

分析师: 唐俊男  
 登记编码: S0730519050003  
 tangjn@ccnew.com 021-50586738  
 研究助理: 王兴广

## 盈利能力持续提升, 柔直支撑业绩增长

——许继电气(000400)季报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持(维持)

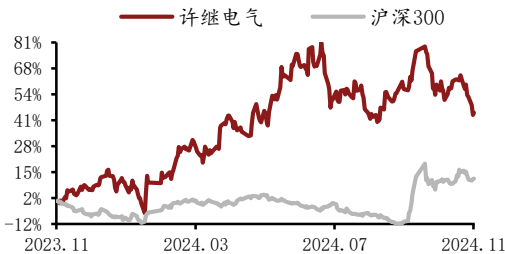
#### 市场数据(2024-11-20)

收盘价(元)	27.92
一年内最高/最低(元)	35.05/18.35
沪深 300 指数	3,985.77
市净率(倍)	2.51
流通市值(亿元)	281.52

#### 基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	11.13
每股经营现金流(元)	0.78
毛利率(%)	21.94
净资产收益率_摊薄(%)	7.89
资产负债率(%)	47.18
总股本/流通股(万股)	101,887.43/100,832.03
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《许继电气(000400)年报点评: 连续五年业绩提升, 特高压工程建设提速助力公司成长》  
 2024-04-24

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2024 年 11 月 21 日

**事件:** 公司发布 2024 年三季度报, 2024 年前三季度实现营收 95.86 亿元, 同比下降 11.49%, 归母净利润为 8.95 亿元, 同比增长 10.41%, 扣非归母净利润为 8.64 亿元, 同比增长 20.23%。2024Q3 公司实现营收 27.50 亿元, 同比下降 24.17%, 归母净利润为 2.67 亿元, 同比增长 10.56%, 扣非归母净利润为 2.53 亿元, 同比增长 32.14%。

#### 点评:

- **新能源及系统集成业务及直流输电系统业务收缩, 公司营收下滑。** 公司 2024 年前三季度营收 95.86 亿元, 同比下降 11.49%; 2024H1, 公司实现营收 68.36 亿元, 同比下降 5.1%; 营收端前三季度降幅较前半年降幅扩大 6.39pct。公司营收下滑可能主要是由于新能源及系统集成业务和直流输电系统业务营收下降所致。2024H1, 新能源及系统集成业务营收为 9.99 亿元, 较 2023 年全年营收 (39.41 亿元) 占比降至 25.35%; 2024H1 直流输电系统业务营收 1.48 亿元, 较 2023 年全年营收 (7.16 亿元) 占比降至 20.67%。业务收缩明显, 预计 2024Q3 这两项业务继续保持收缩态势, 导致公司营收有所下滑。
- **公司毛利率持续上升, 盈利能力持续增强。** 2024Q1、2024Q2、2024Q3 公司毛利率分别为 18.27%、22.74%、24.52%, 毛利率持续上升。一方面, 公司 2024H1 各业务板块毛利率相较于 2023 年均有所上升, 尤其是智能中压供用电设备业务毛利率增幅最大, 达 4.07%; 另一方面, 新能源及系统集成业务 2024H1 毛利率为 6.50%, 远低于公司整体水平, 该业务的收缩也使得公司毛利率有所上升。
- **公司费用率同比增加。** 2024 前三季度, 公司销售期间费用率为 11.38%, 同比提升 2.35pct; 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.84% / 3.35% / 4.65% / -0.46%, 同比变化为 1.47 / 0.66 / 0.01 / 0.02 pct, 公司费用率小幅提升, 主要为营收规模下滑所致。销售费用率提升较快有助于公司业务拓展。
- **公司中标甘肃-浙江±800 千伏特高压柔直换流阀。** 2024 年 10 月 31 日, 国网公布第六十一批采购(特高压项目第五次设备招标采购)推荐的中标候选人公示, 公司中标甘肃-浙江±800 千伏特高压柔直换流阀项目, 金额为 10.86 亿元。
- **直流特高压建设提速, 助力公司业绩提升。** 2024 年, 已有两条特高压直流线路建设启动, 2025 年, 预计将有 5 条线路开工, 特高压直流建设迎来建设高峰。柔直特高压方面, 甘肃-浙江已于 2024

