

思源电气 (002028.SZ)

业绩创单季度历史新高，海外放量贡献进一步加大

公司发布中报，二季度收入、利润创单季度历史新高，高速增长且增长提速。公司是高压电气装备中产品覆盖面最宽的之一，过去十年多通过产品加法穿越了行业周期。过去一个时期，公司加大海外市场、新领域培育，海外市场的贡献在逐步加大。维持强烈推荐评级。

□ Q2 收入利润创历史新高，高增长且增长提速。公司上半年营收、归母净利润、扣非净利分别为 84.97 亿元、12.93 亿元、12.36 亿元，分别同比增长 37.8%、45.7%、47.0%。其中 Q2 营收、归母净利润、扣非净利分别为 52.7 亿元、8.46 亿元、7.99 亿元，同比大增 50.2%、61.5%、60%，业绩创单季度历史新高，超市场预期。

□ 国内业务稳健增长，海外业务大增。上半年公司国内业务收入 56.4 亿元，同比增长 21.2%。公司产品门类齐备，主要产品市占率居前，从国内电网高压电气设备招投标来看，1-3 批集中招标公司中标额合计超 39 亿元，同比增长约 80%，中标份额达 7.3%，同比提升 2.2pct，公司通过产品加法提升综合市占率的状态仍在延续。上半年公司海外业务收入 28.6 亿元，同比大幅增长 88.9%，收入占比达 34%，比例较上年同期提升超 9pct。毛利率 35.7%，同比+1.9pct。公司海外业务厚积薄发，在欧洲、东南亚、非洲等区域长期耕耘和沉淀，未来对公司总体增长的贡献和拉动也会更明显。

□ 经营思路清晰，经营态势向好。公司长期经营思路清晰、明确，一方面持之以恒地稳步扩充产品系列，通过产品加法提升综合市占率，当前公司的变压器、保护控制等业务都已经具有一定规模和竞争力，后续电力电子领域可能还会加大投入。另一方面，加大海外市场长战略投入，伴随公司产品系列更全面，解决方案的能力也更强。此外，公司过去几年，也在加大汽车相关领域的投入。就当前经营态势来看，态势向好，25H1 公司存货、合同负债分别为 47.1 亿元、25.6 亿元，同比+38%、+32%，印证订单充足。

□ 投资建议：公司现有产品有竞争力，后续发展方向清晰，管理能力较强且有战略定力，是长跑选手。以公司现有的业务构架与管理体系，能支撑公司规模做大，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：电网投资波动、新业务不及预期、海外开拓不及预期、关税风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12460	15458	18637	22361	26572
同比增长	18%	24%	21%	20%	19%
营业利润(百万元)	1778	2432	3060	3684	4339
同比增长	32%	37%	26%	20%	18%
归母净利润(百万元)	1559	2049	2578	3102	3653
同比增长	28%	31%	26%	20%	18%
每股收益(元)	2.00	2.63	3.31	3.99	4.69
PE	42.0	32.0	25.4	21.1	17.9
PB	6.3	5.3	4.5	3.8	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

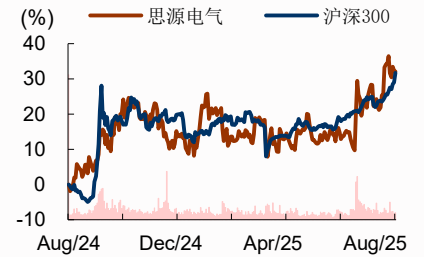
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：84.25 元

基础数据

总股本 (百万股)	778
已上市流通股 (百万股)	607
总市值 (十亿元)	65.6
流通市值 (十亿元)	51.1
每股净资产 (MRQ)	17.2
ROE (TTM)	18.4
资产负债率	46.1%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	19.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	17	31
相对表现	2	7	-1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《思源电气 (002028) — 订单增长强劲，海外业务亮眼》2025-04-28
- 《思源电气 (002028) — 稳健增长符合预期，海外业务亮眼》2024-08-28
- 《思源电气 (002028) — 经营可能加速，产品架构与管理体系能支撑上大台阶》2024-05-07

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

胡佳怡 S1090525080002

hujiayi1@cmschina.com.cn

表 1: 思源电气国内外收入情况 (单位: 亿元)

	2023H1	2024H1	2025H1	同比
营收	53.03	61.66	84.97	37.8%
国内营收	42.22	46.5	56.4	21.2%
占比	80%	75%	66%	-9%
海外营收	10.82	15.2	28.6	88.9%
占比	20%	25%	34%	9%

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 2: 思源电气国内外毛利率对比

	2023H1	2024H1	2025H1	同比
毛利率	29.1%	31.3%	31.7%	0.5%
国内	28.2%	31.1%	29.7%	-1.4%
海外	32.3%	33.8%	35.7%	1.9%

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 3: 思源电气参股公司 25H1 经营情况 (单位: 亿元)

参股公司	收入	同比	净利润	同比	净利率
上海思源高压开关 (GIS 等)	23.99	9.0%	4.81	10.7%	20.1%
江苏如高高压电器 (隔离开关、AIS 等)	11.41	31.1%	2.38	39.9%	20.9%
江苏思源赫兹互感器 (套管、互感器等)	7.08	30.8%	1.38	54.5%	19.5%

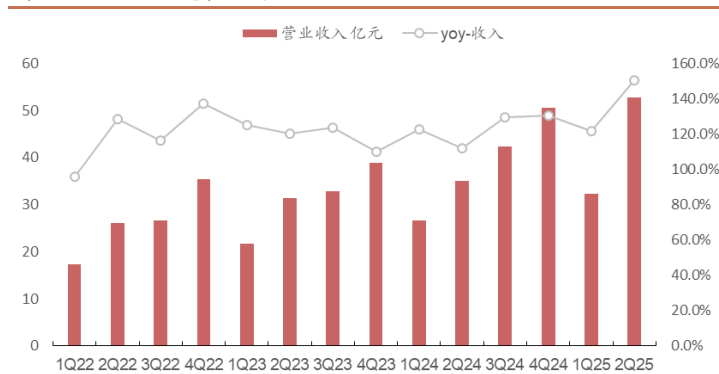
资料来源: 公司数据, 招商证券

表 4: 公司经营情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H2	同比 (%)
赊销比	42.71	42.70	42.72	0.02	91.72	87.57	(4.15)
存货营收比	23.33	22.96	22.49	(0.47)	55.21	55.49	0.28
销售商品、劳务获现金/营收	94.05	98.94	99.20	0.27	101.50	91.65	(9.85)
经营现金流净额/税后净利润	0.82	1.41	1.18	(0.23)	0.12	-0.54	(0.66)
经营性现金流净额 (百万元)	1055	2272	2462	8.38	107	-713	(770)
自由现金流 (百万元)	958	1647	1761	6.91	-245	-722	194

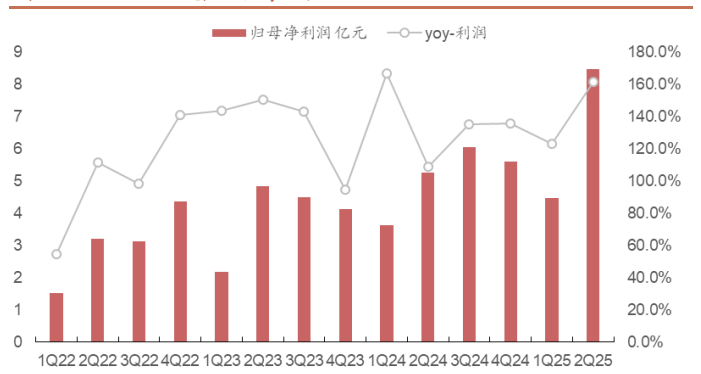
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 思源电气营业收入



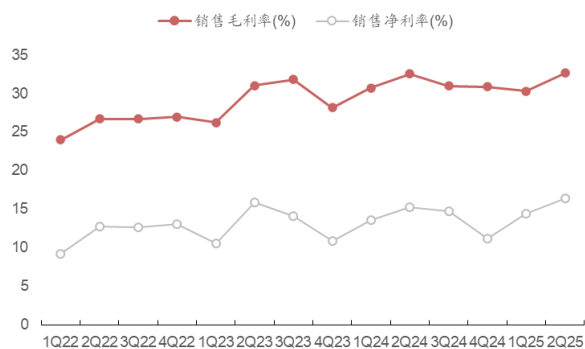
资料来源: 公司数据, 招商证券

图 2: 思源电气归母净利润



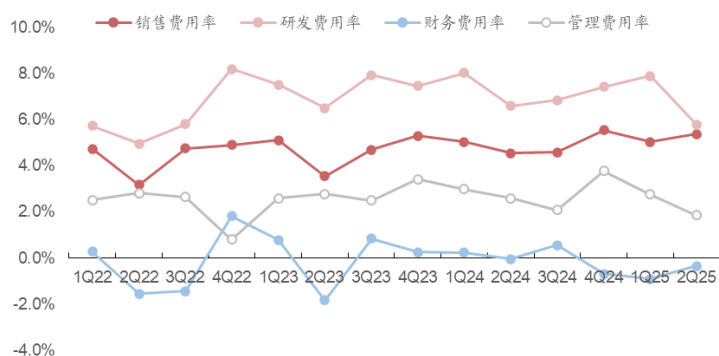
资料来源: 公司数据, 招商证券

图 3: 思源电气季度毛利率、净利率



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 思源电气季度费用率



资料来源: 公司数据、招商证券

表 5: 公司投资回报情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H2	同比 (%)
归母净利率 (%)	11.58	12.51	13.26	0.74	14.39	15.21	0.83
总资产周转率 (%)	0.71	0.72	0.73	0.01	0.32	0.35	0.03
权益乘数	1.69	1.76	1.85	0.09	1.79	1.89	0.10
ROE (%)	13.91	15.95	18.00	2.06	8.28	10.04	1.75
ROA (%)	8.69	9.34	9.88	0.54	4.67	5.45	0.78
ROIC (%)	13.99	15.47	17.23	1.75	7.83	9.77	1.93

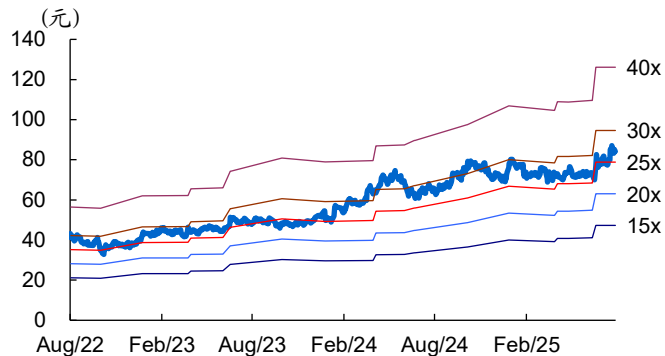
资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 公司资产负债情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2025Q2	较年初变化 (%)
负债率 %	39.9	43.1	46.09	3.02	46.13	0.05
短期借款 (百万元)	109.3	81.8	148.55	81.55	215.34	44.96
一年内到期的非流动负债 (百)	13.5	32.2	14.12	-56.11	13.66	-3.27
长期借款 (百万元)	0.0	30.0	28.00	-6.67	27.50	-1.79
长期应付款 (百万元)	6.26	6.26	6.26	—	6.26	—
在手现金 (百万元)	2462.0	3327.9	4027.85	21.03	3091.41	-23.25
交易性金融资产 (百万元)	1154.7	1611.9	2651.22	64.48	2516.46	-5.08

