

电力设备

报告日期：2025 年 10 月 31 日

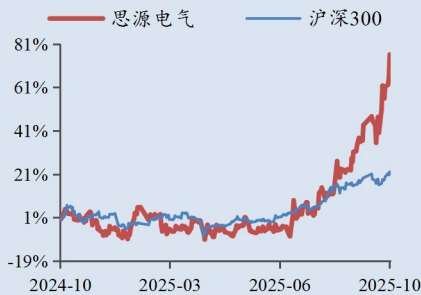
海外市场增长迅猛，盈利能力不断提升

——思源电气（002028.SZ）2025 年三季度报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 10 月 30 日

当前价格（元）	129.51
52 周价格区间（元）	68.48-139.00
总市值（百万元）	101,158.55
流通市值（百万元）	78,932.33
总股本（万股）	78,108.68
流通股（万股）	60,946.90
近一月换手（%）	28.89

分析师：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：许紫荆

执业证书编号：S0230524080001

邮箱：xuzj@hlzq.com

相关阅读

《在手订单充足，盈利能力持续提升——思源电气（002028.SZ）2024 年三季度报点评报告》2024.10.30

事件：

公司发布 2025 年三季度报：

2025 年前三季度，公司实现营收 138.27 亿元，同比+32.86%，实现归母净利润 21.91 亿元，同比+46.94%；2025Q3 实现营收 53.30 亿元，同比+25.68%，实现归母净利润 8.99 亿元，同比+48.73%。

观点：

- **盈利能力不断提升，业绩超预期。**公司发布 2025 年 Q3 业绩，实现收入为 53.30 亿，同比+25.68%，环比 1.13%，实现归母净利润为 8.99 亿，同比+48.73%，环比 6.2%。毛利率 33.25%，同比+2.29pct，环比+0.64pct。净利率 17.67%，同比+2.99pct，环比+1.24pct。
- **海外收入增速迅猛，带动公司盈利能力提升。**2025H1 国内、海外收入分别为 56.4 亿、28.6 亿，占比分别为 66.3%/33.7%，国内、外收入同比增长 21.1%、88.95%，国内、海外业务的毛利率分别为 29.73%、35.69%。近年来海外电力设备供给紧缺，公司凭借完善的海外渠道和技术优势，在海外持续拿下大订单，高毛利率的海外收入占比提升，公司盈利能力增强。
- **公司存货、预付款项同比大幅提升，在手订单饱满。**三季度公司预付款项、存货分别为 7.9 亿、50.3 亿，同比增加 48.08%、44.58%，业务快速增长，带来存货和支付供应商的贷款增加。
- **盈利预测及投资评级：**公司是具备向欧美市场出海能力的优秀电网设备供应商，在海外市场电力设备紧缺的背景下，公司具备较强的渠道和技术优势，有望持续受益海外市场的爆发需求。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.95/36.17/48.10 亿元，当前股价对应 PE 为 37.5/28.0/21.0 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；政策落地不及预期；技术进步不及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动风险；行业竞争格局变化；地缘政治风险。

➤ 盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,460	15,458	19,355	24,478	30,380
增长率（%）	18.2	24.1	25.2	26.5	24.1
归母净利润（百万元）	1,559	2,049	2,695	3,617	4,810
增长率（%）	27.7	31.4	31.5	34.2	33.0
ROE（%）	15.1	16.5	18.4	20.1	21.4
每股收益/EPS（摊薄/元）	2.00	2.62	3.45	4.63	6.16
市盈率（P/E）	64.9	49.4	37.5	28.0	21.0
市净率（P/B）	9.7	8.2	6.9	5.6	4.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14756	18911	22406	29154	34676	营业收入	12460	15458	19355	24478	30380
现金	3328	4028	4413	6976	8507	营业成本	8784	10628	13336	16852	20880
应收票据及应收账款	5321	6604	8294	10657	12748	营业税金及附加	78	99	124	156	194
其他应收款	210	297	338	465	531	销售费用	582	768	929	1053	1215
预付账款	336	534	555	823	887	管理费用	358	449	542	612	668
存货	2861	3477	4476	5574	6878	研发费用	917	1110	1471	1762	1975
其他流动资产	2701	3970	4331	4659	5124	财务费用	-3	-7	-45	-74	-116
非流动资产	3977	4563	4876	5345	5878	资产和信用减值损失	-212	-274	-134	-178	-234
长期股权投资	3	3	3	3	4	其他收益	212	218	199	208	206
固定资产	1579	2368	2647	3055	3531	公允价值变动收益	13	29	13	18	18
无形资产	482	572	611	657	709	投资净收益	20	47	31	35	36
其他非流动资产	1913	1620	1615	1629	1634	资产处置收益	1	1	1	1	1
资产总计	18733	23474	27282	34499	40554	营业利润	1778	2432	3109	4200	5591
流动负债	7851	10618	12049	15900	17379	营业外收入	4	9	7	7	7
短期借款	82	149	800	1065	1394	营业外支出	11	11	12	11	11
应付票据及应付账款	4967	6485	7003	10433	11250	利润总额	1771	2431	3104	4196	5587
其他流动负债	2802	3985	4246	4402	4734	所得税	163	346	333	488	657
非流动负债	217	200	195	191	187	净利润	1609	2085	2771	3708	4930
长期借款	30	28	23	19	15	少数股东损益	49	36	76	91	120
其他非流动负债	187	172	172	172	172	归属母公司净利润	1559	2049	2695	3617	4810
负债合计	8067	10818	12244	16091	17565	EBITDA	2005	2735	3354	4508	5962
少数股东权益	282	276	352	443	563	EPS (元)	2.00	2.62	3.45	4.63	6.16
股本	774	778	778	778	778	主要财务比率					
资本公积	159	408	408	408	408	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	9387	11206	13443	16437	20419	成长能力					
归属母公司股东权益	10384	12380	14686	17965	22425	营业收入(%)	18.2	24.1	25.2	26.5	24.1
负债和股东权益	18733	23474	27282	34499	40554	营业利润(%)	32.5	36.8	27.8	35.1	33.1
						归属于母公司净利润(%)	27.7	31.4	31.5	34.2	33.0
						获利能力					
						毛利率(%)	29.5	31.2	31.1	31.2	31.3
						净利率(%)	12.9	13.5	14.3	15.1	16.2
						ROE(%)	15.1	16.5	18.4	20.1	21.4
						ROIC(%)	15.6	17.0	17.7	19.4	20.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.1	46.1	44.9	46.6	43.3
						净负债比率(%)	-29.6	-30.1	-23.6	-31.8	-30.7
						流动比率	1.9	1.8	1.9	1.8	2.0
						速动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.2	3.1	3.2	3.1	3.1
						应付账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.4	2.5
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.00	2.62	3.45	4.63	6.16
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.91	3.15	0.80	4.23	2.96
						每股净资产(最新摊薄)	13.29	15.85	18.80	23.00	28.71
						估值比率					
						P/E	64.9	49.4	37.5	28.0	21.0
						P/B	9.7	8.2	6.9	5.6	4.5
						EV/EBITDA	48.0	34.6	28.3	20.6	15.4

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046