

2025 年中报点评：海外业务增势强劲，出口+网内高压强 α 凸显

核心观点

公司发布 2025 年半年度报告，2025H1 营业总收入 84.97 亿元，同比增长 37.80%，归母净利润 12.93 亿元，同比增加 45.71%，业绩实现较快增长。2025 年公司新增合同订单目标为 268 亿元（不含税），同比增长 25%；2025 年营业收入目标为 185 亿元，同比增长 20%，预计公司将稳步兑现年度目标，2025H1 已迈出坚实一步。网内市场得益于电网投资上行，2025 年 1-7 月电网投资完成额为 3315 亿元，同比增长 12.5%。2025 年国网投资将超过 6500 亿元。海外市场需求向好，2025 年以来我国核心一次设备出口持续增长。在海内外电网建设高景气的背景下，预计国内和海外市场将保持较好需求。公司强 α 属性将持续显现，发展行稳致远。

事件

公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年实现营业收入 84.97 亿元，同比增长 37.80%，归母净利润 12.93 亿元，同比增加 45.71%；扣非归母净利润 12.36 亿元，同比增加 47.04%。

简评

2025Q2 业绩较快增长

1) 2025 上半年归母净利润/扣非归母净利润分别为 12.93/12.36 亿元，同比增加 45.71%/47.04%。

2) 单二季度实现营业收入 52.70 亿元，同比增长 50.2%，环比增长 63.3%；归母净利润 8.46 亿元，同比增长 61.5%，环比增长 89.5%；实现较快增长。

2025 年经营目标延续稳健上行，已迈出坚实一步

1) 公司 2025 年新增合同订单目标为 268 亿元（不含税），同比增长 25%，预计公司将稳步兑现目标，海外市场将贡献重要增量。

2) 公司 2025 年营业收入目标为 185 亿元，同比增长 20%，公司 2025H1 实现业绩较快增长，已迈出坚实一步。

3) 多维举措：①巩固国内电网市场，进一步提升市占率；积极融入到高端市场的研发创新；②大力提升发电行业（尤其是新能源市场）品牌影响力，积极拓展关键客户，实现大的增长；拓展行业客户，为客户提供跨产品线的综合解决方案。③进一步加强海外重点市场的根据地建设。④持续加大研发投入等。

思源电气(002028.SZ)

维持

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

郑博元

zhengboyuan@csc.com.cn

010-56135176

SAC 编号:S1440524080004

发布日期：2025 年 09 月 10 日

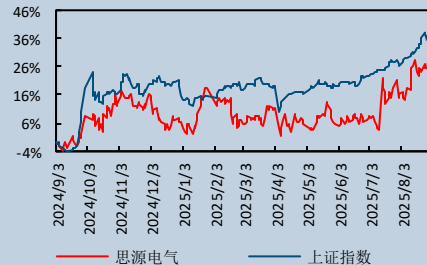
当前股价：93.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|-------------|-------------|
| 18.58/11.46 | 29.81/15.88 | 42.86/7.19 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 96.36/65.62 |
| 总股本 (万股) | | 77,840.53 |
| 流通 A 股 (万股) | | 60,678.75 |
| 总市值 (亿元) | | 727.81 |
| 流通市值 (亿元) | | 567.35 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 664.62 |
| 主要股东 | | |
| 香港中央结算有限公司 | | 19.90% |

股价表现



相关研究报告

| | |
|----------|---|
| 25.07.19 | 【中信建投电力设备及新能源】思源电气(002028):2025H1 业绩快报点评：H1 业绩超预期，公司强 α 属性凸显 |
| 25.05.13 | 【中信建投电力设备及新能源】思源电气(002028):2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，延续稳健上行 |
| 25.01.21 | 【中信建投电力设备及新能源】思源电气(002028):2024 年业绩快报点评：稳步兑现年度目标，公司发展行稳致远 |

电网建设景气度较高，公司高压设备突破，中标份额居前

- 1) 预计 2025 年电网投资延续较高景气度，国家电网将聚焦优化主电网、补强配电网建设等。2025 年 1-7 月电网投资完成额为 3315 亿元，同比增长 12.5%。预计 2025 年国家电网建设投资总规模将超过 6500 亿元，延续较高增长；南方电网固定资产投资将超 1750 亿元。
- 2) 国家电网 2025 年总部前三批次输变电集中招标中，输变电设备采购总金额约 541 亿元，同比增长约 24.8%。其中，组合电器采购额约 135 亿元，同比增长约 28.1%，公司在组合电器等产品的中标金额位居前列，750kV 组合电器产品多次中标。电网建设景气度较高，为公司提供了稳定增长的基础。

海外市场需求旺盛，深耕布局未来可期

- 1) 海外市场需求旺盛。2025 年 1-7 月一次设备的出口规模保持增长，变压器累计出口规模约 338 亿元，同比增长 38.4%；高压开关等累计出口规模约 213 亿元，同比增长 31.1%，2025 年以来一次设备出口延续良好的增长趋势。
- 2) 公司 2025H1 在海外市场收入达到 28.6 亿元，同比高增 89.0%，海外收入占比达到 34%。主要市场包括欧洲、亚洲、非洲等多个地区。公司海外主要销售开关类、变压器类、互感器类产品。
- 3) 海外市场保持较高景气。海外需求旺盛得益于海外新能源、电网建设、用户侧需求的增加。公司在海外市场深耕多年，具有较强的品牌力，较高的产品力，在海外需求增长同时不断拓展市场份额，公司海外业务未来可期。

业绩预测

预计 2025/2026 年公司归母净利润为 27.0/34.1 亿元，对应 PE 为 26.9/21.3x。

重要财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12,460 | 15,458 | 19,050 | 23,032 |
| YoY(%) | 18.2 | 24.1 | 23.2 | 20.9 |
| 净利润(百万元) | 1,559 | 2,049 | 2,703 | 3,415 |
| YoY(%) | 27.8 | 31.4 | 31.9 | 26.3 |
| EPS(摊薄/元) | 2.00 | 2.63 | 3.47 | 4.39 |
| P/E(倍) | 46.68 | 35.52 | 26.9 | 21.3 |

资料来源: iFinD, wind, 中信建投证券

风险分析

- 1) **需求方面**：国家基建政策变化导致电源投资规模不及预期；电网投资规模不及预期；新能源装机增速下降导致对电力设备需求下降；全社会用电量增速下降等；两网招标进度不及预期；特高压建设推进进度不及预期。
- 2) **供给方面**：铜资源、钢铁等大宗商品价格上涨；电力电子器件供给紧张，国产化进度不及预期。
- 3) **政策方面**：新型电力市场相关支持力度不及预期；电价机制推进进度低于预期；电力现货市场推进进度不及预期；电力峰谷价差不及预期。
- 4) **国际形势方面**：能源危机较快缓解、能源价格较快下跌；国际贸易壁垒加深。
- 5) **市场方面**：竞争格局大幅变动；竞争加剧导致电力设备各环节盈利能力低于预期；运输等费用上涨。
- 6) **技术方面**：技术降本进度低于预期；技术可靠性难以进一步提升。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

郑博元

中信建投证券电力设备及新能源研究员，北京大学理学博士，研究方向为储能、电力设备。

2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|----------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15% 以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5% 之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15% 以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10% 之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资效益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk