



# 思源电气 (002028.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 盈利能力持续增强,海外业务加速拓展

### 业绩简评

2024年8月16日公司披露半年报,上半年实现营收61.7亿元,同比增长16.3%;实现归母净利润8.9亿元,同比增长26.6%。其中,Q2实现营收35.1亿元,同比增长12.1%;实现归母净利润5.2亿元,同比增长8.7%,业绩符合预期。

### 经营分析

线圈类产品收入快速增长,各类产品盈利能力提升明显。

1H24公司开关类/线圈类/无功补偿类/智能设备类产品分别实现营收28.9/16.7/7.0/4.7亿元,同比+9.8%/+50.5%/-9.1%/+35.5%,线圈类业务中的变压器产品收入增速更快,主要由电力变压器产品贡献增量。盈利能力方面,公司开关类/线圈类/无功补偿类/智能设备类产品分别实现毛利率35.2%/33.7%/24.7%/31.6%,同比+3.8%/+0.7%/+2.7%/+1.2pct,公司综合毛利率上升2.7pct至31.7%,主要系产品结构优化、海外占比提升所致。

海外长期战略逐步兑现,收入和毛利率持续提升。

公司海外业务主要为设备销售和EPC总包双管齐下,通过EPC业务带动单机设备的销售、推动单机产品市场的突破,满足海外客户的多样化需求。经十余年开拓,公司海外业务进入快速增长阶段,已覆盖100多个国家地区,1H24公司海外实现营收15.1亿元,同比+40.0%,海外收入占比进一步提升至24.6%;海外业务毛利率33.5%,同比+1.52pct。

销售/管理/研发费用率上升,经营活动现金流同比增长较多。

1H24公司销售/管理/研发费用率分别为4.8%/2.8%/7.2%,同比+0.6%/+0.1%/0.3pct,费用率上涨一方面由于公司持续加大市场开拓、新产品研发投入,另一方面由于2023年公司实行新一轮股权激励计划增加期权费用。公司上半年经营活动现金流净额1.1亿元,同比+873.4%,主要系销售商品收到的现金增加。

### 盈利预测、估值与评级

公司规划清晰、技术/管理/成本控制领先、股权激励持续激发员工积极性,在国内电网投资加速、海外电力设备需求持续景气背景下,预计公司各类产品收入仍将持续增长。我们预计公司24-26年实现营业收入156.14/191.9/233.5亿元,同增25/23/23%;实现归母净利润20.6/25.6/31.3亿元,同增32/24/26%。公司股票现价对应PE估值为25/20/16倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

投资/海外拓展/产品推广不及预期、原材料上涨、行业竞争加剧

新能源与电力设备组

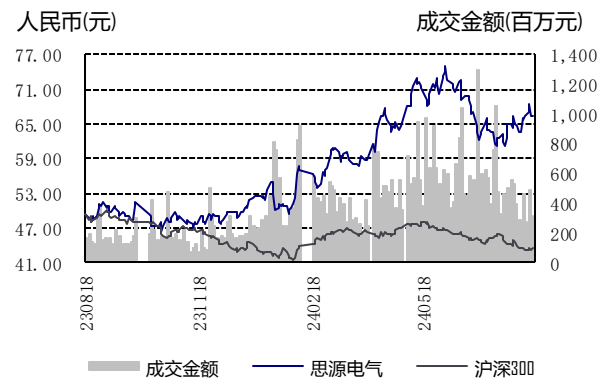
分析师:姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价(人民币):66.32元

相关报告:

1.《思源电气公司深度研究:输变电一次设备民企龙头,海外&网内外多...》,2024.8.4



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,537	12,460	15,614	19,194	23,525
营业收入增长率	21.18%	18.25%	25.31%	22.93%	22.57%
归母净利润(百万元)	1,220	1,559	2,056	2,555	3,131
归母净利润增长率	1.90%	27.76%	31.86%	24.25%	22.55%
摊薄每股收益(元)	1.585	2.015	2.656	3.300	4.044
每股经营性现金流净额	1.37	2.94	2.05	3.29	4.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.31%	15.01%	17.15%	18.25%	19.04%
P/E	24.11	25.83	24.97	20.10	16.40
P/B	3.21	3.88	4.28	3.67	3.12

