

思源电气 (002028.SZ)

汇兑等因素压制业绩增速，出海区域和产品持续拓展

优于大市

核心观点

前三季度收入增长 28%，汇兑、交期等因素拖累利润增速。前三季度公司实现营收 177.62 亿元，同比+28.46%；归母净利润 24.03 亿元，同比+9.66%；扣非净利润 23.15 亿元，同比+13.69%。前三季度公司毛利率 30.62%，同比-1.70pct.；净利率 14.44%，同比-1.98pct.。

电力设备出海维持高景气，汇兑、区域冲突等因素短期拖累业绩。2025 年以来，公司海外订单和收入保持较高增速；今年以来，人民币持续升值拖累公司业绩；前三季度公司财务费用 1.44 亿元，同比增加 1.79 亿元。此外，美伊冲突以来，欧洲、中东项目交期有所延迟。

全球变压器供给吃紧，公司产能持续扩张。2025 年以来，全球高压变压器供需持续吃紧。2025 年 11 月，常州思源东芝变压器二期厂房顺利投产；2026 年 6 月，公司公告计划进一步扩建变压器产能。高压变压器生产具有“小批量、定制化”的特点，全球供给持续吃紧，公司有望持续受益。

北美市场持续突破，政策扰动预计影响有限。2025 年下半年以来，公司高压变压器、罐式断路器等产品在北美市场持续突破。今年 8 月，美国总统特朗普签署 14421 号行政令，拟限制外国制造的高压电力设备用于美国电力系统。我们预计，考虑到美国在供应链、劳动力、成本、交付等方面的短板和 AIDC 需求的迫切性，最终政策对公司业绩成长趋势的影响有限。

超级电容有望成为未来 AIDC 标配，公司具有先发优势。公司超级电容产品在新型电力系统、数据中心等应用领域取得进展。近日，2026 年度 OCP 全球峰会召开，随着算力负载功率的持续提升和波动的增大，超容柜（CBU）有望逐步成为标配。

风险提示：海外业务开拓不及预期；欧美等市场贸易政策趋严，原材料价格大幅上涨；汇率波动。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到汇率、海外订单交付节奏等因素，下调盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 36.49/51.03/67.55 亿元（原预测值为 41.58/57.46/74.57 亿元），当前股价对应 PE 分别为 24/17/13 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,458	21,539	28,051	34,948	42,975
(+/-%)	24.1%	39.3%	30.2%	24.6%	23.0%
净利润(百万元)	2049	3150	3649	5103	6755
(+/-%)	31.4%	53.7%	15.8%	39.9%	32.4%
每股收益(元)	2.63	4.03	4.64	6.49	8.59
EBIT Margin	15.6%	16.7%	16.7%	18.0%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	17.9%	22.9%	22.2%	25.3%	26.8%
市盈率 (PE)	41.5	27.2	23.6	16.9	12.7
EV/EBITDA	36.5	25.7	20.3	15.6	12.4
市净率 (PB)	6.72	5.42	4.51	3.63	2.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

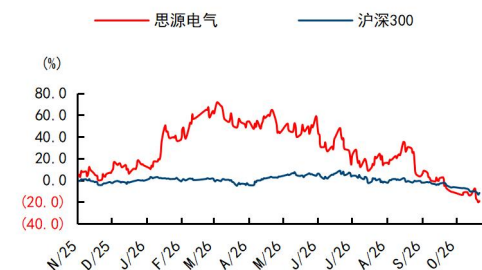
电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 109.42 元
收盘价 86088/67289 百万元
总市值/流通市值 239.12/104.00 元
52 周最高价/最低价 1657.79 百万元
近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《思源电气 (002028.SZ) - 下半年海外有望迎来交付放量，超级电容卡位 AIDC 需求》——2026-08-17
《思源电气 (002028.SZ) - 全年业绩与订单高增，有望受益于全球电力设备景气度》——2026-05-05
《思源电气 (002028.SZ) - 三季度业绩再创新高，海外业务持续放量》——2025-10-24
《思源电气 (002028.SZ) - 上半年业绩表现亮眼，出海与网内高端市场持续突破》——2025-07-14
《思源电气 (002028.SZ) - 国内外业务景气共振，25 年经营目标彰显长期信心》——2025-04-21

