

思源电气 (002028.SZ)

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: 185.9 元

Q4 业绩再超预期, 未来的高度更高确定性更强

公司发布 25 年业绩快报, 25 年实现收入 212 亿元, 同比+37%, 归母净利 31.6 亿元, 同比+54%, 业绩超预期。

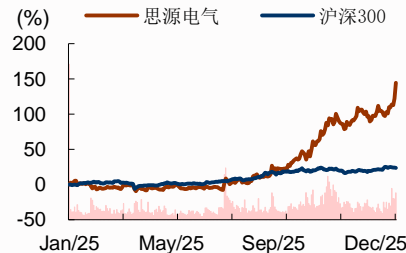
- 公司 25 年业绩超预期。25 年收入突破 200 亿; 其中 Q4 收入、归母净利分别为 73.8、9.71 亿元, 分别同比增长 46%、74%, 环比增长 38%、7.9%, 单季度经营再创历史新高。25 年归母净利率 14.9%, 同比+1.4pct, 可能系海外交付占比提升、国内高毛利超高压 GIS 陆续交付等贡献。
- 国内业务是基本盘、将受益十五五电网投资增长。公司主要产品条线均有竞争力: 1) 开关 (刀闸、敞开开关、GIS) 稳居前列; 2) 线圈 (消弧、互感器、电抗、变压器) 持续增长, 其中变压器近 7 年从零起步已实现几十亿元规模 (注: 目前以海外为主); 3) 保护自动化、电力电子业务经过十几年锻打, 都已具备较强的竞争力。公司国内高压电气主要服务于电网以及大中型工业企业, 总体份额在持续爬升。从行业层面看, 根据国家电网规划, 十五五其固定资产投资规划约 4 万亿元, 期间年复合增速约 7%。在此环境下, 我们分析公司国内业务有能力持续增长。
- 海外业务量变到质变, 未来贡献有望赶超国内。公司海外战略投入 10 余年, 在非北美的高压电气市场已有一定知名度; 在盈利最好但壁垒最高的北美市场, 在缺电严峻的背景下, 我们认为公司有望迎来转机或突破。公司近几年海外业务快速增长, 估算 25 年海外新增订单占比近 39% (23 年估算 24% 左右), 已经上台阶。相比国内同行, 公司产品覆盖面宽且均有竞争力, 这是解决方案的业务基础, 一揽子或解决方案模式下, 公司业务粘性会越来越强。我们认为, 在可预见的时期内, 公司海外业务贡献有望赶超国内。
- 新的业务驱动正在出现。在储能、数据中心市场, 公司都有良好基础。储能领域公司竞争要素清晰: a) 电气设备自供; b) 电力电子自供; c) 理解电力系统; d) 国际与国内能源市场耕耘久, 服务体系可共用。公司布局储能超过 7 年, 未来很可能是全球储能领域的主流参与者之一。在数据中心领域, 公司高压与中低压产品矩阵可实现大部分覆盖, 其超级电容产品也有望进入海外体系。储能、数据中心量大市场, 未来有望给公司带来新的增长驱动。
- 投资建议: 公司是电力装备出海布局最深的企业之一, 恰逢欧洲&北美电力系统迎来朱格拉周期, 其耕耘将有优异回报。此外, 储能&数据中心两大新市场, 可能成为公司新增长引擎。管理体系上公司也在不断优化和升级。公司的产品、市场、管理体系都能支撑公司进一步成长为大企业, 相较于 6-7 年前的上一个阶段, 其发展高度将更高, 确定性也更强, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 电网投资波动、海外开拓不及预期、关税风险、原材料价格波动等。

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)    | 145.2      |
| 流通市值 (十亿元)   | 113.3      |
| 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 | 20 | 125 | 164 |
| 相对表现 | 15 | 107 | 139 |



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  
hujayi1@cmschina.com.cn

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 | 21205 | 30006 | 38887 |
| 同比增长       | 18%   | 24%   | 37%   | 42%   | 30%   |
| 营业利润(百万元)  | 1778  | 2432  | 3758  | 5341  | 7122  |
| 同比增长       | 32%   | 37%   | 55%   | 42%   | 33%   |
| 归母净利润(百万元) | 1559  | 2049  | 3163  | 4503  | 6003  |
| 同比增长       | 28%   | 31%   | 54%   | 42%   | 33%   |
| 每股收益(元)    | 1.99  | 2.62  | 4.04  | 5.76  | 7.68  |
| PE         | 93.2  | 71.0  | 46.0  | 32.3  | 24.2  |
| PB         | 14.0  | 11.7  | 9.6   | 7.6   | 6.0   |

资料来源: 公司数据、招商证券

## 风险提示

- 1、**电网投资波动。**全球电网投资整体进入上行周期，但可能存在波动，对公司订单获取产生影响。
- 2、**海外开拓不及预期。**近年国内市占率提升明显，但存在一定天花板，海外是公司未来持续成长的重要抓手，但是欧美电网市场壁垒较高，替代外资巨头份额存在较大难度，公司海外业务增长可能存在不确定性。
- 3、**关税风险。**如果全球贸易壁垒加剧，潜在关税可能影响公司盈利水平。
- 4、**原材料价格波动。**铜是公司主业的重要原材料之一，价格波动可能影响盈利水平。

## 参考报告

思源电气：北美智算中心建设启动，公司北美业务可能迎来突破，2025.11.16

思源电气：Q3 业绩超预期，再创单季度历史新高，2025.10.20

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：三季报收入增长稳健，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，站上发展新起点，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：中报超预告上限，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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 14756        | 18911        | 24892        | 33872        | 43961        |
| 现金             | 3328         | 4028         | 5543         | 7594         | 10792        |
| 交易性投资          | 1612         | 2651         | 2651         | 2651         | 2651         |
| 应收票据           | 982          | 846          | 1160         | 1642         | 2128         |
| 应收款项           | 4339         | 5758         | 7872         | 11139        | 14436        |
| 其它应收款          | 210          | 297          | 408          | 577          | 748          |
| 存货             | 2861         | 3477         | 4720         | 6679         | 8568         |
| 其他             | 1425         | 1853         | 2537         | 3589         | 4638         |
| <b>非流动资产</b>   | 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>18733</b> | <b>23474</b> | <b>29581</b> | <b>38677</b> | <b>48871</b> |
| <b>流动负债</b>    | 7851         | 10618        | 13892        | 19017        | 23972        |
| 短期借款           | 82           | 149          | 150          | 150          | 150          |
| 应付账款           | 4967         | 6485         | 8825         | 12487        | 16018        |
| 预收账款           | 1483         | 2370         | 3225         | 4563         | 5853         |
| 其他             | 1319         | 1615         | 1692         | 1816         | 1950         |
| <b>长期负债</b>    | 217          | 200          | 200          | 200          | 200          |
| 长期借款           | 30           | 28           | 28           | 28           | 28           |
| 其他             | 187          | 172          | 172          | 172          | 172          |
| <b>负债合计</b>    | <b>8067</b>  | <b>10818</b> | <b>14092</b> | <b>19217</b> | <b>24172</b> |
| 股本             | 774          | 778          | 781          | 781          | 781          |
| 资本公积金          | 159          | 408          | 408          | 408          | 408          |
| 留存收益           | 9451         | 11194        | 13968        | 17871        | 23019        |
| 少数股东权益         | 282          | 276          | 331          | 400          | 491          |
| 归属于母公司所有者权益    | 10384        | 12380        | 15158        | 19060        | 24209        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>18733</b> | <b>23474</b> | <b>29581</b> | <b>38677</b> | <b>48871</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2272  | 2462   | 2085   | 2830   | 4283   |
| 净利润            | 1609  | 2085   | 3219   | 4572   | 6094   |
| 折旧摊销           | 190   | 239    | 352    | 363    | 373    |
| 财务费用           | 17    | 24     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益           | (20)  | (47)   | (308)  | (301)  | (250)  |
| 营运资金变动         | 534   | 274    | (1189) | (1821) | (1952) |
| 其它             | (58)  | (112)  | 12     | 17     | 17     |
| <b>投资活动现金流</b> | (749) | (1705) | (172)  | (179)  | (230)  |
| 资本支出           | (733) | (922)  | (480)  | (480)  | (480)  |
| 其他投资           | (16)  | (784)  | 308    | 301    | 250    |
| <b>筹资活动现金流</b> | (612) | (199)  | (398)  | (600)  | (854)  |
| 借款变动           | (292) | (159)  | (13)   | 0      | 0      |
| 普通股增加          | 4     | 4      | 3      | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | (118) | 249    | 0      | 0      | 0      |
| 股利分配           | (231) | (310)  | (389)  | (600)  | (854)  |
| 其他             | 26    | 17     | 0      | 0      | 0      |
| <b>现金净增加额</b>  | 911   | 558    | 1515   | 2051   | 3198   |

利润表

| 单位：百万元           | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 12460 | 15458 | 21205 | 30006 | 38887 |
| 营业成本             | 8784  | 10628 | 14462 | 20464 | 26249 |
| 营业税金及附加          | 78    | 99    | 135   | 191   | 248   |
| 营业费用             | 582   | 768   | 1060  | 1500  | 1944  |
| 管理费用             | 358   | 449   | 456   | 630   | 778   |
| 研发费用             | 917   | 1110  | 1442  | 1980  | 2567  |
| 财务费用             | (3)   | (7)   | 0     | 0     | 0     |
| 资产减值损失           | (211) | (273) | (200) | (200) | (230) |
| 公允价值变动收益         | 13    | 29    | 10    | 10    | 10    |
| 其他收益             | 212   | 218   | 258   | 251   | 200   |
| 投资收益             | 20    | 47    | 40    | 40    | 40    |
| <b>营业利润</b>      | 1778  | 2432  | 3758  | 5341  | 7122  |
| 营业外收入            | 4     | 9     | 10    | 10    | 10    |
| 营业外支出            | 11    | 11    | 10    | 10    | 10    |
| <b>利润总额</b>      | 1771  | 2431  | 3758  | 5341  | 7122  |
| 所得税              | 163   | 346   | 539   | 769   | 1027  |
| 少数股东损益           | 49    | 36    | 55    | 69    | 91    |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 1559  | 2049  | 3163  | 4503  | 6003  |

主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 18%   | 24%   | 37%   | 42%   | 30%   |
| 营业利润           | 32%   | 37%   | 55%   | 42%   | 33%   |
| 归母净利润          | 28%   | 31%   | 54%   | 42%   | 33%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 29.5% | 31.2% | 31.8% | 31.8% | 32.5% |
| 净利率            | 12.5% | 13.3% | 14.9% | 15.0% | 15.4% |
| ROE            | 15.9% | 18.0% | 23.0% | 26.3% | 27.7% |
| ROIC           | 15.8% | 17.5% | 22.5% | 25.9% | 27.4% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 43.1% | 46.1% | 47.6% | 49.7% | 49.5% |
| 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   | 1.8   | 1.8   |
| 速动比率           | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 存货周转率          | 3.3   | 3.4   | 3.5   | 3.6   | 3.4   |
| 应收账款周转率        | 2.5   | 2.6   | 2.7   | 2.8   | 2.7   |
| 应付账款周转率        | 1.9   | 1.9   | 1.9   | 1.9   | 1.8   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.99  | 2.62  | 4.04  | 5.76  | 7.68  |
| 每股经营净现金        | 2.91  | 3.15  | 2.67  | 3.62  | 5.48  |
| 每股净资产          | 13.28 | 15.83 | 19.38 | 24.37 | 30.96 |
| 每股股利           | 0.40  | 0.50  | 0.77  | 1.09  | 1.46  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 93.2  | 71.0  | 46.0  | 32.3  | 24.2  |
| PB             | 14.0  | 11.7  | 9.6   | 7.6   | 6.0   |
| EV/EBITDA      | 78.7  | 57.9  | 36.9  | 26.6  | 20.2  |

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。