

思源电气 (002028)

业绩符合预期，国内海外需求共振促发展

行业：电力设备/电网设备
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：66.04 元
 目标价格：71.00 元

事件：

公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业总收入 124.60 亿元，同比+18.25%；实现归母净利润 15.59 亿元，同比+27.75%。其中 23Q4 公司实现营业收入 38.79 亿元，同比+9.73%，环比+18.33%；实现归母净利润 4.11 亿元，同比-5.52%，环比-8.26%。业绩符合预期。

多业务共同发力，在手订单充沛

2023 年公司营业总收入稳定增长，同比+18.25%，其中开关类/线圈类/无功补偿类/智能设备类/EPC 业务分别实现收入 55.82/27.47/18.50/10.05/9.24 亿元，同比+10.87%/+23.13%/+39.32%/6.61%/23.44%。公司新增订单 165.13 亿元（不含税），同比+36.22%，在手订单充沛，为业绩持续增长提供保障。

24Q1 业绩预计高增，股权激励彰显信心

公司已发布 24Q1 业绩预告，24Q1 预计实现归母净利润 2.84-3.93 亿元，同比+30%-80%，中值为 3.39 亿元，同比+55.01%，业绩超预期，我们认为主因公司抓重大项目的及时完工交付，部分 23Q4 项目收入或延期交付于 24Q1。根据公司股权激励计划，2024 年净利润考核的目标增长率相较 2022 年净利润为 30%，公司净利润考核要求高，体现公司实现快速发展的决心。

国内+海外需求共振，公司业绩颇具潜力

2024 年 1-2 月全国电网累计投资额为 327 亿元，同比+2.3%，2024 年全年电网投资额有望增长。公司在 2024 年第 1 批输变电设备招标中实现中标 6.34 亿元，占总中标额的 5.78%。我们认为 2024 年特高压建设持续高景气，公司网内中标有望实现增长。海外业务方面，公司 2023 年实现海外市场收入 21.58 亿元，同比+15.71%，新增海外订单 40.1 亿元，同比+34%。根据海关总署数据，2024 年 1-2 月变压器/隔离开关总出口额 7.8/0.4 亿美元，同比+26.8%/+75.1%。公司产品通过多国资质认证，海外业绩有望实现高增。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 155.17/194.80/244.97 亿元，同比增速为 24.53%/25.54%/25.76%，归母净利润为 20.33/26.07/33.48 亿元，同比增速为 30.40%/28.24%/28.41%，EPS 分别为 2.63/3.37/4.33 元/股，3 年 CAGR 为 29.03%。鉴于公司为国内电力设备头部民企，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 27 倍 PE，目标价 71 元，维持“买入”评级。

风险提示：国内电网建设不及预期；海外需求不及预期；原材料价格波动

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	774.05/602.47
流通 A 股市值(百万元)	39,787.39
每股净资产(元)	13.42
资产负债率(%)	43.06
一年内最高/最低(元)	69.46/43.12

股价相对走势



作者

分析师：贺朝晖
 执业证书编号：S0590521100002
 邮箱：hezhang@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10537	12460	15517	19480	24497
增长率(%)	21.18%	18.25%	24.53%	25.54%	25.76%
EBITDA(百万元)	1460	1975	2341	3005	3836
归母净利润(百万元)	1220	1559	2033	2607	3348
增长率(%)	1.90%	27.76%	30.40%	28.24%	28.41%
EPS(元/股)	1.58	2.01	2.63	3.37	4.33
市盈率(P/E)	41.9	32.8	25.1	19.6	15.3
市净率(P/B)	5.6	4.9	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	17.7	18.6	20.0	15.1	11.4

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 19 日收盘价

相关报告

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2462	3328	4356	6151	8561	营业收入	10537	12460	15517	19480	24497
应收账款+票据	5327	6278	7600	9274	11328	营业成本	7763	8784	10972	13733	17252
预付账款	405	336	418	525	660	营业税金及附加	72	78	101	126	159
存货	2459	2861	3457	4327	5436	营业费用	465	582	652	799	980
其他	1421	1953	2000	2099	2224	管理费用	889	1275	1474	1812	2205
流动资产合计	12074	14756	17831	22376	28209	财务费用	-10	-3	-10	-17	-25
长期股权投资	2	3	3	3	3	资产减值损失	4	-131	-78	-97	-122
固定资产	1246	1608	1847	2109	2352	公允价值变动收益	-38	13	0	0	0
在建工程	151	106	150	150	150	投资净收益	6	20	15	15	15
无形资产	394	482	482	482	482	其他	11	133	51	25	-7
其他非流动资产	1844	1777	1755	1732	1732	营业利润	1342	1778	2317	2969	3811
非流动资产合计	3637	3977	4236	4476	4720	营业外净收益	-11	-7	-7	-7	-7
资产总计	15711	18733	22067	26852	32929	利润总额	1331	1771	2310	2962	3804
短期借款	109	82	0	0	0	所得税	44	163	212	272	350
应付账款+票据	4055	4967	6058	7395	9053	净利润	1287	1609	2097	2690	3454
其他	1852	2802	3036	3801	4773	少数股东损益	67	49	64	83	106
流动负债合计	6016	7851	9094	11196	13826	归属于母公司净利润	1220	1559	2033	2607	3348
长期带息负债	14	43	36	29	21	财务比率					
长期应付款	6	6	6	6	6		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	238	168	168	168	168	成长能力					
非流动负债合计	258	217	210	203	195	营业收入	21.18%	18.25%	24.53%	25.54%	25.76%
负债合计	6275	8067	9304	11399	14021	EBIT	-7.24%	33.85%	30.07%	28.06%	28.31%
少数股东权益	265	282	346	429	534	EBITDA	-4.31%	35.25%	18.54%	28.39%	27.63%
股本	770	774	774	774	774	归属于母公司净利润	1.90%	27.76%	30.40%	28.24%	28.41%
资本公积	277	159	159	159	159	获利能力					
留存收益	8124	9451	11484	14092	17440	毛利率	26.33%	29.50%	29.29%	29.50%	29.57%
股东权益合计	9436	10666	12763	15453	18907	净利率	12.22%	12.91%	13.52%	13.81%	14.10%
负债和股东权益总计	15711	18733	22067	26852	32929	ROE	13.31%	15.01%	16.37%	17.35%	18.22%
						ROIC	25.60%	26.45%	30.98%	33.31%	36.84%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	39.94%	43.06%	42.16%	42.45%	42.58%
净利润	1287	1609	2097	2690	3454	流动比率	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
折旧摊销	139	206	41	60	57	速动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
财务费用	-10	-3	-10	-17	-25	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	148	-402	-596	-870	-1109	应收账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6
营运资金变动	-434	253	-721	-648	-792	存货周转率	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2
其它	-76	609	595	869	1108	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
经营活动现金流	1055	2272	1406	2084	2693	每股指标(元)					
资本支出	-492	-803	-300	-300	-300	每股收益	1.6	2.0	2.6	3.4	4.3
长期投资	999	404	0	0	0	每股经营现金流	1.4	2.9	1.8	2.7	3.5
其他	-957	-350	1	1	1	每股净资产	11.8	13.4	16.0	19.4	23.7
投资活动现金流	-450	-749	-299	-299	-299	估值比率					
债权融资	64	1	-89	-7	-8	市盈率	41.9	32.8	25.1	19.6	15.3
股权融资	4	4	0	0	0	市净率	5.6	4.9	4.1	3.4	2.8
其他	-156	-617	10	17	25	EV/EBITDA	17.7	18.6	20.0	15.1	11.4
筹资活动现金流	-88	-612	-79	10	17	EV/EBIT	19.6	20.7	20.3	15.4	11.5
现金净增加额	546	895	1028	1794	2411						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 19 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