仅供内部参考，请勿外传

公司报告

公司首次覆盖报告

证券研究报告

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

电力设备及新能源

2026 年 10 月 19 日

许继电气（000400.SZ）

直流核心设备优势突出，电网投资景气驱动成长

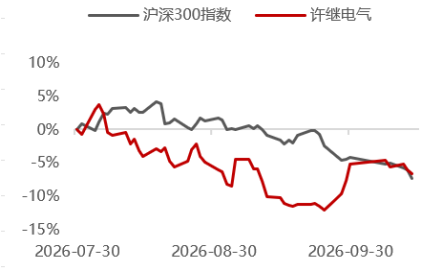
推荐（首次）

10 月 16 日：22.21 元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.xjec.com
大股东/持股	中国电气装备集团/37.92%
实际控制人	国务院国资委
总股本(百万股)	1019
流通 A 股(百万股)	1015
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	226
流通 A 股市值(亿元)	225
每股净资产(元)	12.14
资产负债率(%)	48.4

行情走势图



平安观点：

- **继电保护起步，成长为综合电力装备领先企业，业务结构持续优化。**公司由继电保护业务起步，逐步形成智能变配电、直流输电、智能电表、智能中压供用电等多领域业务布局，核心产品覆盖电力系统输变配用各环节。近年来，公司持续优化订单结构，业务重心向高质量设备类产品倾斜，2023—2025 年智能变配电、智能电表及智能中压供用电设备三大业务收入占比由 65.66%提升至 74.72%，2026H1 进一步提升至 76.17%。公司设备类业务基本盘持续巩固，为中长期发展提供支撑。

- **电网投资进入新一轮扩张周期，特高压直流与智能配用电需求共振。**国家电网预计“十五五”期间固定资产投资达到 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，特高压直流外送通道及配电网建设有望持续推进。根据国家能源局规划，“十五五”期间预计新增投产约 15 回特高压直流输电通道，重点工程储备较为充足。同时，配电网升级改造、存量智能电表轮换及新版技术标准切换有望支撑智能配用电设备需求。电网资本开支维持较高强度，有望为公司多业务板块提供持续增长空间。

- **特高压直流核心设备形成双重卡位，柔直技术应用拓展成长空间。**公司具备±1100 千伏及以下特高压直流、±800 千伏及以下柔性直流输电设备成套能力，核心产品覆盖换流阀、直流控制保护系统等。根据我们对 2024—2026 年国家电网特高压项目已定标设备采购的统计，公司换流阀及直流控保累计中标金额份额分别为 22.4%和 28.5%。柔直领域，公司近年来在甘肃—浙江、藏东南—粤港澳大湾区及陕西—河南等重点工程取得换流阀订单。随着新能源远距离外送需求增长及柔直技术应用拓展，公司核心设备订单有望持续释放。

证券分析师

田梦贤 投资咨询编号 S1060526010001
tianmengxian968@pingan.com.cn

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,089	14,992	16,235	18,308	20,639
YoY(%)	0.2	-12.3	8.3	12.8	12.7
净利润(百万元)	1,117	1,167	1,168	1,570	1,804
YoY(%)	11.1	4.5	0.0	34.4	14.9
毛利率(%)	20.8	23.4	21.2	23.0	23.4
净利率(%)	6.5	7.8	7.2	8.6	8.7
ROE(%)	9.9	9.6	9.1	11.4	12.1
EPS(摊薄/元)	1.10	1.15	1.15	1.54	1.77
P/E(倍)	20.3	19.4	19.4	14.4	12.5
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：ifind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

- **主网二次设备优势稳固，一次设备及智能用电领域竞争力进一步增强。**公司在继电保护和变电站自动化领域具备较强技术积累，2026 年前四批国家电网相关设备中标金额份额提升至 13.12%；一次设备方面，开关柜中标份额持续提升，消弧线圈保持较强竞争地位。智能用电领域，公司智能电表市场份额整体稳定，智能用电终端中标份额持续增长。与此同时，公司深化精益管理、成本对标及费用管控，人均创利水平有所提升，多业务竞争优势有望逐步向经营业绩转化。

- **投资建议：**预计 2026—2028 年公司实现营业收入 162.35/183.08/206.39 亿元，同比增长 8.3%/12.8%/12.7%；归母净利润分别为 11.68/15.70/18.04 亿元，对应 EPS 为 1.15/1.54/1.77 元，按 2026 年 10 月 16 日收盘价 22.21 元计算，对应 PE 分别为 19.4/14.4/12.5 倍。公司在特高压直流换流阀、直流控保及主网二次设备领域具备较强竞争优势，随着重点工程订单逐步交付，叠加智能配用电业务持续发展，盈利能力有望逐步改善。公司当前估值低于所选可比公司平均水平，结合历史 PE Band，估值具备一定性价比。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：（1）电网投资及特高压建设进度不及预期的风险。**电网设备需求与电网投资规模及项目建设节奏密切相关，若电网投资落地进度低于预期，或特高压项目核准、招标、开工及建设进度不及预期，可能对相关电力设备企业订单及业绩释放产生不利影响。**（2）海外电力设备需求及企业出海进展不及预期的风险。**当前国内电力设备企业积极拓展海外市场，若海外电网投资需求下降、项目建设进度放缓，或国内企业海外市场认证、客户拓展及订单交付不及预期，可能影响相关企业海外业务增长。**（3）AIDC 等新兴需求发展不及预期的风险。**AIDC 建设有望带动变压器、配电设备及新型供配电设备需求增长，若全球及国内 AIDC 资本开支、项目建设进度或相关新技术产业化进程不及预期，可能影响相关电力设备需求释放。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 电力装备行业领先企业：深耕核心主业，业务结构持续优化 6
1.1 公司发展历程：五十余年发展积累，由继电保护起步成长为综合电力设备企业 6
1.2 股权结构：中国电气装备控股，股权结构集中稳定 6
1.3 主营业务：聚焦五大核心业务，产品覆盖电力系统各环节 7
1.4 经营表现：利润增速快于收入，盈利能力持续提升 9
1.5 业务结构：订单向高质量设备类倾斜，收入结构持续优化 10
二、 需求景气向上：电网投资扩张，特高压与配用电设备需求共振 10
2.1 电网投资高位运行，主网一次及二次设备需求持续释放 10
2.2 特高压直流进入新一轮建设周期，柔直拓展设备价值空间 12
2.3 配网投资持续加码，智能用电需求同步扩容 14
三、 核心竞争优势：直流核心设备卡位，多领域市场地位稳固 16
3.1 特高压直流：双核心设备卡位，柔直放大成长弹性 16
3.2 输变电设备：二次优势持续兑现，一次设备多点突破 18
3.3 智能电表与用电终端：电表基本盘稳健，终端份额加速提升 19
3.4 精益管理持续深化，低费用率与人效提升彰显经营效率 20
四、 投资建议 21
五、 风险提示 23

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 公司发展历程 6
图表 2 公司股权结构 7
图表 3 智能变配电系统 8
图表 4 直流输电系统 8
图表 5 智能电表业务 8
图表 6 智能中压供用电设备 8
图表 7 新能源及系统集成 8
图表 8 充换电设备及其它制造服务 8
图表 9 营业收入及同比增速 9
图表 10 归母净利润及同比增速 9
图表 11 销售毛利率与销售净利率 9
图表 12 主营业务收入结构占比 10
图表 13 主营业务毛利率变化 10
图表 14 我国电网基本建设投资完成额 11
图表 15 我国电源基本建设投资完成额 11
图表 16 国家电网输变电设备统招中标金额 11
图表 17 继电保护和变电站计算机监控系统金额及份额 11
图表 18 国家电网变电站监控和继电保护招标数量 11
图表 19 国家电网主网部分一次设备招标量累计值 12
图表 20 特高压直流项目（不含背靠背）核准、开工及投运数量（条） 12
图表 21 预计 2026.2027 开工的特高压直流项目汇总 13
图表 22 大规模新能源经柔性直流送出系统示意图 13
图表 23 典型±800KV 常规直流与柔性直流工程投资对比 13
图表 24 常规直流换流站主要设备价值量构成 14
图表 25 柔性直流换流站主要设备价值量构成 14
图表 26 配网相关政策文件及内容 14
图表 27 110 千伏及以下等级电网投资额及占比 15
图表 28 国家电网智能电表年招标量及同比增速 15
图表 29 我国电子式（静止式）电度表出口额 16
图表 30 我国电子式电度表分区域出口结构 16

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

图表 31 许继电气柔性直流换流阀技术及工程应用演进 16
图表 32 2024—2026 年国网特高压项目换流阀累计中标金额份额 17
图表 33 2024—2026 年国网特高压项目直流控制保护系统累计中标金额份额 17
图表 34 许继电气近年代表性柔直换流阀中标项目 17
图表 35 2023-2026 许继电气继保与变电站自动化设备中标金额及份额 18
图表 36 2023-2026 继保及变电站监控主要厂商中标份额 18
图表 37 2023-2026 许继电气开关柜中标金额及份额 18
图表 38 2023-2026 主网开关柜主要厂商中标份额 18
图表 39 2023-2026 许继电气消弧线圈中标金额及份额 19
图表 40 2023-2026 主网消弧线圈主要厂商中标份额 19
图表 41 2023-2026 许继电气智能电表及智能用电终端中标份额（%） 19
图表 42 国网智能电表及智能用电终端累计中标份额（前五大集团） 19
图表 43 国网主要智能电表分批次中标均价变化（元/只） 20
图表 44 2023—2026H1 可比公司销售及管理费用率（%） 20
图表 45 2023—2025 年可比公司人均创利（万元/人） 20
图表 46 公司收入与毛利预测（单位：亿元） 21
图表 47 许继电气历史 PE BAND 23
图表 48 同行业可比公司估值对比 23

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

一、 电力装备行业领先企业：深耕核心主业，业务结构持续优化

1.1 公司发展历程：五十余年发展积累，由继电保护起步成长为综合电力设备企业

许继的发展主线始终围绕继电保护与电力设备展开，从保护继电器起步，逐步将产品能力延伸至特高压直流输电与智能变配电等综合领域。公司前身为许昌继电器厂，1970 年由黑龙江阿城迁至河南许昌，并自主研制出我国第一代保护继电器；1985 年率先在国企中推行三项制度改革，1993 年完成股份制改组并设立许继电气股份有限公司，1997 年 4 月在深交所挂牌上市，股票代码 000400。上市后公司进入稳步扩张期，2009 年许继集团引入战略投资者中国平安，2010 年公司加入国家电网体系。2019 年，公司入选第四批制造业单项冠军产品名单；2021 年，许继集团与中国西电集团、平高集团及山东电工电气集团等战略性重组，组建中国电气装备集团，公司发展由此迈入新阶段。

