

2026年08月20日

证券研究报告|公司研究|公司点评

## 思源电气 (002028): 2026 年中报点评

## 主业增长稳健, 海外创新高, 研发投入加强

## 报告摘要

2026H1 公司实现营收 108 亿元、同比+27.1%, 归母净利润 14.6 亿元、同比+13.2%, 毛利率 30.5%、同比-1.3pct。2026Q2 公司实现 62.3 亿元、同比+18.1%、环比+36.3%, 归母净利润 9.1 亿元、同比+8%、环比+66.2%, 毛利率 31.6%、同比-1.0pct、环比+2.6pct。

- ◆ 开关、变压器类主要业务收入实现较快增长, 盈利能力稳中有进。储能业务快速增长, 盈利能力较大幅提升。

公司主营业务涵盖输配电设备及其核心零部件的研发、设计、制造、销售与服务, 以及工程总包。公司是输配电行业中少数几家同时具备电力系统一次设备、二次设备、储能及电能量治理相关设备研发、制造和解决方案能力的企业之一。分产品来看, 开关、变压器类业务收入增长较快, 毛利率平稳增长。储能系统及元件类业务收入增长迅速, 毛利率实现较大增长。2026H1 开关类业务收入为 43.3 亿元、同比+22.5%, 营收占比 40.1%, 毛利率 39.1%、同比+3.7pct; 变压器类业务收入为 22.6 亿元、同比+12.5%, 营收占比 20.9%, 毛利率 36.4%、同比+0.9pct; 储能系统及元件类业务收入为 13.9 亿元、同比+231.3%, 营收占比 12.9%, 毛利率 10.5%、同比+4.2pct。保护及自动化业务收入为 11.4 亿元、同比+15.8%, 营收占比 10.6%, 毛利率 34.8%、同比-1.3pct; EPC 类业务收入为 11.2 亿元、同比+38.4%, 营收占比 10.4%, 毛利率 10.9%、同比-1.8pct。

- ◆ 海外业务收入增长稳健, 顺利进军发达市场。国内重点市场区域华东、华北地区收入快速增长。

分地区来看, 2026H1 海外地区收入为 31.8 亿元、同比+11.2%, 营收占比 29.5%, 毛利率 33.4%、同比-2.3pct; 华东地区收入为 20.9 亿元、同比+65.5%, 营收占比 19.3%, 毛利率 34.0%、同比+0.9pct; 华北地区收入为 19.9 亿元、同比+90.9%, 营收占比 18.4%, 毛利率 20.3%、同比-8.1pct; 西北地区收入为 13.2 亿元、同比+23.1%, 营收占比 12.2%, 毛利率 40.1%、同比+9.5pct; 华中地区收入为 6.6 亿元、同比-8.7%, 营收占比 6.1%, 毛利率 26.5%、同比-9.3pct; 西南地区收入为 6.5 亿元、同比+66.9%, 营收

投资评级

买入  
维持评级

2026年08月19日

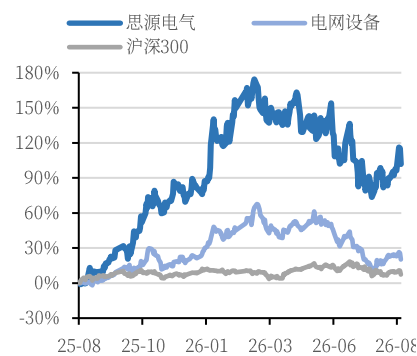
收盘价(元): 171.00

目标价(元):

## 公司基本数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本(百万股)     | 782.57       |
| 总市值(百万)      | 133,820.03   |
| 流通股本(百万股)    | 610.78       |
| 流通市值(百万)     | 104,442.55   |
| 12月最高/最低价(元) | 239.12/82.43 |
| 资产负债率(%)     | 49.24        |
| 每股净资产(元)     | 21.03        |
| 市盈率(TTM)     | 40.29        |
| 市净率(PB)      | 8.13         |
| 净资产收益率(%)    | 8.90         |

## 股价走势图



## 作者

曾帅 分析师  
SAC 执业证书: S0640522050001  
联系电话:  
邮箱: zengshuai@avicsec.com

王卓亚 分析师  
SAC 执业证书: S0640523110001  
联系电话:  
邮箱: wangzybj@avicsec.com

## 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

占比 6.0%，毛利率 25.9%、同比+5.9pct。华南地区收入为 5.9 亿元、同比-26.6%，营收占比 5.5%，毛利率 24.4%、同比-0.2pct；东北地区收入为 3.2 亿元、同比-7.4%，营收占比 3.0%，毛利率 30.4%、同比+1.4pct。海外业务收入占比创半年度新高，业务已覆盖全球 100 多个国家和地区，并成功切入发达市场顶级电网运营商供应链，全球化布局取得阶段性成果。

