

信义山证汇通天下

证券研究报告

输变电设备

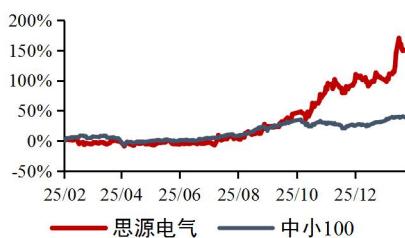
思源电气 (002028.SZ)

买入-A(首次)

2026年1月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2026年1月28日

收盘价 (元/股):	191.69
年内最高/最低 (元/股):	204.49/68.4
	8
流通A股/总股本 (亿股):	6.09/7.81
流通A股市值 (亿元):	1,168.29
总市值 (亿元):	1,497.27

基础数据: 2025年9月30日

基本每股收益(元/股):	2.81
摊薄每股收益(元/股):	2.81
每股净资产(元/股):	18.86
净资产收益率(%):	15.41

资料来源: 常闻

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

贾惠琳

执业登记编码: S0760523070001

邮箱: jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布2025年全年业绩快报,预计2025年全年实现营收212.05亿元,同比+37.18%;预计实现归母净利润31.63亿元,同比+54.35%。预计Q4单季度实现营收73.8亿元,同比+46.1%;实现归母净利润9.7亿元,同比+74.1%。

事件点评

➤ “十五五”电网投资规划超预期,公司网内业务基本盘向好。国家电网1月15日宣布,“十五五”期间(2026-2030年)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%,年均投资额约8000亿元。我们预计特高压、配网、智能电网等领域将会是重要的投资方向。国网、南网均为公司重要客户,公司坚持深耕和拓展国内市场,巩固并提升主流产品在电网客户的市场份额,未来将显著受益于电网投资的增长。

➤ 海外变压器紧缺,出海增长可期。海外数据中心建设加速,北美等地区电力结构性短缺趋势进一步强化。2025年中国变压器出口额达646亿元人民币,同比增长约36%,创历史新高。截至2025年上半年,公司海外营收占比33.68%,同比+9.12pct。公司在沙特合资建厂以应对海外客户需求,预计未来公司海外收入占比有望持续提升。

投资建议

➤ 公司是国内变压器龙头企业,将充分受益于国网资本开支的增长;同时,北美缺电等因素下,公司产品出海有望增长。我们预计公司2025-2027年EPS分别为4.05/5.37/7.36,对应公司1月28日收盘价,2025-2027年PE分别为47.3/35.7/26.0,首次覆盖,给予“买入-A”评级。

风险提示

➤ 包含但不局限于以下风险:

1、政策性风险: 电力行业的发展易受国家宏观经济政策、产业发展及基本建设等因素影响,若政策变化可能对公司经营产生影响。

2、汇率波动风险: 公司出口业务已遍布100多个国家和地区,结算币种涉及美元、欧元、英镑、巴西雷亚尔、澳元等多种货币,汇率波动会对公司业绩产生一定影响。

3、市场竞争风险: 公司多种产品技术和市场都相对成熟,主要客户招标采取招标方式,市场竞争加剧会对公司产品价格产生影响。

➤ 原料价格上涨风险: 公司原材料包含铜等大宗商品,若价格上涨会对



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明



公司业绩产生负面影响。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,460	15,458	21,205	27,871	36,234
YoY(%)	18.2	24.1	37.2	31.4	30.0
净利润(百万元)	1,559	2,049	3,165	4,198	5,752
YoY(%)	27.8	31.4	54.5	32.6	37.0
毛利率(%)	29.5	31.2	32.7	32.4	32.8
EPS(摊薄/元)	2.00	2.62	4.05	5.37	7.36
ROE(%)	15.1	16.5	20.8	21.9	23.2
P/E(倍)	96.0	73.1	47.3	35.7	26.0
P/B(倍)	14.4	12.1	9.7	7.7	6.0
净利率(%)	12.5	13.3	14.9	15.1	15.9