年7月开工；2025年，还将陆续启动藏东南-粤港澳、蒙西-京津冀、巴丹吉林-四川等多个柔直项目，柔直换流阀需求显著增加，作为行业内的头部企业，公司有望实现业绩的进一步提升。

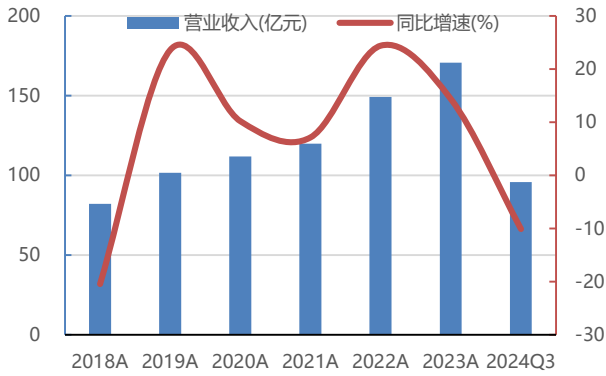
- **盈利预测及投资建议：**公司是换流阀头部企业，受益于特高压直流建设加速，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.15亿元、12.89亿元、16.10亿元，对应PE分别为22.27X、20.18X、17.03X，维持“增持”评级。

**风险提示：**电网投资不及预期，原材料价格大幅波动

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,030	17,061	17,276	19,658	22,493
增长比率(%)	25.35	13.51	1.26	13.79	14.42
净利润(百万元)	785	1,005	1,278	1,410	1,671
增长比率(%)	8.41	28.03	27.07	10.34	18.53
每股收益(元)	0.77	0.99	1.25	1.38	1.64
市盈率(倍)	36.23	28.29	22.27	20.18	17.03

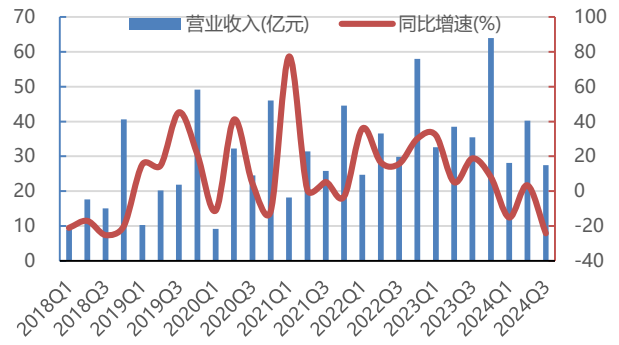
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司年度营业收入及增速



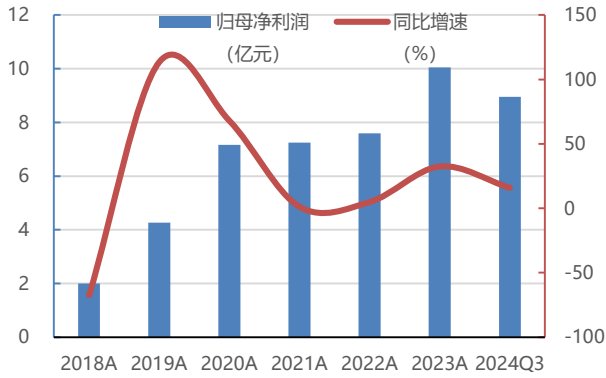
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司单季营业收入及增速



