

思源电气 (002028.SZ)

上半年海外收入快速增长，各产品毛利率均有提升

优于大市

核心观点

上半年业绩符合预期，收入利润实现两位数增长。2024年上半年公司实现营业收入61.66亿元，同比+16.27%；归母净利润8.87亿元，同比+26.64%；扣非净利润8.41亿元，同比+23.48%。24H1毛利率31.75%，同比+2.69pct；净利率14.54%，同比+0.83pct。

二季度业绩创历史新高，毛利率环比提升。2024年二季度公司实现营业收入35.09亿，同比+12.055%，环比+32.03%，归母净利润5.24亿，同比+8.66%，环比+44.21%，扣非净利润5.00亿元，同比+0.26%，环比+46.58%。二季度销售毛利率32.54%，同比+1.51pct，环比+1.84pct，净利率15.25%，同比-0.63pct，环比+1.65pct。

上半年线圈类收入大幅增长，各产品线毛利率均有提升。上半年公司开关类收入28.86亿元，同比+9.78%，毛利率35.22%，同比+3.76pct；线圈类收入16.74亿元，同比+50.48%，毛利率33.68%，同比+0.70pct；无功补偿收入6.97亿元，同比-9.10%，毛利率24.71%，同比+2.65pct；智能设备收入4.70亿元，同比+35.25%，毛利率31.62%，同比+1.23pct；工程总包收入3.72亿元，同比+25.17%，毛利率11.27%，同比+0.06pct。

上半年海外收入同比增长40%，开关类子公司盈利能力显著提升。上半年公司实现海外收入15.15亿元，同比+40.04%，毛利率33.82%，同比+1.52pct。上半年子公司思源高压开关实现收入22.01亿元，同比+10.05%，净利润4.35亿元，同比+47.98%；如高高压电器实现收入8.70亿元，同比+5.67%，净利润1.70亿元，同比+25.68%；思源赫兹互感器收入5.41亿元，同比+20.99%，净利润0.89亿元，同比+38.59%。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司海外业务开拓情况和盈利能力提升，小幅上调盈利预测。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润20.54/25.79/31.40亿元（原预测值为19.47/24.44/30.06亿元），当前股价对应PE分别为25/20/16倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,537	12,460	15,183	17,865	20,957
(+/-%)	21.2%	18.2%	21.9%	17.7%	17.3%
净利润(百万元)	1220	1559	2054	2579	3140
(+/-%)	1.9%	27.8%	31.8%	25.6%	21.7%
每股收益(元)	1.59	2.01	2.65	3.33	4.06
EBIT Margin	12.8%	14.0%	15.1%	16.1%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	14.3%	16.0%	18.8%	20.0%	20.6%
市盈率 (PE)	41.8	32.9	25.0	19.9	16.4
EV/EBITDA	39.0	31.0	24.9	20.0	16.8
市净率 (PB)	5.41	4.81	4.12	3.49	2.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	66.32元
总市值/流通市值	51346/39967百万元
52周最高价/最低价	76.24/46.00元
近3个月日均成交额	510.83百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《思源电气 (002028.SZ) - 新增订单超额完成，海外市场表现亮眼》——2024-04-24

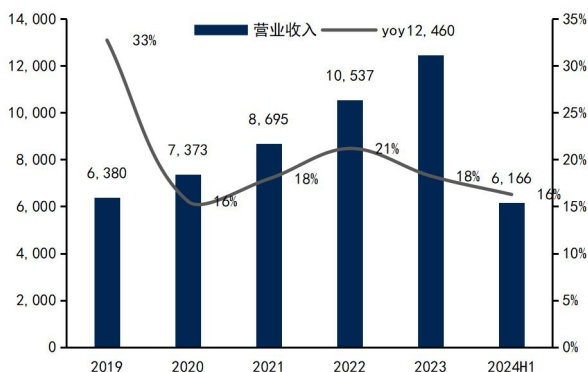
《思源电气 (002028.SZ) - 电力设备业务国内外景气共振，储能业务矩阵初具雏形》——2023-10-22