◆ **财务费用受到汇率波动影响较大，整体费用率控制较为平稳，经营现金流改善。**

2026H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率同比小幅下降，主要系营收规模增长较快带来的摊薄效应。但 2026H1 公司财务费用达 0.95 亿元、同比+299.7%，财务费用率为 0.88%、同比+1.44pct，主要系汇率变化影响造成汇兑损失。2026H1 期间费用率合计为 13.6%、同比+0.13pct。经营活动产生的净现金流达 2.3 亿元、同比+131.9%，主要系销售商品收到的现金增加，反映当期回款情况有所改善。

◆ **研发投入力度加大，储备技术着手布局新业务。**

公司持续加强研发投入及新产品开发力度，2026H1 的研发投入为 6.7 亿元、同比+19.4%。在持续提升现有产品竞争力的同时，公司也在加大前瞻性技术投入。公司紧跟新型电力系统发展趋势，推出适配新型电力系统的综合解决方案，积极拓展“构网型”产品（SSC、构网型 SVG 和构网型储能系统）；努力突破特高压、超高压业务，布局直流系列解决方案，加快推进柔性直流业务；积极探索微网解决方案；积极开拓以超级电容为核心的数据中心市场业务。

**投资建议：**

公司海外市场积极开拓和新品类的稳步推进，国内电网主业稳扎稳打，有望受益于全球电网投资步入上行周期。预计 2026~2028 年归母净利润分别为 43.5/58.9/78.2 亿元，EPS 分别为 5.6/7.5/10.0 元/股，参考当前股价（8 月 19 日收盘价）对应 PE 分别为 31/23/17。维持“买入”评级。

**风险提示：**

汇率大幅波动造成汇兑损益大幅波动；海外电网改造不及预期；国内电网投资不及预期；贸易摩擦；原材料价格大幅波动；竞争加剧。

| 财务数据与估值    | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 15458.1 | 21539.0 | 28290.4 | 36477.3 | 45754.2 |
| 增长率（%）     | 24.1%   | 39.3%   | 31.3%   | 28.9%   | 25.4%   |
| 归母净利润（百万元） | 2049.1  | 3150.1  | 4353.7  | 5893.9  | 7818.7  |
| 增长率（%）     | 31.4%   | 53.7%   | 38.2%   | 35.4%   | 32.7%   |
| 毛利率（%）     | 31.2%   | 30.8%   | 33.6%   | 34.6%   | 35.4%   |
| 每股收益（元）    | 2.6     | 4.0     | 5.6     | 7.5     | 10.0    |

【中航新能源】思源电气（002028.SZ）首次覆盖报告：输变电设备全能选手，海外开拓和新品类扩张稳步推进 —2026-06-09

|                |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率 PE         | 65.3  | 42.5  | 30.7  | 22.7  | 17.1  |
| 市净率 PB         | 10.8  | 8.6   | 7.0   | 5.6   | 4.4   |
| 净资产收益率 ROE (%) | 16.6% | 20.3% | 22.9% | 24.7% | 25.9% |

资料来源：iFind，中航证券研究所





**财务报表与财务指标**

| 利润表(百万元)   |          |          |          |          | 资产负债表(百万元) |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|----------|----------|----------|
|            | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |            | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| 营业收入       | 21539.03 | 28290.42 | 36477.31 | 45754.24 | 货币资金       | 4929.84  | 7561.86  | 12522.29 | 18842.03 |
| 营业成本       | 14910.44 | 18787.98 | 23863.57 | 29557.26 | 应收票据及账款    | 10826.07 | 14204.39 | 18293.19 | 22971.87 |
| 税金及附加      | 124.39   | 173.70   | 222.47   | 274.74   | 预付账款       | 882.20   | 966.23   | 1333.53  | 1703.13  |
| 销售费用       | 1027.73  | 1359.18  | 1768.43  | 2199.84  | 其他应收款      | 276.44   | 461.29   | 588.19   | 690.35   |
| 管理费用       | 580.55   | 799.14   | 1024.52  | 1270.26  | 存货         | 4078.94  | 5801.64  | 7234.76  | 8724.61  |
| 研发费用       | 1300.40  | 1940.38  | 2441.19  | 2987.53  | 其他流动资产     | 3113.19  | 3180.73  | 3296.38  | 3407.09  |
| 财务费用       | -7.61    | -9.12    | -31.71   | -52.91   | 流动资产总计     | 24106.68 | 32176.15 | 43268.32 | 56339.09 |
| 资产减值损失     | -27.07   | -203.94  | -222.38  | -222.09  | 长期股权投资     | 20.27    | 22.43    | 25.22    | 28.87    |
| 信用减值损失     | -208.84  | -226.81  | -311.59  | -400.42  | 固定资产       | 2981.06  | 2468.36  | 2022.21  | 1610.25  |
| 其他经营损益     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 在建工程       | 419.81   | 616.51   | 646.54   | 526.57   |
| 投资收益       | 56.02    | 41.00    | 48.07    | 48.36    | 无形资产       | 558.50   | 431.67   | 304.85   | 178.02   |
| 公允价值变动损益   | 23.28    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 长期待摊费用     | 76.72    | 38.36    | 0.00     | 0.00     |
| 资产处置收益     | -0.08    | 0.49     | 0.40     | 0.27     | 其他非流动资产    | 1676.89  | 1676.89  | 1676.89  | 1676.89  |
| 其他收益       | 283.00   | 237.77   | 246.26   | 255.68   | 非流动资产合计    | 5733.24  | 5254.22  | 4675.70  | 4020.61  |
| 营业利润       | 3729.44  | 5087.67  | 6949.61  | 9199.32  | 资产总计       | 29839.92 | 37430.37 | 47944.03 | 60359.70 |
| 营业外收入      | 8.19     | 7.17     | 8.09     | 7.82     | 短期借款       | 360.11   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业外支出      | 18.65    | 13.45    | 14.24    | 15.44    | 应付票据及账款    | 8153.18  | 10787.34 | 13770.80 | 16729.76 |
| 其他非经营损益    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 其他流动负债     | 5290.17  | 6725.19  | 8860.95  | 10907.87 |
| 利润总额       | 3718.98  | 5081.39  | 6943.47  | 9191.69  | 流动负债合计     | 13803.46 | 17512.53 | 22631.74 | 27637.64 |
| 所得税        | 459.30   | 605.87   | 891.01   | 1136.89  | 长期借款       | 116.47   | 86.11    | 55.69    | 25.85    |
| 净利润        | 3259.68  | 4475.53  | 6052.46  | 8054.81  | 其他非流动负债    | 119.23   | 119.23   | 119.23   | 119.23   |
| 少数股东损益     | 109.53   | 121.48   | 157.15   | 232.81   | 非流动负债合计    | 235.70   | 205.34   | 174.93   | 145.08   |
| 归属母公司股东净利润 | 3150.14  | 4354.05  | 5895.30  | 7822.00  | 负债合计       | 14039.17 | 17717.87 | 22806.67 | 27782.71 |
| EBITDA     | 4028.65  | 5953.46  | 7843.07  | 10097.53 | 股本         | 782.06   | 782.06   | 782.06   | 782.06   |
| NOPLAT     | 3078.95  | 4473.29  | 6030.56  | 8015.80  | 资本公积       | 748.27   | 748.27   | 748.27   | 748.27   |
| EPS(元)     | 4.03     | 5.56     | 7.53     | 10.00    | 留存收益       | 13962.92 | 17753.18 | 23020.89 | 30227.71 |
|            |          |          |          |          | 归属母公司权益    | 15493.24 | 19283.50 | 24551.21 | 31758.03 |
|            |          |          |          |          | 少数股东权益     | 307.51   | 428.99   | 586.15   | 818.96   |
|            |          |          |          |          | 股东权益合计     | 15800.76 | 19712.49 | 25137.36 | 32576.99 |
|            |          |          |          |          | 负债和股东权益合计  | 29839.92 | 37430.37 | 47944.03 | 60359.70 |
|            |          |          |          |          | 现金流量表(百万元) |          |          |          |          |
|            |          |          |          |          |            | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|            |          |          |          |          | 经营性现金净流量   | 2234.28  | 3970.39  | 5928.08  | 7203.58  |
|            |          |          |          |          | 资本支出       | 856.84   | 400.00   | 350.00   | 300.00   |
|            |          |          |          |          | 长期投资       | -5.77    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
|            |          |          |          |          | 其他投资现金流    | -378.49  | 6.78     | 8.65     | 8.29     |
|            |          |          |          |          | 投资性现金净流量   | -1241.09 | -393.22  | -341.35  | -291.71  |
|            |          |          |          |          | 短期借款       | 211.56   | -360.11  | 0.00     | 0.00     |
|            |          |          |          |          | 长期借款       | 72.05    | -30.36   | -30.42   | -29.85   |
|            |          |          |          |          | 普通股增加      | 4.42     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
|            |          |          |          |          | 资本公积增加     | 339.88   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
|            |          |          |          |          | 其他筹资现金流    | -655.89  | -554.68  | -595.88  | -562.27  |
|            |          |          |          |          | 筹资性现金净流量   | -27.98   | -945.15  | -626.30  | -592.12  |
|            |          |          |          |          | 现金流量净额     | 951.82   | 2632.02  | 4960.43  | 6319.75  |

资料来源：iFind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637