

思源电气 (002028)

2024 年三季报点评: Q3 国内外交付节奏加快, 业绩略超预期

买入 (维持)

2024 年 10 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001  
xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121  
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10537	12460	15128	18155	21926
同比 (%)	21.18	18.25	21.41	20.01	20.77
归母净利润 (百万元)	1221	1559	2065	2586	3053
同比 (%)	1.91	27.75	32.43	25.22	18.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.57	2.01	2.66	3.33	3.93
P/E (现价&最新摊薄)	47.17	36.92	27.88	22.27	18.86

投资要点

■ **Q3 业绩略超预期:** 公司 24Q1-3 营收 104.1 亿元, 同比+21%, 归母净利润 14.9 亿元, 同比+30%; 其中 24Q3 营收 42.4 亿元, 同环比+29%/21%, Q2 交付延期问题部分在 Q3 解决, 收入超市场预期; 24Q3 归母净利润为 6.0 亿元, 同比+35%, Q3 毛利率为 31.0%, 同环比-0.8pct/-1.6pct; 归母净利率 14.2%, 同环比+0.6pct/-0.7pct, 公司 24Q3 销售/管理/研发/财务费用率 4.6%/2.1%/6.8%/0.6%, 同比-0.1/-0.4/-1.1/-0.3pct。业绩总体略超市场预期。

■ **国内: 网内市场份额稳固、网外工业承压但新能源维持高增。** 我们预计 Q3 国内收入同比+20-30%, 交付节奏相对 Q2 明显加快。1) 网内业务方面, 截至 24 年第五批国网变电物资招标, 公司核心产品 GIS/断路器/电抗器/电容器 / 互感器 / 继电保护 / 监控系统 招标量同比 +7%/31%/13%/16%/20%/19%/18%, 一次、二次设备招标需求保持稳增长; 公司产品份额稳固, 截至前四批公司中标份额为 11%, 750kV GIS 已拿到型式试验报告, 有望为公司提升组合电器市场份额。我们预计 Q3 网内订单同比持平略增, Q3 收入端我们预计电网建设进度环比 Q2 加快、带动前期积压订单交付部分, 大部分落在 Q4 建设旺季交付。2) 网外业务方面, 项目型工业市场资本开支疲弱, 我们预计公司工业侧收入&订单同比下降, 但新能源侧升压站建设需求有望保持快速增长; 此外, 中压开关、储能等新品正在沉淀期, 未来有望成为公司新的业绩增长点。

■ **海外: 收入及订单均高速增长、海外战略逐步兑现。** 我们预计 Q3 海外收入同比 60%以上, Q1-3 海外新增订单同比+50%以上, 截至 24H1, 我国变压器/高压开关出口金额分别同比+26%/28%, 海外需求持续高景气, 公司深耕国际市场多年, EPC 带动设备出口效果显著。1) 分区域来看, 拉美、中东、欧洲订单增速较快, 北美市场加大投入 (目前以工业侧变电站为主)。2) 分产品来看, 电力变压器紧张程度最高、全球龙头供给均要等到 26 年之后才能释放, 除新兴国家电力需求带动的量增, 我们认为 24-26 年均有涨价的贡献; 高压开关同样紧张, 涨价幅度相对小于电力变; 此外, 电力电容器、无功补偿装置 (海外以 STATCOM 产品居多) 也会成为增量部分。

■ **Q1-3 经营性净现金流 7.8 亿元, 同比+12%。** 其中 Q3 经营性现金流 6.7 亿元, 同比-5%; Q3 末合同负债 22.4 亿元, 较年初+51%, 预示订单较为充沛; 24Q3 末存货 36.6 亿元, 较年初+28%, 其中 Q3 国内电网也因极端天气、供应链紧张等问题交付有所滞后, 导致对公司部分产成品提货延后到 Q4。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 24-26 年归母净利润分别为 20.7/25.9/30.5 亿元, 分别同比+32%/25%/18%, 对应 PE 为 28x、22x、19x, 给予 25 年 27 倍 PE, 对应目标价 89.9 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 海外拓展不及预期, 国内电网投资不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.16
一年最低/最高价	47.25/80.71
市净率(倍)	4.89
流通 A 股市值(百万元)	44,846.05
总市值(百万元)	57,570.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.16
资产负债率(% ,LF)	44.35
总股本(百万股)	776.30
流通 A 股(百万股)	604.72