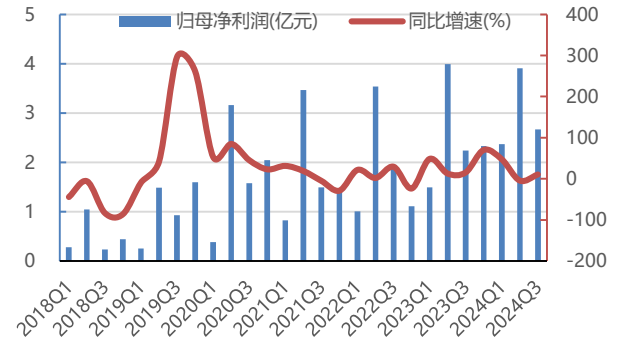
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司年度归母净利润及增速



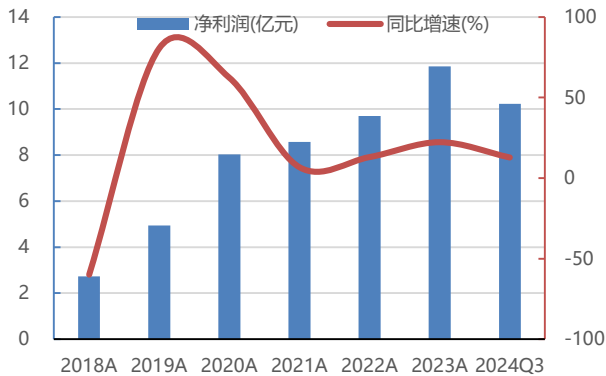
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司单季归母净利润及增速



