

研究所：
 证券分析师：李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn
 证券分析师：王刚 S0350524020001
 wangg06@ghzq.com.cn

公司经营稳健，海外业务实现较快增长

——思源电气（002028）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/16

表现	1M	3M	12M
思源电气	7.9%	-7.2%	37.2%
沪深300	-4.4%	-8.1%	-12.4%

市场数据

2024/08/16

当前价格(元)	66.32
52周价格区间(元)	46.00-76.24
总市值(百万)	51,345.82
流通市值(百万)	39,966.87
总股本(万股)	77,421.33
流通股本(万股)	60,263.67
日均成交额(百万)	317.93
近一月换手(%)	0.93

相关报告

《思源电气(002028)2023年三季度报点评：盈利较快增长，海外市场开拓步入收获期(买入)*电网设备*李航》——2023-10-25

《思源电气(002028)2023年半年报业绩点评：盈利水平明显提升，海外业务进入加速增长期(买入)*电网设备*李航》——2023-08-21

《思源电气(002028)2022年年报点评报告：新业务打造第二增长曲线，全球市场贡献更大增长空间(买入)*电网设备*李航》——2023-04-17

事件：

思源电气2024年8月17日发布2024年半年度报告：2024H1，公司实现营收61.7亿元，同比+16%；归母净利润8.9亿元，同比+27%；扣非归母净利润8.4亿元，同比+23%；销售毛利率31.7%，同比+2.7pct；销售净利率14.5%，同比+0.8pct。

其中，2024Q2，营收35.1亿元，环比+32%，同比+12%；归母净利润5.2亿元，环比+44%，同比+9%；扣非归母净利润5.0亿元，环比+47%，同比+0%；销售毛利率32.5%，环比+1.8pct，同比+1.5pct；销售净利率15.3%，环比+1.6pct，同比-0.6pct。

投资要点：

- **线圈类业务收入大幅增长，开关业务毛利率明显提升。**2024H1，公司开关类及相关产品实现营收29亿元，同比+10%，毛利率35.2%，同比+3.8pct；线圈类及相关产品营收17亿元，同比+50%，毛利率33.7%，同比+0.7pct；无功补偿类及相关产品营收7亿元，同比-9%，毛利率24.7%，同比+2.7pct；智能设备类及相关产品营收5亿元，同比+35%，毛利率31.6%，同比+1.2pct；工程总承包营收4亿元，同比+25%，毛利率11.3%，同比+0.1pct。其中，营收增长主要受益于线圈类产品收入增长，盈利增长主要受益于开关类产品毛利率较大幅度增长。
- **海外业务保持较快增长，海外需求有望持续高景气。**2024H1，公司海外地区营收15亿元，同比+40%，营收占比提升至25%，同比+4pct。海外市场快速增长是长周期需求推动，体现在欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。
- **持续加强研发投入及新产品开发力度，带动公司经营质量持续提升。**2024H1，公司研发费用同比+21%，研发费用率达7.2%，同比+0.3pct。公司注重产品技术和人力资本的持续积累投入，取得了多项国内外先进或领先水平的核心技术，使公司产品与国内同类产品相比具有技术领先、成本低、品质高等特点，在国内居于领先

水平。

- **盈利预测和投资评级：** 公司是国内领先的电力设备企业，预计 2024-2026 年公司有望实现营业收入 151/185/216 亿元，同比增速分别为+21%、+22%、+17%；归母净利润为 20.8/26.3/32.0 亿元，同比增速分别为+33%、+27%、+22%，当前股价对应 PE 分别为 25X、19X、16X。公司经营稳健，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：** 政策性风险，市场风险，汇率风险，海外子公司管理风险，海外 EPC 工程项目风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12460	15084	18469	21583
增长率(%)	18	21	22	17
归母净利润（百万元）	1559	2075	2635	3202
增长率(%)	28	33	27	22
摊薄每股收益（元）	2.01	2.68	3.40	4.14
ROE(%)	15	17	18	19
P/E	25.76	24.74	19.49	16.04
P/B	3.88	4.24	3.59	3.04
P/S	3.23	3.40	2.78	2.38
EV/EBITDA	17.93	18.90	14.55	11.66

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：思源电气盈利预测表

证券代码:	002028				股价:	66.32				投资评级:	买入				日期:	2024/08/16				
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E		每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						每股指标														
ROE	15%	17%	18%	19%		EPS	2.02	2.68	3.40	4.14										
毛利率	29%	31%	31%	31%		BVPS	13.42	15.66	18.46	21.81										
期间费率	8%	7%	7%	7%		估值														
销售净利率	13%	14%	14%	15%		P/E	25.76	24.74	19.49	16.04										
成长能力						P/B	3.88	4.24	3.59	3.04										
收入增长率	18%	21%	22%	17%		P/S	3.23	3.40	2.78	2.38										
利润增长率	28%	33%	27%	22%																
营运能力						利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.72	0.75	0.78	0.76		营业收入	12460	15084	18469	21583										
应收账款周转率	3.17	3.17	3.20	3.12		营业成本	8784	10404	12782	14946										
存货周转率	3.30	3.35	3.41	3.33		营业税金及附加	78	97	118	138										
偿债能力						销售费用	582	739	886	971										
资产负债率	43%	42%	43%	43%		管理费用	358	445	526	604										
流动比	1.88	1.91	1.90	1.95		财务费用	-3	-60	-64	-91										
速动比	1.33	1.34	1.34	1.39		其他费用/(-收入)	917	1192	1441	1691										
						营业利润	1778	2383	3016	3667										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		营业外净收支	-7	-8	-8	-8										
现金及现金等价物	4940	5223	6611	8299		利润总额	1771	2375	3008	3659										
应收款项	5321	6442	7887	9218		所得税费用	163	219	277	337										
存货净额	2861	3357	4137	4833		净利润	1609	2157	2731	3322										
其他流动资产	1635	2010	2405	2800		少数股东损益	49	82	97	120										
流动资产合计	14756	17032	21041	25149		归属于母公司净利润	1559	2075	2635	3202										
固定资产	1579	1928	2243	2535																
在建工程	106	276	338	349		现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	2289	2338	2399	2490		经营活动现金流	2272	1455	2579	2958										
长期股权投资	3	3	3	3		净利润	1559	2075	2635	3202										
资产总计	18733	21576	26023	30526		少数股东损益	49	82	97	120										
短期借款	82	112	152	172		折旧摊销	206	219	256	281										
应付款项	4967	5733	7105	8284		公允价值变动	-13	0	0	0										
合同负债	1483	1567	2012	2315		营运资金变动	317	-944	-477	-652										
其他流动负债	1319	1489	1816	2102		投资活动现金流	-749	-752	-705	-653										
流动负债合计	7851	8901	11085	12873		资本支出	-728	-837	-730	-682										
长期借款及应付债券	30	30	30	30		长期投资	404	0	0	0										
其他长期负债	187	160	160	160		其他	-425	85	25	29										
长期负债合计	217	190	190	190		筹资活动现金流	-612	-413	-486	-618										
负债合计	8067	9091	11274	13063		债务融资	-27	2	40	20										
股本	774	774	774	774		权益融资	45	67	0	0										
股东权益	10666	12485	14749	17463		其它	-630	-483	-526	-638										
负债和股东权益总计	18733	21576	26023	30526		现金净增加额	895	284	1388	1687										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，分析师，华中科技大学博士，电气工程专业，4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖电气设备及储能等方向。

李铭全，分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向。

张竞元，研究助理，伦敦政治经济学院硕士。2024年加入国海证券，覆盖储能等板块。

【分析师承诺】

李航，王刚，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。