

工控&电网24H1总结

电网景气度即将加速兑现，工控拐点仍需观察

--东吴电新团队

证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

证券分析师：谢哲栋

执业证书编号：S0600523060001

研究助理：许钧赫

执业证书编号：S0600123070121

2024年9月2日

- **工控&电力设备行业24Q1/24Q2收入同比+6%/+10%、归母净利润同比-11%/+7%。**1) 行业24Q1/24Q2营收稳定增长、利润改善。全行业2024H1实现收入/归母净利润3370/243亿元，同比+10%/+10%。2024Q2收入447亿元，同比+10%，归母净利润为143亿元，同比+7%。2) 行业整体毛利率水平小幅上升。2024H1/2024Q2行业毛利率为22.1%/22.4%，同比+0.6pct/+0.6pct。3) 2024Q2合同负债/存货较年初-2.1%/+9.9%。4) 2024Q2经营性现金流净流入122.8亿元，同比+0.3%。
- **工控行业Q2仍旧缓慢复苏，龙头汇川利润承压，但二线伟创、雷赛在OEM市场需求下滑背景下同比增长较快，份额持续提升。**1) 24H1/24Q2营收稳健增长、利润承压。24H1工控板块实现收入520亿元，同比+11%，实现归母47亿元，同比-15%。2024Q2实现收入298亿元，同比+15%，环比+34%；实现归母28亿元，同比-10%。2) 毛利率同环比承压，费用管控下利润率仍旧下滑。24Q2板块毛利率28.70%，同比-3.2pct，环比-3.0pct。归母净利率为9.35%，同比-2.6pct，环比+0.88pct。3) 经营性现金流大幅改善。2024Q2工控板块经营活动现金净流入36亿元，同比+30%，环比+736%。4) 公司层面，汇川技术收入稳增但利润承压，24Q2收入同比+26%，归母同比-2%，但伟创电气/雷赛智能/信捷电气业绩实现较快增长，收入同比+30%/+11%/+17%，归母同比+26%/+55%/+30%。
- **特高压/高压板块受益于电网建设高景气收入实现较快增长，智能电表板块受Q2国内电表交付加速利润增速亮眼，电线电缆板块受原材料价格高涨等因素影响盈利承压，一次设备板块整体保持稳健增长。**24Q2实现营收908亿元，同比+9%，实现归母净利润54.3亿元，同比+2%，板块整体保持稳健增长。1) 从不同板块来看，24Q2特高压/高压板块实现较快增长，营收/归母净利润同比+21%/23%，智能电表板块营收/归母净利润同比+16%/32%，中压电气板块营收/归母净利润同比+8%/26%，低压电器板块营收/归母净利润同比+6%/10%，电线电缆板块营收/归母净利润同比+4%/-67%。2) 盈利能力方面，一次设备板块盈利能力持续改善。一次设备板块毛利率19.8%，同比+1.1pct，归母净利率6.0%，同环比-0.4/+0.2pct。3) 从经营质量方面，一次设备板块现金流充足，在手订单充沛。24Q2一次设备板块经营性现金流净流入72.9亿元，同环比+175%/243%，24Q2末合同负债约237亿元，同比+28%。
- **二次设备板块整体延续稳健增长态势。**1) 业绩维持稳健增长。24Q2二次设备板块整体延续稳健态势，实现营收225亿元，同比+5%，实现归母净利润31.4亿元，同比+9%。2) 盈利能力不断提升。24Q2二次设备板块毛利率为29.1%，同比+1.4pct，实现归母净利率14.0%，同比+0.5pct。3) 经营质量方面，二次设备经营性净现金流略承压，存货&合同负债均稳健增长。24Q2二次设备板块经营性现金流净流入8.3亿元，同比-74%，整体略承压；24Q2末实现存货179亿元，同比+11%，实现合同负债87亿元，同比+29%，存货&合同负债稳健增长。
- **投资建议：1) 电网：国内特高压景气度在逐步兑现到业绩，先从24Q2的线路环节到24H2换流站设备环节；出海看好智能电表及变压器出口至新兴国家。推荐：思源电气、三星医疗、海兴电力、许继电气、平高电气、国电南瑞、四方股份、金盘科技、伊戈尔、中国西电、南网科技、安科瑞等，关注：华明装备、明阳电气、金杯电工、良信股份、长高电新、神马电力等。2) 工控：新能源资本开支下滑有拖累，但H2基数在走弱，同时传统行业依靠出海、旧改政策、国产替代仍有结构性增长。推荐：汇川技术、宏发股份、三花智控、伟创电气、雷赛智能、信捷电气、鸣志电器、禾川科技等，关注：英威腾、正弦电气、步科股份、麦格米特、英搏尔等。**
- **风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期，竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。**



■ 前言

■ 24Q2行业总结：工控

■ 24Q2行业总结：一次&二次设备

■ 投资建议与风险提示

- ◆ 电力设备工控板块2024H1收入同比+10%，归母净利润同比+10%。我们在电力设备工控板块选取了123家上市公司，全行业2024H1收入3370亿元，同比增长10%，归母净利润243亿元，同比增长10%。
- ◆ 单看2024Q2，电力设备&工控板块情况：2024Q2板块收入447亿元，同比增长10%，环比增长26%（从板块同比增速来看，特高压/高压21%>智能电表16%>工控15%>中压电气8%>低压6%>二次设备5%>电线电缆4%）；归母净利润143亿元，同比+7%，环比增长43%（从板块同比增速来看，智能电表32%>中压电气26%>特高压/高压23%>低压电器10%>二次设备9%>工控-10%>电线电缆-67%）。

表 电力设备工控板块2024H1收入和归母净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归属母公司股东净利润 (亿元)	同比增速 (%)
电力设备工控行业	3369.9	10%	243.4	10%
一次设备	1675.4	17%	99.0	7%
工控	519.9	11%	46.6	-15%
二次设备	369.3	7%	41.9	11%
其他电力设备	805.3	14%	55.8	55%

◆ 2024Q2电力设备毛利率恢复、工控毛利率仍有压力，板块归母净利率基本保持稳定。2024H1电力设备&工控行业毛利率为22.1%，同比+0.6pct。2024Q2全行业毛利率为22.4%，同比+0.6pct，其中一次设备/二次设备/工控分别同比+1.1pct/+1.4pct/-3.2pct，板块通过原材料锁价、套期保值等手段对冲大宗原材料涨价影响，同时多个方向收入规模效应明显导致毛利率同比提升。2024H1全行业归母净利率为7.2%，同比持平；2024Q2归母净利率为7.6%，同比-0.2pct。板块毛利率尽管有提升，但同时在业务拓展方面加大投入（比如电力设备在出海营销体系建设加大前置投入、工控在新品类研发加大投入），故净利率基本维持稳定。

图 电力设备工控板块分季度毛利率情况

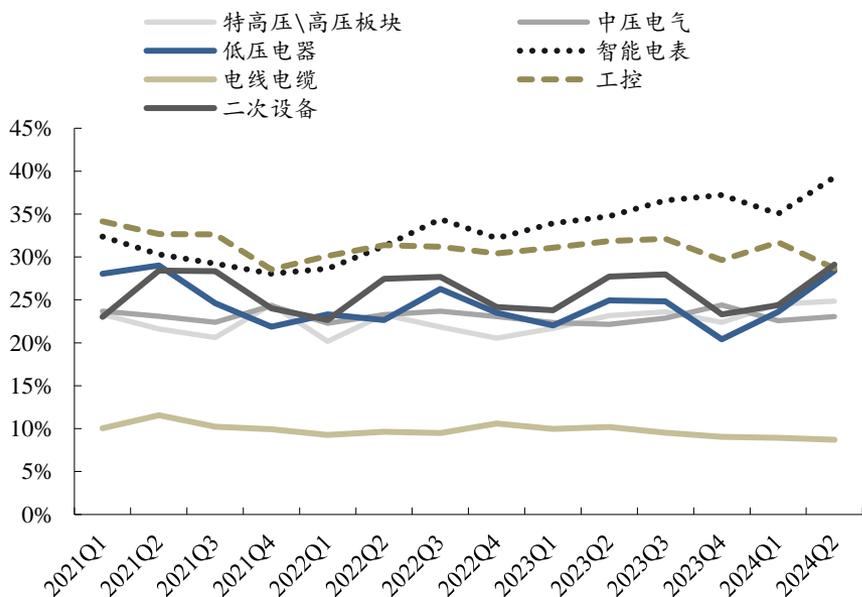
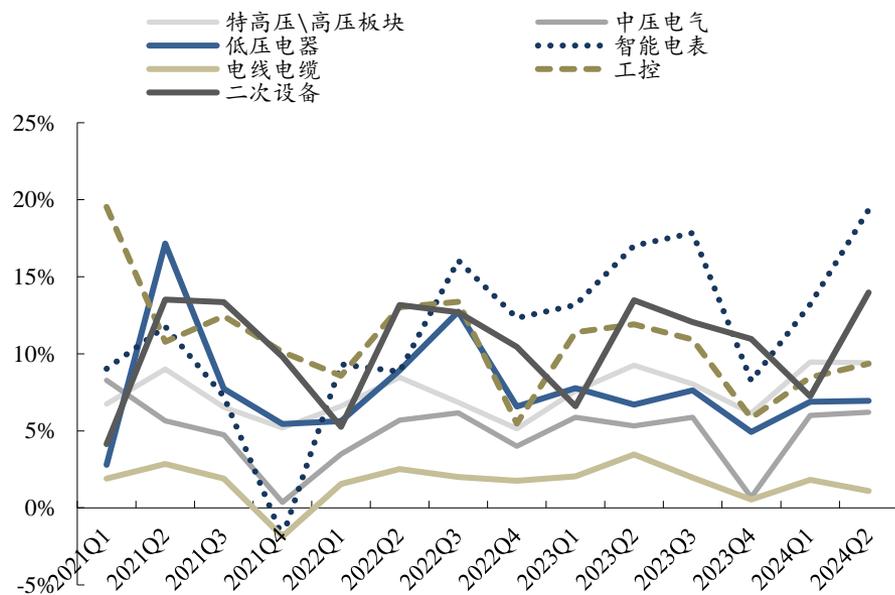
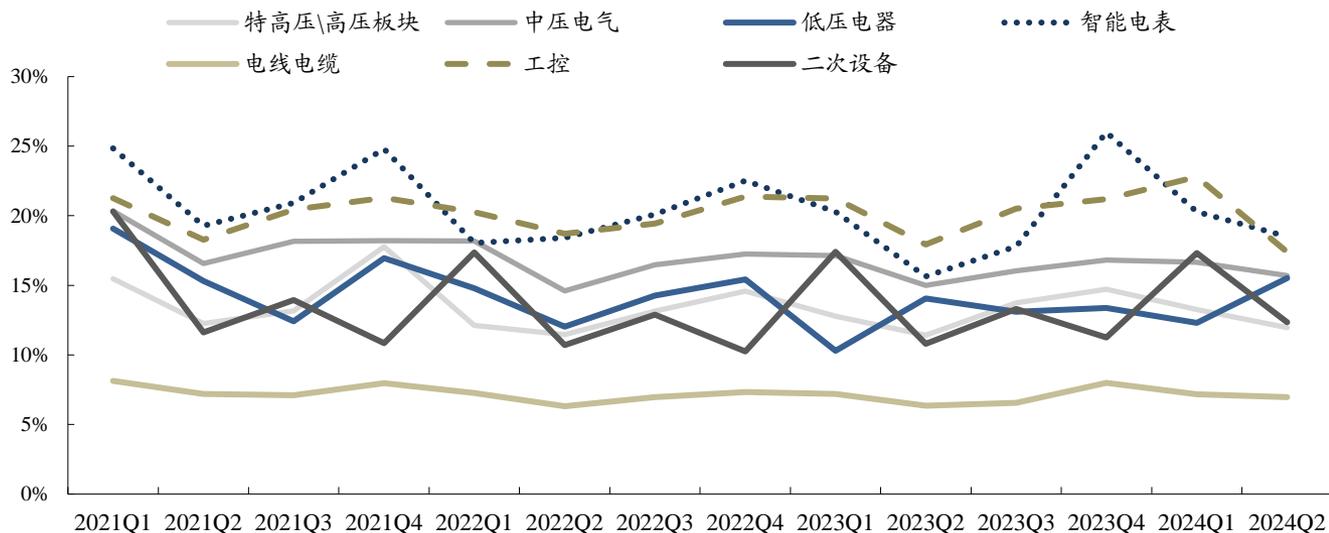