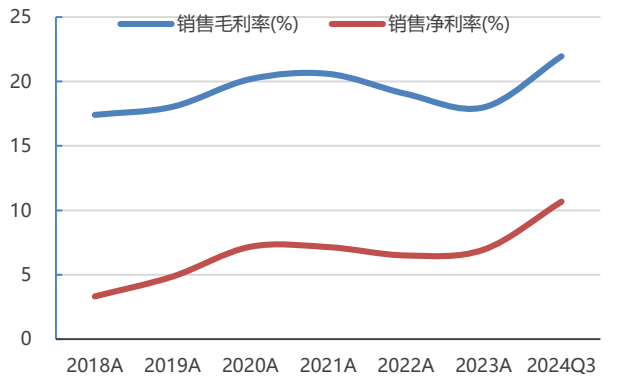
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司年度净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司年度销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>15,896</b>	<b>17,829</b>	<b>19,596</b>	<b>21,706</b>	<b>24,600</b>
现金	3,703	5,016	5,932	6,352	7,065
应收票据及应收账款	6,500	7,466	7,606	8,464	9,684
其他应收款	302	618	624	710	812
预付账款	595	431	619	707	807
存货	2,808	2,708	2,867	3,274	3,736
其他流动资产	1,988	1,590	1,948	2,198	2,496
<b>非流动资产</b>	<b>3,503</b>	<b>4,074</b>	<b>4,584</b>	<b>4,686</b>	<b>4,756</b>
长期投资	0	331	331	331	331
固定资产	1,805	1,761	1,779	1,781	1,766
无形资产	825	796	806	826	841
其他非流动资产	873	1,185	1,668	1,748	1,818
<b>资产总计</b>	<b>19,399</b>	<b>21,903</b>	<b>24,180</b>	<b>26,391</b>	<b>29,356</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,969</b>	<b>9,857</b>	<b>10,837</b>	<b>11,652</b>	<b>12,986</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5,917	7,815	8,410	9,125	10,361
其他流动负债	2,052	2,042	2,427	2,528	2,626
<b>非流动负债</b>	<b>333</b>	<b>353</b>	<b>326</b>	<b>326</b>	<b>326</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	333	353	326	326	326
<b>负债合计</b>	<b>8,302</b>	<b>10,210</b>	<b>11,163</b>	<b>11,978</b>	<b>13,312</b>
少数股东权益	826	988	1,269	1,557	1,876
股本	1,008	1,019	1,019	1,019	1,019
资本公积	912	607	631	631	631
留存收益	8,335	9,155	10,159	11,266	12,578
归属母公司股东权益	10,271	10,705	11,749	12,856	14,168
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,399</b>	<b>21,903</b>	<b>24,180</b>	<b>26,391</b>	<b>29,356</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,756</b>	<b>2,748</b>	<b>2,075</b>	<b>1,219</b>	<b>1,551</b>
净利润	995	1,186	1,558	1,698	1,989
折旧摊销	309	325	388	402	419
财务费用	31	4	0	0	0
投资损失	4	-55	-9	-10	-11
营运资金变动	334	1,249	124	-874	-848
其他经营现金流	84	40	13	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-113</b>	<b>-539</b>	<b>-927</b>	<b>-496</b>	<b>-481</b>
资本支出	-114	-210	-532	-506	-492
长期投资	1	-330	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-396	10	11
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-790</b>	<b>-859</b>	<b>-232</b>	<b>-302</b>	<b>-358</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	11	0	0	0
资本公积增加	89	-305	24	0	0
其他筹资现金流	-879	-564	-256	-302	-358
<b>现金净增加额</b>	<b>853</b>	<b>1,350</b>	<b>916</b>	<b>420</b>	<b>712</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>15,030</b>	<b>17,061</b>	<b>17,276</b>	<b>19,658</b>	<b>22,493</b>
营业成本	12,122	13,990	13,761	15,717	17,932
营业税金及附加	103	80	83	96	110
营业费用	432	492	605	688	787
管理费用	549	604	708	806	922
研发费用	746	813	795	904	1,035
财务费用	-16	-55	-50	-59	-64
资产减值损失	-5	-17	-4	-4	-4
其他收益	76	127	242	256	292
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-4	55	9	10	11
资产处置收益	1	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>1,091</b>	<b>1,217</b>	<b>1,623</b>	<b>1,769</b>	<b>2,072</b>
营业外收入	27	21	0	0	0
营业外支出	6	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,113</b>	<b>1,235</b>	<b>1,623</b>	<b>1,769</b>	<b>2,072</b>
所得税	117	49	65	71	83
<b>净利润</b>	<b>995</b>	<b>1,186</b>	<b>1,558</b>	<b>1,698</b>	<b>1,989</b>
少数股东损益	210	181	280	289	318
<b>归属母公司净利润</b>	<b>785</b>	<b>1,005</b>	<b>1,278</b>	<b>1,410</b>	<b>1,671</b>
EBITDA	1,392	1,440	1,961	2,112	2,428
EPS (元)	0.77	0.99	1.25	1.38	1.64

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	25.35	13.51	1.26	13.79	14.42
营业利润 (%)	18.03	11.59	33.32	9.01	17.12
归属母公司净利润 (%)	8.41	28.03	27.07	10.34	18.53
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	19.35	18.00	20.35	20.05	20.28
净利率 (%)	5.22	5.89	7.39	7.17	7.43
ROE (%)	7.65	9.39	10.87	10.96	11.79
ROIC (%)	8.48	9.10	11.51	11.31	11.94
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.79	46.61	46.17	45.39	45.35
净负债比率 (%)	74.81	87.31	85.76	83.11	82.97
流动比率	1.99	1.81	1.81	1.86	1.89
速动比率	1.50	1.41	1.38	1.41	1.43
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.81	0.83	0.75	0.78	0.81
应收账款周转率	2.40	2.50	2.37	2.53	2.56
应付账款周转率	2.23	2.15	1.84	1.97	2.02
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.99	1.25	1.38	1.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.72	2.70	2.04	1.20	1.52
每股净资产 (最新摊薄)	10.08	10.51	11.53	12.62	13.91
<b>估值比率</b>					
P/E	36.23	28.29	22.27	20.18	17.03
P/B	2.77	2.66	2.42	2.21	2.01
EV/EBITDA	12.04	12.11	11.54	10.51	8.85

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。