

许继电气（000400.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



李亦桐
电网设备研究员

2026年1月30日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	30.37
总市值	309.36亿
PE-TTM	27.53
PB-MRQ	2.61

估值结果

DDM估值	价值	328.76亿
	上行空间	6.3%
	状态	合理估值
动态估值	价值	347.93亿
	上行空间	12%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

许继电气为国内特高压直流设备龙头企业，产品覆盖主要一二次设备，特高压直流换流阀为核心产品，同时覆盖变压器、互感器、监测保护系统、智能电表等产品。

公司成长性一般，主要电网客户占比较高，公司受电网投资周期性影响较大，同时变配电领域竞争对手较多，变配电设备等业务提升份额存在难度；公司盈利趋势较好，主要源于换流阀等产品技术难度较高，存在高壁垒，后续被电网客户压价的可能性小；公司产业格局较好，主要源于换流阀等特高压直流设备需经过挂网测试运行，仅有少数国央企及外企竞争对手，竞争烈度低；公司护城河很深，主要源于换流阀等产品技术优势明显，同时与国网长期合作、渠道合作稳定，二次设备涉及整体系统运行，转换成本较高。

基于电网投资稳健增长、特高压直流设备扩容的假设，当前公司估值处于合理位置。

我们区别于市场的观点

市场部分投资者认为特高压设施建设完善，公司主产品行业规模存在下滑可能性。

我们认为目前政策导向下，电网投资建设偏向于消纳新能源发电，当前西部风光发电集中区域的本地消纳能力不足，通过长距离特高压直流输电实现电力外送消纳的需求充足，特高压直流尤其公司覆盖的柔性直流输电渗透率有进一步上行的可能性，公司仍具备一定成长能力。

风险提示

铜、硅钢等原材料涨价，或导致公司产品原材料成本上升、影响毛利率水平；风光发电装机松动，或导致电网设备投资需求下降，影响公司成长能力；特高压电网投资政策波动，或导致特高压相关设备需求产生波动，影响公司换流阀等产品收入。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

许继电气为中国特高压直流输电设备龙头企业。公司下设31个分支机构和子公司，具备许昌、北京、上海、西安、郑州等地多个研发中心及许昌、珠海、济南、成都4个产业基地。公司产品覆盖主要一二次设备（换流阀、继电保护、组合电器、开关、电表、控制系统、变压器），核心产品为换流阀、继电保护等特高压直流输电设备，同时变配电、常规电压输电设备、新能源车充换电设备方面均有布局。

2. 业务介绍

对于许继电气公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

变配电设备：

变配电设备覆盖继电保护、自动装置、监控系统等二次设备以及变压器、开关、电抗器等一次设备，在电网系统的变配电环节起到运行、控制、监测、保护等功能，主要针对常规电压下的智能变配电系统，主要下游为电网公司、地方电力公司，产品销售主要通过招投标方式进行。我们对该业务界定为国内外常规电压的变配电设备市场。

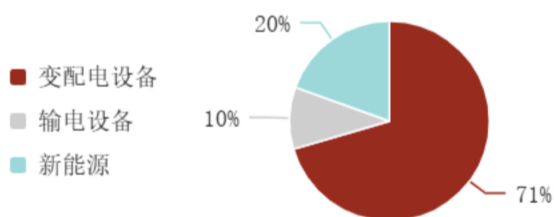
输电设备：

输电设备主要为直流输电设备，核心为换流阀、继电保护等特高压直流输电设备，实现直流输电环境下的换流、控制、保护等功能，产品主要针对电网公司的输电项目建设（尤其是特高压直流输电项目建设），销售基本为招投标方式进行。我们对该业务界定为国内外的直流输电设备市场。

新能源：

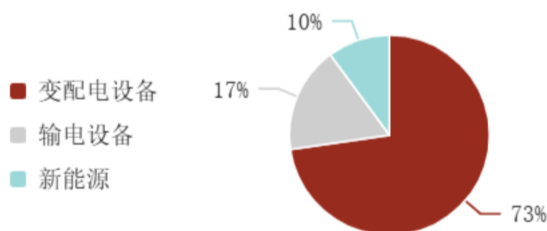
新能源业务主要为新能源电站及系统建设、充换电设备等，覆盖风光电站建设、乘用车和商用车的充换电设备，以EPC总包建设及直销模式为主。我们对该业务界定为国内的新能源电站建设和充换电设备市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主要业务为电网体系内的输电、变电、配电设备，核心业务为特高压直流输电设备，客户以电网公司和地方电力公司为主，第一大客户国家电网收入占比超45%，客户集中度很高，因此营销人员团队主要针对数量较少的电网和电力企业，所需营销人员较少，营销强度较低。