图 电力设备工控板块分季度归母净利率情况



- ◆ 2024H1/Q2 电力设备费用投入增加、工控依靠费用管控降低利润压力。2024H1 电力设备&工控行业期间费用率为13.3%，同比+0.5pct，其中一次设备/二次设备/工控分别同比+0.9pct/+1.0pct/+0.3pct；2024Q2 全行业期间费用率为12.6%，同比+0.6pct，其中一次设备/二次设备/工控分别同比+1.1pct/+1.6pct/-0.5pct。工控因内需弱且价格竞争激烈，故靠费用管控维持利润率水平。

图 电力设备工控板块分季度费用率情况



期间费用率	2023H1	2024H1	同比	2024Q1	2024Q2	Q2同比	Q2环比
电力设备工控行业	12.85%	13.29%	0.45pct	14.22%	12.55%	0.57pct	-1.67pct
一次设备	10.76%	11.67%	0.91pct	11.76%	11.58%	1.05pct	-0.18pct
工控	19.40%	19.70%	0.30pct	22.80%	17.40%	-0.53pct	-5.40pct
二次设备	13.32%	14.30%	0.98pct	17.32%	12.35%	1.55pct	-4.97pct
其他电力设备	12.80%	12.08%	-0.72pct	12.93%	11.40%	-0.39pct	-1.53pct

- ◆ 2024H1 电力设备&工控板块经营现金流净额同比+6%，存货规模较24年初提升+10%，合同负债较年初-2%。2024H1 电力设备&工控板块经营活动现金流量净流入22.4亿元，同比+6.2%，2024Q2 板块经营性现金净流入122.8亿元，同比+0.3%。截至2024Q2，电力设备&工控板块存货规模为1772.9亿元，Q2较年初+9.9%，主要系特高压及高压板块存货规模增长带动、Q2较年初+19.0%。2024Q2 电力设备&工控板块合同负债规模为473.1亿元，Q2较年初-2.1%，其中特高压/高压板块、中压电气板块合同负债规模较年初+7.0%/+4.2%，H1 国网因高基数、招标规模增速承压，故板块合同负债仅稳健增长。

图 电力设备工控板块2020Q2-2024Q2经营净现金流情况（亿元）

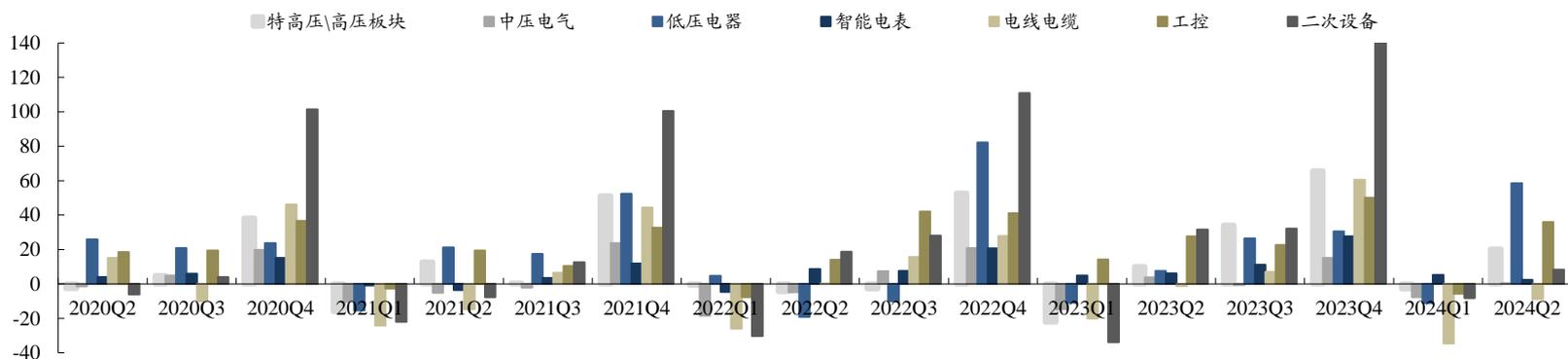


图 电力设备工控板块2024Q2存货1773亿元、较年初+10%

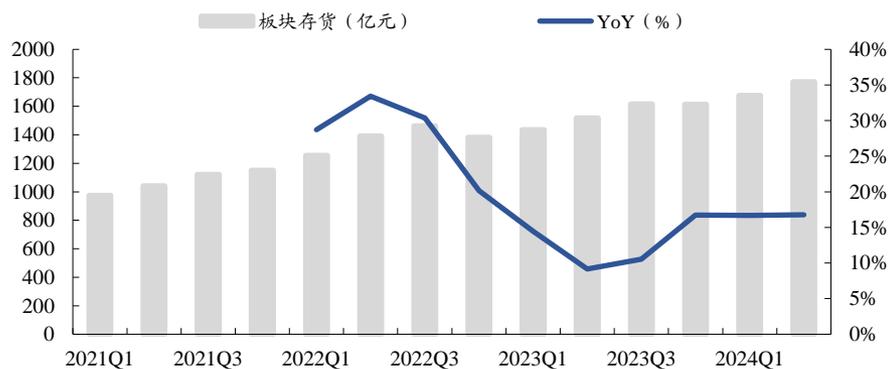


图 电力设备工控板块2024Q2合同负债473亿元、较年初-2%

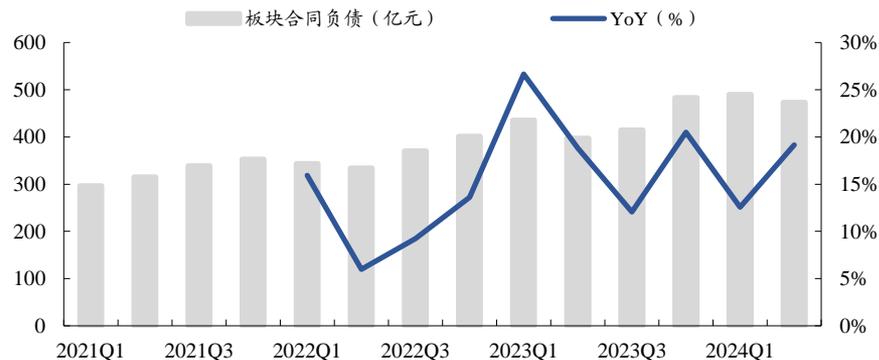
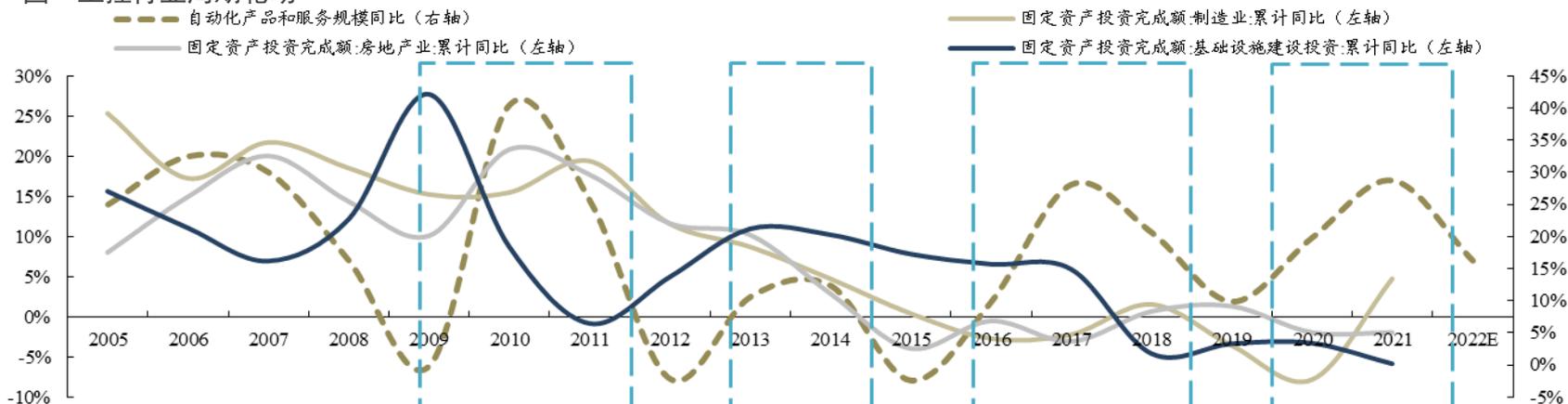
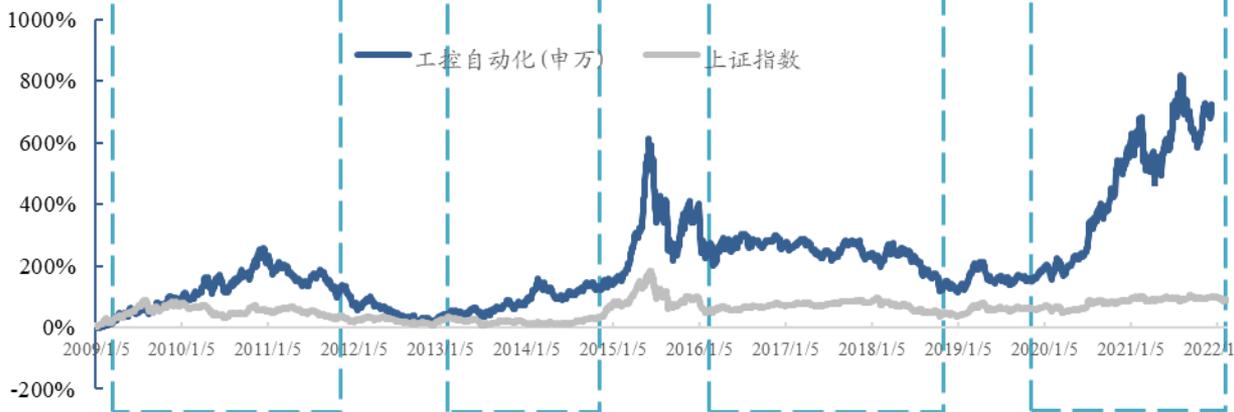


