

平台型电力设备龙头，储能+网外业务加速成长

思源电气首次覆盖(002028.SZ)

证券研究报告

太平洋证券研究院 新能源团队

首席刘强 执业资格证书登记编号：S1190522080001

分析师刘淞 执业资格证书登记编号：S1190523030002

2023年10月18日

报告摘要

1. 电力设备龙头加速拓展，网外市场+储能新业务有望打开全新增长曲线

公司输配电业务积累深厚，网内有望随行业保持稳定增速，网外有望随新能源和海外拓展加速实现较快发展，储能业务依托公司电力电子领域技术优势和市场积累，有望打开公司全新增长曲线。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为128.6/165.1/201.8亿元，同比增长22%/28.4%/22.2%；归母净利润分别为17.6/21.9/27.2亿元，同比增长44.1%/24.3%/24.4%；EPS分别为2.28/2.84/3.53元/股；当前股价对应PE分别为21/17/14倍，首次覆盖给予“买入”评级。

2. 网内业务：受益电网投资加速，技术硬实力助力市占率提升

“十四五”期间电网投资有望提速，新能源接入增加将驱动网端投资加速。我们预计2023年国网输变电设备，公司主要产品招标额有望达到400亿以上，增速有望达40%以上。凭借技术硬实力，公司各类产品份额稳中有升，其中组合电气提升2.8pct（成功研制800KV GIS产品）、隔离开关提升2.2pct、变压器提升0.4pct。

3. 网外业务：国内市场受益新能源建设加速，海外市场厚积薄发

国内市场产品布局完备，受益新能源行业高速增长，公司作为无功补偿国内龙头，产品收入和盈利能力有望持续提升；公司深耕海外市场十五载，2023H1，海外市场收入占比超过20%，重回疫情前水平，毛利率达32.3%持续领先同行。我们认为公司海外产品和渠道受认可程度高，费用管控有利，看好公司海外业务拓展持续走出阿尔法。

4. 新业务：储能业务扬帆启航，超级电容从1-N

公司储能业务扬帆启航，于2023年8月底发布全系列储能产品，包括主打国内市场的场站级和大型工商业储能产品；主打海外市场的户用光储产品。公司通过收购烯晶碳能切入超级电容业务，通过资源整合发力车用和短时储能领域。随着公司电化学储能产品快速切入，超级电容产品在汽车和短时储能领域持续拓展，我们认为公司新业务有望打开全新增长曲线。

5. 风险提示

行业竞争格局恶化风险、海外市场拓展不及预期风险、下游需求不及预期风险

目录 Contents

- 《1》 三十年平台型电力设备龙头，一、二次设备布局完备
- 《2》 网内业务：受益电网投资加速，技术硬实力助力市占率提升
- 《3》 网外业务：国内市场完善布局，海外市场厚积薄发
- 《4》 新业务：储能业务扬帆起航，超级电容从1-N
- 《5》 盈利预测与估值
- 《6》 风险提示

1.1 公司概况：三十年平台型电力设备龙头，一、二次设备布局完备

公司介绍：思源电气是深耕行业三十年的平台型电力设备龙头企业，产品全面覆盖一次、二次设备。主营业务包括开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类、EPC业务以及储能新业务等；其中一次设备包括开关类和线圈类，二次设备包括无功补偿类和智能设备类。

业务布局：输变电设备布局完备，发力储能和超级电容新业务。公司成立于1993年，在90年代成功研制出避雷器在线监测仪、消弧线圈等产品，2002年进入高压领域，2004年研制成功互感器并成功上市深交所。上市后公司进一步加大研发投入，拓宽产品品类，2007年实施GIS研发项目，2008年设立思源清能电气电子有限公司进入无功补偿领域，2009年进入继电保护和智能变电站领域，2011年进入大容量储能及分布式电源领域同时产品进入1000kV电压等级，2018年进入汽车电子产品领域、变压器产品领域，2019年进入功率半导体器件领域。2023年收购烯晶碳能加码超级电容领域，发力储能赛道发布系列新品。

图：公司产品布局完备



GIS



SVG-APF



储能系统



超级电容

资料来源：公司官网、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图： 30年民营输变电设备龙头，一、二次设备布局完备



