

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

思源电气 (002028)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电新行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

曾一贇 电新行业研究助理

联系电话: 15919166181

邮箱: zengyiyun@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 23 年业绩目标超市场预期，一次设备龙头成长动力充足

2023 年 4 月 17 日

### 事件:

公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业总收入 105.37 亿元, 同比增长 21.18%, 实现归母净利润 12.20 亿元, 同比增长 1.9%, 实现扣非归母净利润 11.68 亿元, 同比增长 5.06%。Q4 实现营业收入 35.35 亿, 同比增长 37.39%, 环比增长 33.08%; 实现归母净利润 4.35 亿, 同比增长 40.74%, 环比增长 39.02%。

### 点评:

- **输变电设备主业稳健增长，一次设备龙头业绩超额兑现。**公司各板块都有不同程度的增长, 2022 年电网投资完成额基本与 21 年持平, 并且疫情影响严重, 但公司多块业务高于行业增速, 充分体现了公司的 Alpha。具体来看: (1) **开关类**实现营业收入 50.35 亿元, 同比增长 25.33%; (2) **线圈类**实现收入 22.31 亿元, 同比增长 26.07%, 互感器、电抗器市场较为集中, 思源电气市场份额领先; (3) **无功补偿类**实现收入 13.28 亿元, 同比增长 16.30%, 随着新能源建设提速, 无功补偿需求增长, 未来有望快速发展; (4) **智能设备类**实现收入 9.43 亿元, 同比增长 6.57%, 未来智能变压器的加速升级, 有望使得测试类装置需求迎来较快增长; (5) **工程总承包**实现收入 7.49 亿元, 同比增长 11.03%。
- **公司全年毛利率承压, 未来有望持续改善。**毛利率来看, 2022 年公司产品整体毛利率为 26.33%(-4.15 pct)。其中, 开关类毛利率为 26.71%(-4.81pct); 线圈类毛利率为 28.70%(-1.13pct); 无功补偿类毛利率为 24.73%(-5.54 pct); 智能设备类毛利率为 32.14%(-4.68pct); 工程总承包毛利率为 11.77%(-7.26pct)。我们认为主要原因系: (1) 原材料价格上涨; (2) 海运费上涨; (3) 无功补偿类竞争加剧导致价格下降。但公司 Q4 盈利持续向好, 公司 Q4 毛利率为 26.94% (环比+0.24pct)。净利率看, 公司 22 年全年净利率为 11.58% (-2.19pct), 其中 Q4 净利率为 12.3% (环比+0.5pct)。展望 23 年, 我们认为随着原材料价格、海运费回落, 公司无功补偿产品降本, 精细化管理持续降费, 公司盈利水平有望持续改善。
- **22 年目标超额完成, 23 年目标超预期。**2022 年在全体员工的努力下, 公司新增订单为 121.22 亿元 (不含税) (YOY+16.91%), 其中海外订单为 29.9 亿 (YOY+33%), 超额完成 22 年全年 119 亿目标。同时, 公司设置 2023 年目标: 实现订单 158 亿元 (不含税), 同比增长 30%; 实现营业收入 126 亿元, 同比增长 20%, 超市场预期。我们认为公司

的目标设置体现公司对行业增速的看好,以及体现公司自身成长性的信心,看好 23 年公司业绩持续兑现。

- **马太效应渐显,海外业务拓展稳步推进。**2022 年海外市场的营业收入为 18.65 亿元,同比增长了 35.91%。公司多款产品通过了法国、英国、西班牙、葡萄牙、乌克兰、泰国、马来西亚、埃及、阿联酋、澳大利亚等多个国家的资质认证。海外市场在欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年,有较大的改造更换空间。我们认为 EPC 行业具有马太效应,从 0 到 1 的阶段已经过去,未来公司海外业绩增长可期。
- **积极布局超容、储能市场,公司未来成长动力充足。**我们认为公司的成长性来自于两方面:(1)传统输变电设备中二次设备以及变压器的增长。(2)海外 EPC 带动的业绩增长及设备出海。(3)储能、汽车、超容等新兴领域的布局。公司 2022-2023 年期间先后收购烯晶碳能股权,目前持有 70.4%股权,超级电容器纳入公司未来增长的成长版图之一,有望在电网侧储能和汽车领域得到应用,有望与小米汽车形成协同效应。另外,公司积极投入场站级储能系统产品开发,未来有望切入储能黄金赛道,逐步贡献收入。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 128.6、157.5、186.1 亿元,同比增长 22.0%、22.5%、18.2%;归母净利润分别是 16.44、21.34、26.15 亿元,同比增长 34.7%、29.8%和 22.5%,维持“买入”评级。
- **风险因素:**电网投资不及预期、原材料价格波动、市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,695	10,537	12,858	15,748	18,609
增长率 YoY %	17.9%	21.2%	22.0%	22.5%	18.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,198	1,220	1,644	2,134	2,615
增长率 YoY%	28.3%	1.9%	34.7%	29.8%	22.5%
毛利率%	30.5%	26.3%	27.2%	27.7%	27.9%
净资产收益率ROE%	14.3%	13.3%	15.3%	16.7%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.58	2.13	2.77	3.40
市盈率 P/E(倍)	31.64	24.12	21.16	16.30	13.30
市净率 P/B(倍)	4.53	3.21	3.24	2.73	2.29

