

## 许继电气 (000400.SZ)

## 2024 受计提减值暂时拖累，直流开工有望提振 2025 年业绩

事件：公司发布 2024 年年度报告与 2025 年一季度报告。2024 年全年实现：1) 营收 170.89 亿元，同比+0.17%；归母净利润 11.17 亿元，同比+11.09%；扣非归母净利润 10.62 亿元，同比+22.19%。2) 毛利率 20.77%，同比+2.77pct；净利率 7.56%，同比+0.61pct。3) 期间费用率为 12.54%（销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.22%、3.49%、5.15%、-0.32%，同比分别变动+1.33、-0.05、+0.39、0pct），同比+1.68pct，销售费用大幅上涨。2025 年 Q1 实现：1) 营收 23.48 亿元，同比-16.42%，环比-68.7%；归母净利润 2.08 亿元，同比-12.47%，环比-6.59%。扣非净利润为 2.04 亿元，同比-9.96%，环比+3.1%。2) 毛利率 23.47%，同比+28.46%。净利率 10.06%，同比+7.25%。公司 2024 年资产+信用减值损失计提约 2 亿元，拖累公司 2024 年业绩；若 2025 年冲回，有望提振 2025 年业绩。

**主营业务稳健提质，业务结构持续优化夯实基本盘。**电网设备业务保持稳健增长，智能变配电、智能电表、中压供用电设备等基本盘业务收入结构优化，盈利能力持续提升。2024 年智能变配电业务收入 47.11 亿元，同比+2.93%，毛利率 24.26%（+1.6pct），受益于国网集招同比显著增长。智能电表业务收入 38.66 亿元，同比+11%，毛利率 24.66%，微降 0.57pct，但份额保持领先，电表拓展土耳其、布基纳法索等市场带来海外收入。中压供用电设备收入 33.52 亿元，同比+7%，毛利率 18.77%（+2.51pct）。新能源及系统集成板块收入 24.64 亿元，同比-37%，但其毛利率 8.14%（+2.72pct），充换电设备及其他制造收入 12.52 亿元，同比+4%，毛利率 14.18%（+3.61pct）。2025 年，预计国家电网公司电网投资超过 6500 亿元，南方电网公司固定资产投资 1750 亿元，均创历史新高；2025 年 Q1，国家电网公司电网投资同比增长 27.7%，创一季度历史新高；电网投资景气度持续。

**特高压订单充沛引领高增，IGCT 技术突破打开成长空间。**特高压业务成为公司业绩增长核心引擎，公司直流输电系统全年实现营收 14.44 亿元（+101.57%），虽因低毛利直流测量产品确认导致毛利率同比下滑 11.37pct 至 30.92%。未来几年，列入计划可能开工特高压“十六交十二直”，特高压建设景气度持续。

**技术端突破巩固高端电力领先地位。**全球首台 40.5 千伏/4000 安气体绝缘开关设备研制成功，IGCT 换流阀实现关键突破，2024 年采用 6.5 千伏/4000 安 IGCT 器件的柔直换流阀在云南成功应用，研发实力持续转化为市场竞争力，支撑公司在高端电力装备领域的领先地位。中标南网天河棠下柔直背靠背工程，首次实现高压直流领域工程应用。

**盈利预测：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 14.25/17.07/19.64 亿元，对应 PE 估值分别为 15.6/13.0/11.3x，维持“增持”评级。

**风险提示：**电网建设不及预计；特高压规划和建设不及预期；市场竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,061	17,089	18,229	21,431	23,999
增长率 yoy (%)	13.5	0.2	6.7	17.6	12.0
归母净利润（百万元）	1,005	1,117	1,425	1,707	1,964
增长率 yoy (%)	28.0	11.1	27.6	19.8	15.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.99	1.10	1.40	1.68	1.93
净资产收益率 (%)	9.4	9.9	11.7	12.9	13.6
P/E (倍)	22.1	19.9	15.6	13.0	11.3
P/B (倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

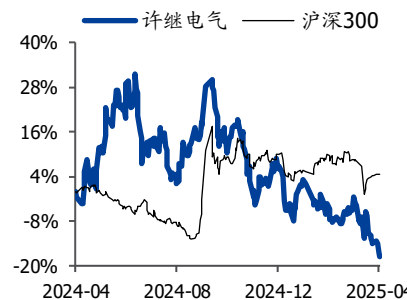
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

增持（维持）

## 股票信息

行业	电网设备
前次评级	增持
04 月 25 日收盘价（元）	21.77
总市值（百万元）	22,180.89
总股本（百万股）	1,018.87
其中自由流通股 (%)	98.96
30 日日均成交量（百万股）	20.82

