

思源电气（002028）

2025 年中报点评：海外收入放量提升盈利能力，业绩符合市场预期

买入（维持）

2025 年 08 月 17 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	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）	43.46	33.07	23.99	17.82	13.54

关键词：#业绩符合预期 #出口导向

投资要点

■ **事件：**公司发布 25 年中报，25 年 H1 实现营收 84.97 亿元，同比+38%，实现归母净利润 12.93 亿元，同比+46%，扣非归母净利润 12.36 亿元，同比+47%；其中 Q2 实现营收 52.70 亿元，同比+50%，归母净利润 8.46 亿元，同比+62%，扣非归母净利润 7.99 亿元，同比+60%。25H1 实现毛利率 31.74%，同比-0.01pct，归母净利率 15.21%，同比+0.82pct，Q2 实现毛利率 32.61%，同比+0.07pct，归母净利率 16.05%，同比+1.12pct。业绩符合市场预期。

■ **海外收入&毛利率双升，收入占比提升至 34%。**25H1 公司海外营收 28.62 亿元，同比+89%，毛利率 35.69%，同比+1.87pct。公司海外收入占比不断提高，25H1 达到 34%，同比+9pct。根据海关总署数据，截至 25 年 6 月变压器/高压开关出口金额分别同比+37.5%/32%，海外市场需求旺盛&市场价格持续上涨，收入快速增长摊薄前期投入费用+改善总体毛利率，是拉动净利率提升的重要因素。展望 25H2，随着海外优质订单的交付，公司海外收入和毛利率水平有望保持上升趋势，拉动公司净利率&综合毛利率的不断提升。

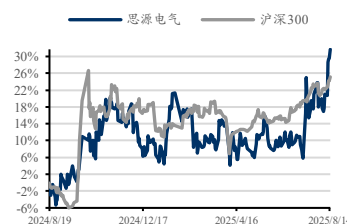
■ **国内网内稳健是基本盘，网外有新能源抢装+储能占比提高略影响国内毛利率水平。**25H1 公司国内营收 56.35 亿元，同比+21%，毛利率 29.73%，同比-1.34pct。从子公司来看，思源高压（GIS 等）/如高压（AIS、隔离开关等）/思源赫兹（互感器、套管等）收入同比+10%/31%/31%，净利率分别同比+0.29/1.32/3.04pct。思源高压产品下游市场以国内网内为主，收入保持稳健增长。思源高压&思源赫兹受益于海外 AIS、互感器等占比提升收入增速+利润率均有较大幅度提升。受 Q2 新能源抢装+储能收入占比提高影响，国内毛利率有所下滑。展望 25H2，我们预计公司国内业务收入有望保持稳健增长，750kV 组合电器交付有望对毛利率有所改善。展望 25H2，我们预计公司国内业务收入有望保持稳健增长，750kV 组合电器交付有望对毛利率有所改善。

■ **市场端加大投入、存货&合同负债大幅增长。**25H1 公司销售费用/管理费用/研发费用，同比分别+52%/10%/26%，销售费用大幅增长主要系公司继续加大对市场和销售的投入。截至 25H1 公司存货/合同负债分别为 47.15/25.62 亿元，同比+38%/32%，在手订单充足奠定公司增长基础。现金流方面，截至 25H1 公司经营性现金流净流出 7.13 亿元，我们认为主要系公司储能业务（垫资量较大）、海外业务（账期久）快速增长所致，但客户信用优质，坏账风险较低，公司财务情况保持良好。

■ **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 28.2/38.0/50.0 亿元，同比+38%/35%/32%，现价对应 PE 分别为 24x、18x、14x，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)	87.05
一年最低/最高价	62.33/87.45
市净率(倍)	5.07
流通 A 股市值(百万元)	52,820.85
总市值(百万元)	67,760.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.18
资产负债率(% LF)	46.13
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》

2025-07-14

《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)	33.07	23.99	17.82	13.54
营运资本变动	13	(251)	639	1,149	P/B (现价)	5.47	4.50	3.63	2.89

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>