

2024年06月30日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 输配电一次设备民企龙头，海外订单高速增长

## —思源电气（002028.SZ）公司动态研究报告

### 买入（首次）

### 投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：臧天律 S1050522120001

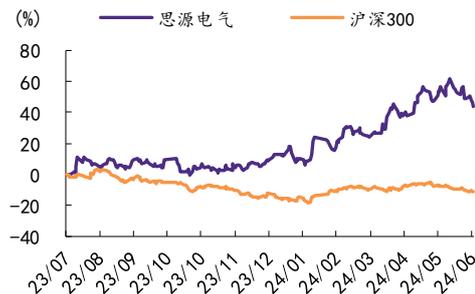
zangtl@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-06-28

当前股价（元）	66.9
总市值（亿元）	518
总股本（百万股）	774
流通股本（百万股）	603
52周价格范围（元）	46.53-75.6
日均成交额（百万元）	313.78

### 市场表现



### 相关研究

### 深耕输配电行业，一次设备民企龙头

公司深耕输配电设备，是目前输配电设备行业中少数几家具备电力系统一次设备（传统机械类电力设备）、二次设备（控制类电力设备）、电力电子设备等产品的研发、制造和解决方案能力的厂家之一。公司主要产品包括 750kV 及以下 GIS 和 GIL、500kV 及以下变电站继电保护设备和监控系统、750kV 及以下 SF6 断路器和隔离开关等，目前在同行处于领先地位。

2024Q1 公司实现营业收入 26.58 亿元，同增 22.36%，实现归母净利润 3.63 亿元，同增 66.32%，业绩稳健增长。2023 年新增订单 165.13 亿元（不含税），与上年同期相比增长 36.22%，超额完成年度经营目标。2024 年公司经营目标为实现新增合同订单 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%。

### 巩固国内电网市场地位，持续开拓海外市场

国内电网方面：公司积极融入到高端市场的研发创新活动中；大力提升发电行业（尤其是新能源细分市场）的品牌影响力，积极拓展关键客户，在国内电网的市场占有率有望提高。

海外市场方面：公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。2023 年公司海外市场新增订单 40.1 亿元，同比增长 34%。多款产品通过了西班牙、英国、法国、新加坡、埃及、马来西亚、阿联酋、墨西哥、哥伦比亚、南非等多个国家的资质认证。目前海外电力设备需求旺盛，公司有望充分受益。

### 盈利预测

我们看好公司巩固国内电网市场地位的同时，持续开拓海外市场，预计公司 2024-2026 年收入分别为 152.3、184.2、221.9 亿元，EPS 分别为 2.7、3.31、4.03 元，当前股价对应 PE 分别为 24.8、20.2、16.6 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### 风险提示

原材料价格上涨；海外市场进展不及预期；行业竞争加剧；大盘系统性风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	12,460	15,231	18,417	22,185
增长率 (%)	18.2%	22.2%	20.9%	20.5%
归母净利润 (百万元)	1,559	2,087	2,559	3,123
增长率 (%)	27.8%	33.9%	22.6%	22.0%
摊薄每股收益 (元)	2.01	2.70	3.31	4.03
ROE (%)	14.6%	16.8%	17.6%	18.2%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	3,328	4,485	5,894	7,610
应收款	5,531	6,761	8,175	9,848
存货	2,861	3,528	4,249	5,101
其他流动资产	3,037	3,354	3,718	4,149
流动资产合计	14,756	18,128	22,036	26,707
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,612	1,612	1,612	1,612
固定资产	1,579	1,538	1,461	1,374
在建工程	106	43	17	7
无形资产	482	458	434	411
长期股权投资	3	3	3	3
其他非流动资产	1,806	1,806	1,806	1,806
非流动资产合计	3,977	3,848	3,721	3,601
资产总计	18,733	21,976	25,757	30,308
<b>流动负债:</b>				
短期借款	82	82	82	82
应付账款、票据	4,967	6,126	7,378	8,857
其他流动负债	1,319	1,319	1,319	1,319
流动负债合计	7,851	9,339	10,970	12,898
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	30	30	30	30
其他非流动负债	187	187	187	187
非流动负债合计	217	217	217	217
负债合计	8,067	9,556	11,187	13,114
<b>所有者权益</b>				
股本	774	774	774	774
股东权益	10,666	12,419	14,570	17,193
负债和所有者权益	18,733	21,976	25,757	30,308

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1609	2153	2640	3222
少数股东权益	49	66	81	99
折旧摊销	177	129	125	119
公允价值变动	13	0	0	0
营运资金变动	424	-726	-868	-1028
经营活动现金净流量	2272	1623	1978	2411
投资活动现金净流量	-749	105	103	97
筹资活动现金净流量	-366	-400	-490	-598
现金流量净额	1,157	1,329	1,591	1,911

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,460	15,231	18,417	22,185
营业成本	8,784	10,727	12,919	15,507
营业税金及附加	78	107	129	155
销售费用	582	712	861	1,037
管理费用	358	438	529	637
财务费用	-3	-121	-160	-208
研发费用	917	1,121	1,355	1,632
费用合计	1,854	2,149	2,585	3,098
资产减值损失	-131	0	0	0
公允价值变动	13	0	0	0
投资收益	20	0	0	0
营业利润	1,778	2,378	2,914	3,554
加:营业外收入	4	4	4	4
减:营业外支出	11	11	11	11
利润总额	1,771	2,371	2,908	3,548
所得税费用	163	218	267	326
净利润	1,609	2,153	2,640	3,222
少数股东损益	49	66	81	99
归母净利润	1,559	2,087	2,559	3,123

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	18.2%	22.2%	20.9%	20.5%
归母净利润增长率	27.8%	33.9%	22.6%	22.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.5%	29.6%	29.9%	30.1%
四项费用/营收	14.9%	14.1%	14.0%	14.0%
净利率	12.9%	14.1%	14.3%	14.5%
ROE	14.6%	16.8%	17.6%	18.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.1%	43.5%	43.4%	43.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
存货周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.01	2.70	3.31	4.03
P/E	33.2	24.8	20.2	16.6
P/S	4.2	3.4	2.8	2.3
P/B	5.0	4.3	3.7	3.1

## ■ 新材料、电力设备组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

**臧天律：**金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。