

思源电气（002028）

2025 年中报业绩快报点评：业绩大超市场预期，出海兑现盈利大幅提升

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12,460	15,458	19,313	24,090	29,631
同比（%）	18.25	24.06	24.94	24.73	23.00
归母净利润（百万元）	1,559	2,049	2,825	3,802	5,003
同比（%）	27.75	31.42	37.86	34.60	31.58
EPS-最新摊薄（元/股）	2.00	2.63	3.63	4.88	6.43
P/E（现价&最新摊薄）	34.94	26.59	19.29	14.33	10.89

关键词：#业绩超预期 #出口导向

投资要点

■ **事件：**公司发布 25H1 业绩快报，实现营收 84.97 亿元，同比+38%，归母净利润 12.93 亿元，同比+46%，扣非归母净利润 12.38 亿元，同比+47%；其中 Q2 实现营收 52.70 亿元，同比+50%，归母净利润 8.47 亿元，同比+62%，扣非归母净利润 8.01 亿元，同比+60%。H1 实现归母净利率 15.22%，同比+0.83pct，Q2 实现归母净利率 16.07%，同比+1.14pct。盈利能力大幅提升，业绩大超市场预期。

■ **海外电力设备需求旺盛，折价销售有望成为历史。**根据海关出口数据，1-5 月变压器/高压开关出口金额约 225/150 亿元，同比+35%/32%，在全球关税战的背景下，海外电力设备市场仍旧供不应求，截至 25 年 5 月，美国/韩国/德国的变压器 PPI 相比 24 年分别提升了 3.07/7.00/2.92pct，开关设备 PPI 相比 24 年分别提升了 11.20/9.19/3.78pct，思源作为国内高压电力设备出海的领军企业，实现了欧洲、中东、中南美洲、亚洲、非洲等地区市场的突破，凭借产能及交付优势，不断缩小与海外头部公司的差距，折价销售有望成为历史。24 年我们估计公司新签海外订单同增超 80%，其中欧洲、中南美洲、中东等市场订单实现翻倍以上增长，25M1-5 海外订单有望保持高速增长，持续兑现出海竞争力。25Q2 公司归母净利率提升 1.14pct，我们认为主要系 Q2 海外优质订单陆续交付拉动盈利能力提升。随着海外市场份额逐渐提升，公司盈利能力仍有较大提升的空间。

■ **网内市场新品再突破、市场+技术竞争力凸显公司 α。**根据 25 年前三批国网输变电物资招标结果，公司累计中标 38.6 亿元，同比+94%，国网市场份额大幅提升，主要系公司连续中标 22 间隔 750kV 组合电器，实现高端产品在国网系统中标的突破，为后续进军 1000kV 领域打下坚实基础。除传统主业外，公司储能+超级电容业务发展较快，公司储能电池业务出口欧洲市场，覆盖德国、波兰等 10 余个欧洲国家，生产计划已排至年底；超级电容业务从储能和汽车电子向 AIDC 领域延伸，未来有望成为公司远期发展新增量。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩超市场预期，海外优质订单持续交付拉动业绩高速增长，我们上修公司 25-27 年归母净利润分别为 28.2（+0.9）/38.0（+2.6）/50.0（+4.4）亿元，同比+38%/35%/32%，现价对应 PE 分别为 19x、14x、11x，给予 25 年 25x PE，对应目标价 90.7 元/股，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。

2025 年 07 月 14 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.99
一年最低/最高价	59.66/81.81
市净率(倍)	4.23
流通 A 股市值(百万元)	42,469.05
总市值(百万元)	54,480.59

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)	778.41
流通 A 股(百万股)	606.79

相关研究

《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》

2025-04-27

《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
流动资产	18,911	22,287	28,197	35,442	营业总收入	15,458	19,313	24,090	29,631
货币资金及交易性金融资产	6,679	8,563	12,431	17,950	营业成本(含金融类)	10,628	13,170	16,220	19,640
经营性应收款项	7,138	7,833	8,993	9,861	税金及附加	99	129	155	193
存货	3,477	3,869	4,299	4,694	销售费用	768	956	1,180	1,437
合同资产	1,121	1,467	1,809	2,208	管理费用	449	560	687	844
其他流动资产	495	555	665	728	研发费用	1,110	1,381	1,710	2,104
非流动资产	4,563	5,256	5,908	6,619	财务费用	(7)	(4)	(22)	(55)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	218	309	385	474
固定资产及使用权资产	2,399	3,088	3,652	4,141	投资净收益	47	34	51	68
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	营业利润	2,432	3,273	4,406	5,793
其他非流动资产	684	784	879	969	营业外净收支	(2)	3	3	8
资产总计	23,474	27,543	34,105	42,061	利润总额	2,431	3,276	4,409	5,801
流动负债	10,618	11,954	14,813	17,883	减:所得税	346	393	529	696
短期借款及一年内到期的非流动负债	163	56	55	50	净利润	2,085	2,882	3,880	5,105
经营性应付款项	6,485	7,647	9,537	11,572	减:少数股东损益	36	58	78	102
合同负债	2,370	2,318	2,838	3,398	归属母公司净利润	2,049	2,825	3,802	5,003
其他流动负债	1,600	1,932	2,383	2,862	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.63	3.63	4.88	6.43
非流动负债	200	204	207	208	EBIT	2,475	3,117	4,138	5,413
长期借款	28	28	28	28	EBITDA	2,730	3,398	4,446	5,742
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.25	31.81	32.67	33.72
租赁负债	16	21	23	25	归母净利率(%)	13.26	14.63	15.78	16.88
其他非流动负债	156	156	156	156	收入增长率(%)	24.06	24.94	24.73	23.00
负债合计	10,818	12,158	15,020	18,091	归母净利润增长率(%)	31.42	37.86	34.60	31.58
归属母公司股东权益	12,380	15,052	18,674	23,457					
少数股东权益	276	333	411	513					
所有者权益合计	12,655	15,385	19,085	23,970					
负债和股东权益	23,474	27,543	34,105	42,061					

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	3,072	4,966	6,726	每股净资产(元)	15.92	19.36	24.01	30.16
投资活动现金流	(1,705)	(971)	(924)	(982)	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	19.35	21.00	22.02
现金净增加额	550	1,841	3,861	5,517	ROE-摊薄(%)	16.55	18.77	20.36	21.33
折旧和摊销	255	281	308	329	资产负债率(%)	46.09	44.14	44.04	43.01
资本开支	(919)	(830)	(780)	(780)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.59	19.29	14.33	10.89
营运资本变动	13	(251)	639	1,149	P/B (现价)	4.40	3.62	2.91	2.32

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>