

思源电气 (002028)

2024 年半年报点评: 海外业务增速亮眼, 国内+海外双轮驱动公司行稳致远

买入 (维持)

2024 年 08 月 18 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

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10537	12460	15128	18155	21926
同比 (%)	21.18	18.25	21.41	20.01	20.77
归母净利润 (百万元)	1221	1559	2065	2586	3053
同比 (%)	1.91	27.75	32.43	25.22	18.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.58	2.01	2.67	3.34	3.94
P/E (现价&最新摊薄)	42.07	32.93	24.87	19.86	16.82

投资要点

- **24H1 营收同比+16%，归母净利润同比+27%，业绩符合市场预期。**公司发布 24 年半年报，24H1 实现营收 61.66 亿元，同比+16%；归母净利润 8.87 亿元，同比+27%；扣非净利润 8.41 亿元，同比+23%；其中 Q2 实现营收 35.09 亿元，同比+12%，归母净利润 5.24 亿元，同比+9%，扣非净利润 5 亿元，同比+0.26%。24H1 毛利率/归母净利率分别为 31.75%/14.39%，同比+2.69/1.18pct，其中 Q2 毛利率/归母净利率分别为 32.54%/14.93%，同比+1.51/-0.47pct。业绩符合市场预期。
- **海外市场高歌猛进，盈利能力持续提升。**24H1 公司海外业务收入 15.15 亿元，同比+40%，毛利率 33.82%，同比+1.52pct，其中设备单机出口实现收入 11.43 亿元，同比+46%，占海外收入 75%，毛利率约 41%，同比+0.88pct。截至 24H1，我国变压器/高压开关出口金额分别同比+26%/28%，海外需求持续高景气，公司深耕国际市场多年，EPC 带动设备出口效果显著，东南亚、中东、非洲等新兴市场工业化/能源转型带动电网基础设施建设需求，展望 24H2，我们预计公司海外业务收入+利润有望维持高增。
- **国内电网建设高景气，看好全年订单增长超预期。**24H1 公司国内收入 46.52 亿元，同比+10%，其中开关/线圈/无功补偿/智能设备收入分别同比+10%/+50%/-9%/+35%，毛利率分别同比+3.76/0.7/2.65/1.23pct。上半年原材料+海运费等成本上涨，通过加强成本管控+降费+加强内部管理，各产品线均实现毛利率的提升。受电网招标滞后+产品结构影响，公司组合电器订单同比略有下滑，但截至国网第 4 批变电物资招标，组合电器/断路器/隔离开关招标量同比+6%/31%/16%，电网投资全年超 6000 亿，电网建设需求强劲。展望 24H2，我们预计公司国内市场订单同比有望实现修复，全年订单增长有望超 25%目标。未来随着 750kV 新品+中压产品推广放量，看好公司长期稳健成长。
- **在手订单充足，加大市场开拓+股权激励费用，费用率微增。**公司 24Q2 期间费用为 4.8 亿元，同比+39%，期间费用率为 13.67%，同比+2.66pct，其中销售费用率为 4.54%，同比+0.98pct，主要系加大市场开拓和激励费用影响。24H1 公司合同负债 19.35 亿元，较年初增长 30%，在手订单充沛，资本开支 4.07 亿元，主要系新能源工厂+中压开关工厂持续投入。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 24-26 年归母净利润分别为 20.7/25.9/30.5 亿元，分别同比+32%/25%/18%，对应 PE 为 25x、20x、17x，给予 25 年 25 倍 PE，对应目标价 83.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外拓展不及预期，国内电网投资不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.32
一年最低/最高价	46.00/76.24
市净率(倍)	4.65
流通 A 股市值(百万元)	39,966.87
总市值(百万元)	51,345.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.25
资产负债率(% LF)	42.59
总股本(百万股)	774.21
流通 A 股(百万股)	602.64

相关研究

- 《思源电气(002028): 2024 年一季报点评: 经营稳健高质量发展, 业绩符合市场预期》
2024-04-29
- 《思源电气(002028): 2023 年报点评: 国内+海外电网需求共振, 看好公司长期稳健成长》
2024-04-22

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,756	17,769	21,684	26,624	营业总收入	12,460	15,128	18,155	21,926
货币资金及交易性金融资产	4,940	6,810	9,608	13,270	营业成本(含金融类)	8,784	10,595	12,671	15,590
经营性应收款项	5,657	6,152	6,771	7,320	税金及附加	78	101	117	143
存货	2,861	3,173	3,412	3,776	销售费用	582	681	790	910
合同资产	957	1,221	1,428	1,727	管理费用	358	416	481	548
其他流动资产	342	412	466	531	研发费用	917	1,089	1,280	1,491
非流动资产	3,977	4,334	4,695	5,144	财务费用	(3)	2	(14)	(35)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	212	257	290	340
固定资产及使用权资产	1,608	2,004	2,344	2,647	投资净收益	20	17	20	28
在建工程	106	43	15	2	公允价值变动	13	8	(12)	(19)
无形资产	482	477	471	480	减值损失	(212)	(200)	(225)	(210)
商誉	648	538	418	318	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	45	85	165	325	营业利润	1,778	2,327	2,905	3,419
其他非流动资产	1,084	1,184	1,279	1,369	营业外净收支	(7)	3	3	8
资产总计	18,733	22,102	26,379	31,768	利润总额	1,771	2,330	2,908	3,427
流动负债	7,851	9,248	11,056	13,544	减:所得税	163	210	262	308
短期借款及一年内到期的非流动负债	114	74	73	68	净利润	1,609	2,120	2,646	3,119
经营性应付款项	4,967	5,812	6,967	8,606	减:少数股东损益	49	55	61	65
合同负债	1,483	1,865	2,217	2,697	归属母公司净利润	1,559	2,065	2,586	3,053
其他流动负债	1,286	1,496	1,798	2,172	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.01	2.67	3.34	3.94
非流动负债	217	221	224	225	EBIT	1,863	2,246	2,816	3,244
长期借款	30	30	30	30	EBITDA	2,069	2,430	3,022	3,462
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.50	29.96	30.21	28.89
租赁负债	13	17	20	21	归母净利率(%)	12.51	13.65	14.24	13.93
其他非流动负债	174	174	174	174	收入增长率(%)	18.25	21.41	20.01	20.77
负债合计	8,067	9,469	11,279	13,769	归母净利润增长率(%)	27.75	32.43	25.22	18.08
归属母公司股东权益	10,384	12,296	14,702	17,535					
少数股东权益	282	337	398	463					
所有者权益合计	10,666	12,633	15,100	17,998					
负债和股东权益	18,733	22,102	26,379	31,768					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,272	2,685	3,653	4,638	每股净资产(元)	13.42	15.89	19.00	22.66
投资活动现金流	(749)	(666)	(682)	(750)	最新发行在外股份(百万股)	774	774	774	774
筹资活动现金流	(612)	(192)	(181)	(226)	ROIC(%)	16.59	17.33	18.32	17.71
现金净增加额	895	1,828	2,789	3,661	ROE-摊薄(%)	15.01	16.79	17.59	17.41
折旧和摊销	206	185	206	218	资产负债率(%)	43.06	42.84	42.76	43.34
资本开支	(728)	(508)	(508)	(508)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.93	24.87	19.86	16.82
营运资本变动	317	205	586	1,107	P/B(现价)	4.94	4.17	3.49	2.93

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>