

2025年04月21日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

收入结构持续优化，受益于特高压高景气

—许继电气（000400.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

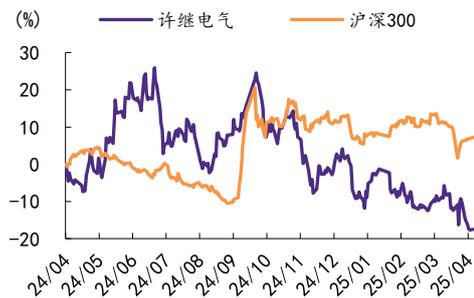
分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-21

当前股价（元）	22.85
总市值（亿元）	233
总股本（百万股）	1019
流通股本（百万股）	1008
52周价格范围（元）	22.69-35.05
日均成交额（百万元）	541.99

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《许继电气（000400）：特高压核心设备供应商，柔直带来长期成长空间》2024-06-28

许继电气发布2024年年度报告：2024年实现营收170.89亿元，同比增长0.17%；实现归母净利润11.17亿元，同比增长11.09%；实现归母扣非净利润10.62亿元，同比增长22.19%；发布2025年第一季度报告：2025Q1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%；实现归母扣非净利润20.36亿元，同比减少9.96%。

投资要点

■ 2024年营收基本持平，收入结构优化

2024年公司营收基本持平，收入结构有所优化，综合毛利率同比提升2.78pct至20.77%，主要是由于系统集成类业务收入占比下降、设备类收入占比进一步提升。分业务看，低毛利的新能源及系统集成板块收入同比下降14.77亿元，降幅37.47%；受益于特高压、相对高毛利的直流输电板块收入同比增长7.27亿元，增幅101.57%；智能变配电、智能中压一次设备、智能电表等基本盘业务收入同比增长7.27亿元；充换电及其他制造服务板块收入同比增长5020万元。

2025Q1公司营收同比下降，综合毛利率同比提升5.20pct至23.47%，主要是由于收入结构继续优化，低毛利的新能源及系统集成业务收入持续下滑，其他业务板块收入变动主要是受订单交付和收入确认进度影响。

■ 电网基本盘夯实，网外多点开花，国际市场发力

电网基本盘不断夯实。公司国网集招订单同比显著增长，智能电表集招份额保持领先，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；南网订单同比增长显著，数字化站监测终端首投首中，中标天河棠下柔直背靠背工程。

网外市场多点开花。公司开关柜、工业调控系统、智能巡检设备、保护装置等产品分别在华电、中广核、中石油等客户处实现首次中标突破；建筑、煤炭、冶金钢铁和石油石化行业订货增幅显著；煤炭企业一体化调控系统方案首次应用；源网荷储充方案首次在高速公路行业实施。

国际市场持续发力。公司出口以特高压、智能电表、开关

柜、变压器、充电桩等产品业务为主，有序推进产品国际化改造和国际通用认证，持续拓展南美、中东、东南亚、非洲、欧洲等市场。2024 年公司中标沙特、巴西等市场直流控保、换流阀、测量装置等产品；充电桩、电能表、储能等产品在新加坡、安哥拉等国家电力公司得到应用；智能电表首次进入土耳其、布基纳法索等市场。

■ 特高压板块项目丰富，IGCT 换流阀落地应用

特高压板块待确收+在跟进项目丰富。2024 年，公司确收陇东-山东、金上-湖北、宁夏-湖南、哈密-重庆、青藏二期等特高压大项目，仍有哈密-重庆、宁夏-湖南等大项目部分未确认收入，以及阳江青州海风柔直、甘肃-浙江、天河棠下柔直背靠背等项目未确认收入；展望 2025 年，公司将继续积极跟进蒙西-京津冀、藏东南-大粤湾等特高压线路。

