

电力设备

报告日期：2024年04月24日

2023年业绩稳健增长，海外订单有望持续

——思源电气（002028.SZ）2023年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年04月23日

当前价格(元)	63.80
52周价格区间(元)	43.12-69.46
总市值(百万元)	49,384.44
流通市值(百万元)	38,437.85
总股本(万股)	77,405.07
流通股(万股)	60,247.42
近一月换手(%)	20.54

分析师：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzqgs.com

联系人：许紫荆

执业证书编号：S0230124020004

邮箱：xuzj@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

2024年4月19日，公司发布2023年年报，2023年实现营收124.60亿元，同比+18.25%；归母净利润15.59亿元，同比+27.75%，

其中，2023Q4单季营收38.79亿元，同比+9.72%；归母净利润4.11亿元，同比-5.19%。

观点：

➤ **2023年营收净利稳健增长，2024年订单目标206亿元。**分业务来看，2023年公司开关类/线圈类/无功补偿类/智能设备/工程总承包业务分别实现营业收入55.82亿元/27.47亿元/18.50亿元/10.05亿元/9.24亿元，同比分别增长10.87%/23.13%/39.32%/6.61%/23.44%。公司2023年新增订单165.13亿元，同比增长36.22%，超额完成原定158亿元目标；2024年公司计划实现新增合同订单206亿元（不含税），同比增长25%；计划实现营业收入150亿元，同比增长20%。

➤ **国内份额持续巩固。**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。2023年公司参与了甘孜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。展望2024年，国网投资预计超5000亿元，陕北至安徽、阿坝至成都东等8条特高压工程有望在年内开工，公司业绩有望实现持续稳健增长。

➤ **海外订单增速亮眼。**公司2023年海外营收21.58亿元，同比增长15.71%，海外业务占比达到17%；海外市场新增订单40.1亿元，同比增长34%，新增订单占比24%。目前公司在巴西、墨西哥、瑞士、肯尼亚等10多个国家与地区设立了子公司或参股公司，并取得英国、法国、埃及、墨西哥等多个国家的资格认证，后续有望受益于欧洲、北美洲的输配电设备改造需求和东南亚、非洲、中东等地区的新建需求。

➤ **盈利预测及投资评级：**公司深耕输配电设备多年，有望受益于国内投资增长和海外更新及新建设备需求。预计公司2024-2026年归母净利润分别为20.85/25.41/30.68亿元，当前股价对应2024-2026年PE分别为23.7/19.4/16.1倍。首次覆盖，给予“买

入”评级。

- **风险提示：**行业政策变动风险；电网投资及招标不及预期的风险；境外渠道建设不及预期风险；出口政策风险；原材料价格波动风险；确认收入节奏不及预期的风险；不可抗力因素风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,537	12,460	15,276	18,547	22,285
增长率（%）	21.2	18.2	22.6	21.4	20.2
归母净利润（百万元）	1,220	1,559	2,085	2,541	3,068
增长率（%）	1.9	27.8	33.7	21.9	20.7
ROE（%）	13.6	15.1	17.4	17.7	17.9
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.58	2.01	2.69	3.28	3.96
市盈率（P/E）	40.5	31.7	23.7	19.4	16.1
市净率（P/B）	5.4	4.8	4.1	3.4	2.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12074	14756	17628	21540	25962	营业收入	10537	12460	15276	18547	22285
现金	2462	3328	3483	5286	6240	营业成本	7763	8784	10645	13083	15974
应收票据及应收账款	4501	5321	6721	7900	9667	营业税金及附加	72	78	96	116	140
其他应收款	201	210	294	318	417	销售费用	465	582	733	798	891
预付账款	405	336	572	530	794	管理费用	215	358	428	464	490
存货	2459	2861	3585	4337	5336	研发费用	673	917	1161	1335	1449
其他流动资产	2047	2701	2973	3169	3508	财务费用	-10	-3	-34	-43	-75
非流动资产	3637	3977	4163	4381	4642	资产和信用减值损失	-101	-212	-65	-115	-142
长期股权投资	2	3	3	3	3	其他收益	115	212	161	170	174
固定资产	1215	1579	1711	1871	2068	公允价值变动收益	-38	13	-4	-4	-1
无形资产	394	482	525	562	608	投资净收益	6	20	14	15	16
其他非流动资产	2026	1913	1924	1944	1964	资产处置收益	1	1	1	1	1
资产总计	15711	18733	21791	25921	30605	营业利润	1342	1778	2355	2862	3463
流动负债	6016	7851	9046	10792	12559	营业外收入	6	4	6	5	5
短期借款	109	82	142	227	307	营业外支出	17	11	13	13	13
应付票据及应付账款	4055	4967	5966	7471	8935	利润总额	1331	1771	2347	2854	3455
其他流动负债	1852	2802	2938	3094	3316	所得税	44	163	170	207	261
非流动负债	258	217	211	205	200	净利润	1287	1609	2177	2647	3194
长期借款	0	30	24	19	13	少数股东损益	67	49	92	106	126
其他非流动负债	258	187	187	187	187	归属母公司净利润	1220	1559	2085	2541	3068
负债合计	6275	8067	9257	10998	12759	EBITDA	1476	2005	2523	3060	3695
少数股东权益	265	282	374	480	606	EPS (元)	1.58	2.01	2.69	3.28	3.96
股本	770	774	774	774	774						
资本公积	277	159	159	159	159						
留存收益	7637	9387	11164	13309	15899						
归属母公司股东权益	9171	10384	12159	14442	17240						
负债和股东权益	15711	18733	21791	25921	30605						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1055	2272	778	2382	1603
净利润	1287	1609	2177	2647	3194
折旧摊销	124	190	201	237	281
财务费用	-10	-3	-34	-43	-75
投资损失	-6	-20	-14	-15	-16
营运资金变动	-434	253	-1620	-563	-1925
其他经营现金流	93	244	68	118	143
投资活动现金流	-450	-749	-376	-443	-527
资本支出	445	733	386	455	542
长期投资	999	1000	-0	-0	-0
其他投资现金流	-1004	-1016	11	12	15
筹资活动现金流	-88	-612	-307	-221	-202
短期借款	66	-27	60	85	80
长期借款	0	30	-6	-6	-6
普通股增加	4	4	0	0	0
资本公积增加	74	-118	0	0	0
其他筹资现金流	-231	-500	-362	-300	-276
现金净增加额	546	895	95	1718	874

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.2	18.2	22.6	21.4	20.2
营业利润(%)	-4.6	32.5	32.4	21.5	21.0
归属于母公司净利润(%)	1.9	27.8	33.7	21.9	20.7
获利能力					
毛利率(%)	26.3	29.5	30.3	29.5	28.3
净利率(%)	12.2	12.9	14.3	14.3	14.3
ROE(%)	13.6	15.1	17.4	17.7	17.9
ROIC(%)	14.0	15.6	17.4	17.8	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	39.9	43.1	42.5	42.4	41.7
净负债比率(%)	-24.6	-29.6	-26.2	-33.5	-33.0
流动比率	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.4	3.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.6	2.4	5.4	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.01	2.69	3.28	3.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	2.94	1.00	3.08	2.07
每股净资产(最新摊薄)	11.85	13.42	15.71	18.66	22.27
估值比率					
P/E	40.5	31.7	23.7	19.4	16.1
P/B	5.4	4.8	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	31.3	22.4	17.8	14.1	11.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046