

思源电气（002028）

2024 年年报点评：超额完成全年目标，经营 α +行业 β 共振助力成长

买入（维持）

2025 年 04 月 20 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12,460	15,458	18,582	22,441	27,127
同比（%）	18.25	24.06	20.21	20.77	20.89
归母净利润（百万元）	1,559	2,049	2,731	3,542	4,561
同比（%）	27.75	31.42	33.26	29.72	28.76
EPS-最新摊薄（元/股）	2.00	2.63	3.51	4.55	5.86
P/E（现价&最新摊薄）	35.04	26.66	20.01	15.42	11.98

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**发布 24 年年报，公司 24 年营收 154.6 亿元，同比+24.1%，归母净利润 20.5 亿元，同比+31.4%，毛利率 31.2%，同比+1.7pct，归母净利率 13.3%，同比+0.7pct；其中 24Q4 营收 50.5 亿元，同比+30.2%，归母净利润 5.6 亿元，同比+35.7%，毛利率 30.9%，同比+2.7pct，归母净利率 11%，同比+0.4pct。收入&利润与预告基本吻合，业绩符合市场预期。

■ **超预期完成 24 年经营目标，看好 25 年继续超额完成全年目标。**24 年营收目标/实际完成分别为 150/154.58 亿元，完成度 1.03，新签合同目标/实际完成分别为 206/214.57 亿元，完成度 1.04，均超额完成任务。24 年新签订单同比+30%，其中我们预计国内/海外分别同比超 10%/80%。公司 23/24 年订单收入比分别为 1.33/1.39，公司持续增长潜力强。25 年计划新签合同/实现营收分别为 268/185 亿元，同比+25%/20%，看好公司继续超额完成全年目标任务。

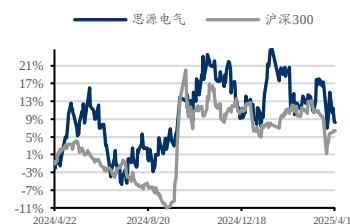
■ **国内基本盘稳中有进，海外市场迎来成长加速期。**24 年公司输变电设备实现收入 154.58 亿元，同比+24%，毛利率 31.25%，同比+1.75pct。1）公司国内业务收入 123.36 亿元（同比+20%），毛利率 29.78%（同比+2.18pct），收入占比约 80%，基本盘实现了稳健增长，思源高压/如高高压收入同比+21%/18%，净利率同比+2.33/0.77pct，受益于收入结构改善+降本，盈利能力持续提升，公司 750kV 组合电器已实现国网市场的中标，基于超容的 SSC 等构网型产品已挂网运行，新产品放量+网内外份额稳定，国内有望保持 20%以上的稳健增长。2）公司海外业务收入 31.22 亿元（同比+45%），毛利率 37.06%（同比-1.49pct），收入占比约 20%，24 年海外新签订单加速增长，多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了突破，海外电网建设维持高景气，我们预计 25 年海外订单有望实现超 50%的增长。

■ **费用管控良好，持续增长潜力强。**公司 24 年期间费用 23.2 亿元，同+25.1%，费用率 15%，同+0.1pct，费用率水平整体保持稳定。24 年经营性净现金流 24.6 亿元，同+8.4%，回款管控效果良好；24 年资本开支 9.2 亿元，同+26.3%，主要系在中压&电池等产线的建设投入；24Q4 末存货/合同负债 34.8/23.7 亿元，同比+21.5%/60%，持续增长潜力强；24 年商誉减值 1.07 亿元，主要系烯晶碳能的商誉减值，25 年我们预计商誉有望不再形成拖累。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司海外市场有望持续超预期，国内新产品逐渐兑现业绩，我们上修公司 25-26 年归母净利润分别为 27.3/35.4 亿元（前值为 27.2/35.3 亿元），预计公司 27 年归母净利润为 45.6 亿元，分别同比+33%/30%/29%，现价对应 PE 分别为 20x/15x/12x，考虑到公司 25-27 年归母净利润有望保持 30%左右增长，给予 25 年 26x PE，对应目标价 91.2 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)	70.20
一年最低/最高价	59.66/81.81
市净率(倍)	4.41
流通 A 股市值(百万元)	42,573.51
总市值(百万元)	54,626.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.92
资产负债率(%，LF)	46.09
总股本(百万股)	778.16
流通 A 股(百万股)	606.46

