

2025年业绩快报点评：业绩大超预期，稳步迈进next level

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,460	15,458	21,205	29,560	39,025
同比(%)	18.25	24.06	37.18	39.40	32.02
归母净利润(百万元)	1,559	2,049	3,163	4,523	6,059
同比(%)	27.75	31.42	54.35	43.01	33.96
EPS-最新摊薄(元/股)	2.00	2.62	4.05	5.79	7.76
P/E(现价&最新摊薄)	84.66	64.42	41.74	29.18	21.79

投资要点

- 事件：**公司发布25年业绩快报，公司预计25年实现营收212.05亿元，同比+37%，预计归母净利润31.63亿元，同比+54%，扣非净利润29.58亿元，同比+58%，其中预计25Q4实现营收73.78亿元，同环比+46%/38%，归母净利润9.97亿元，同环比+79%/11%，扣非净利润9.22亿元，同环比+95%/15%。海外新市场顺利突破，业绩大超市场预期。
- 受益于国际业务不断突破，盈利能力提升有望成为常态。**25年公司归母净利率14.92%，同比+1.66pct，扣非归母净利率13.95%，同比+1.80pct，其中25Q4归母净利率13.51%，同比+2.47pct，扣非净利率12.50%，同比+3.13pct。公司盈利能力持续提升且幅度较大，我们预计主要系公司国际业务利润率显著高于国内业务，海外业务收入占比提升有望拉动公司盈利能力不断提升。我们认为，随着公司北美市场高压电力变和罐式断路器等订单交付，公司利润率水平有望超市场预期。
- 国内+海外市场的需求共振，supercycle+经营α共驱加速增长。**1) 国内：“十五五”国家电网固定资产投资超4万亿，同比“十四五”增长40%，我们预计公司网内750kV GIS开始放量、大幅提升开关业务毛利率，二次设备份额稳步提升，网内基本盘稳固且持续向好，我们认为公司26年国内网内业务有望实现加速增长；国内网外业务培育SSC、构网型储能等拳头产品，成长为细分领域的单相冠军，我们认为26年公司国内网外业务收入有望实现20%以上增长。2) 海外：公司国际业务全面开花，我们预计公司25年订单同比有望保持50%以上增长，其中北美市场突破亮眼，我们认为，在全球电网建设的supercycle和AI基础设施建设浪潮中，公司有机会成长为国际一线电力设备供应商。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到公司盈利能力的持续超预期，我们上修公司25-27年预测归母净利润分别为31.63/45.23/60.59亿元（此前预测30.17/40.69/52.82亿元），同比+54%/43%/34%，给予26年40xPE，对应目标价为231.6元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**海外市场订单交付不及预期，原材料波动幅度过大，竞争加剧等。

2026年01月16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 司鑫尧

执业证书：S0600524120002

sixy@dwzq.com.cn

股价走势

— 思源电气 ——— 沪深300



市场数据

收盘价(元)	169.00
一年最低/最高价	68.48/170.50
市净率(倍)	9.13
流通A股市值(百万元)	103,000.26
总市值(百万元)	132,003.67

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年三季报点评：经营α不断兑现，业绩超市场预期》

2025-10-20

《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

思源电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,911	23,624	32,689	43,662	营业收入	15,458	21,205	29,560	39,025
货币资金及交易性金融资产	6,679	8,790	13,442	20,695	营业成本(含金融类)	10,628	14,273	19,999	26,373
经营性应收款项	7,138	8,525	10,985	12,933	税金及附加	99	142	191	254
存货	3,477	4,109	5,274	6,238	销售费用	768	1,124	1,537	2,029
合同资产	1,121	1,610	2,220	2,908	管理费用	449	450	547	702
其他流动资产	495	590	767	888	研发费用	1,110	1,484	1,995	2,615
非流动资产	4,563	5,256	5,908	6,619	财务费用	(7)	(4)	(24)	(66)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	218	339	296	390
固定资产及使用权资产	2,399	3,088	3,652	4,141	投资净收益	47	37	63	90
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)	(373)	(300)	(400)
商誉	541	541	541	541	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	51	91	171	331	营业利润	2,432	3,750	5,364	7,181
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	28,880	38,597	50,282	利润总额	2,431	3,753	5,367	7,189
流动负债	10,618	12,945	18,224	23,945	减:所得税	346	525	751	1,006
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	3,227	4,615	6,183
经营性应付款项	6,485	8,288	11,759	15,540	减:少数股东损益	36	65	92	124
合同负债	2,370	2,512	3,500	4,563	归属母公司净利润	2,049	3,163	4,523	6,059
其他流动负债	1,600	2,090	2,911	3,792					
非流动负债	200	204	207	208	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.62	4.05	5.79	7.76
长期借款	28	28	28	28	EBIT	2,475	3,733	5,291	7,052
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	2,730	4,014	5,599	7,380
租赁负债	16	21	23	25					
其他非流动负债	156	156	156	156					
负债合计	10,818	13,150	18,431	24,154	毛利率(%)	31.25	32.69	32.34	32.42
归属母公司股东权益	12,380	15,390	19,733	25,572	归母净利率(%)	13.26	14.91	15.30	15.53
少数股东权益	276	340	433	556					
所有者权益合计	12,655	15,730	20,165	26,128	收入增长率(%)	24.06	37.18	39.40	32.02
负债和股东权益	23,474	28,880	38,597	50,282	归母净利润增长率(%)	31.42	54.35	43.01	33.96

