

思源电气 (002028.SZ)

三季度业绩再创新高，海外业务持续放量

优于大市

核心观点

收入利润快速增长，盈利能力持续提升。2025 年前三季度公司实现营收 138.27 亿元，同比+32.86%；归母净利润 21.91 亿元，同比+46.94%；扣非净利润 20.36 亿元，同比+44.87%。2025 年前三季度公司毛利率 32.32%，同比+0.90pct.；净利率 16.42%，同比+1.82pct.。

三季度业绩超预期，盈利能力再创新高。三季度公司实现营收 53.30 亿元，同比+25.68%，环比+1.13%；归母净利润 8.99 亿元，同比+48.73%，环比+6.20%。三季度公司毛利率 33.25%，同比+2.29pct.，环比+0.63pct.；净利率 17.67%，同比+2.99pct.，环比+1.24pct.。

海外业务持续放量，收入占比持续提升。2025 年上半年公司海外收入 28.6 亿元，同比+89%，海外收入占比高达 34%；毛利率 35.69%，同比+1.87pct.。2022 年以来，海外电力设备供给持续偏紧，公司凭借多重优势海外业务持续放量，其中变压器随着公司产能的释放有望贡献较大弹性。

设立合资公司布局 IGBT 阀组，持续拓展业务领域。2025 年 9 月，公司公告计划使用自有资金和怀柔实验室在北京怀柔设立合资公司，从事基于 IGBT 器件的电力电子相关技术产品研发、生产和销售。其中，公司投资额不超过 4 亿元，出资比例暂定 70%，怀柔实验室以知识产权形式出资，出资比例暂定 30%。

超级电容应用进步显著，成功获得重大定点。2024 年以来，公司超级电容产品在车载电源领域，成功获得车企的重大定点项目，为其车载后备电源系统提供核心元件，在电力系统领域应用亦有重大突破，尤其是在静止型同步调相机 (SSC)、配网后备电源等创新应用场景。

风险提示：国内电网投资不及预期；公司海外业务开拓不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司海外业务进展，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 30.50/40.45/49.50 亿元（原预测值为 27.88/36.59/45.16 亿元），当前股价对应 PE 分别为 31/24/19 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,460	15,458	19,396	23,605	28,561
(+/-%)	18.2%	24.1%	25.5%	21.7%	21.0%
净利润(百万元)	1559	2049	3050	4045	4950
(+/-%)	27.8%	31.4%	48.8%	32.6%	22.4%
每股收益(元)	2.01	2.63	3.90	5.18	6.34
EBIT Margin	14.0%	15.6%	16.9%	18.7%	19.0%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	17.9%	22.2%	24.1%	24.1%
市盈率 (PE)	60.8	46.5	31.4	23.7	19.3
EV/EBITDA	53.7	40.4	31.1	23.9	19.4
市净率 (PB)	8.89	7.53	6.25	5.11	4.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

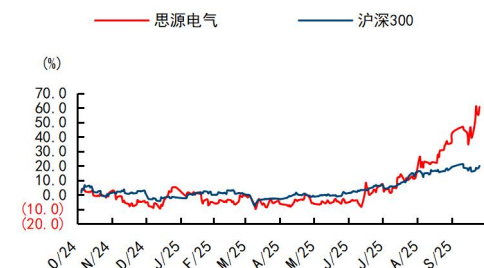
电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 122.53 元
收盘价 95707/74678 百万元
总市值/流通市值 124.50/68.48 元
52 周最高价/最低价 688.19 百万元
近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《思源电气 (002028.SZ) - 上半年业绩表现亮眼，出海与网内高端市场持续突破》——2025-07-14
《思源电气 (002028.SZ) - 国内外业务景气共振，25 年经营目标彰显长期信心》——2025-04-21
《思源电气 (002028.SZ) - 上半年海外收入快速增长，各产品毛利率均有提升》——2024-08-19
《思源电气 (002028.SZ) - 新增订单超额完成，海外市场表现亮眼》——2024-04-24

收入利润快速增长，盈利能力持续提升。2025 年前三季度公司实现营收 138.27 亿元，同比+32.86%；归母净利润 21.91 亿元，同比+46.94%；扣非净利润 20.36 亿元，同比+44.87%。2025 年前三季度公司毛利率 32.32%，同比+0.90pct.；净利率 16.42%，同比+1.82pct.。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



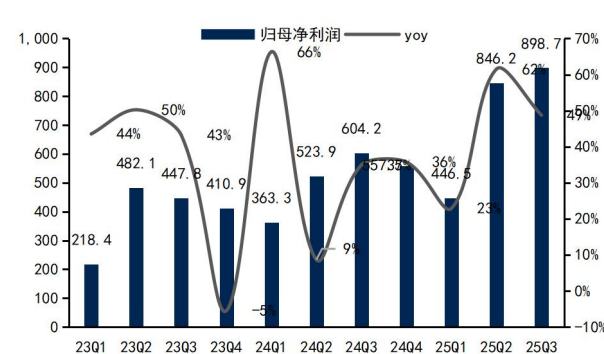
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