图表1 公司发展历程



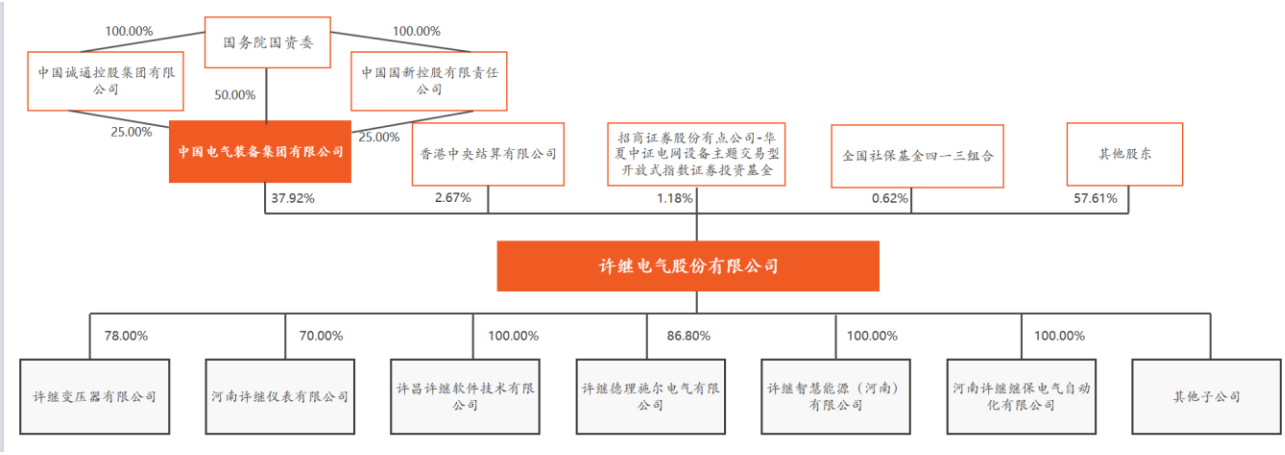
资料来源：公司官网，人民网，中国工业和信息化部，平安证券研究所

1.2 股权结构：中国电气装备控股，股权结构集中稳定

中国电气装备控股，国务院国资委实控。截至 2026 年上半年，中国电气装备直接持有许继电气 37.92%的股份，为公司第一大股东；国务院国资委为公司实际控制人。除控股股东外，公司前十大股东还包括香港中央结算、证券投资资金、社保基金等机构投资者。2026 年半年报披露，许继电气纳入合并报表范围的子公司共 24 家，其中全资子公司 17 家、非全资子公司 7 家；子公司主要通过设立及同一控制下企业合并取得，业务覆盖特高压、智能电网、电动汽车充换电等领域。

仅供内部参考，请勿外传

图表2　公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：公司半年报，wind，平安证券研究所

1.3 主营业务：聚焦五大核心业务，产品覆盖电力系统各环节

公司聚焦特高压、智能电网、新能源、电动汽车充换电、轨道交通及工业智能化五大核心业务，产品主要分为智能变配电系统、直流输电系统、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六类。

（1）智能变配电系统：主要产品包括继电保护系统、变电站监控系统、智能变电站系统、工业调控系统、智能一二次融合设备、配电终端、配电网自动化系统等。充分应用新一代信息技术为电网、交通、石化等领域提供自主可控、规划精准、运行高效、运维精益、服务优质的变配电系统解决方案和成套设备。

（2）直流输电系统：主要产品包括直流输电换流阀、直流量测设备、直流输电控制保护系统、直流仿真系统、数字化换流站及换流阀运维等。通过整流和逆变的方式，利用直流输电电压等级高、能量损耗小等特点，完成电能的传输，为远距离大功率输电、非同步交流系统的联网等提供成套设备和技术。

（3）智能电表业务：主要产品包括智能电表、智能用电终端、用电采集系统、微型断路器、物联网开关等。以智能电表为中心打造电力用户全景感知群，以智能终端为中心打造边缘计算处理平台，快速构建基于营配融合的低压智能用电解决方案。

（4）智能中压供用电设备：主要产品包括开关、变压器、电抗器、消弧线圈接地成套装备、环网柜等。为电力系统提供智能化设备，具备供用电领域核心技术、系统解决方案和运维检修等服务能力。

（5）新能源及系统集成：面向新能源、储能等领域提供工程咨询、设计、系统集成等业务及储能变流器、无功补偿等相关产品。公司拥有从新能源发电到储能的系列产品，能够为客户提供整套解决方案。

（6）充换电设备及其他制造服务：充换电领域产品包括交/直流充电桩、液冷超充桩等。加工制造服务业务包括机箱、机柜、户外箱体、开关机构、结构产品设计与制造、电子屏柜装联、表面涂装等加工制造业务。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

图表3　智能变配电系统



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

图表4　直流输电系统



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

图表5　智能电表业务



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

图表6　智能中压供用电设备



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

图表7　新能源及系统集成



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

图表8　充换电设备及其它制造服务



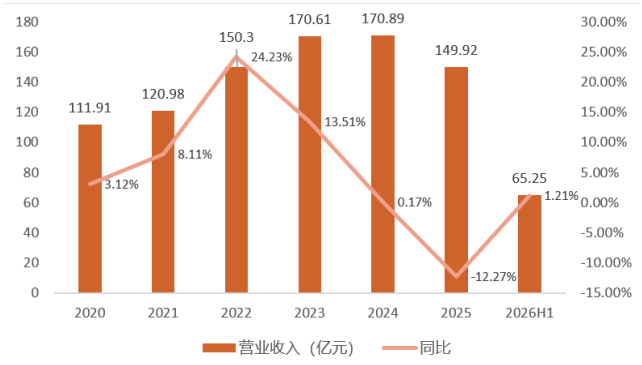
资料来源：公司半年报，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.4 经营表现：利润增速快于收入，盈利能力持续提升

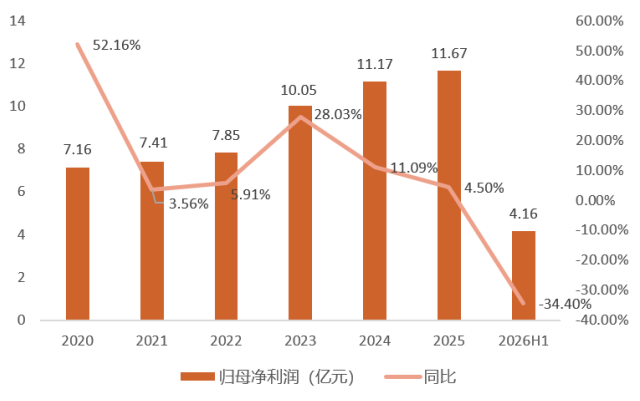
2023 年以来，公司归母净利润增速连续快于营业收入增速，盈利能力持续提升。三年间营业收入增速依次为 13.51%、0.17%、-12.27%，归母净利润增速依次为 28.03%、11.09%、4.50%。2025 年在收入下滑的情况下净利润仍保持增长，2025 年，公司营业收入同比下降 12.27%，但归母净利润同比增长 4.50%，主要得益于经营质量改善。公司持续优化订单结构，设备类新签订单占比显著提升、订单含金量进一步提高；同期营业成本同比下降 15.13%，降幅快于营业收入，带动综合毛利率同比提升 2.59 个百分点至 23.36%，从而对冲收入规模下滑并推动利润实现增长。从更长时间看，2020—2025 年营业收入由 111.91 亿元增至 149.92 亿元，归母净利润由 7.16 亿元增至 11.67 亿元，销售毛利率由 20.18%升至 23.36%，销售净利率由 7.17%升至 8.75%。2026 年上半年，公司营业收入 65.25 亿元，同比微增 1.21%；归母净利润 4.16 亿元，同比下降 34.40%；毛利率回落至 19.90%，主要是去年中标的低价订单在本期确收影响。

图表9　营业收入及同比增速



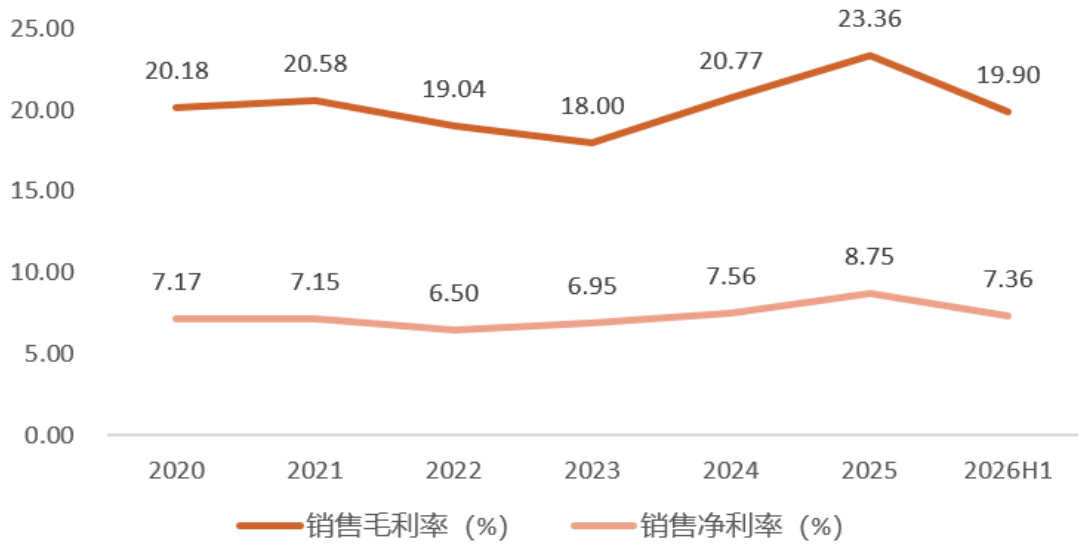
资料来源：wind，公司年报，平安证券研究所

图表10　归母净利润及同比增速



资料来源：wind，公司年报，平安证券研究所

图表11　销售毛利率与销售净利率



资料来源：wind，平安证券研究所

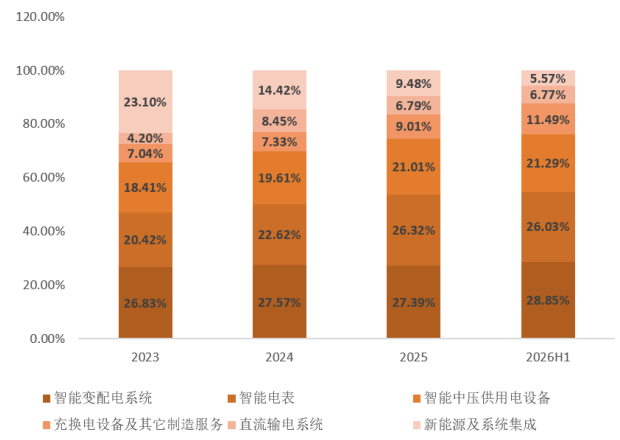
仅供内部参考，请勿外传

1.5 业务结构：订单向高质量设备类倾斜，收入结构持续优化

公司持续优化订单结构，业务重心进一步向设备类产品倾斜。2023—2025 年，智能变配电系统、智能电表和智能中压供用电设备三类业务收入占比合计由 65.66%提升至 74.72%，2026 年上半年进一步提升至 76.17%。同期，新能源及系统集成业务收入由 39.41 亿元降至 14.21 亿元，占营业收入比重由 23.10%降至 9.48%，2026 年上半年进一步降至 5.57%。系公司近年来持续调整该板块业务结构，聚焦高质量设备类订单。

