2025 年 04 月 23 日
证券研究报告•2025 年一季报点评
许继电气（000400）电力设备

持有（维持）
当前价：22.70 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

盈利符合预期，持续受益于特高压建设

投资要点

- **事件：**公司 2024 年实现营收 170.89 亿元，同比增长 0.2%；实现归母净利润 11.17 亿元，同比增长 11.1%；扣非归母净利润 10.62 亿元，同比增长 22.2%。Q4 单季度实现营收 75.03 亿元，同比增长 20.4%，环比增长 172.8%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比增长 13.9%，环比变化-16.9%；扣非归母净利润 1.97 亿元，同比增长 31.6%，环比变化-22.1%。

  公司 2025 年 Q1 实现营收 23.48 亿元，同比变化-16.4%，环比变化-68.7%；实现归母净利润 2.08 亿元，同比变化-12.5%，环比变化-6.6%；扣非归母净利润 2.04 亿元，同比变化-10.0%，环比变化 3.1%。

- **净利率有所提升，费用率管控较好。**盈利方面，公司 2024 年销售毛利率/净利率分别为 20.8%/7.6%，分别同比变化 2.8pp/0.6pp。公司 2025 年 Q1 销售毛利率/净利率分别为 23.5%/10.1%，分别同比变化 5.2pp/0.7pp。费用方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.2%/3.5%/5.2%/-0.3%，分别同比变化 1.3pp/0.0pp/0.4pp/0.0pp，费用率较为平稳。

- **公司为国内特高压换流阀头部企业，充分受益于行业需求放量。**2024 年公司直流输电系统业务实现营收 14.4 亿元，同比增长 101.6%，主要受 2023 年“四直”相继核准开工，2024 年交付增加，且 2024-2025 年亦为特高压直流核准大年，支撑公司直流业务在未来几年增长。此外，柔性直流换流阀价值量约为常规直流的 2-3 倍，伴随柔直渗透率提升，公司亦充分受益。

- **网内产品稳中有升，网外业务快速增长。**2024 年，公司智能电表业务实现收入 38.7 亿元，同比增长 11%，毛利率为 24.7%，电能表份额在国网集招排名领先；智能中压供用电设备实现收入 33.5 亿元，同比增长 6.7%，毛利率为 18.8%。2024 年，公司充换电业务实现收入 12.5 亿元，同比增长 4.2%，毛利率为 14.2%，同比增长 3.6pp，显著上升；新能源及系统集成实现收入 24.6 亿元，同比变化-37.5%。公司积极拓展数据中心、氢能等赛道，实现多行业发展。

- **海外业务快速增长，订单增幅明显。**2024 年公司海外业务收入为 3.1 亿元，同比增长 102%，毛利率为 21.5%。报告期内，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。海外电网相关业务市场空间广阔，公司海外渠道逐步完善，有望持续贡献新业绩增量。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年营收分别为 197 亿元、225.6 亿元、251 亿元，未来三年归母净利润同比增速分别为 28.5%/20.9%/14.6%。公司智能电网、特高压领域核心产品优势凸显，且柔性直流、EPC 业务为公司提供了新的增长动力，业绩有望持续增长，维持“持有”评级。

- **风险提示：**电网投资不及预期的风险；产品研发不及预期的风险；上游原材料价格上涨的风险；深远海开发进度不及预期的风险。

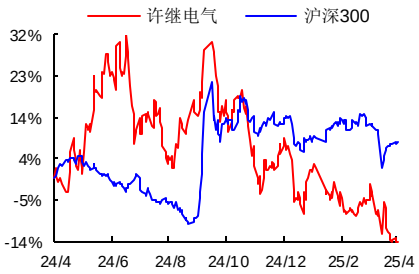
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17089.13	19703.15	22564.81	25098.26
增长率	0.17%	15.30%	14.52%	11.23%
归属母公司净利润（百万元）	1116.93	1434.79	1734.71	1987.82
增长率	11.09%	28.46%	20.90%	14.59%
每股收益 EPS（元）	1.10	1.41	1.70	1.95
净资产收益率 ROE	10.44%	12.31%	13.10%	13.31%
PE	21	16	13	12
PB	2.05	1.86	1.67	1.49

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.19
流通 A 股(亿股)	10.08
52 周内股价区间(元)	22.67-35.05
总市值(亿元)	231.28
总资产(亿元)	248.54
每股净资产(元)	11.30

相关研究

1. 许继电气（000400）：盈利略超预期，24 年受益于柔直增长 (2024-04-12)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司为电网二次设备龙头企业，伴随中长期电网智能化升级改造需求提升，业务有望稳定增长。预计 2025-2027 年公司智能变配电系统订单交付同比增速分别为 7%/10%/9%。

假设 2：公司在特高压直流换流阀环节市占率较高，伴随直流项目陆续交付，柔性直流渗透率不断提升，预计 2025-2027 年公司直流输电系统订单交付同比增速分别为 38.5%/30%/10%，毛利率受益于高价值量柔直换流阀占比提升恢复至 40%。