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9,499	12,074	14,203	17,828	22,503	
货币资金	1,878	2,462	2,968	4,553	6,709	
应收票据	918	974	1,188	1,455	1,719	
应收账款	2,659	3,527	4,756	5,177	6,118	
预付账款	283	405	562	638	778	
存货	2,607	2,459	2,966	3,607	4,248	
其他	1,155	2,247	1,763	2,397	2,929	
非流动资产	4,415	3,637	4,510	4,472	4,036	
长期股权投资	4	2	2	2	2	
固定资产(合计)	743	1,215	1,639	2,103	2,216	
无形资产	289	394	537	607	692	
其他	3,380	2,026	2,331	1,759	1,126	
资产总计	13,914	15,711	18,713	22,299	26,539	
流动负债	5,010	6,016	7,368	8,828	10,455	
短期借款	43	109	69	58	64	
应付票据	635	715	923	1,085	1,300	
应付账款	2,694	3,340	4,102	4,944	5,849	
其他	1,637	1,852	2,274	2,740	3,242	
非流动负债	307	258	258	258	258	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	307	258	258	258	258	
负债合计	5,316	6,275	7,626	9,086	10,713	
少数股东权益	228	265	352	464	602	
归属母公司股东权益	8,370	9,171	10,735	12,750	15,224	
负债和股东权益	13,914	15,711	18,713	22,299	26,539	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,695	10,537	12,858	15,748	18,609	
同比(%)	17.9%	21.2%	22.0%	22.5%	18.2%	
归属母公司净利润	1,198	1,220	1,644	2,134	2,615	
同比(%)	28.3%	1.9%	34.7%	29.8%	22.5%	
毛利率(%)	30.5%	26.3%	27.2%	27.7%	27.9%	
ROE(%)	14.3%	13.3%	15.3%	16.7%	17.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.58	2.13	2.77	3.40	
P/E	31.64	24.12	21.16	16.30	13.30	
P/B	4.53	3.21	3.24	2.73	2.29	
EV/EBITDA	24.38	18.22	17.13	12.62	9.62	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,695	10,537	12,858	15,748	18,609	
营业成本	6,045	7,763	9,366	11,388	13,414	
营业税金及附加	55	72	78	95	112	
销售费用	415	465	566	661	744	
管理费用	253	215	330	389	450	
研发费用	556	673	836	1,024	1,210	
财务费用	21	-10	-51	-68	-97	
减值损失合计	-18	4	-9	-11	-13	
投资净收益	11	6	10	13	15	
其他	64	-27	129	158	187	
营业利润	1,407	1,342	1,865	2,420	2,965	
营业外收支	-3	-11	-4	-4	-4	
利润总额	1,404	1,331	1,861	2,416	2,961	
所得税	131	44	130	169	207	
净利润	1,272	1,287	1,731	2,247	2,753	
少数股东损益	75	67	87	112	138	
归属母公司净利润	1,198	1,220	1,644	2,134	2,615	
EBITDA	1,472	1,487	1,863	2,404	2,929	
EPS(当年)(元)	1.56	1.58	2.13	2.77	3.40	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	383	1,055	1,159	2,266	2,378	
净利润	1,272	1,287	1,731	2,247	2,753	
折旧摊销	102	139	180	212	250	
财务费用	21	-7	4	3	3	
投资损失	-11	-6	-10	-13	-15	
营运资金变动	-1,034	-430	-759	-197	-629	
其它	34	72	12	14	16	
投资活动现金流	-553	-450	-472	-531	-90	
资本支出	-529	-443	-673	-635	-396	
长期投资	-6	999	200	100	300	
其他	-18	-1,006	1	4	6	
筹资活动现金流	-171	-88	-181	-151	-132	
吸收投资	35	45	0	0	0	
借款	-9	71	-40	-11	5	
支付利息或股息	-187	-188	-158	-157	-157	
现金净增加额	-347	546	506	1,585	2,156	

## 研究团队简介

武浩，电力设备新能源首席分析师，中央财经大学金融硕士，6年新能源行业研究经验，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈攻洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

**机构销售联系人**

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。