

## 思源电气 (002028)

# 2025年一季报点评：业绩符合市场预期，看好全年业绩超目标增长

买入 (维持)

2025年04月27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

证券分析师 司鑫尧

执业证书：S0600524120002  
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12,460	15,458	18,582	22,441	27,127
同比 (%)	18.25	24.06	20.21	20.77	20.89
归母净利润 (百万元)	1,559	2,049	2,731	3,542	4,561
同比 (%)	27.75	31.42	33.26	29.72	28.76
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.00	2.63	3.51	4.55	5.86
P/E (现价&最新摊薄)	36.31	27.63	20.73	15.98	12.41

关键词：#业绩符合预期

### 投资要点

- **事件：**发布 25 年一季报，公司 25 年 Q1 实现营收 32.3 亿元，同比 +21.4%，归母净利润 4.5 亿元，同比 +22.9%，扣非归母净利润 4.4 亿元，同比 +28%；毛利率 30.3%，同比 -0.4pct，归母净利率 13.8%，同比 +0.2pct。Q1 业绩符合市场预期。
- **网内超高压市场实现突破、网外静待新品扩大市场天花板。**1) 网内市场，电网投资高速增长，Q1 电网基础设施建设完成额 956 亿元，同比 +25%，我们预计公司网内收入实现 20-30% 的增长；订单方面，公司成功中标 9 间隔国网输电物资招标 750kV 组合电器，实现 750kV 产品市场 0-1 突破，看好高端产品份额持续提升，进一步提高网内业务毛利率水平。2) 网外市场，24 年公司 SSC 等构网型产品开始交付并投入使用，随着新能源装机占比的提高，构网型储能、SSC 等产品有望成为新能源并网运行的刚需，公司卡位领先，配合变压器、高压开关以及继电保护等传统产品，进一步扩大公司网外市场天花板。
- **海外电网建设需求高涨、关税对公司业务无影响。**海外电网建设需求保持高景气，Q1 我国变压器/高压开关出口金额同比 +40%/30%，公司 24 年海外收入占比提升至 20%，订单占比我们预计提升至 30% 以上。美国关税对我国出口产品层层加码，但由于美国内部制造业回流需求 + AI 发展拉动新增负荷 + 老旧电力设备亟待更新，我们认为高压电力设备在国际市场供应仍偏紧，西门子、日立能源等头部企业扩产周期长，展望全年，我们认为公司海外收入有望维持高速增长。
- **控费降本持续进行、存货+合同负债显著增长。**公司 25 年 Q1 期间费用 4.8 亿元，同比 +10%，费用率 14.8%，同比 -1.5pct，控费效果较好；经营性现金流 -5.6 亿元，较上年同期增加 11.71 亿元，主要系报告期内购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期增加 9.02 亿元，支付给职工及为职工支付的现金较上年同期增加 1.66 亿元；25 年 Q1 末存货 41 亿元，同比 +18%，合同负债 28.4 亿元，同比 +20%，均有显著增长，增长基础扎实。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 27.3/35.4/45.6 亿元，同比 +33%/30%/29%，对应 PE 分别为 21x/16x/12x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	72.75
一年最低/最高价	59.66/81.81
市净率(倍)	4.39
流通 A 股市值(百万元)	44,119.98
总市值(百万元)	56,610.91

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.56
资产负债率(% ,LF)	44.39
总股本(百万股)	778.16
流通 A 股(百万股)	606.46

### 相关研究

《思源电气(002028): 2024 年年报点评: 超额完成全年目标, 经营 α+行业 β 共振助力成长》

2025-04-20

《思源电气(002028): 2024 年业绩快报点评: 业绩符合市场预期, 盈利能力持续提升》

2025-01-19

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>18,911</b>	<b>21,788</b>	<b>26,920</b>	<b>33,257</b>	<b>营业总收入</b>	<b>15,458</b>	<b>18,582</b>	<b>22,441</b>	<b>27,127</b>
货币资金及交易性金融资产	6,679	8,573	12,211	17,213	营业成本(含金融类)	10,628	12,701	15,177	18,086
经营性应收款项	7,138	7,534	8,373	9,022	税金及附加	99	124	145	176
存货	3,477	3,728	4,016	4,315	销售费用	768	920	1,100	1,329
合同资产	1,121	1,411	1,685	2,022	管理费用	449	539	640	773
其他流动资产	495	542	634	686	研发费用	1,110	1,329	1,593	1,926
<b>非流动资产</b>	<b>4,563</b>	<b>5,256</b>	<b>5,908</b>	<b>6,619</b>	财务费用	(7)	(4)	(22)	(52)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	218	297	359	434
固定资产及使用权资产	2,399	3,088	3,652	4,141	投资净收益	47	33	48	63
在建工程	312	186	106	70	公允价值变动	29	8	(12)	(19)
无形资产	572	564	555	564	减值损失	(274)	(200)	(180)	(200)
商誉	541	541	541	541	资产处置收益	1	1	1	2
长期待摊费用	51	91	171	331	<b>营业利润</b>	<b>2,432</b>	<b>3,112</b>	<b>4,025</b>	<b>5,168</b>
其他非流动资产	684	784	879	969	营业外净收支	(2)	3	3	8
<b>资产总计</b>	<b>23,474</b>	<b>27,044</b>	<b>32,828</b>	<b>39,877</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,431</b>	<b>3,115</b>	<b>4,028</b>	<b>5,176</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,618</b>	<b>11,533</b>	<b>13,870</b>	<b>16,478</b>	减:所得税	346	311	403	518
短期借款及一年内到期的非流动负债	163	56	55	50	<b>净利润</b>	<b>2,085</b>	<b>2,803</b>	<b>3,625</b>	<b>4,659</b>
经营性应付款项	6,485	7,375	8,923	10,657	减:少数股东损益	36	73	83	98
合同负债	2,370	2,235	2,656	3,129	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,049</b>	<b>2,731</b>	<b>3,542</b>	<b>4,561</b>
其他流动负债	1,600	1,867	2,235	2,642	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.63	3.51	4.55	5.86
非流动负债	200	204	207	208	EBIT	2,475	2,969	3,787	4,837
长期借款	28	28	28	28	EBITDA	2,730	3,250	4,095	5,165
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.25	31.65	32.37	33.33
租赁负债	16	21	23	25	归母净利率(%)	13.26	14.69	15.78	16.81
其他非流动负债	156	156	156	156	收入增长率(%)	24.06	20.21	20.77	20.89
<b>负债合计</b>	<b>10,818</b>	<b>11,737</b>	<b>14,076</b>	<b>16,687</b>	归母净利润增长率(%)	31.42	33.26	29.72	28.76
归属母公司股东权益	12,380	14,957	18,320	22,660					
少数股东权益	276	349	432	530					
<b>所有者权益合计</b>	<b>12,655</b>	<b>15,306</b>	<b>18,752</b>	<b>23,190</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,474</b>	<b>27,044</b>	<b>32,828</b>	<b>39,877</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,462	3,083	4,739	6,215	每股净资产(元)	15.92	19.23	23.56	29.14
投资活动现金流	(1,705)	(973)	(927)	(988)	最新发行在外股份(百万股)	778	778	778	778
筹资活动现金流	(199)	(260)	(182)	(226)	ROIC(%)	17.93	18.90	19.89	20.65
现金净增加额	550	1,851	3,630	5,001	ROE-摊薄(%)	16.55	18.26	19.33	20.13
折旧和摊销	255	281	308	329	资产负债率(%)	46.09	43.40	42.88	41.85
资本开支	(919)	(830)	(780)	(780)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.63	20.73	15.98	12.41
营运资本变动	13	(162)	663	1,078	P/B(现价)	4.57	3.78	3.09	2.50

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>