

# 思源电气 (002028)

## 2023 年半年报点评: 国内+海外齐头并进, 盈利能力显著修复

买入 (维持)

2023 年 08 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001  
xiezd@dwzq.com.cn

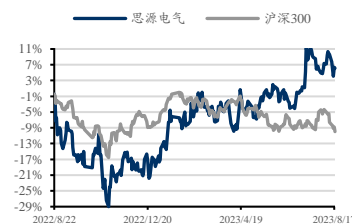
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10,537	12,764	15,931	19,408
同比	21%	21%	25%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	1,220	1,702	2,133	2,616
同比	2%	39%	25%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.58	2.21	2.77	3.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.26	22.42	17.89	14.58

关键词: #业绩符合预期 #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- 2023H1 营收同比+22%，归母净利润同比+48%，业绩符合市场预期。**公司 2023H1 实现营业收入 53.03 亿元，同比+22.05%；归母净利润 7.01 亿元，同比+48.08%。其中 Q2 实现营收 31.31 亿元，同比+20.16%；归母净利润 4.82 亿元，同比+50.24%。23H1 毛利率为 29.06%，同比+3.46pct，归母净利率为 13.21%，同比+2.32pct。Q2 毛利率为 31.03%，同比+4.33pct，环比+4.81pct；归母净利率为 15.40%，同比+3.08pct，环比+5.34pct。盈利能力持续修复，业绩符合市场预期。
- 开关业务盈利显著修复、优质订单保持稳健增长。**23H1 开关业务实现营业收入 26.28 亿元，同比+9.2%，毛利率 31.46%，同比+5.74pct，毛利率大幅提升，主要系 1) 上游原材料价格同比大幅下降，2) 网内+海外优质订单交付占比提升。截至到 23H1，国网组合电器招标量同比+26%，其中 220kV 及以上招标量同比+45%，超高压以上产品增速明显，我们预计 23-24 年公司开关业务收入利润有望保持 20%以上增长。
- 需求旺盛+原材料压力缓解、变压器&SVG 等产品收入+利润有望保持高速增长。**公司线圈类产品 23H1 实现营收 11.12 亿元，同比+38.13%，毛利率 32.98%，同比+3.15pct。无功补偿类产品 23H1 实现营收 7.67 亿元，同比+80.25%，毛利率 22.06%，同比+1.34pct。公司变压器主要以海外市场为主，大宗原材料价格企稳+海运费大幅下降带来毛利率的大幅改善，SVG 产品受益于产品自身的优化降本，在价格略降时仍能带来毛利率的改善，体现出公司自身较强的  $\alpha$ 。展望全年，海外变压器供需紧张+国内新能源建设需求不减，变压器订单收入有望延续高增，SVG 向多市场拓展+持续降本，收入和利润均有望维持增长。
- 海外市场空间广阔，产品销售增长显著。**23H1 海外市场实现营业收入 10.82 亿元，同比+47.5%，毛利率 32.3%，同比+9.7pct，其中设备销售约 7.85 亿元，同比+49%，毛利率约 40%，同比约+13pct。海外业务收入增长较快，主要系欧洲、中东电网+新能源建设需求较为旺盛，公司凭借高性价比逐步替代海外龙头市场份额、成本下降推动毛利率大幅提升。海外市场马太效应强，公司经营多年，有望迎来海外业务的丰收期。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2023-25 年归母净利润分别为 17.0/21.3/26.2 亿元，同比+39%/25%/23%，对应现价估值分别为 22x、18x、15x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**电网投资不及预期，海外拓展不及预期，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	49.54
一年最低/最高价	33.08/53.62
市净率(倍)	3.95
流通 A 股市值(百万元)	29,623.71
总市值(百万元)	38,156.01

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.54
资产负债率(% ,LF)	38.28
总股本(百万股)	770.21
流通 A 股(百万股)	597.98

### 相关研究

- 《思源电气(002028): 2023 年半年度业绩快报点评: 业绩超市场预期, 盈利能力持续修复》  
2023-07-12
- 《思源电气(002028): 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 延续经营韧性》  
2023-04-23

