

业绩符合预期，网内网外齐头并进

投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营收 105.4 亿元, 同比增长 21.2%; 实现归母净利润 12.2 亿元, 同比增长 1.9%; 扣非归母净利润 11.7 亿元, 同比增长 5.1%。其中四季度公司实现营收 35.4 亿元, 同比增长 37.4%; 实现归母净利润 4.3 亿元, 同比增长 40.7%; 扣非归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 43%。
- **经营状况良好, 费用率稳中有降。** 2022年, 公司实现营收 105.4 亿元, 新增订单 121.2 亿元(不含税), 超过年初设定经营目标, 业绩符合市场预期。公司毛利率为 26.3%, 同比-4.2pp, 主要系原材料上涨因素; 净利率为 12.2%, 同比下降 2.4pp。费用率方面, 2022 年公司销售/管理/财务费用率分别为 4.4%/8.4%/-0.1%, 分别同比下降 0.4pp/0.9pp/0.3pp, 整体来看公司期间费用控制得当。
- **网内业务贡献加大, 网外业务受益新能源高景气。** 网内: 2022 年公司高压开关业务收入同比增长 25.3%, 占比 47.8%, 同比增长 1.6pp。线圈类产品营收同比增长 26.1%, 占比 21.2%, 同比增长 0.8pp。国网 23 年投资有望超 5200 亿, 同比增长 4%, 公司网内业务有望持续高增。网外: 根据《2023 年能源工作指导意见》, 明确 23 年风光装机目标为 160GW, 同比增长 28%。新能源发电占比提升, 有望带动发电侧 SVG、GIS 等一次设备需求提振, 驱动公司业务放量。
- **国内基本盘稳定, 积极开拓海外。** 2022 年, 公司积极投入参加国家绿色能源工程建设, 参与±800kV 白鹤滩—江苏特高压直流工程、白江、闽粤等特高压工程并顺利交付, 巩固国内领先地位。此外, 公司 2022 年海外业务实现营收 18.7 亿元, 同比增长 35.9%, 海外收入占比提升至 17.7%, 海外市场新增订单 29.9 亿元, 同比+33%。公司多款产品已在意大利、丹麦、巴西等多个国家市场实现突破, 通过资质认证, 公司海外业务顺利发展打开增长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年营收分别为 123.9 亿元、152.7 亿元、183.4 亿元, 未来三年归母净利润增速分别为 27.6%/23.6%/24.1%。公司横向拓展储能领域、纵向抓住海外输配电市场发展机遇, 中长期业绩有望充分兑现, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期的风险; 产品研发不及预期的风险; 海外 EPC 项目进度及拓展不及预期的风险; 上游原材料价格上涨的风险; 汇率波动影响公司海外业绩的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10537.10	12390.38	15271.76	18335.98
增长率	21.18%	17.59%	23.25%	20.06%
归属母公司净利润(百万元)	1220.41	1557.16	1924.23	2388.30
增长率	1.90%	27.59%	23.57%	24.12%
每股收益 EPS(元)	1.58	2.02	2.50	3.10
净资产收益率 ROE	13.64%	15.17%	16.20%	17.21%
PE	29	22	18	15
PB	3.79	3.48	3.00	2.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.70
流通 A 股(亿股)	5.98
52 周内股价区间(元)	25.2-48.0
总市值(亿元)	347.96
总资产(亿元)	139.14
每股净资产(元)	10.93

相关研究

1. 思源电气(002028): Q3 扣非利润环比增长, 业绩有待充分释放 (2022-10-24)
2. 思源电气(002028): 网内稳定发展, 布局储能打造第二增长曲线 (2022-08-24)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司开关类及相关产品为公司核心业务，受益于“双碳”背景下电网投资加快，隔离开关、断路器将实现稳定增长；主设备 GIS 随着产品电压等级范围的拓展，市场份额有望进一步提升，预计 2023-2025 年公司 GIS 市场份额提升至 5.5%/6%/6.5%。

假设 2：公司线圈类及相关产品中互感器、电抗器随电网招标节奏变化，份额提升空间有限，有望实现稳定增长；变压器产品随着常州变压器工厂投产，产能逐步释放，海外市场获进一步拓展后，预计该产品将以较快速度增长，预计 2023-2025 年公司变压器市场份额有望逐步提升至 3%/3.5%/4%。