1.1 公司概况：开关类和线圈类产品占比最大，储能新业务有望成为新增长点

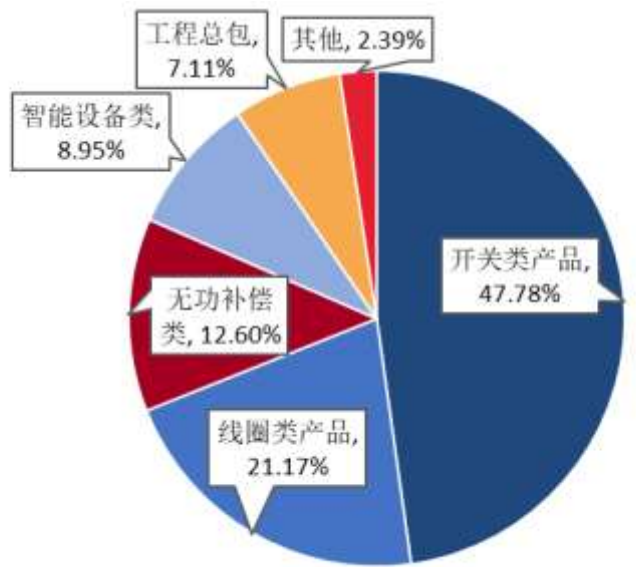
公司产品结构布局完善，涵盖一次、二次设备、EPC业务以及储能新业务。2022 年公司实现营业总收入 105.37 亿元，YOY+21.18%。其中，开关类占比最大，实现营业收入 50.35 亿元，YOY+ 25.33%；线圈类及相关产品实现收入 22.31 亿元，YOY+ 26.07%；无功补偿类及相关产品实现收入 13.28 亿元，YOY+ 16.30%；智能设备类及相关产品实现收入 9.43 亿元，YOY+ 6.57%；工程总承包实现收入 7.49 亿元，YOY+ 11.03%。

表：开关类和线圈类产品占比最大，储能新业务有望成为新增长点

业务类别	产品类别	产品名称	具体产品	图片	对应子公司
一次设备	开关类	组合电器 (≤800KV)	GIS、HGIS、罐式断路器等		上海思源高压开关有限公司、江苏聚源电气有限公司
		隔离开关 (≤750KV)	高压交流开关、铁路接触网专用隔离开关等		江苏省如高高压电器有限公司、江苏思源中压开关有限公司
		断路器 (≤750KV)	SF6断路器、高压真空断路器、集成式智能隔离断路器等		江苏思源中压开关有限公司
	线圈类	互感器 (≤1000KV)	电流互感器、电压互感器、GIS 配套电压互感器等		江苏思源赫兹互感器有限公司
		电抗器 (≤500KV)	串联电抗器和并联电抗器		上海思源光电有限公司、常州思源东芝变压器有限公司
二次设备	线圈类	中性点设备 (≤66KV)	消弧线圈、电阻、中性点成套设备		常州思源东芝变压器有限公司
		变压器 (≤500KV)	油浸式变压器、太阳能发电变压器等		常州思源东芝变压器有限公司

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理






图：2022年公司营收结构



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.1 公司概况：开关类和线圈类产品占比最大，储能新业务有望成为新增长点

表续：开关类和线圈类产品占比最大，储能新业务有望成为新增长点

业务类别	产品类别	产品名称	具体产品	图片	对应子公司
二次设备	无功补偿类	SVG	高低压SVG、有源滤波装置（APF）等		思源清能电气电子有限公司
		电容器	串联电容器、并联电容器、智能一体化电容器等		上海思源电力电容器有限公司
	智能设备类	变配电自动化	变电站自动化、配电自动化等		上海思源电力电容器有限公司
		合并单元智能终端	母线合并单元、间隔合并单元等		上海思弘瑞电力控制技术有限公司
		视频辅助监控	光功率预测系统、并网控制系统等		
		油色谱/油光谱	油色谱、油光谱等		上海思源光电有限公司
	EPC业务	33kV~400kV的变电站及线路的EPC总包项目等			上海思源输配电工程有限公司
	电化学储能	大型储能、工商业储能、户用储能等			上海思源储能技术工程有限公司
	超级电容	车用超级电容模组			上海梯米汽车科技有限公司、 烯晶碳能电子科技无锡有限公司

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1.1 公司概况：董事长董增平技术出身，创建使输配电更安全、可控、高效的企业

董事长董增平技术出身，创建使输配电更安全、可控、高效的企业。董事长董增平，毕业于上海交通大学高电压专业，大学本科学历，现在读中欧国际工商学院MBA。1991 年参加工作，曾任徐州矿务局供电处技术员、上海思源电气有限公司董事长、上海思源电气有限公司总经理、本公司总经理，现为公司董事长，上海市政协委员、上海市闵行区青年联合会委员。

公司竞争优势：①发展战略：聚焦于输配电行业，从成立时的单一产品发展成为提供电力系统中一次设备、二次设备、电力电子设备、工程总承包（EPC）等多产品及解决方案的提供商；②客户资源：建立了跨产品的销售及客户服务平台，可为客户提供一站式综合服务；③技术领先：截止2022年，公司共有授权专利 765 项，其中发明专利 283 项，实用新型专利 472 项，外观设计专利 10 项。公司共有软件著作权 134 项。2022 年被认定为国家企业技术中心。

