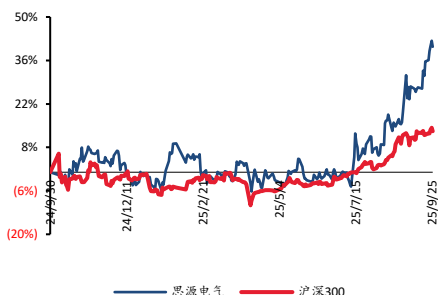


思源电气 2025 年中报点评：出海持续兑现，备货准备旺季

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 7.78/6.07
总市值/流通(亿元) 802.54/625.6
12 个月内最高/最低价 104.8/68.48 (元)

相关研究报告

<<思源电气 2024 年报点评：在手订单充足，出海成长可期>>—2025-04-24

<<思源电气 2024 年三季报点评：业绩持续高增，在手订单充足>>—2024-10-28

<<思源电气 2024 年中报点评：盈利能力继续提升，海外收入增长迅速>>—2024-08-25

证券分析师：刘淦

电话：

E-MAIL: liusong@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523030002

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

事件：公司发布 2025 年中报。

2025H1，营业收入 84.97 亿元，同比+37.80%；归母净利润 12.93 亿元，同比+45.71%；扣非净利润 12.36 亿元，同比+47.04%。

对应 2025Q2，营业收入 52.70 亿元，同比+50.21%；归母净利润 8.46 亿元，同比+61.53%；扣非净利润 7.99 亿元，同比+59.97%。

盈利能力持续向上，主动累库准备旺季：

盈利能力持续向上。2025H1，公司销售毛利率 31.74%，同比基本持平；销售净利率 15.64%，同比+1.1pct。对应 2025Q2，公司销售毛利率 32.61%，同比+0.07pct；销售净利率 16.43%，同比+1.18pct。

增加主动备货，准备下半年交付旺季。2025H1，公司存货达 47.15 亿元，同比+35.61%，主要是公司订单增加所致。

海外收入占比超 30%，带动公司营收量利齐升：

2025H1，公司海外市场收入 28.62 亿，同比+88.91%。出海收入占比达 33.68%，创历史新高。海外市场销售毛利率 35.69%，同比+1.87pct。

海外市场在欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。公司多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了突破。

持续拓展汽车电子、柔性直流输电等新产品：

2025H1，公司汽车电子业务实现收入 4545 万元，同比+216.58%。报告期内，公司持续拓展以超级电容（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；持续突破柔直相关业务。

投资建议：公司作为民营输变电设备龙头，有望持续受益海外+国内电网建设高景气，同时中压开关、高压 GIS、储能、超级电容、静止同步调相机、汽车电子等新产品有望持续带来增量。预计公司 2025/2026/2027 年营业收入预测为 202.6/248.1/300.9 亿，同比增长 31%/22.5%/21.3%；归母净利润 26.5/34.3/40.7 亿，同比增长 29.5%/29.2%/18.9%，EPS 为 3.41/4.4/5.23 元/股。当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 30/23/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电网增速不及预期、海外需求不及预期、行业竞争加剧

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,458	20,256	24,808	30,093
营业收入增长率(%)	24.06%	31.04%	22.47%	21.30%
归母净利（百万元）	2,049	2,652	3,428	4,074
净利润增长率(%)	31.42%	29.45%	29.22%	18.87%
摊薄每股收益（元）	2.64	3.41	4.40	5.23
市盈率（PE）	27.54	30.26	23.41	19.70

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,328	4,028	5,570	8,364	11,742
应收和预付款项	5,657	7,138	5,627	6,891	8,359
存货	2,861	3,477	3,988	4,369	4,732
其他流动资产	2,911	4,268	2,849	2,836	2,806
流动资产合计	14,756	18,911	18,033	22,460	27,639
长期股权投资	3	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,579	2,368	2,262	2,156	2,050
在建工程	106	312	312	312	312
无形资产开发支出	482	572	572	572	572
长期待摊费用	45	51	51	51	51
其他非流动资产	16,517	20,167	19,498	23,925	29,104
资产总计	18,733	23,474	22,698	27,019	32,092
短期借款	82	149	149	149	149
应付和预收款项	4,967	6,485	7,178	8,495	10,055
长期借款	30	28	28	28	28
其他负债	2,988	4,156	292	292	292
负债合计	8,067	10,818	7,647	8,964	10,524
股本	774	778	778	778	778
资本公积	159	408	484	484	484
留存收益	9,387	11,206	13,417	16,326	19,730
归母公司股东权益	10,384	12,380	14,684	17,593	20,997
少数股东权益	282	276	367	462	571
股东权益合计	10,666	12,655	15,052	18,055	21,568
负债和股东权益	18,733	23,474	22,698	27,019	32,092

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,272	2,462	2,094	3,383	4,118
投资性现金流	-749	-1,705	-111	62	94
融资性现金流	-612	-199	-451	-650	-834
现金增加额	895	550	1,542	2,795	3,378

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,460	15,458	20,256	24,808	30,093
营业成本	8,784	10,628	14,356	17,476	21,293
营业税金及附加	78	99	132	158	193
销售费用	582	768	949	1,116	1,354
管理费用	358	449	528	633	767
财务费用	-3	-7	47	31	26
资产减值损失	-131	-152	-3	-10	-3
投资收益	20	47	35	53	70
公允价值变动	13	29	0	0	0
营业利润	1,778	2,432	3,017	3,954	4,722
其他非经营损益	-7	-2	-5	-6	-7
利润总额	1,771	2,431	3,012	3,948	4,715
所得税	163	346	268	425	533
净利润	1,609	2,085	2,744	3,523	4,182
少数股东损益	49	36	91	95	108
归母股东净利润	1,559	2,049	2,652	3,428	4,074

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.50%	31.25%	29.13%	29.55%	29.24%
销售净利率	12.51%	13.26%	13.09%	13.82%	13.54%
销售收入增长率	18.25%	24.06%	31.04%	22.47%	21.30%
EBIT 增长率	36.46%	32.87%	23.60%	30.08%	19.16%
净利润增长率	27.75%	31.42%	29.45%	29.22%	18.87%
ROE	15.01%	16.55%	18.06%	19.48%	19.40%
ROA	8.32%	8.73%	11.69%	12.69%	12.70%
ROIC	15.63%	16.50%	18.26%	19.44%	19.32%
EPS (X)	2.02	2.64	3.41	4.40	5.23
PE (X)	25.76	27.54	30.26	23.41	19.70
PB (X)	3.88	4.57	5.47	4.56	3.82
PS (X)	3.23	3.66	3.96	3.23	2.67
EV/EBITDA (X)	17.93	19.31	23.66	17.65	14.18

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。