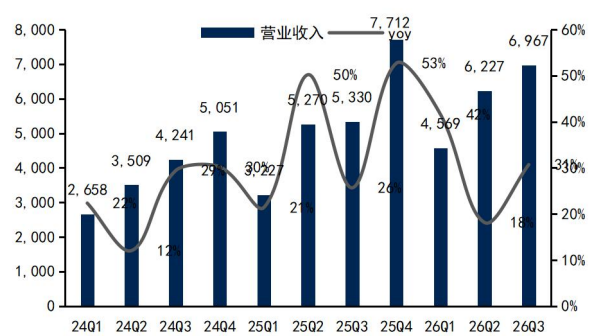
前三季度收入增长 28%，汇兑、交期等因素拖累利润增速。前三季度公司实现营业收入 177.62 亿元，同比+28.46%；归母净利润 24.03 亿元，同比+9.66%；扣非净利润 23.15 亿元，同比+13.69%。前三季度公司毛利率 30.62%，同比-1.70pct.；净利率 14.44%，同比-1.98pct.。受人民币升值、海外交付周期拉长、政府补贴下降等因素影响，前三季度利润增速低于收入增速。

图1：公司年度及前三季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



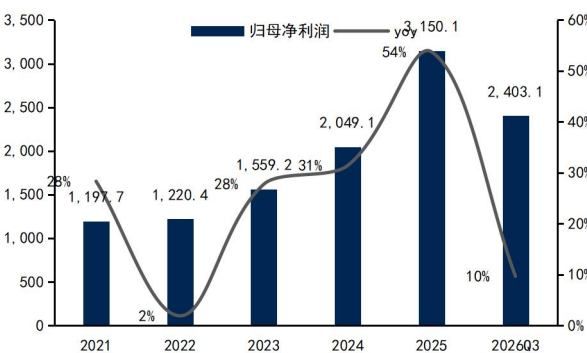
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



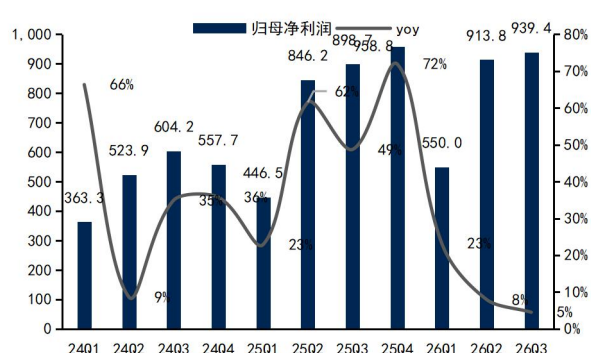
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度及前三季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



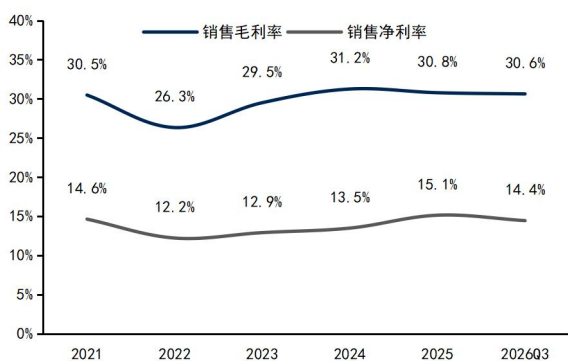
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



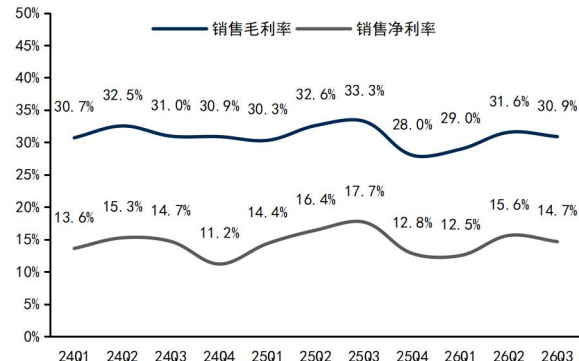
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度及前三季度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