图 工控行业周期轮动



周期性:

从历史上看，2008年以来3轮上行周期，行业增长与制造业景气度、固投的关系明确，行业业绩的波动性高于股价的弹性。



- 第一轮四万亿大刺激：** 2008年四万亿+PMI自2008年历史低位后连续反弹，2010年工控行业增速创新高，2009年、2010年年初至年末超额收益分别达93%、72%。
- 第二轮房地产三年小周期反弹：** 2013-2014年持续超额收益，房地产投资2013年初有一定反弹+轻工业用电量增长+PMI持续位于荣枯线之上，行业略有增速，股价略有超额收益。
- 第三轮供给侧改革：** 2016H2开始反弹，制造业和房地产都是触底反弹，2017年行业弹性甚至接近2010年，说明行业弹性仍然很高，指数反弹不明显，个股龙头业绩和股价表现优异。
- 第四轮贸易战扰动：** 2018Q2开始贸易战影响下游投资信心，工控行业增速开始快速下行，股价整体有所回落。
- 第五轮先进制造驱动：** 19Q4复苏、20-21年高增，21年中景气度最高，后增速逐步放缓。**从房地产投资驱动到制造业投资驱动**
- 新一轮周期：** 有望于23Q4企稳、24Q2开始向上态势。以传统行业需求上行为主导，新能源增速相对前几年放缓

□ 分产品来看，2024Q2低压变频/交流伺服/大中型PLC/小型PLC销售额同比增速分别为-9.6%/-6.2%/-35.8%/-3.3%。

图 工控行业分四大产品同比增速



表 工控行业分产品增速 (单位: 百万元)

	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY	2022Q4	YoY	2023Q1	YoY	2023Q2	YoY	2023Q3	YoY	2023Q4	YoY	2024Q1	YoY	2024Q2	YoY	QoQ
低压变频器	8001	9.1%	8133	-2.8%	8547	5.4%	6937	-2.9%	7763	-3.0%	7782	-4.3%	8035	-6.0%	6827	-1.6%	7297	-6.0%	7033	-9.6%	-3.6%
交流伺服	6055	4.8%	5703	-12.7%	5351	-5.0%	5152	-4.3%	5539	-8.5%	5597	-1.9%	5142	-3.9%	5077	-1.5%	5242	-5.4%	5248	-6.2%	0.1%
大中型PLC	2010	20.5%	2080.35	0.5%	2115	9.9%	2394	7.5%	2081	3.5%	2200	5.8%	2136	1.0%	2258	-5.7%	1818	-12.6%	1412	-35.8%	-22.3%
小型PLC	1932	9.6%	2135	-0.7%	2400	12.4%	1938	1.4%	1844	-4.6%	1982	-7.2%	1999	-16.7%	1544	-20.3%	1678	-9.0%	1916	-3.3%	14.2%
HMI	1152	10.3%	1448.07	3.4%	1443	8.3%	1350	1.8%	1134	-1.6%	1305	-9.9%	1240	-14.1%	1102	-18.4%	1118	-1.4%	1329	1.8%	18.9%
CNC	4193	-8.7%	4491	-9.2%	3225	-4.7%	2754	-6.6%	3765	-10.2%	3162	-29.6%	2847	-11.7%	2627	-4.6%	3573	-5.1%	3436	8.7%	-3.8%

- 工控自动化市场24Q2整体增速-4.3%。1) 分市场看，24Q2 OEM市场、项目型市场整体增速为-7.5%/-2.4%；2) 分行业来看，24Q2电池、起重、电梯、工程机械等行业需求同比下滑较多，仅轻工相关如包装、纺织等行业受出口&国内设备更新等因素带动，表现相对较好。

图 工控行业下游细分行业增速

百万元	2023								2024			
	2023Q1	YoY	2023Q2	YoY	2023Q3	YoY	2023Q4	YoY	2024Q1	YoY	2024Q2	YoY
OEM市场合计	30478	-6.6%	27001	-10.7%	24028	-9.3%	23745	-2.7%	28347	-7.0%	24969	-7.5%
机床	5814	-9.0%	7088	-12.0%	5260	-5.2%	6538	12.0%	5639	-3.0%	7130	0.6%
电子及半导体	3026	-18.0%	3107	-11.0%	3083	-11.7%	2590	-8.0%	2968	-1.9%	2783	-10.4%
电池	2461	8.0%	1977	-10.0%	1541	-20.0%	1212	-15.0%	2190	-11.0%	1362	-31.1%
包装	1414	-19.0%	1006	-21.0%	1134	-20.8%	695	-11.0%	1512	6.9%	1040	3.4%
纺织	1866	-7.0%	1720	-10.0%	1391	-5.0%	1202	-2.0%	2016	8.0%	1775	3.2%
工业机器人	1072	-9.1%	1029	-5.0%	788	-14.0%	749	-10.9%	1105	3.1%	1081	5.1%
暖通空调	946	-3.0%	1240	-8.0%	1201	-6.0%	740	-5.0%	1001	5.8%	1265	2.0%
电梯	967	-12.2%	1611	11.0%	1403	-8.0%	1157	-4.0%	899	-7.0%	1430	-11.2%
物流	995	-2.0%	1237	-5.0%	1123	-5.9%	753	-5.0%	935	-6.0%	1170	-5.4%
起重	810	-10.0%	907	-11.0%	807	-10.0%	667	5.0%	753	-7.0%	776	-14.4%
橡胶	541	-1.1%	348	-7.0%	491	2.1%	359	0.8%	550	1.7%	352	1.1%
印刷	289	-7.1%	312	8.0%	284	-28.1%	263	-36.9%	225	-22.1%	287	-8.0%
塑料	501	-4.9%	495	-8.0%	550	-4.0%	415	-1.9%	541	8.0%	539	8.9%
食品饮料	530	-1.9%	565	-9.0%	680	7.6%	674	3.1%	560	5.7%	627	11.0%
工程机械	387	-7.0%	326	-27.9%	351	-25.9%	225	-32.8%	325	-16.0%	287	-12.0%
纸巾	412	-8.0%	439	-9.1%	374	-10.1%	329	-7.8%	383	-7.0%	417	-5.0%
制药	244	-3.2%	275	3.0%	270	-4.9%	258	-6.9%	245	0.4%	248	-9.8%
造纸(纸巾)	187	-3.1%	253	-4.9%	229	-2.1%	197	-3.0%	383	104.8%	417	64.8%
建材	411	-5.9%	423	-9.4%	405	-10.0%	251	-17.7%	335	-18.5%	376	-11.1%
烟草	35	-5.4%	28	-6.7%	43	2.4%	43	4.9%	28	-20.0%	24	-14.3%
其他	7570	-1.1%	2615	-21.1%	2620	-7.4%	4428	-5.5%	5754	-24.0%	1583	-39.5%
项目型市场合计	49024	1.3%	45356	2.1%	49200	1.8%	42177	1.7%	49994	2.0%	44261	-2.4%
化工	12425	20.9%	12502	8.0%	10942	11.0%	10758	10.0%	13419	8.0%	12757	2.0%
石化	4670	-26.0%	3753	-21.0%	4256	-25.0%	3735	-21.0%	4483	-4.0%	3853	2.7%
电力	4411	-9.0%	5003	20.0%	4393	14.0%	4466	4.7%	3535	-19.9%	4773	-4.6%
市政及公共设施	9011	14.2%	9642	7.0%	10685	6.0%	9545	7.0%	9461	5.0%	9835	2.0%
冶金	3125	-10.8%	3850	2.0%	5670	-2.2%	3619	-5.8%	3219	3.0%	3743	-2.8%
汽车	1071	17.0%	2292	19.0%	1339	18.0%	1345	12.0%	1040	-2.9%	1990	-13.2%
采矿	785	6.9%	853	11.0%	1095	6.0%	1046	13.0%	950	21.0%	861	0.9%
造纸	636	6.0%	588	1.0%	719	5.1%	710	8.9%	656	3.1%	617	4.9%
其他	12890	-3.3%	6873	-12.6%	10101	-1.2%	6853	-4.4%	6953	-46.1%	5832	-15.1%
工控行业合计	79502	-1.9%	72357	-3.1%	73228	-2.1%	65922	0.1%	78341	-1.5%	69230	-4.3%

2.3 公司月度跟踪：销售/订单

- 24Q1高基数下内资订单表现一般，但传统行业仍略有边际复苏，24M4-7传统行业复苏趋势延续，行业边际改善。我们预计国内工控企业7月订单环比有所改善，主要系23H2开始新能源资本开支减弱已持续一定时间，基数有所下降，同时传统行业持续复苏中，行业处于缓慢复苏轨道，全年工控OEM市场同比-3%~-1%。

表 工控公司月度销售/订单统计 (亿元)

