

思源电气 (002028.SZ)

优于大市

国内外业务景气共振，25 年经营目标彰显长期信心

核心观点

全年收入利润双高增，盈利能力稳步提升。2024 年公司实现营收 154.58 亿元，同比+24.06%；归母净利润 20.49 亿元，同比+31.42%；扣非净利润 18.78 亿元，同比+32.19%。2024 年公司销售毛利率为 31.25%，同比+1.75pct.；销售净利率为 13.49%，同比+0.58pct。

四季度业绩同比高增，盈利能力同比提升。四季度公司实现营收 50.51 亿元，同比+30.20%，环比+19.09%；归母净利润 5.58 亿元，同比+35.73%，环比-7.70%；扣非净利润 4.73 亿元，同比+52.48%，环比-16.23%。四季度公司毛利率 30.88%，同比+2.73pct，环比-0.08pct，净利率 11.20%，同比+0.35pct，环比-3.49pct。

超额完成全年收入、订单目标，2025 年新增订单预计增长 25%。2024 年公司实际新增订单 215 亿元（不含税），同比+30%；原目标值为 206 亿元，同比+25%。2025 年公司经营目标为实现新增订单 268 亿元（不含税），同比+25%，实现营业收入 185 亿元，同比+20%。

国内业务量利齐增，海外业务表现亮眼。2024 年公司国内实现收入 123.4 亿元，同比+19.7%，毛利率 29.8%，同比+2.2pct.；海外实现收入 31.2 亿元，同比+44.7%，收入占比超 20%，再创新高，毛利率 37.1pct.，同比-1.5pct.。2024 年公司多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等国家实现突破，海外资质认证持续完善。

超级电容应用进步显著，成功获得重大定点。公司超级电容产品在车载电源领域，成功获得车企的重大定点项目，为其车载后备电源系统提供核心元件，在电力系统领域应用亦有重大突破，尤其是在静止型同步调相机（SSC）、配网后备电源等创新应用场景。

风险提示：国内电网投资不及预期；海外电力设备需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司新增订单情况和 25 年经营目标，上调 25-26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 25.98/33.52/39.60 亿元（25-26 年原预测值为 25.79/31.40 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/16/14 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,460	15,458	18,607	22,572	26,068
(+/-%)	18.2%	24.1%	20.4%	21.3%	15.5%
净利润(百万元)	1559	2049	2598	3352	3960
(+/-%)	27.8%	31.4%	26.8%	29.0%	18.1%
每股收益(元)	2.01	2.63	3.34	4.31	5.09
EBIT Margin	14.0%	15.6%	15.4%	16.5%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	17.9%	19.2%	20.9%	20.8%
市盈率 (PE)	34.8	26.6	21.0	16.3	13.8
EV/EBITDA	32.5	24.9	22.7	17.7	14.9
市净率 (PB)	5.09	4.31	3.68	3.09	2.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

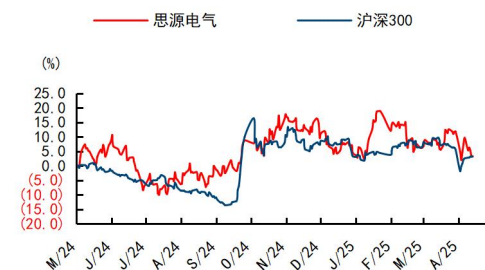
电力设备 · 电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 70.20 元
收盘价 54627/42574 百万元
总市值/流通市值 81.81/59.66 元
52 周最高价/最低价 411.26 百万元
近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《思源电气 (002028.SZ) - 上半年海外收入快速增长，各产品毛利率均有提升》——2024-08-19
《思源电气 (002028.SZ) - 新增订单超额完成，海外市场表现亮眼》——2024-04-24
《思源电气 (002028.SZ) - 电力设备业务国内外景气共振，储能业务矩阵初具雏形》——2023-10-22
《思源电气 (002028.SZ) - 半年度业绩快报点评：业绩表现亮眼，国内外业务迎来订单收入景气共振》——2023-07-12

全年收入利润双高增，盈利能力稳步提升。2024 年公司实现营收 154.58 亿元，同比+24.06%；归母净利润 20.49 亿元，同比+31.42%；扣非净利润 18.78 亿元，同比+32.19%。2024 年公司销售毛利率为 31.25%，同比+1.75pct.；销售净利率为 13.49%，同比+0.58pct。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



