

许继电气 (000400.SZ)

优于大市

业务结构优化提振盈利能力，特高压直流逐步释放业绩弹性

核心观点

扣非净利润同比增长20%，优化业务结构带动收入小幅下降。前三季度公司实现营收95.86亿元，同比-11.49%；归母净利润8.95亿元，同比+10.41%；扣非净利润8.64亿元，同比+20.23%。前三季度公司销售毛利率21.94%，同比+3.22pct；净利率10.67%，同比+2.17pct。前三季度收入下降系公司继续主动控制总包业务规模引起。

三季度业绩同比稳健增长，毛利率创近年新高。三季度公司实现营收27.50亿元，同比-24.17%，环比-31.68%；归母净利润2.67亿元，同比+10.56%，环比-31.70%。三季度公司毛利率24.52%，同比+5.81pct，环比+1.78pct；净利率10.90%，同比+3.56pct，环比-0.51pct。受总包业务收入占比下降和公司降本增效带动，三季度毛利率创近年新高。

25-27年特高压直流迎投运高峰，公司业绩形成有力支撑。根据项目进度，我们预计2023年-2025年全国将分别完成特高压直流项目开工和招标数量4/3/5条，2025年-2027年将进入特高压直流投运高峰，公司作为核心设备换流阀头部企业有望充分受益。

柔直大幅提振行业价值量，公司中标甘肃-浙江特高压柔直换流阀。与常规直流相比，柔性直流在稳定性和支撑能力方面具有突出的优势，特别适用于送端新能源高比例接入和受端多条直流馈入场景，单线价值量达40-45亿元。2024年10月，全球首条双端特高压柔性直流项目设备中标公示，公司成功中标换流阀产品。

配网数字化升级需求迫切，公司是配电二次头部企业。2023年以来，配电网改造相关政策密集落地，我们预计在设备更新、农网改造、配网形态变化、拉动内需等多重因素驱动下配电网投资有望迎来景气周期；为应对新要素、新模式的涌现，数字化有望成为重要发展方向。公司是国内配电二次头部企业，在监控、继保、调度等细分领域市场地位领先。

风险提示：国内电网投资不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司订单和降本增效推动情况，上调盈利预测。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润12.52/17.76/22.26亿元（原预测值为12.07/17.09/21.42亿元），当前股价对应PE分别为25/18/14倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,917	17,061	18,220	21,154	24,342
(+/-%)	24.4%	14.4%	6.8%	16.1%	15.1%
净利润(百万元)	759	1005	1252	1776	2226
(+/-%)	4.8%	32.4%	24.5%	41.9%	25.3%
每股收益(元)	0.75	0.99	1.23	1.74	2.18
EBIT Margin	7.1%	6.3%	8.4%	10.3%	11.4%
净资产收益率(ROE)	7.8%	9.7%	11.2%	14.4%	16.0%
市盈率(PE)	41.2	31.4	25.2	17.8	14.2
EV/EBITDA	29.4	30.2	23.6	17.7	14.8
市净率(PB)	2.87	2.70	2.47	2.18	1.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

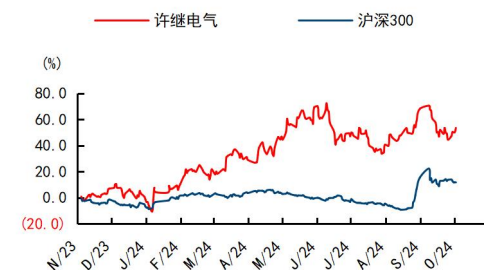
电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	31.01元
总市值/流通市值	31595/31268百万元
52周最高价/最低价	37.60/17.02元
近3个月日均成交额	542.48百万元

市场走势



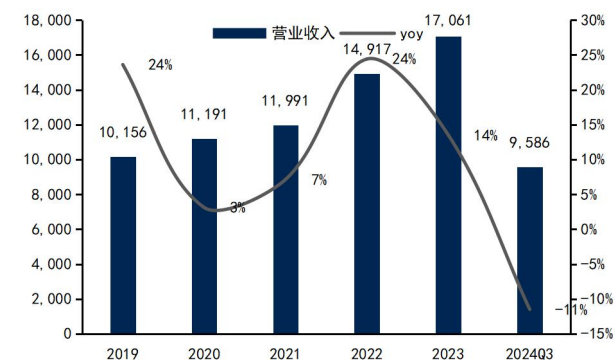
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《许继电气(000400.SZ)-特高压与海风助力直流业务发展，电表与国际业务表现亮眼》——2024-04-14
- 《许继电气(000400.SZ)-三季度业绩符合预期，特高压直流业务拐点在即》——2023-11-02
- 《许继电气(000400.SZ)-储能业务快速增长，直流业务静待拐点》——2023-09-05
- 《许继电气(000400.SZ)-直流输电核心装备企业，助力新能源“大基地”与海风外送》——2023-07-04

