

公司研究 | 点评报告 | 思源电气 (002028.SZ)

汇兑与业务结构小幅影响利润释放，存货与合同负债继续支撑持续景气

报告要点

公司发布 2026 年一季报。2026 一季度，公司营业收入 45.7 亿元，同比+41.6%，环比-40.8%；归母净利润 5.5 亿元，同比+23.2%，环比-42.6%；扣非净利润 4.9 亿元，同比+12.8%，环比-46.2%。

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)

2026-04-29

汇兑与业务结构小幅影响利润释放，存货与合同负债继续支撑持续景气

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2026 年一季报。2026 一季度，公司营业收入 45.7 亿元，同比+41.6%，环比-40.8%；归母净利润 5.5 亿元，同比+23.2%，环比-42.6%；扣非净利润 4.9 亿元，同比+12.8%，环比-46.2%。

事件评论

- 收入端，公司一季度收入高增，预计主要因为国内外需求大增的影响。国内方面，一季度，国家电网完成固定资产投资超 1290 亿元，同比增长 37%，带动产业链上下游投资超过 2500 亿元，其中，一季度 110 (66) 千伏及以上项目开工 393 项、投产 579 项，同比分别增长 42%、24%，行业景气度持续。海外方面，一季度我国液体变压器出口 121.5 亿元，同比+42.7%，彰显海外需求处于高增态势。
- 毛利端，公司 2026Q1 单季度毛利率达 28.95%，同比-1.36pct，环比+0.95pct。2026Q1，公司毛利率同比有所降低，我们预计主要系产品结构略有变化，从 2025 年年报的产品分类看，公司 2025 年 EPC 类业务毛利率达 11.84%，储能系统及元件类业务毛利率达 11.71%，均低于公司整体毛利率水平，确收的业务结构波动或使得公司毛利率略有降低。
- 费用端，公司 2026 一季度四项费用率达 16.06%，同比+1.27pct，其中销售费率达 4.99%，同比-0.04pct；管理费率达 2.14%，同比-0.63pct；研发费率达 7.76%，同比-0.14pct；财务费率达 1.18%，同比+2.08pct。费用率有所提升主要系财务费用率有所提升，具体看，扣除利息费用和利息收入后，公司 2026Q1 产生的汇兑等费用合计约 6419 万元，同比提升约 7922 万元，是公司 2026Q1 费用率提升的主要因素之一。
- 其他方面，公司 2026Q1 末存货达 50.31 亿元，同比+22.7%，环比上季度末+23.3%；合同负债达 31.50 亿元，同比+10.8%，环比上季度末+5.8%。两项指标均创出历史新高，订单及后续交付展望较为乐观。
- 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 39.6 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；
- 4、利润率不及预期的风险；
- 5、汇率波动导致汇兑损失放大的风险。

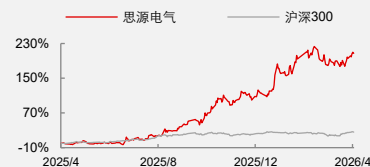
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	222.13
总股本(万股)	78,245
流通A股/B股(万股)	61,068/0
每股净资产(元)	20.60
近12月最高/最低价(元)	239.12/69.81

注：股价为 2026 年 4 月 24 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、变压器类、保护与自动化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。
- 4、利润率不及预期的风险：公司储能、EPC 等业务毛利率水平相对公司平均值较低，弱业务占比较高，可能导致公司收入增速快于利润增速，产生利润率不及预期的风险。
- 5、汇率波动导致汇兑损失放大的风险：公司当前海外业务占比逐渐提高，海外业务覆盖国家越来越多，如果人民币汇率相对外币产生较大波动，可能引起公司产生一定的汇兑损失的风险。

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。