

思源电气 (002028)

2025 年年报点评: 国际业务突飞猛进, 高速增长正当时

买入 (维持)

2026 年 04 月 19 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

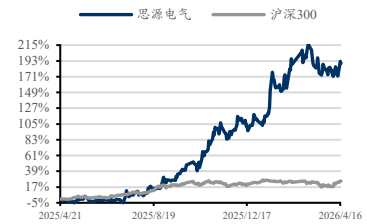
执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	15,458	21,539	27,610	35,726	46,077
同比 (%)	24.06	39.34	28.19	29.40	28.97
归母净利润 (百万元)	2,049	3,150	4,609	6,383	8,701
同比 (%)	31.42	53.74	46.32	38.48	36.32
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.62	4.03	5.89	8.16	11.12
P/E (现价&最新摊薄)	81.64	53.10	36.29	26.21	19.23

投资要点

- **事件:** 公司发布 25 年年报, 25 年营收 215.4 亿元, 同比+39.3%, 归母净利润 31.5 亿元, 同比+53.7%, 扣非净利润 29.5 亿元, 同比+57.1%, 毛利率 30.8%, 同比-0.5pct, 归母净利率 14.6%, 同比+1.4pct。其中 25Q4 营收 77.1 亿元, 同环比+52.7%/+44.7%, 归母净利润 9.6 亿元, 同环比+71.9%/+6.7%, 扣非净利润 9.2 亿元, 同环比+93.6%/+14.5%, 毛利率 28.0%, 同环比-2.9/-5.2pct; 归母净利率 12.4%, 同环比+1.4/-4.4pct。25 年新签订单 288.91 亿元, 同比+35%, 26 年目标新签订单 375 亿元, 同比+30%, 目标收入 270 亿, 同比+25%, 我们预计公司将持续超目标完成全年任务。
- **国际业务进入兑现周期, AIDC 下游放量赋能成长。** 25 年公司海外营收 58 亿元, 同比+86%, 毛利率 35.24%, 同比-1.82pct。受益于全球电力设备 supercycle, 公司海外市场高速增长, 我们预计 25 年公司海外订单同比超 40% 增长, 其中北美 AIDC 市场突破超预期, 高压电力变+罐式断路器均实现批量接单, 超级电容与头部电源公司合作进入放量阶段, GMCC 商誉实现零计提。26 年 AIDC 继续高景气, 北美加速+欧洲突破新国家+新兴市场份额提升, 海外订单有望维持 40% 以上增长。
- **国内基本盘稳中有增, 新品放量提升市场份额。** 25 年公司开关/变压器/保护/电力电子/EPC/储能/租赁业务营收分别为 89/46/25/15/23/15/0.4 亿元, 同比+29%/+38%/+4%/+49%/+130%/+120%/+29%, 对应毛利率分别为 36.9%/36.4%/35.1%/18.9%/11.8%/11.7%/28.9%, 同比-1.9/+4.1/+2.5/+0.1/-0.1/+9.2/-12.3pct, 公司 25 年国内营收 157 亿元, 同比+28%, 毛利率 29.13%, 同比-0.65pct。十五五电网投资超 5 万亿, 公司新品 750kV GIS、SSC、构网型储能等开始放量, 1000kV GIS 在研计划 27 年上市, 公司 α 显著赋能网内份额持续提升, 产品矩阵的丰富有望带来国内业务持续稳健增长。展望 26 年, 我们预计公司国内订单有望实现 20% 以上增长。
- **期间费用率有所下降, 合同负债增长显著。** 公司 25 年/25Q4 期间费用率为 13.5%/12.8%, 同比-1.5/-3.2pct, 规模效应+精细化管理实现费用率持续下降。25 年经营活动现金净流入 22.3 亿元, 同比-9.3%。合同负债 29.8 亿元, 较年初+25.6%, 保持高增长。应收账款 81.8 亿元, 较年初+42.1%。存货 40.8 亿元, 较年初+17.3%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司储能业务短期快速增长有所压低毛利率, 27 年北美业务有望加速突破, 我们调整公司 26-27 年归母净利润分别为 46.1/63.8 亿元 (此前预测 46.8/63.2 亿元), 同比+46%/+38%, 预计 28 年归母净利润为 87.0 亿元, 同比+36%, 现价对应 PE 为 36x、26x、19x。考虑到公司海外业务的高景气, 给予 27 年 35x PE, 对应目标价 285.5 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外订单交付不及预期、原材料价格上涨、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	213.80
一年最低/最高价	69.81/239.12
市净率(倍)	10.79
流通 A 股市值(百万元)	130,564.10
总市值(百万元)	167,288.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.81
资产负债率(% ,LF)	47.05
总股本(百万股)	782.45
流通 A 股(百万股)	610.68

