

许继电气 (000400.SZ)

优于大市

大额减值拖累 24 年业绩，25 年换流阀需求有望集中释放

核心观点

全年业绩稳健增长，收入结构持续优化。2024 年公司实现营收 170.89 亿元，同比+0.17%；归母净利润 11.17 亿元，同比+11.09%。2024 年公司销售毛利率为 20.77%，同比+2.78pct.；销售净利率为 7.56%，同比+0.61pct。公司持续优化收入结构，降低低毛利的新能源及系统集成业务占比，带动盈利能力提升。

交付节奏影响一季度业绩，盈利能力明显提升。2025 年第一季度公司实现营收 23.48 亿元，同比-16.42%，环比-68.70%；归母净利润 2.08 亿元，同比-12.47%，环比-6.59%。一季度公司毛利率 23.47%，同比+5.20pct，环比+4.19pct，净利率 10.06%，同比+0.68pct，环比+6.47pct。

研发投入保持高强度，全年中标多个海内外重点项目。2024 年公司研发成功世界首台 40.5kV/4000A 气体绝缘开关设备，6.5kV/4000A IGCT 柔直换流阀实现首次应用。2024 年，公司中标甘肃-浙江特高压柔直、青藏二期直流改造、天河棠下背靠背柔直项目，中标沙特、巴西等海外市场直流控保、换流阀、测量装置等产品。

特高压建设与招标有望景气共振，直流招标数量有望创纪录。2025 年 1-2 月全国电网投资完成额 436 亿元，同比+33.3%；一季度国家电网公司加快电网投资建设，2025 年一季度电网投资同比增长 27.7%，创历史新高。2024 年特高压招标开工不及预期，全年完成“2 直 1 交”开工与招标；根据储备项目节奏，我们预计 2025 年有望完成“5 直 3 交”开工与招标，再创历史纪录。

背靠背直流项目储备丰富，国管海风带动柔直送出需求。背靠背直流主要用于复杂交流电网的分区，具有降低大面积停电风险、提高供电可靠性等作用；储备项目包括灵宝直流改造、杨镇直流二/三期改造、湘粤联网、黔黔联网等。2025 年是国管海风开发元年，随着离岸距离持续增长，柔直送出渗透率有望大幅提升。背靠背直流与海风送出将提供柔直换流阀增量空间。

风险提示：电网投资进度不及预期；行业竞争加剧；技术路线变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到 2024 年特高压招标和公司中标情况，下调 25-26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 14.59/18.76/22.80 亿元（25-26 年原预测值为 17.76/22.26 亿元），当前股价对应 PE 分别为 16/13/10 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,061	17,089	18,415	20,412	22,481
(+/-%)	14.4%	0.2%	7.8%	10.8%	10.1%
净利润(百万元)	1005	1117	1459	1876	2280
(+/-%)	32.4%	11.1%	30.7%	28.6%	21.5%
每股收益(元)	0.99	1.10	1.43	1.84	2.24
EBIT Margin	6.3%	7.4%	8.6%	10.5%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	10.2%	12.4%	14.4%	15.6%
市盈率 (PE)	23.6	21.2	16.2	12.6	10.4
EV/EBITDA	24.5	23.1	18.5	14.6	12.3
市净率 (PB)	2.03	1.91	1.74	1.55	1.37

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	23.27 元
总市值/流通市值	23709/23464 百万元
52 周最高价/最低价	37.60/22.60 元
近 3 个月日均成交额	496.74 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) - 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
- 《许继电气 (000400.SZ) - 特高压与海风助力直流业务发展，电表与国际业务表现亮眼》——2024-04-14
- 《许继电气 (000400.SZ) - 三季度业绩符合预期，特高压直流业务拐点在即》——2023-11-02
- 《许继电气 (000400.SZ) - 储能业务快速增长，直流业务静待拐点》——2023-09-05
- 《许继电气 (000400.SZ) - 直流输电核心装备企业，助力新能源“大基地”与海风外送》——2023-07-04