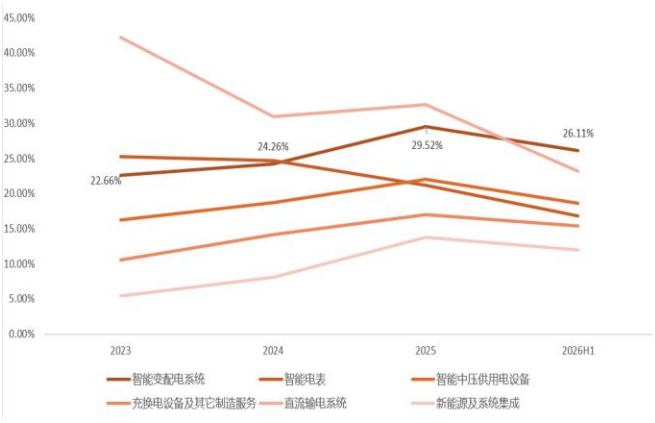
直流输电业务受特高压项目交付及产品结构影响，收入和毛利率呈现一定波动。2023—2025 年，公司直流输电系统收入分别为 7.16、14.44 和 10.18 亿元。2024 年收入同比增长 101.57%，主要受陇东—山东、金上—湖北、哈密—重庆等特高压项目确认收入带动；同期毛利率由 42.29%下降至 30.92%，主要受细分产品收入结构变化影响。2025 年板块收入回落至 10.18 亿元，毛利率小幅回升至 32.71%。2026 年上半年，由于确认项目以毛利率相对较低的改造项目为主，板块毛利率进一步降至 23.14%。

图表12　主营业务收入结构占比



资料来源：wind，平安证券研究所

图表13　主营业务毛利率变化



资料来源：wind，平安证券研究所

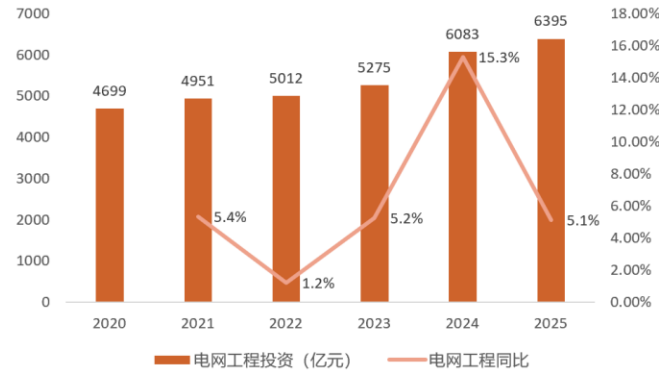
二、 需求景气向上：电网投资扩张，特高压与配用电设备需求共振

2.1 电网投资高位运行，主网一次及二次设备需求持续释放

电网投资规模持续扩张，电网侧建设重要性进一步提升。2020—2025 年，全国电网工程建设投资由 4699 亿元提升至 6395 亿元，其中 2024 年同比增长 15.3%至 6083 亿元，2025 年进一步创下新高。与此同时，电网投资增速与电源投资增速的差距逐步收窄并出现反转：2023 年电源工程投资同比增长 34.2%，显著高于电网投资的 5.2%；2025 年电网投增速提升至 5.1%，超过电源投资-6.5%的增速。进入“十五五”，国家电网预计固定资产投资达到 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，并将围绕主配微协同的新型电网平台建设，加快特高压直流外送通道和配电网建设，夯实数智基础设施，电网设备需求有望在较高资本开支强度下持续释放。

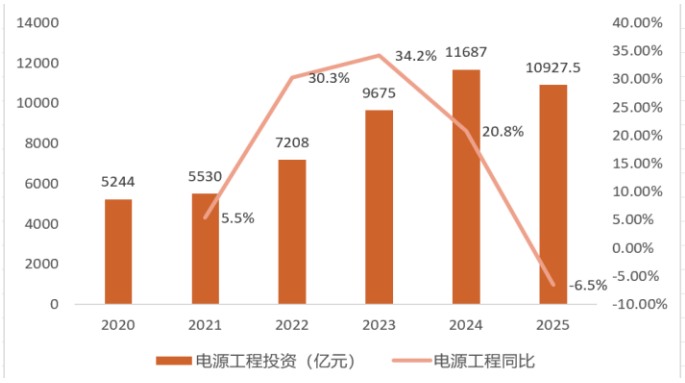
仅供内部参考，请勿外传

图表14　我国电网基本建设投资完成额



资料来源：wind，平安证券研究所

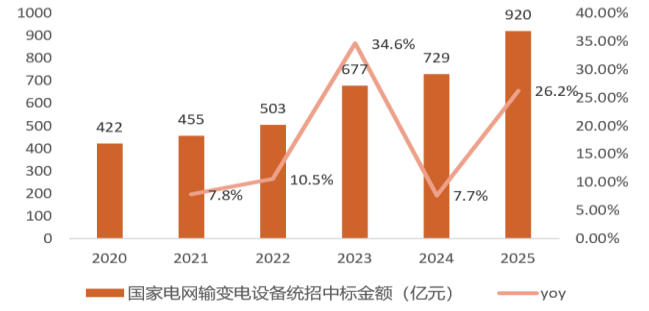
图表15　我国电源基本建设投资完成额



资料来源：wind，平安证券研究所

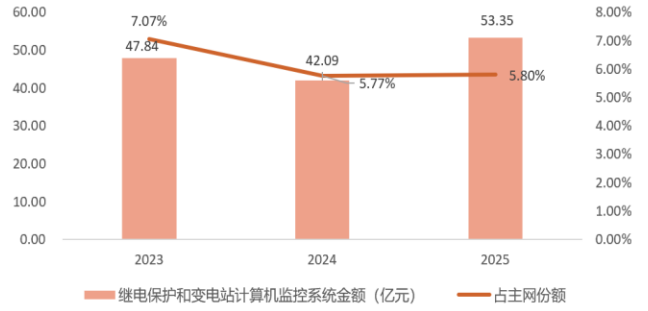
主网设备采购规模持续扩张，二次设备需求同步保持较高水平。国家电网输变电设备统招中标金额由2020年的422亿元增长至2025年的约920亿元，主网设备采购规模明显扩大。2023—2025年，继电保护和变电站计算机监控系统中标金额分别为47.84、42.09和53.35亿元，占输变电设备统招金额比重维持在约6%左右，二次设备在主网设备采购中保持相对稳定的价值量占比。与此同时，继电保护设备招标量由2023年的3.03万套增长至2025年的5.08万套，变电站监控设备由1565台增长至2387台；2026年截至第四批，两类设备招标量已分别达到3.7万套和2195台，主网二次设备需求延续较高水平。

图表16　国家电网输变电设备统招中标金额



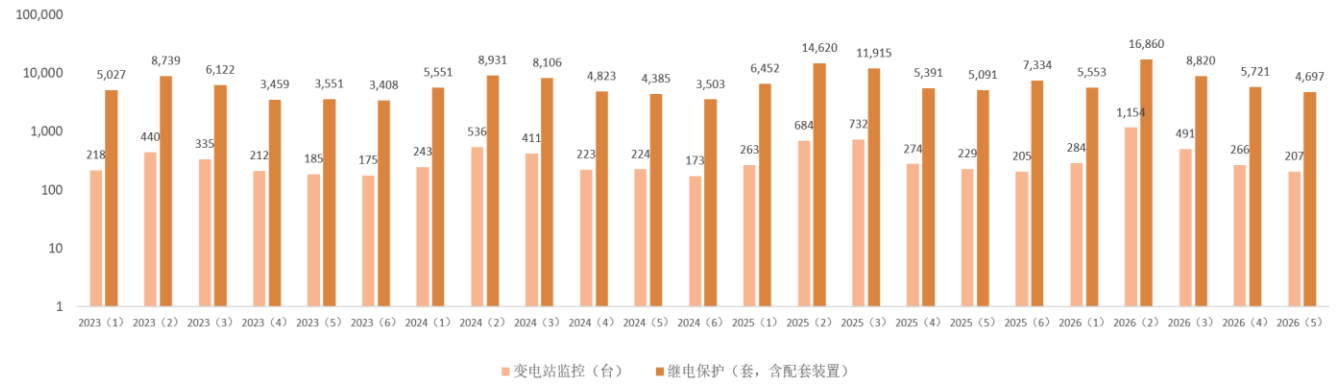
资料来源：国家电网，平安证券研究所

图表17　继电保护和变电站计算机监控系统金额及份额



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

图表18　国家电网变电站监控和继电保护招标数量

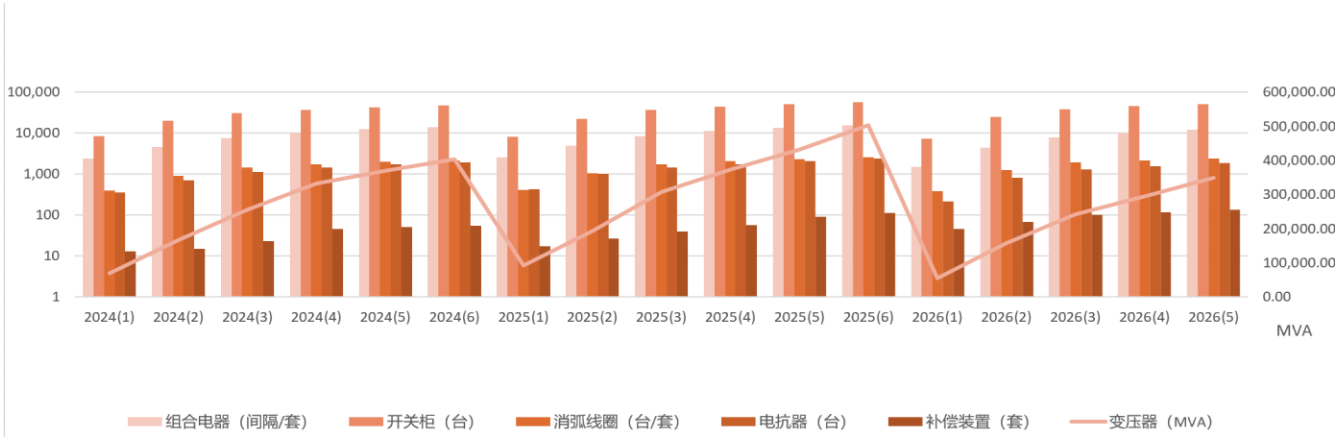


资料来源：国家电网，平安证券研究所（括号内数字为当年批次）

仅供内部参考，请勿外传

主网一次设备需求整体维持较高水平，开关柜、消弧线圈等品类表现较为稳健。根据国家电网输变电项目常规批次《货物清单》的统计，2025 年主要一次设备招标规模普遍较 2024 年提升，其中开关柜全年招标量由 4.75 万台增至 5.74 万台，同比增长 21.0%；消弧线圈由 2135 台增至 2608 台，同比增长 22.2%。2026 年前五批，开关柜累计招标 5.06 万台，与 2025 年同期基本持平，较 2024 年同期增长 19.3%；消弧线圈累计招标 2394 台/套，同比增长 2.8%，较 2024 年同期增长 22.3%。同期组合电器、变压器等品类招标量虽较 2025 年同期有所回落，但整体仍维持较大采购规模。

