



思源电气 (002028.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外进入收获期，盈利能力持续提升

业绩简评

8 月 15 日，公司发布 2025 半年度报告，1H25 实现营收 84.5 亿元，同比+37.8%，归母净利润 12.9 亿元，同比+45.7%；Q2 实现营收 52.7 亿元，同比+50.2%，归母净利润 8.5 亿元，同比+61.5%，符合预期。

经营分析

海外需求高景气延续，主网建设超预期，网外新能源装机高增。

1) 海外: 2025 年 1-6 月我国电力变压器出口 26 亿美元, 同比+49%, 维持高速增长。公司在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了多款产品的突破, 并通过了多个国家的资质认证, H1 海外市场实现营收 28.6 亿元, 同比+88.9%, 有望持续受益于海外电力设备需求外溢, 海外订单加速兑现。

2) 国内: 2025 年 1-6 月电网工程完成投资 2911 亿元, 同比+15%。国网输变电设备第 3 批中标结中标金额 211.9 亿元, 同比+38%, 创单批次中标金额新高, 前 3 批累计中标 540.6 亿元, 同比+25%, 我们预计主要由于西北电网建设超预期带动设备招标快速增长。公司前三批合计中标 39.2 亿元, 同比+80%, 主要系 750kV GIS 中标份额大幅提升。

3) 网外: 1-6 月风电/光伏新增装机 51/212GW, 同比+99%/107%, 公司积极发展发电、轨道交通、石化、冶金等网外业务。

盈利能力持续提升，新兴业务起量、看好 2025 目标超额完成。

1H25 公司毛利率 31.9%，同比+0.2pct，海外业务毛利率 35.7%，同比+1.9pct。盈利能力提升预计主要系高盈利的超高压设备、海外营收占比提升带来的业务结构优化。

公司积极培育的第二增长曲线已开始显现成效，汽车电子电器业务 H1 收入同比增长 216.6%，实现快速增长。2025 年公司目标新增订单 268 亿元（不含税），同比+25%，目标实现营收 185 亿元，同比+20%，看好公司 2025 年经营目标超额完成。

盈利预测、估值与评级

公司发展战略明确、业务规划清晰，在国内电网投资加速、海外电力设备需求持续景气背景下，预计公司各类产品收入仍将持续增长。我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 27.5/34.8/43.4 亿元，同比增长 34/27/25%。公司股票现价对应 PE 估值为 25/19/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

投资/海外拓展/产品推广不及预期、原材料上涨、行业竞争加剧

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 87.05 元

相关报告:

- 《思源电气公司点评：业绩快报大超预期，增长动能强劲》，2025.7.13
- 《思源电气公司点评：业绩符合预期，国内海外高景气延续》，2025.4.27
- 《思源电气公司点评：新增订单增长强劲，盈利能力持续增强》，2025.4.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,460	15,458	19,458	24,182	29,688
营业收入增长率	18.25%	24.06%	25.88%	24.28%	22.77%
归母净利润(百万元)	1,559	2,049	2,747	3,480	4,339
归母净利润增长率	27.76%	31.42%	34.04%	26.70%	24.70%
摊薄每股收益(元)	2.015	2.635	3.529	4.471	5.575
每股经营性现金流净额	2.94	3.17	2.68	4.47	5.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.01%	16.55%	18.72%	19.77%	20.41%
P/E	25.83	27.59	24.67	19.47	15.61
P/B	3.88	4.57	4.62	3.85	3.19