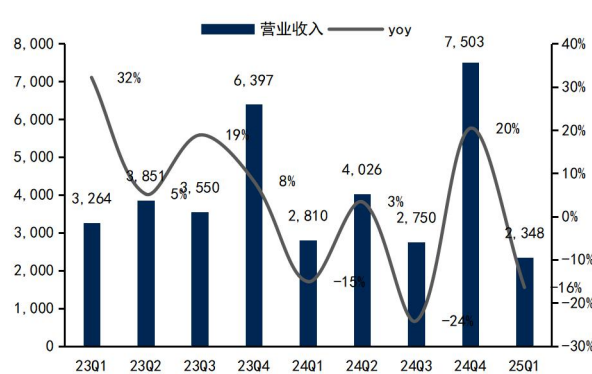
全年业绩稳健增长，收入结构持续优化。2024 年公司实现营收 170.89 亿元，同比+0.17%；归母净利润 11.17 亿元，同比+11.09%；扣非净利润 10.62 亿元，同比+22.19%。2024 年公司销售毛利率为 20.77%，同比+2.78pct.；销售净利率为 7.56%，同比+0.61pct。公司持续优化收入结构，降低低毛利的新能源及系统集成业务占比，带动盈利能力提升。

图1：公司年度营业收入及增速（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、%）



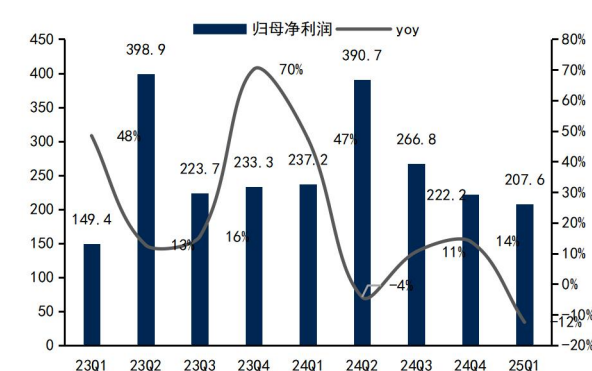
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



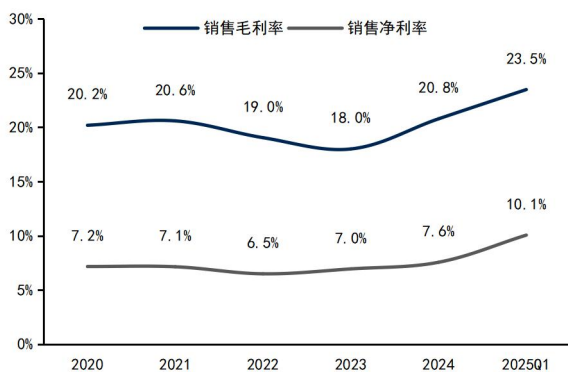
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



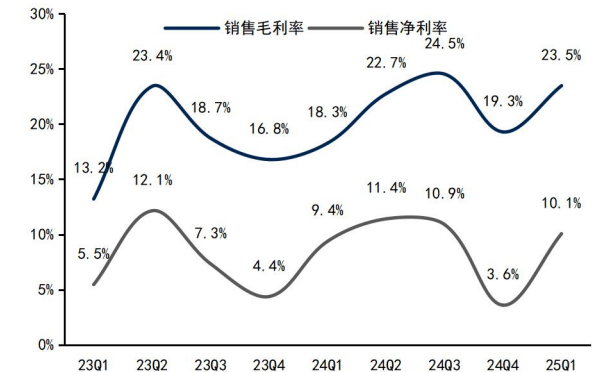
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

