

2025 年业绩超预期，海外业务将持续注入增长动能

思源电气 (002028.SZ)

► 2025 年业绩超预期

公司发布 2025 年业绩快报，2025 年公司实现营收 212.1 亿元，同比增长 37%；实现归母净利润 31.6 亿元，同比增长 54%；实现扣非归母净利润 29.6 亿元，同比增长 58%。就 2025Q4 来看，公司实现营收 73.8 亿元，同比增长 46%，环比增长 38%；实现归母净利润 9.7 亿元，同比增长 74%，环比增长 8%；实现扣非归母净利润 9.2 亿元，同比增长 95%，环比增长 15%。

► 在美国供应高压变电站设备，盈利水平有望持续提升

受美国电网扩容改造&AIDC 建设放量等需求驱动，美国高压设备供应紧张，电力变压器 PPI 指数持续上升。根据 Wood Mackenzie 报告，2025Q2 美国升压变压器、电力变压器交付周期已分别达到 143 周、128 周。需求提升加之供给有限，我们预计海外大型变压器的供需格局持续偏紧。根据 2025 年 10 月 24 日发布的投资者关系活动记录表，公司在美国市场的主要产品为高压变电站设备。我们预计公司凭借国内完备的产业链和制造优势，有望在美国市场快速渗透，盈利能力具备快速提升动力。

► 国内电网景气持续，公司中标表现亮眼

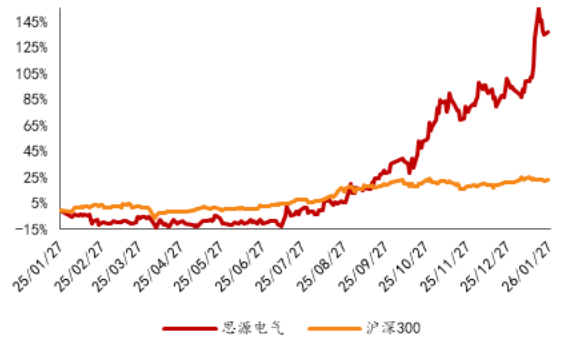
国内持续加大电网相关投资，根据中国电力报公众号，“十五五”期间，国家电网公司固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%；此外，据南网 50Hz 公众号，南方电网公司 2026 年固定资产投资安排 1800 亿元，连续五年创新高，年均增速达 9.5%。公司近年网内中标表现亮眼，根据 Data 电力公众号，2025 年国网输变电设备 6 批中标结果中，上海思源高压开关有限公司 750KV 组合电器是位列 TOP 1 的企业。我们认为，在国内电网投资的带动下，公司的国内业务也有望实现可观增长。

投资建议

在全球 AIDC 快速发展&电网建设投资持续增长的驱动下，电力设备需求迎来景气周期。公司作为国内输变电设备龙头企业，国内外业务表现亮眼，后续业绩有望持续增厚。调整盈利预测，我们将公司 2025/2026 年收入预测由此前的 187.7/230.7 亿元上调为 212.1/ 268.3 亿元，新增 2027 年收入预测 350.0 亿元，2025-2027 年收入分别同比增长 37.2%/26.5%/30.5%；2025/2026 年归母净利润预测由此前的 25.4/31.3 亿元上调为 31.6/42.4 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 60.2 亿元，2025-2027 年归母净利润分别同比增长 54.3%/34.2%/41.8%；EPS 分别为 4.05/5.43/7.71 元，对应 PE 分别为 47X/35X/25X（以 2026 年 1 月 27 日收盘价 189.26 元计算），维持“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
最新收盘价：	189.26
股票代码：	002028.SZ
52 周最高价/最低价：	204.49/68.02
总市值(亿)	1478.28
自由流通市值(亿)	1045.68
自由流通股数(百万)	552.51



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050003
联系电话：010-5977 5338

分析师：王涵

邮箱：wanghan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525090003
联系电话：021-5038 0388

