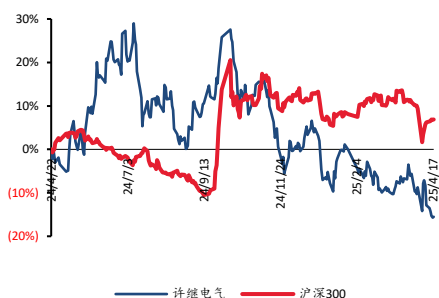


许继电气 2024 年报及 2025 年一季报点评：调结构优化报表质量，直流业务有望进入收获期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 10.19/10.08
总市值/流通(亿元) 231.79/229.39
12个月内最高/最低价 37.6/22.6 (元)

相关研究报告

<<中标合同加速，有助于业绩增长——许继电气(000400)公司点评>>—2016-07-14

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：刘淞

电话：

E-MAIL: liusong@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523030002

事件：公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。

2024 年，营业收入 170.89 亿元，同比+0.2%；归母净利润 11.17 亿元，同比+11%；扣非归母净利润 10.62 亿元，同比+22%。

利润率方面，销售毛利率 20.77%，同比+2.77pct，主要系毛利率较高的直流输电系统板块确收加快；销售净利率 7.56%，同比+0.61pct。

费用率方面，2024 年销售费用率 4.22%，同比+1.33pct，主要是搭建二级营销平台、加大市场开拓力度影响；管理费用率 3.49%，同比基本持平；研发费用率 5.15%，同比+0.39pct。

2024Q4，营业收入 75 亿元，同比+17%；归母净利润 2.2 亿元，同比-5%；扣非归母净利润 2 亿元，同比+32%。

2025Q1，营业收入 23.5 亿，同比-16%；归母净利润 2.1 亿，同比-13%；扣非归母净利润 2 亿元，同比-10%。

2024 年调结构优化报表质量：

2024 年，直流输电系统板块收入 14.44 亿，同比+101.7%，高毛利率板块收入加快；新能源及系统集成板块收入 24.6 亿，同比-37.5%，低毛利率板块收入继续压降。

2025 年及“十五五”期间，公司直流业务有望继续受益特高压、海风柔直、直流背靠背等建设进程加快：

国家电网公司年初表示，2025 年将进一步加大投资力度，全年电网投资有望首次超过 6500 亿元。

根据《中国能源报》，2025 年将投产特高压线路“两交五直”，未来几年，列入计划可能开工特高压“十六交十二直”。“十五五”期间我国特高压工程投资将保持稳定。同时，预计海风柔直、直流背靠背项目等也将为公司直流业务带来增长空间。

投资建议：公司是直流输电设备龙头企业，有望持续受益直流输电行业增速加快，预计 2025/2026/2027 年公司营业收入分别为 174.8/195.3/216.1 亿元，同比+2.3%/+11.7%/+10.7%；归母净利润分别为 14.1/18.8/22.4 亿元，同比+26%/+33.8%/+19%，EPS 为 1.38/1.85/2.2 元/股。当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 16/12/10。给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、下游需求不及预期、新技术发展不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,089	17,482	19,529	21,612
营业收入增长率(%)	0.17%	2.30%	11.71%	10.67%
归母净利(百万元)	1,117	1,407	1,884	2,242
净利润增长率(%)	11.09%	26.01%	33.83%	19.01%
摊薄每股收益(元)	1.10	1.38	1.85	2.20
市盈率(PE)	24.99	16.47	12.31	10.34

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,016	5,555	5,591	7,517	9,231
应收和预付款项	7,897	9,966	8,823	10,067	11,525
存货	2,708	2,644	2,807	2,964	3,279
其他流动资产	2,208	2,426	2,751	2,882	3,117
流动资产合计	17,829	20,591	19,972	23,430	27,152
长期股权投资	331	340	340	340	340
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,761	1,767	1,394	1,020	646
在建工程	101	209	208	207	205
无形资产开发支出	852	853	852	852	852
长期待摊费用	6	8	8	8	8
其他非流动资产	18,851	22,087	21,611	25,069	28,791
资产总计	21,903	25,265	24,413	27,496	30,842
短期借款	0	78	78	78	78
应付和预收款项	7,815	9,732	7,986	9,284	10,531
长期借款	0	153	153	153	153
其他负债	2,395	2,919	2,657	2,942	3,257
负债合计	10,210	12,883	10,874	12,458	14,019
股本	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019
资本公积	607	640	640	640	640
留存收益	9,155	9,697	10,567	11,730	13,115
归母公司股东权益	10,705	11,295	12,172	13,335	14,720
少数股东权益	988	1,087	1,367	1,704	2,103
股东权益合计	11,693	12,382	13,539	15,039	16,823
负债和股东权益	21,903	25,265	24,413	27,496	30,842

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,748	1,299	717	2,622	2,551
投资性现金流	-539	-386	-144	24	21
融资性现金流	-859	-356	-538	-720	-857
现金增加额	1,350	557	36	1,926	1,714

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,061	17,089	17,482	19,529	21,612
营业成本	13,990	13,539	13,569	14,926	16,375
营业税金及附加	80	84	96	99	112
销售费用	492	720	699	742	756
管理费用	604	597	594	644	692
财务费用	-55	-55	0	0	0
资产减值损失	-17	-59	-10	-10	-10
投资收益	55	29	27	42	39
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,217	1,392	1,829	2,381	2,861
其他非经营损益	18	22	0	0	0
利润总额	1,235	1,414	1,829	2,381	2,861
所得税	49	122	141	161	220
净利润	1,186	1,292	1,688	2,220	2,641
少数股东损益	181	175	281	336	399
归母股东净利润	1,005	1,117	1,407	1,884	2,242

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.00%	20.77%	22.38%	23.57%	24.23%
销售净利率	5.89%	6.54%	8.05%	9.64%	10.37%
销售收入增长率	13.51%	0.17%	2.30%	11.71%	10.67%
EBIT 增长率	2.93%	21.23%	35.29%	30.15%	20.16%
净利润增长率	28.03%	11.09%	26.01%	33.83%	19.01%
ROE	9.39%	9.89%	11.56%	14.12%	15.23%
ROA	5.74%	5.48%	6.80%	8.55%	9.05%
ROIC	9.10%	9.70%	12.15%	14.42%	15.37%
EPS (X)	1.00	1.10	1.38	1.85	2.20
PE (X)	22.02	24.99	16.47	12.31	10.34
PB (X)	2.09	2.48	1.90	1.74	1.57
PS (X)	1.31	1.64	1.33	1.19	1.07
EV/EBITDA (X)	12.11	13.49	8.11	5.79	4.41

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。