产品类型 厂商	伺服						低压变频器				中大PLC		
	安川		松下		台达		ABB		安川		施耐德		
	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	订单	GR	
2022Q1	1月	2	-29%	1.01	-46%	1.65	-18%	5	0%	0.8	-20%	1.06	8%
	2月	1.6	14%	2.4	118%	1.19	-1%	5	103%	0.47	24%	0.7	17%
	3月	1.7	-51%	1.74	16%	1.32	-18%	3.9	-5%	0.86	-14%	0.4	25%
2022Q2	4月	1.3	-58%	2.12	-26%	1.52	-25%	3.9	-28%	0	-100%	0.45	-10%
	5月	2.1	-25%	1.65	-32%	1.49	-27%	3.9	-5%	0.5	-55%	0.75	-6%
	6月	2	-17%	1.8	-14%	1.7	-15%	3.05	-2%	1	-9%	0.7	4%
2022Q3	7月	1.6	-16%	1.16	-45%	1.27	-27%	4	21%	1.2	9%	0.75	4%
	8月	1.5	-12%	1.06	-32%	1.17	-27%	2.9	0%	1.1	10%	0.65	5%
	9月	1.3	-38%	1.53	-35%	1.08	-28%	4.2	56%	1.2	22%	0.75	-6%
2022Q4	10月	1.3	-32%	0.9	-46%	1.05	-23%	3.3	27%	1	59%	0.73	12%
	11月	1.5	-29%	0.98	-43%	1.08	-26%	2.3	-8%	1	4%	0.8	0%
	12月	1.4	-33%	1.1	-41%	1.01	-16%	2.2	-8%	1	0%	0.92	2%
2023Q1	1月	1.2	-40%	0.74	-27%	1.1	-33%	4.5	-10%	0.6	-25%	1	-6%
	2月	1.5	-6%	0.89	-63%	1.15	-3%	5.1	2%	1	113%	0.72	3%
	3月	2.2	29%	1.74	0%	1.35	2%	5.5	10%	0.96	12%	0.44	10%
2023Q2	4月	2.2	69%	0.99	-53%	1.35	-11%	5.7	46%	1	n. a.	0.5	11%
	5月	1.9	-10%	1.14	-31%	1.3	-13%	4.5	15%	0.97	94%	0.7	-7%
	6月	2.15	8%	1.15	-36%	1.3	-24%	2.8	-8%	0.79	-21%	0.67	-4%
2023Q3	7月	1.8	13%	0.87	-25%	1.2	-6%	3.2	-20%	0.7	-42%	0.75	0%
	8月	1.4	-7%	1.04	-2%	1.1	-6%	2.8	-3%	0.65	-41%	0.7	8%
	9月	1.3	0%	1.17	-24%	1	-7%	5.7	36%	0.8	-33%	0.75	0%
2023Q4	10月	1.2	-8%	0.82	-9%	1	-5%	3.3	0%	0.7	-30%	0.7	-4%
	11月	1.4	-7%	1.01	3%	1.2	11%	2.2	-4%	0.8	-20%	0.75	-6%
	12月	1.6	14%	1.12	2%	1.1	9%	3.5	59%	0.7	-30%	0.9	-2%
2024Q1	1月	1.65	38%	1	35%	1.2	4%	4.8	7%	0.65	8%	0.95	-5%
	2月	1.4	-7%	0.76	-15%	1.15	-9%	3.7	-27%	0.35	-65%	0.65	-10%
	3月	1.65	-41%	1.12	-36%	1.1	-19%	5.1	-7%	0.7	-27%	0.5	14%
2024Q2	4月	1.5	-32%	1.77	79%	1.4	4%	5.2	-9%	0.85	-15%	0.45	-10%
	5月	1.3	-46%	1.61	41%	1.35	4%	4	-11%	0.75	7%	0.7	0%
	6月	1.1	-49%	1.41	23%	1.3	0%	4.8	71%	0.7	-11%	0.72	7%
2024Q3	7月	1.2	-33%	1.12	29%	1.35	13%	3.2	0%	0.75	7%	0.66	-12%

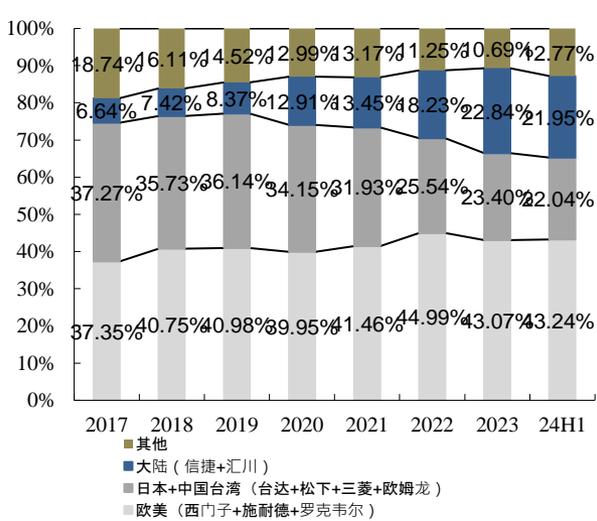
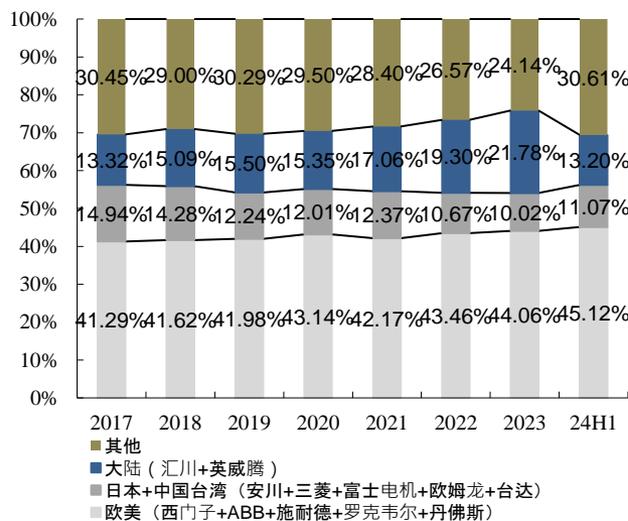
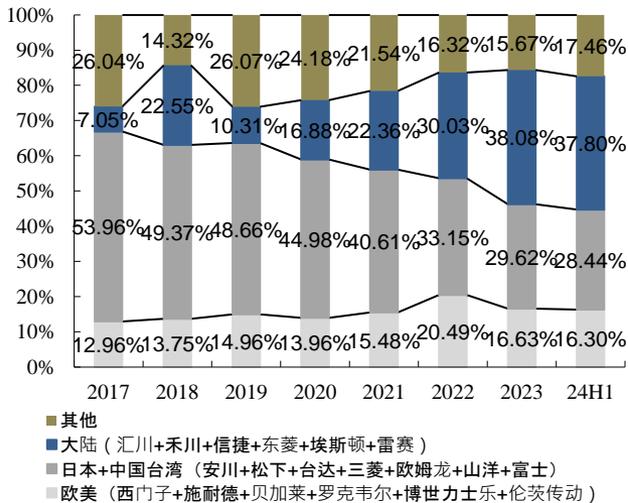
2.4 竞争格局：内资头部全面提速，小品牌出清

- 伺服：3C、木工、纺织等传统行业或将成为今年的驱动力。** 1) 需求端：2024Q2多产业投资热情下降，相关需求下滑显著。仅3C和轻工相关等部分产业受设备更新、出海等因素需求有所回升。2) 供给端：大部分厂商供应链表现稳定，外资厂商在积极进行国产化布局，同时针对部分大客户有所放价，份额小幅提升。
- 低压变频器：格局仍保持稳定，竞争相对不激烈，公司端来看利润率也稳定。** 24Q1/24Q2低压变频需求同比-6.0%/-9.6%，需求持续承压，但TOP3地位稳固，仍为ABB、汇川、西门子。
- 小型PLC：通常搭配伺服销售，同时对系统、工艺要求不及中大型PLC，内资替代更为容易。** 今年小型PLC预计出现小两位数下滑。1) 需求侧：新能源相关的行业，如风电设备、光伏设备、锂电池设备，由于终端投资放缓，下滑幅度明显；传统行业成为支撑项，如包装机械、纺织机械。2) 供给侧：欧美企业有所放价，库存水平有所下降，带动份额提升。

图 交流伺服份额：内资份额受新能源影响有所减少

图 低压变频份额：欧美恢复，内资龙头份额有所减少

图 小型PLC份额：受新能源影响，内资份额微降



2.5 出海：龙头破局存量市场，海外存在替代机遇

- 国内需求弱复苏，而海外尤其是东南亚、一带一路等需求相对较好，欧美技术、品牌壁垒高，但市场空间更大，存在替代机遇：
- 东南亚国家GDP增长更多靠投资驱动，同时也是全球供应链多元化的受益者。该市场追求性价比&解决方案，市场增速快于国内，行销能力重于技术研发能力。汇川、麦格米特、英威腾、伟创等参与其中，多依托本土经销商拓展业务。
- 欧洲和美国市场，针对行业大客户，内资龙头凭借产品创新和定制化服务，同样实现了替代，如麦格米特进入欧美电源领域，汇川依靠恩格尔进入欧洲注塑机领域，鸣志依托海外子公司进入欧美医疗、机器人等高端领域。
- 日本和德国市场自动化技术世界前列，市场拓展难度高，客户采购对技术的考量排在第一位，攻克难度高于前两者。目前内资涉足较少，麦格米特、鸣志在日本OA市场有产品销售。

表 工控公司出海情况更新（2023A）

国内工控公司 (按海外收入 体量排序)	海外营收 (亿元)	海外营收 YoY	海外收入 占比	海外毛利率	国内毛利率	海外毛利率- 国内毛利率
麦格米特	19.5	15%	29%	29.5%	23.1%	6.4pct
汇川技术	17.4	97%	6%	40.4%	33.1%	7.3pct
英威腾	14.8	31%	32%	42.3%	26.4%	15.9pct
中控技术	3.4	37%	4%	32.3%	33.2%	-0.9pct
伟创电气	3.1	55%	24%	51.0%	34.4%	16.6pct

2.6 2024年上半年行业总结：工控

- 工控行业24H1复苏程度较弱，龙头汇川利润承压，但二线如伟创、雷赛在OEM市场需求下滑背景下同比增长较快，份额持续提升。24H1年工控板块实现收入519.91亿元，同比+11%，实现归母46.65亿元，同比-15%。2024Q2实现收入297.77亿元，同比+15%，环比+34%；实现归母27.84亿元，同比-10%，环比+48%。其中2024Q2汇川/伟创/禾川/雷赛/信捷/正弦收入同比+26%/+30%/-15%/+11%/+17%/+2%，归母同比-2%/+26%/-150%/+55%/+30%/-11%。

表 工控公司收入和归母净利润变动情况分析表 (亿元)

代码	公司名称	收入					归母净利润				
		24Q2	Q2同比	Q2环比	24H1	24H1同比	24Q2	Q2同比	Q2环比	24H1	24H1同比
300124.SZ	汇川技术	96.91	26%	49%	161.83	30%	13.07	-2%	61%	21.18	2%
688320.SH	禾川科技	2.78	-15%	35%	4.83	-20%	-0.14	-150%	5%	-0.29	-158%
300484.SZ	蓝海华腾	0.77	-4%	10%	1.48	-1%	0.08	20%	11%	0.16	-11%
002334.SZ	英威腾	11.64	-2%	23%	21.13	-4%	0.62	-51%	30%	1.09	-51%
002527.SZ	新时达	8.30	0%	21%	15.16	-13%	0.05	179%	120%	-0.19	-115%
600885.SH	宏发股份	37.78	11%	9%	72.31	8%	4.88	28%	37%	8.44	20%
603416.SH	信捷电气	4.57	17%	35%	7.97	11%	0.82	30%	85%	1.27	22%
002851.SZ	麦格米特	21.80	26%	19%	40.11	22%	1.76	-23%	27%	3.15	-19%
002747.SZ	埃斯顿	11.66	-7%	16%	21.69	-3%	-0.80	-247%	-1324%	-0.73	-175%
603015.SH	弘讯科技	2.53	18%	42%	4.32	15%	0.19	14%	13%	0.36	39%
300048.SZ	合康新能	10.11	159%	45%	17.09	137%	-0.02	16%	-123%	0.09	471%
002335.SZ	科华数据	25.47	34%	115%	37.31	10%	1.52	-15%	107%	2.26	-30%
002518.SZ	科士达	10.60	-25%	28%	18.91	-33%	0.95	-64%	-23%	2.19	-56%
002169.SZ	智光电气	7.21	-19%	37%	12.48	-6%	-0.29	36%	53%	-0.90	-254%
300376.SZ	易事特	9.61	-21%	44%	16.30	-37%	0.79	-61%	71%	1.25	-60%
603025.SH	大豪科技	6.66	31%	4%	13.09	40%	1.73	59%	17%	3.21	77%
603728.SH	鸣志电器	6.56	0%	8%	12.65	-3%	0.34	61%	417%	0.40	-25%
300681.SZ	英搏尔	5.50	19%	16%	10.23	42%	0.26	222%	210%	0.35	218%
688395.SH	正弦电气	1.06	2%	28%	1.88	-7%	0.15	-11%	90%	0.23	-31%
688698.SH	伟创电气	4.43	30%	35%	7.71	23%	0.81	26%	50%	1.34	26%
688160.SH	步科股份	1.44	11%	29%	2.56	9%	0.12	-31%	7%	0.23	-27%
300932.SZ	三友联众	5.95	21%	28%	10.62	20%	0.34	95%	375%	0.41	70%
002979.SZ	雷赛智能	4.42	11%	16%	8.23	15%	0.62	55%	13%	1.16	54%
	合计	297.77	15%	34%	519.91	11%	27.84	-10%	48%	46.65	-15%