《思源电气 (002028.SZ) - 半年度业绩快报点评：业绩表现亮眼，国内外业务迎来订单收入景气共振》——2023-07-12

《思源电气 (002028.SZ) - 深耕电力设备行业三十载，收购烯晶碳能股权打造第二增长曲线》——2023-03-02

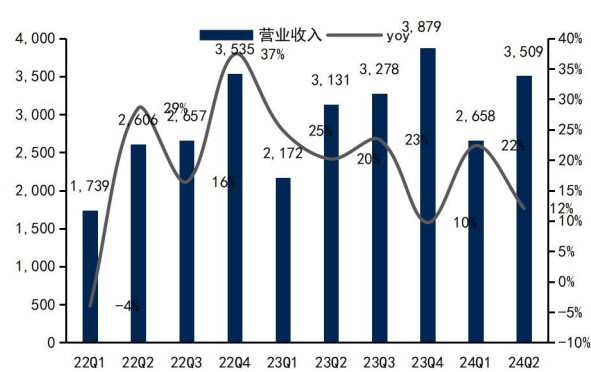
上半年业绩符合预期，收入利润实现两位数增长。2024年上半年公司实现营收61.66亿元，同比+16.27%；归母净利润8.87亿元，同比+26.64%；扣非净利润8.41亿元，同+23.48%。24H1毛利率31.75%，同比+2.69pct；净利率14.54%，同比+0.83pct。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



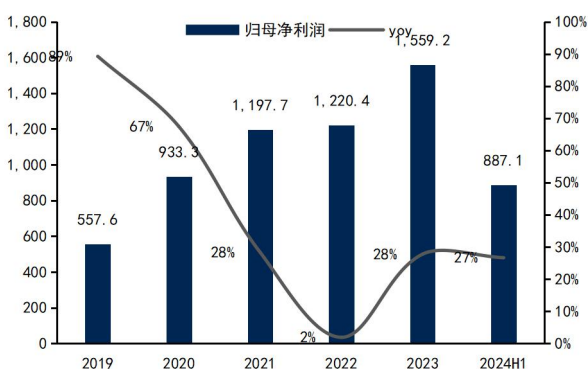
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



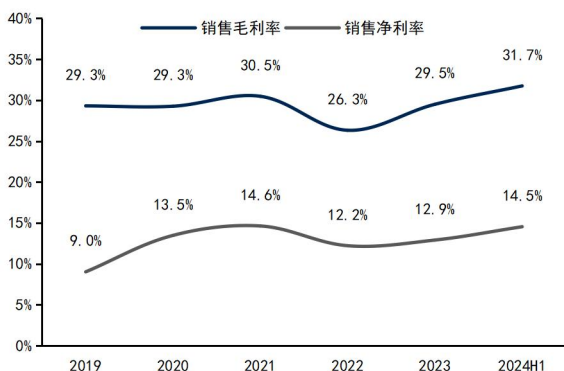
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



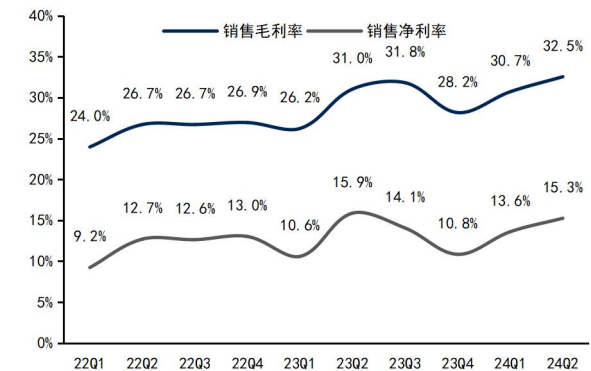
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度业绩创历史新高，毛利率同环比提升。2024年二季度公司实现营收 35.09 亿元，同比+12.05%，环比+32.03%，归母净利润 5.24 亿，同比+8.66%，环比+44.21%，扣非净利润 5.00 亿元，同比+0.26%，环比+46.58%。二季度销售毛利率 32.54%，同比+1.51pct，环比+1.84pct，净利率 15.25%，同比-0.63pct，环比+1.65pct。

上半年线圈类收入大幅增长，各产品线毛利率均有提升。上半年公司开关类收入 28.86 亿元，同比+9.78%，毛利率 35.22%，同比+3.76pct；线圈类收入 16.74 亿元，同比+50.48%，毛利率 33.68%，同比+0.70pct；无功补偿收入 6.97 亿元，同比-9.10%，毛利率 24.71%，同比+2.65pct；智能设备收入 4.70 亿元，同比+35.25%，毛利率 31.62%，同比+1.23pct；工程总包收入 3.72 亿元，同比+25.17%，毛利率 11.27%，同比+0.06pct。

上半年海外收入同比增长 40%，开关类子公司盈利能力显著提升。上半年公司实现海外收入 15.15 亿元，同比+40.04%，毛利率 33.82%，同比+1.52pct。上半年子公司思源高压开关实现收入 22.01 亿元，同比+10.05%，净利润 4.35 亿元，同比+47.98%；如高高压电器实现收入 8.70 亿元，同比+5.67%，净利润 1.70 亿元，同比+25.68%；思源赫兹互感器收入 5.41 亿元，同比+20.99%，净利润 0.89 亿元，同比+38.59%。

