

公司研究 | 点评报告 | 思源电气 (002028.SZ)

订单与海外收入双双高增, 数据中心下游有望实现更大突破

报告要点

公司发布 2025 年年报。2025 年, 公司全年营业收入 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%。单季度看, 公司 2025Q4 营业收入 77.1 亿元, 同比+52.7%, 环比+44.7%; 归母净利润 9.6 亿元, 同比+71.9%, 环比+6.7%; 扣非净利润 9.2 亿元, 同比+93.6%, 环比+14.5%。与此前业绩快报基本一致。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BVD284



袁澎

SAC: S0490524010001

思源电气 (002028.SZ)

2026-04-27

订单与海外收入双双高增，数据中心下游有望实现更大突破

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年年报。2025 年，公司全年营业收入 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%。单季度看，公司 2025Q4 营业收入 77.1 亿元，同比+52.7%，环比+44.7%；归母净利润 9.6 亿元，同比+71.9%，环比+6.7%；扣非净利润 9.2 亿元，同比+93.6%，环比+14.5%。与此前业绩快报基本一致。

事件评论

- 收入端，2025 年公司对业务板块重新分类，其中，开关类业务收入 89.35 亿元，同比+29.3%；变压器类业务收入 46.33 亿元，同比+38.38%；保护及自动化类业务收入 25.42 亿元，同比+4%；EPC 类业务收入 23.32 亿元，同比+131%；储能系统及元件类业务收入 15.31 亿元，同比+121%；电力电子类业务收入 15.25 亿元，同比+49.5%。大部分品类取得高速增长，尤其是 EPC 和储能获取翻倍以上增长，下游需求强劲。分地区看，公司 2025 年全年海外收入 58.03 亿元，同比+85.8%；国内收入 157.4 亿元，同比+27.6%，海外业务驱动发展的特征十分明显，同时国内也获得了超越行业平均的增长水平。
- 毛利端，公司 2025 年全年毛利率达 30.77%，同比-0.48pct；2025Q4 单季度毛利率达 28.00%，同比-2.88pct，环比-5.25pct。其中，开关类业务毛利率达 36.88%，同比-1.94pct；变压器类业务毛利率达 36.39%，同比+4.1pct；保护及自动化类业务毛利率达 35.11%，同比+2.46pct；EPC 类业务毛利率达 11.84%，同比-0.11pct；储能系统及元件类业务毛利率达 11.71%，同比+9.18pct；电力电子类业务毛利率达 18.88%，同比+0.13pct。分地区看，公司 2025 年全年海外毛利率达 35.24%，同比-1.82pct；国内毛利率 29.13%，同比-0.65pct。毛利率变化预计主要因海外 EPC 收入增长较大。
- 其他方面，公司 2025 年全年四项费用率达 13.47%，同比-1.54pct，收入大增有所摊薄，各项费用率均有下降。2025 年末合同负债达 29.77 亿元，同比+25.6%，环比上季度末+2.8%，季末合同负债再创历史新高。
- 订单方面，公司 2025 年新签 289 亿元，同比+34.64%。公司 2026 年订单目标为 375 亿元，同比+30%，收入目标为 270 亿元，同比+25%，有望继续保持高速增长。
- 目前数据中心市场有望为公司提供较大的潜在增量，同时，海外各个区域有望保持持续性增长，国内需求亦保持稳健，我们预计公司 2026 年归母净利润可达 44 亿元，对应估值约为 38 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、国内电网投资不及预期；
- 2、海外市场拓展不及预期；
- 3、新产品推进速度不及预期。

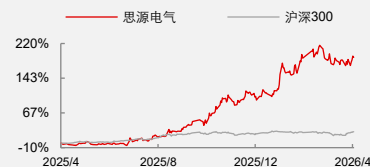
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	213.80
总股本(万股)	78,245
流通A股/B股(万股)	61,068/0
每股净资产(元)	19.81
近12月最高/最低价(元)	239.12/69.81

注：股价为 2026 年 4 月 17 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海外延续量利提升，合同负债再创新高》2025-11-14
- 《海外业务量利齐升，订单保障持续增长》2025-08-25
- 《经营业绩表现强劲，合同负债连创新高》2025-05-04


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、国内电网投资不及预期：目前国内电网内市场仍然是公司最重要的下游市场之一，若国内电网投资规模不及预期，可能会导致整体国内网内市场总需求增长不及预期，也将对公司对应部分的开关类、线圈类、二次设备类产品订单和收入产生影响。
- 2、海外市场拓展不及预期：海外市场拓展存在一些不确定因素，包括贸易政策、产品认证周期、当地本土化销售渠道搭建顺利程度等，若因其中一些因素导致海外市场突破速度较慢，将影响公司在该海外市场的订单获取情况。
- 3、新产品推进速度不及预期：储能、汽车电子属于公司涉足的新行业，虽然短期对公司整体经营影响较小，但若后续产品研发、推广、客户开发速度较慢，可能会对公司长期成长空间和速度预期产生影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	21539	28471	36559	45753	货币资金	4930	7578	11915	18346
营业成本	14910	19593	24819	30595	交易性金融资产	2841	3041	3241	3441
毛利	6629	8878	11740	15159	应收账款	8183	10268	12651	15229
%营业收入	31%	31%	32%	33%	存货	4079	5120	6243	7414
营业税金及附加	124	165	212	265	预付账款	882	1117	1340	1560
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	3191	4148	5195	6338
销售费用	1028	1295	1609	1945	流动资产合计	24107	31272	40585	52328
%营业收入	5%	5%	4%	4%	长期股权投资	20	20	20	20
管理费用	581	712	841	961	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	2%	2%	固定资产合计	2904	3439	3726	3792
研发费用	1300	1651	2047	2471	无形资产	559	620	677	728
%营业收入	6%	6%	6%	5%	商誉	541	541	541	541
财务费用	-8	-10	-17	-39	递延所得税资产	574	574	574	574
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1135	1074	1036	1012
加: 资产减值损失	-27	-50	-50	-50	资产总计	29840	37540	47159	58995
信用减值损失	-209	-251	-301	-361	短期贷款	360	360	360	360
公允价值变动收益	23	0	0	0	应付款项	5826	7511	9376	11388
投资收益	56	68	80	92	预收账款	0	0	0	0
营业利润	3729	5205	7220	9745	应付职工薪酬	767	999	1253	1530
%营业收入	17%	18%	20%	21%	应交税费	395	518	658	814
营业外收支	-10	-10	-10	-10	其他流动负债	6455	8346	10452	12748
利润总额	3719	5195	7210	9735	流动负债合计	13803	17734	22100	26840
%营业收入	17%	18%	20%	21%	长期借款	60	60	60	60
所得税费用	459	649	901	1217	应付债券	0	0	0	0
净利润	3260	4545	6309	8518	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3150	4386	6069	8177	其他非流动负债	175	175	175	175
少数股东损益	110	159	240	341	负债合计	14039	17970	22335	27076
EPS (元)	4.04	5.61	7.76	10.45	归属于母公司所有者权益	15493	19104	24117	30872
					少数股东权益	308	467	706	1047
					股东权益	15801	19570	24824	31919
					负债及股东权益	29840	37540	47159	58995
					基本指标				
						2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	2234	4580	6386	8685	每股收益	4.04	5.61	7.76	10.45
取得投资收益收回现金	64	68	80	92	每股经营现金流	2.86	5.85	8.16	11.10
长期股权投资	-17	0	0	0	市盈率	38.26	38.14	27.57	20.46
资本性支出	-819	-975	-825	-675	市净率	7.80	8.76	6.94	5.42
其他	-468	-235	-235	-235	EV/EBITDA	29.20	28.35	20.15	14.51
投资活动现金流净额	-1241	-1142	-980	-818	总资产收益率	12.2%	13.5%	14.9%	16.0%
债券融资	0	0	0	0	净资产收益率	20.3%	23.0%	25.2%	26.5%
股权融资	218	0	0	0	净利率	14.6%	15.4%	16.6%	17.9%
银行贷款增加(减少)	399	0	0	0	资产负债率	47.0%	47.9%	47.4%	45.9%
筹资成本	-472	-777	-1069	-1436	总资产周转率	0.81	0.85	0.86	0.86
其他	-173	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-28	-777	-1069	-1436					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	965	2662	4337	6431					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。