

许继电气 (000400.SZ)

增持 (维持)

24 年计提大额减值, 业务结构持续优化

公司公告 2024 年营业收入、归母净利润、扣非净利润 170.89、11.17、10.62 亿元, 同比+0.17%、+11.09%、+22.19%。2025Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 23.48、2.08、2.04 亿元, 同比 -16.42%、-12.47%、-9.96%。

- 24 年业绩平稳增长, 计提大额减值。公司 2024 年营业收入、归母净利润、扣非净利润 170.89、11.17、10.62 亿元, 同比增长 0.17%、11.09%、22.19%。Q4 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 75.03、2.22、1.97 亿元, 同比 +20.42%、+13.94%、+31.61%。其中 Q4 计提 1.57 亿元减值。2025Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 23.48、2.08、2.04 亿元, 同比下降 16.42%、12.47%、9.96%, 系交付节奏影响, 25 年全年预计增长。
- 毛利率提升, 盈利指标向好。2024 年, 公司毛利率 20.77%, 同比+2.77pcts, 费用率 12.54%, 同比+1.86pcts, 净利率 7.56%, 同比+0.61pcts。24Q4 公司毛利率 19.28%, 同比+2.5 pcts, 净利率 3.59%, 同比-0.78pcts。其中全年销售费用增加 1.33pcts, 主要系公司搭建二级营销体系影响。25Q1 毛利率 23.47%, 同比+5.2pcts, 净利率 10.06%, 同比+0.68pcts, 主要系低毛利率的新能源集成业务占比下降。
- 主要业务保持稳定, 业务结构持续优化。智能变配电系统: 营收 47.1 亿元, 同比+2.9%, 毛利率 24.3%, 同比+1.6pcts; 智能电表: 营收 38.7 亿元, 同比+11%, 毛利率 24.7%, 同比-0.6pcts; 智能中压供用电设备: 营收 33.5 亿元, 同比+6.7%, 毛利率 18.8%, 同比+2.5pcts; 新能源及系统集成: 营收 24.6 亿元, 同比-37.5%, 毛利率 8.1%, 同比+2.7pcts; 直流输电系统: 营收 14.44 亿元, 同比+101.6%, 毛利率 30.9%, 同比-11.4pcts; 充换电设备及其它制造服务: 营收 12.5 亿元, 同比+4.2%, 毛利率 14.2%, 同比+3.6pcts。公司剥离低毛利总包业务, 24 年特高压确收提前。
- 中标持续增长, 网外和海外业务拓展取得成效。公司 2024 年在国网输变电设备中标同比增长 19.1%, 市占率 1.9%, 位列前十。换流阀中标青藏 2 期扩建工程 1.79 亿元, 甘浙柔直 10.9 亿元, 天河棠下 4.68 亿元。24 年国网电表招标中, 公司电表 (许继仪表、山东电子、哈表所) 份额排名第一。此外公司积极拓展非网内市场, 提供定制化智慧配电网解决方案。海外业务拓展方面, 24 年公司实现营收 3.09 亿元, 同比翻倍, 已成功突破中东、欧洲、美洲、东南亚等市场, 中标沙特、巴西等市场直流控保、换流阀、测量装置等产品。
- 直流技术领先, 特高压和配网建设可能带来弹性。公司直流换流阀技术领先, 实现 6.5kV/4000A IGCT 首次应用, 世界首套 6.5kV/3000A IGBT 柔直换流阀的研发突破, 同时海风柔直市场先发优势明显, 有望受益于特高压建设热潮。公司智能变配电业务板块受益于配网自动化升级改造, 也或将带来一定弹性。
- 投资建议: 估算公司 2025-2026 年归母净利润为 14.04、17.77 亿元, 对应估值 17、13 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 电力建设不及预期、公司中标情况不及预期、海外业务进展风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17061	17089	18466	21055	23934
同比增长	14%	0%	8%	14%	14%
营业利润(百万元)	1217	1392	1779	2259	2630
同比增长	14%	14%	28%	27%	16%
归母净利润(百万元)	1005	1117	1404	1777	2066
同比增长	32%	11%	26%	27%	16%
每股收益(元)	0.99	1.10	1.38	1.74	2.03
PE	23.8	21.4	17.0	13.4	11.6
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

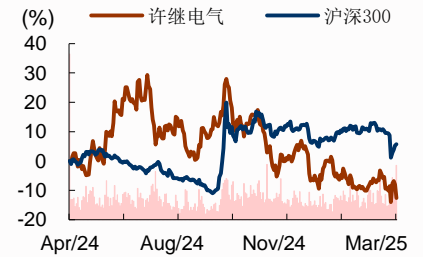
中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 23.45 元

基础数据

总股本 (百万股)	1019
已上市流通股 (百万股)	1008
总市值 (十亿元)	23.9
流通市值 (十亿元)	23.6
每股净资产 (MRQ)	11.3
ROE (TTM)	9.4
资产负债率	49.2%
主要股东	中国电气装备集团有限公司
主要股东持股比例	37.91%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-30	-4
相对表现	2	-27	-11



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《许继电气 (000400) — 业绩符合预期, 特高压和配网建设可能带来弹性》2024-09-04
- 《许继电气 (000400) — 业务布局全面, 直流与配网业务未来可能有弹性》2024-05-09

