

许继电气 (000400)

2024 年年报及 2025 年一季报点评: 计提大额减值, 业绩略低于市场预期

2025 年 04 月 11 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红
执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 谢哲栋
执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn
证券分析师 司鑫尧
执业证书: S0600524120002
sixxy@dwzq.com.cn
研究助理 许钧赫
执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	17,061	17,089	18,451	21,118	23,424
同比 (%)	13.51	0.17	7.97	14.45	10.92
归母净利润 (百万元)	1,005	1,117	1,520	1,897	2,354
同比 (%)	28.03	11.09	36.08	24.79	24.09
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.99	1.10	1.49	1.86	2.31
P/E (现价&最新摊薄)	23.76	21.39	15.72	12.60	10.15

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **事件:** 发布 24 年年报, 公司 24 年营收 170.9 亿元, 同比+0.2%, 归母净利润 11.2 亿元, 同比+11.1%, 扣非归母净利润 10.6 亿元, 同比+22.2%, 25Q1/24Q4 营收 23.5/75.0 亿元, 同比-16.4%/+20.4%, 归母净利润 2.1/2.2 亿元, 同比-12.5%/+13.9%, 扣非归母净利润 2.0/2.0 亿元, 同比-10.0%/+31.6%。24 年毛利率 20.8% (+2.8pct) / 净利率 7.6% (+0.6pct), 25Q1/24Q4 毛利率 23.5%/19.3%, 同比+5.2/2.5pct; 净利率 10.0%/3.6%, 同比+0.7/-0.8pct。受收入结构+减值影响, 公司业绩略低于市场预期。
- **传统主业提质增效, 盈利能力持续提升。** 1) 24 年智能变配电业务收入 47.11 亿元, 同增 3%, 毛利率 24.26%, 同比+1.6pct。24 年国网保护/监控招标量同比+15%/16%, 25 年我们预计公司主网二次收入维持稳定增长, 配电业务随配网投资加速有望实现 5-10%左右增长; 2) 24 年智能电表业务收入 38.66 亿元, 同增 11%, 毛利率 24.66%, 同比-0.57pct。24 年公司智能电表份额保持领先, 我们认为随着新版智能电表的推出, 电表业务单价有望上涨, 25 年智能电表收入有望 5-10%的增长。
- **总包业务大幅剥离, 一次&电力电子表现稳健。** 1) 24 年公司新能源业务收入 24.64 亿, 同减 37%, 毛利率 8.14%, 同比+2.72pct。公司持续压降总包业务, 我们预计 SVG、储能 PCS 等设备收入保持稳健增长, EPC 剥离带动板块毛利率大幅提升。2) 24 年中压供用电设备收入 33.52 亿元, 同增 7%, 毛利率 18.77%, 同比+2.51pct。开关柜等一次设备在发电侧和工业侧均有较好突破, 降本优化提升板块毛利率, 后续我们预计有望保持提升趋势。3) 24 年充换电设备收入 12.52 亿元, 同增 4%, 毛利率 14.18%, 同比+3.61pct。公司充电桩在海外市场实现突破, 我们预计 25 年板块收入有望保持 10%以上增长。
- **特高压在手订单充沛, 建设加速确收有望持续超预期。** 24 年直流输电业务收入 14.44 亿元, 同增 102%, 毛利率 30.92%, 同比-11.37pct。毛利率大幅下滑, 我们预计主要系 24 年确收了较多直流测量等低毛利产品所致, 收入超预期我们认为主要为陇东-山东控保+哈密-重庆部分换流阀提前在 24Q4 确收, 同时导致 25Q1 收入有所承压。25 年随着甘肃柔直+广东背靠背等项目的推进, 我们预计板块收入有望超 17 亿, 且毛利率有望大幅提升。
- **24 年营销费用增长较多, 合同负债增速较快。** 24 年/25Q1 期间费用率为 12.54%/13.06%, 同比+1.68pct/+4.03pct, 25 年公司将加大控费力度, 期间费用率有望实现稳中有降。24 年末合同负债 17.13 亿元, 同比+26%。24 年末应收账款 87.94 亿元, 同比+22%。公司 24 年计提资产+信用减值损失 2 亿元, 我们预计随着现金流入账, 减值有望在 25 年冲回, 对利润形成补充。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到国网 24 年特高压开工招标有所延后, 25 年开始加速开工但对 25 年业绩可能略有影响, 我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 15.2/19.0 亿元 (前值为 17.2/20.8 亿元), 预计公司 27 年归母净利润为 23.5 亿元, 分别同比+36%/25%/24%, 现价对应 PE 分别为 16x、13x、10x。电网建设高景气, 柔直渗透率提升趋势不变, 公司有望充分受益, 因此维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 特高压建设不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.45
一年最低/最高价	22.60/37.60
市净率(倍)	2.07
流通 A 股市值(百万元)	23,645.15
总市值(百万元)	23,892.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.30
资产负债率(%,LF)	49.17
总股本(百万股)	1,018.87
流通 A 股(百万股)	1,008.32