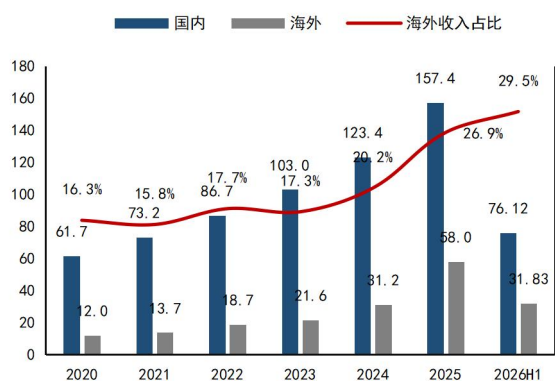
三季度业绩小幅增长，汇兑和收入结构影响毛利率。三季度公司实现营收 69.67

亿元，同比+30.71%，环比+11.89%；归母净利润 9.39 亿元，同比+4.53%，环比+2.80%；扣非净利润 9.16 亿元，同比+14.57%，环比+1.18%。三季度公司毛利率 30.88%，同比-2.37pct.，环比-0.68pct.。我们估计，三季度公司毛利率下滑主要受人民币持续升值、储能收入占比提升等因素影响。

电力设备出海维持高景气，汇兑、区域冲突等因素短期拖累业绩。上半年公司实现海外收入 31.83 亿元，同比+11.22%，收入占比达到 29.5%；毛利率 35.2%，同比-1.9pct.。2025 年以来，公司海外订单和收入保持较高增速，产品和服务已覆盖全球主要国家和地区。今年以来，人民币持续升值是影响公司业绩的重要因素；前三季度公司财务费用 1.44 亿元，同比增加 1.79 亿元。此外，美伊冲突以来，欧洲、中东项目交期有所延迟。

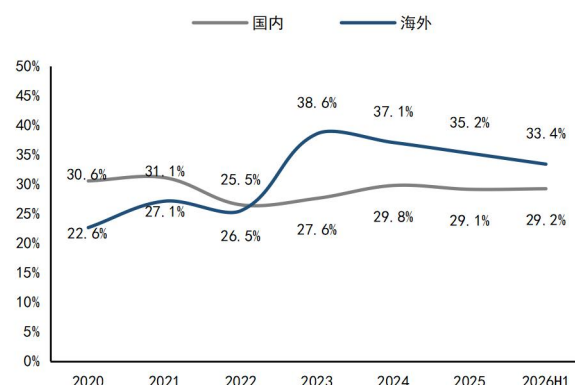
全球变压器供给吃紧，公司产能持续扩张。2025 年以来，全球高压变压器供需吃紧，公司作为国内出海龙头企业，充分受益于全球变压器需求。2025 年 11 月，常州思源东芝变压器二期厂房顺利投产；2026 年 6 月，公司公告计划投资 4.8 亿元进一步扩建变压器类产品生产能力。高压变压器生产具有“小批量、定制化”的特点，全球供给持续吃紧，公司有望持续受益。

图7：公司国内外收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司国内外毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

北美市场持续突破，政策扰动预计影响有限。根据 Wood Mackenzie，2025 年美国电力变压器和配电变压器供给中分别有 80%和 50%来自进口。2025 年下半年以来，受益于北美 AIDC 需求的高速增长和电力设备供给短缺，公司高压变压器、罐式断路器等产品持续突破。今年 8 月，美国总统特朗普签署 14421 号行政令，拟限制外国制造的高压电力设备用于美国电力系统。我们预计，考虑到美国在供应链、劳动力、成本、交付等方面的短板和 AIDC 需求的迫切性，最终政策对公司业绩成长趋势的影响有限。

