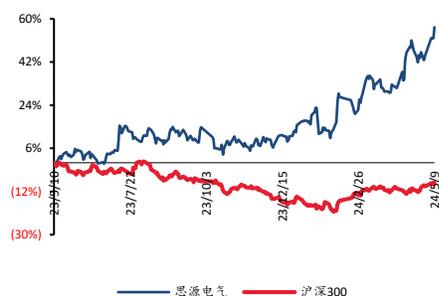


## 思源电气 2023 年报及 2024 年一季报点评：业绩快速增长，海外+新产品加速成长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	7.74/7.74
总市值/流通(亿元)	545.01/545.01
12个月内最高/最低价(元)	71.64/44

### 相关研究报告

<<思源电气首次覆盖(002028.SZ): 平台型电力设备龙头, 储能+网外业务加速成长>>—2023-10-23

### 证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

### 证券分析师: 刘淦

电话:

E-MAIL: liusong@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523030002

**事件:** 公司发布 2023 年报及 2024 年一季报, 业绩持续快速增长。

1) 2023 年, 公司实现收入 124.6 亿, 同比+18.25%; 净利润 16.09 亿, 同比+24.93%; 归母净利润 15.59 亿, 同比+27.76%; 扣非净利润 14.21 亿, 同比+21.64%。毛利率 29.5%, 同比+3.17pct; 期间费用率 14.88%, 同比+2.13pct; 净利率 12.91%, 同比+0.69pct。

2) 对应 2023Q4 收入 38.79 亿, 同比+9.72%; 净利润 4.21 亿, 同比-8.62%; 归母净利润 4.11 亿, 同比-5.47%; 扣非净利润 3.1 亿, 同比-13.65%。毛利率 28.15%, 同比+1.22pct; 期间费用率 16.44%, 同比+0.73pct; 净利率 10.84%, 同比-2.18pct。

3) 2024Q1, 公司实现收入 26.58 亿, 同比+22.36%; 净利润 3.62 亿, 同比+57.12%; 归母净利润 3.63 亿, 同比+66.32%; 扣非净利润 3.41 亿, 同比+86.96%。毛利率 30.7%, 同比+4.49pct; 期间费用率 16.29%, 同比+0.28pct; 净利率 13.6%, 同比+3.01pct。

**2023 年毛利率回升, 其中开关类盈利能力提升较大; 线圈类、无功补偿类收入增速较快:**

2023 年公司总收入 124.60 亿, 同比+18.25%; 毛利率 29.5%, 同比+3.17pct。其中开关类收入 55.82 亿, 同比+10.87%, 毛利率 33.45%, 同比+6.74pct; 线圈类收入 27.47 亿, 同比+23.13%, 毛利率 29.66%, 同比+0.96pct; 无功补偿类收入 18.50 亿, 同比+39.32%, 毛利率 24.92%, 同比+0.19pct; 智能设备类收入 10.05 亿, 同比增长 6.61%, 毛利率 34.01%, 同比+1.87pct; 工程总承包收入 9.24 亿, 同比增长 23.44%, 毛利率 12.78%, 同比+1.01pct。

受益于公司高电压等级产品推进和出海加速, 同时公司持续优化运营环节, 提升管理效率, 建立成本优势, 预计公司盈利能力仍有向上空间。

**2024Q1 迎来开门红, 收入盈利增长较快:**

2024Q1 公司实现收入 26.58 亿, 同比+22.36%; 毛利率 30.7%, 同比+4.49pct。预计主要系开关类及相关产品收入增加, 以及一季度基数较低易受到个别项目确收影响所致。

**看好海外市场建设及新产品创新加速成长:**

公司深耕海外市场多年, 海外市场中欧、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。

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、低压开关等新业务机会, 确保在行业中保持持久领先的增长动能。

**公司在手订单充足:**

公司 2023 年新增订单 165.13 亿 (不含税), 同比增长 36.22%; 其中国内订单 125 亿, 同比+37%; 海外订单 40.1 亿, 同比+34%。公司制定 2024 年经营目标, 实现新增合同订单 206 亿元 (不含税), 同比增长 25%; 实

