

电力设备

报告日期：2024年10月30日

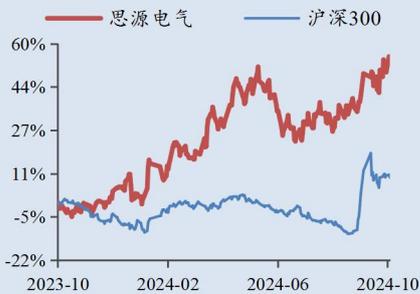
## 在手订单充足，盈利能力持续提升

### ——思源电气（002028.SZ）2024年三季度报点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年10月29日

当前价格（元）	76.99
52周价格区间（元）	47.25-80.71
总市值（百万元）	59,767.08
流通市值（百万元）	46,557.40
总股本（万股）	77,629.67
流通股（万股）	60,472.01
近一月换手（%）	31.33

分析师：杨阳  
执业证书编号：S0230523110001  
邮箱：yangy@hlzqgs.com

分析师：许紫荆  
执业证书编号：S0230124020004  
邮箱：xuzj@hlzqgs.com

#### 相关阅读

《2023年业绩稳健增长，海外订单有望持续——思源电气（002028.SZ）2023年报点评报告》2024.04.25

#### 事件：

10月25日，公司发布2024年三季度报。

2024年前三季度，公司实现营收104.07亿元，同比+21.28%；归母净利润14.91亿元，同比+29.88%；

其中，2024Q3单季营收42.41亿元，同比+29.39%；归母净利润6.04亿元，同比+34.95%。

#### 观点：

- **收入结构优化，盈利能力提升。**2024年前三季度，公司实现毛利率31.42%，同比+1.31pct；实现净利率14.60%，同比+0.76pct，盈利能力提升或受益于海外占比提升带来的收入结构优化。预计随着海外市场逐步开拓以及高毛利率的高压产品逐步确认收入，公司盈利能力仍有进一步上行的空间。
- **合同负债、存货同比高增，在手订单充足。**截至2024年Q3，公司合同负债规模达到22.36亿元，同比+98%；公司存货规模达到36.58亿元，同比+33%。合同负债、存货同比高增，我们认为主要受益于需求提升、订单增加，有望支撑公司业绩持续增长。
- **计划3亿元投资高压GIS生产基地。**截至2024年Q3，公司在建工程规模达到4.6亿元，同比增加2.5亿元，增长主要系中压开关设备生产基地、江苏思源新能源公司基地建设等投资。据10月25日公告，公司控股子公司江苏思源高压开关计划投资高压GIS生产基地，计划总投资为3亿元，项目建设期为12个月。本次投资有望支撑高压GIS开拓，满足未来交付的产能需求。
- **盈利预测及投资评级：**公司深耕输配电设备多年，有望受益于国内投资增长和海外更新及新建设备需求。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为20.85/25.41/30.68亿元，当前股价对应2024-2026年PE分别为28.7/23.5/19.5倍。我们选取国电南瑞、中国西电、许继电气作为可比公司，公司业务结构良好、出海进度领先，当前估值水平略高于行业平均值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策变动风险；电网投资及招标不及预期的风险；境外渠道建设不及预期风险；出口政策风险；原材料价格波动风险；确认收入节奏不及预期的风险；不可抗力因素风险。

## ➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,537	12,460	15,020	17,762	20,463
增长率（%）	21.2	18.2	20.5	18.3	15.2
归母净利润（百万元）	1,220	1,559	2,085	2,541	3,068
增长率（%）	1.9	27.8	33.8	21.8	20.8
ROE（%）	13.6	15.1	17.4	17.7	17.9
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.57	2.01	2.69	3.27	3.95
市盈率（P/E）	49.0	38.3	28.7	23.5	19.5
市净率（P/B）	6.5	5.8	4.9	4.1	3.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## ➤ 可比公司估值表

代码	简称	2024/10/29	EPS（元）					PE（倍）				
		收盘价	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600406.SH	国电南瑞	27.35	0.96	0.89	1.00	1.13	1.28	28.4	30.6	27.3	24.2	21.4
601179.SH	中国西电	7.89	0.12	0.17	0.24	0.34	0.42	66.0	45.7	33.2	23.2	18.7
000400.SZ	许继电气	30.39	0.75	0.99	1.22	1.61	2.01	40.4	30.8	25.0	18.9	15.1
	平均值		0.61	0.68	1.90	2.42	2.97	44.9	35.7	28.5	22.1	18.4
002028.SZ	思源电气	76.99	1.57	2.01	2.69	3.27	3.95	49.0	38.3	28.7	23.5	19.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所；可比公司盈利预测来自Wind一致预测。