相关研究

- 《许继电气(000400): 2024 年三季报点评: 盈利能力持续提升, 业绩符合市场预期》
2024-11-01
- 《许继电气(000400): 上半年特高压确收淡季, 降本增效成果初显》
2024-09-05

许继电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20,591	20,559	27,640	28,636	营业总收入	17,089	18,451	21,118	23,424
货币资金及交易性金融资产	5,555	11,593	13,420	19,682	营业成本(含金融类)	13,539	14,427	16,200	17,753
经营性应收款项	10,350	4,705	9,386	4,602	税金及附加	84	92	106	117
存货	2,644	3,026	3,144	2,754	销售费用	720	775	866	937
合同资产	886	443	528	586	管理费用	597	627	697	750
其他流动资产	1,157	792	1,162	1,012	研发费用	881	932	1,035	1,124
非流动资产	4,673	4,676	4,648	4,615	财务费用	(55)	(90)	(195)	(227)
长期股权投资	340	340	340	340	加:其他收益	241	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,814	1,779	1,729	1,667	投资净收益	29	2	2	23
在建工程	209	248	262	274	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	743	743	751	768	减值损失	(201)	204	(50)	(50)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	8	7	6	5	营业利润	1,392	1,893	2,362	2,944
其他非流动资产	1,559	1,560	1,561	1,562	营业外净收支	22	15	15	15
资产总计	25,265	25,235	32,288	33,251	利润总额	1,414	1,908	2,377	2,959
流动负债	12,409	10,607	15,449	13,670	减:所得税	122	141	172	222
短期借款及一年内到期的非流动负债	176	176	176	176	净利润	1,292	1,767	2,206	2,737
经营性应付款项	9,732	7,821	11,889	9,710	减:少数股东损益	175	247	309	383
合同负债	1,713	1,876	2,430	2,840	归属母公司净利润	1,117	1,520	1,897	2,354
其他流动负债	787	734	955	944	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.49	1.86	2.31
非流动负债	474	479	484	489	EBIT	1,352	1,457	2,255	2,783
长期借款	153	153	153	153	EBITDA	1,693	1,819	2,632	3,177
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.77	21.81	23.29	24.21
租赁负债	25	30	35	40	归母净利率(%)	6.54	8.24	8.98	10.05
其他非流动负债	296	296	296	296	收入增长率(%)	0.17	7.97	14.45	10.92
负债合计	12,883	11,086	15,933	14,159	归母净利润增长率(%)	11.09	36.08	24.79	24.09
归属母公司股东权益	11,295	12,815	14,712	17,066					
少数股东权益	1,087	1,334	1,643	2,026					
所有者权益合计	12,382	14,149	16,355	19,092					
负债和股东权益	25,265	25,235	32,288	33,251					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,299	6,384	2,162	6,587	每股净资产(元)	11.09	12.58	14.44	16.75
投资活动现金流	(386)	(343)	(333)	(323)	最新发行在外股份(百万股)	1,019	1,019	1,019	1,019
筹资活动现金流	(356)	(2)	(2)	(3)	ROIC(%)	10.09	9.91	13.40	14.23
现金净增加额	557	6,038	1,827	6,262	ROE-摊薄(%)	9.89	11.86	12.89	13.79
折旧和摊销	341	362	378	394	资产负债率(%)	50.99	43.93	49.35	42.58
资本开支	(390)	(345)	(335)	(346)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.39	15.72	12.60	10.15
营运资本变动	(522)	4,468	(461)	3,437	P/B(现价)	2.12	1.86	1.62	1.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>