

思源电气 (002028)

2023 年报点评: 国内+海外电网需求共振, 看好公司长期稳健成长

买入 (维持)

2024 年 04 月 22 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

xiezd@dwzq.com.cn

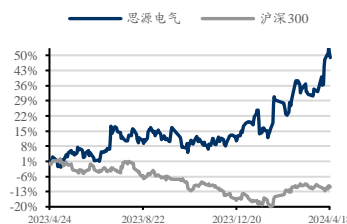
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10,537	12,460	15,128	18,155	21,926
同比 (%)	21.18	18.25	21.41	20.01	20.77
归母净利润 (百万元)	1,221	1,559	2,065	2,586	3,053
同比 (%)	1.91	27.75	32.43	25.22	18.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.58	2.01	2.67	3.34	3.94
P/E (现价&最新摊薄)	41.88	32.79	24.76	19.77	16.74

关键词: #业绩符合预期 #出口导向

投资要点

- **事件:** 公司公布 2023 年年报, 实现营收 124.6 亿元, 同比+18%; 归母净利润 15.6 亿元, 同比+28%; 扣非归母净利润 14.2 亿元, 同比+22%。其中, 23Q4 实现营收 38.8 亿元, 同比+10%; 归母净利润 4.1 亿元, 同比-5%; 扣非归母净利润 3.1 亿元, 同比-14%。23 年毛利率为 29.5%, 同比+3.2pct, 23Q4 毛利率 28.2%, 同比+1.2pct, 业绩符合市场预期。24 年公司预计收入/订单同比分别+20%/25%, 看好公司长期稳健成长。
- **各项业务稳健增长, 盈利能力持续提升。** 23 年公司开关/线圈/无功补偿/智能设备/工程总承包营收分别同比+11%/23%/39%/7%/23%, 实现新签订单同比+36%, 各项业务均实现了稳健增长。受益于订单结构改善+持续降本增效, 毛利率分别提升 6.74/0.96/0.19/1.87/1.01pct。公司开关业务市场份额提升显著, 23 年国网输变电项目公司 GIS 份额 (数量/金额口径) 为 13%/14%, 子公司思源高压&如高高压收入/利润分别实现同比+3%/74%&+16%/44%, 开关业务盈利能力显著提升。24 年我们预计国网投资+8%, 特高压+主网仍是建设重点; 网外新能源建设如火如荼, 公司将努力在网内提份额+新能源市场拓展大客户, 24 年国内基本盘有望实现订单/收入稳健增长, 盈利能力有望继续提升。
- **海外市场马太效应兑现业绩, 持续拓品类确保长期成长。** 23 年公司海外收入同比+16%, 其中海外单机出口收入同比+11%, 毛利率同比+23.13pct, 毛利率提升较多我们认为可能系人民币贬值+海外电力设备涨价+原材料价格下行等因素影响。23 年公司海外新增订单 40.1 亿元, 同比+34%, 公司变压器和高压开关作为主打产品积极拓展海外市场, 在欧洲、中东、拉美等多个国家和地区实现突破, 出海马太效应显著, 24 年公司海外收入/订单有望持续高增。公司持续拓展新业务, 汽车电子业务成功获得车企重大定点项目, 同时积极布局柔性直流输电、储能、静止同步调相机等新业务, 加强长期增长潜力, 经营 $\alpha$ 强。
- **研发端持续投入, 现金流亮眼, 在手订单充沛。** 23 年期间费用率为 14.9%, 同比+2.13pct。其中, 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.3/+0.8/+1.0/+0.1pct。23 年经营活动现金流量净流入 22.72 亿元, 同比+115%, 现金流情况亮眼, 期末合同负债 14.83 亿元, 比年初+91.31%, 在手订单充沛。公司计提烯晶碳能商誉减值 1.13 亿元, 叠加 23 年股权激励费用约 6400 万+, 大约影响归母约 1.7 亿+, 公司经营利润质量很高。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司海外业务加速拓展, 我们上修公司 24/25 年盈利预测分别为 20.7 (+0.4)/25.9 (+0.6) 亿元, 新增 26 年盈利预测为 30.5 亿元, 分别同比+32%/25%/18%, 现价对应 PE 分别为 25x、20x、17x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外市场拓展不及预期、国内市场竞争加剧、海外项目执行进度不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.04
一年最低/最高价	43.12/69.46
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(百万元)	39,787.39
总市值(百万元)	51,118.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.42
资产负债率(% ,LF)	43.06
总股本(百万股)	774.05
流通 A 股(百万股)	602.47

