

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  
执业编号: S1500122070006  
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 H1 利润增速超预期，看好公司下半年业绩持续兑现

2023 年 8 月 19 日

### 事件:

公司于 8 月 18 日发布半年报，2023 年 H1 实现营业总收入 53.03 亿元，同比增长 22.05%，实现归母净利润 7.00 亿元，同比增长 48.08%，实现扣非归母净利润 6.81 亿元，同比增长 46.64%。分季度看，Q2 实现营业收入 31.31 亿元，同比增长 20.2%，实现归母净利润 4.83 亿，同比增长 50.3%。利润增速超市场预期。

### 点评:

- **23 年业绩持续兑现，线圈类、无功补偿、工程总包增速表现亮眼。**分业务板块看，2023 年上半年，公司开关类业务收入为 26.3 亿 (YOY+9.2%)，线圈类业务收入为 11.1 亿 (YOY+28.13%)，无功补偿类业务收入为 7.7 亿 (YOY+80.25%)，智能设备类业务收入为 3.5 亿 (YOY+0.36%)，工程总包类业务收入为 3.0 亿 (YOY+43.78%)。其中线圈类、无功补偿类、工程总包业务增速较高，我们认为主要原因系：1) 公司变压器产能瓶颈打开，带动线圈类业务超行业增长；2) 新能源需求高速增长，带动无功补偿需求高增；3) 海外 EPC 布局多年，收入逐步确认。
- **公司盈利大幅改善，看好下半年状态持续。**公司整体毛利率为 29.06%，同比增长 3.46pct，整体净利率为 13.71%，同比增长 2.4pct。分业务板块看，开关类业务毛利率为 31.46%，同比增长 5.74pct，线圈类业务毛利率为 32.98% (+3.15pct)，无功补偿类业务毛利率为 22.06% (+1.34pct)，智能设备类业务毛利率为 30.39% (+1.32pct)，工程总包类业务毛利率为 11.21% (+0.19pct)。各个业务板块毛利率都有不同程度的提升，我们认为主要为：1) 公司产品降本措施得到成效；2) 原材料相比去年有一定程度下降；3) 海运费相比去年有所回落。净利率方面，公司的净利率提升幅度小于毛利率提升幅度，主要为公司加大研发投入，研发费用提升，并且 2022 年上半年也具有汇兑收益 (财务收入基本持平)。展望下半年，我们认为公司毛利率的提升来自外部原材料价格周期性回落，内部精细化管理降本增效，因此我们对下半年高毛利率的持续性保持乐观。
- **海外占比持续提升，公司逐步走向国际。**公司海外 EPC 一方面带来业绩增量，另一方面带动传统电力设备往海外销售，2023 年 H1 海外收入为 10.82 亿 (YOY+47.5%)，占比为 20.4% (YOY+3.5pct)。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。我们认为随着公司海外的业务逐步积淀，公司海外品牌有望逐步建立，海外业务有望超预期增长。

- **储能+超容布局进展顺利，公司未来成长动力充足。** 储能方面，公司大力拓展储能相关业务，积极开拓全球表前、表后储能市场，下半年随着公司产品推出，储能业务有望实现突破。超容方面，公司目前完成了2次烯晶碳能的收购，持股比例为70.4%，超容一方面可以与汽车电子业务协同，另一方面公司未来可以切入超容储能赛道。储能+超容都为蓝海市场，为公司未来的成长赋能。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司2023-2025年营收分别是130.0、161.4、191.4亿元，同比增长23.4%、24.1%、18.6%；归母净利润分别是18.2、22.4、26.7亿元，同比增长48.7%、23.6%、18.8%，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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,695	10,537	13,002	16,139	19,135
增长率 YoY %	17.9%	21.2%	23.4%	24.1%	18.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,198	1,220	1,815	2,243	2,665
增长率 YoY%	28.3%	1.9%	48.7%	23.6%	18.8%
毛利率%	30.5%	26.3%	28.5%	28.1%	27.8%
净资产收益率ROE%	14.3%	13.3%	16.6%	17.2%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.58	2.36	2.91	3.46
市盈率 P/E(倍)	31.64	24.12	21.02	17.01	14.32
市净率 P/B(倍)	4.53	3.21	3.50	2.93	2.45