风险提示

海外 AIDC 建设不及预期、国际贸易政策风险、市场竞争加剧、原材料涨价等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,460	15,458	21,205	26,828	35,002
YoY (%)	18.2%	24.1%	37.2%	26.5%	30.5%
归母净利润(百万元)	1,559	2,049	3,162	4,244	6,020
YoY (%)	27.7%	31.4%	54.3%	34.2%	41.8%
毛利率 (%)	29.5%	31.2%	32.4%	33.0%	34.9%
每股收益 (元)	2.02	2.64	4.05	5.43	7.71
ROE	15.0%	16.6%	21.1%	23.1%	25.9%
市盈率	93.95	71.88	46.87	34.93	24.62

资料来源：WIND，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,458	21,205	26,828	35,002	净利润	2,085	3,218	4,318	6,125
YoY (%)	24.1%	37.2%	26.5%	30.5%	折旧和摊销	255	374	433	490
营业成本	10,628	14,327	17,963	22,796	营运资金变动	13	-491	-788	-1,333
营业税金及附加	99	138	174	228	经营活动现金流	2,462	3,087	3,903	5,197
销售费用	768	1,060	1,368	1,820	资本开支	-919	-940	-819	-718
管理费用	449	626	791	1,033	投资	191	-988	-1,005	-1,005
财务费用	-7	-70	-81	-107	投资活动现金流	-1,705	-1,913	-1,750	-1,621
研发费用	1,110	1,548	1,985	2,625	股权募资	141	0	0	0
资产减值损失	-152	-10	-20	-20	债务募资	58	266	111	66
投资收益	47	74	94	123	筹资活动现金流	-199	-330	-711	-1,096
营业利润	2,432	3,787	5,081	7,207	现金净流量	550	845	1,442	2,480
营业外收支	-2	-2	-2	-2					
利润总额	2,431	3,785	5,080	7,206	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	346	568	762	1,081	成长能力				
净利润	2,085	3,218	4,318	6,125	营业收入增长率	24.1%	37.2%	26.5%	30.5%
归属于母公司净利润	2,049	3,162	4,244	6,020	净利润增长率	31.4%	54.3%	34.2%	41.8%
YoY (%)	31.4%	54.3%	34.2%	41.8%	盈利能力				
每股收益	2.64	4.05	5.43	7.71	毛利率	31.2%	32.4%	33.0%	34.9%
					净利率	13.3%	14.9%	15.8%	17.2%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	9.9%	11.9%	12.6%	14.2%
货币资金	4,028	4,872	6,314	8,795	净资产收益率 ROE	16.6%	21.1%	23.1%	25.9%
预付款项	534	716	898	1,140	偿债能力				
存货	3,477	4,686	5,858	7,422	流动比率	1.78	1.68	1.71	1.75
其他流动资产	10,872	14,948	19,131	24,750	速动比率	1.28	1.20	1.22	1.27
流动资产合计	18,911	25,222	32,201	42,107	现金比率	0.38	0.32	0.33	0.37
长期股权投资	3	1	1	1	资产负债率	46.1%	49.9%	50.4%	50.5%
固定资产	2,368	2,585	2,761	2,891	经营效率				
无形资产	572	583	591	596	总资产周转率	0.73	0.79	0.78	0.81
非流动资产合计	4,563	5,297	5,709	5,964	每股指标 (元)				
资产合计	23,474	30,519	37,910	48,071	每股收益	2.64	4.05	5.43	7.71
短期借款	149	349	449	499	每股净资产	15.92	19.16	23.56	29.80
应付账款及票据	6,485	8,556	10,728	13,614	每股经营现金流	3.17	3.95	5.00	6.65
其他流动负债	3,985	6,088	7,691	9,923	每股股利	0.50	0.77	1.03	1.46
流动负债合计	10,618	14,993	18,867	24,036	估值分析				
长期借款	28	10	5	5	PE	71.88	46.87	34.93	24.62
其他长期负债	172	222	232	242	PB	4.57	9.91	8.06	6.37
非流动负债合计	200	232	237	247					
负债合计	10,818	15,225	19,105	24,283					
股本	778	778	778	778					
少数股东权益	276	331	405	510					
股东权益合计	12,655	15,294	18,805	23,787					
负债和股东权益合计	23,474	30,519	37,910	48,071					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。