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	12074	14756	17348	20964	24647	<b>营业收入</b>	10537	12460	15020	17762	20463
现金	2462	3328	3595	5521	6923	营业成本	7763	8784	10431	12423	14416
应收票据及应收账款	4501	5321	6519	7483	8648	营业税金及附加	72	78	94	111	128
其他应收款	201	210	285	300	374	销售费用	465	582	721	764	819
预付账款	405	336	557	499	717	管理费用	215	358	421	444	450
存货	2459	2861	3456	4067	4662	研发费用	673	917	1142	1279	1330
其他流动资产	2047	2701	2937	3094	3323	财务费用	-10	-3	-36	-48	-84
<b>非流动资产</b>	3637	3977	4136	4296	4443	资产和信用减值损失	-101	-212	-64	-110	-131
长期股权投资	2	3	3	3	3	其他收益	115	212	161	170	174
固定资产	1215	1579	1687	1798	1893	公允价值变动收益	-38	13	-4	-4	-1
无形资产	394	482	525	562	608	投资净收益	6	20	14	15	16
其他非流动资产	2026	1913	1920	1933	1939	资产处置收益	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	15711	18733	21484	25260	29091	<b>营业利润</b>	1342	1778	2356	2861	3463
<b>流动负债</b>	6016	7851	8738	10131	11045	营业外收入	6	4	6	5	5
短期借款	109	82	82	82	82	营业外支出	17	11	13	13	13
应付票据及应付账款	4055	4967	5746	7013	7792	<b>利润总额</b>	1331	1771	2348	2853	3455
其他流动负债	1852	2802	2910	3036	3171	所得税	44	163	170	206	261
<b>非流动负债</b>	258	217	211	205	199	<b>净利润</b>	1287	1609	2178	2647	3194
长期借款	0	30	24	18	13	少数股东损益	67	49	93	106	126
其他非流动负债	258	187	187	187	187	<b>归属母公司净利润</b>	1220	1559	2085	2541	3068
<b>负债合计</b>	6275	8067	8949	10336	11244	EBITDA	1476	2005	2522	3048	3669
少数股东权益	265	282	374	480	606	EPS (元)	1.57	2.01	2.69	3.27	3.95
股本	770	774	774	774	774						
资本公积	277	159	159	159	159						
留存收益	7637	9387	11165	13310	15900						
归属母公司股东权益	9171	10384	12160	14443	17240						
<b>负债和股东权益</b>	15711	18733	21484	25260	29091						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1055	2272	920	2523	1994
净利润	1287	1609	2178	2647	3194
折旧摊销	124	190	199	232	268
财务费用	-10	-3	-36	-48	-84
投资损失	-6	-20	-14	-15	-16
营运资金变动	-434	253	-1475	-407	-1499
其他经营现金流	93	244	67	114	131
<b>投资活动现金流</b>	-450	-749	-347	-381	-400
资本支出	445	733	358	392	415
长期投资	999	1000	-0	-0	-0
其他投资现金流	-1004	-1016	11	12	15
<b>筹资活动现金流</b>	-88	-612	-306	-215	-193
短期借款	66	-27	0	0	0
长期借款	0	30	-6	-6	-6
普通股增加	4	4	0	0	0
资本公积增加	74	-118	0	0	0
其他筹资现金流	-231	-500	-300	-210	-187
<b>现金净增加额</b>	546	895	267	1926	1402

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	21.2	18.2	20.5	18.3	15.2
营业利润同比增速(%)	-4.6	32.5	32.5	21.5	21.0
归属于母公司净利润同比增速(%)	1.9	27.8	33.8	21.8	20.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.3	29.5	30.6	30.1	29.6
净利率(%)	12.2	12.9	14.5	14.9	15.6
ROE(%)	13.6	15.1	17.4	17.7	17.9
ROIC(%)	14.0	15.6	17.5	17.9	18.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.9	43.1	41.7	40.9	38.7
净负债比率(%)	-24.6	-29.6	-27.5	-36.1	-38.0
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.57	2.01	2.69	3.27	3.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	2.93	1.18	3.25	2.57
每股净资产(最新摊薄)	11.81	13.38	15.66	18.60	22.21
<b>估值比率</b>					
P/E	49.0	38.3	28.7	23.5	19.5
P/B	6.5	5.8	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	38.2	27.5	21.8	17.4	14.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046