相关研究

《思源电气(002028)：2024 年业绩快报点评：业绩符合市场预期，盈利能力持续提升》

2025-01-19

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

2024-10-28

思源电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,911	21,788	26,920	33,257	营业总收入	15,458	18,582	22,441	27,127
货币资金及交易性金融资产	6,679	8,573	12,211	17,213	营业成本(含金融类)	10,628	12,701	15,177	18,086
经营性应收款项	7,138	7,534	8,373	9,022	税金及附加	99	124	145	176
存货	3,477	3,728	4,016	4,315	销售费用	768	920	1,100	1,329
合同资产	1,121	1,411	1,685	2,022	管理费用	449	539	640	773
其他流动资产	495	542	634	686	研发费用	1,110	1,329	1,593	1,926
非流动资产	4,563	5,256	5,908	6,619	财务费用	(7)	(4)	(22)	(52)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	218	297	359	434
固定资产及使用权资产	2,399	3,088	3,652	4,141	投资净收益	47	33	48	63
在建工程	312	186	106	70	公允价值变动	29	8	(12)	(19)
无形资产	572	564	555	564	减值损失	(274)	(200)	(180)	(200)
商誉	541	541	541	541	资产处置收益	1	1	1	2
长期待摊费用	51	91	171	331	营业利润	2,432	3,112	4,025	5,168
其他非流动资产	684	784	879	969	营业外净收支	(2)	3	3	8
资产总计	23,474	27,044	32,828	39,877	利润总额	2,431	3,115	4,028	5,176
流动负债	10,618	11,533	13,870	16,478	减:所得税	346	311	403	518
短期借款及一年内到期的非流动负债	163	56	55	50	净利润	2,085	2,803	3,625	4,659
经营性应付款项	6,485	7,375	8,923	10,657	减:少数股东损益	36	73	83	98
合同负债	2,370	2,235	2,656	3,129	归属母公司净利润	2,049	2,731	3,542	4,561
其他流动负债	1,600	1,867	2,235	2,642	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.63	3.51	4.55	5.86
非流动负债	200	204	207	208	EBIT	2,475	2,969	3,787	4,837
长期借款	28	28	28	28	EBITDA	2,730	3,250	4,095	5,165
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.25	31.65	32.37	33.33
租赁负债	16	21	23	25	归母净利率(%)	13.26	14.69	15.78	16.81
其他非流动负债	156	156	156	156	收入增长率(%)	24.06	20.21	20.77	20.89
负债合计	10,818	11,737	14,076	16,687	归母净利润增长率(%)	31.42	33.26	29.72	28.76
归属母公司股东权益	12,380	14,957	18,320	22,660					
少数股东权益	276	349	432	530					
所有者权益合计	12,655	15,306	18,752	23,190					
负债和股东权益	23,474	27,044	32,828	39,877					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,462	3,083	4,739	6,215	每股净资产(元)	15.92	19.23	23.56	29.14
投资活动现金流	(1,705)	(973)	(927)	(988)	最新发行在外股份(百万股)	778	778	778	778
筹资活动现金流	(199)	(260)	(182)	(226)	ROIC(%)	17.93	18.90	19.89	20.65
现金净增加额	550	1,851	3,630	5,001	ROE-摊薄(%)	16.55	18.26	19.33	20.13
折旧和摊销	255	281	308	329	资产负债率(%)	46.09	43.40	42.88	41.85
资本开支	(919)	(830)	(780)	(780)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.66	20.01	15.42	11.98
营运资本变动	13	(162)	663	1,078	P/B(现价)	4.41	3.65	2.98	2.41

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>