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,462	3,295	5,738	8,438	每股净资产(元)	15.92	19.79	25.38	32.88
投资活动现金流	(1,705)	(968)	(912)	(960)	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	22.37	25.20	26.08
现金净增加额	550	2,068	4,645	7,252	ROE-摊薄(%)	16.55	20.55	22.92	23.69
折旧和摊销	255	281	308	329	资产负债率(%)	46.09	45.53	47.75	48.04
资本开支	(919)	(830)	(780)	(780)	P/E(现价&最新股本摊薄)	64.42	41.74	29.18	21.79
营运资本变动	13	(541)	567	1,605	P/B(现价)	10.62	8.54	6.66	5.14

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提供。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：

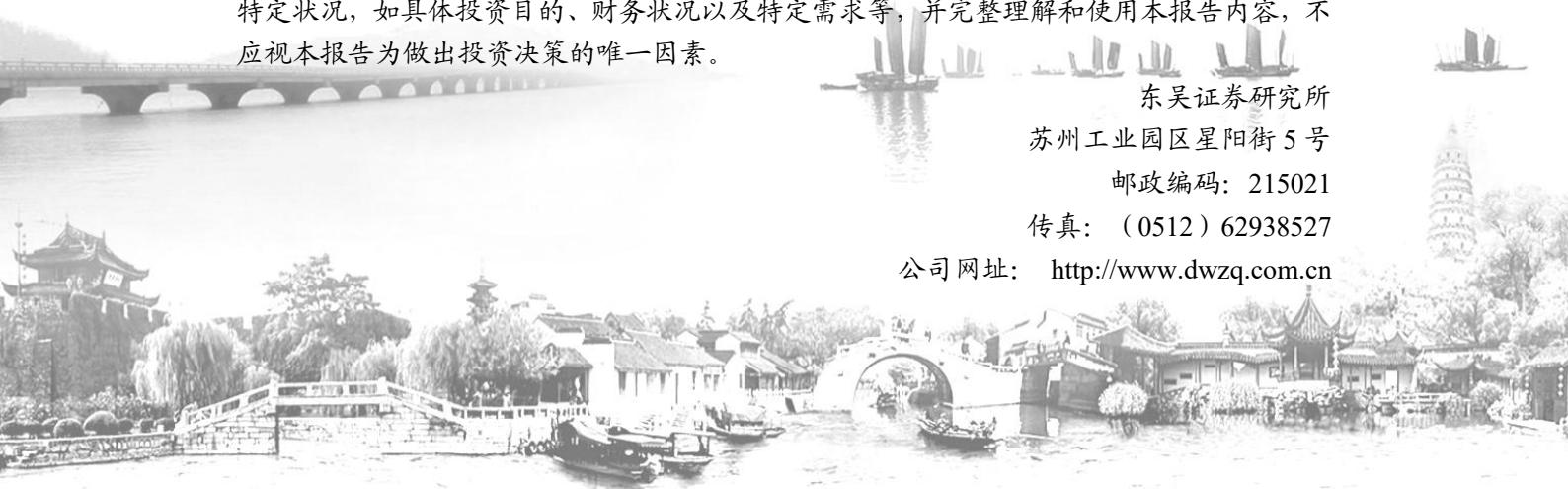
公司投资评级：

- 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>