## 股价走势



## 作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

## 相关研究

- 《许继电气 (000400.SZ)：上半年降本增效效果显著，后续特高压交付有望加速》 2024-09-06
- 《许继电气 (000400.SZ)：业绩高增，2024 年柔直放量业绩有望再攀峰》 2024-04-11
- 《许继电气 (000400.SZ)：一二次设备龙头企业，柔直放量业绩弹性高》 2024-04-02

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	17829	20591	19277	22384	15173
现金	5016	5555	5540	6339	14649
应收票据及应收账款	7466	9029	7849	9227	0
其他应收款	618	641	506	595	0
预付账款	431	937	430	504	0
存货	2708	2644	2787	3266	0
其他流动资产	1590	1785	2164	2453	524
<b>非流动资产</b>	4074	4673	4727	4638	4444
长期投资	331	340	340	340	340
固定资产	1761	1767	1590	1409	1226
无形资产	796	743	743	743	743
其他非流动资产	1185	1825	2055	2147	2137
<b>资产总计</b>	21903	25265	24004	27023	19617
<b>流动负债</b>	9857	12409	10011	11674	2708
短期借款	0	78	78	78	78
应付票据及应付账款	7815	9732	7566	8865	0
其他流动负债	2042	2598	2367	2730	2630
<b>非流动负债</b>	353	474	463	463	463
长期借款	0	153	153	153	153
其他非流动负债	353	321	310	310	310
<b>负债合计</b>	10210	12883	10475	12137	3171
少数股东权益	988	1087	1338	1639	1986
股本	1019	1019	1019	1019	1019
资本公积	607	640	649	649	649
留存收益	9155	9697	10578	11633	12846
归属母公司股东权益	10705	11295	12192	13246	14460
<b>负债和股东权益</b>	21903	25265	24004	27023	19617

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2748	1299	848	1626	9025
净利润	1186	1292	1677	2009	2310
折旧摊销	325	341	298	298	194
财务费用	4	9	10	10	10
投资损失	-55	-29	-30	-30	-30
营运资金变动	1249	-522	-1093	-646	6556
其他经营现金流	40	208	-14	-15	-15
<b>投资活动现金流</b>	-539	-386	-317	-165	45
资本支出	-210	-390	-94	-95	15
长期投资	-330	0	-100	-100	0
其他投资现金流	0	4	-123	30	30
<b>筹资活动现金流</b>	-859	-356	-546	-663	-761
短期借款	0	78	0	0	0
长期借款	0	153	0	0	0
普通股增加	11	0	0	0	0
资本公积增加	-305	33	9	0	0
其他筹资现金流	-564	-620	-555	-663	-761
<b>现金净增加额</b>	1350	557	-14	799	8310

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	17061	17089	18229	21431	23999
营业成本	13990	13539	14336	16797	18741
营业税金及附加	80	84	91	107	120
营业费用	492	720	729	857	960
管理费用	604	597	638	750	840
研发费用	813	881	875	1029	1152
财务费用	-55	-55	-46	-45	-53
资产减值损失	-17	-59	0	0	0
其他收益	127	241	182	214	240
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	55	29	30	30	30
资产处置收益	2	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1217	1392	1818	2180	2510
营业外收入	21	28	20	20	20
营业外支出	3	6	5	5	5
<b>利润总额</b>	1235	1414	1833	2195	2525
所得税	49	122	156	187	215
<b>净利润</b>	1186	1292	1677	2009	2310
少数股东损益	181	175	252	301	347
<b>归属母公司净利润</b>	1005	1117	1425	1707	1964
EBITDA	1440	1693	2085	2449	2665
EPS (元/股)	0.99	1.10	1.40	1.68	1.93

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.5	0.2	6.7	17.6	12.0
营业利润(%)	11.6	14.3	30.6	19.9	15.1
归属母公司净利润(%)	28.0	11.1	27.6	19.8	15.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.0	20.8	21.4	21.6	21.9
净利率(%)	5.9	6.5	7.8	8.0	8.2
ROE(%)	9.4	9.9	11.7	12.9	13.6
ROIC(%)	9.1	9.7	11.8	12.9	13.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.6	51.0	43.6	44.9	16.2
净负债比率(%)	-42.3	-42.0	-38.3	-40.2	-86.9
流动比率	1.8	1.7	1.9	1.9	5.6
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.5	5.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0
应收账款周转率	2.5	2.1	2.2	2.6	5.4
应付账款周转率	2.1	1.7	1.8	2.2	4.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.10	1.40	1.68	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	1.27	0.83	1.60	8.86
每股净资产(最新摊薄)	10.51	11.09	11.97	13.00	14.19
<b>估值比率</b>					
P/E	22.1	19.9	15.6	13.0	11.3
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.1	13.5	8.2	6.6	3.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com