

思源电气 (002028)

2024 年业绩快报点评：业绩符合市场预期，盈利能力继续提升

买入 (维持)

2025 年 01 月 19 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10537	12460	15458	18667	22799
同比 (%)	21.18	18.25	24.06	20.75	22.14
归母净利润 (百万元)	1221	1559	2087	2718	3525
同比 (%)	1.91	27.75	33.85	30.23	29.69
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.57	2.01	2.69	3.50	4.54
P/E (现价&最新摊薄)	47.26	36.99	27.64	21.22	16.36

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **事件:** 公司发布 24 年业绩快报, 公司实现营收 154.58 亿元, 同比+24%, 实现归母净利润 20.87 亿元, 同比+34%, 扣非归母净利润 19.14 亿元, 同比+35%, 其中 24Q4 实现营收 50.51 亿元, 同比+30%, 归母净利润 5.95 亿元, 同比+45%, 扣非归母净利润 5.08 亿元, 同比+64%。业绩符合市场预期。

■ **盈利能力持续提升。** 公司 24 年实现归母净利率 13.5%, 同比+0.98pct, 实现扣非归母净利率 12.38%, 同比+0.97pct, 其中 24Q4 实现归母净利率 11.78%, 同比+1.19pct, 实现扣非归母净利率 10.06%, 同比+2.07pct。盈利能力持续提升, 我们认为主要系公司海外收入占比提高+成本管控所致, 公司不断挖掘企业经营各环节的潜力, 推动公司高质量发展。

■ **国内市场基本盘稳健, 海外市场开疆拓土。** 1) **国内市场,** 截至 24 年 11 月, 国内电网基建完成额约 5290 亿元, 同比+19%, 国内电网建设高景气。24 年国网变电物资招标金额同比+8%, 公司国网变电物资市场份额约 5%, 同比 23 年有所下降, 主要系公司变压器业务放弃国内、聚集海外优质市场所致。我们预计公司 24 年网内稳健增长+网外集中式新能源快速增长, 展望 25 年, 国内网内有望实现个位数增长, 网外增速维持较快增长, 国内市场基本盘稳健。2) **海外市场,** 根据海关数据, 2024 年变压器/高压开关出口金额同比+28%/26%, 电力设备需求旺盛, 公司持续拓展海外市场, 我们预计公司 24 年海外收入有望实现翻倍增长。展望 25 年, 海外高压电力设备仍供不应求, 公司海外业务有望维持 50% 以上增长。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到子公司烯晶碳能有望实现盈利、海外收入占比继续提升, 我们上修公司 24-26 年归母净利润分别为 20.7 (+0.2) /27.2 (+1.3) /35.2 (+4.7) 亿元, 同比+34%/30%/30%, 现价对应估值分别为 28x、21x、16x, 考虑到公司是国内电力设备出海龙头, 经营 α 强, 参考当前 24 年 PE, 给予公司 25 年 28x PE, 对应目标价 98.0 元/股, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 电网投资不及预期, 海外市场拓展不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.30
一年最低/最高价	49.00/81.10
市净率(倍)	4.90
流通 A 股市值(百万元)	44,930.71
总市值(百万元)	57,678.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.16
资产负债率(% ,LF)	44.35
总股本(百万股)	776.30
流通 A 股(百万股)	604.72

相关研究

《思源电气(002028): 2024 年三季度报点评: Q3 国内外交付节奏加快, 业绩略超预期》

2024-10-28

《思源电气(002028): 2024 年半年报点评: 海外业务增速亮眼, 国内+海外双轮驱动公司行稳致远》

2024-08-18

思源电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,756	17,988	22,041	27,306	营业总收入	12,460	15,458	18,667	22,799
货币资金及交易性金融资产	4,940	6,791	9,655	13,574	营业成本(含金融类)	8,784	10,829	12,928	15,656
经营性应收款项	5,657	6,288	6,961	7,600	税金及附加	78	104	120	148
存货	2,861	3,242	3,481	3,792	销售费用	582	727	862	1,037
合同资产	957	1,248	1,468	1,795	管理费用	358	425	495	593
其他流动资产	342	418	474	546	研发费用	917	1,113	1,325	1,607
非流动资产	3,977	4,338	4,719	5,168	财务费用	(3)	2	(14)	(36)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	212	263	299	353
固定资产及使用权资产	1,608	2,004	2,344	2,647	投资净收益	20	18	21	29
在建工程	106	43	15	2	公允价值变动	13	8	(12)	(19)
无形资产	482	477	471	480	减值损失	(212)	(197)	(205)	(210)
商誉	648	542	442	342	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	45	85	165	325	营业利润	1,778	2,352	3,054	3,948
其他非流动资产	1,084	1,184	1,279	1,369	营业外净收支	(7)	3	3	8
资产总计	18,733	22,325	26,759	32,475	利润总额	1,771	2,355	3,057	3,956
流动负债	7,851	9,448	11,278	13,611	减:所得税	163	212	275	356
短期借款及一年内到期的非流动负债	114	74	73	68	净利润	1,609	2,143	2,782	3,600
经营性应付款项	4,967	5,941	7,108	8,642	减:少数股东损益	49	56	64	76
合同负债	1,483	1,906	2,262	2,708	归属母公司净利润	1,559	2,087	2,718	3,525
其他流动负债	1,286	1,527	1,834	2,192	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.01	2.69	3.50	4.54
非流动负债	217	221	224	225	EBIT	1,863	2,262	2,936	3,758
长期借款	30	30	30	30	EBITDA	2,069	2,446	3,142	3,976
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.50	29.95	30.74	31.33
租赁负债	13	17	20	21	归母净利率(%)	12.51	13.50	14.56	15.46
其他非流动负债	174	174	174	174	收入增长率(%)	18.25	24.06	20.75	22.14
负债合计	8,067	9,669	11,502	13,837	归母净利润增长率(%)	27.75	33.85	30.23	29.69
归属母公司股东权益	10,384	12,319	14,856	18,161					
少数股东权益	282	337	401	477					
所有者权益合计	10,666	12,656	15,258	18,638					
负债和股东权益	18,733	22,325	26,759	32,475					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,272	2,665	3,720	4,893	每股净资产(元)	13.42	15.92	19.20	23.47
投资活动现金流	(749)	(665)	(682)	(749)	最新发行在外股份(百万股)	776	776	776	776
筹资活动现金流	(612)	(192)	(181)	(226)	ROIC(%)	16.59	17.44	18.98	20.03
现金净增加额	895	1,808	2,856	3,918	ROE-摊薄(%)	15.01	16.94	18.29	19.41
折旧和摊销	206	185	206	218	资产负债率(%)	43.06	43.31	42.98	42.61
资本开支	(728)	(508)	(508)	(508)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.99	27.64	21.22	16.36
营运资本变动	317	166	537	881	P/B(现价)	5.54	4.67	3.87	3.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>