3.1 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司业务主要针对电网企业，销售方式以招投标为主，客户类型单一且客户结构集中，营销人员主要对接于国网、南网两大电网企业及部分地方电力公司，对营销人员带动业务扩张的需求较小，所需的营销团队较小，销售费用率基本在3%-4%左右，营销强度较低。

3.2 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司业务以网内业务为主，涉及输电、变电、配电，均在国家电网、南方电网投资的体系内，尤其核心业务特高压直流输电设备完全针对电网客户。电网客户在公司销售中占据主导，前五大客户收入占比超60%，第一大客户国家电网收入占比在45%以上，客户集中度很高。

4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力、成长能力、业务控制力、股东回报均较好。过去几年受益特高压直流电网建设较为明显，核心产品换流阀份额大且稳定，在特高压直流设备结算高峰期，公司成长性、盈利能力均有较为明显的优化，并带动公司业务控制力和股东回报表现的优化。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较好，过去几年公司盈利能力有较为明显的提升，主要在于特高压直流建设进入结算高峰期，公司高壁垒、高毛利率的换流阀等特高压直流设备收入占比提升，带动公司整体盈利能力提升；智能电表业务出海顺利，带动变配电设备业务整体毛利率提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



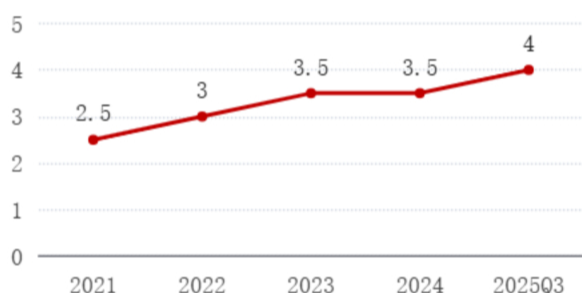
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力较好，2021-2024年均为输电设备及新能源设施建设的高峰期，公司保持较好的成长能力，2025年前三季度公司成长能力有所下滑，主要源于“十四五”规划进入末期，特高压直流输电建设进入末段，相关特高压直流设备结算体量存在周期性下降。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



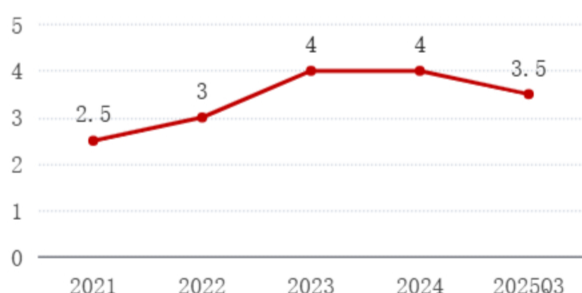
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较好，近几年业务控制力有所加强，主要源于：1) 特高压直流建设项目集中结算，特高压直流设备收入占比提升，改善公司经营性现金流表现；2) 盈利能力较弱的新能源板块业务缩减，带动现金流表现结构性优化。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报表现较好，分红比率从2021年以后逐年提升，2023-2024年公司分红比率为30%、38%，股息率达到1.4%、1.8%，回馈股东的意愿较强，近几年股东回报表现有所提升。

5. 四维评级

公司盈利趋势、产业格局较好，护城河很深，成长能力一般。公司成长性与国网投资建设（尤其特高压投资建设）的周期性节奏存在较大关联，在电网扩容稳健的情况下，成长能力一般；公司换流阀等特高压直流输电产品需经过挂网测试，技术难度高且竞争对手少，产业格局及盈利趋势较好；公司在特高压直流设备较强的技术优势及与电网企业长期合作带来的渠道壁垒构建较深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力一般。成长性与电网投资存在较强关联，受电网投资节奏影响较大，西部风光基地本地消纳能力有限，外送需求扩容，特高压直流尤其柔性直流输电需求前景较好。

变配电设备(2星):