投资建议：上调盈利预测，维持“优大于市”评级。考虑到公司海外业务开拓情况和盈利能力提升，小幅上调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 20.54/25.79/31.40 亿元（原预测值为 19.47/24.44/30.06 亿元），当前股价对应 PE 分别为 25/20/16 倍，维持“优大于市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E	(23A)	
002028.SZ	思源电气	66.32	513	2.01	2.65	3.33	32.9	25.0	19.9	15.0	优大于市
600312.SH	平高电气	18.7	254	0.60	0.86	1.07	31.2	21.7	17.5	8.1	-
600406.SH	国电南瑞	23.63	1,898	0.89	1.00	1.14	26.6	23.6	20.7	15.2	-
000400.SZ	许继电气	28.46	290	0.99	1.19	1.56	28.7	23.9	18.2	9.4	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2462	3328	1500	1500	3007	营业收入	10537	12460	15183	17865	20957
应收款项	4501	5321	4576	5384	6316	营业成本	7763	8784	10596	12560	14791
存货净额	2459	2861	5824	6852	8038	营业税金及附加	72	78	91	107	126
其他流动资产	266	342	403	477	562	销售费用	465	582	683	661	775
流动资产合计	12074	14756	15485	17690	21734	管理费用	215	358	457	479	514
固定资产	1367	1686	1694	1696	1673	研发费用	673	917	1093	1215	1299
无形资产及其他	394	482	470	458	446	财务费用	(10)	(3)	22	37	(5)
投资性房地产	1874	1806	3796	3573	3144	投资收益	6	20	10	10	10
长期股权投资	2	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(101)	(212)	(90)	(60)	(60)
资产总计	15711	18733	21448	23420	26999	其他收入	78	226	242	242	242
短期借款及交易性金融负债	123	114	2221	657	50	营业利润	1342	1778	2403	2998	3649
应付款项	4055	4967	3443	4087	4818	营业外净收支	(11)	(7)	0	1	2
其他流动负债	1064	1286	1737	2031	2387	利润总额	1331	1771	2403	2999	3651
流动负债合计	6016	7851	8615	8204	8932	所得税费用	44	163	228	285	347
长期借款及应付债券	0	30	110	190	254	少数股东损益	67	49	120	135	164
其他长期负债	258	187	253	317	382	归属于母公司净利润	1220	1559	2054	2579	3140
长期负债合计	258	217	363	507	636	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6275	8067	8979	8710	9568	净利润	1220	1559	2054	2579	3140
少数股东权益	265	282	342	414	512	资产减值准备	(109)	51	(70)	(40)	(40)
股东权益	9171	10384	12127	14296	16919	折旧摊销	120	177	124	130	135
负债和股东权益总计	15711	18733	21448	23420	26999	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(10)	(3)	22	37	(5)
每股收益	1.59	2.01	2.65	3.33	4.06	营运资本变动	(57)	483	(3898)	(1053)	(1201)
每股红利	0.30	0.40	0.53	0.67	0.81	其它	(120)	2	268	265	255
每股净资产	12.26	13.78	16.11	19.00	22.51	经营活动现金流	1055	2272	(1522)	1881	2288
ROIC	18%	21%	21%	22%	25%	资本开支	(445)	(733)	(120)	(120)	(100)
ROE	14%	16%	19%	20%	21%	其它投资现金流	(4)	(16)	(1980)	233	439
毛利率	26%	29%	30%	30%	29%	投资活动现金流	(450)	(749)	(2100)	113	339
EBIT Margin	13%	14%	15%	16%	17%	权益性融资	(687)	(536)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	16%	17%	17%	负债净变化	3188	2284	2187	(1483)	(543)
收入增长	21%	18%	22%	18%	17%	支付股利、利息	(2598)	(2362)	(372)	(474)	(582)
净利润增长率	2%	28%	32%	26%	22%	其它融资现金流	10	3	(22)	(37)	5
资产负债率	40%	43%	42%	37%	35%	融资活动现金流	(88)	(612)	1794	(1994)	(1120)
股息率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	现金净变动	518	911	(1828)	0	1507
P/E	41.84	32.92	24.99	19.91	16.35	货币资金的期初余额	1878	2462	3328	1500	1500
P/B	5.41	4.81	4.12	3.49	2.95	货币资金的期末余额	2462	3328	1500	1500	3007
EV/EBITDA	39.04	30.98	24.95	19.98	16.83	企业自由现金流	922	1508	(1818)	1559	1987
						权益自由现金流	4120	3794	349	42	1448

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032