

公司研究 | 点评报告 | 思源电气（002028.SZ）

海外延续量利提升，合同负债再创新高

报告要点

公司发布 2025 年三季报。公司 2025 前三季度实现营业收入 138.3 亿元，同比+32.9%；归母净利润 21.9 亿元，同比+46.9%；扣非净利润 20.4 亿元，同比+44.9%。单季度看，公司 2025Q3 实现营业收入 53.3 亿元，同比+25.7%，环比+1.1%；归母净利润 9.0 亿元，同比+48.7%，环比+6.2%；扣非净利润 8.0 亿元，同比+41.6%，环比+0.1%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BVD284



袁澎

SAC: S0490524010001

思源电气 (002028.SZ)

2025-11-14

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

海外延续量利提升，合同负债再创新高

事件描述

公司发布 2025 年三季报。公司 2025 前三季度实现营业收入 138.3 亿元，同比+32.9%；归母净利润 21.9 亿元，同比+46.9%；扣非净利润 20.4 亿元，同比+44.9%。单季度看，公司 2025Q3 实现营业收入 53.3 亿元，同比+25.7%，环比+1.1%；归母净利润 9.0 亿元，同比+48.7%，环比+6.2%；扣非净利润 8.0 亿元，同比+41.6%，环比+0.1%。

事件评论

- 收入端，公司持续保持 20% 以上的高速增长，增速快于公司在 2024 年年报中给出的 2025 年目标收入 185 亿元对应的 20% 增速水平。我们预计公司收入增速较快的主要原因是海外收入增速较高，使得三季报增速高于全年目标增速。
- 公司 2025 前三季度毛利率达 32.32%，同比+0.90pct；2025Q3 单季度毛利率达 33.25%，同比+2.29pct，环比+0.64pct。公司毛利率有所提升，延续了二季度的态势，预计主要因海外收入占比的提升，也体现全球电力设备供应紧缺的现状。
- 公司 2025 前三季度四项费用率达 13.82%，同比-0.68pct，其中销售费率达 5.09%，同比+0.40pct；管理费率达 2.15%，同比-0.34pct；研发费率达 6.83%，同比-0.23pct；财务费率达-0.26%，同比-0.53pct。2025Q3 单季度四项费用率达 14.36%，同比+0.29pct，环比+1.69pct，其中销售费率达 4.86%，同比+0.27pct，环比-0.51pct；管理费率达 2.06%，同比-0.02pct，环比+0.20pct；研发费率达 7.21%，同比+0.37pct，环比+1.42pct；财务费率达 0.23%，同比-0.33pct，环比+0.58pct。公司费用率水平管控良好，销售费用率提升预计主要因加大了市场投入，研发费用率提升预计主要因持续进行新产品研发迭代。
- 公司 2025Q3 末存货达 50.27 亿元，同比+37.4%，环比上季度末+6.6%；合同资产达 12.60 亿元，同比+19.0%，环比上季度末+2.9%；合同负债达 28.96 亿元，同比+29.6%，环比上季度末+13.1%。合同负债再创历史新高，印证公司订单的保持上升的态势，为后续业绩再度打下坚实的基础。公司 2025Q3 末资产负债率达 45.94%，同比+1.59pct，环比-0.19pct，保持平稳。公司 2025 前三季度经营净现金流达 4.32 亿元，同比-44.7%，其中 2025Q3 经营净现金流达 11.45 亿元，同比+70.0%，环比转正。
- 当前公司海外保持高速增长，量利齐升，景气度持续维持，我们预计公司 2025 年归母净利润可达 30 亿元，对应估值约为 34 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内电网投资不及预期；
- 海外市场拓展不及预期；
- 新产品推进速度不及预期。

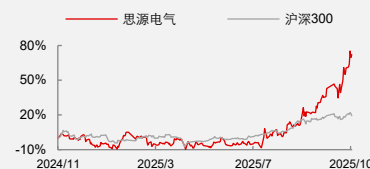
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	131.35
总股本(万股)	78,109
流通A股/B股(万股)	60,947/0
每股净资产(元)	18.51
近12月最高/最低价(元)	139.00/68.48

