

公司研究

24 年计提减值拖累业绩，盈利能力改善明显

——许继电气（000400.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 24 年年报，24 年实现营业收入 170.89 亿元，同比增长 0.17%，归母净利润 11.17 亿元，同比增长 11.09%；拟每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。公司同时发布 25 年一季报，25Q1 实现营收 23.48 亿元，同比减少 16.42%；实现归母净利润 2.08 亿元，同比减少 12.47%，环比减少 6.59%，主要受产品交付节奏影响。

24 年计提减值拖累业绩，盈利能力持续提升。24 年公司分别计提资产减值 0.59 亿元和信用减值损失 1.41 亿元，对业绩造成较大影响。但业务盈利能力呈现明显改善趋势；24 年销售毛利率同比上升 2.77pct 至 20.77%，归母净利率同比上升 0.65pct 至 6.54%；25Q1 销售毛利率和归母净利率分别为 23.47%和 8.84%。

我国特高压建设持续推进，24 年公司直流输电系统业务迎来放量。24 年公司在直流输电市场持续取得突破，中标天河棠下柔直背靠背工程，其换流阀、直流控保、测量装置等产品中标甘浙、青藏二期等国网直流输电项目以及沙特、巴西等市场。24 年公司直流输电系统营业收入同比增长 101.57%至 14.44 亿元，毛利率同比下降 11.37pct 至 30.92%。我国仍有多条储备的特高压项目，未来特高压工程建设有望延续高景气。叠加我国柔性直流输电技术持续发展，渗透率将迎来快速提升，公司直流输电系统业务有望实现高增长。

电网投资力度加大，公司多项业务迎发展机遇。24 年公司智能变配电系统营收同比+2.93%至 47.11 亿元，毛利率同比+1.60pct 至 24.26%；智能电表营收同比+11.00%至 38.66 亿元，毛利率同比-0.57pct 至 24.66%；智能中压供电设备营收同比+6.69%至 33.52 亿元，毛利率同比+2.51pct 至 18.77%；新能源及系统集成营收同比-37.47%至 24.64 亿元，毛利率同比+2.72pct 至 8.14%；更换电设备及其它制造服务营收同比+4.18%至 12.52 亿元，毛利率同比+3.61pct 至 14.18%。2024 年我国电网工程投资完成额同比增长 15.3%至 6083 亿元，2025 年国家电网和南方电网投资额合计有望超过 8000 亿元，我国电网投资力度加大为公司多项业务带来发展机遇。

维持“买入”评级。考虑到 24 年特高压招标有所滞后，或将影响到公司未来两年业绩，基于审慎原则，我们下调 25/26 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 14.18/17.28/20.18 亿元（下调 6%/下调 3%/新增），对应 EPS 分别为 1.39/1.70/1.98 元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 17/14/12 倍。公司业绩增长稳定，直流业务有望受益于特高压建设提速，看好公司长远发展，维持“买入”评级。

风险提示：电网建设不及预期；柔直技术发展不及预期；竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,061	17,089	18,595	20,900	22,845
营业收入增长率	14.37%	0.17%	8.81%	12.40%	9.30%
净利润（百万元）	1,005	1,117	1,418	1,728	2,018
净利润增长率	32.42%	11.09%	26.92%	21.87%	16.78%
EPS（元）	0.99	1.10	1.39	1.70	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.39%	9.89%	11.29%	12.30%	12.78%
P/E	23	21	17	14	12
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-15

买入（维持）

当前价：23.08 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

联系人：邓怡亮

021-52523802

dengyiliang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.19
总市值(亿元):	235.16
一年最低/最高(元):	22.60/37.25
近 3 月换手率:	112.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.04	-7.20	-20.01
绝对	-6.94	-8.12	-14.03

资料来源：Wind

相关研报

业绩稳步增长，电网投资提升带来发展机遇——许继电气（000400.SZ）2024 年半年报点评（2024-08-30）

23 年业绩表现亮眼，期待直流业务加速成长——许继电气（000400.SZ）2023 年年报点评（2024-04-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,061	17,089	18,595	20,900	22,845
营业成本	13,990	13,539	14,439	16,186	17,594
折旧和摊销	304	317	335	357	378
税金及附加	80	84	112	125	137
销售费用	492	720	747	797	872
管理费用	604	597	639	668	730
研发费用	813	881	959	1,077	1,178
财务费用	-55	-55	-27	-38	-49
投资收益	55	29	20	20	20
营业利润	1,217	1,392	1,760	2,104	2,426
利润总额	1,235	1,414	1,770	2,114	2,436
所得税	49	122	177	211	244
净利润	1,186	1,292	1,593	1,903	2,193
少数股东损益	181	175	175	175	175
归属母公司净利润	1,005	1,117	1,418	1,728	2,018
EPS(元)	0.99	1.10	1.39	1.70	1.98