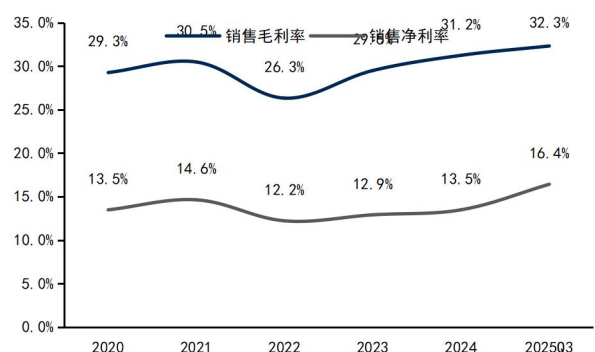
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



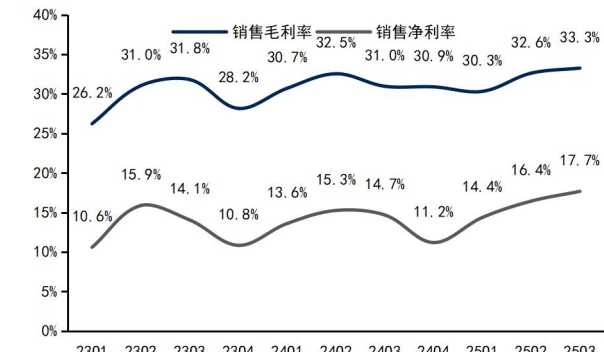
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



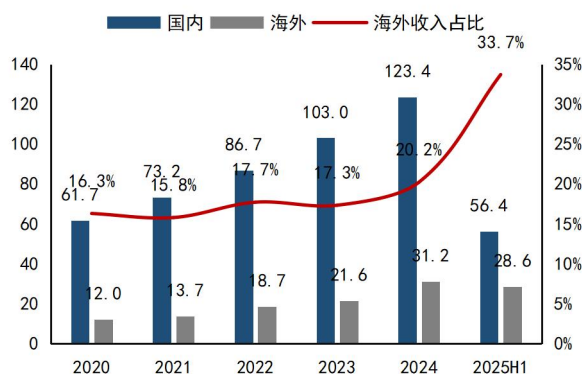
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩超预期，盈利能力再创新高。三季度公司实现营收 53.30 亿元，同比+25.68%，环比+1.13%；归母净利润 8.99 亿元，同比+48.73%，环比+6.20%；扣非净利润 8.00 亿元，同比+41.62%，环比+0.06%。三季度公司毛利率 33.25%，同比

+2.29pct.，环比+0.63pct.；净利率 17.67%，同比+2.99pct.，环比+1.24pct.。

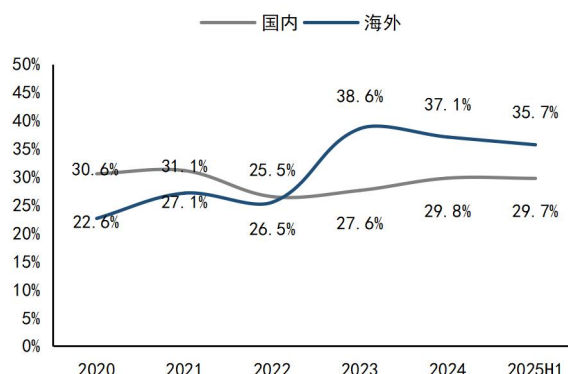
海外业务持续放量，收入占比持续提升。2024 年公司多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等国家实现突破，海外资质认证持续完善。2025 年上半年公司海外收入 28.6 亿元，同比+89%，海外收入占比高达 34%；毛利率 35.69%，同比+1.87pct.。2022 年以来，海外电力设备供给持续偏紧，公司凭借多重优势海外业务持续放量，其中变压器随着公司产能的释放有望贡献较大弹性。

图7：公司国内外收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司国内外毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

设立合资公司布局 IGCT 阀组，持续拓展业务领域。2025 年 9 月，公司公告计划使用自有资金和怀柔实验室在北京怀柔设立合资公司，从事基于 IGCT 器件的电力电子相关技术产品研发、生产和销售。其中，公司投资额不超过 4 亿元，出资比例暂定 70%，怀柔实验室以知识产权形式出资，出资比例暂定 30%。我们认为，公司此举为后续进入大功率直流输电领域奠定了基础。

