

业绩稳中有增，畅享周期红利

投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营收 149.2 亿元, 同比上升 24.4%; 实现归母净利润 7.6 亿元, 同比上升 4.8%; 扣非归母净利润 7.1 亿元, 同比上升 6.7%。其中四季度公司实现营收 58 亿元, 同比上升 30.2%; 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比下降 23.5%; 扣非归母净利润 8898 万元, 同比下降 25.9%。
- **国网投资加大, 网内业务稳中有增。** 2022 年国网投资 5094 亿元, 超出此前目标值, 2023 年电网计划投资超 5200 亿元, 投资进一步加大。公司 2022 年智能变配电 (二次设备) 业务实现收入 49.6 亿元, 同比增长 12.7%; 智能中压供电 (一次设备) 业务收入 27.5 亿元, 同比增长 21.9%, 智能电表业务收入 29.8 亿元, 同比增长 17.6%。其中智能电表业务受益于自动化产线降本等因素, 毛利率同比提升 6.8pp。
- **深远海发展趋势带动柔性直流需求高增。** 根据发改委数据显示, 深远海开发量是近海的 3-4 倍以上, 为风电行业长期发展趋势。柔性直流输电可减少海上风电与受端电网的相互影响, 是目前公认的大规模远海风电并网的最佳技术。公司 2022 年直流输电系统收入 6.9 亿元, 毛利率 46.3%, 同比提升 0.07pp, 换流阀市占率约 32%。公司 2021 年中标全球电压最高的如东工程中海上换流阀 3.7 亿, 2022 中标国内第二个柔直阳江工程中陆上换流阀 3.9 亿, 进一步验证公司技术实力, 有望伴随柔直需求的提升带来业绩持续放量。
- **研发投入持续加码, 股权激励彰显发展信心。** 2022 年, 公司研发投入 6.9 亿元, 同比增长 11.6%, 多项目完成研发。此外, 2022 年 12 月公司发布股权激励草案, 拟向公司核心技术人员, 不包括独立董事、监事、实际控制人等合计 475 人授予 1927.3 万股, 占比 1.9%, 行权价格为 12.09 元/股。若达成 100% 归属, 2023-2025 年公司净利润以 2021 为基数, 复合增长率分别需不低于 10%/10.5%/11%, 彰显公司发展信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年营收分别为 185.9 亿元、223.7 亿元、266.7 亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为 41.4%/23.5%/13.7%。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。

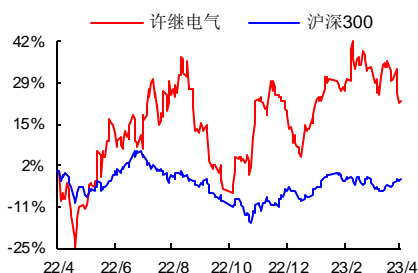
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14917.45	18589.97	22373.23	26671.47
增长率	24.41%	24.62%	20.35%	19.21%
归属母公司净利润 (百万元)	759.22	1073.69	1326.03	1507.80
增长率	4.81%	41.42%	23.50%	13.71%
每股收益 EPS (元)	0.75	1.06	1.32	1.50
净资产收益率 ROE	8.89%	10.84%	12.12%	12.35%
PE	29	21	17	15
PB	2.21	2.03	1.84	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@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)	10.08
流通 A 股(亿股)	10.08
52 周内股价区间(元)	13.28-25.58
总市值(亿元)	223.24
总资产(亿元)	176.68
每股净资产(元)	9.34

相关研究

1. 许继电气 (000400): 业绩符合预期, 新能源 EPC 业务放量 (2022-10-28)
2. 许继电气 (000400): 业绩符合预期, 新能源领域加速布局 (2022-08-08)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着对电能质量水平要求的提升及可再生能源等分布式发电资源数量的增加，智能电网的建设将拉动智能电表需求。根据计算，2022 年公司智能电表营收约占当年智能电网行业规模的 3.3%，假设 2023-2025 年公司智能电表行业份额提升至 3.5%/3.6%/3.8%。

假设 2：公司作为特高压直流输电领域的领先企业有望充分受益国网投资，假设 2023-2025 年，公司直流输电系统业务占全年特高压投资比重分别为 0.27%/0.32%/0.37%。

假设 3：公司通过研发设计，并采取提前锁价、储备相关物资等方式控制成本，叠加未来宏观环境向好发展等因素，各项业务毛利率预计趋稳向上。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
智能变配电系统	收入	4963.2	5860.6	6896.9	8132.6
	增速	12.7%	18.1%	17.7%	17.9%
	毛利率	23.2%	23.5%	24.0%	24.0%
智能电表	收入	2981.4	3279.5	3607.4	3968.2
	增速	900.00	945.00	992.25	1041.86
	毛利率	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
智能中压供用电设备	收入	2749.4	3299.2	3959.1	4750.9
	增速	21.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
智能电源及应用系统	收入	734.5	954.9	1241.4	1613.8
	增速	-37.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
直流输电系统	收入	694.5	1404.0	1680.0	1961.0
	增速	-29.6%	102.1%	19.7%	16.7%
	毛利率	46.3%	46.5%	47.0%	47.0%
EMS 加工服务	收入	2794.5	3791.8	4988.5	6245.0
	增速	341.6%	35.7%	31.6%	25.2%
	毛利率	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	收入	14917.5	18590.0	22373.2	26671.5
	增速	24.4%	24.6%	20.4%	19.2%
	毛利率	19.0%	19.7%	19.5%	19.1%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