相关研究

《思源电气(002028): 2024 年半年报点评: 海外业务增速亮眼, 国内+海外双轮驱动公司行稳致远》

2024-08-18

《思源电气(002028): 2024 年一季报点评: 经营稳健高质量发展, 业绩符合市场预期》

2024-04-29

思源电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>14,756</b>	<b>17,769</b>	<b>21,684</b>	<b>26,624</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,460</b>	<b>15,128</b>	<b>18,155</b>	<b>21,926</b>
货币资金及交易性金融资产	4,940	6,810	9,608	13,270	营业成本(含金融类)	8,784	10,595	12,671	15,590
经营性应收款项	5,657	6,152	6,771	7,320	税金及附加	78	101	117	143
存货	2,861	3,173	3,412	3,776	销售费用	582	681	790	910
合同资产	957	1,221	1,428	1,727	管理费用	358	416	481	548
其他流动资产	342	412	466	531	研发费用	917	1,089	1,280	1,491
<b>非流动资产</b>	<b>3,977</b>	<b>4,334</b>	<b>4,695</b>	<b>5,144</b>	财务费用	(3)	2	(14)	(35)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	212	257	290	340
固定资产及使用权资产	1,608	2,004	2,344	2,647	投资净收益	20	17	20	28
在建工程	106	43	15	2	公允价值变动	13	8	(12)	(19)
无形资产	482	477	471	480	减值损失	(212)	(200)	(225)	(210)
商誉	648	538	418	318	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	45	85	165	325	<b>营业利润</b>	<b>1,778</b>	<b>2,327</b>	<b>2,905</b>	<b>3,419</b>
其他非流动资产	1,084	1,184	1,279	1,369	营业外净收支	(7)	3	3	8
<b>资产总计</b>	<b>18,733</b>	<b>22,102</b>	<b>26,379</b>	<b>31,768</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,771</b>	<b>2,330</b>	<b>2,908</b>	<b>3,427</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,851</b>	<b>9,248</b>	<b>11,056</b>	<b>13,544</b>	减:所得税	163	210	262	308
短期借款及一年内到期的非流动负债	114	74	73	68	<b>净利润</b>	<b>1,609</b>	<b>2,120</b>	<b>2,646</b>	<b>3,119</b>
经营性应付款项	4,967	5,812	6,967	8,606	减:少数股东损益	49	55	61	65
合同负债	1,483	1,865	2,217	2,697	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,559</b>	<b>2,065</b>	<b>2,586</b>	<b>3,053</b>
其他流动负债	1,286	1,496	1,798	2,172	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.01	2.66	3.33	3.93
非流动负债	217	221	224	225	EBIT	1,863	2,246	2,816	3,244
长期借款	30	30	30	30	EBITDA	2,069	2,430	3,022	3,462
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.50	29.96	30.21	28.89
租赁负债	13	17	20	21	归母净利率(%)	12.51	13.65	14.24	13.93
其他非流动负债	174	174	174	174	收入增长率(%)	18.25	21.41	20.01	20.77
<b>负债合计</b>	<b>8,067</b>	<b>9,469</b>	<b>11,279</b>	<b>13,769</b>	归母净利润增长率(%)	27.75	32.43	25.22	18.08
归属母公司股东权益	10,384	12,296	14,702	17,535					
少数股东权益	282	337	398	463					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,666</b>	<b>12,633</b>	<b>15,100</b>	<b>17,998</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,733</b>	<b>22,102</b>	<b>26,379</b>	<b>31,768</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,272	2,685	3,653	4,638	每股净资产(元)	13.42	15.89	19.00	22.66
投资活动现金流	(749)	(666)	(682)	(750)	最新发行在外股份(百万股)	776	776	776	776
筹资活动现金流	(612)	(192)	(181)	(226)	ROIC(%)	16.59	17.33	18.32	17.71
现金净增加额	895	1,828	2,789	3,661	ROE-摊薄(%)	15.01	16.79	17.59	17.41
折旧和摊销	206	185	206	218	资产负债率(%)	43.06	42.84	42.76	43.34
资本开支	(728)	(508)	(508)	(508)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.92	27.88	22.27	18.86
营运资本变动	317	205	586	1,107	P/B(现价)	5.53	4.67	3.90	3.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>