超级电容有望成为未来 AIDC 标配，公司具有先发优势。公司超级电容产品在新型电力系统、数据中心等应用领域取得进展；在数据中心应用场景中，超容作为抑制功率波动的主要技术方案正在进入批量应用阶段。2026 年 8 月，公司公告拟以自有资金 4 亿元对全资子公司江苏思源新能源增资，用于提升超级电容产能的生产能力和质量水平。近日，2026 年度 OCP 全球峰会召开，随着算力负载功率的持续提升和波动的增大，超容柜（CBU）有望逐步成为标配。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到汇率、海外订单交付节奏等因素，下调盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 36.49/51.03/67.55 亿元（原预测值为 41.58/57.46/74.57 亿元），当前股价对应 PE 分别为 24/17/13 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表（2026 年 10 月 23 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (25A)	投资评级
				25A	26E	27E	25A	26E	27E		
002028.SZ	思源电气	109.42	861	4.03	4.64	6.49	27.2	23.6	16.9	22.9	优于大市
688676.SH	金盘科技	53.98	248	1.43	1.85	2.79	37.7	29.2	19.3	12.6	-
603530.SH	神马电力	34.74	150	1.00	1.37	1.83	34.7	25.4	19.0	24.0	-
600406.SH	国电南瑞	23.42	1,881	1.03	1.14	1.29	22.7	20.5	18.2	15.7	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4028	4930	4500	6581	10279	营业收入	15458	21539	28051	34948	42975
应收款项	6604	9346	8454	10532	12951	营业成本	10628	14910	19839	24626	30274
存货净额	3477	4079	6917	8617	10597	营业税金及附加	99	124	168	210	258
其他流动资产	495	548	754	936	1150	销售费用	768	1028	1178	1293	1504
流动资产合计	18911	24107	26360	33118	42275	管理费用	449	581	673	804	902
固定资产	2680	3324	3251	3164	3052	研发费用	1110	1300	1515	1712	1805
无形资产及其他	572	559	541	524	507	财务费用	(7)	(8)	193	75	(11)
投资性房地产	1307	1830	2244	2796	3008	投资收益	47	56	80	60	60
长期股权投资	3	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	(274)	(236)	(300)	(270)	(270)
资产总计	23474	29840	32416	39622	48862	其他收入	248	306	200	220	220
短期借款及交易性金融负债	163	380	662	300	300	营业利润	2432	3729	4465	6238	8253
应付款项	6485	8153	6830	8357	9878	营业外净收支	(2)	(10)	(15)	(15)	(15)
其他流动负债	1600	2294	3222	3975	4868	利润总额	2431	3719	4450	6223	8238
流动负债合计	10618	13803	12958	15427	18483	所得税费用	346	459	578	809	1071
长期借款及应付债券	28	60	140	220	284	少数股东损益	36	110	222	311	412
其他长期负债	172	175	249	284	324	归属于母公司净利润	2049	3150	3649	5103	6755
长期负债合计	200	236	390	504	608	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	10818	14039	13347	15931	19092	净利润	2049	3150	3649	5103	6755
少数股东权益	276	308	470	718	1064	资产减值准备	30	(182)	(140)	(130)	(130)
股东权益	12380	15493	18599	22972	28706	折旧摊销	224	278	210	225	229
负债和股东权益总计	23474	29840	32416	39622	48862	公允价值变动损失	0	0	50	0	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	(7)	(8)	193	75	(11)
每股收益	2.63	4.03	4.64	6.49	8.59	营运资本变动	304	(1136)	(3861)	(1846)	(2403)
每股红利	0.50	0.70	0.93	1.30	1.72	其它	(144)	124	499	490	511
每股净资产	16.27	20.20	24.24	30.11	37.84	经营活动现金流	2462	2234	408	3842	4962
ROIC	25%	32%	32%	36%	43%	资本开支	(922)	(821)	(120)	(120)	(100)
ROE	18%	23%	22%	25%	27%	其它投资现金流	(784)	(421)	(284)	(492)	(152)
毛利率	31%	31%	29%	30%	30%	投资活动现金流	(1705)	(1241)	(404)	(612)	(252)
EBIT Margin	16%	17%	17%	18%	19%	权益性融资	176	353	5	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	17%	19%	20%	负债净变化	3078	1376	362	(282)	64
收入增长	24%	39%	30%	25%	23%	支付股利、利息	(3461)	(1764)	(608)	(793)	(1087)
净利润增长率	31%	54%	16%	40%	32%	其它融资现金流	7	8	(193)	(75)	11
资产负债率	46%	47%	41%	40%	39%	融资活动现金流	(199)	(28)	(434)	(1149)	(1012)
股息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.2%	现金净变动	558	965	(430)	2081	3698
P/E	41.53	27.16	23.59	16.87	12.74	货币资金的期初余额	3328	4028	4930	4500	6581
P/B	6.72	5.42	4.51	3.63	2.89	货币资金的期末余额	4028	4930	4500	6581	10279
EV/EBITDA	36.49	25.72	20.34	15.63	12.43	企业自由现金流	1668	1472	299	3743	4887
						权益自由现金流	4753	2855	493	3396	4961

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032