假设 3：充换电市场空间广阔，公司是目前国内技术水平较高的电动汽车智能充换电系统制造商，拥有“国家能源主动配电网技术研发中心”，预计 2025-2027 年订单交付同比增速分别为 30%/20%/15%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
智能变配电系统	收入	4711.3	5040.9	5543.6	6041.7
	增速	2.9%	7.0%	10.0%	9.0%
	毛利率	24.3%	24.0%	25.0%	26.0%
智能电表	收入	3866.4	4006.8	4501.6	4726.7
	增速	11.0%	15.0%	12.4%	5.0%
	毛利率	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
智能中压供用电设备	收入	3351.5	3686.7	4055.3	4460.9
	增速	6.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	18.8%	18.0%	18.0%	18.0%
充换电设备及其他制造服务	收入	1252.0	1627.6	1953.1	2246.0
	增速	4.2%	30.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
直流输电系统	收入	1443.7	2000.0	2600.0	2860.0
	增速	101.6%	38.5%	30.0%	10.0%
	毛利率	30.9%	40.0%	40.0%	40%
新能源及系统集成	收入	2464.3	3341.2	3911.2	4763.0
	增速	-37.5%	35.6%	17.1%	21.8%
	毛利率	8.1%	8.0%	9.0%	12.0%
合计	收入	17089.1	19703.1	22564.8	25098.3
	增速	0.2%	15.3%	14.5%	11.2%
	毛利率	20.8%	21.2%	21.7%	22.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17089.13	19703.15	22564.81	25098.26
营业成本	13539.03	15532.87	17658.11	19512.78
营业税金及附加	84.44	101.55	112.99	173.18
销售费用	720.40	742.98	884.34	971.23
管理费用	597.10	1576.25	1805.18	2007.86
财务费用	-54.68	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-59.44	-36.24	-40.81	-42.39
投资收益	28.82	28.18	29.65	27.51
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1391.63	1813.91	2174.64	2503.11
其他非经营损益	22.04	19.21	19.98	20.07
利润总额	1413.68	1833.12	2194.62	2523.18
所得税	121.50	135.69	158.68	189.62
净利润	1292.18	1697.43	2035.94	2333.56
少数股东损益	175.25	262.63	301.23	345.73
归属母公司股东净利润	1116.93	1434.79	1734.71	1987.82

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1292.18	1697.43	2035.94	2333.56
折旧与摊销	318.49	488.96	488.96	488.96
财务费用	-54.68	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-59.44	-36.24	-40.81	-42.39
经营营运资本变动	240.40	-1360.77	-736.55	-652.70
其他	-438.04	163.51	151.23	159.22
经营活动现金流净额	1298.91	952.89	1898.76	2286.64
资本支出	-337.35	-200.00	-200.00	-200.00
其他	-48.39	77.29	9.65	7.51
投资活动现金流净额	-385.74	-122.71	-190.35	-192.49
短期借款	78.18	21.82	0.00	0.00
长期借款	153.46	0.00	0.00	0.00
股权融资	32.77	0.00	0.00	0.00
支付股利	-575.70	-223.39	-286.96	-346.94
其他	-44.71	-161.22	2.00	2.00
筹资活动现金流净额	-356.00	-362.78	-284.96	-344.94
现金流量净额	557.17	467.40	1423.45	1749.21

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5554.54	6021.94	7445.39	9194.61
应收和预付款项	10607.24	11045.63	12926.93	14433.42
存货	2644.36	3045.38	3475.49	3833.56
其他流动资产	1785.05	515.00	589.80	656.02
长期股权投资	339.55	339.55	339.55	339.55
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1976.02	1832.55	1689.07	1545.59
无形资产和开发支出	853.44	708.81	564.17	419.54
其他非流动资产	1504.41	1523.57	1542.72	1561.87
资产总计	25264.62	25032.43	28573.13	31984.16
短期借款	78.18	100.00	100.00	100.00
应付和预收款项	9926.86	9985.98	11682.65	13023.86
长期借款	153.46	153.46	153.46	153.46
其他负债	2724.28	1002.69	1097.74	1180.95
负债合计	12882.78	11242.13	13033.85	14458.27
股本	1018.87	1018.87	1018.87	1018.87
资本公积	639.89	639.89	639.89	639.89
留存收益	9697.00	10908.41	12356.16	13997.04
归属母公司股东权益	11295.27	12441.10	13888.85	15529.73
少数股东权益	1086.57	1349.20	1650.43	1996.16
股东权益合计	12381.84	13790.30	15539.28	17525.89
负债和股东权益合计	25264.62	25032.43	28573.13	31984.16

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
销售收入增长率	0.17%	15.30%	14.52%	11.23%
营业利润增长率	14.34%	30.34%	19.89%	15.10%
净利润增长率	8.95%	31.36%	19.94%	14.62%
EBITDA 增长率	12.90%	39.11%	15.66%	12.33%
获利能力				
毛利率	20.77%	21.17%	21.74%	22.25%
三费率	7.39%	11.77%	11.92%	11.87%
净利率	7.56%	8.62%	9.02%	9.30%
ROE	10.44%	12.31%	13.10%	13.31%
ROA	5.11%	6.78%	7.13%	7.30%
ROIC	17.45%	22.25%	23.92%	25.82%
EBITDA/销售收入	9.69%	11.69%	11.80%	11.92%
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.78	0.84	0.83
固定资产周转率	9.69	12.35	18.03	27.64
应收账款周转率	1.92	1.97	2.03	1.98
存货周转率	5.03	5.43	5.40	5.33
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.78%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	50.99%	44.91%	45.62%	45.20%
带息债务/总负债	1.80%	2.25%	1.94%	1.75%
流动比率	1.66	1.92	1.95	2.01
速动比率	1.45	1.63	1.67	1.74
股利支付率	51.54%	15.57%	16.54%	17.45%
每股指标				
每股收益	1.10	1.41	1.70	1.95
每股净资产	11.09	12.21	13.63	15.24
每股经营现金	1.27	0.94	1.86	2.24
每股股利	0.57	0.22	0.28	0.34

业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1655.44	2302.86	2663.60	2992.07
PE	20.75	16.16	13.36	11.66
PB	2.05	1.86	1.67	1.49
PS	1.36	1.18	1.03	0.92
EV/EBITDA	9.94	6.90	5.43	4.24
股息率	2.48%	0.96%	1.24%	1.50%

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn