

许继电气 (000400)

2023 年报点评: 多元增长齐发力, 业绩符合市场预期

买入 (维持)

2024 年 04 月 12 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001

xiezhd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	15,030	17,061	20,003	23,891	26,691
同比	25.35%	13.51%	17.24%	19.44%	11.72%
归母净利润 (百万元)	785.26	1,005.38	1,164.33	1,675.91	1,873.97
同比	8.41%	28.03%	15.81%	43.94%	11.82%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.77	0.99	1.14	1.64	1.84
P/E (现价&最新摊薄)	34.88	27.24	23.53	16.34	14.62

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 23 年年报, 23 年实现营收 170.61 亿元, 同增 14%, 实现归属母公司净利润 10.05 亿元, 同增 28%; 其中 Q4 实现营收 63.97 亿元, 同增 8%, 归母净利润 2.33 亿元, 同增 70%。23 年毛利率为 18.00%, 同降 1.04pct, Q4 毛利率 16.78%, 同增 0.58pct, 环降 1.93pct; 23 年归母净利率为 5.89%, 同增 0.80pct, Q4 归母净利率 3.65%, 同增 1.73pct, 环降 2.66pct。债务重组损益较多略影响归母, 扣非业绩符合市场预期。
- **23 年特高压承上启下之年, 看好 24 年收入+订单双高增。** 23 年公司直流输电业务收入 7.16 亿元, 同比+3%, 毛利率 42.29%, 同比-4.05pct。23 年国网累计开工 4 条特直工程, 公司累计中标 6 台换流阀、4 套直流控保, 并且成功中标青州五七海风柔直换流站, 在手订单充裕。展望 24 年, 国网预计开工 5 条特直工程, 其中蒙西-京津冀、甘肃-浙江将采用柔直技术, 公司作为国内柔直换流阀的核心供应商有望充分受益, 因此我们预计公司直流输电业务 23-26 年收入 CAGR 约 60%。
- **新能源业务单独列示, 风光储氢多业务协同发展。** 23 年公司报表业务调整, 将新能源电力电子及风光储总包业务以及氢能业务组成新能源及系统集成板块, 23 年实现收入 39.41 亿元, 同比+42%, 毛利率 5.42%, 同比+0.32pct。公司以电网产业为基础, 构建源网荷储联动发展的产业体系, 布局氢能业务, 聚焦 IGBT 制氢电源、氢电耦合等产品与方案并实现首台套订货。展望 24 年, 国内风光/储装机量有望实现同比 20%/45%增长, 我们预计公司新能源板块收入有望实现 20%以上增长。
- **变配电+电表稳健, 国际市场进展顺利。** 1) 23 年公司智能变配电/智能电表业务分别实现收入 45.77/34.83 亿元, 同比-1%/+13%, 毛利率 22.66%/25.24%, 同比-1.55/-0.36pct。23 年配电网投资承压, 我们预计公司智能变配电业务略受配电网业务拖累, 变配电业务预计实现个位数增长, 24 年配电网投资企稳回升, 数智化加持下二次类产品占比提高, 有望实现收入&盈利能力稳健增长。2) 23 年公司国际业务实现收入 1.53 亿元, 同比+98%, 毛利率 20.02%, 同比+3.98pct。23 年公司大力开拓海外市场, 签订智利 AMI 二期、意大利中压计量、沙特智能配电网等项目, 配用电产品成功打入海外高端市场, 充电桩等新能源产品也已进入泰国、新加坡市场。展望 24 年, 公司有望深度参与沙特/巴西直流特高压建设为直流业务出海打开成长空间, 国际业务有望维持高速增长。
- **费用管控良好, 现金流健康, 市场化管理有效提升经营效率。** 23 年公司期间费用率同降 0.28pct 至 10.86%, 费用端管控良好, 经营活动现金流净流入 27.48 亿元, 同增 59%, 现金流水平健康。期末合同负债 13.62 亿元, 比年初增长 17.71%, 在手订单充足。23 年公司人均创利/创收同比+32%/15%, 通过对核心岗位人员建立“赛马”考核机制以及利润增量奖励等市场化激励手段, 有效提升公司经营管理效率。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到柔直工程 25 年开始贡献收入业绩, 24 年不变, 上修 25 年业绩, 对应 24-26 年归母净利润分别为 11.6/16.8 (+2.5) /18.7 亿元, 同比+16%/44%/12%, 现价对应 PE 分别为 24x、16x、15x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 柔直规划不及预期, 份额不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.08
一年最低/最高价	16.66/27.37
市净率(倍)	2.58
流通 A 股市值(百万元)	27,305.36
总市值(百万元)	27,594.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.51
资产负债率(% LF)	46.61
总股本(百万股)	1,019.01
流通 A 股(百万股)	1,008.32