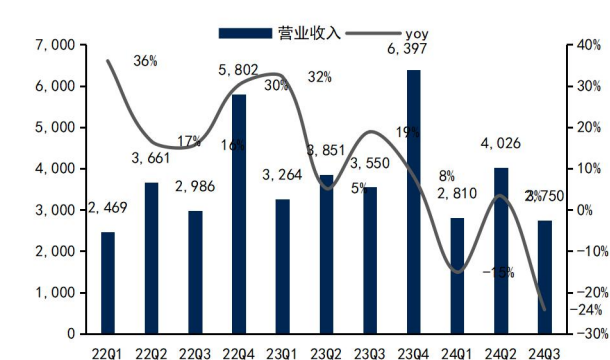
扣非净利润同比增长 20%，优化业务结构带动收入小幅下降。前三季度公司实现营收 95.86 亿元，同比-11.49%；归母净利润 8.95 亿元，同比+10.41%；扣非净利润 8.64 亿元，同比+20.23%。前三季度公司销售毛利率 21.94%，同比+3.22pct；净利率 10.67%，同比+2.17pct。前三季度收入下降系公司继续主动控制总包业务规模引起。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



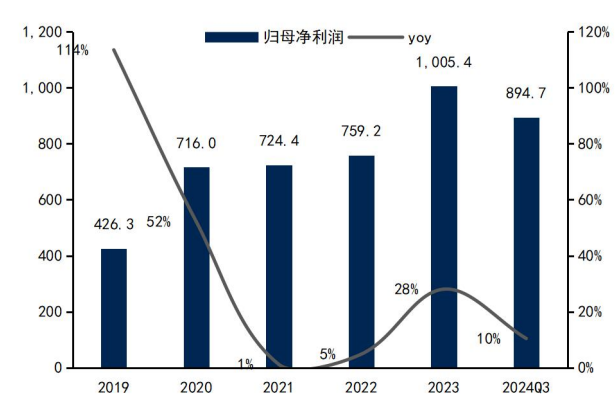
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



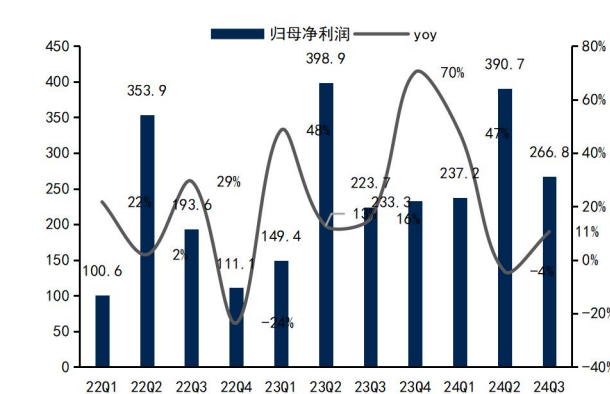
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



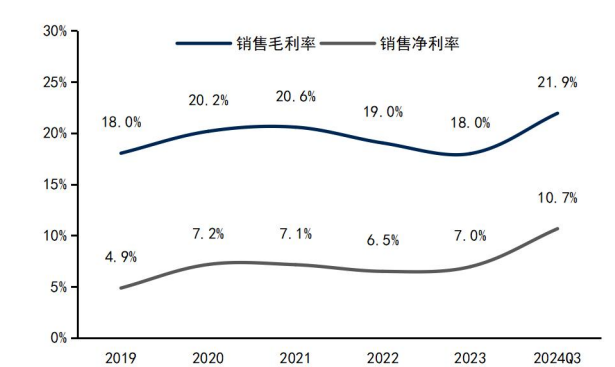
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



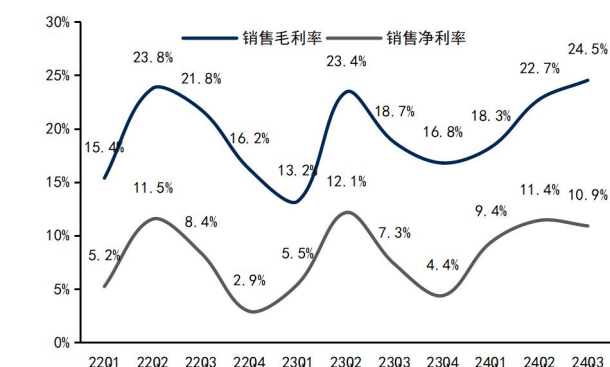
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩同比稳健增长，毛利率创近年新高。三季度公司实现营收 27.50 亿元，同比-24.17%，环比-31.68%；归母净利润 2.67 亿元，同比+10.56%，环比-31.70%；扣非净利润 2.53 亿元，同比+32.14%，环比-34.25%。三季度公司毛利率 24.52%，同比+5.81pct，环比+1.78pct；净利率 10.90%，同比+3.56pct，环比-0.51pct。受总包业务收入占比下降和公司降本增效带动，三季度毛利率创近年新高。