图表19　国家电网主网部分一次设备招标量累计值

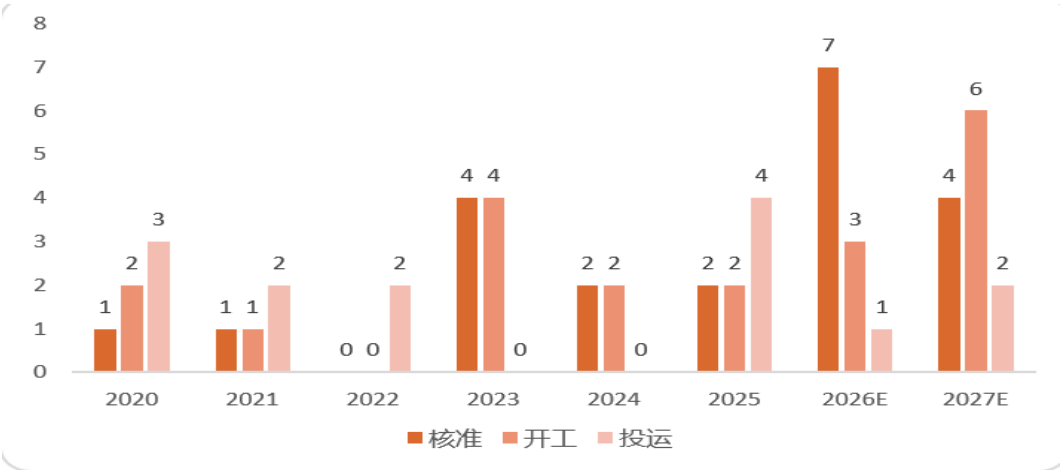


资料来源：国家电网，平安证券研究所（括号内数字为当年批次）

2.2 特高压直流进入新一轮建设周期，柔直拓展设备价值空间

十五五”跨区输电扩容目标明确，特高压直流建设有望维持较高强度。到 2030 年，我国“西电东送”规模将由 2025 年的约 3.4 亿千瓦提升至 4.2 亿千瓦以上，对应新增输送能力超过 8000 万千瓦；国家能源局明确，“十五五”期间将新增投产约 15 回特高压直流输电通道。回顾近年建设节奏，2023 年以来特高压直流项目核准、开工明显提速，2023—2025 年分别核准 4、2、2 条，前期核准项目亦陆续进入开工和投运阶段，特高压直流建设由前期项目储备逐步进入集中落地期。

图表20　特高压直流项目（不含背靠背）核准、开工及投运数量（条）



资料来源：国家发改委，中国能源报，人民网，国家能源局，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

项目储备充足，2026—2027 年有望迎来新一轮核准及开工高峰。根据我们对当前重点特高压直流项目进展的梳理，预计 2026 年核准、开工及投运项目分别为 7、3、1 条，2027 年分别为 4、6、2 条，建设节奏较 2024—2025 年进一步加快。项目端，陕西—河南已进入待建设阶段，新疆—川渝，巴丹吉林—四川有望于 2026 年推进核准开工；腾格里—江西、库布齐—上海、松辽—华北、库布齐—江苏及青海—广东等项目处于前期推进阶段，有望在 2027 年前后陆续转入建设。随着前期项目持续落地、新增项目接续推进，特高压直流设备需求有望保持较高景气。

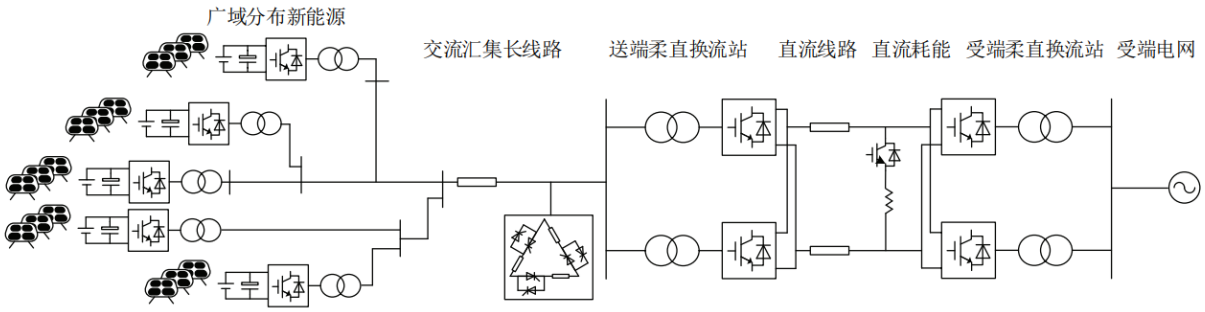
图表21　预计 2026.2027 开工的特高压直流项目汇总

项目名称	目前状态	工程规模	技术路线	预计开工时间
陕西-河南	待建设	±800kv，728km	混合直流	2026E
疆电入川渝	待核准	±800kv，1999km	柔性直流	2026E
巴丹吉林-四川	待核准	±800kv，1460km	混合直流	2026E
腾格里-江西	待核准	±800kv，2152km	混合直流	2027E
库布齐-上海	待核准	±800kv，1951km	混合直流	2027E
松辽-华北	待核准	±800kv，1031km	柔性直流	2027E
库布齐—江苏	待核准	±800kv，1793km	混合直流	2027E
青海—广东	待核准	±800kv，2511km	柔性直流	2027E
青海—广西	待核准	±800kv，2844km	混合直流	2027E

资料来源：中国能建官网，中华人民共和国生态环境部，中国能源新闻网，吉林省人民政府，青海新闻网，全国电力设备管理网，中国电器工业协会，平安证券研究所

新能源大基地外送推动柔直应用拓展，单项目投资规模有望提升。随着“沙戈荒”等大型新能源基地持续开发，新能源基地大规模、远距离外送需求提升，柔性直流已成为大规模新能源远距离送出的推荐方案之一。从典型项目看，柔性直流工程投资规模相对较高：同为±800 千伏、800 万千瓦且输电距离较为接近的哈密—重庆常规直流与甘肃—浙江全柔直工程，总投资分别为 286 亿元和 353 亿元。随着新能源外送通道建设提速及柔直技术应用增加，特高压直流建设有望实现项目数量与单项目价值量共同提升。

图表22　大规模新能源经柔性直流送出系统示意图



资料来源：李岩等《大规模新能源经柔性直流孤网送出系统的稳定新问题与控制方法》，平安证券研究所

图表23　典型±800kV 常规直流与柔性直流工程投资对比

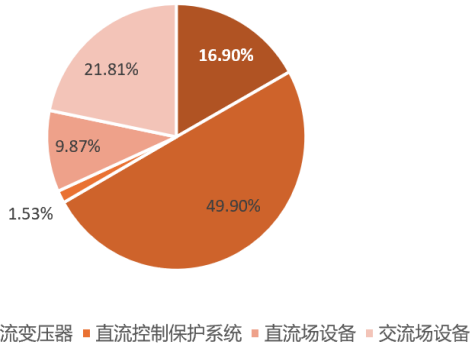
项目	技术路线	电压/容量	线路长度	总投资
哈密—重庆	常规直流	±800kV / 8GW	2260km	286 亿元
甘肃—浙江	全柔性直流	±800kV / 8GW	2370km	353 亿元

资料来源：国家能源局，新华网，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

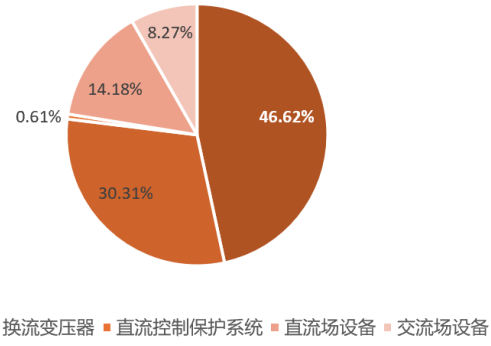
柔性直流技术路线下，换流阀环节价值量显著提升。我们统计 2025—2026 年蒙西—京津冀、陕西—河南及藏粤直流等项目共 6 座换流站的设备招标情况，其中常规直流换流站 2 座、柔性直流换流站 4 座。以换流阀、换流变压器、直流控制保护及交直流场设备等换流站主要设备为统计口径，常规直流换流站中换流阀招标金额占比约 16.9%，而柔性直流换流站中该比例提升至 46.6%，价值量权重明显提高。从近期项目技术路线看，蒙西—京津冀、陕西—河南均采用送端常规直流、受端柔性直流方案，藏粤直流则采用柔性直流方案，柔直在大规模新能源远距离输送等场景中的应用进一步拓展。

