

23 年订单超额完成目标，海外业务高速增长

2024 年 04 月 20 日

➤ **事件：**2024 年 4 月 20 日，公司发布 2023 年年度报告。23 年公司实现营业收入 124.60 亿元，同比增长 18.25%；实现归母净利润为 15.59 亿元，同比增长 27.75%。**单季度来看**，2023 年 Q4 实现营业收入 38.79 亿元，同比增长 9.72%；实现归母净利润 4.11 亿元，同比下降 5.49%。**订单方面**，公司 23 年新增订单 165.13 亿元（不含税），同比增长 36.22%，实现高速增长。整体来看公司 23 年业绩表现符合预期，以 23 年的战略目标来看（新增合同 158 亿，收入 126 亿），23 年的订单/收入完成度分别为 99%/105%。

➤ **盈利能力向上修复，持续提高研发投入。**盈利能力方面，23 年公司的毛利率为 29.50%，同比增加 3.17pcts，净利率为 12.91%，同比增加 0.69pct，盈利能力向上修复；**费用率方面**，23 年期间费用率为 14.88%，同比增加 2.13pcts；其中，财务、管理、销售费用率分别为 -0.02%/2.87%/4.67%，同比增加 0.07pct/0.83pct/0.26pct，费用率增长主要与公司加大市场和销售投入有关。**研发投入方面**，公司持续加大研发投入，23 年研发费用 9.17 亿元，同比增长 36.2%；研发费用率为 7.36%，同比增加 0.97pct。

➤ **海外市场表现亮眼，23 年海外订单突破 40 亿。**公司长期坚持海外战略，23 年实现海外收入 21.58 亿元，同比增长 15.71%，实现海外订单 40.1 亿元，同比增长 34%，海外收入和订单分别占整体的 17%和 24%。目前，公司多款产品通过了西班牙、英国、法国、新加坡、埃及、马来西亚、阿联酋、墨西哥、哥伦比亚、南非等多个国家的资质认证，后续海外有望持续贡献业绩增量。

➤ **网内巩固市场份额，网外积极参与市场开拓。**公司坚持深耕和拓展国内市场，巩固并提升主流产品在电网客户的市场份额，同时积极发展发电、轨道交通、石化、冶金等行业市场。23 年期间，公司积极参加国家绿色能源工程建设，参与了甘孜 1000kV 特高压工程，青海玛尔挡 750kV 汇集站、宁夏妙岭 750kV 变等特高压工程以及中广核广东惠州港口海上平台风电工程并顺利交付。

➤ **投资建议：**公司 24 年经营目标为实现新增合同订单 206 亿元，同比增长 25%；实现营业收入 150 亿元，同比增长 20%。公司历史业绩完成度较高，未来将持续受益国内外电力设备的需求共振，我们预计公司 24-26 年营收分别为 150.46、180.78、216.15 亿元，对应增速分别为 20.8%、20.2%、19.6%；归母净利润分别为 20.55、25.51、31.43 亿元，对应增速分别为 31.8%、24.1%、23.2%，以 4 月 19 日收盘价作为基准，对应 24-26 年 PE 为 25X、20X、16X。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,460	15,046	18,078	21,615
增长率 (%)	18.2	20.8	20.2	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,559	2,055	2,551	3,143
增长率 (%)	27.7	31.8	24.1	23.2
每股收益 (元)	2.01	2.65	3.30	4.06
PE	33	25	20	16
PB	4.9	4.2	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

66.04 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 许浚哲

执业证书：S0100123020010

邮箱：xujunzhe@mszq.com

相关研究

- 思源电气 (002028.SZ) 2023 年三季度报点评：Q3 业绩符合预期，盈利能力持续修复-2023/10/23
- 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
- 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
- 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
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,460	15,046	18,078	21,615
营业成本	8,784	10,660	12,753	15,206
营业税金及附加	78	90	108	130
销售费用	582	677	795	929
管理费用	358	421	488	562
研发费用	917	1,113	1,338	1,600
EBIT	1,883	2,185	2,718	3,336
财务费用	-3	-35	-39	-62
资产减值损失	-131	6	7	8
投资收益	20	0	0	0
营业利润	1,778	2,228	2,766	3,408
营业外收支	-7	2	2	2
利润总额	1,771	2,230	2,768	3,410
所得税	163	111	138	171
净利润	1,609	2,118	2,630	3,240
归属于母公司净利润	1,559	2,055	2,551	3,143
EBITDA	2,089	2,408	2,966	3,597

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,328	3,662	5,604	8,153
应收账款及票据	5,321	6,340	7,520	8,873
预付款项	336	533	638	760
存货	2,861	3,219	3,676	4,174
其他流动资产	2,911	3,236	3,536	3,887
流动资产合计	14,756	16,990	20,974	25,848
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	1,579	1,599	1,615	1,629
无形资产	482	482	482	482
非流动资产合计	3,977	3,959	3,934	3,921
资产合计	18,733	20,949	24,908	29,769
短期借款	82	82	82	82
应付账款及票据	4,967	5,549	6,813	8,332
其他流动负债	2,802	2,610	3,065	3,636
流动负债合计	7,851	8,241	9,960	12,049
长期借款	30	30	30	30
其他长期负债	187	189	189	203
非流动负债合计	217	219	219	233
负债合计	8,067	8,460	10,179	12,283
股本	774	774	774	774
少数股东权益	282	345	424	521
股东权益合计	10,666	12,489	14,730	17,487
负债和股东权益合计	18,733	20,949	24,908	29,769

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.25	20.75	20.15	19.56
EBIT 增长率	37.92	16.06	24.40	22.74
净利润增长率	27.75	31.78	24.14	23.20
盈利能力 (%)				
毛利率	29.50	29.15	29.46	29.65
净利润率	12.51	13.66	14.11	14.54
总资产收益率 ROA	8.32	9.81	10.24	10.56
净资产收益率 ROE	15.01	16.92	17.83	18.52
偿债能力				
流动比率	1.88	2.06	2.11	2.15
速动比率	1.33	1.44	1.51	1.58
现金比率	0.42	0.44	0.56	0.68
资产负债率 (%)	43.06	40.38	40.86	41.26
经营效率				
应收账款周转天数	127.09	120.00	118.00	116.00
存货周转天数	118.87	110.00	105.00	100.00
总资产周转率	0.72	0.76	0.79	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	2.65	3.30	4.06
每股净资产	13.42	15.69	18.48	21.92
每股经营现金流	2.94	1.08	3.34	4.22
每股股利	0.40	0.50	0.62	0.77
估值分析				
PE	33	25	20	16
PB	4.9	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	22.96	19.92	16.17	13.33
股息收益率 (%)	0.61	0.76	0.94	1.16

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,609	2,118	2,630	3,240
折旧和摊销	206	223	248	261
营运资金变动	317	-1,552	-342	-297
经营活动现金流	2,272	834	2,588	3,266
资本开支	-728	-185	-205	-229
投资	404	0	0	0
投资活动现金流	-749	-185	-205	-229
股权募资	45	0	0	0
债务募资	-27	0	-32	0
筹资活动现金流	-612	-315	-441	-488
现金净流量	895	334	1,942	2,549

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。	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