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,748	1,299	1,504	1,819	2,083
净利润	1,005	1,117	1,418	1,728	2,018
折旧摊销	304	317	335	357	378
净营运资金增加	-1,092	-432	1,718	936	886
其他	2,531	297	-1,966	-1,201	-1,199
投资活动产生现金流	-539	-386	-319	-380	-380
净资本支出	-210	-390	-339	-400	-400
长期投资变化	331	340	0	0	0
其他资产变化	-661	-335	20	20	20
融资活动现金流	-859	-356	-143	-256	-220
股本变化	11	0	0	0	0
债务净变化	-268	275	-18	-55	16
无息负债变化	2,428	2,398	-341	1,208	944
净现金流	1,350	557	1,041	1,183	1,483

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.0%	20.8%	22.3%	22.6%	23.0%
EBITDA 率	9.0%	11.0%	11.4%	12.0%	12.4%
EBIT 率	7.2%	9.2%	9.6%	10.3%	10.7%
税前净利润率	7.2%	8.3%	9.5%	10.1%	10.7%
归母净利润率	5.9%	6.5%	7.6%	8.3%	8.8%
ROA	5.4%	5.1%	6.0%	6.5%	6.8%
ROE (摊薄)	9.4%	9.9%	11.3%	12.3%	12.8%
经营性 ROIC	12.0%	14.3%	13.8%	15.3%	16.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	47%	51%	48%	47%	46%
流动比率	1.81	1.66	1.81	1.86	1.93
速动比率	1.53	1.45	1.57	1.62	1.69
归母权益/有息债务	198.67	34.30	40.34	54.75	57.80
有形资产/有息债务	385.99	73.37	81.52	109.82	113.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	21,903	25,265	26,346	29,163	32,031
货币资金	5,016	5,555	6,595	7,779	9,262
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	7,225	8,794	9,569	10,566	11,445
应收票据	241	235	255	287	314
其他应收款 (合计)	618	641	698	784	857
存货	2,708	2,644	2,822	3,166	3,443
其他流动资产	901	830	830	842	851
流动资产合计	17,829	20,591	21,769	24,543	27,389
其他权益工具	3	1	1	1	1
长期股权投资	331	340	340	340	340
固定资产	1,761	1,767	1,843	1,885	1,899
在建工程	101	209	180	165	157
无形资产	796	743	763	782	799
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	580	1,088	1,088	1,088	1,088
非流动资产合计	4,074	4,673	4,577	4,620	4,642
总负债	10,210	12,883	12,524	13,677	14,638
短期借款	0	78	0	0	0
应付账款	7,275	8,830	8,551	9,585	10,419
应付票据	540	903	963	1,079	1,173
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	198	287	287	287	287
流动负债合计	9,857	12,409	12,057	13,210	14,171
长期借款	0	153	153	153	153
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	175	175	175	175
非流动负债合计	353	474	467	467	467
股东权益	11,693	12,382	13,822	15,486	17,393
股本	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019
公积金	1,141	1,179	1,179	1,179	1,179
未分配利润	8,621	9,158	10,423	11,911	13,643
归属母公司权益	10,705	11,295	12,560	14,049	15,781
少数股东权益	988	1,087	1,262	1,437	1,612

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.88%	4.22%	4.02%	3.82%	3.82%
管理费用率	3.54%	3.49%	3.43%	3.19%	3.19%
财务费用率	-0.32%	-0.32%	-0.15%	-0.18%	-0.22%
研发费用率	4.76%	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%
所得税率	4%	9%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.15	0.23	0.28	0.32
每股经营现金流	2.70	1.27	1.48	1.79	2.04
每股净资产	10.51	11.09	12.33	13.79	15.49
每股销售收入	16.74	16.77	18.25	20.51	22.42

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	23	21	17	14	12
PB	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.9	12.9	11.2	9.4	8.1
股息率	1.3%	0.6%	1.0%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP