

思源电气 (002028.SZ)

强烈推荐 (维持)

订单增长强劲, 海外业务亮眼

中游制造/电力设备及新能源
目标估值:
当前股价: 72.75 元

公司公告 2024 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 154.58、20.49、18.78 亿元, 同比增长 24.06%、31.42%、32.19%。25Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非净利润 32.27、4.46、4.37 亿元, 同比增长 21.41%、22.91%、28.1%。

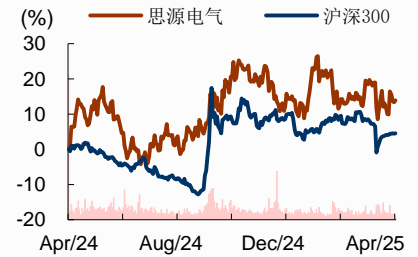
基础数据

总股本 (百万股)	778
已上市流通股 (百万股)	606
总市值 (十亿元)	56.6
流通市值 (十亿元)	44.1
每股净资产 (MRQ)	16.6
ROE (TTM)	16.5
资产负债率	44.4%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	20.1%

业绩稳健增长符合预期。24 年公司实现收入 154.58 亿, 同比增长 24.06%, 公司加强成本管控, 叠加海外业务高增带动毛利率提升 1.75pcts 至 31.25%。Q4 公司营收 50.51 亿元, 同比增长 30.2%, 毛利率 30.88%, 同比+2.73pcts, 净利率 11.20%, 同比+0.36pcts。Q4 计提商誉减值 1.07 亿元, 主要系烯晶碳能商誉减值。25 年 Q1 营收 32.27 亿元, 同比增长 21.41%, 毛利率 30.31%, 同比-0.57pcts, 净利率 14.36%, 同比+3.16pcts, 费用率 14.79%, 同比-1.5pcts, 主要是汇率变化影响汇兑损益。公司在手净现金约 27 亿元, 负债率 46.09%, 固定资产 23.51 亿元, 在建工程 4.32 亿元, 继续推进产能配套扩张, 公司是 2016 年之后国内电网装备行业低迷时期, 为数不多的进行产能与产品显著扩张的企业。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-4	12
相对表现	3	-0	5



资料来源: 公司数据、招商证券

海外业务高增长。24 年公司海外业务实现收入 31.2 亿, 同比大幅增长 44.7%, 收入占比达到 20.2%, 毛利率 37.06%, 下降 1.5pct。海外电力设备需求延续高景气, 公司海外业务投入十余年, 形成了相应的产品体系及解决方案; 并逐步构建了较完备的销售与服务体系。24 年公司多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了突破。公司产品与服务都有竞争力, 在现有众多产品门类基础上, 其解决方案优势会逐步显现, 未来潜力和可为空间大。

相关报告

- 《思源电气 (002028) — 稳健增长符合预期, 海外业务亮眼》2024-08-28
- 《思源电气 (002028) — 经营可能加速, 产品架构与管理体系能支撑上大台阶》2024-05-07
- 《思源电气 (002028) — 三季度业绩强劲增长, 订单增速良好》2023-10-23

国内业务持续巩固。24 年公司国内业务收入 123.4 亿, 同比增长 20.7%, 毛利率同比提升 2.8pcts。公司下半年交付有所加快, 带动全年增速回升。公司持续巩固国内市场, 24 年在国网输变电设备中标 38.45 亿元, 占比 5.3%, 同比持平。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

lvhao1@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

订单增长强劲, 继续推进产品加法。公司 2024 年新增订单 214.57 亿元 (不含税), 同比+29.94%。过去十几年, 公司通过内生培育与外延整合不断做产品加法, 从早期单一业务发展成涵盖开关、GIS、线圈类设备、保护自动化、电力电子的立体产品体系, 并很早开始战略培育海外业务, 公司在该过程中穿越了行业周期。过去 5 年, 公司进入新一轮业务扩张, 积极拓展“构网型”产品, 突破“直流”、“低频”系列解决方案, 探索“微网”、分布式光伏一体化成套解决方案, 开始培育变压器、汽车电子、储能等新业务品类, 并丰富柔直、中/低压等产品系列。未来公司有望持续受益于全球电网建设热潮。

投资建议: 公司现有产品有竞争力, 后续发展方向清晰, 管理能力较强且有战略定力, 是长跑选手; 以公司现有的业务构架与管理体系, 能支撑公司规模做大, 维持“强烈推荐”评级。

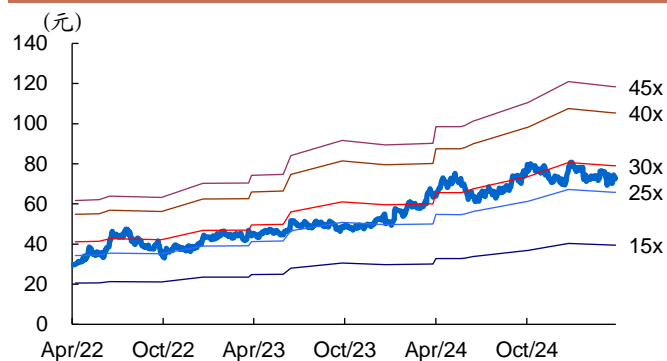
风险提示: 电网投资波动、新业务风险、海外业务风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12460	15458	18637	22361	26572
同比增长	18%	24%	21%	20%	19%
营业利润(百万元)	1778	2432	3060	3684	4339
同比增长	32%	37%	26%	20%	18%
归母净利润(百万元)	1559	2049	2578	3102	3653
同比增长	28%	31%	26%	20%	18%
每股收益(元)	2.00	2.63	3.31	3.99	4.69
PE	36.3	27.6	22.0	18.2	15.5
PB	5.5	4.6	3.9	3.3	2.8

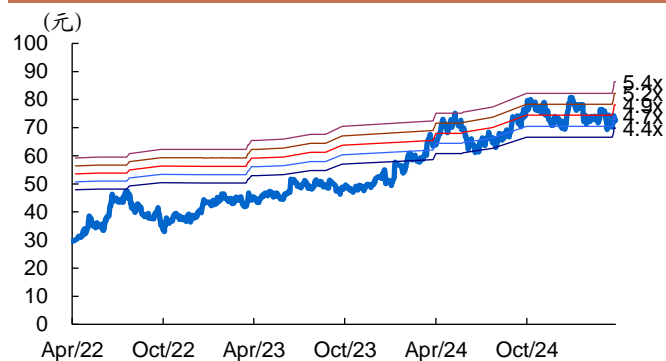
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 思源电气历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 思源电气历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 思源电气: 稳健增长符合预期, 海外业务亮眼, 2024.08.28
- 思源电气: 经营可能加速, 产品架构与管理体系能支撑上大台阶, 2024.5.6
- 思源电气: 三季度业绩强劲增长, 订单增速良好, 2023-10-23
- 思源电气: 上半年业绩快速增长, 海外业务发展势头强劲, 2023.8.22
- 思源电气: 上半年业绩快速增长, 新签订单势头强劲, 2023.7.12
- 思源电气: 2022 年 Q4 业绩强劲增长, 2023 年订单增长目标加速, 2023.4.17
- 思源电气: 收购烯晶碳能股权、推动超级电容在储能和乘用车领域应用, 打造公司第二增长曲线, 2023.1.11
- 思源电气: 三季度收入增长稳健, 业绩基本符合预期, 2022.11.02
- 思源电气: 二季度业绩超预期, 公司环比经营态势不断向好, 2022.08.22
- 思源电气: 中报业绩超预期, 公司经营环比不断向好, 2022.07.13
- 思源电气: 年报业绩符合预期, 2022 年经营目标稳健扎实, 2022.04.17
- 思源电气: 经营稳健, 业绩略超预期, 2022.01.20
- 思源电气: 三季度净利润环比稳健增长、业绩超预期, 2021.10.25
- 思源电气: 中报增长稳健, 经营态势仍然积极向上, 2021.09.05
- 思源电气: 业绩复合预期, 积极进行产品与产能扩张, 2021.04.19
- 思源电气: Q1 业绩大超预期, 站上发展新起, 2021.03.19
- 思源电气: 长期布局, 产品储备与管理体系能支撑成为大企业, 2021.02.26
- 思源电气: 年报业绩预告高增长, 新业务布局和产能扩张支撑持续增长, 2021.02.01
- 思源电气: 业绩持续高增长, 业务布局与管理水平能支撑成为大企业, 2020.10.18
- 思源电气: 高质量的高增长, 业务布局与管理水平能支撑成为大企业,

2020.08.02

思源电气：3 季度指引高增长，进入新一轮拓展期，2020.07.28

思源电气：中报超预告上限，业绩再超预期，2020.07.10

思源电气：思源电气投资价值分析，2020.07.01

思源电气：业绩高增长，盈利能力有望显著提升，2020.04.19

思源电气：Q1 大幅增长，管理能力与现有业务都支撑成为大公司，2020.03.31

思源电气：通过产品加法持续增长，超级电容等业务受关注，2020.02.24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	14756	18911	22832	27589	33158
现金	3328	4028	5434	7257	9489
交易性投资	1612	2651	2651	2651	2651
应收票据	982	846	1020	1223	1454
应收款项	4339	5758	6919	8301	9864
其它应收款	210	297	358	430	511
存货	2861	3477	4211	5042	5997
其他	1425	1853	2239	2685	3191
非流动资产	3977	4563	4689	4805	4910
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	1579	2368	2616	2840	3042
无形资产商誉	1131	1113	1002	902	812
其他	1264	1079	1068	1060	1054
资产总计	18733	23474	27521	32394	38069
流动负债	7851	10618	12432	14637	17184
短期借款	82	149	5	0	0
应付账款	4967	6485	7873	9425	11212
预收账款	1483	2370	2877	3444	4097
其他	1319	1615	1677	1767	1874
长期负债	217	200	200	200	200
长期借款	30	28	28	28	28
其他	187	172	172	172	172
负债合计	8067	10818	12632	14837	17384
股本	774	778	778	778	778
资本公积金	159	408	408	408	408
留存收益	9451	11194	13383	15996	19060
少数股东权益	282	276	321	375	439
归属于母公司所有者权益	10384	12380	14569	17182	20246
负债及权益合计	18733	23474	27521	32394	38069

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2272	2462	2157	2522	3025
净利润	1609	2085	2623	3156	3717
折旧摊销	190	239	352	363	373
财务费用	17	24	0	0	0
投资收益	(20)	(47)	(275)	(275)	(275)
营运资金变动	534	274	(550)	(730)	(798)
其它	(58)	(112)	7	8	9
投资活动现金流	(749)	(1705)	(205)	(205)	(205)
资本支出	(733)	(922)	(480)	(480)	(480)
其他投资	(16)	(784)	275	275	275
筹资活动现金流	(612)	(199)	(546)	(494)	(589)
借款变动	(292)	(159)	(158)	(5)	0
普通股增加	4	4	0	0	0
资本公积增加	(118)	249	0	0	0
股利分配	(231)	(310)	(389)	(489)	(589)
其他	26	17	0	0	0
现金净增加额	911	558	1406	1823	2232

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12460	15458	18637	22361	26572
营业成本	8784	10628	12901	15446	18374
营业税金及附加	78	99	119	143	170
营业费用	582	768	870	1044	1240
管理费用	358	449	485	581	691
研发费用	917	1110	1305	1565	1860
财务费用	(3)	(7)	0	0	0
资产减值损失	(211)	(273)	(173)	(173)	(173)
公允价值变动收益	13	29	10	10	10
其他收益	212	218	218	218	218
投资收益	20	47	47	47	47
营业利润	1778	2432	3060	3684	4339
营业外收入	4	9	10	10	10
营业外支出	11	11	10	10	10
利润总额	1771	2431	3060	3684	4339
所得税	163	346	437	527	623
少数股东损益	49	36	45	54	64
归属于母公司净利润	1559	2049	2578	3102	3653

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	24%	21%	20%	19%
营业利润	32%	37%	26%	20%	18%
归母净利润	28%	31%	26%	20%	18%
获利能力					
毛利率	29.5%	31.2%	30.8%	30.9%	30.9%
净利率	12.5%	13.3%	13.8%	13.9%	13.7%
ROE	15.9%	18.0%	19.1%	19.5%	19.5%
ROIC	15.8%	17.5%	18.8%	19.4%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	46.1%	45.9%	45.8%	45.7%
净负债比率	0.8%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3
应收账款周转率	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5
应付账款周转率	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	2.00	2.63	3.31	3.99	4.69
每股经营净现金	2.92	3.16	2.77	3.24	3.89
每股净资产	13.34	15.91	18.72	22.08	26.02
每股股利	0.40	0.50	0.63	0.76	0.89
估值比率					
PE	36.3	27.6	22.0	18.2	15.5
PB	5.5	4.6	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	33.4	24.6	18.9	15.9	13.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。