

## 净利润增速亮眼，新能源放量打造第二增长曲线

### 核心观点：

- 事件：**4月10日，公司发布年度报告，2023年实现收入170.61亿，同比+13.51%，归母净利润10.05亿，同比+28.03%，扣非净利润8.69亿，同比+21.90%，EPS0.99元。23Q4单季实现营业收入63.97亿，同比+8.17%，环比+80.22%，归母净利润2.33亿，同比+70.20%，环比+4.28%，扣非净利润1.5亿，同比+68.63%，环比+21.70%。经营性现金流27.48亿，同比+58.72%。符合预期。
- 新能源放量高增，充换电出海顺利。**1) 2023年新能源及系统集成营收3.94亿元，占比23.10%，同比+42.03%，毛利率5.42%，同比+0.32pts。公司拥有从新能源发电到储能的系列产品，新能源大客户订单同比大幅增长，储能电站10千伏开关舱及无功补偿装置实现南网市场突破。新兴业务氢能产业孵化成效显现，设立氢源技术分公司，IGBT制氢电源实现首台套订货。2) 2023年充换电及其他服务营收12.01亿元，占比7.04%，同比+9.42%，毛利率10.57%，同比-0.68pts。欧充充电桩进入泰国、新加坡市场。
- 特高压订单有望释放。**2023年直流输电系统营收7.16亿元，占比4.20%，同比+3.12%，毛利率42.29%，同比-4.05pts。2023年特高压直流开工4条，公司直流控保产品分别在陇东-山东、宁夏-湖南线路中标，换流阀产品在金上-湖北、哈密-重庆线路中标，合计中标金额超13亿元。24年陕西-安徽、甘肃-浙江（柔直）、蒙西-京津冀（柔直）、陕西-河南4条特高压直流有望核准开工。此外，近期海风持续催化，深远海柔直送出趋势明朗。我们预计2024-2025期间柔直总投资或达1,005亿元，换流阀投资或为603亿/146亿。公司换流阀和直流控保产品优势明显，海上送端柔直换流阀已成功应用于三峡如东海海上风电柔直工程，是我国首个海上平台柔直换流阀，直流控保中标德国海风柔直工程，高毛利业务有望快速放量。
- 智能电表享海内外双升红利。**2023年智能电表营收34.83亿元，占比20.42%，同比+12.55%，毛利率25.24%，同比-0.36pts。公司2023年实施仪表业务整合，完成哈表所股权收购，多次在国网电能表招标中位列第一，市占率（许继仪表+中电装备+哈表所）保持在6%以上；海外市场进展顺利，2023年签订智利AMI二期和意大利中压计量。我们认为2024年国网电能表整体招标数量有望达9000万-1亿只，招标金额有望超250亿元，同比增长32%，2024-2025年电表将迎来新一轮更换峰值，海外市场需求旺盛可持续，公司有望持续受益。
- 传统网内业务稳健增长。**1) 2023年智能变配电营收45.77亿元，占比26.83%，同比-0.88%，毛利率22.66%，同比-1.55pts，公司调整统计口径，此板块剔除储能PCS、SVG等业务收入。2) 2023年智能中压供用电设备营收31.41亿元，占比18.41%，同比+14.25%，毛利率16.26%，同比+1.32pts，主要得益于开关柜、消弧线圈等实现满额中标。
- 毛利率短期承压承压。**2023年公司毛利率18.00%，同比-1.04pts。23Q4毛利率16.78%，同比+0.58pts/环比-1.93pts。**费用管控良好。**2023年期间费用率8.18%，同比-0.96pts，其中销售费率/管理费率/研发费率分别为2.88%/3.54%/4.76%，分别同比+0.01pts/+0.09pts/-0.17pts。**净利率有所提升。**2023年公司净利率6.95%，同比+0.45pts。23Q4净利率4.37%，同比+1.47pts/环比-2.96pts。
- 投资建议：**公司在特高压及智能电网的相关业务中实力强劲，未来随着行业景气度持续回升，业绩有望继续高增。我们预计公司2024/2025年营收199.09亿元/232.38亿元，归母净利润12.26亿元/16.28亿元，EPS为1.2元/1.6元，对应PE为20.59倍/15.50倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**电网建设不及预期的风险；竞争加剧的风险；海外开拓不及预期的风险。

许继电气（000400.SZ）

推荐（维持评级）

### 分析师

周然

☎：(8610) 8092 7636

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

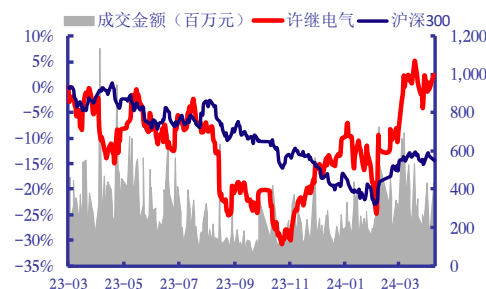
研究助理

黄林

☎：(8610) 8092 7687

✉：huanglin\_yj@chinastock.com.cn

### 公司股价表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 市场数据

市场数据	2024-4-10
收盘价	24.77
一年内最高价	25.65
一年内最低价	16.88
上证指数	3,027.33
总股本（亿股）	10.19
实际流通股（亿股）	10.08
流通股市值（亿元）	249.76

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

1.【银河电新周然团队】公司点评-许继电气(000400) -毛利率回升助力业绩高增，“特高压+智能电网”景气向上

**表：财务报表和主要财务比率**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17060.90	19909.44	23238.43	27640.26	流动资产	17829.32	20740.94	24887.01	30266.99
营业成本	13990.35	16292.08	18833.71	22085.21	现金	5015.94	7522.47	10302.41	13418.53
营业税金及附加	80.17	99.49	109.22	121.58	应收账款	7225.31	8350.90	9359.93	10748.99
营业费用	491.62	573.70	669.15	796.28	其它应收款	618.06	165.91	193.65	230.34
管理费用	604.42	638.19	712.82	849.07	预付账款	430.98	456.18	508.51	574.22
财务费用	-55.41	0.00	0.00	0.00	存货	2708.44	2715.35	2877.37	3374.13
资产减值损失	-17.26	-4.00	-4.00	-4.00	非流动资产	4073.78	4125.88	4141.09	4119.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	331.23	331.23	331.23	331.23
投资净收益	54.90	20.06	30.86	51.16	固定资产	1760.90	1720.18	1642.57	1528.07
营业利润	1217.14	1543.75	2076.16	2873.83	无形资产	796.44	828.62	860.79	892.97
营业外收入	21.39	0.00	0.00	0.00	其他	1185.22	1245.86	1306.50	1367.14
营业外支出	3.26	0.00	0.00	0.00	资产总计	21903.10	24866.83	29028.10	34386.40
利润总额	1235.26	1543.75	2076.16	2873.83	流动负债	9857.03	11338.76	13517.30	16145.46
所得税	49.25	61.75	93.43	143.69	应付账款	7275.12	8508.08	10201.59	12269.56
净利润	1186.02	1482.00	1982.73	2730.13	其他	2581.91	2830.67	3315.70	3875.90
少数股东损益	180.63	256.04	354.37	458.47	非流动负债	352.73	352.73	352.73	352.73
归属母公司净利润	1005.38	1225.96	1628.37	2271.66	负债合计	10209.76	11691.49	13870.03	16498.19
EBITDA	1439.85	2084.73	2654.04	3488.60	少数股东权益	988.33	1244.37	1598.74	2057.21
EPS (元)	0.99	1.20	1.60	2.23	负债和股东权益	21903.10	24866.83	29028.10	34386.40
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率 (%)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2748.16	3080.82	3342.96	3658.23	营业收入	13.51%	16.70%	16.72%	18.94%
净利润	1186.02	1482.00	1982.73	2730.13	营业利润	11.59%	26.83%	34.49%	38.42%
折旧摊销	324.60	540.98	577.88	614.77	归属母公司净利润	28.03%	21.94%	32.82%	39.51%
财务费用	3.52	0.00	0.00	0.00	毛利率	18.00%	18.17%	18.95%	20.10%
投资损失	-54.90	-20.06	-30.86	-51.16	净利率	5.89%	6.16%	7.01%	8.22%
营运资金变动	1249.09	1076.64	812.41	364.30	ROE	9.39%	10.28%	12.01%	14.35%
投资活动现金流	-539.37	-574.28	-563.02	-542.11	资产负债率	46.61%	47.02%	47.78%	47.98%
长期投资	-329.77	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.81	1.83	1.84	1.87
其他	0.00	20.06	30.86	51.16	速动比率	1.41	1.50	1.54	1.58
筹资活动现金流	-858.54	0.00	0.00	0.00	P/E	25.11	20.59	15.50	11.11
现金净增加额	1350.25	2506.54	2779.94	3116.12	P/B	2.36	2.12	1.86	1.59

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn