.97	1.43	1.73
每股红利	0.42	0.46	0.34	0.50	0.61
每股净资产	11.09	11.93	12.44	13.53	14.76
ROIC	10%	10%	8%	11%	12%
ROE	10%	10%	8%	11%	12%
毛利率	21%	23%	21%	23%	23%
EBIT Margin	7%	8%	7%	9%	10%
EBITDA Margin	9%	11%	8%	10%	11%
收入增长	0%	-12%	13%	14%	10%
净利润增长率	11%	5%	-16%	48%	21%
资产负债率	51%	49%	45%	45%	45%
股息率	1.9%	2.1%	1.5%	2.3%	2.8%
P/E	20.1	19.2	22.8	15.4	12.7
P/B	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	22.3	22.2	24.5	17.6	15.5

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**17089**	**14992**	**16943**	**19302**	**21238**
营业成本	13539	11490	13366	14948	16367
营业税金及附加	84	79	85	97	106
销售费用	720	770	847	926	998
管理费用	597	605	678	733	786
研发费用	881	781	847	869	913
财务费用	(55)	(54)	(56)	(50)	(63)
投资收益	29	(1)	20	2	2
资产减值及公允价值变动	(201)	(27)	(110)	(100)	(70)
其他收入	242	172	150	160	170
营业利润	1392	1466	1236	1840	2233
营业外净收支	22	15	17	17	17
利润总额	**1414**	**1480**	**1253**	**1857**	**2250**
所得税费用	122	169	144	214	259
少数股东损益	175	145	125	186	225
归属于母公司净利润	**1117**	**1167**	**984**	**1458**	**1766**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1117	1167	984	1458	1766
资产减值准备	(59)	(87)	(10)	(20)	(20)
折旧摊销	317	318	255	257	260
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	(55)	(54)	(56)	(50)	(63)
营运资本变动	206	1192	(2465)	(324)	(460)
其它	(282)	80	62	157	183
经营活动现金流	**1299**	**2670**	**(1174)**	**1528**	**1729**
资本开支	(390)	(248)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	4	(2)	13	152	272
投资活动现金流	**(386)**	**(250)**	**(37)**	**102**	**222**
权益性融资	48	83	(0)	0	0
负债净变化	(77)	(81)	219	40	40
支付股利、利息	(382)	(507)	(470)	(344)	(510)
其它融资现金流	(230)	(203)	179	0	0
融资活动现金流	**(356)**	**(451)**	**(195)**	**(255)**	**(407)**
现金净变动	**557**	**1969**	**(1406)**	**1375**	**1544**
货币资金的期初余额	5016	5555	7527	6121	7497
货币资金的期末余额	5555	7527	6121	7497	9040
企业自由现金流	1291	2385	(1269)	1413	1580
权益自由现金流	1265	2351	(1000)	1497	1676

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032