资料来源：常闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

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	23634	29249	39325	营业收入	12460	15458	21205	27871	36234
现金	3328	4028	4843	5843	11136	营业成本	8784	10628	14273	18840	24366
应收票据及应收账款	5321	6604	9104	11542	14340	营业税金及附加	78	99	125	167	217
预付账款	336	534	659	909	1130	营业费用	582	768	912	1226	1558
存货	2861	3477	4679	5788	6396	管理费用	358	449	569	732	1005
其他流动资产	2911	4268	4350	5167	6324	研发费用	917	1110	1272	1533	1812
非流动资产	3977	4563	5107	5762	6594	财务费用	-3	-7	55	52	8
长期投资	3	3	3	3	3	资产减值损失	-212	-274	-273	-398	-560
固定资产	15793		2848	3424	4176	公允价值变动收益	13	29	4	2	12
无形资产	482	572	611	657	709	投资净收益	20	47	21	24	28
其他非流动资产	1913	1620	1645	1678	1705	营业利润	1778	2432	3751	4949	6747
资产总计	18733	23474	28741	35011	45919	营业外收入	4	9	7	7	7
流动负债	7851	10618	12731	14928	20209	营业外支出	11	11	13	13	12
短期借款	82	149	149	149	149	利润总额	1771	2431	3745	4942	6742
应付票据及应付账款	4967	6485	7788	8595	12593	所得税	163	346	449	593	809
其他流动负债	2802	3985	4794	6185	7467	税后利润	1609	2085	3296	4349	5933
非流动负债	217	200	196	192	188	少数股东损益	49	36	131	152	182
长期借款	30	28	24	20	16	归属母公司净利润	1559	2049	3165	4198	5752
其他非流动负债	187	172	172	172	172	EBITDA	1869	2559	3899	5145	6945
负债合计	8067	10818	12926	15120	20397						
少数股东权益	282	276	406	558	740						
股本	774	778	781	781	781						
资本公积	159	408	658	658	658						
留存收益	9387	11206	13908	17474	22280						
归属母公司股东权益	10384	12380	15409	19333	24782						
负债和股东权益	18733	23474	28741	35011	45919						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2272	2462	1815	2311	6846	主要财务比率					
净利润	1609	2085	3296	4349	5933	成长能力					
折旧摊销	190	239	277	353	447	营业收入(%)	18.2	24.1	37.2	31.4	30.0
财务费用	-3	-7	55	52	8	营业利润(%)	32.5	36.8	54.2	31.9	36.4
投资损失	-20	-47	-21	-24	-28	归属于母公司净利润(%)	27.8	31.4	54.5	32.6	37.0
营运资金变动	253	-92	-1788	-2417	497	盈利能力					
其他经营现金流	244	285	-4	-2	-12	毛利率(%)	29.5	31.2	32.7	32.4	32.8
投资活动现金流	-749	-1705	-797	-982	-1239	净利率(%)	12.5	13.3	14.9	15.1	15.9
筹资活动现金流	-612	-199	-203	-329	-314	ROE(%)	15.1	16.5	20.8	21.9	23.2
						ROIC(%)	14.4	15.8	20.4	21.6	22.9
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	2.00	2.62	4.05	5.37	7.36	偿债能力					
每股经营现金流(最新摊薄)	2.91	3.15	2.32	2.96	8.76	资产负债率(%)	43.1	46.1	45.0	43.2	44.4
每股净资产(最新摊薄)	13.29	15.85	19.73	24.75	31.73	流动比率	1.9	1.8	1.9	2.0	1.9
						速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8
						应付账款周转率	1.9	1.9	2.0	2.3	2.3
						估值比率					
						P/E	96.0	73.1	47.3	35.7	26.0
						P/B	14.4	12.1	9.7	7.7	6.0
						EV/EBITDA	77.7	56.1	36.6	27.6	19.7

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