假设 3：毛利率方面，由于 2022 年上半年大宗原材料价格、国际物流费用上涨，叠加疫情影响，导致公司 2022 年毛利率有所下降。伴随 2023 年国内经济形势有望恢复向上，公司毛利率有望趋稳回升。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
开关类 及相关产品	收入	5034.9	6245.9	8152.4	10074.2
	增速	25.3%	24.1%	30.5%	23.6%
	毛利率	26.7%	27.0%	27.3%	27.5%
线圈类 及相关产品	收入	2231	2477	2852	3290
	增速	26.1%	11.1%	15.1%	15.3%
	毛利率	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%
无功补偿类 及相关产品	收入	1327.9	1366.4	1530.4	1701.6
	增速	16.3%	2.9%	12.0%	11.2%
	毛利率	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
智能设备类 及相关产品	收入	943.0	1037.3	1141.1	1255.2
	增速	6.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	32.1%	33.0%	33.0%	33.0%
工程总承包	收入	748.9	936.1	1170.1	1462.7
	增速	11.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
其他业务	收入	251.6	327.1	425.3	552.9
	增速	21.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%
合计	收入	10537.1	12390.4	15271.8	18336.0
	增速	21.2%	17.6%	23.3%	20.1%
	毛利率	26.3%	26.5%	26.6%	26.7%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10537.10	12390.38	15271.76	18335.98	净利润	1287.49	1557.16	1924.23	2388.30
营业成本	7763.18	9101.68	11209.47	13447.73	折旧与摊销	124.28	238.41	238.41	238.41
营业税金及附加	72.10	81.58	101.28	126.52	财务费用	-9.92	0.00	0.00	0.00
销售费用	464.84	545.18	671.96	770.11	资产减值损失	4.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	215.47	1040.79	1282.83	1503.55	经营营运资本变动	238.80	-285.96	-676.05	-728.73
财务费用	-9.92	0.00	0.00	0.00	其他	-590.13	225.64	9.53	34.36
资产减值损失	4.34	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1054.86	1735.24	1496.12	1932.33
投资收益	6.47	5.00	5.00	5.00	资本支出	-358.49	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-38.25	-12.72	-17.38	-19.30	其他	-91.06	-7.72	-12.38	-14.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-449.54	-207.72	-212.38	-214.30
营业利润	1341.98	1613.44	1993.84	2473.77	短期借款	65.96	-109.29	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.88	-3.54	-4.43	-4.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1331.10	1609.90	1989.41	2469.20	股权融资	77.47	0.00	0.00	0.00
所得税	43.61	52.75	65.18	80.90	支付股利	-153.21	-244.08	-311.43	-384.85
净利润	1287.49	1557.16	1924.23	2388.30	其他	-77.73	-499.98	0.00	0.00
少数股东损益	67.07	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-87.51	-853.35	-311.43	-384.85
归属母公司股东净利润	1220.41	1557.16	1924.23	2388.30	现金流量净额	546.45	674.17	972.31	1333.18
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2462.05	3136.22	4108.53	5441.71	成长能力				
应收和预付款项	5106.17	5771.24	7180.92	8634.80	销售收入增长率	21.18%	17.59%	23.25%	20.06%
存货	2458.68	2874.32	3548.16	4255.28	营业利润增长率	-4.61%	20.23%	23.58%	24.07%
其他流动资产	2046.67	1231.67	1249.57	1268.60	净利润增长率	1.19%	20.95%	23.57%	24.12%
长期股权投资	2.46	2.46	2.46	2.46	EBITDA 增长率	-4.15%	27.16%	20.54%	21.50%
投资性房地产	1.61	1.61	1.61	1.61	获利能力				
固定资产和在建工程	1366.52	1378.04	1389.57	1401.09	毛利率	26.33%	26.54%	26.60%	26.66%
无形资产和开发支出	445.08	397.13	349.18	301.24	三费率	6.36%	12.80%	12.80%	12.40%
其他非流动资产	1821.31	1819.32	1817.34	1815.35	净利率	12.22%	12.57%	12.60%	13.03%
资产总计	15710.55	16612.03	19647.34	23122.14	ROE	13.64%	15.17%	16.20%	17.21%
短期借款	109.29	0.00	0.00	0.00	ROA	8.20%	9.37%	9.79%	10.33%
应付和预收款项	4508.40	5376.11	6632.99	7928.47	ROIC	26.67%	29.45%	32.84%	35.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.82%	14.95%	14.62%	14.79%
其他负债	1656.87	973.36	1138.98	1314.85	营运能力				
负债合计	6274.56	6349.47	7771.98	9243.33	总资产周转率	0.71	0.77	0.84	0.86
股本	769.93	770.16	770.16	770.16	固定资产周转率	10.77	11.05	16.38	24.65
资本公积	277.33	277.10	277.10	277.10	应收账款周转率	3.25	3.23	3.30	3.26
留存收益	7637.22	8950.29	10563.09	12566.54	存货周转率	3.06	3.41	3.49	3.44
归属母公司股东权益	9170.97	9997.55	11610.35	13613.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.05%	—	—	—
少数股东权益	265.01	265.01	265.01	265.01	资本结构				
股东权益合计	9435.98	10262.56	11875.36	13878.81	资产负债率	39.94%	38.22%	39.56%	39.98%
负债和股东权益合计	15710.55	16612.03	19647.34	23122.14	带息债务/总负债	1.74%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.01	2.14	2.14	2.18
					速动比率	1.60	1.66	1.67	1.71
					股利支付率	12.55%	15.67%	16.18%	16.11%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1456.34	1851.85	2232.25	2712.18	每股收益	1.58	2.02	2.50	3.10
PE	28.51	22.35	18.08	14.57	每股净资产	11.91	12.98	15.08	17.68
PB	3.79	3.48	3.00	2.56	每股经营现金	1.37	2.25	1.94	2.51
PS	3.30	2.81	2.28	1.90	每股股利	0.20	0.32	0.40	0.50
EV/EBITDA	20.25	15.50	12.42	9.73					
股息率	0.44%	0.70%	0.90%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn