

思源电气 (002028)

2026 年一季报点评：业绩符合市场预期，景气成长周期进行中

买入 (维持)

2026 年 04 月 25 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

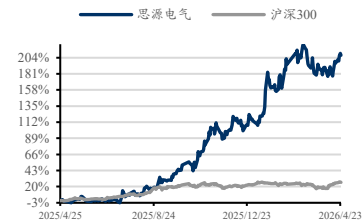
执业证书：S0600524120002  
sixy@dwzq.com.cn

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)	84.82	55.17	37.71	27.23	19.97

投资要点

- **事件：**公司发布 26 年一季报，26Q1 营收 45.7 亿元，同环比 +41.6%/-40.8%，归母净利润 5.5 亿元，同环比+23.2%/-42.6%，扣非净利润 4.9 亿元，同环比+12.8%/-46.2%，毛利率 29.0%，同环比-1.4/+0.9pct；归母净利率 12.0%，同环比-1.8/-0.4pct。公司 Q1 业绩基本符合市场预期。
- **汇兑对表观业绩略有影响，储能+EPC 等低毛利项目确收比例较高为主因。**根据我们测算，公司因汇兑导致的直接利润影响约 0.46 亿元，折算后归母净利润/扣非归母净利润估计约 5.96/5.38 亿元，同比 +39%/28%，汇兑直接对业绩影响有限。毛利率和净利率同比下滑，我们认为主要系公司低毛利率的储能及 EPC 订单确认收入导致，而公司电力设备相关业务盈利能力稳定，且海外设备订单毛利率大幅高于国内，单季度收入结构影响不改公司盈利能力提升大趋势，且公司储能业务已成功实现欧洲市场突破，有望大幅改善板块利润率水平。
- **全球电力设备大周期逻辑确认、内资出海龙头加速成长。**根据海关出口数据，26M1-3 变压器出口金额分别为 168 亿元，同比+38%，全球电力设备龙头 GEV26Q1 新签订单超预期，电力设备新签订单有机增长 86%，订单收入比 2.4 (25Q1 为 1.8)，受数据中心需求的拉动，全球电力设备大周期逻辑再次得到确认。公司是内资出海龙头，市场覆盖全球，我们预计公司 26Q1 国内、海外新签订单同比保持高速增长，全年订单有望超目标增长，看好公司全年业绩加速增长。
- **受财务费用影响费用率有所提升、合同负债与存货显著增长。**公司 26Q1 期间费用率为 16.06%，同比+1.3pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.0%/2.1%/7.8%/1.2%，同比-0.0/-0.6/-0.1/+2.1pct，费用率提升主要系财务费用影响，其他费用管控效果良好。合同负债 31.5 亿元，较年初+5.8%；应收账款 78.0 亿元，较年初-4.7%；存货 50.3 亿元，较年初+23.3%，在手订单充沛。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 26-28 年归母净利润预测为 46.1/63.8/87.0 亿元，同比+46%/38%/36%，现价对应 PE 分别为 38x/27x/20x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外订单交付不及预期、海外市场需求不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	222.13
一年最低/最高价	69.81/239.12
市净率(倍)	10.78
流通 A 股市值(百万元)	135,651.09
总市值(百万元)	173,805.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.61
资产负债率(% ,LF)	45.85
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)：2025 年年报点评：国际业务突飞猛进，高速增长正当时》  
2026-04-19
- 《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
<b>流动资产</b>	<b>24,107</b>	<b>31,114</b>	<b>41,427</b>	<b>55,200</b>	<b>营业总收入</b>	<b>21,539</b>	<b>27,610</b>	<b>35,726</b>	<b>46,077</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>5,733</b>	<b>6,504</b>	<b>7,228</b>	<b>8,011</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>3,729</b>	<b>5,466</b>	<b>7,570</b>	<b>10,316</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>29,840</b>	<b>37,618</b>	<b>48,656</b>	<b>63,211</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,719</b>	<b>5,469</b>	<b>7,573</b>	<b>10,324</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,803</b>	<b>17,027</b>	<b>21,729</b>	<b>27,624</b>	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	<b>净利润</b>	<b>3,260</b>	<b>4,703</b>	<b>6,513</b>	<b>8,879</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,150</b>	<b>4,609</b>	<b>6,383</b>	<b>8,701</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>14,039</b>	<b>17,267</b>	<b>21,971</b>	<b>27,868</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,801</b>	<b>20,351</b>	<b>26,684</b>	<b>35,343</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>29,840</b>	<b>37,618</b>	<b>48,656</b>	<b>63,211</b>					

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)	55.17	37.71	27.23	19.97
营运资本变动	(1,380)	107	969	1,730	P/B(现价)	11.21	8.71	6.64	5.02

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>