

思源电气 (002028)

2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 延续经营韧性

买入 (维持)

2023 年 04 月 23 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书: S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 10,537 | 12,764 | 15,931 | 20,018 |
| 同比 | 21% | 21% | 25% | 26% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,220 | 1,540 | 2,020 | 2,616 |
| 同比 | 2% | 26% | 31% | 30% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.58 | 2.00 | 2.62 | 3.40 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 28.55 | 22.62 | 17.25 | 13.32 |

关键词: #业绩符合预期 #第二曲线 #出口导向

投资要点

- **Q1 营收同比+25%, 归母同比+44%, 扣非同比+28%, 业绩符合市场预期。**公司 2023Q1 实现营收 21.72 亿元, 同比+25%; 实现归母净利润 2.18 亿元, 同比+44%; 实现扣非归母净利润 1.82 亿元, 同比+28%。业绩整体符合市场预期。
- **毛利率同比有所改善, 未雨绸缪加大新业务研发支出。**2023Q1 公司毛利率为 26.2%, 同比+2.3pct, 环比-0.7pct; 归母净利率为 10.59%, 同比+1.4pct。去年 3 月上海疫情封城影响生产和发货, 拉低毛利率&拉高费用率, 故低基数效应部分导致净利率回升。**分项来看**, 毛利率方面, 因网外 (新能源、用电侧等) 市场竞争相对网内更激烈, 交付结构对毛利率水平有所影响。此外, 随运输成本、原材料成本恢复正常水平, 全年来看毛利率仍有向上空间。费用率方面, 23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.1%/2.6%/7.5%/0.8%, 同比分别+0.4/+0.1/+1.8/+0.5pct, 其中研发费用同比+64%, 系公司为储能、超级电容、中压开关、高压套管等新业务加大前期投入所致。
- **网内收入稳健, 主网招标高增、订单有望提速, 网外+新业务持续发力。**1) **电网侧**, 23 年 1-2 月电网基建投资同比+2.2%, 我们预计网内业务收入端稳健增长。2023 年国网前两批招标维持高增长, 组合电器 GIS 招标套数同比+30%, 断路器、隔离开关等一次设备, 保护&监控类等二次设备保持较快增长, 故公司订单端相对 2022 年有望加速。2) **网外方面 (新能源+工业端+海外)**, 新能源领域 23 年风光装机大年, 拉动发电侧配套的 GIS、SVG 等需求高增, 公司 SVG 产品快速迭代, 利润率有望稳增。海外市场方面, 2023 年随着我国一带一路的大力推进, 海外增速有望超过国内, 同时随着海运费的持续下降, 盈利能力有望逐步修复。3) **新业务方面**, 超级电容领域, 23 年 3 月公司完成对烯晶碳能的控股; 储能领域, 已推出户储系列产品并通过了英国、西班牙、澳大利亚等国家的认证, 大储预计 23H1 正式发布, 除了电芯其他环节均实现自制, 预计 23 年储能业务订单有望快速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 15.4/20.2/26.2 亿元, 同比+26%/+31%/+30%, 对应现价估值分别为 23x、17x、13x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 45.24 |
| 一年最低/最高价 | 24.64/49.04 |
| 市净率(倍) | 3.71 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,039.75 |
| 总市值(百万元) | 34,842.06 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 12.21 |
| 资产负债率(% ,LF) | 37.56 |
| 总股本(百万股) | 770.16 |
| 流通 A 股(百万股) | 597.70 |

