



思源电气 (002028.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

合同负债高增，盈利能力改善

业绩简评

8月14日,公司披露2026年半年度报告,26H1实现营收108.0亿元,同增27.1%;归母净利润14.6亿元,同增13.2%,毛利率30.5%,同比-1.3pct;其中Q2实现营收62.3亿元,同增18.1%;归母净利润9.1亿元,同增8.0%,毛利率31.6%,同比-1.0pct,环比+2.6pct。

经营分析

核心业务毛利率稳健, EPC&储能业务占比提升影响综合毛利率。

26H1①开关类:营收43.4亿元,同比+22.5%,毛利率39.1%,同比+3.7pct;②变压器类:营收22.6亿元,同比+12.5%,毛利率36.4%,同比+0.9pct;③保护及自动化类:营收11.4亿元,同比+15.8%,毛利率34.8%,同比-1.3pct;④电力电子类:营收5.4亿元,同比-25.0%,毛利率19.2%,同比-14.4pct;⑤EPC类:营收11.2亿元,同比+38.4%,毛利率10.9%,同比-1.8pct;⑥储能系统及元件类:营收13.9亿元,同比+231.2%,毛利率10.5%,同比+4.2pct。

高压设备扩产验证海外需求旺盛, 超级电容业务进展顺利。

6月以来,公司先后宣布6亿元开关类、4.8亿元变压器类产能扩充,验证公司两大核心业务需求旺盛。历史上公司扩充相对谨慎,我们认为变压器&开关扩产主要针对海外需求,尤其是受北美高端需求的激励,看好后续海外订单持续释放。此外公司超级电容业务在电网+汽车+数据中心领域进展顺利,8月公司对子公司增资4亿元扩充超级电容产能,未来有望贡献新增长曲线。

在手订单充沛,我们判断26Q3起公司收入/利润增长有望迎来加速释放。26H1公司海外营收31.8亿元,同比+11.2%,我们认为主要系海外地缘政治冲突导致航运受阻,部分海外地区交付影响。26H1公司合同负债38.3亿元,同比+49.5%,整体在手订单充沛,随着下半年国内750 kV GIS、海外高质量订单开始交付,26Q3起公司收入/利润增长有望迎来加速释放。

盈利预测、估值与评级

公司发展战略明确、业务规划清晰,在国内电网投资加速、海外电力设备需求持续景气背景下,预计公司各类产品收入仍将持续高速增长。我们预计公司26-28年归母净利润41.4/60.0/79.4亿元,同比增长31/45/32%。公司股票现价对应PE估值为31/22/16倍,维持“买入”评级。

风险提示

投资/海外拓展/产品推广不及预期、原材料上涨、行业竞争加剧。

新能源与电力设备组

分析师:姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人:范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 166.50 元

相关报告:

- 《思源电气点评:利润受汇兑及子公司股份减少影响,看好H2高质量...》, 2026.7.12
- 《思源电气点评:营收超预期增长,利润短期波动不改长期竞争力》, 2026.4.25
- 《思源电气公司点评:业务全面开花,增长势头强劲》, 2026.4.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,458	21,539	29,608	38,336	49,658
营业收入增长率	24.06%	39.34%	37.46%	29.48%	29.53%
归母净利润(百万元)	2,049	3,150	4,140	5,998	7,942
归母净利润增长率	31.42%	53.74%	31.41%	44.89%	32.42%
摊薄每股收益(元)	2.635	4.028	5.290	7.664	10.149
每股经营性现金流净额	3.17	2.86	5.96	7.63	9.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.55%	20.33%	21.58%	24.36%	24.92%
P/E	27.59	38.38	31.48	21.72	16.41
P/B	4.57	7.80	6.79	5.29	4.09