超级电容应用进步显著，成功获得重大定点。2024 年以来，公司超级电容产品在车载电源领域，成功获得车企的重大定点项目，为其车载后备电源系统提供核心元件，在电力系统领域应用亦有重大突破，尤其是在静止型同步调相机（SSC）、配网后备电源等创新应用场景。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司海外业务进展，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 30.50/40.45/49.50 亿元（原预测值为 27.88/36.59/45.16 亿元），当前股价对应 PE 分别为 31/24/19 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表（2025 年 10 月 24 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	24A	25E	26E		
002028.SZ	思源电气	122.53	957	2.63	3.90	5.18	46.5	31.4	23.7	16.6	优于大市
600312.SH	平高电气	16.68	226	0.75	0.98	1.20	22.2	17.0	13.9	9.8	-
600406.SH	国电南瑞	23.12	1,857	0.95	1.04	1.17	24.3	22.2	19.8	15.5	-
000400.SZ	许继电气	25.42	259	1.10	1.36	1.67	23.1	18.7	15.2	9.9	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3328	4028	1000	3500	3500	营业收入	12460	15458	19396	23605	28561
应收款项	5321	6604	5845	7114	8607	营业成本	8784	10628	13278	16064	19525
存货净额	2861	3477	7439	9054	10955	营业税金及附加	78	99	116	142	171
其他流动资产	342	495	505	610	742	销售费用	582	768	950	1039	1228
流动资产合计	14756	18911	19405	25311	29355	管理费用	358	449	581	675	752
固定资产	1686	2680	2640	2588	2511	研发费用	917	1110	1222	1298	1485
无形资产及其他	482	572	554	536	518	财务费用	(3)	(7)	54	60	56
投资性房地产	1806	1307	4849	4721	4284	投资收益	20	47	40	40	40
长期股权投资	3	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(212)	(274)	(130)	(90)	(90)
资产总计	18733	23474	27451	33158	36670	其他收入	226	248	338	288	288
短期借款及交易性金融负债	114	163	3734	4162	1297	营业利润	1778	2432	3442	4565	5581
应付款项	4967	6485	4307	5219	6355	营业外净收支	(7)	(2)	0	0	0
其他流动负债	1286	1600	2189	2632	3191	利润总额	1771	2431	3442	4565	5581
流动负债合计	7851	10618	11782	13902	13127	所得税费用	163	346	344	457	558
长期借款及应付债券	30	28	108	188	252	少数股东损益	49	36	48	64	73
其他长期负债	187	172	254	325	400	归属于母公司净利润	1559	2049	3050	4045	4950
长期负债合计	217	200	362	513	652	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8067	10818	12144	14415	13779	净利润	1559	2049	3050	4045	4950
少数股东权益	282	276	264	265	271	资产减值准备	51	30	(110)	(70)	(70)
股东权益	10384	12380	15044	18478	22620	折旧摊销	177	224	179	190	195
负债和股东权益总计	18733	23474	27451	33158	36670	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(3)	(7)	54	60	56
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	483	304	(5931)	(1713)	(1953)
每股收益	2.01	2.63	3.90	5.18	6.34	其它	2	(144)	254	225	233
每股红利	0.40	0.50	0.78	1.04	1.27	经营活动现金流	2272	2462	(2558)	2677	3356
每股净资产	13.78	16.27	19.60	24.00	29.31	资本开支	(733)	(922)	(120)	(120)	(100)
ROIC	21%	25%	25%	24%	26%	其它投资现金流	(16)	(784)	(3502)	168	477
ROE	16%	18%	22%	24%	24%	投资活动现金流	(749)	(1705)	(3622)	48	377
毛利率	29%	31%	32%	32%	32%	权益性融资	(536)	176	3	0	0
EBIT Margin	14%	16%	17%	19%	19%	负债净变化	2284	3078	3652	508	(2802)
EBITDA Margin	15%	17%	18%	20%	20%	支付股利、利息	(2362)	(3461)	(449)	(673)	(875)
收入增长	18%	24%	25%	22%	21%	其它融资现金流	3	7	(54)	(60)	(56)
净利润增长率	28%	31%	49%	33%	22%	融资活动现金流	(612)	(199)	3152	(225)	(3733)
资产负债率	43%	46%	44%	43%	38%	现金净变动	911	558	(3028)	2500	0
股息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	2462	3328	4028	1000	3500
P/E	60.82	46.50	31.38	23.66	19.33	货币资金的期末余额	3328	4028	1000	3500	3500
P/B	8.89	7.53	6.25	5.11	4.18	企业自由现金流	1508	1668	(2915)	2340	3035
EV/EBITDA	53.66	40.37	31.13	23.86	19.44	权益自由现金流	3794	4753	689	2794	183

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032