

公司研究

新增订单超预期增长，看好出海持续加速

——思源电气（002028.SZ）2025 年年报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报，2025 年实现营收 215.39 亿元，同比增长 39.34%；归母净利润 31.50 亿元，同比增长 53.74%；扣非归母净利润 29.52 亿元，同比增长 57.13%；毛利率同比下降 0.48pct 至 30.77%，净利率同比上升 1.64pct 至 15.13%。2025Q4 公司实现营业收入 77.12 亿元，同比增长 52.69%，实现归母净利润 9.59 亿元，同比增长 71.92%，环比增长 6.69%。

开关和变压器业务快速增长，电力电子和储能业务显著放量。25 年公司开关类/变压器类/电力电子类/储能系统及元件类业务营收为 89.35/46.33/15.25/15.31 亿元，同比+29.30%/+38.38%/+49.49%/+120.52%，毛利率为 36.88%/36.39%/18.88%/11.71%，同比-1.94/+4.10/+0.13/+9.18pct。

持续突破海外市场，海外营收实现高增。25 年公司在海外市场圆满完成订单任务，同比取得增长；且多款产品在德国、葡萄牙、瑞典、芬兰、爱尔兰等多个国家市场实现了突破。25 年公司海外营收同比+85.84%至 58.03 亿元，毛利率同比-1.82pct 至 35.24%，看好公司未来在海外市场持续取得亮眼表现。

重点发力高端电力装备产品，积极布局新兴赛道。公司在特高压领域持续发力，25 年中标南网±800kV 柔直换流变阀侧套管，将应用于藏粤工程，并计划研发 1100kV GIS 产品。公司同时前瞻布局新兴赛道，25 年超容产品取得了较大进展，静止型同步调相机和调频储能等应用逐步转为批量应用，未来将持续突破场站级储能、构网型解决方案业务，并大力推动中压成套、低压直流元件及锂电/超容产品的系列化、平台化发展，培育新的利润增长点。

25 年订单目标超额完成，26 年经营目标展现成长信心。25 年公司新增订单 288.91 亿元（不含税），同比增长 34.64%，高于此前 268 亿元的目标。26 年公司的经营目标为：实现新增合同订单 375 亿元（不含税），同比增长 30%，营收 270 亿元，同比增长 25%，充分体现公司成长信心。

维持“买入”评级。公司产品出海保持强劲，25 年新增订单实现超预期增长，基于此我们上调 26/27 年并引入 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润分别为 45.90/61.84/80.85 亿元（上调 37%/上调 53%/新增），对应 EPS 分别为 5.87/7.90/10.33 元，当前股价对应 26-28 年 PE 分别为 36/27/21 倍。公司持续突破海外市场，同时发力高端电力装备并积极布局新兴赛道，进一步打开成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：电网投资不及预期风险、海外经营风险、原材料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,458	21,539	28,706	36,651	45,025
营业收入增长率	24.06%	39.34%	33.27%	27.68%	22.85%
净利润（百万元）	2,049	3,150	4,590	6,184	8,085
净利润增长率	31.42%	53.74%	45.72%	34.71%	30.75%
EPS（元）	2.62	4.03	5.87	7.90	10.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.55%	20.33%	23.50%	24.95%	25.58%
P/E	82	53	36	27	21
P/B	13.4	10.8	8.6	6.8	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-17

买入（维持）

当前价：213.80 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：邓怡亮

执业证书编号：S0930525070003

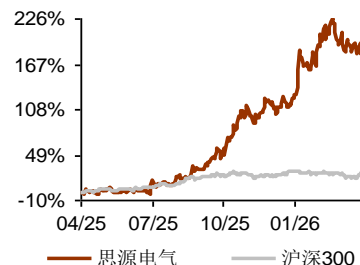
021-52523802

dengyiliang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.82
总市值(亿元):	1672.88
一年最低/最高(元):	69.34/239.12
近 3 月换手率:	103.92%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.89	4.67	164.42
绝对	1.28	4.55	189.36

资料来源：Wind

相关研报

25H1 海外营收实现高增，控费成效逐渐体现——思源电气（002028.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-20）