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	12,460	15,458	21,539	29,608	38,336	49,658
增长率		24.1%	39.3%	37.5%	29.5%	29.5%
主营业务成本	-8,784	-10,628	-14,910	-20,107	-25,399	-32,638
%销售收入	70.5%	68.8%	69.2%	67.9%	66.3%	65.7%
毛利	3,676	4,830	6,629	9,501	12,938	17,020
%销售收入	29.5%	31.2%	30.8%	32.1%	33.7%	34.3%
营业税金及附加	-78	-99	-124	-178	-230	-298
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-582	-768	-1,028	-1,436	-1,859	-2,433
%销售收入	4.7%	5.0%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%
管理费用	-358	-449	-581	-814	-1,112	-1,440
%销售收入	2.9%	2.9%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
研发费用	-917	-1,110	-1,300	-1,999	-2,549	-3,327
%销售收入	7.4%	7.2%	6.0%	6.8%	6.7%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	1,741	2,404	3,596	5,074	7,187	9,522
%销售收入	14.0%	15.6%	16.7%	17.1%	18.7%	19.2%
财务费用	3	7	8	-156	13	28
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-212	-274	-236	-253	-278	-291
公允价值变动收益	13	29	23	25	25	25
投资收益	20	47	56	60	60	60
%税前利润	1.1%	1.9%	1.5%	1.2%	0.8%	0.6%
营业利润	1,778	2,432	3,729	4,970	7,207	9,544
营业利润率	14.3%	15.7%	17.3%	16.8%	18.8%	19.2%
营业外收支	-7	-2	-10	-10	-10	-10
税前利润	1,771	2,431	3,719	4,960	7,197	9,534
利润率	14.2%	15.7%	17.3%	16.8%	18.8%	19.2%
所得税	-163	-346	-459	-620	-900	-1,192
所得税率	9.2%	14.2%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	1,609	2,085	3,260	4,340	6,298	8,342
少数股东损益	49	36	110	200	300	400
归属于母公司的净利润	1,559	2,049	3,150	4,140	5,998	7,942
净利率	12.5%	13.3%	14.6%	14.0%	15.6%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,609	2,085	3,260	4,340	6,298	8,342
少数股东损益	49	36	110	200	300	400
非现金支出	418	529	553	598	663	717
非经营收益	-71	-164	-199	83	-45	-31
营运资金变动	317	13	-1,380	-356	-947	-1,241
经营活动现金净流	2,272	2,462	2,234	4,664	5,969	7,787
资本开支	-728	-919	-819	-996	-690	-590
投资	404	191	-6	26	25	25
其他	-425	-977	-416	60	60	60
投资活动现金净流	-749	-1,705	-1,241	-910	-605	-505
股权募资	45	141	218	0	0	0
债权募资	-27	58	246	-123	152	314
其他	-630	-398	-493	-482	-585	-733
筹资活动现金净流	-612	-199	-28	-605	-434	-418
现金净流量	895	550	952	3,150	4,930	6,864

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,328	4,028	4,930	8,064	12,984	19,839
应收款项	5,531	6,901	9,622	11,369	14,721	19,068
存货	2,861	3,477	4,079	4,815	5,871	7,404
其他流动资产	3,037	4,505	5,476	5,813	6,585	7,605
流动资产	14,756	18,911	24,107	30,061	40,160	53,916
%总资产	78.8%	80.6%	80.8%	82.7%	85.9%	88.9%
长期投资	353	145	488	486	486	486
固定资产	1,686	2,680	3,324	3,716	3,923	3,995
%总资产	9.0%	11.4%	11.1%	10.2%	8.4%	6.6%
无形资产	1,176	1,164	1,176	1,273	1,365	1,451
非流动资产	3,977	4,563	5,733	6,299	6,594	6,748
%总资产	21.2%	19.4%	19.2%	17.3%	14.1%	11.1%
资产总计	18,733	23,474	29,840	36,360	46,754	60,664
短期借款	114	163	380	310	462	776
应付款项	5,581	7,157	9,133	11,192	14,215	18,272
其他流动负债	2,156	3,299	4,291	4,896	6,350	8,198
流动负债	7,851	10,618	13,803	16,399	21,027	27,247
长期贷款	30	28	60	60	60	60
其他长期负债	187	172	175	214	238	275
负债	8,067	10,818	14,039	16,674	21,325	27,582
普通股股东权益	10,384	12,380	15,493	19,179	24,621	31,874
其中：股本	774	778	782	783	783	783
未分配利润	9,057	10,874	13,634	17,319	22,761	30,015
少数股东权益	282	276	308	508	808	1,208
负债股东权益合计	18,733	23,474	29,840	36,360	46,754	60,664

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.015	2.635	4.028	5.290	7.664	10.149
每股净资产	13.418	15.919	19.811	24.508	31.462	40.730
每股经营现金净流	2.936	3.167	2.857	5.960	7.627	9.951
每股股利	0.200	0.300	0.400	0.580	0.710	0.880
回报率						
净资产收益率	15.01%	16.55%	20.33%	21.58%	24.36%	24.92%
总资产收益率	8.32%	8.73%	10.56%	11.38%	12.83%	13.09%
投入资本收益率	14.51%	15.98%	19.40%	22.08%	24.18%	24.52%
增长率						
主营业务收入增长率	18.25%	24.06%	39.34%	37.46%	29.48%	29.53%
EBIT 增长率	29.08%	38.14%	49.54%	41.13%	41.64%	32.48%
净利润增长率	27.76%	31.42%	53.74%	31.41%	44.89%	32.42%
总资产增长率	19.24%	25.30%	27.12%	21.85%	28.59%	29.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	115.2	119.2	118.1	118.0	118.0	118.0
存货周转天数	110.5	108.8	92.5	92.0	92.0	92.0
应付账款周转天数	151.8	148.3	128.5	129.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	46.3	55.9	49.2	36.3	28.1	21.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.96%	-51.27%	-46.39%	-53.51%	-60.18%	-66.03%
EBIT 利息保障倍数	-578.5	-353.9	-472.6	32.5	-549.4	-337.5
资产负债率	43.06%	46.09%	47.05%	45.86%	45.61%	45.47%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	19	21	53
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.10	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究