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月18日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9,499	12,074	14,334	18,290	23,158	
货币资金	1,878	2,462	3,046	4,736	6,949	
应收票据	918	974	1,201	1,491	1,768	
应收账款	2,659	3,527	4,809	5,306	6,291	
预付账款	283	405	558	651	802	
存货	2,607	2,459	2,945	3,676	4,377	
其他	1,155	2,247	1,775	2,429	2,972	
非流动资产	4,415	3,637	4,510	4,472	4,036	
长期股权投资	4	2	2	2	2	
固定资产(合计)	743	1,215	1,639	2,103	2,216	
无形资产	289	394	537	607	692	
其他	3,380	2,026	2,331	1,759	1,126	
资产总计	13,914	15,711	18,844	22,761	27,194	
流动负债	5,010	6,016	7,319	8,995	10,764	
短期借款	43	109	69	58	64	
应付票据	635	715	916	1,106	1,339	
应付账款	2,694	3,340	4,072	5,039	6,026	
其他	1,637	1,852	2,262	2,792	3,335	
非流动负债	307	258	258	258	258	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	307	258	258	258	258	
负债合计	5,316	6,275	7,577	9,253	11,022	
少数股东权益	228	265	361	479	619	
归属母公司股东权益	8,370	9,171	10,906	13,029	15,553	
负债和股东权益	13,914	15,711	18,844	22,761	27,194	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,695	10,537	13,002	16,139	19,135	
同比(%)	17.9%	21.2%	23.4%	24.1%	18.6%	
归属母公司净利润	1,198	1,220	1,815	2,243	2,665	
同比(%)	28.3%	1.9%	48.7%	23.6%	18.8%	
毛利率(%)	30.5%	26.3%	28.5%	28.1%	27.8%	
ROE(%)	14.3%	13.3%	16.6%	17.2%	17.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.58	2.36	2.91	3.46	
P/E	31.64	24.12	21.02	17.01	14.32	
P/B	4.53	3.21	3.50	2.93	2.45	
EV/EBITDA	24.38	18.22	17.13	13.29	10.51	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,695	10,537	13,002	16,139	19,135	
营业成本	6,045	7,763	9,298	11,607	13,820	
营业税金及附加	55	72	79	98	116	
销售费用	415	465	572	678	765	
管理费用	253	215	334	398	463	
研发费用	556	673	845	1,049	1,244	
财务费用	21	-10	-51	-69	-98	
减值损失合计	-18	4	-9	-11	-13	
投资净收益	11	6	10	13	15	
其他	64	-27	131	162	193	
营业利润	1,407	1,342	2,058	2,543	3,021	
营业外收支	-3	-11	-4	-4	-4	
利润总额	1,404	1,331	2,054	2,539	3,017	
所得税	131	44	144	178	211	
净利润	1,272	1,287	1,911	2,361	2,806	
少数股东损益	75	67	96	118	140	
归属母公司净利润	1,198	1,220	1,815	2,243	2,665	
EBITDA	1,472	1,487	2,055	2,522	2,978	
EPS(当年)(元)	1.56	1.58	2.36	2.91	3.46	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	383	1,055	1,237	2,371	2,434	
净利润	1,272	1,287	1,911	2,361	2,806	
折旧摊销	102	139	180	212	250	
财务费用	21	-7	4	3	3	
投资损失	-11	-6	-10	-13	-15	
营运资金变动	-1,034	-430	-860	-206	-626	
其它	34	72	12	14	16	
投资活动现金流	-553	-450	-472	-531	-89	
资本支出	-529	-443	-673	-635	-396	
长期投资	-6	999	200	100	300	
其他	-18	-1,006	1	4	6	
筹资活动现金流	-171	-88	-181	-151	-132	
吸收投资	35	45	0	0	0	
借款	-9	71	-40	-11	5	
支付利息或股息	-187	-188	-158	-157	-157	
现金净增加额	-347	546	584	1,690	2,213	

## 研究团队简介

武浩，电力设备新能源首席分析师，中央财经大学金融硕士，6年新能源行业研究经验，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

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。

曾一赞，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。

陈攻洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

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，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

## 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 20% 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%~20%；	<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。