注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海外业务量利齐升，订单保障持续增长》2025-08-25
- 《经营业绩表现强劲，合同负债连创新高》2025-05-04
- 《24Q3 增长稳定，GIS 拟扩大产能》2024-11-05


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、国内电网投资不及预期：目前国内电网内市场仍然是公司最重要的下游市场之一，若国内电网投资规模不及预期，可能会导致整体国内网内市场总需求增长不及预期，也将对公司对应部分的开关类、线圈类、二次设备类产品订单和收入产生影响。
- 2、海外市场拓展不及预期：海外市场拓展存在一些不确定因素，包括贸易政策、产品认证周期、当地本土化销售渠道搭建顺利程度等，若因其中一些因素导致海外市场突破速度较慢，将影响公司在该海外市场的订单获取情况。
- 3、新产品推进速度不及预期：储能、汽车电子属于公司涉足的新行业，虽然短期对公司整体经营影响较小，但若后续产品研发、推广、客户开发速度较慢，可能会对公司长期成长空间和速度预期产生影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15458	20665	27308	34326	货币资金	4028	4835	7045	10415
营业成本	10628	13953	18339	22875	交易性金融资产	2651	3151	3651	4151
毛利	4830	6712	8969	11451	应收账款	5758	7312	9152	10902
%营业收入	31%	32%	33%	33%	存货	3477	4494	5846	7221
营业税金及附加	99	132	175	220	预付账款	534	698	734	686
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2462	3322	4334	5381
销售费用	768	1095	1502	1957	流动资产合计	18911	23812	30761	38756
%营业收入	5%	5%	6%	6%	长期股权投资	3	3	3	3
管理费用	449	558	683	789	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	2%	固定资产合计	2368	2777	3062	3215
研发费用	1110	1488	1966	2471	无形资产	572	644	711	771
%营业收入	7%	7%	7%	7%	商誉	541	541	541	541
财务费用	-7	-34	-39	-69	递延所得税资产	424	545	545	545
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	655	716	609	486
加: 资产减值损失	-152	-60	-80	-105	资产总计	23474	29039	36231	44317
信用减值损失	-122	-150	-180	-210	短期贷款	149	149	149	149
公允价值变动收益	29	0	0	0	应付款项	4670	6008	7641	9214
投资收益	47	41	41	41	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2432	3553	4738	6119	应付职工薪酬	553	740	990	1258
%营业收入	16%	17%	17%	18%	应交税费	273	372	519	687
营业外收支	-2	-5	-5	-5	其他流动负债	4974	6428	8301	10132
利润总额	2431	3548	4733	6114	流动负债合计	10618	13695	17600	21439
%营业收入	16%	17%	17%	18%	长期借款	28	28	28	28
所得税费用	346	515	686	887	应付债券	0	0	0	0
净利润	2085	3034	4047	5227	递延所得税负债	58	63	63	63
归属于母公司所有者的净利润	2049	2988	3994	5165	其他非流动负债	114	109	109	109
少数股东损益	36	46	53	63	负债合计	10818	13896	17800	21639
EPS (元)	2.64	3.83	5.11	6.61	归属于母公司所有者权益	12380	14822	18057	22241
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	276	321	374	437
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	12655	15143	18431	22678
经营活动现金流净额	2462	2756	4169	5451	负债及股东权益	23474	29039	36231	44317
取得投资收益收回现金	53	41	41	41	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-919	-934	-734	-633	每股收益	2.64	3.83	5.11	6.61
其他	-838	-525	-500	-500	每股经营现金流	3.17	3.53	5.34	6.98
投资活动现金流净额	-1705	-1417	-1193	-1092	市盈率	27.54	34.33	25.69	19.87
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.57	6.92	5.68	4.61
股权融资	141	0	0	0	EV/EBITDA	19.31	24.96	18.49	14.03
银行贷款增加 (减少)	154	0	0	0	总资产收益率	9.9%	11.6%	12.4%	13.0%
筹资成本	-353	-576	-767	-989	净资产收益率	16.6%	20.2%	22.1%	23.2%
其他	-140	43	0	0	净利率	13.3%	14.5%	14.6%	15.0%
筹资活动现金流净额	-199	-532	-767	-989	资产负债率	46.1%	47.9%	49.1%	48.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	558	806	2210	3370	总资产周转率	0.73	0.79	0.84	0.85

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。