

公司点评 (R3)

思源电气 (002028.SZ)

电力设备 | 电网设备

全球化布局成效显著，各类产品持续突破

2026年04月19日

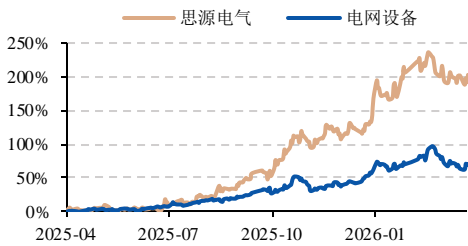
评级 **增持**

评级变动 首次

交易数据

当前价格 (元)	213.80
52周价格区间 (元)	69.99-233.51
总市值 (百万)	167288.06
流通市值 (百万)	130596.17
总股本 (万股)	78245.12
流通股 (万股)	61083.34

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
思源电气	-2.65	15.01	206.74
电网设备	-3.31	7.67	74.48

杨甫

分析师

执业证书编号:S0530517110001
yangfu@hnchasing.com

相关报告

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	154.6	215.4	278.6	356.1	457.9
归母净利润 (亿元)	20.49	31.50	41.91	54.28	73.13
每股收益 (元)	2.62	4.03	5.36	6.94	9.35
每股净资产 (元)	15.82	19.80	24.09	29.64	37.11
P/E	81.64	53.10	39.92	30.82	22.88
P/B	13.51	10.80	8.88	7.21	5.76

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- **2025年营收增长39.3%，归母净利润增长53.7%。**公司发布2025年报，2025年实现营收215.39亿元（同比+39.3%），实现归母净利润31.50亿元（同比+53.7%），实现扣非归母净利润29.52亿元（同比+57.1%），经营活动净现金流22.34亿元（同比-9.3%）。经测算，2025Q4公司单季度营收77.12亿元（同比+52.7%、环比+44.7%），2025Q4公司单季度归母净利润9.59亿元（同比+71.9%、环比+6.7%），2025Q4公司单季度扣非归母净利润9.16亿元（同比+93.6%、环比+14.5%）。公司利润分配预案为，拟每10股派现金7元（含税），合计派发现金股利5.48亿元。
- **开关类产品增量，海外市场增速高。**公司业务涵盖开关设备、变压器设备、电力保护及自动化设备、电力电子设备、工程总承包（EPC）、储能系统及元器件等六大板块，应用于各类输配电领域。2025年，上述六大业务板块收入分别为89.4亿元/46.3亿元/25.4亿元/15.3亿元/23.3亿元/15.3亿元，同比增幅分别为29.3%/38.4%/4.0%/49.5%/130.9%/120.5%。2025年公司子公司业绩贡献突出，其中上海思源高压实现营业收入61.04亿元，同比增长20.38%，实现净利润12.63亿元，同比增长37.21%。如高高压实现营业收入27.39亿元，同比增长23.56%，实现净利润5.74亿元，同比增长45.00%。上述子公司主要产品有1000kV及以下GIS和GIL、800kV及以下高压断路器、高压隔离开关等。2025年，公司海外销售收入58.0亿元，同比增幅85.8%，海外收入占比提升至26.94%，成功切入发达市场顶级电网运营商供应链，全球化布局取得阶段性成效。2025年公司超级电容产品在新型电力系统、数据中心等应用领域均取得了较大进展，静止型同步调相机（SSC）和调频储能等应用逐步得到了客户的认可，逐步从试点转为批量应用，超级电容业务已成为公司总体战略布局中的重要拼图之一。
- **毛利率略有下降，净利率明显提升。**2025年，公司毛利率为30.77%，同比-0.47pp，净利率为15.13%，同比+1.65pp。其中，2025Q4，公司毛利率为28.00%（同比-2.88pp/环比-5.25pp），净利率为12.82%（同比+1.63pp/环比-4.85pp）。2025年，公司销售费用率/管理费用率/财务费用/研发费用率分别为4.77%/2.70%/-0.04%/6.04%，同比变化

-0.20/-0.21/+0.01/-1.14pp，公司资产减值金额占营收比重为-0.13%（前值为-0.98%）。从业务板块看，开关类业务毛利率略降 1.94pp，变压器及储能业务毛利率明显提升，分别增加 4.10pp 和 9.18pp。

- **产能建设持续推进，新增订单目标续增 30%**。2025 年，公司购建固定、无形和其他长期资产现金支付为 8.21 亿元（同比变动-11.0%），报告期末，在建工程金额为 4.20 亿元（同比变动+1.07 亿元）。2025 年公司建设资金主要投向有变压器高压厂房、功率储能元件等方向。2025Q4 期末，公司合同负债金额为 29.77 亿元（同比变动+25.6%，环比变动+2.8%），存货金额为 40.79 亿元（同比变动+17.3%，环比变动-18.9%）。2025 年公司新增订单为 288.91 亿元（不含税），同比增长 34.64%，2026 年公司经营目标是：实现新增合同订单 375 亿元（不含税），同比增长 30%；实现营业收入 270 亿元，同比增长 25%。
- **盈利预测**。预计海外电网建设需求持续高景气、公司国内业务交付结构改善，公司实现营收持续增长和毛利率优化。预计 2026-2028 年公司营收 278.6 亿元、356.1 亿元、457.9 亿元，归母净利润 41.91 亿元、54.28 亿元、73.13 亿元，同比增长 33.0%、29.5%、34.7%。首次覆盖，考虑公司在海外电力装备市场的发展空间和渠道优势，给予“**增持**”评级。
- **风险提示**：原材料成本大幅波动，订单获取规模不及预期，海外业务毛利率走低，发达国家市场产品导入受限，国内电力市场设备价格承压

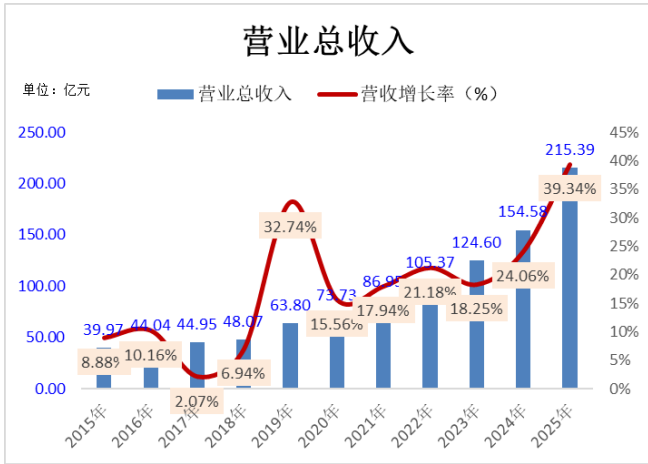
图 1：公司财务指标对比

单位：亿元

思源电气	2024年	2025年	同比	2025Q4	同比	环比
营业总收入	154.58	215.39	+39.3%	77.12	+52.7%	+44.7%
归属母公司股东的净利润	20.49	31.50	+53.7%	9.59	+71.9%	+6.7%
扣非后归属母公司股东的净利润	18.78	29.52	+57.1%	9.16	+93.6%	+14.5%
毛利率(%)	31.25%	30.77%	-0.47pp	28.00%	-2.88pp	-5.25pp
净利率(%)	13.49%	15.13%	+1.65pp	12.82%	+1.63pp	-4.85pp
经营活动现金净流量	24.62	22.34	-9.3%	18.03	+7.1%	+57.5%