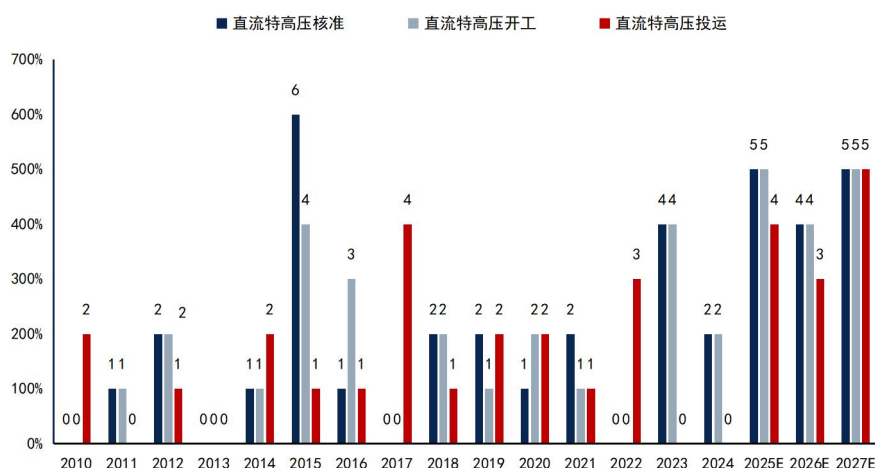
四季度业绩稳定增长，交付结构提升盈利能力。第四季度公司实现营收 75.03 亿元，同比+17.29%，环比+172.79%；归母净利润 2.22 亿元，同比-4.75%，环比-16.72%；扣非净利润 1.97 亿元，同比+31.61%，环比-22.01%。四季度公司毛利率 19.28%，同比+2.50pct，环比-5.24pct，净利率 3.59%，同比-0.78pct，环比-7.30pct。

交付节奏影响一季度业绩，盈利能力持续提升。2025 年第一季度公司实现营收 23.48 亿元，同比-16.42%，环比-68.70%；归母净利润 2.08 亿元，同比-12.47%，环比-6.59%；扣非净利润 2.04 亿元，同比-9.96%，环比+3.10%。一季度公司毛利率 23.47%，同比+5.20pct，环比+4.19pct，净利率 10.06%，同比+0.68pct，环比+6.47pct。

直流输电收入大幅增长，其他设备收入稳中有增。2024 年公司实现智能变配电收入 47.1 亿元，同比+2.9%，毛利率 24.3%，同比+1.6pct；智能电表收入 38.7 亿元，同比+11.0%，毛利率 24.7%，同比-0.6pct；智能中压供用电设备收入 33.5 亿元，同比+6.7%，毛利率 18.8%，同比+2.5pct；直流输电系统收入 14.4 亿元，同比+101.6%，毛利率 30.9%，同比-11.4pct；充换电设备及其他收入 12.5 亿元，同比+4.2%，毛利率 14.2%，同比+3.6pct。

研发投入保持高强度，全年中标多个海内外重点项目。2024 年公司研发成功世界首台 40.5kV/4000A 气体绝缘开关设备，6.5kV/4000A IGCT 柔直换流阀实现首次应用。2024 年，公司中标甘肃-浙江特高压柔直、青藏二期直流改造、天河棠下背靠背柔直项目，中标沙特、巴西等海外市场直流控保、换流阀、测量装置等产品。

图7：我国直流特高压历年核准/开工/投运数量（单位：个）



资料来源：国家能源局、国家电网公司、南方电网公司、国信证券经济研究所整理

特高压建设与招标有望景气共振，直流招标数量有望创纪录。根据国家能源局，2025 年 1-2 月全国电网投资完成额 436 亿元，同比+33.3%；根据国家电网，一季度加快电网投资建设，特高压工程进入满负荷施工状态，2025 年一季度电网投资同比增长 27.7%，创历史新高。2024 年特高压招标开工进度不及预期，全年完成“2 直 1 交”开工与招标；根据储备项目节奏，我们预计 2025 年有望完成“5 直 3 交”开工与招标，再创历史纪录。

背靠背直流项目储备丰富，国管海风带动柔直送出需求。背靠背直流指在一个变

电站内实现交流-直流-交流的转换，主要用于复杂交流电网的分区，具有降低大面积停电风险、提高供电可靠性等作用。除已招标的天河棠下项目外，储备项目包括灵宝直流改造、杨镇直流二/三期改造、湘粤联网、渝黔联网等。2025 年是国管海风开发元年，随着离岸距离持续增长，柔直送出渗透率有望大幅提升。背靠背直流与海风送出将提供柔直换流阀增量空间。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到 2024 年特高压招标和公司中标情况，下调 25-26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 14.59/18.76/22.80 亿元（25-26 年原预测值为 17.76/22.26 亿元），当前股价对应 PE 分别为 16/13/10 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表（2025 年 4 月 14 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
000400.SZ	许继电气	23.27	237	0.99	1.10	1.43	23.6	21.2	16.2	9.4	优于大市
600406.SH	国电南瑞	23.41	1,880	0.89	0.99	1.12	26.3	23.6	20.9	15.2	-
002028.SZ	思源电气	71.6	556	2.01	2.69	3.33	35.6	26.6	21.5	15.0	-
600312.SH	平高电气	17.72	240	0.60	0.75	1.11	29.5	23.6	16.0	8.1	-

