

思源电气（002028）

2026年三季报点评：非经损益扰动表观利润， 高端产能加快落地

买入（维持）

2026年10月26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	27,300	34,951	43,322
同比（%）	24.06	39.34	26.75	28.03	23.95
归母净利润（百万元）	2,049	3,150	3,600	4,701	6,063
同比（%）	31.42	53.74	14.29	30.58	28.97
EPS-最新摊薄（元/股）	2.60	4.00	4.58	5.98	7.71
P/E（现价&最新摊薄）	42.01	27.33	23.91	18.31	14.20

投资要点

■ **事件：**公司前三季度实现营收 177.62 亿元，同比+28.5%，归母净利润 24.03 亿元，同比+9.7%，扣非归母净利润 23.15 亿元，同比+13.7%；毛利率 30.6%，同比-1.7pct，归母净利率 13.5%，同比-2.3pct。其中 Q3 营收 69.67 亿元，同环比+30.7%/+11.9%，归母净利润 9.39 亿元，同环比+4.5%/+2.8%，扣非归母净利润 9.16 亿元，同环比+14.6%/+1.2%；毛利率 30.9%，同环比-2.4/-0.7pct，归母净利率 13.5%，同环比-3.4/-1.2pct。非经损益下降+汇兑损失+收入结构三重因素影响，业绩略低于市场预期。

■ **业务结构及成本汇率压制盈利、项目确收节奏偏慢。**我们认为 Q3 业绩低于市场预期，主要系前三季度储能、EPC 等低毛利业务收入占比同比提高约 6—7pct，叠加原材料、海外运费上涨及人民币升值，压制盈利能力；同时整站项目验收周期拉长，受海运影响导致确收周期延长，高毛利订单交付延迟兑现在报表端。此外，Q3 非经常性损益同比减少 0.76 亿元，进一步拖累表观归母增速。

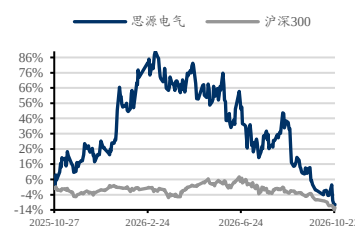
■ **海外订单持续高增、高端变压器及 AIDC 超容扩产加快推进。**公司前三季度及单 Q3 新增订单同比增速均超过 30%，其中海外更为积极，我们预计公司海外订单同期同比增速均超过 50%，EO 14420 文件对公司北美业务影响较小。产能端，变压器三期已开工，计划 27 年 7—8 月试生产；GIS 特高压厂房已投产，500/750kV 供货能力增强，1000kV GIS 产品及工厂资质已通过国网审核，静待招标突破。AIDC 方面，超级电容客户 27 年需求预测积极，中压侧超容柜需求增长突出，目前产能无法满足需求，公司正推进扩产及自动化产线工艺验证，27 年有望实现超容业务的放量。

■ **费用控制稳健、合同负债及存货增长显著。**前三季度期间费用 23.49 亿元，同比+22.9%，期间费用率 13.2%，同比-0.6pct；销售/管理/研发/财务费用率 4.5%/1.8%/6.0%/0.8%，同比-0.6/-0.3/-0.8/+1.1pct，除财务费用外均有所压降。前三季度经营活动现金净额 9.83 亿元，同比+127.9%。Q3 末应收账款/存货/合同负债 95.19/64.42/44.09 亿元，同比+34.3%/+28.2%/+52.2%，在手订单充沛，支撑后续交付。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到成本端压力可能持续存在，我们下修公司 26—28 年归母净利润预测至 36.0/47.0/60.6 亿元（原值为 40.7/55.6/76.0 亿元），同比+14%/+31%/+29%，对应现价 PE 分别为 24/18/14 倍。公司订单储备充沛，高端产能释放支撑海外拓展，AIDC 超级电容打开成长空间，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电网投资不及预期，海外业务拓展不及预期，AIDC 业务进展不及预期，原材料价格及汇率波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	109.42
一年最低/最高价	104.00/239.12
市净率(倍)	4.90
流通 A 股市值(百万元)	67,289.45
总市值(百万元)	86,087.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.33
资产负债率(% LF)	48.23
总股本(百万股)	786.76
流通 A 股(百万股)	614.96

相关研究

《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》

2026-08-17

《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)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	24,107	30,958	39,227	48,713	营业总收入	21,539	27,300	34,951	43,322
货币资金及交易性金融资产	7,771	8,411	11,627	16,251	营业成本(含金融类)	14,910	19,107	24,330	30,032
经营性应收款项	10,228	13,088	15,880	18,581	税金及附加	124	183	225	282
存货	4,079	6,755	8,432	9,773	销售费用	1,028	1,256	1,545	1,854
合同资产	1,480	1,985	2,493	3,072	管理费用	581	669	804	953
其他流动资产	548	719	794	1,035	研发费用	1,300	1,556	1,922	2,339
非流动资产	5,733	6,504	7,228	8,011	财务费用	(8)	190	314	363
长期股权投资	20	20	20	20	加:其他收益	283	273	350	433
固定资产及使用权资产	2,981	3,811	4,479	5,050	投资净收益	56	82	70	87
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)	(300)	(400)	(500)
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	4,404	5,819	7,501
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	37,462	46,455	56,724	利润总额	3,719	4,407	5,822	7,509
流动负债	13,803	17,784	22,006	26,111	减:所得税	459	617	873	1,126
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	3,790	4,949	6,382
经营性应付款项	8,153	10,270	13,448	16,417	减:少数股东损益	110	189	247	319
合同负债	2,977	4,586	4,866	5,196	归属母公司净利润	3,150	3,600	4,701	6,063
其他流动负债	2,294	2,866	3,632	4,443	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.00	4.58	5.98	7.71
非流动负债	236	240	243	244	EBIT	3,671	4,529	6,124	7,862
长期借款	60	60	60	60	EBITDA	3,988	4,866	6,493	8,252
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.77	30.01	30.39	30.68
租赁负债	56	61	63	65	归母净利率(%)	14.63	13.19	13.45	14.00
其他非流动负债	119	119	119	119	收入增长率(%)	39.34	26.75	28.03	23.95
负债合计	14,039	18,024	22,249	26,355	归母净利润增长率(%)	53.74	14.29	30.58	28.97
归属母公司股东权益	15,493	18,941	23,462	29,305					
少数股东权益	308	497	744	1,064					
所有者权益合计	15,801	19,438	24,207	30,369					
负债和股东权益	29,840	37,462	46,455	56,724					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,234	2,131	4,430	5,949	每股净资产(元)	19.81	24.22	30.00	37.47
投资活动现金流	(1,241)	(1,057)	(1,039)	(1,098)	最新发行在外股份(百万股)	787	787	787	787
筹资活动现金流	(28)	(477)	(184)	(228)	ROIC(%)	22.07	21.69	23.66	24.33
现金净增加额	952	597	3,208	4,623	ROE-摊薄(%)	20.33	19.01	20.04	20.69
折旧和摊销	317	337	368	390	资产负债率(%)	47.05	48.11	47.89	46.46
资本开支	(819)	(964)	(914)	(914)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.33	23.91	18.31	14.20
营运资本变动	(1,380)	(2,212)	(1,230)	(1,252)	P/B(现价)	5.52	4.52	3.65	2.92

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>