相关研究

《许继电气(000400): 2023 年三季度报点评: 业绩符合市场预期, 特高压订单落地增厚未来盈利弹性》

2023-10-28

《许继电气(000400): 2023 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 静待特高压份额修复》

2023-08-30

许继电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,829	19,094	24,377	26,240	营业总收入	17,061	20,003	23,891	26,691
货币资金及交易性金融资产	5,016	5,857	9,253	11,959	营业成本(含金融类)	13,990	16,295	19,198	21,499
经营性应收款项	8,724	8,657	10,155	9,355	税金及附加	80	110	131	147
存货	2,708	3,614	3,594	3,512	销售费用	492	540	597	654
合同资产	654	480	597	667	管理费用	604	658	741	801
其他流动资产	727	486	778	746	研发费用	813	880	980	1,068
非流动资产	4,074	4,134	4,163	4,185	财务费用	(55)	(88)	(102)	(162)
长期股权投资	331	331	331	331	加:其他收益	127	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,802	1,812	1,811	1,801	投资净收益	55	2	2	27
在建工程	101	161	193	218	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	796	786	784	791	减值损失	(104)	(55)	(90)	(90)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	6	5	4	3	营业利润	1,217	1,555	2,260	2,621
其他非流动资产	1,037	1,038	1,039	1,040	营业外净收支	18	15	15	15
资产总计	21,903	23,228	28,540	30,425	利润总额	1,235	1,570	2,275	2,636
流动负债	9,857	9,730	12,925	12,350	减:所得税	49	115	153	171
短期借款及一年内到期的非流动负债	54	54	54	54	净利润	1,186	1,455	2,121	2,466
经营性应付款项	7,815	7,394	10,204	9,503	减:少数股东损益	181	291	445	592
合同负债	1,362	1,629	1,881	2,042	归属母公司净利润	1,005	1,164	1,676	1,874
其他流动负债	626	653	786	751	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.99	1.14	1.64	1.84
非流动负债	353	349	344	339	EBIT	1,115	1,555	2,295	2,573
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,440	1,899	2,656	2,952
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.00	18.54	19.65	19.45
租赁负债	19	15	11	5	归母净利率(%)	5.89	5.82	7.01	7.02
其他非流动负债	333	333	333	333	收入增长率(%)	13.51	17.24	19.44	11.72
负债合计	10,210	10,079	13,269	12,689	归母净利润增长率(%)	28.03	15.81	43.94	11.82
归属母公司股东权益	10,705	11,869	13,545	15,419					
少数股东权益	988	1,279	1,725	2,317					
所有者权益合计	11,693	13,149	15,270	17,736					
负债和股东权益	21,903	23,228	28,540	30,425					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,748	1,238	3,784	3,081	每股净资产(元)	10.51	11.65	13.29	15.13
投资活动现金流	(539)	(393)	(383)	(369)	最新发行在外股份(百万股)	1,019	1,019	1,019	1,019
筹资活动现金流	(859)	(4)	(5)	(6)	ROIC(%)	9.23	11.54	14.99	14.53
现金净增加额	1,350	841	3,396	2,706	ROE-摊薄(%)	9.39	9.81	12.37	12.15
折旧和摊销	325	344	361	379	资产负债率(%)	46.61	43.39	46.49	41.71
资本开支	(210)	(395)	(385)	(396)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.24	23.53	16.34	14.62
营运资本变动	1,249	(600)	1,228	188	P/B(现价)	2.56	2.31	2.02	1.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>