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）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5016	5555	5710	7292	8915	营业收入	17061	17089	18415	20412	22481
应收款项	7466	9029	7568	8388	9239	营业成本	13990	13539	14429	15763	17196
存货净额	2708	2644	3953	4319	4711	营业税金及附加	80	84	92	102	112
其他流动资产	1554	1541	1443	1261	1376	销售费用	492	720	792	816	854
流动资产合计	17829	20591	19828	22521	25616	管理费用	604	597	626	674	719
固定资产	1862	1976	1848	1717	1584	研发费用	813	881	884	919	944
无形资产及其他	796	743	693	644	594	财务费用	(55)	(55)	(46)	(50)	(65)
其他长期资产	1084	1615	921	1021	1124	投资收益	55	29	20	20	2
长期股权投资	331	340	340	340	340	资产减值及公允价值变动	(104)	(201)	(40)	(70)	(70)
资产总计	21903	25265	23629	26242	29258	其他收入	129	242	260	281	292
短期借款及交易性金融负债	54	176	300	300	300	营业利润	1217	1392	1878	2419	2944
应付款项	7815	9732	7116	7773	8480	营业外净收支	18	22	17	17	17
其他流动负债	626	787	634	690	751	利润总额	1235	1414	1895	2436	2961
流动负债合计	9857	12409	9523	10397	11329	所得税费用	49	122	180	231	281
长期借款及应付债券	0	153	193	233	273	少数股东损益	181	175	256	329	400
其他长期负债	353	321	323	326	329	归属于母公司净利润	1005	1117	1459	1876	2280
长期负债合计	353	474	516	559	602	现金流量表（百万元）					
负债合计	10210	12883	10039	10956	11932	净利润	1005	1117	1459	1876	2280
少数股东权益	988	1087	1263	1521	1846	资产减值准备	(17)	(59)	(20)	(20)	(20)
股东权益	10705	11295	12328	13766	15483	折旧摊销	304	317	227	230	233
负债和股东权益总计	21903	25265	23629	26243	29261	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(55)	(55)	(46)	(50)	(65)
每股收益	0.99	1.10	1.43	1.84	2.24	营运资本变动	1437	206	(2092)	(237)	(539)
每股红利	0.30	0.42	0.43	0.55	0.67	其它	20	(282)	212	281	354
每股净资产	11.48	12.15	13.34	15.00	17.01	经营活动现金流	2748	1299	(213)	2130	2307
ROIC	10%	10%	13%	15%	16%	资本开支	(212)	(390)	(50)	(50)	(50)
ROE	10%	10%	12%	14%	16%	其它投资现金流	(327)	4	714	(80)	(101)
毛利率	18%	21%	22%	23%	24%	投资活动现金流	(539)	(386)	664	(130)	(151)
EBIT Margin	6%	7%	9%	10%	12%	权益性融资	(283)	48	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	10%	12%	13%	负债净变化	(425)	(77)	164	40	40
收入增长	14%	0%	8%	11%	10%	支付股利、利息	(206)	(382)	(507)	(508)	(638)
净利润增长率	32%	11%	31%	29%	22%	其它融资现金流	(425)	(230)	124	0	0
资产负债率	47%	51%	42%	42%	41%	融资活动现金流	(859)	(356)	(297)	(418)	(533)
股息率	1.3%	1.8%	1.8%	2.4%	2.9%	现金净变动	1350	557	155	1582	1623
P/E	23.6	21.2	16.2	12.6	10.4	货币资金的期初余额	3698	5016	5555	5710	7292
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4	货币资金的期末余额	5016	5555	5710	7292	8915
EV/EBITDA	24.5	23.1	18.5	14.6	12.3	企业自由现金流	2566	1291	(473)	1878	2046
						权益自由现金流	2195	1265	(267)	1964	2145

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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