

公司短期业绩有所承压，业务结构优化提升盈利水平

——许继电气 2025 年年度报告、2026 年 1 季度报告点评报告

公司点评

● 事件:

近日，公司发布 2025 年年度报告，2025 年实现营业收入 149.9 亿元，同比-12.3%，实现归母净利润 11.7 亿元，同比+4.5%。2025 年 4 季度，公司实现营业收入 55.4 亿元，同比-26.2%，环比+84.2%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比+19.6%，环比-0.7%。

公司发布 2026 年第 1 季度报告，2026 年 1 季度实现营业收入 23.8 亿元，同比+1.3%，环比-57.1%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比-46.4%，环比-59.6%。

● 2025 年公司营收规模有所下降，业务结构优化提升整体盈利能力

2025 年公司整体营收规模出现下滑，主要系低毛利率业务规模压缩，以及直流输电系统业务交付节奏所致，公司整体盈利能力提升明显。2025 年公司智能变配电系统、智能电表、智能中压供用电设备、新能源及系统集成、充换电设备及其它制造服务、直流输电系统分别实现营业收入 41.1 亿元、39.5 亿元、31.5 亿元、14.2 亿元、13.5 亿元、10.2 亿元，同比分别-12.8%、+2.1%、-6.0%、-42.3%、+7.9%、-29.5%。新能源及系统集成业务中 EPC 类业务下降明显，是公司 2025 年营收规模下降的主要原因。

盈利能力方面，公司经营质效提升明显，2025 年公司整体毛利率为 23.4%，同比提升 2.6 个百分点，各项业务中除智能电表业务以外，其他业务毛利率均实现提升。其中，新能源及系统集成、智能变配电、智能中压供用电设备毛利率分别提升 5.6、5.3、3.3 个百分点。压缩 EPC 类业务后，新能源及系统集成业务毛利率从 2024 年的 8.1% 大幅提升至 2025 年的 13.8%，有效提高公司营收质量。

● 受智能电表业务毛利率下滑影响，2026 年 1 季度公司业绩有所承压

2026 年 1 季度公司营业收入基本持平，归母净利润出现较大幅度下滑，主要原因是盈利能力短期承压。2026 年 1 季度公司整体毛利率、净利率分别为 19.0%、5.3%，分别同比下降 4.5 个百分点、4.8 个百分点。2026 年 1 季度公司智能电表业务、智能变配电业务开始陆续对 2025 年中标的降价订单确认收入，导致公司毛利率出现明显下滑，此外 2026 年 1 季度确认收入的直流输电业务包含毛利率较低的改造类特高压项目，同比毛利率下滑明显。

● 国际业务保持高速增长，公司海外市场拓展成果显著

2025 年公司实现海外营业收入 5.4 亿元，同比增长 73.4%，国际业务营收占比从 2024 年的 1.8% 提升至 2025 年的 3.6%。国际业务盈利能力提升明显，毛利率从 2024 年的 21.4% 提升至 2025 年的 26.9%，同比提升 5.5 个百分点。公司环网柜、直流测量设备等产品在沙特、西班牙、巴西等多国获新签订单，电能表实现南美、非洲等市场持续供货。电力电源产品在阿塞拜疆、希腊等地实现首次供货。新增多项产品国际认证及客户短名单入围，海外产品竞争力持续提升。

● 盈利预测及投资建议

公司是国内特高压直流设备的领军企业，在国内特高压直流设备、柔直换流

推荐（维持评级）

王子璋（分析师）

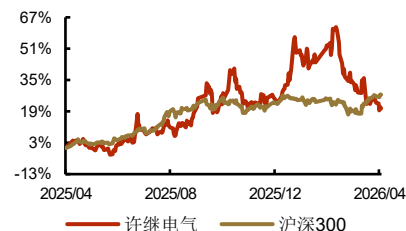
wangzixun@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280524110001

市场数据 时间 2026.04.30

收盘价(元):	25.19
一年最低/最高(元):	20.20/34.65
总股本(亿股):	10.19
总市值(亿元):	256.59
流通股本(亿股):	10.12
流通市值(亿元):	254.85
近 3 月换手率(%):	208.74