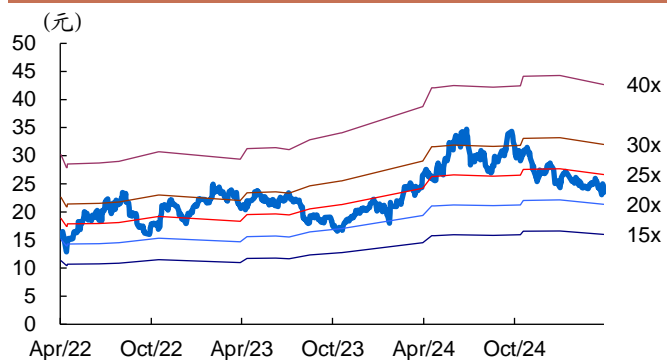
游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

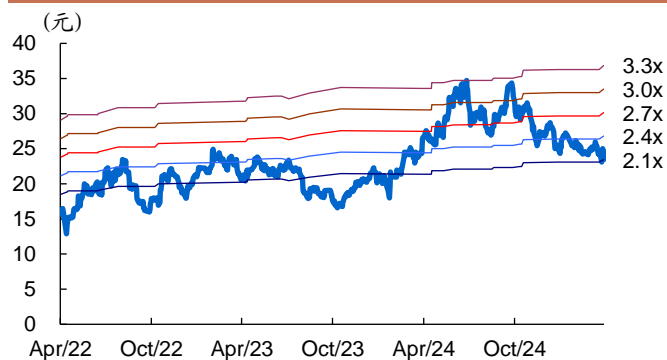
lvhao1@cmschina.com.cn

图 1: 许继电气历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 许继电气历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

《许继电气 (000400) — 业务布局全面, 直流与配电业务未来可能有弹性》
2024-05-09

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17829	20591	22403	25769	29690
现金	5016	5555	6150	7271	8649
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	241	235	254	289	329
应收款项	7225	8794	9503	10835	12317
其它应收款	618	641	693	790	898
存货	2708	2644	2861	3237	3691
其他	2021	2722	2942	3346	3807
非流动资产	4074	4673	4591	4518	4451
长期股权投资	331	340	340	340	340
固定资产	1761	1767	1772	1776	1780
无形资产商誉	852	853	768	691	622
其他	1130	1714	1712	1711	1710
资产总计	21903	25265	26995	30287	34142
流动负债	9857	12409	13177	14834	16833
短期借款	0	78	0	0	0
应付账款	7815	9732	10529	11914	13583
预收账款	1362	1713	1854	2097	2391
其他	680	885	794	823	858
长期负债	353	474	474	474	474
长期借款	0	153	153	153	153
其他	353	321	321	321	321
负债合计	10210	12883	13651	15308	17307
股本	1019	1019	1019	1019	1019
资本公积金	479	514	514	514	514
留存收益	9207	9763	10504	11860	13393
少数股东权益	988	1087	1307	1586	1910
归属于母公司所有者权益	10705	11295	12037	13393	14925
负债及权益合计	21903	25265	26995	30287	34142

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2748	1299	1310	1418	1787
净利润	1186	1292	1624	2056	2390
折旧摊销	305	318	282	274	266
财务费用	4	9	(55)	(55)	(55)
投资收益	(55)	(29)	(269)	(269)	(269)
营运资金变动	1372	(296)	(274)	(592)	(550)
其它	(63)	5	2	4	5
投资活动现金流	(539)	(386)	69	69	69
资本支出	(212)	(390)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(327)	4	269	269	269
筹资活动现金流	(859)	(356)	(783)	(366)	(479)
借款变动	(528)	47	(176)	0	0
普通股增加	11	(0)	0	0	0
资本公积增加	(333)	34	0	0	0
股利分配	(252)	(459)	(662)	(421)	(533)
其他	244	21	55	55	55
现金净增加额	1350	557	596	1121	1377

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17061	17089	18466	21055	23934
营业成本	13990	13539	14648	16573	18896
营业税金及附加	80	84	91	104	118
营业费用	492	720	613	653	694
管理费用	604	597	646	695	742
研发费用	813	881	914	990	1077
财务费用	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)
资产减值损失	(101)	(200)	(99)	(105)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	127	241	241	241	241
投资收益	55	29	29	29	29
营业利润	1217	1392	1779	2259	2630
营业外收入	21	28	28	28	28
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	1235	1414	1801	2281	2652
所得税	49	122	177	225	262
少数股东损益	181	175	220	279	324
归属于母公司净利润	1005	1117	1404	1777	2066

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	14%	0%	8%	14%	14%
营业利润	14%	14%	28%	27%	16%
归母净利润	32%	11%	26%	27%	16%
获利能力					
毛利率	18.0%	20.8%	20.7%	21.3%	21.0%
净利率	5.9%	6.5%	7.6%	8.4%	8.6%
ROE	9.7%	10.2%	12.0%	14.0%	14.6%
ROIC	9.7%	10.0%	11.8%	13.9%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	46.6%	51.0%	50.6%	50.5%	50.7%
净负债比率	0.2%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	5.1	5.1	5.3	5.4	5.5
应收账款周转率	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	2.0	1.5	1.4	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.99	1.10	1.38	1.74	2.03
每股经营净现金	2.70	1.27	1.29	1.39	1.75
每股净资产	10.51	11.09	11.81	13.14	14.65
每股股利	0.45	0.65	0.41	0.52	0.61
估值比率					
PE	23.8	21.4	17.0	13.4	11.6
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	24.3	21.4	16.3	13.2	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。