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,537	12,460	15,458	19,458	24,182	29,688
增长率		18.2%	24.1%	25.9%	24.3%	22.8%
主营业务成本	-7,763	-8,784	-10,628	-13,245	-16,381	-20,025
%销售收入	73.7%	70.5%	68.8%	68.1%	67.7%	67.5%
毛利	2,774	3,676	4,830	6,214	7,801	9,663
%销售收入	26.3%	29.5%	31.2%	31.9%	32.3%	32.5%
营业税金及附加	-72	-78	-99	-125	-155	-190
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-465	-582	-768	-963	-1,197	-1,470
%销售收入	4.4%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-215	-358	-449	-545	-665	-802
%销售收入	2.0%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%
研发费用	-673	-917	-1,110	-1,401	-1,741	-2,167
%销售收入	6.4%	7.4%	7.2%	7.2%	7.2%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	1,348	1,741	2,404	3,180	4,043	5,035
%销售收入	12.8%	14.0%	15.6%	16.3%	16.7%	17.0%
财务费用	10	3	7	66	84	118
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-101	-212	-274	-100	-120	-145
公允价值变动收益	-38	13	29	15	15	15
投资收益	6	20	47	50	50	50
%税前利润	0.5%	1.1%	1.9%	1.6%	1.2%	1.0%
营业利润	1,342	1,778	2,432	3,211	4,072	5,072
营业利润率	12.7%	14.3%	15.7%	16.5%	16.8%	17.1%
营业外收支	-11	-7	-2	-2	-3	-4
税前利润	1,331	1,771	2,431	3,209	4,069	5,068
利润率	12.6%	14.2%	15.7%	16.5%	16.8%	17.1%
所得税	-44	-163	-346	-417	-529	-659
所得税率	3.3%	9.2%	14.2%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,287	1,609	2,085	2,792	3,540	4,409
少数股东损益	67	49	36	45	60	70
归属于母公司的净利润	1,220	1,559	2,049	2,747	3,480	4,339
净利率	11.6%	12.5%	13.3%	14.1%	14.4%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,287	1,609	2,085	2,792	3,540	4,409
少数股东损益	67	49	36	45	60	70
非现金支出	239	418	529	359	417	479
非经营收益	-42	-71	-164	23	-27	13
营运资金变动	-430	317	13	-1,092	-456	-326
经营活动现金净流	1,055	2,272	2,462	2,082	3,474	4,576
资本开支	-443	-728	-919	-1,004	-523	-524
投资	999	404	191	15	15	15
其他	-1,006	-425	-977	50	50	50
投资活动现金净流	-450	-749	-1,705	-939	-458	-459
股权募资	45	45	141	0	0	0
债权募资	71	-27	58	67	549	643
其他	-203	-630	-398	-466	-588	-758
筹资活动现金净流	-88	-612	-199	-400	-38	-115
现金净流量	546	895	550	744	2,978	4,001

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,462	3,328	4,028	4,767	7,742	11,741
应收款项	4,702	5,531	6,901	7,298	9,070	10,973
存货	2,459	2,861	3,477	3,919	4,757	5,706
其他流动资产	2,451	3,037	4,505	4,663	5,103	5,630
流动资产	12,074	14,756	18,911	20,647	26,672	34,049
%总资产	76.9%	78.8%	80.6%	80.1%	83.6%	86.6%
长期投资	1,422	353	145	45	-75	-220
固定资产	1,367	1,686	2,680	3,051	3,191	3,299
%总资产	8.7%	9.0%	11.4%	11.8%	10.0%	8.4%
无形资产	465	1,176	1,164	1,256	1,341	1,420
非流动资产	3,637	3,977	4,563	5,132	5,235	5,276
%总资产	23.1%	21.2%	19.4%	19.9%	16.4%	13.4%
资产总计	15,711	18,733	23,474	25,779	31,906	39,325
短期借款	123	114	163	262	812	1,455
应付款项	4,588	5,581	7,157	7,805	9,780	12,113
其他流动负债	1,305	2,156	3,299	2,543	3,142	3,840
流动负债	6,016	7,851	10,618	10,610	13,734	17,408
长期贷款	0	30	28	28	28	28
其他长期负债	258	187	172	145	160	180
负债	6,275	8,067	10,818	10,783	13,923	17,616
普通股股东权益	9,171	10,384	12,380	14,675	17,603	21,258
其中：股本	770	774	778	778	778	778
未分配利润	7,254	9,057	10,874	13,170	16,098	19,753
少数股东权益	265	282	276	321	381	451
负债股东权益合计	15,711	18,733	23,474	25,779	31,906	39,325

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.585	2.015	2.635	3.529	4.471	5.575
每股净资产	11.911	13.418	15.919	18.853	22.614	27.310
每股经营现金净流	1.370	2.936	3.167	2.678	4.467	5.884
每股股利	0.200	0.300	0.400	0.580	0.710	0.880
回报率						
净资产收益率	13.31%	15.01%	16.55%	18.72%	19.77%	20.41%
总资产收益率	7.77%	8.32%	8.73%	10.65%	10.91%	11.03%
投入资本收益率	13.40%	14.51%	15.98%	18.03%	18.63%	18.84%
增长率						
主营业务收入增长率	21.18%	18.25%	24.06%	25.88%	24.28%	22.77%
EBIT 增长率	-1.61%	29.08%	38.14%	32.26%	27.14%	24.53%
净利润增长率	1.90%	27.76%	31.42%	34.04%	26.70%	24.70%
总资产增长率	12.91%	19.24%	25.30%	9.82%	23.77%	23.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	107.1	115.2	119.2	110.0	110.0	108.0
存货周转天数	119.1	110.5	108.8	108.0	106.0	104.0
应付账款周转天数	141.9	151.8	148.3	155.0	156.0	157.0
固定资产周转天数	42.1	46.3	55.9	46.7	38.9	32.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.03%	-44.96%	-51.27%	-47.53%	-53.12%	-59.46%
EBIT 利息保障倍数	-135.9	-578.5	-353.9	-48.4	-48.1	-42.8
资产负债率	39.94%	43.06%	46.09%	41.83%	43.64%	44.80%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	14	18	47
增持	1	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.13	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究