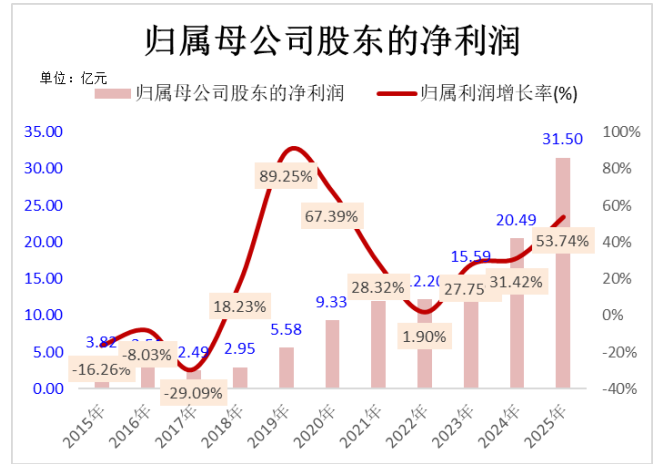
资料来源：财信证券，wind

图 2：公司营收情况



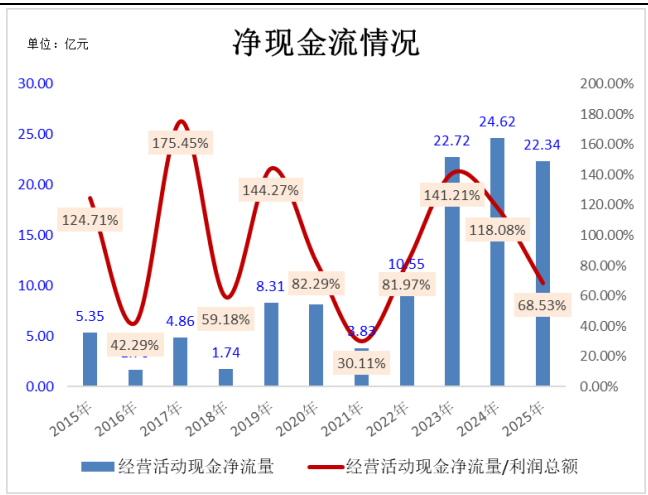
资料来源：财信证券，wind

图 3：公司利润情况



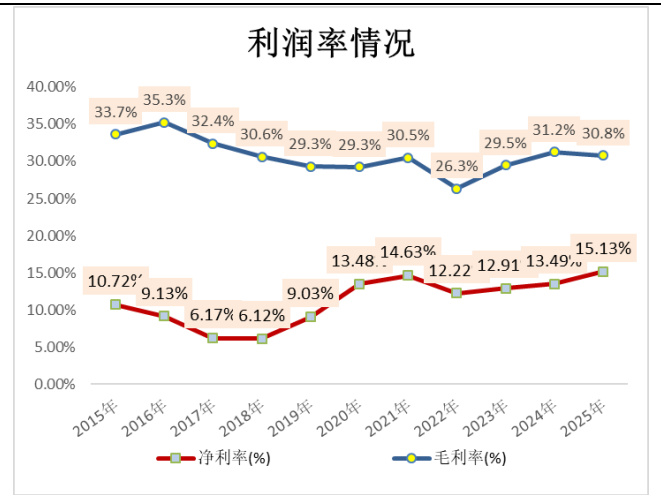
资料来源：财信证券，wind

图 4：公司现金流情况



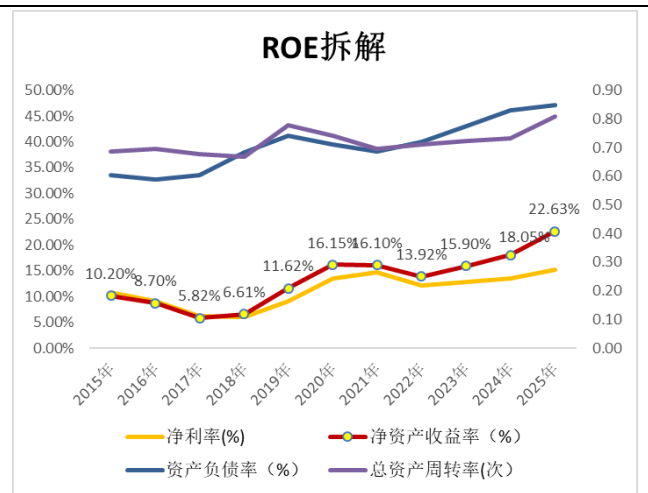
资料来源：财信证券，wind

图 5：公司利润率情况



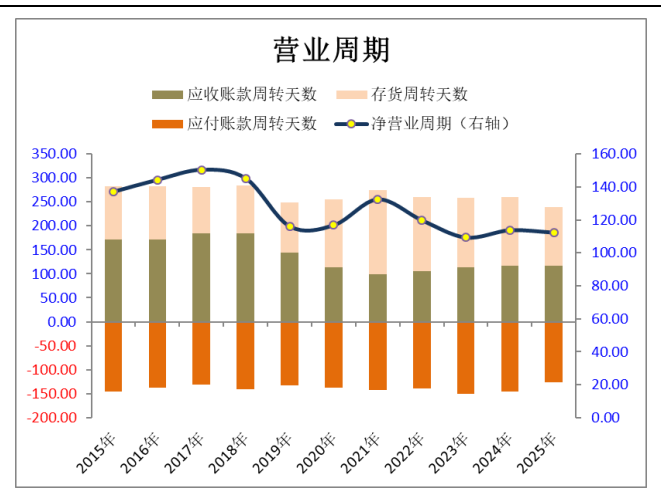
资料来源：财信证券，wind

图 6：公司 ROE 情况



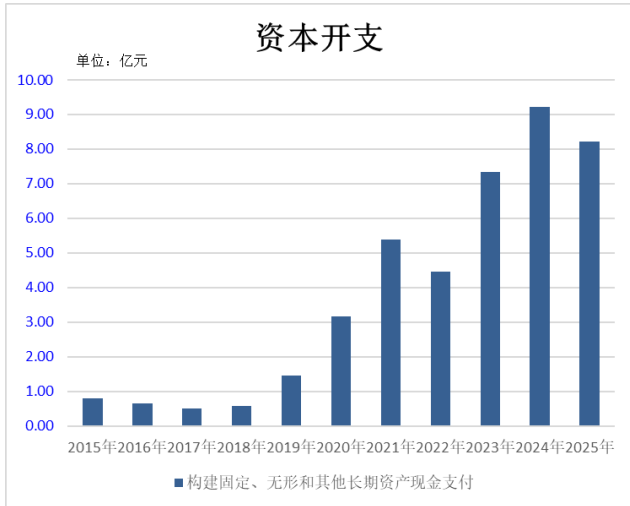
资料来源：财信证券，wind

图 7：公司周转情况



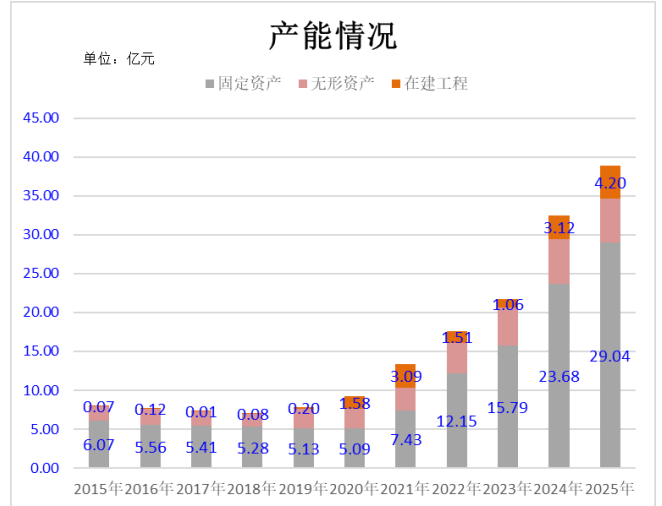
资料来源：财信证券，wind

图 8：公司资本开支情况



资料来源：财信证券，wind

图 9：公司固定资产情况



资料来源：财信证券，wind

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	主要指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15458.0	21539.0	27859.2	35611.5	45789.7	营业收入	15458.07	21539.03	27859.25	35611.51	45789.71
减: 营业成本	10627.8	14910.4	19561.9	25278.7	32871.0	增长率(%)	24.06%	39.34%	29.34%	27.83%	28.58%
营业税金及附加	98.64	124.39	160.89	205.67	264.45	归属母公司股东净利润	2049.07	3150.14	4190.51	5428.13	7312.83
营业费用	768.00	1027.73	1109.94	1176.54	1235.37	增长率(%)	31.42%	53.74%	33.03%	29.53%	34.72%
管理费用	449.18	580.55	615.39	984.62	1033.85	每股收益(EPS)	2.619	4.026	5.356	6.937	9.346
研发费用	1110.02	1300.40	1404.43	1474.65	1622.12	每股股利(DPS)	0.497	0.700	1.071	1.387	1.869
财务费用	-6.79	-7.61	-15.42	-37.41	-60.15	每股经营现金流	3.147	2.855	4.193	6.238	9.292
减值损失	-274.16	-235.91	-240.59	-240.59	-240.59	销售毛利率	31.25%	30.77%	29.78%	29.02%	28.21%
加: 投资收益	47.19	56.02	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.49%	15.13%	15.56%	15.77%	16.53%
公允价值变动损益	29.22	23.28	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	16.55%	20.33%	22.24%	23.41%	25.18%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	26.59%	38.94%	38.20%	41.33%	49.26%
营业利润	2213.43	3446.52	5022.02	6528.67	8823.06	市盈率(P/E)	81.64	53.10	39.92	30.82	22.88
加: 其他非经营损益	217.11	272.46	320.00	320.00	320.00	市净率(P/B)	13.51	10.80	8.88	7.21	5.76
利润总额	2430.53	3718.98	5342.02	6848.67	9143.06	股息率	0.23%	0.33%	0.50%	0.65%	0.87%
减: 所得税	345.71	459.30	765.22	991.21	1335.37	主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2084.82	3259.68	4576.81	5857.46	7807.69	收益率					
减: 少数股东损益	35.76	109.53	145.71	188.74	254.27	毛利率	31.25%	30.77%	29.78%	29.02%	28.21%
归属母公司股东净利润	2049.07	3150.14	4190.51	5428.13	7312.83	三费/销售收入	15.05%	13.50%	11.23%	10.21%	8.50%
资产负债表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EBIT/销售收入	15.68%	17.23%	18.26%	18.45%	19.31%
货币资金	4027.85	4929.84	6449.63	9904.71	15544.6	EBITDA/销售收入	17.22%	18.62%	19.24%	19.34%	19.99%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.49%	15.13%	15.56%	15.77%	16.53%
应收和预付款项	7435.73	10504.2	12139.4	13492.6	14397.0	资产获利率					
其他应收款(合计)	297.32	276.44	0.00	0.00	0.00	ROE	16.55%	20.33%	22.24%	23.41%	25.18%
存货	3476.97	4078.94	4282.89	4497.04	4721.89	ROA	10.33%	12.44%	15.17%	17.00%	19.49%
其他流动资产	1319.22	1752.40	1752.40	1752.40	1752.40	ROIC	26.59%	38.94%	38.20%	41.33%	49.26%
长期股权投资	2.93	20.27	20.27	20.27	20.27	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	46.09%	47.05%	42.45%	38.34%	34.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	32.80%	35.54%	38.33%	38.05%	35.68%
固定资产和在建工程	2680.33	3324.01	3697.93	3829.35	3778.27	带息债务/总负债	1.63%	2.99%	0.42%	0.41%	0.39%
无形资产和开发支出	1113.25	1099.50	1099.50	1099.50	1099.50	流动比率	1.78	1.75	1.96	2.23	2.58
其他非流动资产	769.13	1309.72	1271.37	1233.01	1233.01	速动比率	1.33	1.32	1.53	1.80	2.16
资产总计	23473.7	29839.9	33534.4	38649.9	45368.0	股利支付率	18.99%	17.39%	20.00%	20.00%	20.00%