- 竞争边际加剧，毛利率同环比承压，费用管控下利润率仍旧下滑。24Q2板块毛利率28.70%，同比-3.2pct，环比-3.0pct。归母净利率为9.35%，同比-2.6pct，环比+0.88pct。主要原因有：1) 新能源为首的大部分行业需求下降，内外资企业为获得市场份额，价格竞争加剧；2) 工控企业通过管控费用率稳住利润，但效果有限。
- 期间费用率长期稳定在20%上下，2024Q2期间费用率管控效果显著。2021Q1-2024Q1工控行业整体期间费用率较稳定，2024Q2行业内大部分企业销售&管理费用率下降带动行业整体期间费用率下降，主要系各企业度过战略业务的前期投入期，基本已完成解决方案能力（拓PLC、伺服、电机等新工控品类）、国际化、人形机器人等新增长曲线的早期研发及渠道销售的早期大规模投入。

图 工控板块毛利率和归母净利率情况

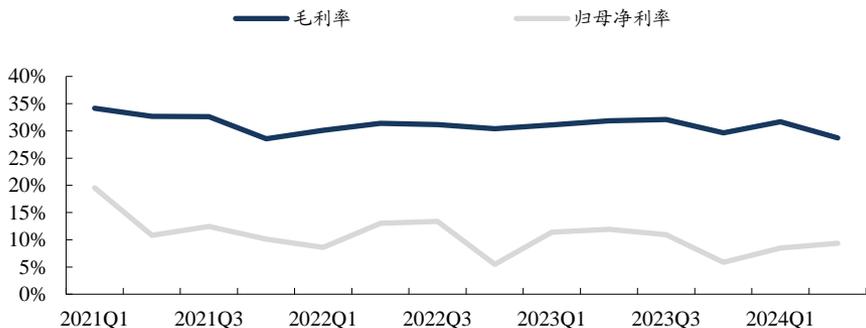
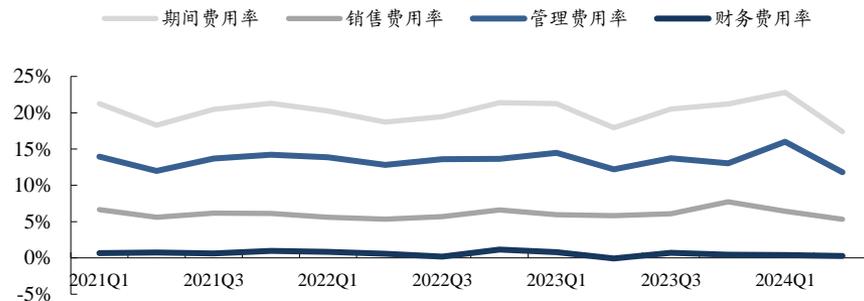


图 工控板块期间费用率情况



- 工控板块经营现金流由24Q1净流出转为24Q2的净流入。Q2板块现金流为净流出36亿元，现金流同比上升29.82%，环比上升736%。
- 2024Q2存货规模增长，合同负债规模有所下降。截至2024Q2，工控行业存货规模241.27亿元，同比+8.29%，其中伟创电气存货增长率远超行业内其他企业，2024Q2其存货为3.04亿元，同比+21.12%，主要系为应对海外及国内客户的三季度交付。2024Q2工控行业合同负债规模32.79亿元，同比-6.63%，2023Q2新能源仍处于相对高基数且24年至今行业恢复程度较弱，压力较大。

图 工控板块2021Q1-2024Q2经营净现金流情况（亿元）

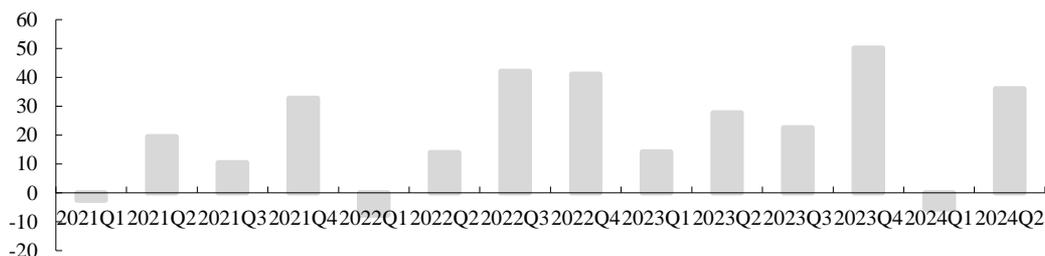


图 工控板块2021Q1-2024Q2存货情况（亿元）

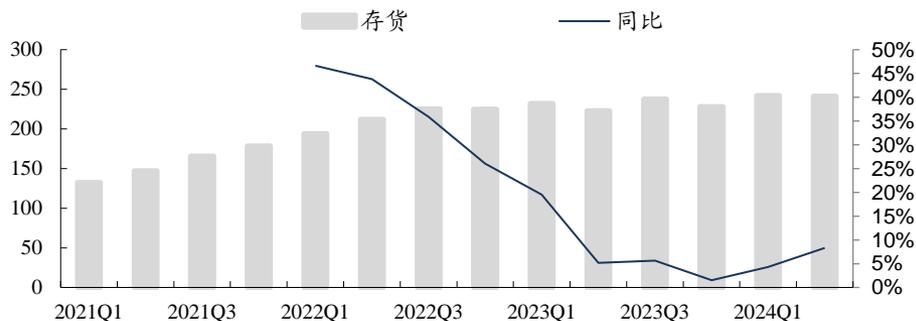
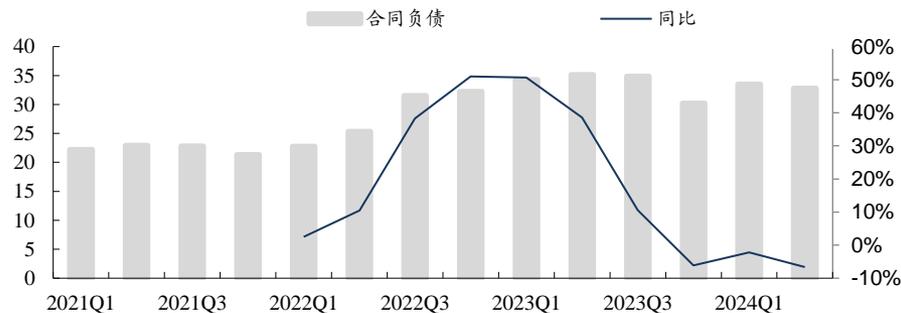


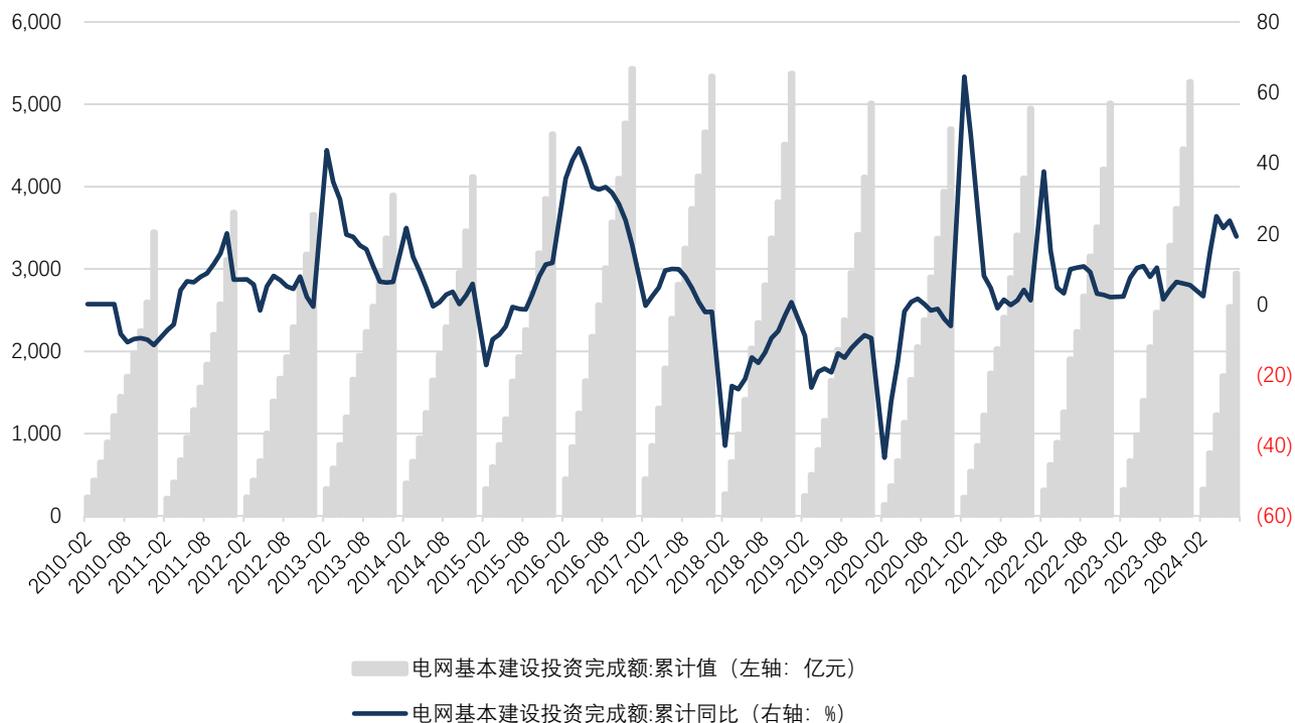
图 工控板块2021Q1-2024Q2合同负债情况（亿元）



3.1 新型电力系统背景下电力设备投资框架

- 24年电网建设加速，1-7月电网基础建设维持高增。24年1-7月，电网基础建设完成额同比+19.2%。展望全年，国网电网投资首次突破6000亿元，同比双位数增长，特高压、配电网、数字化等为解决能源转型、高效消纳清洁能源的主要方向均作为电网投资的重点方向，展望25年，我们预计电网投资依旧维持高景气增长。

