



思源电气 (002028.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 业绩大超预期，看好 26 年多点开花

业绩简评

2026年1月15日公司披露2025年业绩快报，2025年实现营收212.1亿元，同比增长37.2%；实现归母净利润31.6亿元，同比增长54.5%。其中，Q4实现营收73.8亿元，同比增长46.1%；实现归母净利润9.7亿元，同比增长74.1%，Q4业绩大超预期。

经营分析

25年业绩持续超预期核心源自：①23Q2以来海外订单持续释放、②部分交付25Q1后国内750kV高毛利订单。

2025年1-11月我国电力变压器出口55亿美元，同比+49%，自23年以来维持高速增长。公司海外订单加速释放，25H1海外市场实现营收28.6亿元，同比+89%，叠加部分交付25Q1后国内750kV高毛利订单，增速超市场预期，成为业绩“压舱石”。

主网招标中份额大幅提升、海外电力变压器持续紧缺，26年国内/外均会交付更好/更快的订单，业绩有望持续超预期。

25年国网输变电设备招标919亿元，同比+26%，公司中标同比+82%，显著高于行业增速，份额提升明显，主要系750kV GIS中标超预期。“十五五”国家电网公司固定资产投资预计达到4万亿元，较“十四五”投资增长40%，我们预计主网加强仍是重点投资方向，公司有望持续受益。同时海外尤其是北美市场电力变压器持续紧缺，公司有望突破北美市场，加速兑现海外高质量订单。

看好后续超级电容、特高压换流阀、储能等新业务多点开花。

①在数据中心行业高景气背景下，公司超级电容器具备导入数据中心的能力，AIDC业务有望持续落地；②与怀柔实验室设立合资公司经营基于IGCT器件平台的电力电子相关技术产品，后续有望切入特高压领域；③与宁德时代签署三年合作备忘录，目标合作电量50GWh，加速储能系统规模化应用，进一步打开成长空间。

盈利预测、估值与评级

公司发展战略明确、业务规划清晰，在国内电网投资加速、海外电力设备需求持续景气背景下，预计公司各类产品收入仍将持续高速增长。我们预计公司25-27年归母净利润31.6/43.1/57.6亿元，同比增长54%/36%/34%。公司股票现价对应PE估值为38/28/21倍，维持“买入”评级。

风险提示

投资/海外拓展/产品推广不及预期、原材料上涨、行业竞争加剧

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

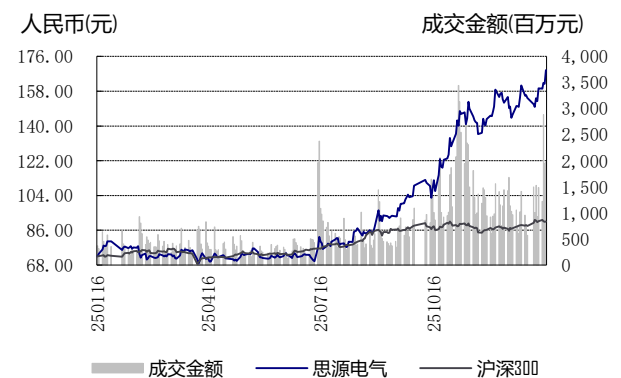
联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：169.00 元

相关报告：

- 《思源电气公司点评：超预期增长延续、海外+主网+AI共驱》，2025.10.18
- 《思源电气公司点评：海外进入收获期，盈利能力持续提升》，2025.8.16
- 《思源电气公司点评：业绩快报大超预期，增长动能强劲》，2025.7.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,460	15,458	21,205	28,778	38,000
营业收入增长率	18.25%	24.06%	37.18%	35.71%	32.05%
归母净利润(百万元)	1,559	2,049	3,163	4,305	5,758
归母净利润增长率	27.76%	31.42%	54.35%	36.10%	33.77%
摊薄每股收益(元)	2.015	2.635	4.049	5.511	7.372
每股经营性现金流净额	2.94	3.17	2.87	5.05	7.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.01%	16.55%	20.96%	22.85%	24.08%
P/E	25.83	27.59	38.18	28.05	20.97
P/B	3.88	4.57	8.00	6.41	5.05