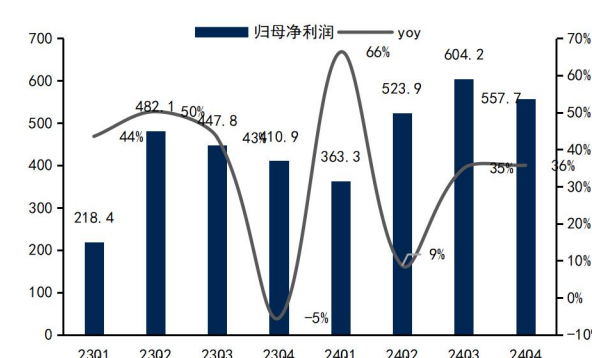
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



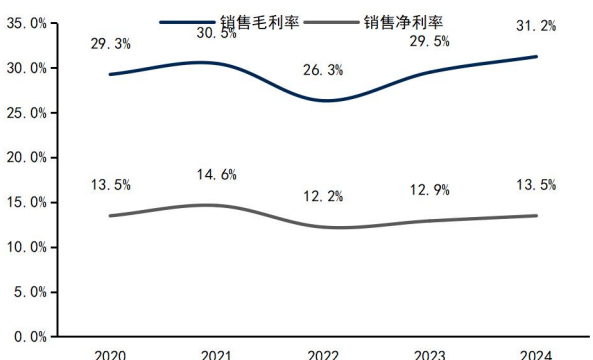
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



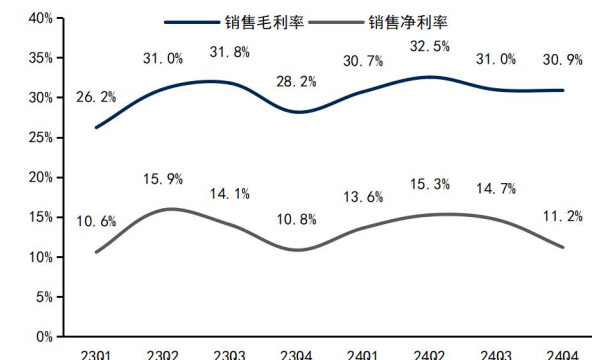
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

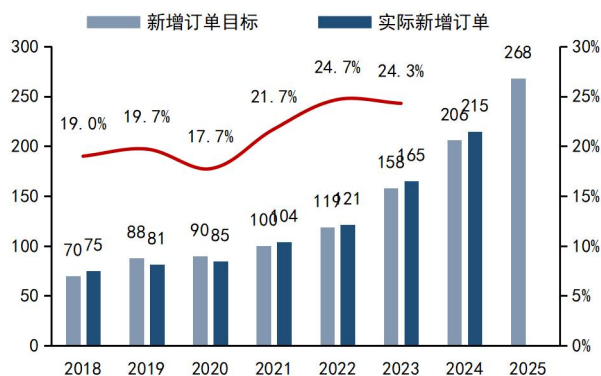
四季度业绩同比高增，盈利能力同比提升。四季度公司实现营收 50.51 亿元，同比+30.20%，环比+19.09%；归母净利润 5.58 亿元，同比+35.73%，环比-7.70%；扣非净利润 4.73 亿元，同比+52.48%，环比-16.23%。四季度公司毛利率 30.88%，同比+2.73pct，环比-0.08pct，净利率 11.20%，同比+0.35pct，环比-3.49pct。

图7：公司历年营收目标值与实际值（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司历年新增订单目标值与实际值（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：2024年公司未单独披露海外新增订单

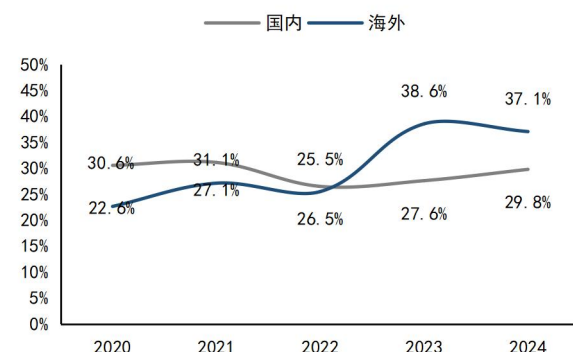
超额完成全年收入、订单目标，2025 年新增订单预计+25%。2024 年公司实际新增订单 215 亿元（不含税），同比+30%；原目标值为 206 亿元，同比+25%。2025 年公司经营目标为实现新增订单 268 亿元（不含税），同比+25%，实现营业收入 185 亿元，同比+20%。

图9：公司国内外收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司国内外毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内业务量利齐增，海外业务表现亮眼。2024 年公司国内实现收入 123.4 亿元，同比+19.7%，毛利率 29.8%，同比+2.2pct；海外实现收入 31.2 亿元，同比+44.7%，收入占比超 20%，再创新高，毛利率 37.1pct，同比-1.5pct。2024 年公司多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等国家实现突破，海外资质认证持续完善。