股价一年走势



相关报告

《许继电气(000400.SZ): 特高压直流输电设备优势企业, 变配电布局完善持续受益行业增长》2025-07-18

阀、智能电表等产品份额居于行业领先水平，将持续受益国内特高压工程持续建设及配网投资增长。我们预计公司 2026 至 2028 年，公司分别实现营业收入 175.4 亿元、198.0 亿元、218.2 亿元，同比增速分别约为 17.0%、12.9%、10.2%，分别实现归母净利润 14.0 亿元、17.2 亿元、19.4 亿元，同比增速分别约为 20.3%、22.3%、12.5%，对应目前市值 PE 分别为 18 X、15X、13X，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**（1）国内电网投资不及预期的风险：网内订单是公司应收和利润的主要来源，受宏观经济政策、两网自身战略规划等因素影响，国内电网投资具有不确定性；（2）国内特高压建设节奏不及预期的风险：公司受益于国内特高压项目建设，受宏观经济政策、两网自身战略规划等因素影响，国内特高压项目建设强度及核准开工节奏具有不确定性；（3）国内柔直技术应用推广不及预期；（4）竞争加剧致产品价格超预期下跌的风险；（5）全球贸易争端的风险：近期全球贸易保护主义抬头，尤其以美国为甚。各国贸易摩擦将影响公司出海业务；（6）汇率波动风险：汇率的大幅波动将对公司国际业务产生影响。

财务摘要和估值指标（2026 年 4 月 30 日）

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,089	14,992	17,541	19,801	21,824
增长率(%)	0.2	-12.3	17.0	12.9	10.2
净利润(百万元)	1,117	1,167	1,404	1,718	1,933
增长率(%)	11.1	4.5	20.3	22.3	12.5
毛利率(%)	20.8	23.4	22.5	24.0	24.0
净利率(%)	6.5	7.8	8.0	8.7	8.9
ROE(%)	10.4	9.8	10.8	11.8	11.9
EPS(摊薄/元)	1.10	1.15	1.38	1.69	1.90
P/E	23.0	22.0	18.3	14.9	13.3
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2026 年 4 月 30 日

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	20591	21309	29969	27368	36725	营业收入	17089	14992	17541	19801	21824
现金	5555	7527	9916	12648	15946	营业成本	13539	11490	13602	15057	16595
应收票据及应收账款合计	9029	7141	12174	6902	11721	营业税金及附加	84	79	89	102	112
其他应收款	641	211	786	340	901	营业费用	720	770	820	971	1045
预付账款	937	897	1249	1174	1496	管理费用	597	605	660	772	836
存货	2644	3453	3765	4225	4581	研发费用	881	781	909	1029	1133
其他流动资产	1785	2080	2080	2080	2080	财务费用	-55	-54	-78	-95	-119
非流动资产	4673	4942	4958	4917	4831	资产减值损失	-59	-87	0	0	0
长期投资	340	348	366	384	402	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1767	2036	2165	2226	2237	其他收益	241	170	206	188	197
无形资产	853	920	793	678	572	投资净收益	29	-1	14	7	10
其他非流动资产	1714	1638	1635	1628	1621	营业利润	1392	1466	1760	2161	2431
资产总计	25265	26251	34927	32285	41556	营业外收入	28	22	25	24	25
流动负债	12409	12291	19646	15306	22648	营业外支出	6	8	7	7	7
短期借款	78	0	0	0	0	利润总额	1414	1480	1778	2177	2449
应付票据及应付账款合计	9732	9208	16460	12220	19389	所得税	122	169	178	233	253
其他流动负债	2598	3083	3187	3086	3259	净利润	1292	1312	1601	1944	2196
非流动负债	474	580	525	468	408	少数股东损益	175	145	197	227	263
长期借款	153	275	220	163	103	归属母公司净利润	1117	1167	1404	1718	1933
其他非流动负债	321	305	305	305	305	EBITDA	1580	1593	1851	2200	2408
负债合计	12883	12871	20171	15774	23056	EPS(元)	1.10	1.15	1.38	1.69	1.90
少数股东权益	1087	1230	1426	1653	1916						
股本	1019	1019	1019	1019	1019	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
资本公积	640	663	663	663	663	成长能力					
留存收益	9697	10469	11806	13403	15221	营业收入(%)	0.2	-12.3	17.0	12.9	10.2
归属母公司股东权益	11295	12151	13329	14858	16584	营业利润(%)	14.3	5.3	20.1	22.8	12.5
负债和股东权益	25265	26251	34927	32285	41556	归属于母公司净利润(%)	11.1	4.5	20.3	22.3	12.5
						获利能力					
						毛利率(%)	20.8	23.4	22.5	24.0	24.0
						净利率(%)	6.5	7.8	8.0	8.7	8.9
						ROE(%)	10.4	9.8	10.8	11.8	11.9
						ROIC(%)	23.5	30.2	57.6	149.0	-333.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.0	49.0	57.8	48.9	55.5
						净负债比率(%)	-39.7	-51.0	-63.3	-73.4	-83.7
						流动比率	1.7	1.7	1.5	1.8	1.6
						速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.1	1.9	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	1.5	1.2	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.10	1.15	1.38	1.69	1.90
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.76	2.93	3.13	3.66
						每股净资产(最新摊薄)	11.09	11.93	13.09	14.59	16.28
						估值比率					
						P/E	23.0	22.0	18.3	14.9	13.3
						P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
						EV/EBITDA	13.8	12.6	9.6	6.9	5.0

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于C3的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>