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,537	12,460	15,458	21,205	28,778	38,000
增长率		18.2%	24.1%	37.2%	35.7%	32.0%
主营业务成本	-7,763	-8,784	-10,628	-14,339	-19,404	-25,483
%销售收入	73.7%	70.5%	68.8%	67.6%	67.4%	67.1%
毛利	2,774	3,676	4,830	6,866	9,374	12,518
%销售收入	26.3%	29.5%	31.2%	32.4%	32.6%	32.9%
营业税金及附加	-72	-78	-99	-136	-184	-243
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-465	-582	-768	-1,120	-1,525	-2,014
%销售收入	4.4%	4.7%	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%
管理费用	-215	-358	-449	-488	-662	-874
%销售收入	2.0%	2.9%	2.9%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	-673	-917	-1,110	-1,463	-2,014	-2,698
%销售收入	6.4%	7.4%	7.2%	6.9%	7.0%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	1,348	1,741	2,404	3,660	4,988	6,688
%销售收入	12.8%	14.0%	15.6%	17.3%	17.3%	17.6%
财务费用	10	3	7	63	70	89
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-101	-212	-274	-100	-120	-145
公允价值变动收益	-38	13	29	51	50	50
投资收益	6	20	47	50	50	50
%税前利润	0.5%	1.1%	1.9%	1.3%	1.0%	0.7%
营业利润	1,342	1,778	2,432	3,724	5,038	6,732
营业利润率	12.7%	14.3%	15.7%	17.6%	17.5%	17.7%
营业外收支	-11	-7	-2	-10	-10	-10
税前利润	1,331	1,771	2,431	3,714	5,028	6,722
利润率	12.6%	14.2%	15.7%	17.5%	17.5%	17.7%
所得税	-44	-163	-346	-483	-654	-874
所得税率	3.3%	9.2%	14.2%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,287	1,609	2,085	3,231	4,375	5,848
少数股东损益	67	49	36	68	70	90
归属于母公司的净利润	1,220	1,559	2,049	3,163	4,305	5,758
净利率	11.6%	12.5%	13.3%	14.9%	15.0%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,287	1,609	2,085	3,231	4,375	5,848
少数股东损益	67	49	36	68	70	90
非现金支出	239	418	529	359	417	479
非经营收益	-42	-71	-164	3	-22	61
营运资金变动	-430	317	13	-1,349	-826	-722
经营活动现金净流	1,055	2,272	2,462	2,243	3,944	5,666
资本开支	-443	-728	-919	-1,013	-530	-530
投资	999	404	191	51	50	50
其他	-1,006	-425	-977	50	50	50
投资活动现金净流	-450	-749	-1,705	-912	-430	-430
股权募资	45	45	141	0	0	0
债权募资	71	-27	58	274	1,135	1,400
其他	-203	-630	-398	-475	-623	-838
筹资活动现金净流	-88	-612	-199	-201	512	561
现金净流量	546	895	550	1,130	4,026	5,797

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,462	3,328	4,028	5,153	9,176	14,971
应收款项	4,702	5,531	6,901	7,953	10,794	14,045
存货	2,459	2,861	3,477	4,243	5,635	7,261
其他流动资产	2,451	3,037	4,505	4,829	5,542	6,425
流动资产	12,074	14,756	18,911	22,179	31,147	42,702
%总资产	76.9%	78.8%	80.6%	81.2%	85.6%	89.0%
长期投资	1,422	353	145	45	-75	-220
固定资产	1,367	1,686	2,680	3,051	3,191	3,299
%总资产	8.7%	9.0%	11.4%	11.2%	8.8%	6.9%
无形资产	465	1,176	1,164	1,256	1,341	1,420
非流动资产	3,637	3,977	4,563	5,132	5,235	5,276
%总资产	23.1%	21.2%	19.4%	18.8%	14.4%	11.0%
资产总计	15,711	18,733	23,474	27,311	36,382	47,977
短期借款	123	114	163	469	1,604	3,003
应付款项	4,588	5,581	7,157	8,446	11,582	15,411
其他流动负债	1,305	2,156	3,299	2,783	3,737	4,908
流动负债	6,016	7,851	10,618	11,698	16,922	23,322
长期贷款	0	30	28	28	28	28
其他长期负债	258	187	172	152	179	213
负债	6,275	8,067	10,818	11,877	17,129	23,563
普通股股东权益	9,171	10,384	12,380	15,089	18,839	23,910
其中：股本	770	774	778	781	781	781
未分配利润	7,254	9,057	10,874	13,584	17,334	22,405
少数股东权益	265	282	276	344	414	504
负债股东权益合计	15,711	18,733	23,474	27,311	36,382	47,977

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.585	2.015	2.635	4.049	5.511	7.372
每股净资产	11.911	13.418	15.919	19.318	24.119	30.612
每股经营现金净流	1.370	2.936	3.167	2.872	5.050	7.254
每股股利	0.200	0.300	0.400	0.580	0.710	0.880
回报率						
净资产收益率	13.31%	15.01%	16.55%	20.96%	22.85%	24.08%
总资产收益率	7.77%	8.32%	8.73%	11.58%	11.83%	12.00%
投入资本收益率	13.40%	14.51%	15.98%	19.92%	20.72%	21.16%
增长率						
主营业务收入增长率	21.18%	18.25%	24.06%	37.18%	35.71%	32.05%
EBIT 增长率	-1.61%	29.08%	38.14%	52.23%	36.28%	34.08%
净利润增长率	1.90%	27.76%	31.42%	54.35%	36.10%	33.77%
总资产增长率	12.91%	19.24%	25.30%	16.35%	33.22%	31.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	107.1	115.2	119.2	110.0	110.0	108.0
存货周转天数	119.1	110.5	108.8	108.0	106.0	104.0
应付账款周转天数	141.9	151.8	148.3	155.0	156.0	157.0
固定资产周转天数	42.1	46.3	55.9	42.8	32.7	25.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.03%	-44.96%	-51.27%	-47.35%	-52.96%	-59.76%
EBIT 利息保障倍数	-135.9	-578.5	-353.9	-58.1	-71.2	-75.2
资产负债率	39.94%	43.06%	46.09%	43.49%	47.08%	49.11%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	8	33	56
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.11	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究