综合公司业务范围，我们选取电网设备主流公司思源电气、平高电气以及国电南瑞进行估值比较，较为合理。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
002028.SH	思源电气	331.6	43.12	-	2.07	2.59	-	-	20.83	16.65	-
600312.SH	平高电气	130	9.61	-	0.35	0.54	-	-	27.46	17.80	-
600406.SH	国电南瑞	1819	27.17	0.99	1.17	1.36	-	27.44	23.22	19.98	-
平均值								27.44	23.84	18.14	-
000400.SZ	许继电气	223	22.14	0.75	1.06	1.32	1.50	29.40	20.79	16.84	14.81

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年公司估值为 20.79 倍，行业可比公司估值为 23.84 倍。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。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14917.45	18589.97	22373.23	26671.47	净利润	969.46	1306.28	1631.30	1859.34
营业成本	12077.48	14931.67	18021.63	21573.35	折旧与摊销	275.91	268.35	268.35	268.35
营业税金及附加	99.96	113.58	140.16	184.03	财务费用	-15.60	0.00	0.00	0.00
销售费用	427.67	557.70	648.82	746.80	资产减值损失	-4.57	-35.18	-32.85	-28.91
管理费用	515.25	1580.15	1789.86	2133.72	经营营运资本变动	647.24	-1309.90	-956.37	-1437.83
财务费用	-15.60	0.00	0.00	0.00	其他	-140.94	516.97	224.83	301.73
资产减值损失	-4.57	-35.18	-32.85	-28.91	经营活动现金流净额	1731.51	746.52	1135.26	962.68
投资收益	-3.64	1.39	1.49	1.56	资本支出	-131.14	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	36.73	-18.61	-18.51	-18.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-94.41	-118.61	-118.51	-118.44
营业利润	1072.19	1443.45	1807.10	2064.04	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	12.91	22.08	21.54	20.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1085.10	1465.53	1828.64	2084.32	股权融资	-11.37	0.00	0.00	0.00
所得税	115.64	159.25	197.34	224.98	支付股利	-100.83	-151.84	-214.74	-265.21
净利润	969.46	1306.28	1631.30	1859.34	其他	-672.12	-333.30	2.00	2.00
少数股东损益	210.25	232.60	305.27	351.53	筹资活动现金流净额	-784.32	-485.14	-212.74	-263.21
归属母公司股东净利润	759.22	1073.69	1326.03	1507.80	现金流量净额	852.77	142.77	804.01	581.03
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3698.26	3841.03	4645.04	5226.08	成长能力				
应收和预付款项	7240.54	10357.70	11954.05	14241.27	销售收入增长率	24.41%	24.62%	20.35%	19.21%
存货	2804.38	3462.04	4182.60	5006.62	营业利润增长率	16.02%	34.63%	25.19%	14.22%
其他流动资产	1971.57	88.20	106.15	126.55	净利润增长率	13.11%	34.74%	24.88%	13.98%
长期股权投资	0.39	0.39	0.39	0.39	EBITDA 增长率	10.34%	28.46%	21.24%	12.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1671.26	1625.06	1578.87	1532.67	毛利率	19.04%	19.68%	19.45%	19.11%
无形资产和开发支出	804.84	682.68	560.53	438.38	三费率	6.22%	11.50%	10.90%	10.80%
其他非流动资产	764.96	784.96	804.96	824.96	净利率	6.50%	7.03%	7.29%	6.97%
资产总计	18956.19	20842.07	23832.59	27396.90	ROE	8.89%	10.84%	12.12%	12.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.11%	6.27%	6.84%	6.79%
应付和预收款项	6153.01	8313.70	9819.31	11711.21	ROIC	11.18%	14.67%	16.51%	16.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.93%	9.21%	9.28%	8.74%
其他负债	1896.99	480.87	549.23	627.50	营运能力				
负债合计	8050.00	8794.57	10368.53	12338.71	总资产周转率	0.81	0.93	1.00	1.04
股本	1008.33	1008.33	1008.33	1008.33	固定资产周转率	9.49	11.98	15.92	21.19
资本公积	811.89	811.89	811.89	811.89	应收账款周转率	2.08	2.07	1.95	1.98
留存收益	8247.07	9168.92	10280.21	11522.80	存货周转率	4.35	4.76	4.71	4.69
归属母公司股东权益	10080.42	10989.13	12100.42	13343.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.00%	—	—	—
少数股东权益	825.77	1058.37	1363.64	1715.17	资本结构				
股东权益合计	10906.19	12047.50	13464.06	15058.19	资产负债率	42.47%	42.20%	43.51%	45.04%
负债和股东权益合计	18956.19	20842.07	23832.59	27396.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.99	2.06	2.05	2.02
					速动比率	1.64	1.65	1.64	1.61
					股利支付率	13.28%	14.14%	16.19%	17.59%
					每股指标				
					每股收益	0.75	1.06	1.32	1.50
					每股净资产	10.00	10.90	12.00	13.23
					每股经营现金	1.72	0.74	1.13	0.95
					每股股利	0.10	0.15	0.21	0.26
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1332.51	1711.81	2075.45	2332.39					
PE	29.40	20.79	16.84	14.81					
PB	2.21	2.03	1.84	1.67					
PS	1.50	1.20	1.00	0.84					
EV/EBITDA	13.65	10.34	8.13	6.98					
股息率	0.45%	0.68%	0.96%	1.19%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn