

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 年订单目标超额完成, 看好 24 年持续兑现 Alpha

2024 年 5 月 4 日

### 事件:

公司近期公布 2023 年年报及 2024 年一季报。23 年实现收入 124.6 亿元, YOY+18.25%; 实现归母净利润 15.59 亿元, YOY+27.75%; 实现扣非归母净利润 14.21 亿元, YOY+21.63%。24 年 Q1 实现收入 26.58 亿元, YOY+22.36%, 实现归母净利润 3.63 亿元, YOY+66.32%, 实现扣非归母净利润 3.41 亿元, YOY+86.96%。

### 点评:

- **23 年订单超额兑现, 24 年订单目标保持高增。**2023 年公司收入目标为 126 亿元, 订单目标为 158 亿元 (不含税), 其中 23 年新增订单 165.13 亿元 (不含税), 超额完成目标。公司公布 24 年经营目标: 收入目标为 150 亿元, YOY+20%; 订单目标为 206 亿元, YOY+25%。电网投资增速我们预计为 8-10%, 公司订单目标保持高增速, 凸显公司经营信心。公司超行业增速的动力主要来自: 1. 网内业务提升市占率; 2. GIS 等产品升压等进入高端市场; 3. 开拓网外市场, 提升网外市占率; 4. 加强建设开拓海外市场; 5. 积极开发新产品, 技术创新, 丰富产品线。6. 公司优秀的组织架构以及经营管理, 包括销售服务体系建设、供应链/工程服务平台化的建设等。
- **线圈类/无功补偿类产品收入增幅显著, 开关类产品盈利能力大幅提升。**收入端看, 2023 年公司开关类产品实现收入 55.82 亿元, YOY+10.87%; 线圈类实现收入 27.47 亿元, YOY 23.13%; 无功补偿类实现收入 18.50 亿元, YOY+ 39.32%; 智能设备类实现收入 10.05 亿元, YOY+6.61%; 工程总承包实现收入 9.24 亿元, YOY+ 23.44%。各个业务板块实现不同程度增长, 其中无功补偿与线圈类产品收入增幅较大, 我们认为主要原因为: 1. 新能源装机增速较快, 带动无功补偿器需求提升; 2. 公司变压器发展较好, 海外增速较高等。**盈利端看**, 2023 年公司整体毛利率为 29.50%, YOY+ 3.17 pct, 净利率为 12.91%, YOY+0.69pct; 2024 年 Q1 公司毛利率为 30.7%, 净利率为 13.6%。其中, 2023 年开关类毛利率为 33.45%, YOY+ 6.74pct; 线圈类毛利率为 29.66%, YOY+0.96 pct; 无功补偿类毛利率为 24.92%, YOY+ 0.19 pct; 智能设备类毛利率为 34.01%, YOY+1.87 pct; 工程总承包毛利率为 12.78%, YOY+ 1.01 pct。公司 23 年毛利率提升显著, 尤其是开关类的毛利率水平, 主要原因为: 1. 公司收入规模提升, 规模化效应降本; 2. 加大自动化投入提升生产效率; 3. 加大研发投入, 产品研发降本; 4. 加强工程交付项目管理, 提升毛利率; 5. 海外毛利率大幅

