

25H1 业绩增速亮眼，海外市场贡献显著

2025 年 08 月 19 日

► **事件：**2025 年 8 月 15 日，公司发布 2025 年中报。公司 25H1 实现营收 84.97 亿元，同比增长 37.80%；归母净利润 12.93 亿元，同比增长 45.71%；扣非归母 12.36 亿元，同比增长 47.04%。单 25Q2 实现营收 52.70 亿元，同比增长 50.21%；归母净利润 8.46 亿元，同比增长 61.53%；扣非归母 7.99 亿元，同比增长 59.97%。

► **公司盈利能力持续改善，存货同比高增支撑后续增长。**25Q2 公司毛利率、净利率分别提升至 32.61%、16.43%，分别同比+0.07Pct、1.18Pcts，分别环比+2.30Pcts、2.07Pcts，公司盈利能力持续改善。截至 25H1 末，公司存货 47.15 亿元，同比增长 35.61%，维持稳健增长。2025 年公司计划实现新增合同订单 268 亿元（不含税），同比增长 25%；实现营收 185 亿元，同比增长 20%，2025 年指引仍较为积极。

► **国内新产品&新市场有望贡献增量，海外市场维持高增且盈利持续改善。**国内方面，2025 年 1-6 月，全国累计发电装机容量 36.5 亿千瓦，同比增长 18.7%；电网工程完成投资 2911 亿元，同比增长 14.6%，电源&电网相关建设需求均呈现较高景气度。公司坚持深耕和拓展国内市场，产品涵盖 750kV 及以下 GIS 和 GIL、1000kV 及以下变电站继电保护设备和监控系统等，巩固并提升主流产品在电网客户的市场份额，同时积极发展 750KV 等新产品、发电等行业市场。海外方面，公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入，多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了突破。25H1 公司海外实现营收 28.62 亿元，同比增长 88.95%，海外收入占比提升至 33.68%，毛利率提升至 35.69%，同比提升 1.87Pcts。

► **持续培育汽车电子、柔直等新业务。**公司继续拓展以超级电容（含混合超容）、锂电池等高倍率储能元件为核心的汽车电子电器类业务，25H1 公司汽车电子业务实现营收 4545 万元，同比增长 216.58%，新业务维持高增趋势。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 193.87、236.84、284.71 亿元，对应增速分别为 25.4%、22.2%、20.2%；归母净利润分别为 27.59、34.99、44.29 亿元，对应增速分别为 34.7%、26.8%、26.6%，以 8 月 19 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 23X、19X、15X，公司受益于全球电网建设需求，新产品、新市场持续放量，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电网投资不及预期风险，新产品开拓不及预期风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

83.20 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 许俊哲

执业证书：S0100525030003

邮箱：xujunzhe@mszq.com

相关研究

1.思源电气 (002028.SZ) 2025 年半年度业绩快报点评：25H1 业绩亮眼，股权回购彰显发展信心-2025/07/13

2.思源电气 (002028.SZ) 2024 年年报点评：新产品新市场放量，2025 年指引较为积极-2025/04/19

3.思源电气 (002028.SZ) 2024 年业绩快报点评：业绩增速亮眼，受益于全球电网建设需求增长-2025/01/19

4.思源电气 (002028.SZ) 2024 年三季报点评：24Q3 业绩亮眼，加快生产基地建设-2024/10/28

5.思源电气 (002028.SZ) 2024 年半年报点评：24H1 业绩符合预期，盈利能力稳步提升-2024/08/19

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,458	19,387	23,684	28,471
增长率 (%)	24.1	25.4	22.2	20.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,049	2,759	3,499	4,429
增长率 (%)	31.4	34.7	26.8	26.6
每股收益 (元)	2.63	3.54	4.50	5.69
PE	32	23	19	15
PB	5.2	4.4	3.7	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 19 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,458	19,387	23,684	28,471
营业成本	10,628	13,180	15,982	19,070
营业税金及附加	99	116	142	171
销售费用	768	1,066	1,255	1,509
管理费用	449	504	592	683
研发费用	1,110	1,357	1,658	1,993
EBIT	2,475	3,285	4,199	5,329
财务费用	-7	-10	-6	-14
资产减值损失	-152	9	11	0
投资收益	47	39	24	28
营业利润	2,432	3,345	4,242	5,372
营业外收支	-2	2	2	0
利润总额	2,431	3,347	4,244	5,372
所得税	346	502	637	806
净利润	2,085	2,845	3,608	4,566
归属于母公司净利润	2,049	2,759	3,499	4,429
EBITDA	2,730	3,544	4,467	5,606

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,028	5,350	7,669	10,909
应收账款及票据	6,604	8,167	10,302	12,654
预付款项	534	659	799	954
存货	3,477	4,402	5,561	6,622
其他流动资产	4,268	4,700	5,144	5,577
流动资产合计	18,911	23,278	29,475	36,715
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	2,368	2,403	2,439	2,439
无形资产	572	572	572	572
非流动资产合计	4,563	5,418	5,413	5,406
资产合计	23,474	28,696	34,888	42,121
短期借款	149	149	149	149
应付账款及票据	6,485	8,238	10,211	12,449
其他流动负债	3,985	4,979	6,141	7,271
流动负债合计	10,618	13,365	16,501	19,869
长期借款	28	28	28	28
其他长期负债	172	176	176	176
非流动负债合计	200	204	204	204
负债合计	10,818	13,569	16,705	20,072
股本	778	778	778	778
少数股东权益	276	361	469	606
股东权益合计	12,655	15,127	18,183	22,049
负债和股东权益合计	23,474	28,696	34,888	42,121

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.06	25.42	22.16	20.21
EBIT 增长率	32.87	32.72	27.83	26.92
净利润增长率	31.42	34.66	26.82	26.56
盈利能力 (%)				
毛利率	31.25	32.02	32.52	33.02
净利率	13.26	14.23	14.78	15.56
总资产收益率 ROA	8.73	9.62	10.03	10.51
净资产收益率 ROE	16.55	18.69	19.76	20.65
偿债能力				
流动比率	1.78	1.74	1.79	1.85
速动比率	1.28	1.23	1.27	1.34
现金比率	0.38	0.40	0.46	0.55
资产负债率 (%)	46.09	47.29	47.88	47.65
经营效率				
应收账款周转天数	117.57	120.29	124.00	127.65
存货周转天数	107.34	107.60	112.20	114.98
总资产周转率	0.73	0.74	0.74	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	2.63	3.54	4.50	5.69
每股净资产	15.90	18.97	22.76	27.55
每股经营现金流	3.16	3.49	4.00	5.38
每股股利	0.50	0.71	0.90	1.14
估值分析				
PE	32	23	19	15
PB	5.2	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	22.71	17.49	13.88	11.06
股息收益率 (%)	0.60	0.85	1.08	1.37

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,085	2,845	3,608	4,566
折旧和摊销	255	259	268	277
营运资金变动	13	-362	-823	-632
经营活动现金流	2,462	2,714	3,113	4,190
资本开支	-919	-886	-242	-254
投资	191	0	0	0
投资活动现金流	-1,705	-990	-218	-225
股权募资	141	0	0	0
债务募资	58	0	0	0
筹资活动现金流	-199	-401	-576	-724
现金净流量	550	1,322	2,319	3,241

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048