



0. 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	21.26
总股本/流通股本(亿股)	10.19 / 10.08
总市值/流通市值(亿元)	217 / 214
52周内最高/最低价	35.05 / 21.26
资产负债率(%)	51.0%
市盈率	19.30
第一大股东	中国电气装备集团有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

许继电气(000400)

收入结构优化，受益特高压景气度

● 投资要点

事件：2025 年 4 月 10 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度报。

2024 年公司营收 170.9 亿元，同比+0.2%；归母净利润 11.2 亿元，同比+11.1%；其中 2024Q4 公司营收 75.0 亿元，同环比分别+20.4%/+172.8%，归母净利润 2.2 亿，同环比分别+13.9%/-16.7%。2025Q1 公司营收 23.5 亿元，同比-16.4%；归母净利润 2.1 亿元，同比-12.5%。

收入端：收入结构改善，设备板块收入提升，集成类收入占比减少。2024 年公司智能变配电系统、智能电表、智能中压供用电设备、直流输电系统、充换电设备及其他制造服务、新能源及系统集成六大板块营收分别为 47.1/38.7/33.5/14.4/12.5/24.6 亿元，同比分别为 +2.9%/+11.0%/+6.7%/+101.6%/+4.2%/-37.5%。

盈利端：产品结构改善，提升整体盈利能力。2024 年公司智能变配电系统、智能电表、智能中压供用电设备、直流输电系统、充换电设备及其他制造服务、新能源及系统集成六大板块毛利率分别为 24.3%、24.7%、18.8%、30.9%、14.2%、8.1%，同比分别+1.6/-0.6/+2.5/-11.4/+3.6/+2.7pcts。2024 年公司毛利率、净利率分别 20.8%/7.6%，同比分别+2.8pcts/+0.6pct。2024 年公司毛利率、净利率分别 20.8%/7.6%，同比分别+2.8pcts/+0.6pct，主要是（1）产品结构优化（2）公司“提两效”，持续降本增效。

费用端：搭建二级营销平台+加大研发，费用率有所提升。2024 年，公司主要费用中，销售费用率（4.2%）上升较多，管理费用率（3.5%）有所下降，财务费用率（-0.3%）和研发费用率（5.2%）有所上升，四项费用率总体上升 1.7pcts，影响公司的盈利能力。

特高压建设景气度持续，公司持续提升产品技术力。根据中国能源报，可能开工特高压“十六交十二直”，特高压建设景气度持续提升。公司研制全球首台 40.5 千伏/4000 安气体绝缘开关设备。6.5 千伏/4000 安 IGCT 柔直换流阀实现首次应用，有望充分受益于特高压的景气周期。

● 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 189.7/210.8/233.4 亿元，归母净利润分别为 14.1/16.9/19.6 亿元，（2025 年 4 月 30 日）对应 PE 分别为 15/13/11 倍，首次评级，给予“买入”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；需求不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17089	18967	21075	23341
增长率(%)	0.17	10.99	11.11	10.75
EBITDA（百万元）	1693.31	2113.79	2450.92	2783.94
归属母公司净利润（百万元）	1116.93	1412.34	1687.68	1959.58
增长率(%)	11.09	26.45	19.50	16.11
EPS（元/股）	1.10	1.39	1.66	1.92
市盈率（P/E）	19.39	15.34	12.83	11.05
市净率（P/B）	1.92	1.78	1.64	1.50
EV/EBITDA	13.49	7.71	6.04	4.81

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	17089	18967	21075	23341	营业收入	0.2%	11.0%	11.1%	10.8%
营业成本	13539	14866	16417	18108	营业利润	14.3%	27.8%	18.6%	16.7%
税金及附加	84	98	106	118	归属于母公司净利润	11.1%	26.4%	19.5%	16.1%
销售费用	720	759	822	887	获利能力				
管理费用	597	664	738	817	毛利率	20.8%	21.6%	22.1%	22.4%
研发费用	881	967	1075	1190	净利率	6.5%	7.4%	8.0%	8.4%
财务费用	-55	-68	-70	-91	ROE	9.9%	11.6%	12.8%	13.6%
资产减值损失	-59	-32	-32	-32	ROIC	9.7%	11.6%	12.6%	13.2%
营业利润	1392	1779	2111	2462	偿债能力				
营业外收入	28	28	28	28	资产负债率	51.0%	48.0%	48.6%	48.6%
营业外支出	6	5	5	5	流动比率	1.66	1.78	1.80	1.84
利润总额	1414	1802	2134	2485	营运能力				
所得税	122	133	154	186	应收账款周转率	2.13	2.16	2.26	2.25
净利润	1292	1669	1980	2299	存货周转率	5.06	5.31	5.35	5.41
归母净利润	1117	1412	1688	1960	总资产周转率	0.72	0.74	0.77	0.77
每股收益(元)	1.10	1.39	1.66	1.92	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.10	1.39	1.66	1.92
货币资金	5555	5729	7212	8636	每股净资产	11.09	11.95	12.97	14.16
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	9029	9045	10129	11227	PE	19.39	15.34	12.83	11.05
预付款项	937	789	898	1024	PB	1.92	1.78	1.64	1.50
存货	2644	2955	3187	3502	现金流量表				
流动资产合计	20591	21345	24448	27676	净利润	1292	1669	1980	2299
固定资产	1767	1764	1732	1674	折旧和摊销	341	380	388	390
在建工程	209	186	171	163	营运资本变动	-522	-1116	-171	-447
无形资产	743	617	492	367	其他	188	80	75	70
非流动资产合计	4673	4634	4444	4253	经营活动现金流净额	1299	1013	2271	2311
资产总计	25265	25979	28892	31929	资本开支	-390	-174	-175	-175
短期借款	78	78	78	78	其他	4	-115	42	47
应付票据及应付账款	9732	9320	10609	11804	投资活动现金流净额	-386	-289	-133	-128
其他流动负债	2598	2600	2890	3181	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	12409	11998	13577	15063	债务融资	218	-6	0	0
其他	474	463	463	463	其他	-574	-543	-655	-759
非流动负债合计	474	463	463	463	筹资活动现金流净额	-356	-549	-655	-759
负债合计	12883	12461	14040	15527	现金及现金等价物净增加额	557	175	1483	1424
股本	1019	1019	1019	1019					
资本公积金	640	640	640	640					
未分配利润	9158	9819	10608	11525					
少数股东权益	1087	1343	1635	1974					
其他	479	697	950	1244					
所有者权益合计	12382	13518	14853	16402					
负债和所有者权益总计	25265	25979	28892	31929					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048