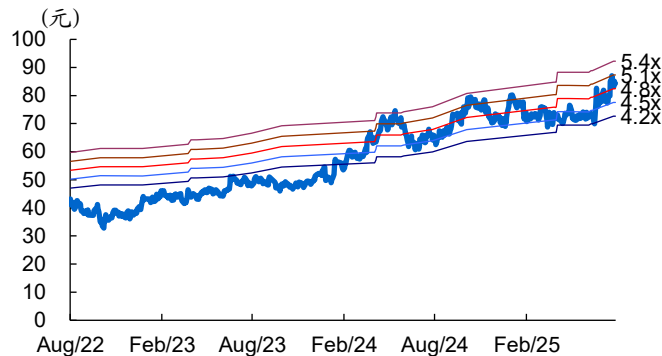
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 思源电气历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 思源电气历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 思源电气: 订单增长强劲, 海外业务亮眼, 2025.4.28
- 思源电气: 稳健增长符合预期, 海外业务亮眼, 2024.8.28
- 思源电气: 经营可能加速, 产品架构与管理体系能支撑上大台阶, 2024.5.6
- 思源电气: 三季度业绩强劲增长, 订单增速良好, 2023.10.23
- 思源电气: 上半年业绩快速增长, 海外业务发展势头强劲, 2023.8.22
- 思源电气: 上半年业绩快速增长, 新签订单势头强劲, 2023.7.12
- 思源电气: 2022Q4 业绩强劲增长, 2023 年订单增长目标加速, 2023.4.17
- 思源电气: 收购烯晶碳能股权、推动超级电容在储能和乘用车领域应用, 打造公司第二增长曲线, 2023.1.11
- 思源电气: 三季度收入增长稳健, 业绩基本符合预期, 2022.11.02
- 思源电气: 二季度业绩超预期, 公司环比经营态势不断向好, 2022.8.22
- 思源电气: 中报业绩超预期, 公司经营环比不断向好, 2022.7.13
- 思源电气: 年报业绩符合预期, 2022 年经营目标稳健扎实, 2022.4.17
- 思源电气: 经营稳健, 业绩略超预期, 2022.1.20
- 思源电气: 三季度净利润环比稳健增长、业绩超预期, 2021.10.25
- 思源电气: 中报增长稳健, 经营态势仍然积极向上, 2021.9.5
- 思源电气: 业绩符合预期, 积极进行产品与产能扩张, 2021.4.19
- 思源电气: Q1 业绩大超预期, 站上发展新起, 2021.3.19
- 思源电气: 长期布局, 产品储备与管理体系能支撑成为大企业, 2021.2.26
- 思源电气: 年报业绩预告高增长, 新业务布局和产能扩张支撑持续增长, 2021.2.1
- 思源电气: 业绩持续高增长, 业务布局与管理水平能支撑成为大企业, 2020.10.18
- 思源电气: 高质量的高增长, 业务布局与管理水平能支撑成为大企业, 2020.8.2
- 思源电气: 3 季度指引高增长, 进入新一轮拓展期, 2020.7.28
- 思源电气: 中报超预告上限, 业绩再超预期, 2020.7.10
- 思源电气: 思源电气投资价值分析, 2020.7.1
- 思源电气: 业绩高增长, 盈利能力有望显著提升, 2020.4.19
- 思源电气: Q1 大幅增长, 管理能力与现有业务都支撑成为大公司, 2020.3.31
- 思源电气: 通过产品加法持续增长, 超级电容等业务受关注, 2020.2.24
- 思源电气: 业绩高增长, 经营持续创历史新高, 2020.1.14
- 思源电气: 经营创新高, 三大业务推动未来增长, 2019.10.27
- 思源电气: 半年报业绩快速增长, 再获国网大单, 2019.8.12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	14756	18911	22832	27589	33158
现金	3328	4028	5434	7257	9489
交易性投资	1612	2651	2651	2651	2651
应收票据	982	846	1020	1223	1454
应收款项	4339	5758	6919	8301	9864
其它应收款	210	297	358	430	511
存货	2861	3477	4211	5042	5997
其他	1425	1853	2239	2685	3191
非流动资产	3977	4563	4689	4805	4910
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	1579	2368	2616	2840	3042
无形资产商誉	1131	1113	1002	902	812
其他	1264	1079	1068	1060	1054
资产总计	18733	23474	27521	32394	38069
流动负债	7851	10618	12432	14637	17184
短期借款	82	149	5	0	0
应付账款	4967	6485	7873	9425	11212
预收账款	1483	2370	2877	3444	4097
其他	1319	1615	1677	1767	1874
长期负债	217	200	200	200	200
长期借款	30	28	28	28	28
其他	187	172	172	172	172
负债合计	8067	10818	12632	14837	17384
股本	774	778	778	778	778
资本公积金	159	408	408	408	408
留存收益	9451	11194	13383	15996	19060
少数股东权益	282	276	321	375	439
归属于母公司所有者权益	10384	12380	14569	17182	20246
负债及权益合计	18733	23474	27521	32394	38069

