

思源电气（002028）

2025 年三季报点评：经营 α 不断兑现，业绩超市场预期

买入（维持）

2025 年 10 月 20 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	19,995	27,657	34,670
同比（%）	18.25	24.06	29.35	38.32	25.36
归母净利润（百万元）	1,559	2,049	3,017	4,069	5,282
同比（%）	27.75	31.42	47.26	34.84	29.81
EPS-最新摊薄（元/股）	2.00	2.62	3.86	5.21	6.76
P/E（现价&最新摊薄）	53.25	40.52	27.52	20.41	15.72

关键词：#业绩超预期 #出口导向

投资要点

■ **事件：**公司发布 25 年 Q3 业绩，实现营收 53.3 亿元，同比+26%，实现归母净利润 8.99 亿元，同比+49%，实现扣非归母净利润 8.00 亿元，同比+42%。毛利率 33.25%，同比+2.29pct，归母净利率 16.86%。同比+2.61pct，扣非归母净利率 15.01%，同比+1.69pct。盈利能力持续提升，业绩超市场预期。

■ **海外市场景气度兑现，带动公司盈利能力逐季提升。**根据海关总署数据，截至 9 月底变压器/高压开关出口金额分别为 464.72/279.19 亿元，同比+40%/32%，其中 Q3 分别为 183.12/98.34 亿元，同比+44%/31%，海外电力设备需求旺盛，公司国际高毛利订单交付逐季提升利润率水平。截止 9 月底，我们预计公司全年海外订单保持 50%以上，随着海外收入占比提升+海外投入进一步摊薄，国际业务对公司的利润率曲线的拉动或超市场预期。

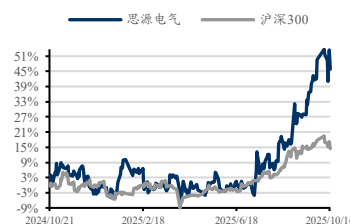
■ **国内基本盘稳中向好，超容有望向 AIDC 领域延伸。**1) 公司国内网内市场份额稳固，受益于 750kV GIS 在国网市场的突破，公司在 1-4 批国网输变电设备招标累计中标 47.73 亿元，同比+84%，新品放量+份额提升驱动公司网内业务保持稳健增长势头。2) 公司网外市场多元化发展，我们预计传统新能源发电市场和工业市场收入和订单承压，储能业务后来居上，根据不完全统计 24 年公司储能系统累计中标约 2.4GWh，份额位居全国 top10，25 年 1-9 月全国储能新增装机 85.11GWh，同比+28%，储能下游需求旺盛，我们预计公司储能有望订单&收入保持高速增长。AIDC 领域，除传统电力变压器努力突破北美下游客户以外，公司超级电容产品有望陆续在 AIDC 中放量。

■ **市场端加大投入，存货&合同负债保持快速增长。**Q1-3 公司期间费用为 19.11 亿元，同比+27%，其中销售费用 7.04 亿元，同比+44%，主要系公司持续加大对海外和其他下游市场投入所致，但期间费用率为 13.82%，同比-0.68pct，费用端整体管控良好。截止 9 月末，公司存货/合同负债分别为 50.27/28.96 亿元，同比+37%/30%，主要来自新签订单和待发货物的增长，奠定了公司持续增长的基础。

■ **盈利预测与投资评级：**公司海外收入占比提升拉动利润率持续提升，我们上修公司 25-27 年归母净利润（括号内为上修幅度）为 30.17（+1.92）/40.69（+2.67）/52.82（+2.79）亿元，同比+47%/35%/30%，现价对应 PE 分别为 28x/20x/16x，我们给予公司 26 年 25x PE，对应目标价为 130.2 元/股，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)	106.30
一年最低/最高价	68.48/114.87
市净率(倍)	5.74
流通 A 股市值(百万元)	64,786.55
总市值(百万元)	83,029.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.51
资产负债率(%，LF)	45.94
总股本(百万股)	781.09
流通 A 股(百万股)	609.47

相关研究

《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》

2025-08-17

《思源电气(002028)：2025 年中报业绩快报点评：业绩大超预期，出海兑现盈利大幅提升》

2025-07-14

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	22,802	31,027	39,632	营业总收入	15,458	19,995	27,657	34,670
货币资金及交易性金融资产	6,679	8,680	12,866	19,038	营业成本(含金融类)	10,628	13,523	18,840	23,462
经营性应收款项	7,138	8,111	10,343	11,568	税金及附加	99	134	178	225
存货	3,477	3,925	5,010	5,627	销售费用	768	1,040	1,438	1,803
合同资产	1,121	1,518	2,077	2,584	管理费用	449	440	608	763
其他流动资产	495	568	731	814	研发费用	1,110	1,400	1,936	2,427
非流动资产	4,563	5,256	5,908	6,619	财务费用	(7)	(4)	(23)	(59)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	218	320	277	347
固定资产及使用权资产	2,399	3,088	3,652	4,141	投资净收益	47	35	59	80
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)	(250)	(180)	(200)
商誉	541	541	541	541	资产处置收益	1	1	2	2
长期待摊费用	51	91	171	331	营业利润	2,432	3,577	4,825	6,259
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	28,058	36,935	46,251	利润总额	2,431	3,580	4,828	6,267
流动负债	10,618	12,272	17,174	21,320	减:所得税	346	501	676	877
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	3,079	4,152	5,390
经营性应付款项	6,485	7,852	11,077	13,825	减:少数股东损益	36	62	83	108
合同负债	2,370	2,380	3,297	4,059	归属母公司净利润	2,049	3,017	4,069	5,282
其他流动负债	1,600	1,984	2,745	3,386	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.62	3.86	5.21	6.76
非流动负债	200	204	207	208	EBIT	2,475	3,459	4,656	5,990
长期借款	28	28	28	28	EBITDA	2,730	3,741	4,964	6,318
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.25	32.37	31.88	32.33
租赁负债	16	21	23	25	归母净利率(%)	13.26	15.09	14.71	15.23
其他非流动负债	156	156	156	156	收入增长率(%)	24.06	29.35	38.32	25.36
负债合计	10,818	12,476	17,381	21,528	归母净利润增长率(%)	31.42	47.26	34.84	29.81
归属母公司股东权益	12,380	15,244	19,133	24,195					
少数股东权益	276	337	420	528					
所有者权益合计	12,655	15,582	19,554	24,723					
负债和股东权益	23,474	28,058	36,935	46,251					

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	3,188	5,275	7,368	每股净资产(元)	15.92	19.60	24.60	31.11
投资活动现金流	(1,705)	(970)	(916)	(970)	最新发行在外股份(百万股)	781	781	781	781
筹资活动现金流	(199)	(260)	(182)	(226)	ROIC(%)	17.93	20.84	22.66	23.16
现金净增加额	550	1,958	4,178	6,171	ROE-摊薄(%)	16.55	19.79	21.27	21.83
折旧和摊销	255	281	308	329	资产负债率(%)	46.09	44.47	47.06	46.55
资本开支	(919)	(830)	(780)	(780)	P/E (现价&最新股本摊薄)	40.52	27.52	20.41	15.72
营运资本变动	13	(380)	684	1,518	P/B (现价)	6.68	5.42	4.32	3.42

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>