相关研究

《思源电气(002028): 2024Q1 业绩预告点评: 抢开工盯交付, 业绩超市场预期》

2024-04-08

《思源电气(002028): 23 年业绩预告点评: 双轮驱动稳增长, 业绩基本符合预期》

2024-01-22

思源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
<b>流动资产</b>	<b>14,756</b>	<b>17,769</b>	<b>21,684</b>	<b>26,624</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,460</b>	<b>15,128</b>	<b>18,155</b>	<b>21,926</b>
货币资金及交易性金融资产	4,940	6,810	9,608	13,270	营业成本(含金融类)	8,784	10,595	12,671	15,590
经营性应收款项	5,657	6,152	6,771	7,320	税金及附加	78	101	117	143
存货	2,861	3,173	3,412	3,776	销售费用	582	681	790	910
合同资产	957	1,221	1,428	1,727	管理费用	358	416	481	548
其他流动资产	342	412	466	531	研发费用	917	1,089	1,280	1,491
<b>非流动资产</b>	<b>3,977</b>	<b>4,334</b>	<b>4,695</b>	<b>5,144</b>	财务费用	(3)	2	(14)	(35)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	212	257	290	340
固定资产及使用权资产	1,608	2,004	2,344	2,647	投资净收益	20	17	20	28
在建工程	106	43	15	2	公允价值变动	13	8	(12)	(19)
无形资产	482	477	471	480	减值损失	(212)	(200)	(225)	(210)
商誉	648	538	418	318	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	45	85	165	325	<b>营业利润</b>	<b>1,778</b>	<b>2,327</b>	<b>2,905</b>	<b>3,419</b>
其他非流动资产	1,084	1,184	1,279	1,369	营业外净收支	(7)	3	3	8
<b>资产总计</b>	<b>18,733</b>	<b>22,102</b>	<b>26,379</b>	<b>31,768</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,771</b>	<b>2,330</b>	<b>2,908</b>	<b>3,427</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,851</b>	<b>9,248</b>	<b>11,056</b>	<b>13,544</b>	减:所得税	163	210	262	308
短期借款及一年内到期的非流动负债	114	74	73	68	<b>净利润</b>	<b>1,609</b>	<b>2,120</b>	<b>2,646</b>	<b>3,119</b>
经营性应付款项	4,967	5,812	6,967	8,606	减:少数股东损益	49	55	61	65
合同负债	1,483	1,865	2,217	2,697	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,559</b>	<b>2,065</b>	<b>2,586</b>	<b>3,053</b>
其他流动负债	1,286	1,496	1,798	2,172	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.01	2.67	3.34	3.94
非流动负债	217	221	224	225	EBIT	1,883	2,246	2,816	3,244
长期借款	30	30	30	30	EBITDA	2,089	2,430	3,022	3,462
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.50	29.96	30.21	28.89
租赁负债	13	17	20	21	归母净利率(%)	12.51	13.65	14.24	13.93
其他非流动负债	174	174	174	174	收入增长率(%)	18.25	21.41	20.01	20.77
<b>负债合计</b>	<b>8,067</b>	<b>9,469</b>	<b>11,279</b>	<b>13,769</b>	归母净利润增长率(%)	27.75	32.43	25.22	18.08
归属母公司股东权益	10,384	12,296	14,702	17,535					
少数股东权益	282	337	398	463					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,666</b>	<b>12,633</b>	<b>15,100</b>	<b>17,998</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,733</b>	<b>22,102</b>	<b>26,379</b>	<b>31,768</b>					

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	2,272	2,685	3,653	4,638	每股净资产(元)	13.42	15.89	19.00	22.66
投资活动现金流	(749)	(666)	(682)	(750)	最新发行在外股份(百万股)	774	774	774	774
筹资活动现金流	(612)	(192)	(181)	(226)	ROIC(%)	16.76	17.33	18.32	17.71
现金净增加额	895	1,828	2,789	3,661	ROE-摊薄(%)	15.01	16.79	17.59	17.41
折旧和摊销	206	185	206	218	资产负债率(%)	43.06	42.84	42.76	43.34
资本开支	(728)	(508)	(508)	(508)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.79	24.76	19.77	16.74
营运资本变动	317	205	586	1,107	P/B(现价)	4.92	4.16	3.48	2.91

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>