提升。

- **公司海外布局多年，紧抓海外电力设备机遇。** AI 等新兴产业用电需求增加，进而带来电力设备需求增加，另外，新能源快速发展也带来了海内外电网的建设、升级更替需求，全球电网投资需求向好。公司长期坚持海外战略，2023 年海外市场新增订单 40.1 亿元，同比增长 34%。公司多款产品在意大利，英国，比利时，丹麦，澳大利亚等多个国家实现突破，并且多个产品在西班牙、法国、新加坡等地完成资质认证，逐步迈向全球化。2023 年公司海外收入为 21.58 亿元，YOY+15.71%，海外毛利率为 38.55%，YOY+13.05pct。
- **积极开发新产品与布局新业务，公司积淀未来成长动力。** 公司注重技术创新，具有前瞻布局的视野，并将新业务逐步落地，这也支撑了公司十几年的不断成长。新业务方面，公司积极开拓柔性直流输电、储能、静止同步调相机、汽车电子电器、中压开关、套管、智能运维、低压开关等。**超容方面**，2023 年公司完成对烯晶碳能的收购，对烯晶碳能实施控制并纳入公司合并范围。超级电容产品在车载电源领域，成功获得车企的重大定点项目，为其车载后备电源系统提供核心元件；超容在电力领域也有突破，在静止同步调相机（SSC）、配网后备电源等创新应用场景中，得到了客户的初步认可与积极试点应用。但 2023 年超级电容业务收入未达到预期，同时新业务机会及新取得的客户定点尚无法在短期内形成确定的收入，因此计提相关商誉减值，短期影响了公司利润水平。**储能方面**，公司陆续发布场站级储能系统产品，积极拓展构网型 SVG 和储能成套系统，积极探索交直流混合配用电领域应用，海外户储的渠道陆续搭建，目前已有较多合作渠道供应商。公司的新业务的积淀有望为未来公司的成长奠定基础。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2024-2026 年营收分别是 154、185、217 亿元，同比增长 23.6%、20.2%、17.4%；归母净利润分别是 21.2、26.1、31 亿元，同比增长 35.6%、23.4%、18.4%，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10,537	12,460	15,399	18,514	21,743
增长率 YoY %	21.2%	18.2%	23.6%	20.2%	17.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,221	1,559	2,115	2,610	3,089
增长率 YoY%	1.9%	27.7%	35.6%	23.4%	18.4%
毛利率%	26.3%	29.5%	28.6%	28.7%	28.5%
净资产收益率ROE%	13.3%	15.0%	16.9%	17.3%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	1.58	2.01	2.73	3.37	3.99
市盈率 P/E(倍)	24.24	25.84	23.84	19.32	16.32
市净率 P/B(倍)	3.23	3.88	4.04	3.34	2.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	12,074	14,756	17,805	21,748	26,396	
货币资金	2,462	3,328	4,688	6,017	7,924	
应收票据	974	982	1,214	1,460	1,714	
应收账款	3,527	4,339	5,274	6,087	7,148	
预付账款	405	336	330	450	498	
存货	2,459	2,861	3,580	4,300	5,062	
其他	2,247	2,911	2,720	3,434	4,049	
非流动资产	3,641	3,977	4,728	5,508	6,014	
长期股权投资	2	3	3	3	3	
固定资产(合计)	1,215	1,579	2,033	2,606	2,894	
无形资产	394	482	663	768	875	
其他	2,030	1,913	2,030	2,131	2,242	
资产总计	15,715	18,733	22,533	27,256	32,410	
流动负债	6,016	7,851	9,491	11,535	13,471	
短期借款	109	82	56	48	52	
应付票据	715	1,000	1,131	1,431	1,642	
应付账款	3,340	3,968	4,847	5,893	6,896	
其他	1,852	2,802	3,456	4,163	4,881	
非流动负债	263	217	217	217	217	
长期借款	0	30	30	30	30	
其他	263	187	187	187	187	
负债合计	6,279	8,067	9,708	11,752	13,688	
少数股东权益	265	282	347	428	523	
归属母公司股东权益	9,171	10,384	12,478	15,076	18,199	
负债和股东权益	15,715	18,733	22,533	27,256	32,410	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	10,537	12,460	15,399	18,514	21,743	
同比(%)	21.2%	18.2%	23.6%	20.2%	17.4%	
归属母公司净利润	1,221	1,559	2,115	2,610	3,089	
同比(%)	1.9%	27.7%	35.6%	23.4%	18.4%	
毛利率(%)	26.3%	29.5%	28.6%	28.7%	28.5%	
ROE(%)	13.3%	15.0%	16.9%	17.3%	17.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.58	2.01	2.73	3.37	3.99	
P/E	24.24	25.84	23.84	19.32	16.32	
P/B	3.23	3.88	4.04	3.34	2.77	
EV/EBITDA	18.22	19.06	19.65	15.53	12.58	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	10,537	12,460	15,399	18,514	21,743	
营业成本	7,763	8,784	10,991	13,205	15,543	
营业税金及附加	72	78	91	110	129	
销售费用	465	582	678	778	870	
管理费用	215	358	406	470	541	
研发费用	673	917	1,078	1,296	1,522	
财务费用	-10	-3	-68	-91	-115	
减值损失合计	4	-131	-11	-13	-15	
投资净收益	6	20	33	40	46	
其他	-27	146	156	187	220	
营业利润	1,342	1,778	2,400	2,961	3,504	
营业外收支	-11	-7	-4	-4	-4	
利润总额	1,331	1,771	2,396	2,956	3,500	
所得税	44	163	216	266	315	
净利润	1,288	1,609	2,180	2,690	3,185	
少数股东损益	67	49	65	81	96	
归属母公司净利润	1,221	1,559	2,115	2,610	3,089	
EBITDA	1,487	1,947	2,334	2,868	3,388	
EPS(当年)(元)	1.58	2.01	2.73	3.37	3.99	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,055	2,272	1,794	2,690	2,865	
净利润	1,288	1,609	2,180	2,690	3,185	
折旧摊销	139	206	180	212	250	
财务费用	-7	17	5	4	4	
投资损失	-6	-20	-33	-40	-46	
营运资金变动	-430	317	-551	-192	-545	
其它	72	143	13	15	17	
投资活动现金流	-450	-749	-297	-1,211	-823	
资本支出	-443	-728	-813	-830	-549	
长期投资	999	404	500	-400	-300	
其他	-1,006	-425	16	18	25	
筹资活动现金流	-88	-612	-136	-151	-134	
吸收投资	45	45	0	0	0	
借款	71	-27	-25	-9	4	
支付利息或股息	-188	-299	-160	-159	-159	
现金净增加额	546	895	1,360	1,328	1,907	

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，7年新能源行业研究经验，2020年加入信达证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。2023年获得新浪金麒麟光伏设备行业菁英分析师第三名。研究聚焦细分行业及个股挖掘。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一贇，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

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，负责人形机器人、工控及充电桩行业研究。

王煊林，电力设备新能源行业研究助理，复旦大学金融硕士，1年行业研究经验，2023年加入信达证券研究所，负责风电及核电行业研究。

## 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 15% 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%~15%；	<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。