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,695</b>	<b>10,537</b>	<b>12,460</b>	<b>15,614</b>	<b>19,194</b>	<b>23,525</b>
增长率	21.2%	18.2%	25.3%	22.9%	22.6%	
主营业务成本	-6,045	-7,763	-8,784	-10,983	-13,480	-16,515
%销售收入	69.5%	73.7%	70.5%	70.3%	70.2%	70.2%
毛利	2,650	2,774	3,676	4,631	5,714	7,010
%销售收入	30.5%	26.3%	29.5%	29.7%	29.8%	29.8%
营业税金及附加	-55	-72	-78	-98	-121	-148
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-415	-465	-582	-703	-864	-1,059
%销售收入	4.8%	4.4%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-253	-215	-358	-437	-537	-659
%销售收入	2.9%	2.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用	-556	-673	-917	-1,124	-1,382	-1,717
%销售收入	6.4%	6.4%	7.4%	7.2%	7.2%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	1,371	1,348	1,741	2,269	2,810	3,427
%销售收入	15.8%	12.8%	14.0%	14.5%	14.6%	14.6%
财务费用	-21	10	3	59	83	120
%销售收入	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-63	-101	-212	-50	-50	-50
公允价值变动收益	10	-38	13	15	15	15
投资收益	11	6	20	30	30	30
%税前利润	0.8%	0.5%	1.1%	1.3%	1.0%	0.8%
营业利润	1,407	1,342	1,778	2,323	2,888	3,542
营业利润率	16.2%	12.7%	14.3%	14.9%	15.0%	15.1%
营业外收支	-3	-11	-7	0	0	0
税前利润	1,404	1,331	1,771	2,323	2,888	3,542
利润率	16.1%	12.6%	14.2%	14.9%	15.0%	15.1%
所得税	-131	-44	-163	-207	-257	-315
所得税率	9.4%	3.3%	9.2%	8.9%	8.9%	8.9%
净利润	1,272	1,287	1,609	2,116	2,631	3,226
少数股东损益	75	67	49	60	76	96
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,198</b>	<b>1,220</b>	<b>1,559</b>	<b>2,056</b>	<b>2,555</b>	<b>3,131</b>
净利率	13.8%	11.6%	12.5%	13.2%	13.3%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,272	1,287	1,609	2,116	2,631	3,226
少数股东损益	75	67	49	60	76	96
非现金支出	164	239	418	235	273	310
非经营收益	-19	-42	-71	-115	-42	-43
营运资金变动	-1,034	-430	317	-646	-317	-326
<b>经营活动现金净流</b>	<b>383</b>	<b>1,055</b>	<b>2,272</b>	<b>1,590</b>	<b>2,544</b>	<b>3,168</b>
资本开支	-529	-443	-728	-540	-520	-520
投资	-6	999	404	15	15	15
其他	-18	-1,006	-425	30	30	30
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-553</b>	<b>-450</b>	<b>-749</b>	<b>-495</b>	<b>-475</b>	<b>-475</b>
股权募资	35	45	45	0	0	0
债权募资	-9	71	-27	-111	5	5
其他	-196	-203	-630	-454	-552	-684
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-171</b>	<b>-88</b>	<b>-612</b>	<b>-565</b>	<b>-547</b>	<b>-679</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-347</b>	<b>546</b>	<b>895</b>	<b>530</b>	<b>1,522</b>	<b>2,014</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,878	2,462	3,328	3,854	5,373	7,386
应收款项	3,748	4,702	5,531	6,254	7,583	9,165
存货	2,607	2,459	2,861	3,250	3,915	4,706
其他流动资产	1,267	2,451	3,037	3,264	3,601	4,023
流动资产	9,499	12,074	14,756	16,622	20,472	25,279
%总资产	68.3%	76.9%	78.8%	79.3%	81.7%	84.1%
长期投资	2,698	1,422	353	303	253	203
固定资产	1,052	1,367	1,686	1,978	2,189	2,368
%总资产	7.6%	8.7%	9.0%	9.4%	8.7%	7.9%
无形资产	352	465	1,176	1,271	1,359	1,441
非流动资产	4,415	3,637	3,977	4,330	4,577	4,787
%总资产	31.7%	23.1%	21.2%	20.7%	18.3%	15.9%
<b>资产总计</b>	<b>13,914</b>	<b>15,711</b>	<b>18,733</b>	<b>20,952</b>	<b>25,049</b>	<b>30,067</b>
短期借款	55	123	114	35	40	45
应付款项	3,779	4,588	5,581	6,464	8,039	9,978
其他流动负债	1,175	1,305	2,156	1,963	2,388	2,900
流动负债	5,010	6,016	7,851	8,462	10,466	12,923
长期贷款	0	0	30	30	30	30
其他长期负债	307	258	187	127	139	154
负债	5,316	6,275	8,067	8,619	10,635	13,107
<b>普通股股东权益</b>	<b>8,370</b>	<b>9,171</b>	<b>10,384</b>	<b>11,991</b>	<b>13,996</b>	<b>16,446</b>
其中：股本	766	770	774	774	774	774
未分配利润	5,768	7,254	9,057	10,664	12,669	15,119
少数股东权益	228	265	282	342	418	514
<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,914</b>	<b>15,711</b>	<b>18,733</b>	<b>20,952</b>	<b>25,049</b>	<b>30,067</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.563	1.585	2.015	2.656	3.300	4.044
每股净资产	10.927	11.911	13.418	15.488	18.078	21.242
每股经营现金净流	0.501	1.370	2.936	2.054	3.287	4.093
每股股利	0.200	0.300	0.400	0.580	0.710	0.880
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.31%	13.31%	15.01%	17.15%	18.25%	19.04%
总资产收益率	8.61%	7.77%	8.32%	9.81%	10.20%	10.41%
投入资本收益率	13.99%	13.40%	14.51%	16.60%	17.61%	18.27%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.94%	21.18%	18.25%	25.31%	22.93%	22.57%
EBIT增长率	27.87%	-1.61%	29.08%	30.35%	23.85%	21.96%
净利润增长率	28.32%	1.90%	27.76%	31.86%	24.25%	22.55%
总资产增长率	25.64%	12.91%	19.24%	11.84%	19.55%	20.03%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	100.3	107.1	115.2	112.0	110.0	108.0
存货周转天数	136.4	119.1	110.5	108.0	106.0	104.0
应付账款周转天数	144.7	141.9	151.8	155.0	156.0	157.0
固定资产周转天数	31.2	42.1	46.3	41.4	36.7	32.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-23.07%	-37.03%	-44.96%	-43.79%	-47.97%	-52.61%
EBIT利息保障倍数	66.7	-135.9	-578.5	-38.6	-33.9	-28.7
资产负债率	38.21%	39.94%	43.06%	41.14%	42.46%	43.59%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	14	21	53
增持	0	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.13</b>	<b>1.18</b>	<b>1.19</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究