图表24　常规直流换流站主要设备价值量构成



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所（注：跨换流站标包按包内物资行数占比归集）

图表25　柔性直流换流站主要设备价值量构成



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所（注：跨换流站标包按包内物资行数占比归集）

2.3 配网投资持续加码，智能用电需求同步扩容

配电网投资维持较高规模，“十五五”建设改造需求进一步明确。2023—2025 年，全国 110 千伏及以下等级电网投资分别为 2902、3194 和 3237 亿元，占同期电网工程投资总额的 55.0%、52.5%和 50.6%，投资占比虽有所回落，但连续三年保持在 50%以上，配电网仍是电网资本开支的重要组成部分。政策端，近年来配电网建设改造支持力度持续加大，政策重点由扩大配网投资逐步细化至供电能力提升、防灾抗灾、新型主体接入及智能化升级等具体任务；“十五五”规划进一步明确，到 2030 年配电网承载分布式新能源能力由 2025 年的 5 亿千瓦提升至 9 亿千瓦。政策任务持续细化并加快落地，有望支撑配网投资维持较高景气。

图表26　配网相关政策文件及内容

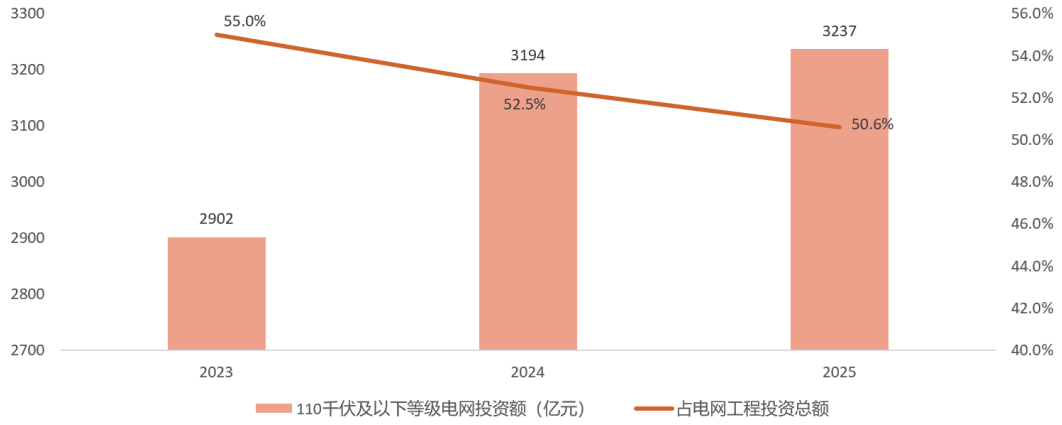
时间	政策文件	配网相关核心内容
2024.2	《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》	□ 有序扩大配电网投资，提高投资效益；□ 到 2025 年具备约 5 亿千瓦分布式新能源接入能力；□ 到 2030 年基本完成配电网柔性化、智能化、数字化转型。
2024.8	《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》	围绕供电能力、抗灾能力和承载能力提升，重点推进“四个一批”：供电薄弱区域升级改造、防灾抗灾能力提升、新型主体接入、分布式智能电网建设。
2025.12	《关于促进电网高质量发展的指导意见》	适度超前规划变配电设施布局，推进配电网柔性化、智能化、数字化转型，实现配电网由传统无源单向辐射网络向有源双向交互系统转变。
2026.7	《新型电力系统建设“十五五”规划》	□ 到 2030 年配电网承载分布式新能源能力提升至 9 亿千瓦；□ 推进城市配电网提质更新、农村电网建设改造；□ 推动配电网建设改造和智慧升级，加强市县级配电网与新业态布局规划协同

资料来源：国家能源局，国家发改委，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

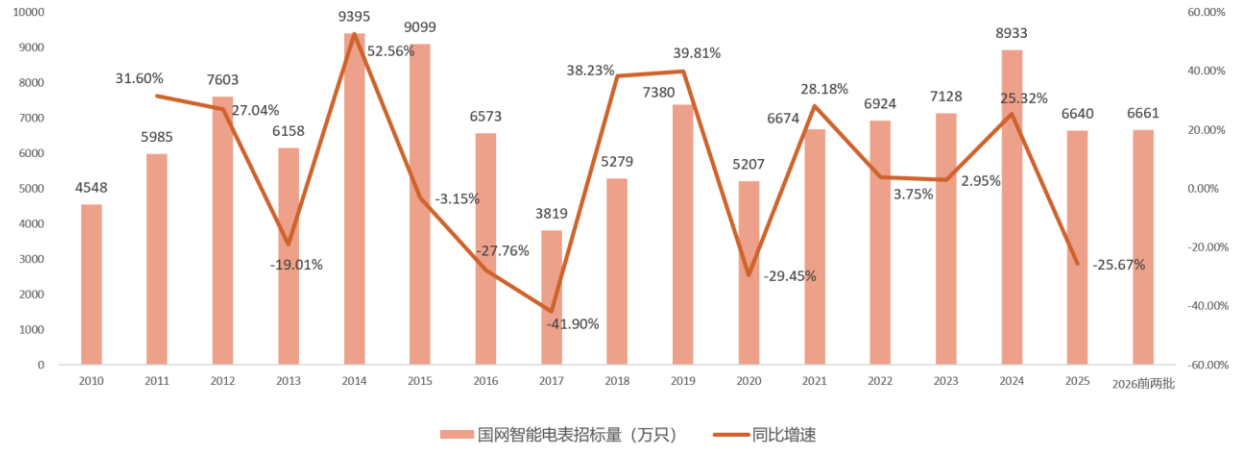
图表27　110千伏及以下等级电网投资额及占比



资料来源：中电联，平安证券研究所

存量更新叠加技术标准升级，智能电表需求有望保持较高景气。居民电能表具有持续更新需求，市场监管总局明确居民水电气表实行“限期使用、到期轮换”，并要求公用企业根据计量器具使用期限提前制定轮换计划。近年来国网智能电表采购规模整体维持高位，2020—2024 年招标量由 5207 万只提升至 8933 万只，2025 年回落至约 6640 万只，2026 年前两批电能表招标量已达 6661 万只，同比增长 34.7%，需求明显放量。同时，国家电网于 2025 年发布 2025 版智能电能表技术规范，新版电表在计量量程、内置开关等方面升级，并新增单相表无功计量、度电赋码等功能要求；2025 年第三批计量设备招标开始应用新版标准。庞大的存量电表更新需求构成行业需求底盘，叠加新一轮技术标准切换及产品升级，国内智能电表采购需求有望获得持续支撑。

图表28　国家电网智能电表年招标量及同比增速

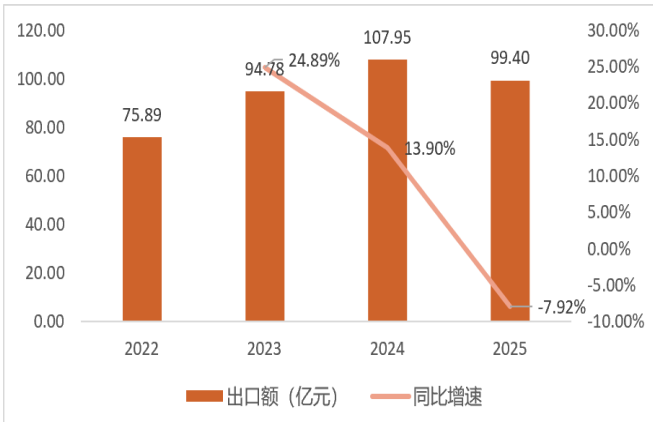


资料来源：国家电网，钜泉光电招股说明书，晨泰科技北交所上市审核问询函回复，平安证券研究所

海外市场方面，我国电子式电度表出口保持较大规模，亚洲、非洲市场的重要性持续提升。按海关总署 90283013、90283014 口径，2022—2024 年我国单相及三相电子式（静止式）电度表出口额由 75.89 亿元增至 107.95 亿元，2025 年虽同比下降 7.9%至 99.40 亿元，但仍较 2022 年增长 31.0%，2022—2025 年复合增速约 9.4%。分区域看，亚洲、非洲合计出口占比由 2022 年的 49.3%提升至 2025 年的 60.4%，其中亚洲占比由 30.4%提升至 34.8%，非洲占比由 18.9%提升至 25.6%，海外需求结构逐步由欧洲主导向亚洲、非洲等市场多点拓展。

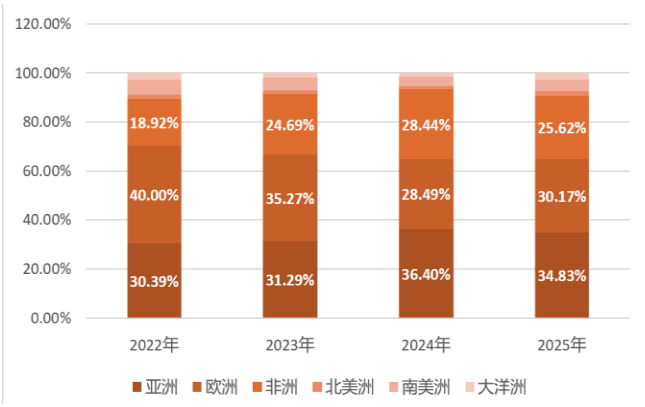
仅供内部参考，请勿外传

图表29　我国电子式（静止式）电度表出口额



资料来源：海关总署，平安证券研究所

图表30　我国电子式电度表分区域出口结构



资料来源：海关总署，平安证券研究所

三、 核心竞争优势：直流核心设备卡位，多领域市场地位稳固

3.1 特高压直流：双核心设备卡位，柔直放大成长弹性

柔直布局起步较早，长期研发积累构筑先发优势。2012 年，公司±320kV/1000MW、±200kV/400MW、±200kV/300MW 及±200kV/100MW 系列柔直换流阀及阀控设备通过型式试验，其中±200kV/100MW 产品随后应用于舟山多端柔性直流输电示范工程。2016—2017 年，公司进一步研制±500kV/1500MW、3000MW 柔直换流阀；2019 年突破“黑模块可靠旁路”等关键技术，研制出世界首个±800kV 特高压国产化柔直换流阀，并于 2020 年应用于乌东德电站送电广东广西多端直流示范工程。同期，公司突破柔直换流阀适海性设计等关键技术，将产品应用于如东海上风电柔性直流送出工程。长期技术迭代与工程验证形成的先发积累，为公司在柔直项目加速建设中持续获取核心设备订单奠定了基础。

