

Q3 业绩符合预期，盈利能力持续修复

2023 年 10 月 23 日

➤ **事件说明：**10 月 20 日，公司发布 2023 年三季度报告。23Q1-Q3 公司实现营业收入 85.81 亿元，同比增长 22.55%；归母净利润为 11.48 亿元，同比增长 46.14%。**单季度来看**，2023 年 Q3 实现营业收入 32.78 亿元，同比增长 23.38%；实现归母净利润 4.48 亿元，同比增长 43.20%；实现扣非归母净利润 4.30 亿元，同比增长 24.75%，业绩符合预期，公司实现持续健康高质量发展。

➤ **盈利能力向上修复，持续提高研发投入。**

盈利能力方面，23 Q1-Q3 毛利率为 30.11%，同比增加 4.09pcts，净利率为 13.84%，同比增加 2.03pcts，盈利能力向上修复；**费用率方面**，23 Q1-Q3 期间费用率为 14.17%，同比增加 2.92pcts；其中，财务、管理、销售费用率分别为 -0.15%/2.63%/4.39%，同比增加 0.91pcts/减少 0.05pcts/增加 0.23pcts，财务费用率略有提升，主要系汇率变化影响汇兑损益。**研发投入方面**，公司持续加大研发投入，23 Q1-Q3 研发费用 6.27 亿元，同比增长 63.61%；研发费用率为 7.31%，同比增加 1.83pcts，维持较高水平。

➤ **积极发力海外业务，业务增长空间较大。**

2018-23H1 公司积极拓展海外业务，营收持续增长，18-22 年 CAGR 达 22.07%。23H1 实现海外营收 10.82 亿元，同比增长 47.50%。公司海外市场中欧洲、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；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。

➤ **输配电行业领军企业，横向拓展储能业务。**

输配电业务：公司深耕输配电行业 20 余年，积累了丰富且成熟的产品开发和制造经验，参与了多项国家标准和行业标准的制定，拥有多项行业领先的核心技术，在业内处于领先地位。公司是目前输配电设备行业中少有的具备电力系统一次、二次设备、电力电子设备等产品的研发、制造和解决方案能力的厂家。

储能业务：公司开展储能相关业务，积极进行相关技术研发，大力拓展构网型电力电子解决方案，支持新型电力系统发展；大力拓展直流开关元件业务，助力直流用电系统快速发展。

➤ **投资建议：**公司规划 23 年实现新增合同订单 158 亿元，同比增长 30%；实现营业收入 126 亿元，同比增长 20%。根据往年情况，21、22 年公司收入及订单目标完成度均在 100%以上。我们预计公司 23-25 年营收分别为 128.52、156.57、190.24 亿元，对应增速分别为 22%、21.8%、21.5%；归母净利润分别为 16.24、20.62、25.92 亿元，对应增速分别为 33.1%、26.9%、25.7%，以 10 月 23 日收盘价作为基准，对应 23-25 年 PE 为 23X、18X、15X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**电网投资建设不及预期的风险；海外市场开拓不及预期的风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10,537	12,852	15,657	19,024
增长率 (%)	21.2	22.0	21.8	21.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,220	1,624	2,062	2,592
增长率 (%)	1.9	33.1	26.9	25.7
每股收益 (元)	1.58	2.10	2.67	3.35
PE	31	23	18	15
PB	4.1	3.7	3.2	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 23 日收盘价）

推荐

当前价格：

维持评级

49.09 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 许俊哲

执业证书：S0100123020010

电话：021-60876734

邮箱：xujunzhe@mszq.com

相关研究

- 1.思源电气 (002028.SZ) 2023 年半年报点评：23H1 业绩符合预期，各业务稳定发力-2023/08/20
- 2.思源电气 (002028.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩符合预期，新业务静待成长-2023/04/23
- 3.思源电气 (002028.SZ) 2022 年三季度报告点评：三季度毛利率暂时承压，费用管控效果良好-2022/10/23
- 4.思源电气 (002028.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 业绩环比高增，开关业务贡献核心增量-2022/08/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,537	12,852	15,657	19,024
营业成本	7,763	9,325	11,294	13,684
营业税金及附加	72	77	94	114
销售费用	465	578	689	818
管理费用	215	321	376	438
研发费用	673	835	1,018	1,237
EBIT	1,365	1,729	2,207	2,762
财务费用	-10	-25	-21	-39
资产减值损失	4	6	6	7
投资收益	6	0	0	0
营业利润	1,342	1,761	2,235	2,811
营业外收支	-11	2	2	2
利润总额	1,331	1,763	2,237	2,813
所得税	44	53	67	84
净利润	1,287	1,710	2,170	2,729
归属于母公司净利润	1,220	1,624	2,062	2,592
EBITDA	1,504	1,882	2,376	2,935

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,462	2,165	3,758	5,899
应收账款及票据	4,501	5,331	6,411	7,689
预付款项	405	466	565	684
存货	2,459	2,816	3,255	3,756
其他流动资产	2,247	2,503	2,781	3,115
流动资产合计	12,074	13,281	16,770	21,144
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	1,215	1,253	1,287	1,320
无形资产	394	394	394	394
非流动资产合计	3,637	4,707	4,690	4,687
资产合计	15,711	17,989	21,460	25,831
短期借款	109	109	109	109
应付账款及票据	4,055	4,854	6,034	7,498
其他流动负债	1,852	2,292	2,721	3,274
流动负债合计	6,016	7,255	8,864	10,881
长期借款	0	20	20	20
其他长期负债	258	178	178	193
非流动负债合计	258	198	198	213
负债合计	6,275	7,453	9,063	11,095
股本	770	773	773	773
少数股东权益	265	351	459	595
股东权益合计	9,436	10,535	12,398	14,736
负债和股东权益合计	15,711	17,989	21,460	25,831

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.18	21.97	21.82	21.51
EBIT 增长率	-4.25	26.70	27.59	25.18
净利润增长率	1.90	33.11	26.91	25.74
盈利能力 (%)				
毛利率	26.33	27.44	27.86	28.07
净利率	11.58	12.64	13.17	13.63
总资产收益率 ROA	7.77	9.03	9.61	10.04
净资产收益率 ROE	13.31	15.95	17.27	18.33
偿债能力				
流动比率	2.01	1.83	1.89	1.94
速动比率	1.38	1.23	1.31	1.39
现金比率	0.41	0.30	0.42	0.54
资产负债率 (%)	39.94	41.43	42.23	42.95
经营效率				
应收账款周转天数	122.18	120.00	118.00	116.00
存货周转天数	115.60	110.00	105.00	100.00
总资产周转率	0.71	0.76	0.79	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.58	2.10	2.67	3.35
每股净资产	11.86	13.17	15.44	18.29
每股经营现金流	1.36	1.88	2.69	3.48
每股股利	0.30	0.40	0.50	0.63
估值分析				
PE	31	23	18	15
PB	4.1	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	24.10	19.26	15.25	12.35
股息收益率 (%)	0.61	0.81	1.03	1.29

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,287	1,710	2,170	2,729
折旧和摊销	139	152	170	173
营运资金变动	-430	-401	-406	-389
经营活动现金流	1,055	1,457	2,081	2,688
资本开支	-443	-877	-134	-150
投资	999	0	0	0
投资活动现金流	-450	-1,175	-134	-150
股权募资	45	0	0	0
债务募资	71	34	-27	0
筹资活动现金流	-88	-579	-355	-396
现金净流量	546	-297	1,592	2,142

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026