

信义山证汇通天下

证券研究报告

输变电设备

思源电气（002028.SZ）

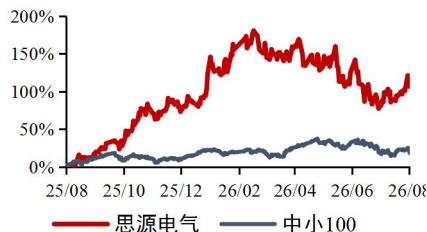
买入-A(维持)

公司业绩持续向好，合同负债历史新高

2026 年 8 月 20 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 8 月 19 日

收盘价（元/股）：	171.00
年内最高/最低（元/股）：	239.12/82.43
流通 A 股/总股本（亿股）：	6.11/7.83
流通 A 股市值（亿元）：	1,044.48
总市值（亿元）：	1,338.20

基础数据：2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	1.87
摊薄每股收益(元/股)：	1.87
每股净资产(元/股)：	21.48
净资产收益率(%)：	9.19

资料来源：常闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

杜羽枢

执业登记编码：S0760523110002

邮箱：duyushu@sxzq.com

事件描述

➤ 8 月 15 日，公司公告 2026 年半年报，2026H1 公司实现营业收入 108.0 亿元，同比增长 27.0%，实现归母净利润 14.6 亿元，同比增长 13.2%，公司毛利率 30.5%，同比下降 1.3pct。26Q2 公司实现营业收入 62.3 亿元，归母净利润 9.1 亿元，同比增长 8.0%/环比增长 66.2%，毛利率 31.6%，同比下降 1.1pct、环比上升 2.6pct，中报业绩与业绩快报一致。

事件点评

➤ 公司开关、变压器核心主业盈利上行，储能等低毛利业务拉低综合毛利。2026H1 公司业务收入拆分如下，开关类业务实现收入 43.3 亿元，同比+22.5%，毛利率 39.1%，同比+3.7pct。变压器实现收入 22.6 亿元，同比+12.5%，毛利率 36.4%，同比+0.9pct。储能系统及元件实现收入 13.9 亿元，同比+231.3%，毛利率 10.5%，同比+4.2pct。保护及自动化类业务实现收入 11.4 亿元，同比+15.8%，毛利率 34.8%，同比-1.3pct。EPC 实现收入 11.2 亿元，同比+38.4%，毛利率 10.9%，同比-1.8pct。电力电子等实现收入 5.4 亿元，同比-25.0%，毛利率 19.2%，同比-14.4pct。公司核心高毛利主业（开关、变压器）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%，业务结构变化为综合毛利率同比下降的主要原因。

➤ 公司费用率基本稳定，汇兑损失 1.3 亿元拖累财务费用。2026H1 公司期间费用合计 14.7 亿元，同比增加 3.2 亿元；期间费用率 13.6%，同比+0.1pct。其中，销售费用率 4.6%（-0.6pct）、管理费用率 1.9%（-0.3pct）、研发费用率 6.2%（-0.4pct，研发投入 6.7 亿元，同比+19.4%）、财务费用 1.0 亿元（去年同期-0.5 亿元），财务费用同比由负转正，主要系汇率波动导致汇兑损失同比增加约 1.3 亿元。

➤ 海外收入占比提升，在手订单饱满。2026H1 公司海外收入 31.8 亿元（同比+11.2%），占比 29.5%，较 2025 年提升 2.5pct。公司今年以来先后公告开关类、变压器类、超级电容的产能扩充项目，主要针对海外需求。截至 2026H1 末，公司合同负债为 38.3 亿元，较期初增长 28.6%，其中，合同预收贷款 32.3 亿元，较期初增长 30.2%，主要系订单增加所致，彰显在手订单充裕。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

投资建议

➤ 公司是国内电力设备龙头企业，正在积极拥抱 AI 变革，加大柔性直流输电、构网、新型电力系统、AI 相关的前瞻性技术投入。在北美缺电的背景下，公司产品出海有望超预期增长。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 39.9/58.5/82.5 亿元，对应公司 8 月 19 日收盘价 171.0 元，相当于 2026 年 33.5 倍的动态市盈率，维持“买入-A”评级。

