

减值拖累 24 年业绩，盈利能力持续优化

2025 年 04 月 12 日

► **事件：**2025 年 4 月 10 日，公司发布 24 年年报、25 年一季报。2024 年，公司实现营收 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 10.61 亿元，同比+22.2%。单 24Q4，公司实现营收 75.0 亿元，同比+20.4%，环比+172.8%；归母净利润 2.2 亿元，同比+13.9%，环比-16.7%；扣非归母净利润 2.0 亿元，同比+31.6%，环比-22.0%。单 25Q1，公司实现营收 23.5 亿元，同比-16.4%，环比-68.7%；归母净利润 2.1 亿元，同比-12.5%，环比-6.6%；扣非净利润 2.0 亿元，同比-10.0%，环比+3.1%。

► **减值对公司 24 年业绩拖累较大。**24 年公司计提资产减值 5944 万元（占利润总额比例 4.2%），信用减值计提 1.41 亿元（占利润总额比例 10%），减值损失合计约 2 亿元。

► **直流输电系统业务高增，新能源系统集成业务结构优化。**智能变配电板块，24 年实现收入 47.11 亿元、同比+2.93%，毛利率 24.3%、同比+1.6Pcts。智能电表板块，24 年实现收入 38.66 亿元、同比+11%，毛利率 24.66%、同比-0.57Pct。智能中压供用电设备板块，24 年实现收入 33.51 亿元、同比+6.69%，毛利率 18.77%、同比+2.51Pcts。新能源及系统集成板块，24 年实现收入 24.64 亿元、同比-37.47%，毛利率 8.14%、同比+2.72Pcts；公司该业务更聚焦于盈利能力更优的设备类产品，EPC 总包对盈利的拖累逐步淡化。直流输电系统板块，24 年实现收入 14.43 亿元、同比+101.57%，毛利率 30.92%、同比-11.37Pcts；公司直流量测类产品收入贡献提升，对该业务毛利率造成一定影响。充换电设备板块，24 年实现收入 12.52 亿元、同比+4.18%，毛利率 14.18%、同比+3.61Pcts。

► **持续推行精益化管理，公司盈利能力持续优化。**公司深化供应链建设和智造升级，加强内部穿透式管理，全方位提高盈利能力和运营质效，24A、25Q1 毛利率分别为 20.77%、23.47%，分别同比提升 2.8Pcts、5.2Pcts。公司 25Q1 净利率为 10.05%，同比提升 0.68Pct，增幅弱于毛利率，主要因为公司销售费用率增至 4.77%，同比+2.4Pcts，主要是搭建二级营销平台、加大市场开拓力度影响。公司现已建立大客户、区域、行业三维营销架构，形成了横向覆盖全国地市纵向穿透客户组织的矩阵式立体营销网络，为后续业绩增长提供强大支撑。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 186.91、213.93、246.16 亿元，对应增速分别为 9.4%、14.5%、15.1%；归母净利润分别为 14.91、18.07、22.79 亿元，对应增速分别为 33.5%、21.2%、26.1%，以 4 月 11 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 16X、13X、10X，公司是特高压换流阀和控制保护系统龙头企业，盈利能力持续优化，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电网投资不及预期风险，原材料价格大幅波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,089	18,691	21,393	24,616
增长率 (%)	0.2	9.4	14.5	15.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,117	1,491	1,807	2,279
增长率 (%)	11.1	33.5	21.2	26.1
每股收益 (元)	1.10	1.46	1.77	2.24
PE	21	16	13	10
PB	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

23.45 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 许俊哲

执业证书：S0100525030003

邮箱：xujunzhe@mszq.com

相关研究

- 1.许继电气 (000400.SZ) 2024 年三季报点评：24Q3 盈利能力提升，费用管控良好-2024/11/04
- 2.许继电气 (000400.SZ) 2024 年半年报点评：24H1 业绩稳健，盈利略有提升-2024/08/31
- 3.许继电气 (000400.SZ) 2023 年年报点评：23 年业绩超预期，市场开拓成效显著-2024/04/11
- 4.许继电气 (000400.SZ) 深度报告：特直柔直接踵至，配电网储齐发力-2024/02/23
- 5.许继电气 (000400.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 业绩稳步增长，费用管控良好-2023/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,089	18,691	21,393	24,616
营业成本	13,539	14,549	16,452	18,775
营业税金及附加	84	93	150	172
销售费用	720	673	749	862
管理费用	597	635	706	788
研发费用	881	935	1,070	1,231
EBIT	1,352	1,860	2,330	2,911
财务费用	-55	-52	-56	-68
资产减值损失	-59	-3	-4	0
投资收益	29	0	0	0
营业利润	1,392	1,908	2,381	2,979
营业外收支	22	7	7	0
利润总额	1,414	1,915	2,388	2,979
所得税	122	201	263	298
净利润	1,292	1,714	2,126	2,681
归属于母公司净利润	1,117	1,491	1,807	2,279
EBITDA	1,693	2,202	2,675	3,258

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,555	5,865	6,863	8,953
应收账款及票据	9,029	8,016	9,175	10,608
预付款项	937	448	507	578
存货	2,644	3,432	3,881	4,433
其他流动资产	2,426	2,438	2,729	3,011
流动资产合计	20,591	20,199	23,155	27,584
长期股权投资	340	340	340	340
固定资产	1,767	1,800	1,834	1,834
无形资产	743	743	743	743
非流动资产合计	4,673	4,817	4,816	4,816
资产合计	25,265	25,016	27,971	32,400
短期借款	78	78	78	78
应付账款及票据	9,732	8,240	9,317	10,633
其他流动负债	2,598	2,559	2,881	4,004
流动负债合计	12,409	10,877	12,276	14,715
长期借款	153	153	153	153
其他长期负债	321	310	310	310
非流动负债合计	474	463	463	463
负债合计	12,883	11,340	12,740	15,178
股本	1,019	1,019	1,019	1,019
少数股东权益	1,087	1,309	1,628	2,030
股东权益合计	12,382	13,676	15,231	17,222
负债和股东权益合计	25,265	25,016	27,971	32,400

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.17	9.37	14.46	15.06
EBIT 增长率	21.23	37.53	25.28	24.97
净利润增长率	11.09	33.50	21.17	26.13
盈利能力 (%)				
毛利率	20.77	22.16	23.10	23.73
净利润率	6.54	7.98	8.45	9.26
总资产收益率 ROA	4.42	5.96	6.46	7.03
净资产收益率 ROE	9.89	12.06	13.28	15.00
偿债能力				
流动比率	1.66	1.86	1.89	1.87
速动比率	1.23	1.30	1.33	1.35
现金比率	0.45	0.54	0.56	0.61
资产负债率 (%)	50.99	45.33	45.55	46.85
经营效率				
应收账款周转天数	168.74	159.32	139.82	139.86
存货周转天数	71.16	75.17	80.00	79.70
总资产周转率	0.72	0.74	0.81	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.46	1.77	2.24
每股净资产	11.09	12.14	13.35	14.91
每股经营现金流	1.27	1.22	1.88	3.08
每股股利	0.42	0.56	0.68	0.85
估值分析				
PE	21	16	13	10
PB	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.03	8.48	6.98	5.73
股息收益率 (%)	1.79	2.39	2.89	3.65

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,292	1,714	2,126	2,681
折旧和摊销	341	343	345	347
营运资金变动	-522	-868	-607	100
经营活动现金流	1,299	1,240	1,921	3,142
资本开支	-390	-313	-315	-324
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-386	-466	-315	-324
股权募资	0	0	0	0
债务募资	218	-6	0	0
筹资活动现金流	-356	-464	-607	-728
现金净流量	557	310	998	2,091

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048