相关研究

- 《思源电气(002028): 乘出海浪潮启发展新阶段, 优质经营赋能加速腾飞》
2026-03-08
- 《思源电气(002028): 2025 年业绩快报点评: 业绩大超预期, 稳步迈进 next level》
2026-01-16

思源电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)				利润表(百万元)					
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	24,107	31,114	41,427	55,200	营业总收入	21,539	27,610	35,726	46,077
货币资金及交易性金融资产	7,771	11,465	18,163	27,966	营业成本(含金融类)	14,910	18,897	24,224	31,055
经营性应收款项	10,228	11,244	13,360	15,354	税金及附加	124	185	230	299
存货	4,079	5,675	6,550	7,531	销售费用	1,028	1,270	1,572	1,935
合同资产	1,480	2,007	2,548	3,268	管理费用	581	676	786	922
其他流动资产	548	724	806	1,082	研发费用	1,300	1,519	1,786	2,120
非流动资产	5,733	6,504	7,228	8,011	财务费用	(8)	(5)	(120)	(209)
长期股权投资	20	20	20	20	加:其他收益	283	442	357	461
固定资产及使用权资产	2,981	3,811	4,479	5,050	投资净收益	56	67	96	118
在建工程	420	234	128	80	公允价值变动	23	8	(12)	(19)
无形资产	559	546	533	542	减值损失	(236)	(120)	(120)	(200)
商誉	541	541	541	541	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	77	117	197	357	营业利润	3,729	5,466	7,570	10,316
其他非流动资产	1,136	1,236	1,331	1,421	营业外净收支	(10)	3	3	8
资产总计	29,840	37,618	48,656	63,211	利润总额	3,719	5,469	7,573	10,324
流动负债	13,803	17,027	21,729	27,624	减:所得税	459	766	1,060	1,445
短期借款及一年内到期的非流动负债	380	62	61	56	净利润	3,260	4,703	6,513	8,879
经营性应付款项	8,153	10,791	13,795	17,584	减:少数股东损益	110	94	130	178
合同负债	2,977	3,326	4,239	5,372	归属母公司净利润	3,150	4,609	6,383	8,701
其他流动负债	2,294	2,848	3,633	4,612	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.03	5.89	8.16	11.12
非流动负债	236	240	243	244	EBIT	3,671	5,063	7,128	9,746
长期借款	60	60	60	60	EBITDA	3,988	5,400	7,496	10,137
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.77	31.56	32.20	32.60
租赁负债	56	61	63	65	归母净利率(%)	14.63	16.69	17.87	18.88
其他非流动负债	119	119	119	119	收入增长率(%)	39.34	28.19	29.40	28.97
负债合计	14,039	17,267	21,971	27,868	归母净利润增长率(%)	53.74	46.32	38.48	36.32
归属母公司股东权益	15,493	19,950	26,152	34,634					
少数股东权益	308	402	532	709					
所有者权益合计	15,801	20,351	26,684	35,343					
负债和股东权益	29,840	37,618	48,656	63,211					

现金流量表(百万元)				重要财务与估值指标					
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,234	5,199	7,887	11,096	每股净资产(元)	19.81	25.51	33.44	44.29
投资活动现金流	(1,241)	(1,072)	(1,013)	(1,066)	最新发行在外股份(百万股)	782	782	782	782
筹资活动现金流	(28)	(477)	(184)	(228)	ROIC(%)	22.07	23.64	25.86	26.87
现金净增加额	952	3,650	6,691	9,802	ROE-摊薄(%)	20.33	23.10	24.41	25.12
折旧和摊销	317	337	368	390	资产负债率(%)	47.05	45.90	45.16	44.09
资本开支	(819)	(964)	(914)	(914)	P/E(现价&最新股本摊薄)	53.10	36.29	26.21	19.23
营运资本变动	(1,380)	107	969	1,730	P/B(现价)	10.79	8.38	6.39	4.83

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。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>