

思源电气 (002028.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 汇兑和结构影响利润增速，高景气高增长趋势不改

公司 25 年营收 215.39 亿元，同增 39.34%；归母净利 31.50 亿元，同增 53.74%；扣非净利 29.52 亿元，同增 57.13%。26Q1 营收 45.69 亿元，同增 41.60%；归母净利 5.50 亿元，同增 23.17%；扣非净利 4.93 亿元，同增 12.79%。

- Q1 剔除汇兑影响的业绩增速符合市场预期。26Q1 汇率波动导致财务费用由去年同期的-2914 万元增至 5369 万元，若剔除该因素影响，26Q1 归母净利润同比增速估计 40%左右。
- 海外订单、收入呈高增长态势，国内也保持强劲。公司 25 年新增订单约 288.91 亿元，同比增长 34.64%。据我们统计及估算，国内/海外同比增速约 30%/40%。公司 25 年海外收入 58.03 亿元，同比增长 85.84%，占总收入比例增至 26.94%，同比提升 6.74pct。26Q1 收入维持高增速，同比增长超 40%。
- 25 年毛利率稳定，26Q1 结构原因小幅下滑。公司 25 年毛利率 30.77%，同比下降 0.47pct，基本保持稳定。26Q1 毛利率 28.95%，同比下降 1.36pct。分业务看毛利率基本保持稳定，整体小幅下滑主要系确认收入结构影响，如储能、EPC 等低毛利业务确认收入同比增加。
- 海外装备企业订单增长验证欧美电网及数据中心电气化景气度。GEV 电气化业务 26Q1 新增订单 71 亿美元，同比增长约 111%，其中数据中心新增订单 24 亿美元，超 25 年全年总额。ABB 电气化业务（中低压）26Q1 新增订单 66 亿美元，同比可比增长约 44%，其中数据中心订单实现同比三位数增长（低基数+高景气）。
- 输变电装备及电力电子平台型企业，持续研发构筑技术护城河。公司 25 年研发费用 13.00 亿元，同比+17.15%，研发费用率 6.04%。在高端电力装备及电力电子领域取得多项重大突破，1) 中标南网 ±800kV 柔直换流变阀侧套管，实现柔直套管领域的历史性跨越，并将应用于藏粤工程；2) 1100kV GIS 产品正在研发，预计 27 年产品上市，将进一步提升在国网特高压市场规模；3) 超级电容在新型电力系统（SSC 和调频储能逐步从试点转为批量应用）、数据中心（进入批量应用）等领域均取得较大进展。
- 投资建议：基于过去二十多年的产品、市场布局，公司近年来业绩持续兑现。未来几年在高端电力设备及电力电子领域有望持续做大做强，出海潜力非常大，国内特高压领域也有成长空间，兼具稀缺性和确定性。维持“强烈推荐”。
- 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。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	15458	21539	30006	38887	50501
同比增长	24%	39%	39%	30%	30%
营业利润(百万元)	2432	3729	5353	7171	9578
同比增长	37%	53%	44%	34%	34%
归母净利润(百万元)	2049	3150	4503	6003	8023
同比增长	31%	54%	43%	33%	34%
每股收益(元)	2.62	4.03	5.76	7.67	10.25
PE	84.8	55.2	38.6	29.0	21.7
PB	14.0	11.2	8.9	7.1	5.5

资料来源：公司数据、招商证券

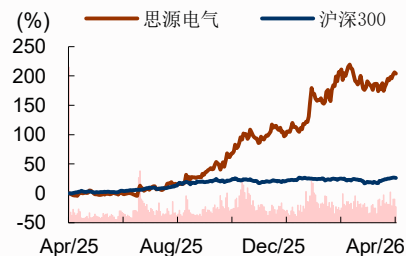
中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：NA  
当前股价：222.13 元

基础数据

总股本(百万股)	782
已上市流通股(百万股)	611
总市值(十亿元)	173.8
流通市值(十亿元)	135.7
每股净资产(MRQ)	20.6
ROE(TTM)	20.2
资产负债率	45.8%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	20.16%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	88	208
相对表现	3	85	182

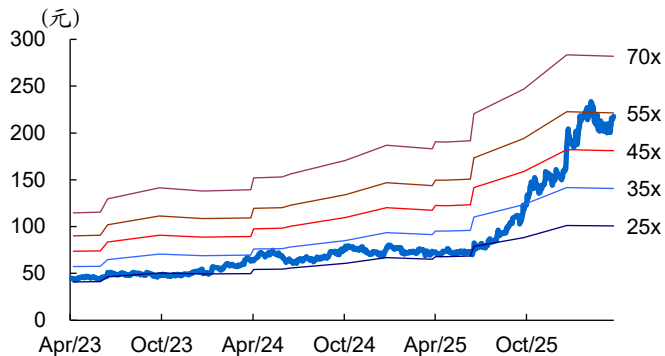


资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

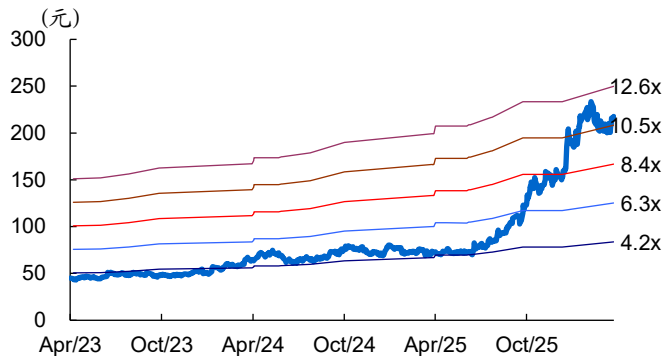
胡佳怡 S1090525080002  
hujiayi1@cmschina.com.cn

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

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: Q4 业绩再超预期，未来的高度更高确定性更强，2026.1.18
- 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统支撑成为大企业, 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	18911	24107	31862	41492	54312
现金	4028	4930	6361	9292	13377
交易性投资	2651	2841	2841	2841	2841
应收票据	846	1162	1619	2099	2726
应收款项	5758	8183	11400	14774	19186
其它应收款	297	276	385	499	648
存货	3477	4079	5602	7255	9393
其他	1853	2635	3653	4733	6140
<b>非流动资产</b>	4563	5733	6086	6404	6691
长期股权投资	3	20	20	20	20
固定资产	2368	2904	3383	3812	4197
无形资产商誉	1113	1100	990	891	802
其他	1079	1709	1694	1682	1672
<b>资产总计</b>	<b>23474</b>	<b>29840</b>	<b>37948</b>	<b>47897</b>	<b>61002</b>
<b>流动负债</b>	10618	13803	17817	22387	28303
短期借款	149	360	181	181	181
应付账款	6485	8153	11198	14501	18776
预收账款	2370	2977	4088	5294	6855
其他	1615	2314	2350	2412	2491
<b>长期负债</b>	200	236	236	236	236
长期借款	28	60	60	60	60
其他	172	175	175	175	175
<b>负债合计</b>	<b>10818</b>	<b>14039</b>	<b>18052</b>	<b>22623</b>	<b>28538</b>
股本	778	782	782	782	782
资本公积金	408	748	748	748	748
留存收益	11194	13963	17919	23111	30053
少数股东权益	276	308	447	632	881
归属于母公司所有者权益	12380	15493	19449	24641	31583
<b>负债及权益合计</b>	<b>23474</b>	<b>29840</b>	<b>37948</b>	<b>47897</b>	<b>61002</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	2462	1791	2664	4230	5677
净利润	2085	3260	4642	6189	8271
折旧摊销	239	245	425	461	492
财务费用	24	(8)	15	0	0
投资收益	(47)	(362)	(310)	(292)	(270)
营运资金变动	274	(1136)	(2122)	(2141)	(2834)
其它	(112)	(208)	14	14	17
<b>投资活动现金流</b>	(1705)	(1159)	(471)	(489)	(511)
资本支出	(922)	(889)	(781)	(781)	(781)
其他投资	(784)	(271)	310	292	270
<b>筹资活动现金流</b>	(199)	451	(943)	(811)	(1081)
借款变动	(159)	38	(380)	0	0
普通股增加	4	4	0	0	0
资本公积增加	249	340	0	0	0
股利分配	(309)	0	(547)	(811)	(1081)
其他	17	69	(15)	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>558</b>	<b>1083</b>	<b>1250</b>	<b>2931</b>	<b>4085</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	15458	21539	30006	38887	50501
营业成本	10628	14910	20478	26519	34337
营业税金及附加	99	124	180	233	303
营业费用	768	1028	1440	1789	2273
管理费用	449	581	750	894	1061
研发费用	1110	1300	1860	2333	2980
财务费用	(7)	(8)	15	0	0
资产减值损失	(273)	(236)	(240)	(240)	(240)
公允价值变动收益	29	23	20	20	20
其他收益	218	283	240	222	200
投资收益	47	56	50	50	50
<b>营业利润</b>	2432	3729	5353	7171	9578
营业外收入	9	8	0	0	0
营业外支出	11	19	24	24	24
<b>利润总额</b>	2431	3719	5329	7147	9554
所得税	346	459	686	958	1283
少数股东损益	36	110	139	186	248
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2049</b>	<b>3150</b>	<b>4503</b>	<b>6003</b>	<b>8023</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	24%	39%	39%	30%	30%
营业利润	37%	53%	44%	34%	34%
归母净利润	31%	54%	43%	33%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.2%	30.8%	31.8%	31.8%	32.0%
净利率	13.3%	14.6%	15.0%	15.4%	15.9%
ROE	18.0%	22.6%	25.8%	27.2%	28.5%
ROIC	17.5%	22.4%	25.7%	27.2%	28.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.1%	47.0%	47.6%	47.2%	46.8%
净负债比率	0.8%	1.5%	0.6%	0.5%	0.4%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.4	3.9	4.2	4.1	4.1
应收账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.6	2.6
应付账款周转率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.62	4.03	5.76	7.67	10.25
每股经营净现金	3.15	2.29	3.40	5.41	7.25
每股净资产	15.82	19.80	24.86	31.49	40.36
每股股利	0.50	0.70	1.04	1.38	1.85
<b>估值比率</b>					
PE	84.8	55.2	38.6	29.0	21.7
PB	14.0	11.2	8.9	7.1	5.5
EV/EBITDA	70.0	46.2	31.6	24.0	18.2

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。