

思源电气 (002028.SZ)

Q3 业绩超预期，再创单季度历史新高

公司发布三季报，Q3 收入、利润在 Q2 高基数基础上环比实现增长，再创单季度历史新高。公司是高压电气装备企业中产品覆盖面最宽的之一，过去十多年通过产品加法穿越了行业周期。过去一个时期，公司加大海外市场、新领域培育，海外市场的贡献在逐步加大。维持强烈推荐评级。

□ **Q3 收入、利润创历史新高，超市场预期。**公司 Q3 营收、归母净利、扣非净利分别为 53.3 亿元、8.99 亿元、8.0 亿元，同比增长 25.7%、48.7%、41.6%，环比增长 1.13%、6.2%、0.06%，业绩创单季度历史新高。

□ **盈利水平持续提升，在手订单充足。**公司 Q3 毛利率 33.25%，同、环比增长 2.29、0.64pct。净利率 17.67%，同、环比增长 2.99、1.24pct。截至 25Q3，存货、合同负债分别为 50.27 亿元、28.96 亿元，同比增长 37.4%、29.5%，印证订单充足。2024 年以来公司海外订单保持高速增长，且国内主网中标份额提升，高价值产品预计带动毛利率提升，业绩增长趋势明确。

□ **产品持续作加法，超容、IGCT 阀组等新业务培育加快。**公司持之以恒地稳步扩充产品系列，通过产品加法提升综合市占率，大门类产品中，公司的开关/刀闸、线圈类业务（PT/CT、电抗器、消弧线圈）、变压器、保护控制、电力电子等都已具有一定规模和竞争力。近几年，公司在电力电子领域加大投入，近期公司公告与怀柔实验室成立合资公司，布局 IGCT 阀组，预计逐步切入柔直领域。同时，公司之前整合的 GMCC 在超容等市场持续投入，其超级电容配合客户研发较为顺利，未来有望受益 AIDC 的建设。

□ **海外市场长期战略投入，贡献逐步加大。**欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大改造更换空间。东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，电网投资预计持续增长。公司在欧洲、中南美、东南亚、非洲等区域长期耕耘和沉淀，从高压到中压，从一次到二次，出海产品持续扩张，订单保持较高增速，预计未来对公司总体增长的贡献和拉动也会更明显。

□ **投资建议：**公司现有产品有竞争力，经营思路清晰，管理能力较强且有战略定力，是长跑选手。考虑海外增速较快及产品结构带来盈利能力提升，我们上调 2025-2027 年业绩至 29.0、37.5、47.0 亿元，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**电网投资波动、新业务不及预期、海外开拓不及预期、关税风险等。

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	19323	23574	28288
同比增长	18%	24%	25%	22%	20%
营业利润(百万元)	1778	2432	3445	4457	5589
同比增长	32%	37%	42%	29%	25%
归母净利润(百万元)	1559	2049	2901	3752	4703
同比增长	28%	31%	42%	29%	25%
每股收益(元)	2.00	2.62	3.71	4.80	6.02
PE	53.3	40.5	28.6	22.1	17.7
PB	8.0	6.7	5.6	4.6	3.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：NA

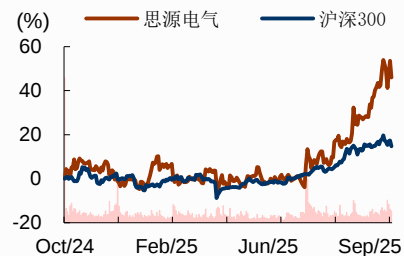
当前股价：106.3 元

基础数据

总股本（百万股）	781
已上市流通股（百万股）	609
总市值（十亿元）	83.0
流通市值（十亿元）	64.8
每股净资产（MRQ）	18.5
ROE（TTM）	19.0
资产负债率	45.9%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	21.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	50	49
相对表现	15	30	30



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

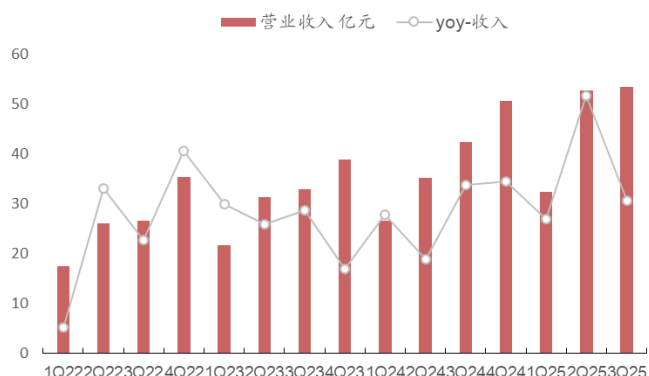
游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

胡佳怡 S1090525080002

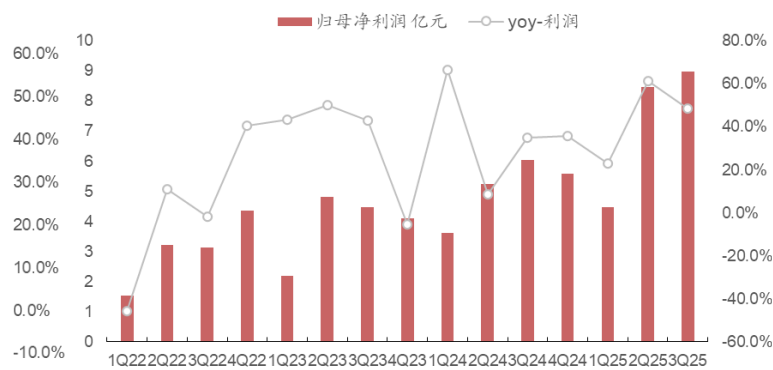
hujiayi1@cmschina.com.cn

图 1: 思源电气



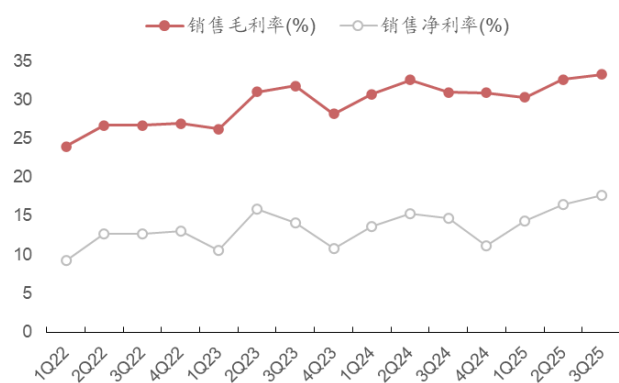
资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 思源电气



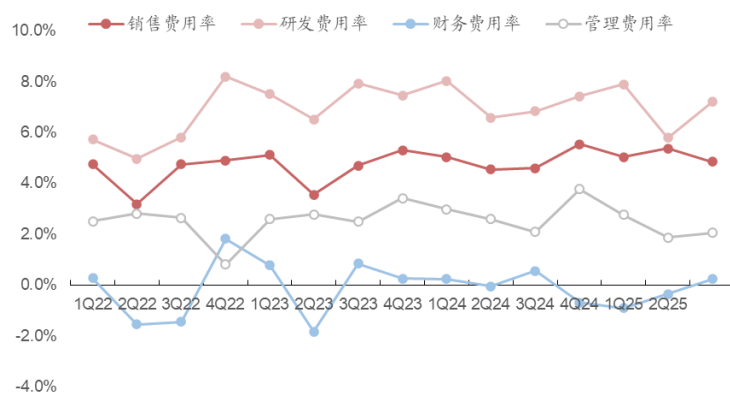
资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 思源电气季度毛利率、净利率



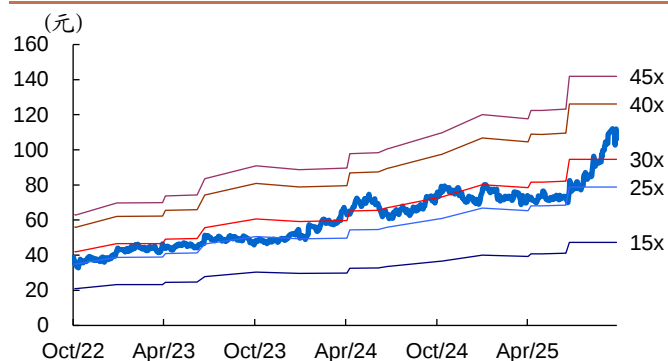
资料来源：公司数据、招商证券

图 4: 思源电气季度费用率



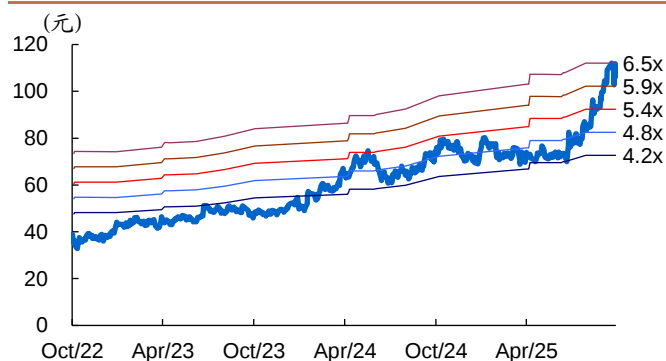
资料来源：公司数据、招商证券

图 5: 思源电气历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6: 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：业绩创单季度历史新高，海外放量贡献进一步加大，2025.8.24

思源电气：订单增长强劲，海外业务亮眼，2025.4.28

思源电气：稳健增长符合预期，海外业务亮眼，2024.8.28

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：2022Q4 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，2022.8.22

思源电气：中报业绩超预期，公司经营环比不断向好，2022.7.13

思源电气：年报业绩符合预期，2022 年经营目标稳健扎实，2022.4.17

思源电气：经营稳健，业绩略超预期，2022.1.20

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，2021.9.5

思源电气：业绩符合预期，积极进行产品与产能扩张，2021.4.19

思源电气：Q1 业绩大超预期，站上发展新起，2021.3.19

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，2021.2.26

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，2021.2.1

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，2020.8.2

思源电气：3 季度指引高增长，进入新一轮拓展期，2020.7.28

思源电气：中报超预期上限，业绩再超预期，2020.7.10

思源电气：思源电气投资价值分析，2020.7.1

思源电气：业绩高增长，盈利能力有望显著提升，2020.4.19

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，2020.3.31

思源电气：通过产品加法持续增长，超级电容等业务受关注，2020.2.24

思源电气：业绩高增长，经营持续创历史新高，2020.1.14

思源电气：经营创新高，三大业务推动未来增长，2019.10.27

思源电气：半年报业绩快速增长，再获国网大单，2019.8.12

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	23539	29100	35717
现金	3328	4028	5673	7931	10898
交易性投资	1612	2651	2651	2651	2651
应收票据	982	846	1057	1290	1548
应收款项	4339	5758	7173	8751	10502
其它应收款	210	297	372	453	544
存货	2861	3477	4301	5209	6205
其他	1425	1853	2311	2814	3370
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	28228	33905	40627
流动负债	7851	10618	12810	15220	17870
短期借款	82	149	150	150	150
应付账款	4967	6485	8041	9739	11600
预收账款	1483	2370	2939	3559	4239
其他	1319	1615	1680	1772	1881
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	13010	15420	18070
股本	774	778	778	778	778
资本公积金	159	408	408	408	408
留存收益	9451	11194	13706	16907	20897
少数股东权益	282	276	326	392	474
归属于母公司所有者权益	10384	12380	14892	18093	22083
负债及权益合计	18733	23474	28228	33905	40627

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2272	2462	2211	2984	3904
净利润	1609	2085	2952	3817	4785
折旧摊销	190	239	352	363	373
财务费用	17	24	0	0	0
投资收益	(20)	(47)	(315)	(305)	(255)
营运资金变动	534	274	(786)	(900)	(1009)
其它	(58)	(112)	9	9	10
投资活动现金流	(749)	(1705)	(165)	(175)	(225)
资本支出	(733)	(922)	(480)	(480)	(480)
其他投资	(16)	(784)	315	305	255
筹资活动现金流	(612)	(199)	(401)	(550)	(712)
借款变动	(292)	(159)	(13)	0	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)	(550)	(712)
其他	26	17	0	0	0
现金净增加额	911	558	1645	2258	2967

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12460	15458	19323	23574	28288
营业成本	8784	10628	13178	15959	19010
营业税金及附加	78	99	123	150	181
营业费用	582	768	966	1132	1301
管理费用	358	449	412	448	481
研发费用	917	1110	1314	1532	1782
财务费用	(3)	(7)	0	0	0
资产减值损失	(211)	(273)	(200)	(200)	(200)
公允价值变动收益	13	29	10	10	10
其他收益	212	218	260	250	200
投资收益	20	47	45	45	45
营业利润	1778	2432	3445	4457	5589
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	3445	4457	5589
所得税	163	346	493	640	804
少数股东损益	49	36	51	65	82
归属于母公司净利润	1559	2049	2901	3752	4703

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	24%	25%	22%	20%
营业利润	32%	37%	42%	29%	25%
归母净利润	28%	31%	42%	29%	25%
获利能力					
毛利率	29.5%	31.2%	31.8%	32.3%	32.8%
净利率	12.5%	13.3%	15.0%	15.9%	16.6%
ROE	15.9%	18.0%	21.3%	22.7%	23.4%
ROIC	15.8%	17.5%	20.9%	22.4%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	46.1%	46.1%	45.5%	44.5%
净负债比率	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%
流动比率	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3
应收账款周转率	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
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	2.62	3.71	4.80	6.02
每股经营净现金	2.91	3.15	2.83	3.82	5.00
每股净资产	13.29	15.85	19.07	23.16	28.27
每股股利	0.40	0.50	0.70	0.91	1.14
估值比率					
PE	53.3	40.5	28.6	22.1	17.7
PB	8.0	6.7	5.6	4.6	3.8
EV/EBITDA					

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。