24 年业绩符合预期，持续突破海外市场——思源电气（002028.SZ）2024 年年报点评（2025-04-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,458	21,539	28,706	36,651	45,025
营业成本	10,628	14,910	19,333	24,421	29,507
折旧和摊销	224	278	327	383	435
税金及附加	99	124	166	212	260
销售费用	768	1,028	1,370	1,749	2,148
管理费用	449	581	774	988	1,214
研发费用	1,110	1,300	1,733	2,213	2,718
财务费用	-7	-8	1	-18	-46
投资收益	47	56	20	20	20
营业利润	2,432	3,729	5,539	7,414	9,651
利润总额	2,431	3,719	5,529	7,404	9,641
所得税	346	459	829	1,111	1,446
净利润	2,085	3,260	4,700	6,293	8,195
少数股东损益	36	110	110	110	110
归属母公司净利润	2,049	3,150	4,590	6,184	8,085
EPS(元)	2.62	4.03	5.87	7.90	10.33

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,462	2,234	4,151	6,085	7,915
净利润	2,049	3,150	4,590	6,184	8,085
折旧摊销	224	278	327	383	435
净营运资金增加	267	2,296	2,286	2,184	2,315
其他	-78	-3,490	-3,052	-2,666	-2,920
投资活动产生现金流	-1,705	-1,241	-496	-797	-797
净资本支出	-919	-819	-815	-815	-815
长期投资变化	3	20	0	0	0
其他资产变化	-789	-442	319	18	18
融资活动现金流	-199	-28	-880	-917	-1,207
股本变化	4	4	0	0	0
债务净变化	47	250	-355	5	5
无息负债变化	2,704	2,971	3,453	3,937	4,049
净现金流	550	952	2,776	4,370	5,911

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	31.2%	30.8%	32.7%	33.4%	34.5%
EBITDA 率	19.6%	19.5%	21.0%	21.6%	22.7%
EBIT 率	18.1%	18.1%	19.9%	20.6%	21.7%
税前净利润率	15.7%	17.3%	19.3%	20.2%	21.4%
归母净利润率	13.3%	14.6%	16.0%	16.9%	18.0%
ROA	8.9%	10.9%	12.7%	13.6%	14.3%
ROE (摊薄)	16.6%	20.3%	23.5%	25.0%	25.6%
经营性 ROIC	26.9%	28.8%	33.0%	37.0%	41.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	46%	47%	46%	45%	44%
流动比率	1.78	1.75	1.84	1.92	2.03
速动比率	1.45	1.45	1.53	1.60	1.71
归母权益/有息债务	64.93	35.18	229.12	274.52	331.77
有形资产/有息债务	114.78	63.79	414.56	494.65	584.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	23,474	29,840	37,090	46,385	57,375
货币资金	4,028	4,930	7,706	12,076	17,987
交易性金融资产	2,651	2,841	2,841	2,841	2,841
应收账款	5,758	8,183	10,119	11,915	13,814
应收票据	846	1,162	1,549	1,978	2,430
其他应收款 (合计)	297	276	368	470	578
存货	3,477	4,079	5,305	6,715	8,125
其他流动资产	198	272	359	456	558
流动资产合计	18,911	24,107	31,168	40,028	50,637
其他权益工具	15	19	19	19	19
长期股权投资	3	20	20	20	20
固定资产	2,368	2,904	3,514	4,012	4,430
在建工程	312	420	310	255	228
无形资产	572	559	551	544	536
商誉	541	541	541	541	541
其他非流动资产	118	95	95	95	95
非流动资产合计	4,563	5,733	5,922	6,357	6,738
总负债	10,818	14,039	17,137	21,078	25,133
短期借款	149	360	0	0	0
应付账款	4,670	5,826	7,554	9,542	11,529
应付票据	1,815	2,327	3,017	3,812	4,605
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	102	152	210	274	342
流动负债合计	10,618	13,803	16,938	20,875	24,924
长期借款	28	60	65	70	75
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	53	77	77	77
非流动负债合计	200	236	198	203	208
股东权益	12,655	15,801	19,953	25,307	32,242
股本	778	782	782	782	782
公积金	740	1,081	1,139	1,139	1,139
未分配利润	10,874	13,634	17,618	22,862	29,689
归属母公司权益	12,380	15,493	19,536	24,780	31,606
少数股东权益	276	308	417	527	636

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.97%	4.77%	4.77%	4.77%	4.77%
管理费用率	2.91%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
财务费用率	-0.04%	-0.04%	0.00%	-0.05%	-0.10%
研发费用率	7.18%	6.04%	6.04%	6.04%	6.04%
所得税率	14%	12%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.50	0.70	1.20	1.61	2.09
每股经营现金流	3.17	2.86	5.31	7.78	10.12
每股净资产	15.92	19.81	24.97	31.67	40.39
每股销售收入	19.88	27.54	36.69	46.84	57.54

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	82	53	36	27	21
PB	13.4	10.8	8.6	6.8	5.3
EV/EBITDA	54.4	39.6	27.3	20.5	15.6
股息率	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