风险提示

包含但不局限于以下风险：1、海外政策性风险；2、汇率波动风险；3、市场竞争风险；4、原材料价格上涨风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,458	21,539	28,493	37,449	49,661
YoY(%)	24.1	39.3	32.3	31.4	32.6
净利润(百万元)	2,049	3,150	3,990	5,852	8,251
YoY(%)	31.4	53.7	26.7	46.6	41.0
毛利率(%)	31.2	30.8	32.0	33.0	33.6
EPS(摊薄/元)	2.62	4.03	5.10	7.48	10.54
ROE(%)	16.5	20.6	21.3	24.1	25.6
P/E(倍)	65.3	42.5	33.5	22.9	16.2
P/B(倍)	10.8	8.6	7.1	5.5	4.1
净利率(%)	13.3	14.6	14.0	15.6	16.6

资料来源：常闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	18911	24107	30786	39821	53601
现金	4028	4930	7229	10293	15862
应收票据及应收账款	6604	9346	11753	15978	20796
预付账款	534	882	992	1471	1795
存货	3477		5736	6971	9747
其他流动资产	4268	4870	5076	5109	5402
非流动资产	4563	5733	6504	7511	8904
长期投资	3	20	39	58	78
固定资产	2368	2904	3602	4532	5820
无形资产	572	559	591	625	649
其他非流动资产	1620	2250	2273	2296	2357
资产总计	23474	29840	37290	47332	62506
流动负债	10618	13803	17682	22078	29173
短期借款	149	360	360	360	360
应付票据及应付账款	6485	8153	10861	13756	18633
其他流动负债	3985	5290	6460	7963	10179
非流动负债	200	236	227	219	213
长期借款	28	60	51	44	38
其他非流动负债	172	175	175	175	175
负债合计	10818	14039	17909	22298	29386
少数股东权益	276	308	445	618	858
股本	778	782	783	783	783
资本公积	408	748	748	748	748
留存收益	11206	13967	17476	22597	29814
归属母公司股东权益	12380	15493	18936	24416	32262
负债和股东权益	23474	29840	37290	47332	62506

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2462	2234	4003	4715	7632
净利润	2085	3260	4128	6025	8491
折旧摊销	239	299	318	414	542
财务费用	-7	-8	91	-89	-219
投资损失	-47	-56	-32	-39	-44
营运资金变动	-92	-1454	-495	-1576	-1119
其他经营现金流	285	193	-7	-18	-19
投资活动现金流	-1705	-1241	-1049	-1363	-1873
筹资活动现金流	-199	-28	-655	-289	-190

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	2.62	4.03	5.10	7.48	10.54
每股经营现金流(最新摊薄)	3.15	2.86	5.12	6.03	9.75
每股净资产(最新摊薄)	15.82	19.80	24.20	31.20	41.23

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15458	21539	28493	37449	49661
营业成本	10628	14910	19368	25074	32991
营业税金及附加	99	124	180	232	306
营业费用	768	1028	1368	1798	2384
管理费用	449	581	655	861	1142
研发费用	1110	1300	1966	2547	3228
财务费用	-7	-8	91	-89	-219
资产减值损失	-274	-236	-206	-232	-237
公允价值变动收益	29	23	7	18	19
投资净收益	47	56	32	39	44
营业利润	2432	3729	4699	6853	9655
营业外收入	9	8	7	7	8
营业外支出	11	19	14	14	14
利润总额	2431	3719	4691	6846	9649
所得税	346	459	563	822	1158
税后利润	2085	3260	4128	6025	8491
少数股东损益	36	110	138	173	240
归属母公司净利润	2049	3150	3990	5852	8251
EBITDA	2559	3896	4850	7020	9821

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	24.1	39.3	32.3	31.4	32.6
营业利润(%)	36.8	53.3	26.0	45.8	40.9
归属于母公司净利润(%)	31.4	53.7	26.7	46.6	41.0
获利能力					
毛利率(%)	31.2	30.8	32.0	33.0	33.6
净利率(%)	13.3	14.6	14.0	15.6	16.6
ROE(%)	16.5	20.6	21.3	24.1	25.6
ROIC(%)	15.8	19.7	20.5	23.3	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	46.1	47.0	48.0	47.1	47.0
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	65.3	42.5	33.5	22.9	16.2
P/B	10.8	8.6	7.1	5.5	4.1
EV/EBITDA	49.9	32.6	25.7	17.4	11.9

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

