

思源电气（002028）

2026 年中报点评：高毛利主业韧性凸显，国际化+AIDC 双轮驱动

买入（维持）

2026 年 08 月 17 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

研究助理 陈俞成

执业证书：S0600126080010

chenych@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	27,052	35,681	46,955
同比（%）	24.06	39.34	25.59	31.90	31.60
归母净利润（百万元）	2,049	3,150	4,069	5,558	7,601
同比（%）	31.42	53.74	29.18	36.58	36.75
EPS-最新摊薄（元/股）	2.62	4.03	5.20	7.10	9.71
P/E（现价&最新摊薄）	69.95	45.50	35.22	25.79	18.86

投资要点

■ **事件：**公司发布 26 年半年度报告。26H1 实现营收 107.95 亿元，同比+27%；归母 14.64 亿元，同比+13%；扣非归母 13.98 亿元，同比+13%；毛利率 30.5%，同比-1.3pct；归母净利率 13.6%，同比-1.7pct。其中 26Q2 实现营收 62.27 亿元，同环比+18%/+36%；归母 9.14 亿元，同环比+8%/+66%；毛利率 31.6%，同环比-1.0/+2.6pct；归母净利率 14.7%，同环比-1.4/+2.6pct。26H1 汇兑损失同比增加 1.25 亿元，业绩基本与业绩快报一致。

■ **高毛利主业盈利能力提升、业务结构影响整体毛利率。**26H1 公司开关/变压器/保护及自动化/电力电子/EPC/储能系统及元件类业务分别实现收入 43.3/22.6/11.5/5.4/11.2/13.9 亿元，同比 +22%/+12%/+16%/-25%/+38%/+231%；毛利率分别为 39.1%/36.4%/34.8%/19.2%/10.9%/10.5%，同比+3.7/+0.9/-1.3/-14.4/-1.8/+4.2pct。开关、变压器等核心高毛利业务盈利能力进一步提升，但低毛利率的 EPC 及储能业务收入占比同比提升 8.8pct 至 23.2%，判断业务结构变化为综合毛利率同比下降的主要原因。

■ **海外业务稳步推进、产能扩张及 AIDC 打开成长空间。**26H1 公司海外业务实现收入 31.83 亿元，同比+11%，占营收 29.5%；毛利率 33.4%，同比-2.3pct，我们认为主要系 EPC 占比提升影响，随着单机订单的交付海外业务毛利率有望实现提升。展望下半年我们认为公司海外订单仍将保持高速增长，锚定长期成长增速。扩产加速推进，变压器高压厂房建设项目进度已达 100%，GIS 产线已进入调试验收阶段，26 年 6 月公司先后投资 6/4.8 亿元扩产高压开关和变压器类产品生产能力，7 月公告拟增资不少于 4 亿元，用于扩建超级电容产能，AIDC 业务的加速扩张将进一步为公司打开成长空间。

■ **经营现金流明显改善、合同负债与库存彰显订单水平。**26H1 公司期间费用率 13.6%，同比+0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.6%/1.9%/6.2%/0.9%，同比-0.6/-0.3/-0.4/+1.4pct。26H1 经营活动现金净流入 2.27 亿元，同比增加 9.40 亿元；其中 26Q2 经营活动现金净流入 7.10 亿元，同环比分别增加 8.64/11.92 亿元。26Q2 末合同负债 38.29 亿元，较 26Q1 末增长 22%，主要系订单增加所致；存货 59.99 亿元，较 26Q1 末增长 19%，积极备货支撑后续订单交付。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司 26 年储能、EPC 等低毛利项目确认比例较高，储能业务毛利率提升幅度较小，我们下修公司 2026-2028 年归母净利润预测 40.7/55.6/76.0 亿元（此前预测为 42.0/58.8/80.6 亿元），同比 +29%/+37%/+37%，对应现价 PE 分别为 35/26/19 倍。考虑到公司海外市场持续突破、AIDC 超级电容需求加快放量，给予 27 年 30x PE，对应目标价 213 元/股，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**海外订单确收不及预期，汇率波动风险，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	183.15
一年最低/最高价	82.43/239.12
市净率(倍)	8.71
流通 A 股市值(百万元)	111,869.02
总市值(百万元)	143,328.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.03
资产负债率(% LF)	49.24
总股本(百万股)	782.57
流通 A 股(百万股)	610.81

