

非金融公司|公司点评|思源电气（002028）

# 海外市场持续拓展，盈利能力提升



## 报告要点

公司海外市场持续拓展，盈利能力提升。2024H1，实现海外收入 15.15 亿元，同比+40.04%，占营业收入比为 24.56%，同比+4.16pct，海外地区毛利率为 33.82%，同比+1.52pct。公司坚持对海外市场的投入，出口业务已遍布 100 多个国家和地区。公司会根据目标市场需求变化，灵活调整市场进入策略和产品组合，利用多渠道销售和定制化服务增强市场竞争力。鉴于公司国内网外和海外市场成长可期，主营产品盈利能力持续提升，给予“买入”评级

## 分析师及联系人



贺朝晖

SAC: S0590521100002

## 思源电气(002028)

# 海外市场持续拓展，盈利能力提升

行业： 电力设备/电网设备  
投资评级： 买入（维持）  
当前价格： 66.49 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 774.21/602.64  
流通A股市值(百万元) 40,069.31  
每股净资产(元) 14.25  
资产负债率(%) 42.59  
一年内最高/最低(元) 76.24/46.00

### 股价相对走势



### 相关报告

1、《思源电气(002028)：业绩符合预期，国内海外需求共振促发展》2024.04.21



扫码查看更多

### 事件：

公司发布2024年中报，2024H1实现营业总收入61.66亿元，同比+16.27%；实现归母净利润8.87亿元，同比+26.64%。其中2024Q2公司实现营业收入35.09亿元，同比+12.05%，环比+32.03%；实现归母净利润5.24亿元，同比+8.66%，环比+44.21%。业绩符合预期。

#### ➤ 海外市场持续拓展，盈利能力提升

2024H1，公司实现海外收入15.15亿元，同比+40.04%，占营业收入比为24.56%，同比+4.16pct，海外地区毛利率为33.82%，同比+1.52pct。公司坚持对海外市场的投入，出口业务已遍布100多个国家和地区。公司会根据目标市场需求变化，灵活调整市场进入策略和产品组合，利用多渠道销售和定制化服务增强市场竞争力。

#### ➤ 线圈类产品收入高增，主营产品毛利率均提高

2024H1，公司开关类/线圈类/无功补偿类/智能设备类分别实现营业收入28.86/16.74/6.97/4.70亿元，同比+9.78%/+50.48%/+9.10%/+35.25%，毛利率分别为35.22%/33.68%/24.71%/31.62%，同比+3.76%/+0.70%/+2.65%/+1.23pct。公司在国网24年第3批输变电设备实现中标7.38亿元，占总金额的4.81%。我们认为公司在兼顾网内业务的同时，未来有望重点发力新能源和工业市场，网外市场有望实现快速增长。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为152.13/187.09/228.35亿元，同比分别+22.09%/+22.98%/+22.06%；归母净利润分别为20.68/25.76/31.15亿元，同比增速分别为32.63%/24.58%/20.92%。EPS分别为2.67/3.33/4.02元。鉴于公司国内网外和海外市场成长可期，主营产品盈利能力持续提升，给予“买入”评级。

**风险提示：**国内电网建设不及预期；海外项目风险；汇率风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10537	12460	15213	18709	22835
增长率(%)	21.18%	18.25%	22.09%	22.98%	22.06%
EBITDA(百万元)	1460	1975	2652	3242	3844
归母净利润(百万元)	1220	1559	2068	2576	3115
增长率(%)	1.90%	27.76%	32.63%	24.58%	20.92%
EPS(元/股)	1.58	2.01	2.67	3.33	4.02
市盈率(P/E)	42.2	33.0	24.9	20.0	16.5
市净率(P/B)	5.6	5.0	4.3	3.6	3.1
EV/EBITDA	17.7	18.6	17.8	14.2	11.6

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年08月19日收盘价

## 1. 风险提示

- 1) **国内电网建设不及预期:**国内电网建设若不及预期,对应设备招标节奏有望放缓,或将进一步导致设备厂商业绩不及预期。
- 2) **海外项目风险:**海外 EPC 工程,包括工程设计、设备采购、监造、运输、土建施工、安装调试等工作,管理范围广,项目周期长(1-3年),可能会存在现场施工安全问题、回款慢等风险。
- 3) **汇率风险:**公司出口业务遍布 100 多个国家和地区,结算币种涉及美元、欧元、英镑等多种货币,随着未来公司海外业务的持续发展,汇率波动或将对公司的经营业绩产生一定的影响。