短期借款	148.55	360.11	0.00	0.00	0.00	收益留存率	81.01%	82.61%	80.00%	80.00%	80.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	10353.0	13271.8	13828.3	14412.6	15026.1	总资产周转率	0.66	0.72	0.83	0.92	1.01
长期借款	28.00	60.27	60.27	60.27	60.27	固定资产周转率	6.53	7.42	9.78	11.20	13.97
其他负债	437.33	707.05	346.94	346.94	346.94	应收账款周转率	2.34	2.30	2.59	2.96	3.62
负债合计	10818.3	14039.1	14235.5	14819.8	15433.3	存货周转率	3.06	3.66	4.57	5.62	6.96
股本	777.64	782.06	782.06	782.06	782.06	估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
资本公积	408.38	748.27	748.27	748.27	748.27	EBIT	2423.74	3711.37	5086.02	6570.67	8842.32
留存收益	11193.5	13962.9	17315.3	21657.8	27508.1	EBITDA	2662.52	4010.12	5359.87	6887.02	9152.81
归属母公司股东权益	12379.5	15493.2	18845.6	23188.1	29038.4	NOPLAT	1887.67	2998.34	4051.12	5313.07	7243.97
少数股东权益	275.79	307.51	453.22	641.96	896.23	归母净利润	2049.07	3150.14	4190.51	5428.13	7312.83
股东权益合计	12655.3	15800.7	19298.8	23830.1	29934.6	EPS	2.619	4.026	5.356	6.937	9.346
负债和股东权益合计	23473.7	29839.9	33534.4	38649.9	45368.0	BPS	15.821	19.801	24.085	29.635	37.112
现金流量表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	PE	81.64	53.10	39.92	30.82	22.88
经营性现金净流量	2462.47	2234.28	3280.60	4881.29	7270.35	PEG	2.60	0.99	1.21	1.04	0.66
投资性现金净流量	-1705.43	-1241.09	-578.00	-378.00	-228.00	PB	13.51	10.80	8.88	7.21	5.76
筹资性现金净流量	-199.10	-27.98	-1182.80	-1048.21	-1402.41	PS	10.82	7.77	6.00	4.70	3.65
现金流量净额	549.90	951.82	1519.80	3455.07	5639.94	PCF	67.94	74.87	50.99	34.27	23.01

资料来源: 财信证券, wind

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和個人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 楼

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438