相关研究

《思源电气(002028)：26 年半年度业绩快报点评：国际化+AIDC 双轮驱动，短期业绩扰动不改增长趋势（勘误版）》

2026-07-13

思源电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	24,107	30,424	40,434	53,912	营业总收入	21,539	27,052	35,681	46,955
货币资金及交易性金融资产	7,771	11,192	17,150	26,016	营业成本(含金融类)	14,910	18,748	24,688	32,470
经营性应收款项	10,228	10,921	13,258	15,572	税金及附加	124	181	230	305
存货	4,079	5,630	6,676	7,896	销售费用	1,028	1,244	1,606	2,066
合同资产	1,480	1,967	2,545	3,330	管理费用	581	663	785	939
其他流动资产	548	715	805	1,097	研发费用	1,300	1,488	1,820	2,254
非流动资产	5,733	6,504	7,228	8,011	财务费用	(8)	190	183	203
长期股权投资	20	20	20	20	加:其他收益	283	433	357	470
固定资产及使用权资产	2,981	3,811	4,479	5,050	投资净收益	56	65	96	121
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)	(220)	(220)	(280)
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	营业利润	3,729	4,825	6,591	9,010
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
资产总计	29,840	36,928	47,662	61,923	利润总额	3,719	4,828	6,595	9,018
流动负债	13,803	16,888	22,128	28,851	减:所得税	459	676	923	1,263
短期借款及一年内到期的非流动负债	380	62	61	56	净利润	3,260	4,152	5,671	7,756
经营性应付款项	8,153	10,706	14,060	18,386	减:少数股东损益	110	83	113	155
合同负债	2,977	3,300	4,320	5,617	归属母公司净利润	3,150	4,069	5,558	7,601
其他流动负债	2,294	2,820	3,687	4,792	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.03	5.20	7.10	9.71
非流动负债	236	240	243	244	EBIT	3,671	4,728	6,553	8,921
长期借款	60	60	60	60	EBITDA	3,988	5,065	6,921	9,311
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.77	30.70	30.81	30.85
租赁负债	56	61	63	65	归母净利率(%)	14.63	15.04	15.58	16.19
其他非流动负债	119	119	119	119	收入增长率(%)	39.34	25.59	31.90	31.60
负债合计	14,039	17,128	22,370	29,096	归母净利润增长率(%)	53.74	29.18	36.58	36.75
归属母公司股东权益	15,493	19,410	24,788	32,168					
少数股东权益	308	391	504	659					
所有者权益合计	15,801	19,801	25,292	32,828					
负债和股东权益	29,840	36,928	47,662	61,923					

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,234	4,928	7,146	10,158	每股净资产(元)	19.81	24.82	31.70	41.13
投资活动现金流	(1,241)	(1,073)	(1,013)	(1,064)	最新发行在外股份(百万股)	783	783	783	783
筹资活动现金流	(28)	(477)	(184)	(228)	ROIC(%)	22.07	22.41	24.79	26.24
现金净增加额	952	3,378	5,949	8,866	ROE-摊薄(%)	20.33	20.97	22.42	23.63
折旧和摊销	317	337	368	390	资产负债率(%)	47.05	46.38	46.94	46.99
资本开支	(819)	(964)	(914)	(914)	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.50	35.22	25.79	18.86
营运资本变动	(1,380)	286	969	1,838	P/B(现价)	9.24	7.38	5.78	4.45

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>