图 2010-2024年1-7月电网基础建设投资完成额（单位：亿元，%）



3.1 新型电力系统背景下电力设备投资框架

- 24年主网建设仍是电网投资的重点方向：23年主网一次设备&二次设备招标量均同比快速增长，24年前四批总体看来维持稳健增长。
- 一次设备方面，24年国网前四批招标变压器招标容量同比+14%，其中750kV变压器同比+40%；组合电器招标量同比6%，其中750kV组合电器同比+49%，西北建设需求持续高景气。
- 二次设备方面，保护类设备招标量同比+18%，其中750kV招标量同比+108%。

表 国家电网变电设备招标情况（截止到24年第四批）

产品	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24 (1)	24 (2)	24 (3)	24 (4)	24YTD YoY	24-4yoy
变压器（容量MVA）	192,432	43.7%	299,689	55.7%	379,464	26.6%	69,569	97,038	87,851	78,783	13.5%	72.6%
组合电器（套）	9,556	27.3%	11,291	18.2%	13,612	20.6%	2,378	2,135	3,096	2,307	6.3%	7.2%
电抗器	1,302	63.8%	1,503	15.4%	1,773	18.0%	359	363	390	345	6.2%	48.7%
互感器	17,228	155.4%	19,755	14.7%	29,341	48.5%	5,777	9,845	7,122	4,616	17.9%	25.3%
电容器	3,738	84.6%	4,482	19.9%	5,235	16.8%	1,154	1,384	1,306	800	15.8%	31.1%
断路器	2,647	73.2%	3,610	36.4%	4,432	22.8%	995	1,915	937	515	30.5%	17.6%
隔离开关	10,173	210.2%	11,013	8.3%	13,165	19.5%	2,861	4,492	3,126	1,929	16.2%	10.5%
消弧线圈	1,432	236.9%	1,505	5.1%	1,888	25.4%	389	509	563	247	15.9%	10.8%
开关柜	33,294	135.9%	36,919	10.9%	43,188	17.0%	8,345	11,596	10,512	6,343	13.7%	-1.6%
保护类设备	18,403	10.9%	18,323	-0.4%	23,164	26.4%	4,170	6,837	6,082	3,587	18.3%	39.2%
变电监控设备	1,553	121.5%	1,466	-5.6%	1,566	6.8%	243	536	411	223	17.3%	5.2%

3.1 新型电力系统背景下电力设备投资框架

- 特高压直流：**上半年开工陕北-安徽常直线工程，完成巴丹吉林-四川柔直、疆电-川渝柔直的可研招标，7月底甘浙柔直正式开工，蒙西-京津冀柔直预计24H2核准开工，特高压持续加速，柔直渗透率提升大势所趋。
- 特高压交流：**24H1完成阿坝-成都东交流线路开工工作，年底前川渝1000kV、张北-胜利有望实现投产。

表 “十四五” 规划特高压线路进度

项目名称	进度/预计开建时间	类型
金上-湖北±800KV	建设中, 23年2月	特高压直流
陇东-山东±800KV	建设中, 23年3月	
宁夏-湖南±800KV	建设中, 23年5月	
哈密北-重庆±800KV	建设中, 23年8月	
陕西-安徽±800KV	已开工, 24年3月	
甘肃-浙江±800KV (柔)	已开工, 24年7月	
陕西-河南±800KV (半柔)	可研, 25年	
蒙西-京津冀±800KV (半柔)	可研, 24H2	
藏东南-粤港澳大湾区±800KV一期 (柔)	可研, 25年	
川渝1000KV	建设中, 22年9月	
张北-胜利 (锡盟) 双回1000KV	建设中, 22年	
大同-怀来-天津北-天津南双回1000KV	可研, 24年H2	
阿坝-成都东1000kV	已开工, 24年1月	
达拉特-蒙西1000kV	可研, 25年	“十四五” 滚动增补
库布齐-上海±800kV	前期工作, 25-27年	
腾格里-江西±800kV	前期工作, 25-27年	
乌兰布和-京津冀±800kV	前期工作, 25-27年	
巴丹吉林-四川±800kV (柔)	可研, 25年	
柴达木-广西±800kV	前期工作, 25-27年	
攀西-川南-天府南1000kV	前期工作, 25-27年	
烟威 (含中核cx送出) 1000kV	可研, 25年	
疆电送川渝±800kV (柔)	可研, 25年	

3.2 24Q2行业总结：一次设备

- 特高压/高压板块受益于电网建设高景气收入实现较快增长，智能电表板块受Q2国内电表交付加速利润增速亮眼，电线电缆板块受原材料价格高涨等因素影响盈利承压，一次设备板块整体保持稳健增长。我们共选取了49家一次设备企业，24Q2实现营收908亿元，同比+9%，实现归母净利润54.3亿元，同比+2%，板块整体保持稳健增长。
- 特高压/高压板块24Q2实现较快速增长，平高电气、保变电气、大连电瓷等受益于国内特高压&主网建设，Q2业绩均实现快速增长。24Q2特高压/高压板块实现收入181亿元，同比+21%，归母净利润17.0亿元，同比+23%，其中平高电气/保变电气/大连电瓷等归母净利润同比+66%/146%/334%，受益于特高压&主网的大规模建设，业绩均有大幅增长。
- 国内Q2智能电表替换高峰，智能用电板块业绩增速亮眼。24Q2智能电表板块实现收入77亿元，同比+16%，实现归母净利润14.9亿元，同比+32%。三星医疗、海兴电力、炬华科技等业绩增速亮眼，主要系国内Q2智能电表替换高峰，且确收产品为23年第二批次招标的高价产品，因此盈利能力有显著提升。
- 中压电气受变压器出海+国内新能源电站建设等影响，盈利能力显著提升。24Q2中压电气板块实现营收126亿元，同比+8%，实现归母净利润7.8亿元，同比+26%，盈利能力显著提升，主要系伊戈尔、明阳电气、扬电科技等中压电气公司出海或国内新能源电站业务高速增长，盈利能力显著提升所致。
- 低压电器板块受地产拖累逐渐缓解，新能源、IDC等新业务贡献增量。24Q2低压电器板块实现营收152亿元，同比+6%，实现归母净利润10.6亿元，同比+10%，板块整体稳健增长。

表 一次设备板块24Q2收入和归母净利润情况

分项	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	归属母公司股东净利润 (亿元)	同比增速 (%)
特高压/高压	181	21%	17.0	23%
中压电气	126	8%	7.8	26%
低压电器	152	6%	10.6	10%
智能电表	77	16%	14.9	32%
电线电缆	372	4%	4.1	-67%
一次设备	908	9%	54.3	2%

- 一次设备板块24Q2毛利率同比微增，归母净利率同比微降、环比改善。24Q2一次设备板块毛利率19.8%，同比+1.1pct；归母净利率6.0%，同环比-0.4/+0.2pct，盈利能力环比有所改善。
- 板块整体费用率呈现不断压降态势，低压电器受开拓市场加大投入影响费用率有所抬升。24Q2一次设备板块期间费用率为11.6%，同环比+1.1/-0.2pct。综合来看，低压电器环比+3.2pct，我们预计主要系低压电器公司加大投入开拓新市场所致。

表 一次设备板块毛利率和归母净利率情况

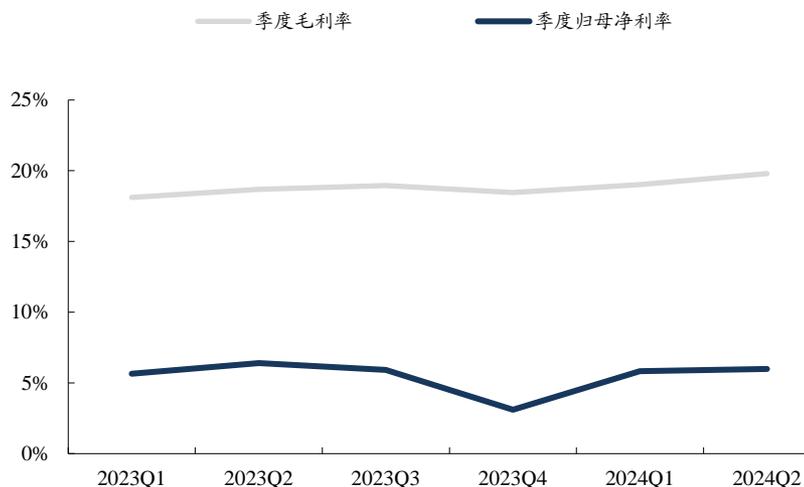
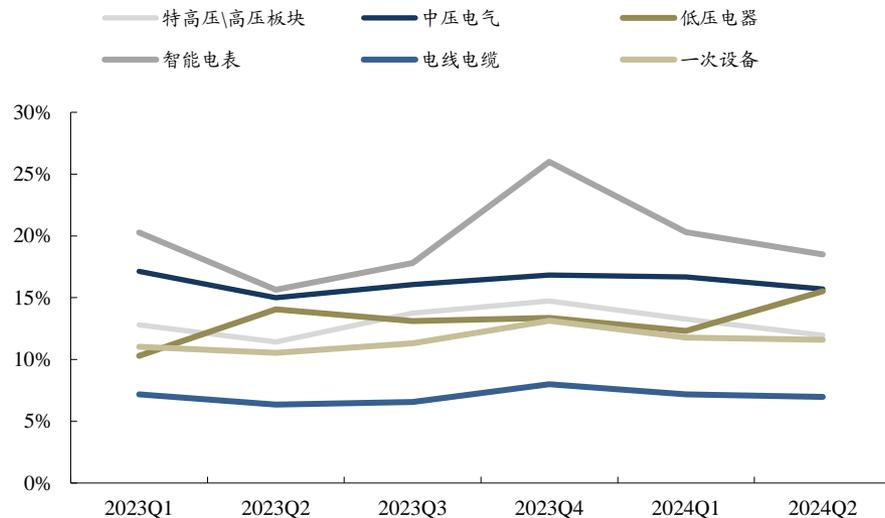


表 一次设备板块期间费用率



- 24Q2一次设备板块经营性现金流持续改善。**24Q2一次设备板块经营性现金流净流入72.9亿元，同环比+175%/243%，现金流持续改善，主要系电网公司付款能力强、公司持续加强回款管理所致。
- 存货&合同负债稳健增长，一次设备板块增长基础扎实。**24Q2末一次设备板块存货951亿元，同比+24%，合同负债约237亿元，同比+28%，存货&合同负债均实现稳健增长，在手订单和待发产品充沛，为一次设备板块持续稳健增长奠定了扎实的基础。