思源电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>12,074</b>	<b>14,470</b>	<b>17,790</b>	<b>21,893</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,537</b>	<b>12,764</b>	<b>15,931</b>	<b>19,408</b>
货币资金及交易性金融资产	3,617	3,258	3,861	5,011	营业成本(含金融类)	7,763	9,234	11,487	14,068
经营性应收款项	4,905	5,874	7,581	9,359	税金及附加	72	86	103	126
存货	2,459	4,015	4,709	5,533	销售费用	465	562	693	799
合同资产	827	1,001	1,250	1,522	管理费用	215	255	319	367
其他流动资产	266	322	390	467	研发费用	673	798	988	1,157
<b>非流动资产</b>	<b>3,637</b>	<b>4,106</b>	<b>4,501</b>	<b>4,858</b>	财务费用	(10)	10	24	32
长期股权投资	2	2	2	3	加:其他收益	115	124	121	132
固定资产及使用权资产	1,246	1,652	1,991	2,278	投资净收益	6	13	16	19
在建工程	151	113	73	47	公允价值变动	(38)	8	(12)	(19)
无形资产	394	395	396	402	减值损失	(101)	(56)	(69)	(87)
商誉	51	51	51	51	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	20	20	20	20	<b>营业利润</b>	<b>1,342</b>	<b>1,908</b>	<b>2,375</b>	<b>2,905</b>
其他非流动资产	1,773	1,873	1,968	2,058	营业外净收支	(11)	(2)	3	3
<b>资产总计</b>	<b>15,711</b>	<b>18,576</b>	<b>22,291</b>	<b>26,750</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,331</b>	<b>1,906</b>	<b>2,378</b>	<b>2,909</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,016</b>	<b>7,225</b>	<b>8,858</b>	<b>10,768</b>	减:所得税	44	101	119	140
短期借款及一年内到期的非流动负债	123	55	54	49	<b>净利润</b>	<b>1,287</b>	<b>1,805</b>	<b>2,259</b>	<b>2,769</b>
经营性应付款项	4,055	4,744	5,840	7,080	减:少数股东损益	67	103	126	153
合同负债	775	1,108	1,378	1,688	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,220</b>	<b>1,702</b>	<b>2,133</b>	<b>2,616</b>
其他流动负债	1,064	1,318	1,586	1,950	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.58	2.21	2.77	3.40
非流动负债	258	263	265	267	EBIT	1,365	1,830	2,342	2,892
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,504	1,986	2,517	3,086
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.33	27.65	27.90	27.52
租赁负债	14	18	21	22	归母净利率(%)	11.58	13.33	13.39	13.48
其他非流动负债	244	244	244	244	收入增长率(%)	21.18	21.13	24.81	21.83
<b>负债合计</b>	<b>6,275</b>	<b>7,488</b>	<b>9,123</b>	<b>11,034</b>	归母净利润增长率(%)	1.90	39.43	25.32	22.69
归属母公司股东权益	9,171	10,720	12,672	15,069					
少数股东权益	265	368	495	647					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,436</b>	<b>11,088</b>	<b>13,167</b>	<b>15,716</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,711</b>	<b>18,576</b>	<b>22,291</b>	<b>26,750</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,055	467	1,347	1,923	每股净资产(元)	11.91	13.92	16.46	19.57
投资活动现金流	(450)	(649)	(571)	(548)	最新发行在外股份(百万股)	770	770	770	770
筹资活动现金流	(88)	(219)	(181)	(226)	ROIC(%)	14.47	16.71	18.23	18.97
现金净增加额	546	(401)	595	1,149	ROE-摊薄(%)	13.31	15.87	16.83	17.36
折旧和摊销	139	156	175	194	资产负债率(%)	39.94	40.31	40.93	41.25
资本开支	(443)	(527)	(472)	(457)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.26	22.42	17.89	14.58
营运资本变动	(434)	(1,734)	(1,351)	(1,412)	P/B(现价)	4.16	3.56	3.01	2.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>