IGCT 换流阀实现落地应用。2024H1，公司首次采用 6.5 千伏/4000 安 IGCT 器件的柔直换流阀在云南成功应用；2024H2，公司中标南网 220kV 天河棠下柔直背靠背工程，基于 6.5 千伏 IGCT 器件研发的柔性直流换流阀产品将在项目中应用，为首次在高压直流领域进行的工程应用。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 187.99、199.30、209.95 亿元，EPS 分别为 1.39、1.73、2.03 元，当前股价对应 PE 分别为 16.5、13.2、11.3 倍，公司有望深度受益于电网投资高景气，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

电网投资不及预期风险、特高压项目建设不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动风险、大盘系统性风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	17,089	18,799	19,930	20,995
增长率（%）	0.2%	10.0%	6.0%	5.3%
归母净利润（百万元）	1,117	1,413	1,767	2,067
增长率（%）	11.1%	26.5%	25.0%	17.0%
摊薄每股收益（元）	1.10	1.39	1.73	2.03
ROE（%）	9.0%	10.6%	12.2%	13.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	5,555	6,638	8,060	9,696
应收款	9,670	10,638	11,278	11,881
存货	2,644	2,874	3,004	3,121
其他流动资产	2,722	2,987	3,163	3,328
流动资产合计	20,591	23,139	25,505	28,026
非流动资产:				
金融类资产	69	69	69	69
固定资产	1,767	1,590	1,431	1,288
在建工程	209	209	209	209
无形资产	743	705	668	633
长期股权投资	340	340	340	340
其他非流动资产	1,615	1,615	1,615	1,615
非流动资产合计	4,673	4,460	4,264	4,085
资产总计	25,265	27,598	29,769	32,111
流动负债:				
短期借款	78	78	78	78
应付账款、票据	9,732	10,982	11,899	12,801
其他流动负债	885	885	885	885
流动负债合计	12,409	13,830	14,861	15,869
非流动负债:				
长期借款	153	153	153	153
其他非流动负债	321	321	321	321
非流动负债合计	474	474	474	474
负债合计	12,883	14,304	15,335	16,343
所有者权益				
股本	1,019	1,019	1,019	1,019
股东权益	12,382	13,294	14,434	15,768
负债和所有者权益	25,265	27,598	29,769	32,111

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1292	1635	2044	2391
少数股东权益	175	222	277	324
折旧摊销	317	214	194	177
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-485	-42	85	124
经营活动现金净流量	1299	2029	2601	3016
投资活动现金净流量	-386	177	159	143
筹资活动现金净流量	171	-723	-904	-1057
现金流量净额	1,084	1,482	1,856	2,102

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,089	18,799	19,930	20,995
营业成本	13,539	14,624	15,283	15,877
营业税金及附加	84	93	98	104
销售费用	720	793	717	714
管理费用	597	657	696	734
财务费用	-55	-60	-64	-67
研发费用	881	969	1,027	1,082
费用合计	2,144	2,358	2,377	2,462
资产减值损失	-59	-27	-27	-27
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	29	27	27	27
营业利润	1,392	1,771	2,219	2,598
加:营业外收入	28	23	23	23
减:营业外支出	6	5	5	5
利润总额	1,414	1,789	2,236	2,616
所得税费用	122	154	192	225
净利润	1,292	1,635	2,044	2,391
少数股东损益	175	222	277	324
归母净利润	1,117	1,413	1,767	2,067

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	0.2%	10.0%	6.0%	5.3%
归母净利润增长率	11.1%	26.5%	25.0%	17.0%
盈利能力				
毛利率	20.8%	22.2%	23.3%	24.4%
四项费用/营收	12.5%	12.5%	11.9%	11.7%
净利率	7.6%	8.7%	10.3%	11.4%
ROE	9.0%	10.6%	12.2%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	51.0%	51.8%	51.5%	50.9%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
存货周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
每股数据(元/股)				
EPS	1.10	1.39	1.73	2.03
P/E	20.8	16.5	13.2	11.3
P/S	1.4	1.2	1.2	1.1
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5年证券行业研究经验，曾获得2022年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。