图表31　许继电气柔性直流换流阀技术及工程应用演进

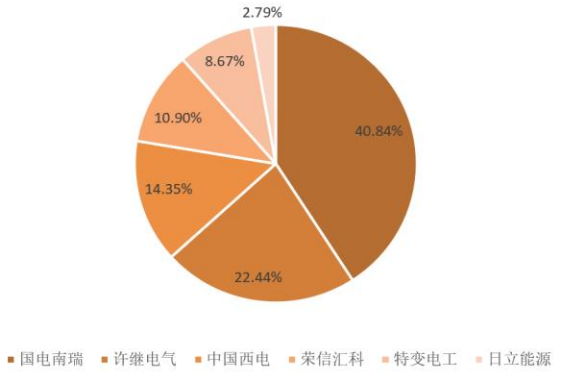


资料来源：公司官网，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

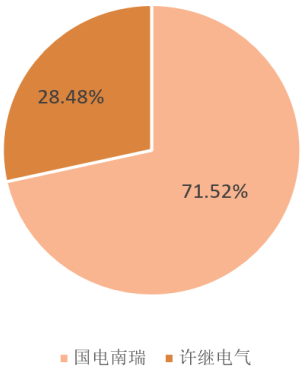
直流核心设备形成双重卡位，换流阀与直流控保均具备较强竞争地位。公司已形成±1100 千伏及以下特高压直流、±800 千伏及以下柔性直流输电业务体系，核心产品覆盖换流阀、直流量测及直流控制保护系统等。根据我们对 2024—2026 年国家电网特高压项目设备招标已定标批次的统计，换流阀累计中标金额约 211.10 亿元，其中许继中标 47.37 亿元，占比 22.4%；同期直流控制保护系统累计中标 11.15 亿元，许继中标 3.18 亿元，占比 28.5%。直流控保中标主体集中于国电南瑞和许继，体现公司在直流核心控制环节的长期竞争基础。

图表32　2024—2026 年国网特高压项目换流阀累计中标金额份额



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

图表33　2024—2026 年国网特高压项目直流控制保护系统累计中标金额份额



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

柔直技术路线下，公司换流阀优势进一步向订单端兑现。2024—2026 年已定标柔性直流及常柔混合工程换流阀中标金额约 195.8 亿元，其中许继累计中标约 45.58 亿元，占比 23.28%。近年来，公司先后在甘肃—浙江、藏东南—粤港澳大湾区以及陕西—河南等柔直或常柔混合工程取得换流阀订单，单包中标金额均超过 10 亿元。我们认为，柔直应用范围扩大有望进一步放大公司在换流阀环节的订单弹性。

图表34　许继电气近年代表性柔直换流阀中标项目

工程（线路）	工程类型	技术路线	涉及换流站	换流阀中标金额（万元）	许继中标金额（万元）	许继占本工程比重
甘肃—浙江	长距离输电	柔性直流	武威站、越州站	434,643.89	108,571.87	24.98%
藏东南—粤港澳大湾区	长距离输电	柔性直流	察隅站、昌都站	366,716.03	117,407.00	32.02%
陕西—河南	长距离输电	常柔混合	开封站、榆林站	285,037.63	112,763.04	39.56%
蒙西—京津冀	长距离输电	常柔混合	达拉特（蒙西）站、雄南站	284,705.07		
宿松背靠背	背靠背	柔性直流	宿松站	118,365.24		
渝黔背靠背	背靠背	柔性直流	渝黔站	117,180.01		
鲁苏背靠背	背靠背	柔性直流	鲁苏站	117,132.41		
湘粤背靠背	背靠背	柔性直流	湘粤站	117,130.15		
闽赣联网	背靠背	柔性直流	闽赣站	117,080.09	117,080.09	100.00%
合计				1,957,990.52	455,822.00	23.28%

资料来源：国家电网，平安证券研究所

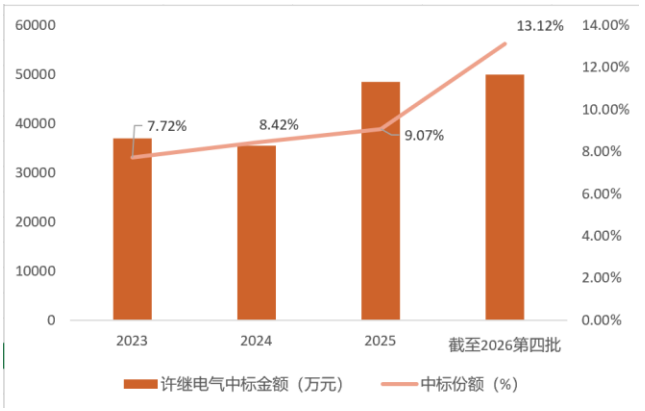
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

3.2 输变电设备：二次优势持续兑现，一次设备多点突破

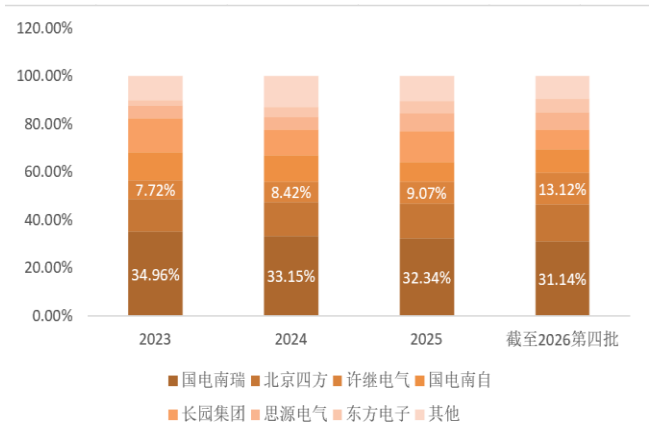
二次设备继保与变电站自动化传统优势持续向市场份额兑现。公司智能变配电系统产品覆盖继电保护系统、变电站监控系统及智能变电站系统等，并持续布局新一代保护控制及监控平台，推进交直流混联电网保护、电网多层级安全稳定控制等关键技术研发。按国网主网设备招标统计，许继中标金额份额由 2023 年的 7.72%提升至 2025 年的 9.07%，2026 年截至第四批进一步升至 13.12%；同期中标金额由 2023 年的 3.69 亿元提升至 2025 年的 4.84 亿元，2026 年前四批已达到约 5 亿元。我们认为，持续提升的中标份额反映公司在继保与变电站自动化领域的长期积累正进一步转化为主网市场竞争力。

图表35　2023-2026 许继电气继保与变电站自动化设备中标金额及份额



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

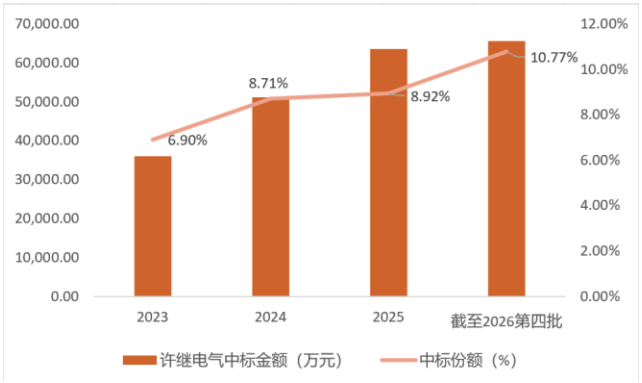
图表36　2023-2026 继保及变电站监控主要厂商中标份额



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

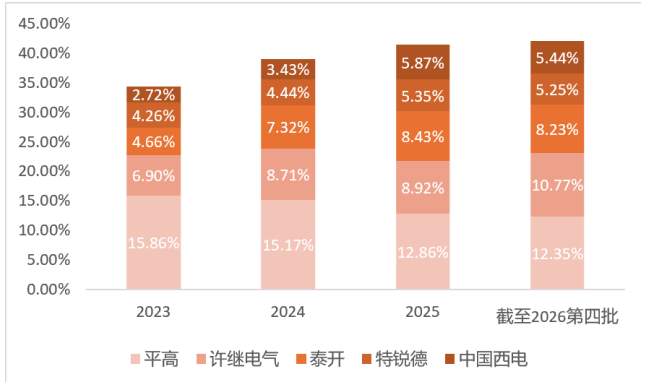
一次设备形成开关柜、消弧线圈等优势品类，开关柜份额持续提升。公司智能中压供用电设备覆盖开关、变压器、电抗器、消弧线圈接地成套装备及环网柜等产品。根据 2023 年至 2026 年第四批国家电网主网输变电项目统招已公示中标结果的统计，开关柜累计中标规模约 242.67 亿元，其中许继累计中标约 21.60 亿元，中标金额份额约 8.90%，在统计口径下居第二；公司开关柜中标金额份额由 2023 年的 6.90%提升至 2025 年的 8.92%，2026 年前四批进一步升至 10.77%。消弧线圈方面累计中标规模约 26.68 亿元，许继累计中标约 5.80 亿元，中标金额份额约 21.76%，同样位居第二；2023—2026 年前四批公司年度中标金额份额均保持在约 19%—25%区间。公司在开关柜、消弧线圈等一次设备细分领域形成较强竞争基础，有望更充分受益于主网输变电设备需求扩张。

图表37　2023-2026 许继电气开关柜中标金额及份额



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

图表38　2023-2026 主网开关柜主要厂商中标份额

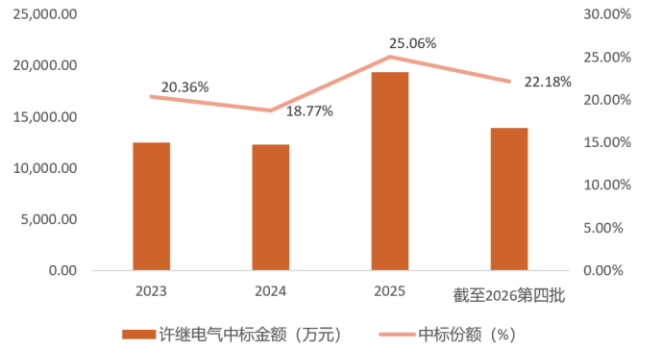


资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

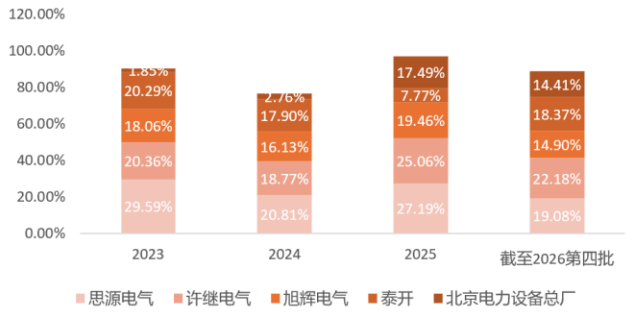
仅供内部参考，请勿外传

图表39　2023-2026 许继电气消弧线圈中标金额及份额



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

图表40　2023-2026 主网消弧线圈主要厂商中标份额

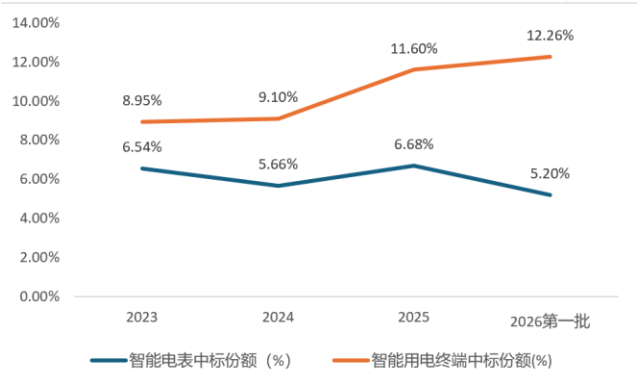


资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

3.3 智能电表与用电终端：电表基本盘稳健，终端份额加速提升

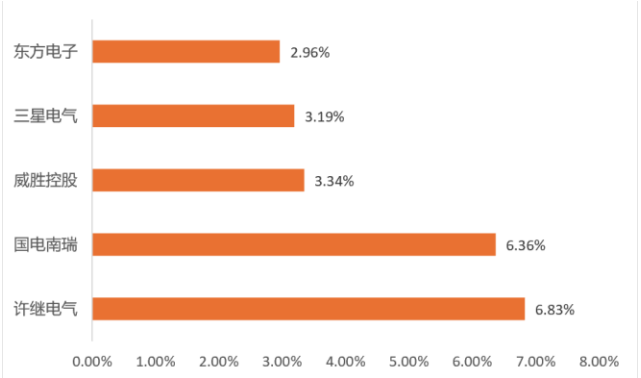
智能电表基本盘保持稳定，智能用电终端竞争优势进一步显现。公司智能电表业务以智能电表为中心构建电力用户感知体系、以智能终端为中心构建边缘计算处理平台，主要产品包括智能电表、智能用电终端及用电采集系统等。根据对国家电网计量设备招标中智能电表及智能用电终端的统计，2023—2025 年公司智能电表中标金额份额分别为 6.54%、5.66%和 6.68%，整体保持稳定；同期智能用电终端中标金额份额由 8.95%提升至 11.60%，2026 年第一批进一步达到 12.26%。截至 2026 年第一批，2023 年以来公司两类产品累计中标金额约 46.15 亿元、累计中标金额份额约 6.83%，在前五大集团中排名第一。我们认为，在智能电表基本盘保持稳固的同时，公司智能用电终端份额持续提升，有望进一步巩固其在智能用电环节的市场竞争力。

图表41　2023-2026 许继电气智能电表及智能用电终端中标份额（%）



资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

图表42　2023-2026 国网智能电表及智能用电终端累计中标份额（前五大集团）



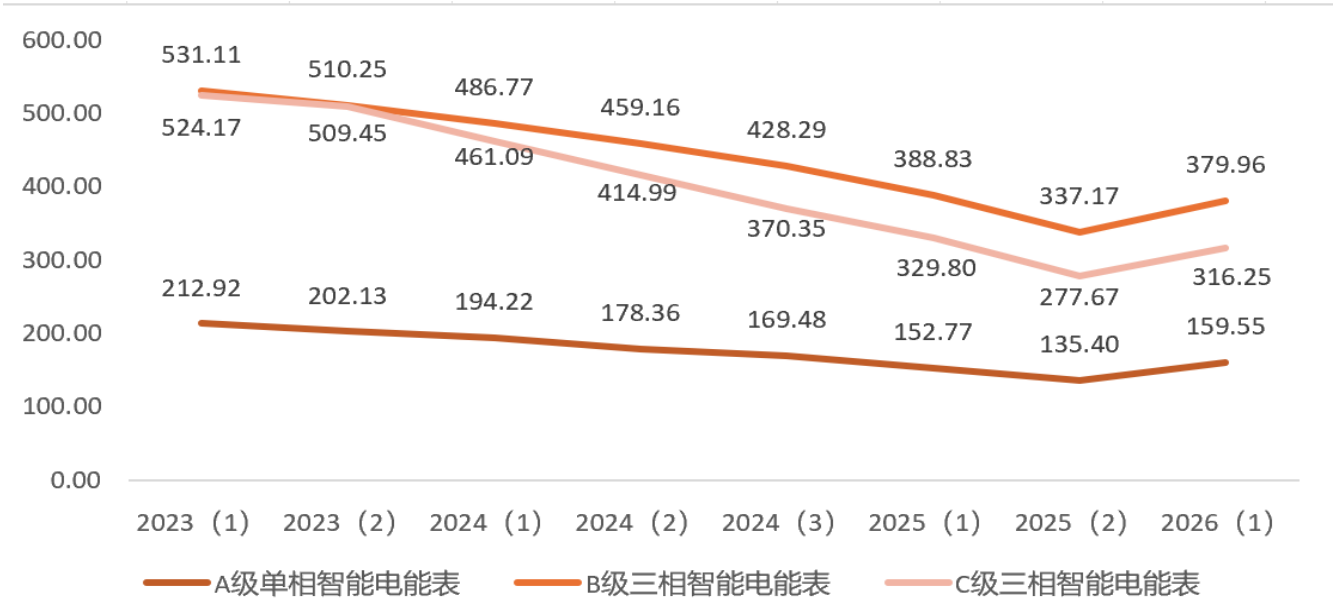
资料来源：国家电网，千里马招标网，平安证券研究所

主要智能电表中标价格出现边际回升。根据我们对国家电网计量设备各批次中标结果的统计，2023 年以来 A 级单相、B 级三相及 C 级三相智能电表中标均价整体持续下行，2025 年第二批分别降至 135.40、337.17 和 277.67 元/只；2026 年第一批分别回升至 159.55、379.96 和 316.25 元/只，较上一有效批次分别上涨 17.8%、12.7%和 13.9%。主要规格智能电表中标价格在经历前期持续下行后出现边际改善，若后续批次价格维持回升趋势，有望改善公司新签订单盈利质量。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

图表43　国网主要智能电表分批次中标均价变化（元/只）

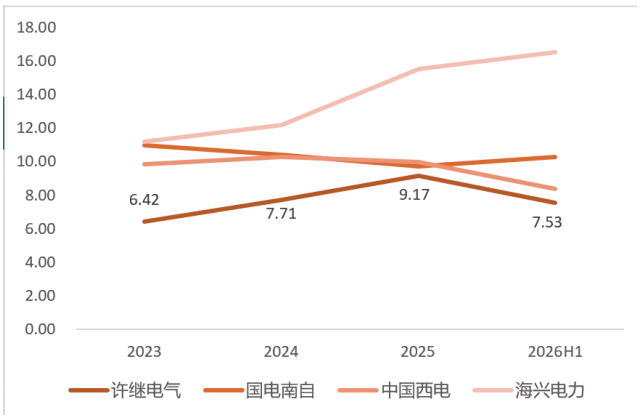


资料来源：国家电网，平安证券研究所（注：均价为整包口径，含随表采购的通信单元与背夹）

3.4 精益管理持续深化，低费用率与人效提升彰显经营效率

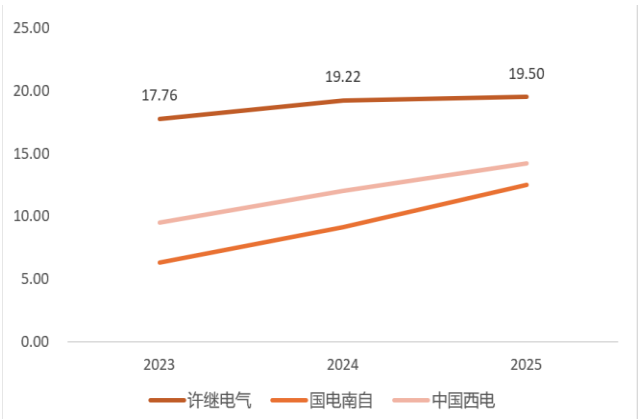
精益管理持续深化，经营效率优势较为突出。公司以盈利能力提升为导向，将成本对标、费用管控、设计优化及投标报价机制等工作有效融合。2023—2026H1，公司销售及管理费用率分别为 6.42%、7.71%、9.17%和 7.53%，我们选取中国西电（输配电一次设备成套制造企业），国电南自（电力二次设备及自动化企业），海兴电力（智能电表及用电信息采集设备企业），发现许继电气费用率各期均低于中国西电、国电南自及海兴电力；与此同时，公司人均创利由 2023 年的 17.8 万元/人提升至 2025 年的 19.5 万元/人。2026 年上半年，构建成本对标与精益管理深度融合模式，以任务清单推动提质增效、成本对标各项举措落地。较低的销售及管理费用率叠加持续提升的人均创利，体现了公司较强的经营管理效率，精益管理深化有望持续支撑盈利能力改善。

图表44　2023—2026H1 可比公司销售及管理费用率（%）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表45　2023—2025 年可比公司人均创利（万元/人）



资料来源：wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

四、 投资建议

收入与毛利预测：智能变配电、智能电表及智能中压供用电设备构成公司收入基本盘，有望受益于电网投资持续推进及市场份额提升；直流输电业务随着特高压及柔直项目订单逐步交付，有望成为未来业绩增长的重要驱动力；充换电设备及其它制造服务保持较快增长，新能源及系统集成业务持续优化订单结构，盈利质量有望逐步改善。

- **智能变配电系统：**2026H1 公司智能变配电系统实现收入 18.83 亿元，同比增长 1.95%，毛利率达到 26.11%，整体经营表现相对平稳。考虑到 2026 年以来公司在国网继电保护及变电站监控设备招标中的中标份额进一步提升，相关订单有望在后续年度逐步交付并转化为收入。预计 2026—2028 年收入增长 10%/10%/10%，毛利率维持在 27%左右。
- **智能电表：**2026 年 H1 公司智能电表业务收入 16.99 亿元，同比增长 11.16%，保持较快增长；毛利率为 16.85%，同比下降 7.21pct，主要受 2025 年低价中标订单在本期确收影响。展望未来，存量电表持续轮换及新版智能电表技术标准切换有望支撑市场需求，公司智能用电终端中标份额持续提升，为板块收入增长提供支撑。考虑到智能电表更新需求具有一定周期性，国网集中采购规模存在阶段性波动，预计 2027—2028 年随着采购需求逐步趋于平稳，板块收入增速有所放缓。毛利率方面，考虑到 2026 年主要规格智能电表中标价格出现边际回升，相关订单后续交付有望带动盈利能力逐步修复。预计 2026—2028 年收入增长 15%/12%/10%；毛利率分别为 18%/20%/20%。
- **智能中压供用电设备：**2026 年 H1 公司智能中压供用电设备收入 13.89 亿元，同比增长 3.80%，毛利率为 18.65%，同比下降 5.02pct，主要受 2025 年部分配网产品低价订单在本期确收影响。考虑到电网投资持续推进，公司在开关柜、消弧线圈等细分领域具备较强竞争基础，2026 年以来开关柜中标份额进一步提升，相关订单逐步交付有望支撑板块收入增长。毛利率方面，考虑到前期低价订单影响有望逐步减弱，预计盈利水平温和修复。预计 2026—2028 年收入增长 8%/8%/8%，毛利率分别为 19%/20%/20%。
- **充换电设备及其它制造服务：**2026 年 H1 公司充换电设备及其它制造服务业务收入 7.49 亿元，同比增长 29.75%，毛利率为 15.43%，同比提升 0.2pct。展望未来，随着新能源汽车充电基础设施持续建设，充换电设备市场需求有望保持增长，我们预计 2026—2028 年充换电设备及其它制造服务收入同比增长 20%/20%/20%，毛利率维持在 16%。
- **直流输电系统：**2026 年 H1 公司直流输电系统收入 4.42 亿元，同比下降 4.05%，毛利率为 23.14%，同比下降 17.62pct，主要由于本期确认收入的项目以毛利率相对较低的改造项目为主，部分直流大项目尚未达到收入确认进度。考虑到公司在甘肃—浙江、藏粤直流、陕西—河南等工程中已取得相关订单，随着后续项目逐步交付，直流输电业务有望进入收入释放阶段。毛利率方面，预计随着大项目交付占比提升，板块盈利水平有望逐步恢复。我们预计 2026—2028 年收入同比增长 28%/35%/35%，毛利率分别为 30%/40%/40%。
- **新能源及系统集成：**2026 年 H1 公司新能源及系统集成业务收入 3.63 亿元，同比下降 47.79%，毛利率为 11.95%，同比提升 1.34pct，主要系公司持续调整业务结构、聚焦高质量设备类订单。考虑到业务结构调整仍在推进，预计 2026 年板块收入继续收缩，2027—2028 年随着调整影响逐步减弱，业务规模有望趋于稳定。预计 2026—2028 年收入同比增长-40%/3%/3%，毛利率维持在 12%。

综上所述，我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入 162.35 亿元、183.08 亿元和 206.39 亿元，同比增长 8.29%、12.77%和 12.73%；综合毛利率分别为 21.16%、23.01%和 23.35%。

图表46 公司收入与毛利预测（单位：亿元）

业务板块	2025A	2026E	2027E	2028E
智能变配电系统				
营业收入	41.07	45.18	49.69	54.66
同比	-12.84%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	12.12	12.20	13.42	14.76
毛利率	29.52%	27.00%	27.00%	27.00%

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

智能电表				
营业收入	39.46	45.38	50.82	55.91
同比	2.05%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利	8.35	8.17	10.16	11.18
毛利率	21.16%	18.00%	20.00%	20.00%
智能中压供用电设备				
营业收入	31.50	34.02	36.74	39.68
同比	-6.01%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利	6.95	6.46	7.35	7.94
毛利率	22.07%	19.00%	20.00%	20.00%
充换电设备及其它制造服务				
营业收入	13.51	16.21	19.45	23.35
同比	7.88%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	2.30	2.59	3.11	3.74
毛利率	17.06%	16.00%	16.00%	16.00%
直流输电系统				
营业收入	10.18	13.03	17.59	23.75
同比	-29.47%	28.00%	35.00%	35.00%
毛利	3.33	3.91	7.04	9.50
毛利率	32.71%	30.00%	40.00%	40.00%
新能源及系统集成				
营业收入	14.21	8.53	8.78	9.05
同比	-42.34%	-40.00%	3.00%	3.00%
毛利	1.96	1.02	1.05	1.09
毛利率	13.80%	12.00%	12.00%	12.00%
综合预测				
营业收入	149.92	162.35	183.08	206.39
同比	-12.27%	8.29%	12.77%	12.73%
毛利	35.02	34.36	42.13	48.20
综合毛利率	23.36%	21.16%	23.01%	23.35%

资料来源：wind，平安证券研究所测算

盈利预测与投资建议：我们预计 2026—2028 年公司归母净利润分别约为 11.68/15.70/18.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.15/1.54/1.77 元，按 2026 年 10 月 16 日收盘价 22.21 元计算，对应 PE 分别为 19.4/14.4/12.5 倍。考虑到公司业务覆盖特高压直流、主网二次设备及智能配用电等领域，我们选取东方电子、国电南瑞、中国西电作为可比公司，三家公司 2026—2028 年预测市盈率的算术平均值分别为 23.1/19.4/16.6 倍，均高于公司同期估值水平。从历史 PE Band 来看，公司当前股价处于历史估值带相对偏低区域，具备一定估值性价比。我们认为，公司在特高压直流换流阀、直流控制保护系统等核心设备领域具备较强竞争优势，近年来柔性直流及常柔混合工程订单持续落地，有望随着项目交付逐步转化为业绩增量；同时，电网投资持续推进有望带动继电保护、变电站监控及智能配用电设备需求增长，公司相关产品中标份额提升有望进一步巩固业务基本盘。展望“十五五”，随着特高压直流建设持续推进、存量智能电表轮换及新一轮技术标准升级，公司收入规模与盈利能力有望逐步改善。当前公司估值较可比公司平均水平仍存在一定折价，叠加历史估值位置相对偏低，未来业绩增长与估值修复空间值得关注。首次覆盖，给予“推荐”评级。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

图表47　许继电气历史 PE Band



资料来源：wind，平安证券研究所

图表48　同行业可比公司估值对比

公司名称	股票代码	股票价格/元	EPS/元				P/E				备注
		2026/10/16	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
东方电子	000682	10.17	0.68	0.77	0.90	1.03	15.0	13.2	11.3	9.9	未覆盖公司盈利预测为 wind 一致预期
国电南瑞	600406	22.73	1.03	1.14	1.29	1.47	22.1	19.9	17.6	15.4	
中国西电	601179	10.96	0.25	0.30	0.37	0.44	44.2	36.2	29.3	24.7	
	平均值						27.1	23.1	19.4	16.6	
许继电气	000400	22.21	1.15	1.15	1.54	1.77	19.4	19.4	14.4	12.5	

资料来源：wind，平安证券研究所测算；未覆盖公司 EPS 采用 wind 一致预期

五、 风险提示

（1） 电网投资及特高压建设进度不及预期的风险。

电网设备需求与电网投资规模及项目建设节奏密切相关，若电网投资落地进度低于预期，或特高压项目核准、招标、开工及建设进度不及预期，可能对相关电力设备企业订单及业绩释放产生不利影响。

（2） 海外电力设备需求及企业出海进展不及预期的风险。

当前国内电力设备企业积极拓展海外市场，若海外电网投资需求下降、项目建设进度放缓，或国内企业海外市场认证、客户拓展及订单交付不及预期，可能影响相关企业海外业务增长。

（3） AIDC 等新兴需求发展不及预期的风险。

AIDC 建设有望带动变压器、配电设备及新型供配电设备需求增长，若全球及国内 AIDC 资本开支、项目建设进度或相关新技术产业化进程不及预期，可能影响相关电力设备需求释放。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	21,309	21,233	23,523	26,342
现金	7,527	7,434	8,039	8,904
应收票据及应收账款	8,638	9,217	10,394	11,718
其他应收款	211	475	536	604
预付账款	897	757	854	963
存货	3,453	2,941	3,239	3,635
其他流动资产	582	408	460	519
非流动资产	4,942	4,960	4,949	4,930
长期投资	348	379	410	441
固定资产	2,099	2,182	2,235	2,277
无形资产	748	834	753	673
其他非流动资产	1,747	1,565	1,551	1,539
资产总计	26,251	26,193	28,472	31,272
流动负债	12,291	11,450	12,658	14,217
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9,208	8,869	9,767	10,962
其他流动负债	3,083	2,581	2,891	3,255
非流动负债	580	518	454	390
长期借款	310	248	184	120
其他非流动负债	270	270	270	270
负债合计	12,871	11,968	13,112	14,606
少数股东权益	1,230	1,374	1,569	1,792
股本	1,019	1,019	1,019	1,019
资本公积	663	663	663	663
留存收益	10,469	11,169	12,110	13,191
归属母公司股东权益	12,151	12,851	13,792	14,873
负债和股东权益	26,251	26,193	28,472	31,272

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**2,646**	**739**	**1,600**	**1,968**
净利润	1,312	1,313	1,764	2,027
折旧摊销	320	325	356	386
财务费用	-54	-16	-19	-24
投资损失	1	-31	-31	-31
营运资金变动	891	-858	-477	-396
其他经营现金流	176	6	6	6
投资活动现金流	-250	-318	-321	-341
资本支出	274	312	315	335
长期投资	-5	-10	-10	-10
其他投资现金流	-520	-621	-627	-667
筹资活动现金流	-451	-514	-673	-762
短期借款	-78	0	0	0
长期借款	132	-63	-64	-64
其他筹资现金流	-505	-451	-609	-698
现金净增加额	1,945	-94	606	864

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,992	16,235	18,308	20,639
营业成本	11,490	12,799	14,095	15,819
税金及附加	79	81	91	102
营业费用	770	662	746	841
管理费用	605	599	676	762
研发费用	781	819	923	1,041
财务费用	-54	-16	-19	-24
资产减值损失	-87	-56	-63	-71
信用减值损失	60	-51	-57	-64
其他收益	170	179	179	179
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	31	31	31
资产处置收益	2	2	2	2
营业利润	1,466	1,397	1,888	2,174
营业外收入	22	35	35	35
营业外支出	8	6	6	6
利润总额	1,480	1,426	1,918	2,203
所得税	169	114	153	176
净利润	1,312	1,313	1,764	2,027
少数股东损益	145	145	195	224
归属母公司净利润	1,167	1,168	1,570	1,804
EBITDA	1,747	1,735	2,254	2,565
EPS(元)	1.15	1.15	1.54	1.77

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入(%)	-12.3	8.3	12.8	12.7
营业利润(%)	5.3	-4.7	35.2	15.1
归属于母公司净利润(%)	4.5	0.0	34.4	14.9
获利能力				
毛利率(%)	23.4	21.2	23.0	23.4
净利率(%)	7.8	7.2	8.6	8.7
ROE(%)	9.6	9.1	11.4	12.1
ROIC(%)	9.9	11.1	13.5	14.2
偿债能力				
资产负债率(%)	49.0	45.7	46.1	46.7
净负债比率(%)	-53.9	-50.5	-51.1	-52.7
流动比率	1.7	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.3	1.5	1.5	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	1.7	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	1.4	1.6	1.6	1.6
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.15	1.54	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	0.73	1.57	1.93
每股净资产(最新摊薄)	11.93	12.62	13.54	14.60
估值比率				
P/E	19.4	19.4	14.4	12.5
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.6	13.0	10.1	8.9

资料来源：ifind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资质。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层