现营业收入 150 亿元，同比增长 20%。

**投资建议：**公司输变电业务积累深厚，网内有望随行业保持稳定增速，看好海外市场建设及新产品创新加速成长，我们调整公司 2024-2026 年营业收入预测为 165.6/204.8/251.5 亿（前值为 2024-2025 年 165.1/201.8 亿，新增 2026 年预测），同比增长 32.9%/23.71%/22.78%；归母净利 21.3/26.1/32.4 亿（前值为 2024-2025 年 21.9/27.2 亿，新增 2026 年预测），同比增长 36.4%/22.7%/24%，当前股价对应 PE25/20/16 倍，维持“买入”评级

**风险提示：**电网增速不及预期、海外市场需求不及预期、行业竞争加剧。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,460	16,556	20,482	25,149
营业收入增长率(%)	18.25%	32.88%	23.71%	22.78%
归母净利（百万元）	1,559	2,127	2,609	3,236
净利润增长率(%)	27.75%	36.42%	22.67%	24.02%
摊薄每股收益（元）	2.02	2.75	3.37	4.18
市盈率（PE）	25.76	24.88	20.28	16.35

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,462	3,328	5,719	8,438	11,891
应收和预付款项	4,905	5,657	4,599	5,690	6,986
存货	2,459	2,861	3,302	3,688	4,048
其他流动资产	2,247	2,911	1,743	1,730	1,700
流动资产合计	12,074	14,756	15,363	19,546	24,625
长期股权投资	2	3	3	3	3
投资性房地产	2	0	0	0	0
固定资产	1,215	1,579	1,502	1,425	1,347
在建工程	151	106	106	106	106
无形资产开发支出	394	482	482	482	482
长期待摊费用	20	45	45	45	45
其他非流动资产	13,931	16,517	17,124	21,307	26,386
资产总计	15,715	18,733	19,262	23,368	28,370
短期借款	109	82	82	82	82
应付和预收款项	4,055	4,967	5,943	7,172	8,603
长期借款	0	30	30	30	30
其他负债	2,115	2,988	261	261	261
负债合计	6,279	8,067	6,317	7,545	8,976
股本	770	774	774	774	774
资本公积	277	159	190	190	190
留存收益	7,637	9,387	11,598	14,338	17,738
归母公司股东权益	9,171	10,384	12,552	15,292	18,693
少数股东权益	265	282	394	531	701
股东权益合计	9,436	10,666	12,946	15,823	19,394
负债和股东权益	15,715	18,733	19,262	23,368	28,370

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,055	2,272	2,424	2,688	3,397
投资性现金流	-450	-749	42	31	56
融资性现金流	-88	-612	-69	0	0
现金增加额	546	895	2,391	2,719	3,453

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,537	12,460	16,556	20,482	25,149
营业成本	7,763	8,784	11,887	14,753	18,218
营业税金及附加	72	78	107	134	162
销售费用	465	582	765	936	1,162
管理费用	215	358	432	514	670
财务费用	-10	-3	39	26	22
资产减值损失	4	-131	-3	-10	-3
投资收益	6	20	19	23	32
公允价值变动	-38	13	0	0	0
营业利润	1,342	1,778	2,362	2,897	3,593
其他非经营损益	-11	-7	-5	-6	-7
利润总额	1,331	1,771	2,357	2,891	3,586
所得税	44	163	118	145	179
净利润	1,288	1,609	2,239	2,747	3,406
少数股东损益	67	49	112	137	170
归母股东净利润	1,221	1,559	2,127	2,609	3,236

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	26.33%	29.50%	28.20%	27.97%	27.56%
销售净利率	11.58%	12.51%	12.85%	12.74%	12.87%
销售收入增长率	21.18%	18.25%	32.88%	23.71%	22.78%
EBIT 增长率	-4.25%	37.92%	27.25%	21.76%	23.69%
净利润增长率	1.91%	27.75%	36.42%	22.67%	24.02%
ROE	13.31%	15.01%	16.95%	17.06%	17.31%
ROA	7.77%	8.32%	11.04%	11.17%	11.41%
ROIC	13.79%	15.79%	17.40%	17.37%	17.55%
EPS (X)	1.59	2.02	2.75	3.37	4.18
PE (X)	24.04	25.76	24.88	20.28	16.35
PB (X)	3.21	3.88	4.22	3.46	2.83
PS (X)	2.79	3.23	3.20	2.58	2.10
EV/EBITDA (X)	18.02	17.76	19.14	14.90	11.17

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映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出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋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。