相关研究

《思源电气(002028): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 网外+海外驱动合同提速》

2023-04-16

《思源电气(002028): 2022 年业绩快报点评: 业绩略超预期, 主业压力期已过, 新业务星辰大海》

2023-01-16

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) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 12,074 | 15,229 | 19,264 | 24,435 | 营业总收入 | 10,537 | 12,764 | 15,931 | 20,018 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,617 | 3,978 | 5,290 | 7,002 | 营业成本(含金融类) | 7,763 | 9,320 | 11,590 | 14,549 |
| 经营性应收款项 | 4,905 | 5,877 | 7,584 | 9,660 | 税金及附加 | 72 | 86 | 103 | 132 |
| 存货 | 2,459 | 4,052 | 4,751 | 5,725 | 销售费用 | 465 | 613 | 733 | 901 |
| 合同资产 | 827 | 1,001 | 1,250 | 1,570 | 管理费用 | 215 | 281 | 335 | 380 |
| 其他流动资产 | 266 | 322 | 390 | 479 | 研发费用 | 673 | 830 | 1,004 | 1,241 |
| 非流动资产 | 3,637 | 3,240 | 2,812 | 2,388 | 财务费用 | -10 | 1 | -3 | -11 |
| 长期股权投资 | 2 | 2 | 2 | 3 | 加:其他收益 | 115 | 128 | 143 | 160 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,246 | 1,652 | 1,991 | 2,278 | 投资净收益 | 6 | 13 | 16 | 20 |
| 在建工程 | 151 | 113 | 73 | 47 | 公允价值变动 | -38 | 8 | -12 | -19 |
| 无形资产 | 394 | 395 | 396 | 402 | 减值损失 | -101 | -56 | -69 | -82 |
| 商誉 | 51 | 51 | 51 | 51 | 资产处置收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 20 | 20 | 20 | 20 | 营业利润 | 1,342 | 1,727 | 2,249 | 2,905 |
| 其他非流动资产 | 1,773 | 1,007 | 279 | -412 | 营业外净收支 | -11 | -2 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 15,711 | 18,469 | 22,077 | 26,823 | 利润总额 | 1,331 | 1,725 | 2,252 | 2,908 |
| 流动负债 | 6,016 | 7,289 | 8,935 | 11,131 | 减:所得税 | 44 | 91 | 113 | 140 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 123 | 55 | 54 | 49 | 净利润 | 1,287 | 1,634 | 2,140 | 2,768 |
| 经营性应付款项 | 4,055 | 4,788 | 5,892 | 7,323 | 减:少数股东损益 | 67 | 93 | 120 | 153 |
| 合同负债 | 775 | 1,118 | 1,391 | 1,746 | 归属母公司净利润 | 1,220 | 1,540 | 2,020 | 2,616 |
| 其他流动负债 | 1,064 | 1,328 | 1,597 | 2,013 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.58 | 2.00 | 2.62 | 3.40 |
| 非流动负债 | 258 | 263 | 265 | 267 | EBIT | 1,365 | 1,636 | 2,167 | 2,814 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1,504 | 1,792 | 2,343 | 3,008 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 26.33 | 26.98 | 27.25 | 27.32 |
| 租赁负债 | 14 | 18 | 21 | 22 | 归母净利率(%) | 11.58 | 12.07 | 12.68 | 13.07 |
| 其他非流动负债 | 244 | 244 | 244 | 244 | 收入增长率(%) | 21.18 | 21.13 | 24.81 | 25.66 |
| 负债合计 | 6,275 | 7,552 | 9,200 | 11,398 | 归母净利润增长率(%) | 1.90 | 26.21 | 31.14 | 29.50 |
| 归属母公司股东权益 | 9,171 | 10,559 | 12,399 | 14,795 | | | | | |
| 少数股东权益 | 265 | 358 | 478 | 631 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 9,436 | 10,917 | 12,877 | 15,425 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 15,711 | 18,469 | 22,077 | 26,823 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 1,055 | 320 | 1,234 | 1,702 | 每股净资产(元) | 11.91 | 13.71 | 16.10 | 19.22 |
| 投资活动现金流 | -450 | 217 | 251 | 234 | 最新发行在外股份(百万股) | 770 | 770 | 770 | 770 |
| 筹资活动现金流 | -88 | -219 | -181 | -226 | ROIC(%) | 14.47 | 15.06 | 17.20 | 18.83 |
| 现金净增加额 | 546 | 318 | 1,304 | 1,711 | ROE-摊薄(%) | 13.31 | 14.59 | 16.29 | 17.68 |
| 折旧和摊销 | 139 | 156 | 175 | 194 | 资产负债率(%) | 39.94 | 40.89 | 41.67 | 42.49 |
| 资本开支 | -443 | -527 | -472 | -457 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 28.55 | 22.62 | 17.25 | 13.32 |
| 营运资本变动 | -434 | -1,719 | -1,347 | -1,666 | P/B (现价) | 3.80 | 3.30 | 2.81 | 2.35 |

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