## 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2462	3328	4274	5880	7886	营业收入	10537	12460	15213	18709	22835
应收账款+票据	5327	6278	7451	8907	10559	营业成本	7763	8784	10675	13115	16100
预付账款	405	336	410	504	615	营业税金及附加	72	78	99	121	148
存货	2459	2861	3363	4132	5073	营业费用	465	582	639	767	913
其他	1421	1953	1992	2080	2183	管理费用	889	1275	1445	1740	2055
<b>流动资产合计</b>	<b>12074</b>	<b>14756</b>	<b>17491</b>	<b>21503</b>	<b>26316</b>	财务费用	-10	-3	-10	-16	-23
长期股权投资	2	3	3	3	3	资产减值损失	4	-131	-76	-94	-114
固定资产	1246	1608	1681	1779	1857	公允价值变动收益	-38	13	0	0	0
在建工程	151	106	150	150	150	投资净收益	6	20	15	15	15
无形资产	394	482	377	272	166	其他	11	133	53	30	4
其他非流动资产	1844	1777	1754	1731	1730	<b>营业利润</b>	<b>1342</b>	<b>1778</b>	<b>2356</b>	<b>2934</b>	<b>3546</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3637</b>	<b>3977</b>	<b>3965</b>	<b>3934</b>	<b>3906</b>	营业外净收益	-11	-7	-7	-7	-7
<b>资产总计</b>	<b>15711</b>	<b>18733</b>	<b>21456</b>	<b>25436</b>	<b>30222</b>	<b>利润总额</b>	<b>1331</b>	<b>1771</b>	<b>2349</b>	<b>2927</b>	<b>3539</b>
短期借款	109	82	0	0	0	所得税	44	163	216	269	325
应付账款+票据	4055	4967	5894	7062	8449	<b>净利润</b>	<b>1287</b>	<b>1609</b>	<b>2133</b>	<b>2658</b>	<b>3214</b>
其他	1852	2802	2965	3640	4453	少数股东损益	67	49	65	82	99
<b>流动负债合计</b>	<b>6016</b>	<b>7851</b>	<b>8859</b>	<b>10702</b>	<b>12901</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1220</b>	<b>1559</b>	<b>2068</b>	<b>2576</b>	<b>3115</b>
长期带息负债	14	43	34	25	17						
长期应付款	6	6	6	6	6	<b>财务比率</b>					
其他	238	168	168	168	168		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>258</b>	<b>217</b>	<b>208</b>	<b>199</b>	<b>191</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6275</b>	<b>8067</b>	<b>9067</b>	<b>10901</b>	<b>13092</b>	营业收入	21.18%	18.25%	22.09%	22.98%	22.06%
少数股东权益	265	282	347	429	527	EBIT	-7.24%	33.85%	32.31%	24.40%	20.81%
股本	770	774	774	774	774	EBITDA	-4.31%	35.25%	34.29%	22.25%	18.58%
资本公积	277	159	159	159	159	归属于母公司净利润	1.90%	27.76%	32.63%	24.58%	20.92%
留存收益	8124	9451	11108	13173	15670	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9436</b>	<b>10666</b>	<b>12389</b>	<b>14535</b>	<b>17130</b>	毛利率	26.33%	29.50%	29.83%	29.90%	29.50%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15711</b>	<b>18733</b>	<b>21456</b>	<b>25436</b>	<b>30222</b>	净利率	12.22%	12.91%	14.02%	14.21%	14.07%
						ROE	13.31%	15.01%	17.17%	18.26%	18.76%
						ROIC	25.60%	26.45%	31.51%	34.31%	37.18%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	39.94%	43.06%	42.26%	42.86%	43.32%
						流动比率	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
						速动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6
						存货周转率	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.6	2.0	2.7	3.3	4.0
						每股经营现金流	1.4	2.9	2.2	3.1	3.8
						每股净资产	11.8	13.4	15.6	18.2	21.4
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	42.2	33.0	24.9	20.0	16.5
						市净率	5.6	5.0	4.3	3.6	3.1
						EV/EBITDA	17.7	18.6	17.8	14.2	11.6
						EV/EBIT	19.6	20.7	20.2	15.8	12.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 19 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