图 一次设备板块2023Q1-2024Q2经营净现金流情况（亿元）

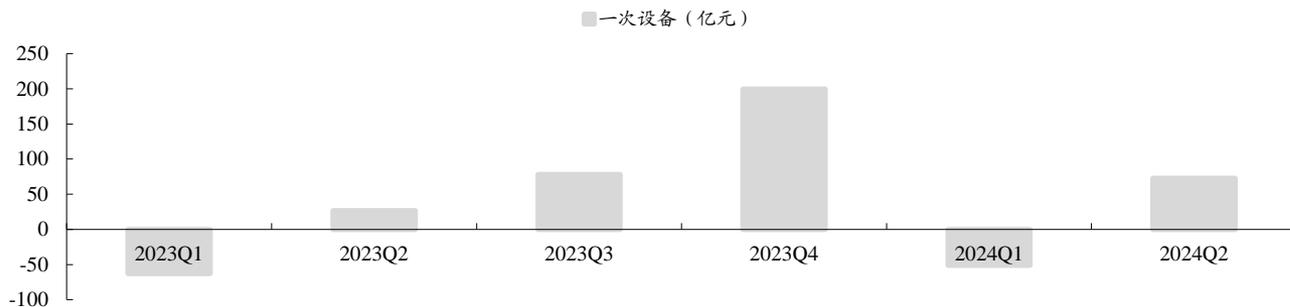


图 一次设备板块2023Q1-2024Q2存货情况（亿元）

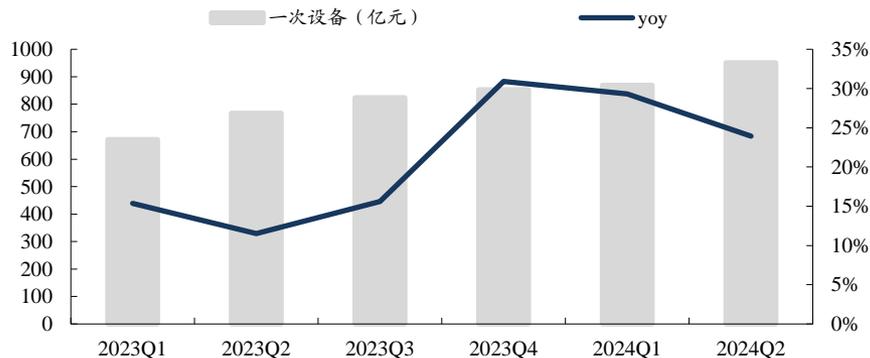
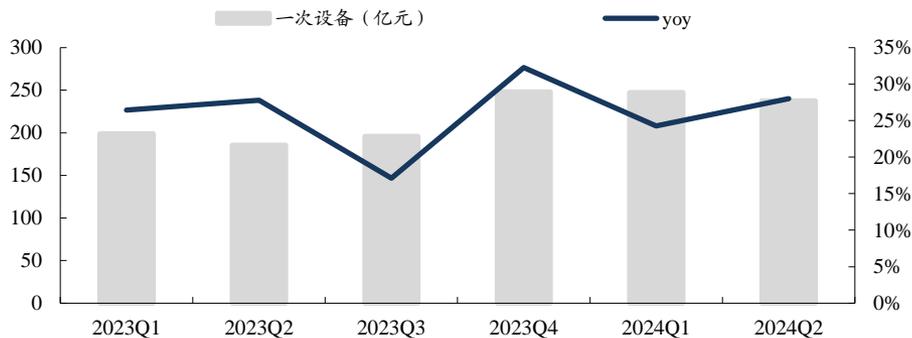


图 一次设备板块2023Q1-2024Q2合同负债情况（亿元）



- 二次设备板块整体延续稳健增长态势。**24Q2二次设备板块整体延续稳健态势，实现营收225亿元，同比+5%，实现归母净利润31.4亿元，同比+9%。受特高压工程建设节奏影响，换流阀&直流控保交付节奏相对一次设备滞后，许继电气、国电南瑞等略受影响，归母净利润同比-2%/+7%。板块受益于智能运检、电网数字化等领域加大投资影响，国网信通、理工能科等业绩增长较为显著，归母净利润同比+24%/89%。

图 二次设备板块2023Q1-2024Q2收入情况（亿元）

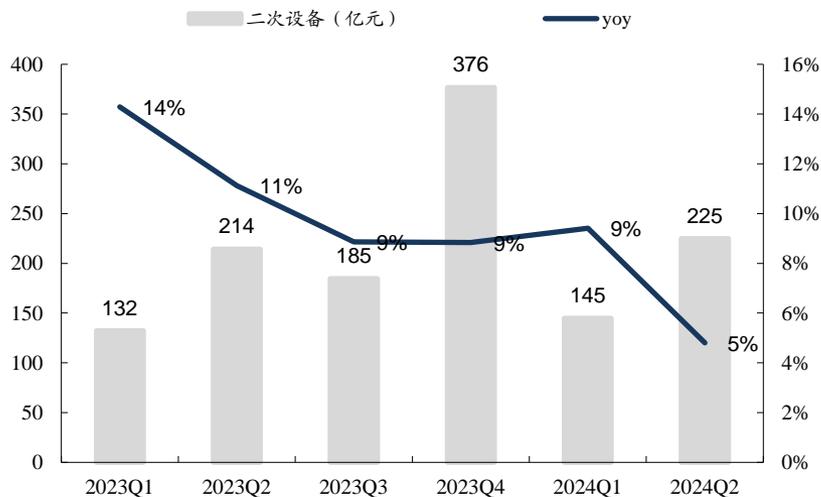
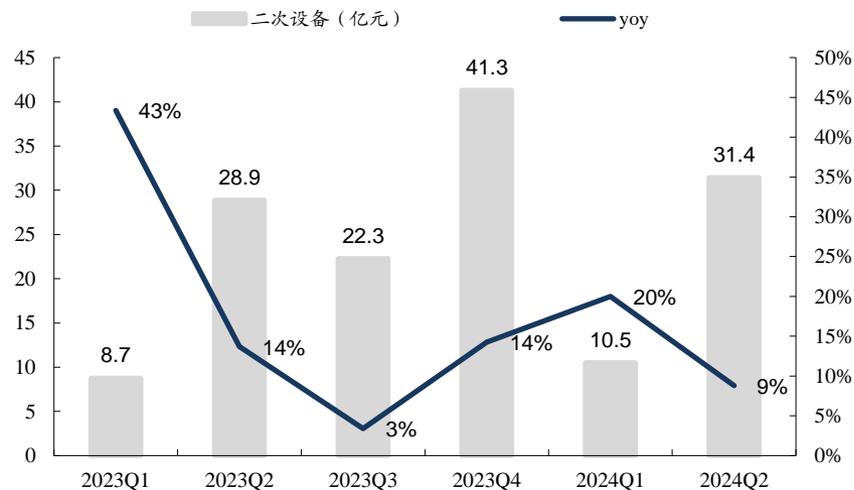


图 二次设备板块2023Q1-2024Q2归母净利润情况（亿元）



- 二次设备板块毛利率/归母净利率同比持续提升，降本+收入结构改善或是关键。** 24Q2二次设备板块毛利率为29.1%，同比+1.4pct，实现归母净利率14.0%，同比+0.5pct，其中国电南瑞、国网信通毛利率分别同比+2.4/1.9pct，我们认为主要系收入结构改善所致；四方股份毛利率/归母净利率同比-2.3/-0.1pct，我们认为主要系Q2交付了国网23年年末招标的部分低价产品所致。
- 期间费用率有所提升，主要系网内龙头纷纷加大网外市场所致。** 24Q2二次设备板块公司期间费用率为12.4%，同比+1.6pct，其中销售费用率为4.2%，同比+0.4pct。国电南瑞、许继电气、国网信通等为加强网外市场的拓展，销售费用率同比+0.2/1.5/0.9pct。

图 二次设备板块毛利率和归母净利率情况

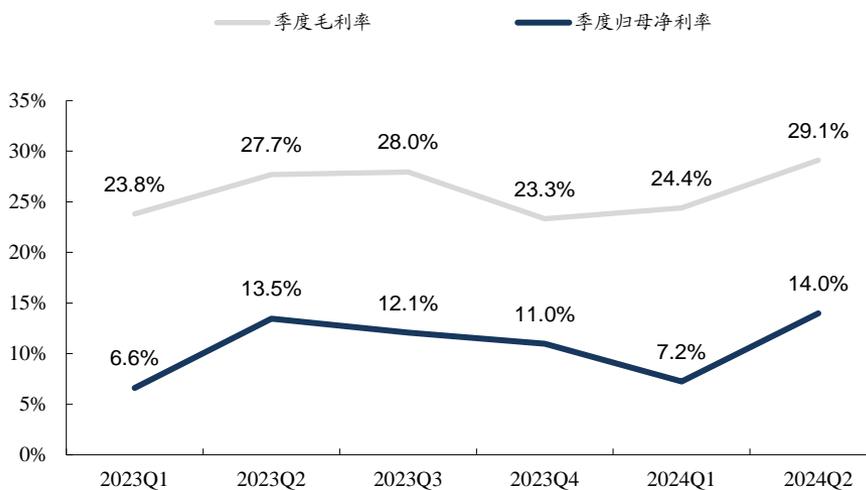
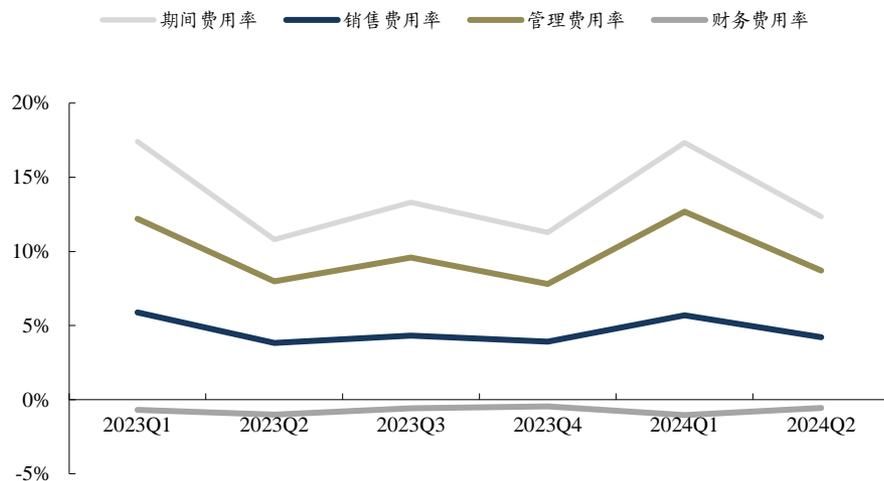


图 二次设备板块各项费用率情况



3.3 24Q2行业总结：二次设备

- **24Q2二次设备板块经营性现金流略承压。**24Q2二次设备板块经营性现金流净流入8.3亿元，同比-74%，其中国电南瑞24Q2经营性现金流净流入同比-65%，变动较大主要系上半年加大了对原材料的采购，我们认为或受储能等前期垫资采购等业务发展较快影响较大。
- **二次设备板块存货稳健增长，合同负债大幅增长奠定业绩增长基础。**24Q2末实现存货179亿元，同比+11%，实现合同负债87亿元，同比+29%，存货&合同负债稳健增长。

图 二次设备板块2023Q1-2024Q2经营净现金流情况（亿元）

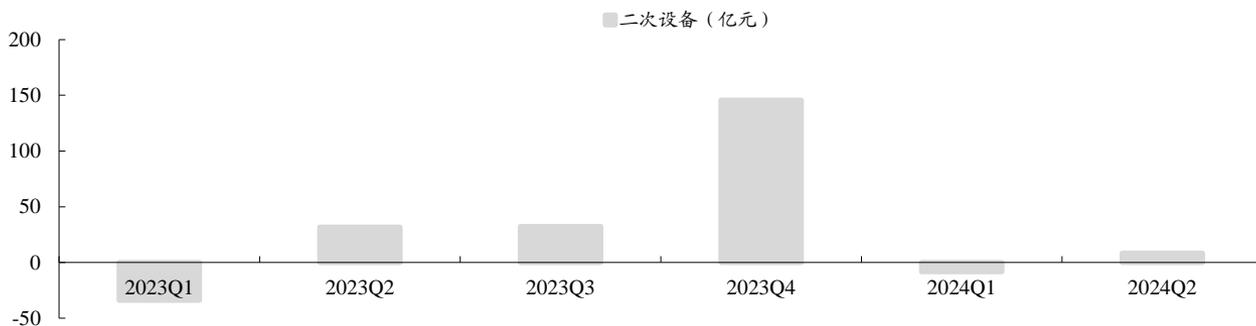


图 二次设备板块2023Q1-2024Q2存货情况（亿元）

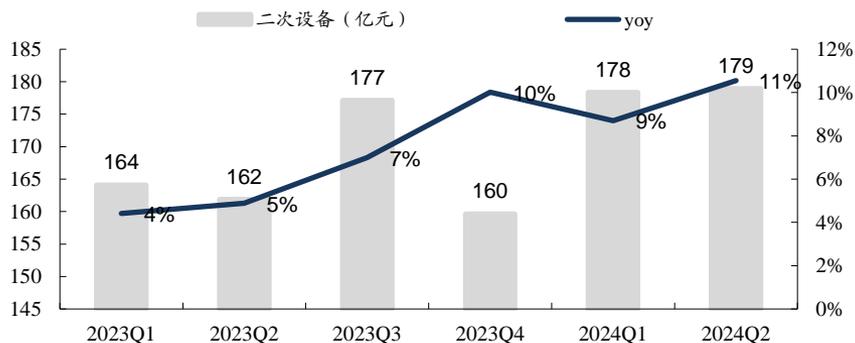
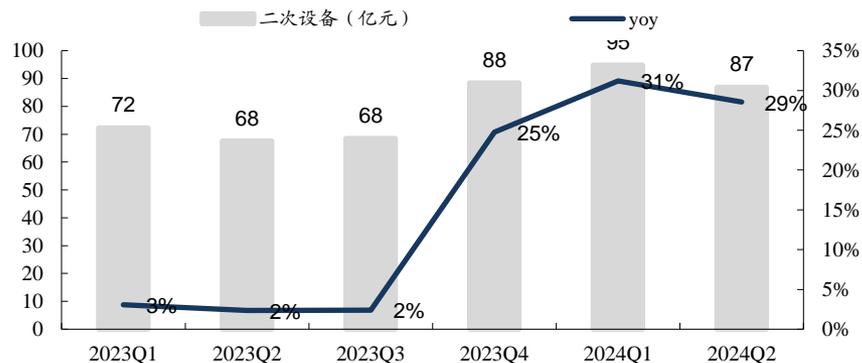


图 电力设备工控板块2023Q1-2024Q2合同负债情况（亿元）



□ 智能电表公司海外收入占比较高，中压电气设备公司出海进展较快，高压电力设备出海正在加速。23年电力设备板块智能电表海外收入占比相对较高，海兴电力/三星医疗海外收入占比分别为66%/17%，24H1海兴电力海外收入占比63%维持高位。中压电气设备乘海外新能源建设之风进展较快，24H1金盘科技/伊戈尔海外收入占比分别为27%/29%，较23年底均有所提升。高压电力设备在新兴市场进展较快，24H1思源电气/华明装备海外收入占比为25%/13%，其中华明装备还有部分内销给海外客户借船出海，高压电力设备出海正在加速。

图 主要出海公司的海外收入（单位：亿元）

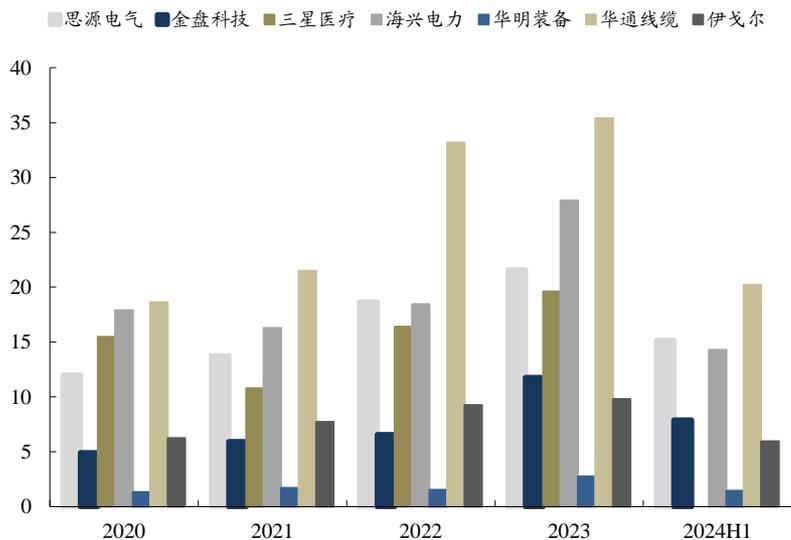
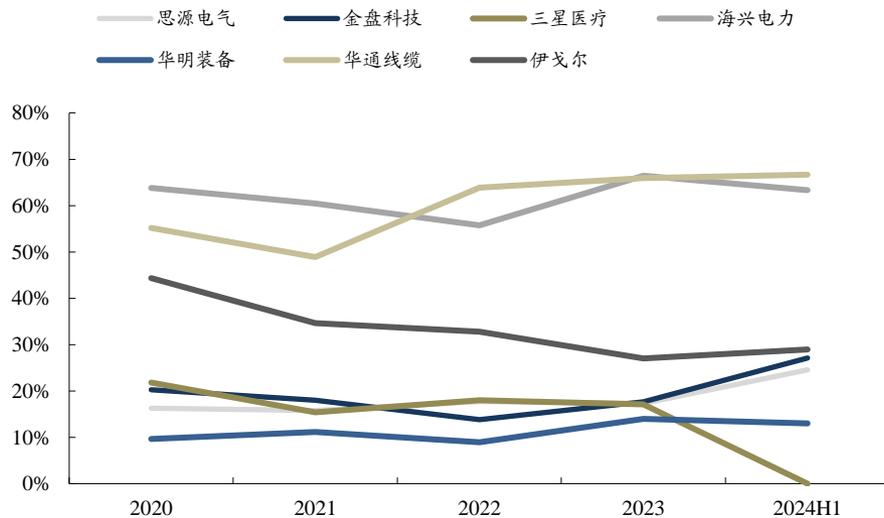


图 主要出海公司的海外收入占比情况



- **投资建议：**1) **电网：**国内特高压景气度在逐步兑现到业绩，先从Q2的线路环节到H2换流站设备环节；**出海**看好智能电表及变压器出口至新兴国家。**推荐：**思源电气、三星医疗、海兴电力、许继电气、平高电气、国电南瑞、四方股份、金盘科技、伊戈尔、中国西电、南网科技、安科瑞等，**关注：**华明装备、明阳电气、金杯电工、良信股份、长高电新、神马电力等。2) **工控：**新能源资本开支下滑有拖累，但H2基数在走弱，同时传统行业依靠出海、旧改政策、国产替代仍有结构性增长。**推荐：**汇川技术、宏发股份、三花智控、伟创电气、雷赛智能、信捷电气、鸣志电器、禾川科技等，**关注：**英威腾、正弦电气、步科股份、麦格米特、英搏尔等。

图 核心公司盈利预测（截至2024年8月30日）

板块	证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE			评级	来源
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
工控	300124.SZ	汇川技术	1,160	43.3	54.6	66.2	78.4	21	18	15	买入	东吴
	002979.SZ	雷赛智能	64	20.8	2.3	3.2	3.7	27	20	17	买入	东吴
	688698.SH	伟创电气	51	24.3	2.5	3.0	3.6	21	17	14	买入	东吴
	002050.SZ	三花智控	647	17.3	34.1	40.3	47.6	19	16	14	买入	东吴
	600885.SH	宏发股份	276	26.4	16.8	19.8	23.2	16	14	12	买入	东吴
电力设备	002028.SZ	思源电气	507	65.5	20.7	25.9	30.5	25	20	17	买入	东吴
	601179.SH	中国西电	354	6.9	11.1	18.4	22.8	32	19	16	买入	东吴
	600312.SH	平高电气	249	18.4	12.6	16.1	19.2	20	15	13	买入	东吴
	600406.SH	国电南瑞	1,978	24.6	79.0	88.9	101.5	25	22	19	买入	东吴
	601126.SH	四方股份	138	16.6	7.3	9.1	10.5	19	15	13	买入	东吴
	000400.SZ	许继电气	291	28.6	11.6	16.8	18.7	25	17	16	买入	东吴
	603556.SH	海兴电力	226	46.2	12.5	15.5	19.0	18	15	12	买入	东吴
	601567.SH	三星医疗	464	32.9	24.0	30.2	37.7	19	15	12	买入	东吴
688676.SH	金盘科技	144	31.4	6.6	10.0	12.8	22	14	11	买入	东吴	

- **宏观经济下行。**工控自动化公司下游涵盖各大制造业领域，若宏观经济下行，使得制造业企业资本开支意愿下降，最终影响工控设备的采购。
- **电网投资不及预期。**电力设备公司主要客户为国家电网、南方电网公司，其收入依赖电网公司每年的投资开支。若电网投资不及预期，将会影响电力设备招标量，从而对公司业绩造成不利影响。
- **竞争加剧。**电网&工控设备发展较为成熟，若在投标或商务谈判过程中面临较强的价格竞争，可能对公司业绩造成不利影响。
- **原材料价格上涨超预期。**电网&工控设备原材料占比较高，既包括大宗商品铜、钢等，也包括IGBT、MCU等半导体材料。若上述核心原材料价格继续维持高位，将对相关公司利润造成不利影响。

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>

东吴证券 财富家园