变配电设备受电网投资规模影响，成长较为稳健，变配电业务市占率5%-6%，竞争者较多的情况下，份额快速提升难度较高；智能电表业务出海较为顺畅；整体业务成长性一般。

输电设备(3.5星):

输电设备主要针对电网体系，特高压直流设备为核心产品，受特高压建设的周期性影响明显；西北风光发电本地消纳能力不足，特高压直流外送需求较大，柔性直流前景较好、渗透率有较大提升空间，对应换流阀产品需求增长空间较大，业务整体成长能力较好。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。变配电设备格局分散，竞争激烈，存在价格战风险；特高压直流输电设备需经过挂网测试，存在高技术、渠道壁垒，议价能力较好。

变配电设备(2.5星):

变配电设备业务分散于智能变配电系统、中低压变配电设备、智能电表等多个领域，单个细分行业格局较为分散，竞争激烈，公司在组合电器、开光柜份额为6%-8%、1%左右，存在价格战风险，盈利趋势一般。

输电设备(3.5星):

特高压换流阀等直流输电设备需经过挂网测试，当前挂网测试已结束，且仅有5家国央企通过挂网测试，技术壁垒高且竞争者较少，公司换流阀份额在20%左右，处于头部地位，产品议价能力强；输电设备针对电网企业，客户集中度高，存在一定的下游压价风险；整体盈利趋势较好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局较好。上游原材料供应链分散，议价能力较好；变配电二次设备具备较高的转换成本；换流阀等产品需通过挂网运行测试，竞争对手仅为少数通过测试的国央企和外企。

变配电设备(4星):

公司上游主要为铜、铝、电子元器件等原材料，上游供应链分散，上游议价能力较好；变配电监测、保护、控制相关的二次设备会影响系统运行，更换供应商的转换成本较高，粘性较好；业务整体产业格局较好。

输电设备(4.5星):

公司上游主要为铜、铝、电子元器件等原材料，上游供应链分散，议价能力较好；换流阀等设备竞争对手较少（仅为少数通过挂网测试的国央企及外企），竞争烈度低；业务产业格局很好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河很深，主要源于技术优势、线下渠道优势、转换成本优势，产品定制化属性下，客户粘性强，护城河不随时间明显衰减，同时换流阀等产品挂网测试已结束，无新进入竞争者。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
变配电设备	(3.5星)经壹评级调整后的ROIC为15%，存在明显的超额收益，公司市占率7%左右，公司业务控制力较强，综合判断护城河宽度较好。	(4.5星)该业务具线下渠道、技术、转换成本护城河。公司与国家电网、南方电网长期合作，渠道稳定性较强；变压器、互感器等产品可靠性已被验证；监测、保护、控制用的变配电系统二次设备存在系统控制一致性影响，转换成本较高。定制化产品使用情况与特定公司方案绑定，存在较强粘性，渠道、技术适配性、转换成本等优势不随时间明显衰减，业务护城河持续性较好。
输电设备	(4.5星)经壹评级调整后的ROIC为28%，存在明显的超额收益，市占率28%，公司业务控制力较强，综合判断护城河宽度很好。	(4.5星)该业务具备技术、线下渠道、转换成本护城河。换流阀等设备早期存在挂网测试，仅有5家国央企通过测试，也意味着仅有少数国央企和外企具备换流阀产品的招投标资格，产品技术壁垒很高；公司与电网企业长期合作，同时换流阀产品更换存在转换成本。换流阀等产品挂网测试已结束，无新进入竞争者，护城河持续性很好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型, 基于电网投资稳健增长、特高压直流设备扩容的假设, 当前公司估值处于合理位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司各业务及核心预测假设如下：

收入假设：

1) 输电设备：考虑到西部风光本地消纳不足，特高压直流外送需求前景较好，假设特高压投资占比在“十五五”高峰达到20%，特高压直流渗透率达到80%，柔性直流输电渗透率达到95%，对应换流阀市场规模在特高压高峰达到150亿元以上。考虑到换流阀竞争对手较少，格局稳定，假设公司换流阀市占率维持18%-20%左右。

2) 变配电设备：考虑到电网投资稳健增长，假设变配电设备市场规模随电网投资保持稳健增长。考虑到公司变配电设备优势不明显，面对竞争较为激烈，假设公司市占率维持稳定。

3) 新能源：考虑到新能源电站建设、充换电价格战影响，假设未来业务规模主动缩减。

毛利率假设：

1) 输电设备：考虑到换流阀等产品技术壁垒高、竞争对手少，价格压力小，假设输电设备毛利率维持40%-43%左右。

2) 变配电设备：考虑到变配电设备上游议价能力较好，成本压力较小，假设变配电设备毛利率维持24%左右。

3) 新能源：考虑到新能源业务盈利能力弱、业务处于主动缩减阶段，假设毛利率水平得以控制在12%左右。

费用率假设：

考虑到下游客户稳定，营销管理新增需求较少，假设公司期间费用率水平保持在12%-13%之间。

表2：公司整体业绩预测

许继电气	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	149.2	170.6	170.9	166.8	182.2	187.3	214.6	219.1
归母净利润(亿)	7.5	10.1	11.2	13.9	15.7	16.4	22.1	22.0
归母净利润增速(%)	5.0	33.4	10.9	25.0	12.2	4.6	34.7	-0.2
经营性净利润(亿)	9.3	11.0	12.1	15.7	17.7	18.5	25.1	25.1
经营性净利润增速(%)	11.8	18.0	10.8	29.2	12.6	4.7	35.7	-0.2
经营性归母净利润(亿)	7.3	9.3	10.5	13.5	15.2	15.9	21.6	21.6
经营性归母净利润增速(%)	3.6	27.7	13.0	28.5	12.6	4.7	35.7	-0.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

变配电设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	106.9	112.0	119.3	117.6	129.6	140.8	147.8	154.6
收入增速(%)	16.3	4.7	6.5	-1.4	10.2	8.6	5.0	4.6
经营性净利润(亿)	8.7	11.1	10.7	11.9	13.0	14.2	14.9	15.6
经营性净利率(%)	8.2	9.9	9.0	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
经营性净利润增速(%)	39.8	27.1	-3.5	10.8	9.9	8.7	5.0	4.7
输电设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.9	7.2	14.4	16.7	19.6	17.2	36.2	36.0
收入增速(%)	-29.6	3.1	101.6	16.0	17.1	-12.3	110.1	-0.4
经营性净利润(亿)	2.1	2.1	2.4	4.1	4.8	4.5	10.4	9.7
经营性净利率(%)	30.6	29.7	16.4	24.3	24.3	26.1	28.8	27.0
经营性净利润增速(%)	-26.4	-0.2	11.2	72.1	17.1	-5.8	132.0	-6.7
新能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	35.3	51.4	37.2	32.4	33.0	29.3	30.7	28.4
收入增速(%)	95.1	45.7	-27.7	-12.8	1.7	-11.1	4.5	-7.2
经营性净利润(亿)	-1.6	-2.3	-0.9	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
经营性净利率(%)	-4.4	-4.4	-2.5	-0.7	-0.4	-0.5	-0.5	-0.8
经营性净利润增速(%)	-90.0	-44.1	59.0	73.8	45.4	-18.3	-6.9	-36.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
新能源	1.4%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	-0.2
变配电设备	2.2%	中低	非常好	强	8.5%	15.36	15.2
输电设备	0.6%	中低-	较好	强	8.5%	11.85	10.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
新能源(亿)	2.9	-1.4	1.4	3.6	-	-	5.0
变配电设备(亿)	45.4	168.2	213.6	25.9	0.7	0.1	238.8
输电设备(亿)	13.4	86.5	99.8	4.2	-	-	104.1
公司整体测算(亿)	61.6	253.2	314.8	33.7	0.7	0.1	347.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
新能源(亿)	1.5	-2.0	-0.5	3.6	0.7	-	2.4
变配电设备(亿)	114.3	82.1	196.4	25.9	0.7	0.1	221.7
输电设备(亿)	55.7	44.8	100.5	4.2	-	-	104.7
公司整体测算(亿)	171.5	124.9	296.4	33.7	1.4	0.1	328.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面，电网工程投资月度数据、国网各批次招标情况公开发布，可见性较强，而公司高频次经营数据公开较少，关键信息及数据可得性一般，披露详细程度和市场交流频率一般。

基本面层面，输电、变配电产品销售主要通过招投标进行，与电网投资节奏及各批次具体的招标份额相关，长期市场规模及市占率的确定性一般。

公司整体估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。