表1：“十四五”特高压“三交九直”项目情况

项目名称	项目类型	项目进度	预计投产时间
张北-胜利	交流	已于 2023 年招标、开工	2024 年
川渝	交流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
大同-天津	交流	预计 2024 年招标、开工	2026 年
陇东-山东	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
金上-湖北	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
哈密北-重庆	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
宁夏-湖南	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
甘肃-浙江	直流	已于 2024 年开工，预计 2024 年招标	2026 年
陕西-河南	直流	预计 2025 年招标、开工	2027 年
蒙西-京津冀	直流	预计 2024 年招标、开工	2026 年
陕西-安徽	直流	已于 2024 年招标、开工	2026 年
藏东南-粤港澳	直流	预计 2025 年招标、开工	2027 年

资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理 注：截至 2024 年 9 月底

表2：2024 年国网新增特高压“四交九直”可研设计协调或可研招标项目情况

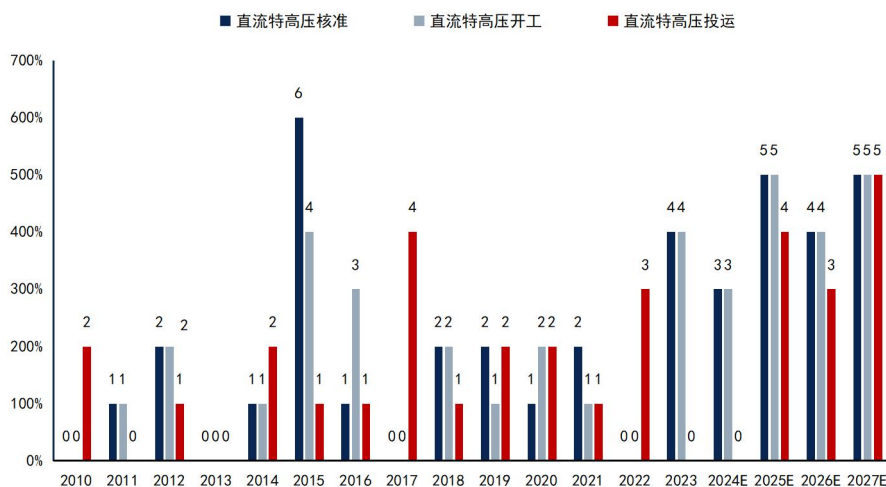
项目名称	项目类型	项目进度
四川攀西	交流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
蒙西-华北	交流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
烟台-威海	交流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标，6 月启动可研招标，要求 12 月完成
浙江环网	交流	2024 年 4 月启动可研招标
乌兰布和-京津冀	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
库布齐-上海	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
巴丹吉林-四川	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标，6 月启动可研招标，要求 12 月完成
腾格里-江西	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
疆电（南疆）入川	直流	2024 年 4 月启动可研招标，要求 9 月完成
青海（海南州）-江苏	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
内蒙古沙漠地区-江苏	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
内蒙古沙漠基地-华东	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
松辽-华北	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标

资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理 注：截至 2024 年 9 月底

“十四五”特高压规划创历史新高，中期调规贡献额外增量。2022 年 1 月，国家能源局在《关于委托开展“十四五”规划输电通道配套水风光及调节电源研究论证的函》中首次提出了“十四五”期间为配套水风光等能源基地，将规划建设“3 交 9 直”12 条特高压通道。2024 年 4-5 月，国家电网公司陆续启动“4 交 9 直”特高压工程可研设计主体协调招标或可研招标，根据项目进度要求，其中部分项目有望于“十四五”期间开工。

25-27 年特高压直流迎投运高峰，公司业绩形成有力支撑。根据项目进度，我们预计 2023 年-2025 年全国将分别完成特高压直流项目开工和招标数量 4/3/5 条，2025 年-2027 年将进入特高压直流投运高峰，公司作为核心设备换流阀头部企业有望充分受益。

图7：我国特高压直流核准、开工和投运数量整理与预测（单位：条）



资料来源：国家能源局、国家电网公司、国信证券经济研究所整理与预测

柔直大幅提振行业价值量，公司中标甘肃-浙江特高压柔直换流阀。与常规直流相比，柔性直流在稳定性和支撑能力方面具有突出的优势，特别适用于送端新能源高比例接入和受端多条直流馈入场景，单线价值量达 40-45 亿元。2024 年 10 月，全球首条双端特高压柔性直流项目设备中标公示，公司成功中标换流阀产品。根据规划，2025 年预计招标的 5 条特高压直流中已有 3 条预计采用双端柔直方式，换流阀市场空间有望大幅提升。

配网数字化升级需求迫切，公司是配电二次头部企业。2023 年以来，配电网改造相关政策密集落地，我们预计在设备更新、农网改造、配网形态变化、拉动内需等多重因素驱动下配电网投资有望迎来景气周期；为应对新要素、新模式的涌现，数字化有望成为重要发展方向。公司是国内配电二次头部企业，在监控、继保、调度等细分领域市场地位领先。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司订单和降本增效推动情况，上调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 12.52/17.76/22.26 亿元（原预测值为 12.07/17.09/21.42 亿元），当前股价对应 PE 分别为 25/18/14 倍，维持“优于大市”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
000400.SZ	许继电气	31.01	316	0.99	1.23	1.74	31.4	25.2	17.8	9.4	优于大市
600406.SH	国电南瑞	26.54	2,132	0.89	1.00	1.13	29.8	26.5	23.5	15.2	-
002028.SZ	思源电气	76.85	597	2.01	2.65	3.29	38.2	29.0	23.4	15.0	-
600312.SH	平高电气	18.46	250	0.60	0.88	1.12	30.8	21.0	16.5	8.1	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3698	5016	4960	6260	7579	营业收入	14917	17061	18220	21154	24342
应收款项	6531	7466	7488	8693	10004	营业成本	12077	13990	14451	16557	18888
存货净额	2804	2708	3959	4536	5175	营业税金及附加	100	80	91	95	110
其他流动资产	1607	1554	1445	1325	1511	销售费用	428	492	638	709	767
流动资产合计	15715	17829	19007	22139	25779	管理费用	515	604	692	740	828
固定资产	1671	1862	1735	1605	1472	研发费用	735	813	820	867	974
无形资产及其他	764	796	743	690	637	财务费用	(16)	(55)	(62)	(62)	(77)
其他长期资产	806	1084	911	1058	1217	投资收益	(4)	55	15	15	15
长期股权投资	0	331	331	331	331	资产减值及公允价值变动	(77)	(104)	(120)	(80)	(80)
资产总计	18956	21903	22727	25822	29436	其他收入	153	233	310	281	282
短期借款及交易性金融负债	322	54	300	300	300	营业利润	1072	1217	1675	2383	2991
应付款项	5907	7815	7126	8165	9315	营业外净收支	13	18	17	17	17
其他流动负债	505	626	631	720	819	利润总额	1085	1235	1692	2400	3008
流动负债合计	7892	9857	9515	10877	12381	所得税费用	116	49	186	264	331
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120	少数股东损益	210	181	254	360	451
其他长期负债	158	353	356	359	362	归属于母公司净利润	759	1005	1252	1776	2226
长期负债合计	158	353	396	439	482	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8050	10210	9911	11316	12863	净利润	759	1005	1252	1776	2226
少数股东权益	826	988	1161	1451	1828	资产减值准备	(5)	(17)	(50)	(30)	(30)
股东权益	10080	10705	11655	13056	14749	折旧摊销	275	304	231	233	236
负债和股东权益总计	18956	21903	22727	25823	29439	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(16)	(55)	(62)	(62)	(77)
每股收益	0.75	0.99	1.23	1.74	2.18	营运资本变动	511	1437	(1822)	(468)	(818)
每股红利	0.14	0.30	0.37	0.52	0.66	其它	191	20	230	316	390
每股净资产	10.82	11.48	12.58	14.24	16.27	经营活动现金流	1732	2748	(160)	1826	2004
ROIC	9%	10%	12%	15%	17%	资本开支	(108)	(212)	(50)	(50)	(50)
ROE	8%	10%	11%	14%	16%	其它投资现金流	14	(327)	188	(132)	(144)
毛利率	19%	18%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(94)	(539)	138	(182)	(194)
EBIT Margin	7%	6%	8%	10%	11%	权益性融资	1	(283)	(0)	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	10%	11%	12%	负债净变化	(677)	(425)	286	40	40
收入增长	24%	14%	7%	16%	15%	支付股利、利息	(124)	(206)	(382)	(446)	(608)
净利润增长率	5%	32%	25%	42%	25%	其它融资现金流	132	(425)	246	0	0
资产负债率	42%	47%	44%	44%	44%	融资活动现金流	(784)	(859)	(35)	(344)	(491)
股息率	0.5%	1.0%	1.2%	1.7%	2.1%	现金净变动	853	1350	(56)	1301	1318
P/E	41.2	31.4	25.2	17.8	14.2	货币资金的期初余额	2854	3698	5016	4960	6260
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9	货币资金的期末余额	3698	5016	4960	6260	7579
EV/EBITDA	29.4	30.2	23.6	17.7	14.8	企业自由现金流	1627	2566	(282)	1660	1839
						权益自由现金流	1773	2195	59	1755	1948

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032