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2272	2462	2157	2522	3025
净利润	1609	2085	2623	3156	3717
折旧摊销	190	239	352	363	373
财务费用	17	24	0	0	0
投资收益	(20)	(47)	(275)	(275)	(275)
营运资金变动	534	274	(550)	(730)	(798)
其它	(58)	(112)	7	8	9
投资活动现金流	(749)	(1705)	(205)	(205)	(205)
资本支出	(733)	(922)	(480)	(480)	(480)
其他投资	(16)	(784)	275	275	275
筹资活动现金流	(612)	(199)	(546)	(494)	(589)
借款变动	(292)	(159)	(158)	(5)	0
普通股增加	4	4	0	0	0
资本公积增加	(118)	249	0	0	0
股利分配	(231)	(310)	(389)	(489)	(589)
其他	26	17	0	0	0
现金净增加额	911	558	1406	1823	2232

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12460	15458	18637	22361	26572
营业成本	8784	10628	12901	15446	18374
营业税金及附加	78	99	119	143	170
营业费用	582	768	870	1044	1240
管理费用	358	449	485	581	691
研发费用	917	1110	1305	1565	1860
财务费用	(3)	(7)	0	0	0
资产减值损失	(211)	(273)	(173)	(173)	(173)
公允价值变动收益	13	29	10	10	10
其他收益	212	218	218	218	218
投资收益	20	47	47	47	47
营业利润	1778	2432	3060	3684	4339
营业外收入	4	9	10	10	10
营业外支出	11	11	10	10	10
利润总额	1771	2431	3060	3684	4339
所得税	163	346	437	527	623
少数股东损益	49	36	45	54	64
归属于母公司净利润	1559	2049	2578	3102	3653

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	24%	21%	20%	19%
营业利润	32%	37%	26%	20%	18%
归母净利润	28%	31%	26%	20%	18%
获利能力					
毛利率	29.5%	31.2%	30.8%	30.9%	30.9%
净利率	12.5%	13.3%	13.8%	13.9%	13.7%
ROE	15.9%	18.0%	19.1%	19.5%	19.5%
ROIC	15.8%	17.5%	18.8%	19.4%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	46.1%	45.9%	45.8%	45.7%
净负债比率	0.8%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3
应收账款周转率	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5
应付账款周转率	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	2.00	2.63	3.31	3.99	4.69
每股经营净现金	2.92	3.16	2.77	3.24	3.89
每股净资产	13.34	15.91	18.72	22.08	26.02
每股股利	0.40	0.50	0.63	0.76	0.89
估值比率					
PE	42.0	32.0	25.4	21.1	17.9
PB	6.3	5.3	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	33.4	24.6	18.9	15.9	13.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。