超级电容应用进步显著，成功获得重大定点。公司超级电容产品在车载电源领域，成功获得车企的重大定点项目，为其车载后备电源系统提供核心元件，在电力系统领域应用亦有重大突破，尤其是在静止型同步调相机（SSC）、配网后备电源等创新应用场景。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司新增订单情况和25年经营目标，上调25-26年盈利预测。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润25.98/33.52/39.60亿元（25-26年原预测值为25.79/31.40亿元），当前股价对应PE分别为20/16/14倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表（2025年4月18日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
002028.SZ	思源电气	70.2	546	2.01	2.63	3.34	34.8	26.6	21.0	15.0	优于大市
600312.SH	平高电气	17.17	233	0.60	0.75	1.09	28.6	22.9	15.8	8.1	-
600406.SH	国电南瑞	23.3	1,871	0.89	0.99	1.12	26.2	23.5	20.8	15.2	-
000400.SZ	许继电气	22.75	232	0.99	1.10	1.50	23.0	20.7	15.2	9.4	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用Wind一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3328	4028	3500	3500	3500	营业收入	12460	15458	18607	22572	26068
应收款项	5321	6604	5607	6803	7856	营业成本	8784	10628	13027	15851	18442
存货净额	2861	3477	7137	8658	9999	营业税金及附加	78	99	112	135	156
其他流动资产	342	495	495	602	701	销售费用	582	768	875	948	1043
流动资产合计	14756	18911	21318	24563	27444	管理费用	358	449	559	648	664
固定资产	1686	2680	2640	2588	2511	研发费用	917	1110	1209	1309	1434
无形资产及其他	482	572	554	536	518	财务费用	(3)	(7)	90	96	63
投资性房地产	1806	1307	4652	4514	3910	投资收益	20	47	10	10	10
长期股权投资	3	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(212)	(274)	(60)	(60)	(60)
资产总计	18733	23474	29166	32204	34385	其他收入	226	248	248	248	248
短期借款及交易性金融负债	114	163	6113	4491	1724	营业利润	1778	2432	2933	3783	4465
应付款项	4967	6485	4224	5149	5999	营业外净收支	(7)	(2)	0	0	0
其他流动负债	1286	1600	2137	2583	2987	利润总额	1771	2431	2933	3783	4465
流动负债合计	7851	10618	13962	14028	12796	所得税费用	163	346	293	378	446
长期借款及应付债券	30	28	108	188	252	少数股东损益	49	36	41	53	58
其他长期负债	187	172	250	320	387	归属于母公司净利润	1559	2049	2598	3352	3960
长期负债合计	217	200	358	508	639	现金流量表（百万元）					
负债合计	8067	10818	14320	14536	13435	净利润	1559	2049	2598	3352	3960
少数股东权益	282	276	257	247	239	资产减值准备	51	30	(40)	(40)	(40)
股东权益	10384	12380	14589	17421	20711	折旧摊销	177	224	179	190	195
负债和股东权益总计	18733	23474	29166	32204	34385	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(7)	90	96	63
每股收益	2.01	2.63	3.34	4.31	5.09	营运资本变动	483	304	(5541)	(1558)	(1346)
每股红利	0.40	0.50	0.67	0.86	1.02	其它	2	(144)	239	249	219
每股净资产	13.78	16.27	19.08	22.71	26.92	经营活动现金流	2272	2462	(2565)	2194	2988
ROIC	21%	25%	20%	20%	22%	资本开支	(733)	(922)	(120)	(120)	(100)
ROE	16%	18%	19%	21%	21%	其它投资现金流	(16)	(784)	(3334)	147	614
毛利率	29%	31%	30%	30%	29%	投资活动现金流	(749)	(1705)	(3454)	27	514
EBIT Margin	14%	16%	15%	16%	17%	权益性融资	(536)	176	1	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	16%	17%	18%	负债净变化	2284	3078	6030	(1542)	(2702)
收入增长	18%	24%	20%	21%	15%	支付股利、利息	(2362)	(3461)	(449)	(583)	(737)
净利润增长率	28%	31%	27%	29%	18%	其它融资现金流	3	7	(90)	(96)	(63)
资产负债率	43%	46%	49%	45%	39%	融资活动现金流	(612)	(199)	5491	(2221)	(3502)
股息率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	现金净变动	911	558	(528)	0	0
P/E	34.84	26.64	21.02	16.30	13.79	货币资金的期初余额	2462	3328	4028	3500	3500
P/B	5.09	4.31	3.68	3.09	2.61	货币资金的期末余额	3328	4028	3500	3500	3500
EV/EBITDA	32.54	24.88	22.67	17.69	14.92	企业自由现金流	1508	1668	(2906)	1860	2680
						权益自由现金流	3794	4753	3043	232	(79)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032