图：公司董事长董增平技术出身

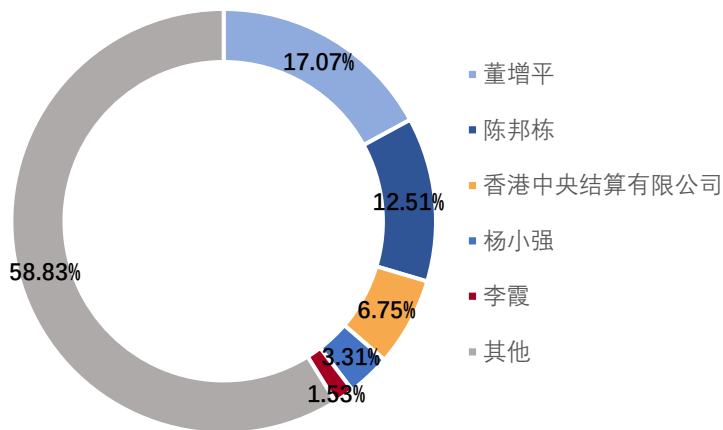


资料来源：Wind、公司年报、太平洋研究院整理

1.2 股权分析：公司股权结构良好，管理层产业经验丰富

公司股权结构良好，管理层产业经验足。思源电气股份有限公司股东主要为高管成员。公司实控人为董事长及创始人董增平、副董事长陈邦栋，董总与陈总为一致行动人。公司多名高管具有较高学历，管理经验丰富、技术水平扎实。其中董事长董增平高电压专业出身，并具备技术工作经验，独立董事叶锋具备研究员级高级工程师资格；董事秦正余具备注册会计师资格、正高级会计师资格，有上海市领军人才等荣誉。

图：公司股权结构良好



表：公司董事长与高管层具备丰富产业经验

姓名	职位	简介
董增平	董事长 董事 总经理	男，本科，思源电气股份有限公司创始人之一
郑典富	监事会主席	男，硕士，注册会计师，曾任财务中心副总监等职务
杨哲嵘	董事会秘书 财务总监	男，本科，曾任思源清能电气电子有限公司副总经理等职务
陈邦栋	副董事长 董事 总工程师	男，硕士，曾任董事长、总经理等职务
杨帜华	董事 副总经理	男，管理学本科，曾任上海思源电气股份有限公司华中办事处主任
杨雯	副总经理	女，管理学硕士，曾任江苏省如高高压电器有限公司总经理
秦正余	董事	男，硕士，注册会计师，正高级会计师，全国会计领军人才，上海市领军人才，上海市会计学会副会长
叶锋	独立董事	男，硕士，研究员级高级工程师

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1.2 股权分析：设置股权激励双层次考核，激发团队和个人能动性

2023年8月公司发布股权激励计划授予登记完成公告，科学采用公司、个人双层次考核，有效激发团队和个人能动性。2023年8月1日，公司发布2023年股票期权激励计划授予登记完成的公告，向激励对象授予 2,196万份股票期权，行权价为45.40 元/股。激励对象包括公司董事兼副总经理杨帆华，副总经理杨雯、副总经理章良栋、董秘兼财务总监杨哲嵘以及473位核心管理技术人员。

考核指标分为两个层次，公司层面业绩考核、个人层面绩效考核。公司层面考核净利润增长率，以 2022 年净利润为基数，公司 2023-2026 年净利润增长率目标值分别为 15%、30%、45%、60%；公司 2023-2026 年净利润增长率触发值分别为10%、20%、35%、50%。除公司层面的业绩考核外，按公司现行薪酬与考核的相关规定，对激励对象每个考核年度的综合考评结果进行评分，在公司层面业绩考核达到触发值的前提下，激励对象个人当年实际可行权额度=个人当年计划行权额度×公司层面行权比例×个人行权比例。

表：双层次考核——公司层面要求

考核期	考核年度	年度净利润相对于2022年增长率（A）	
		目标值（Am）	触发值（An）
第一个考核期	2023年	15%	10%
第二个考核期	2024年	30%	20%
第三个考核期	2025年	45%	35%
第四个考核期	2026年	60%	50%
考核指标		业绩完成度	公司层面行权比例（x）
年度净利润相对于2022年增长率（A）		$A \geq A_m$	$X=100\%$
		$A_n \leq A < A_m$	$X=60\% + (A - A_n) / (A_m - A_n) * 40\%$
		$A < A_n$	$X=0$

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

表：双层次考核——个人层面要求

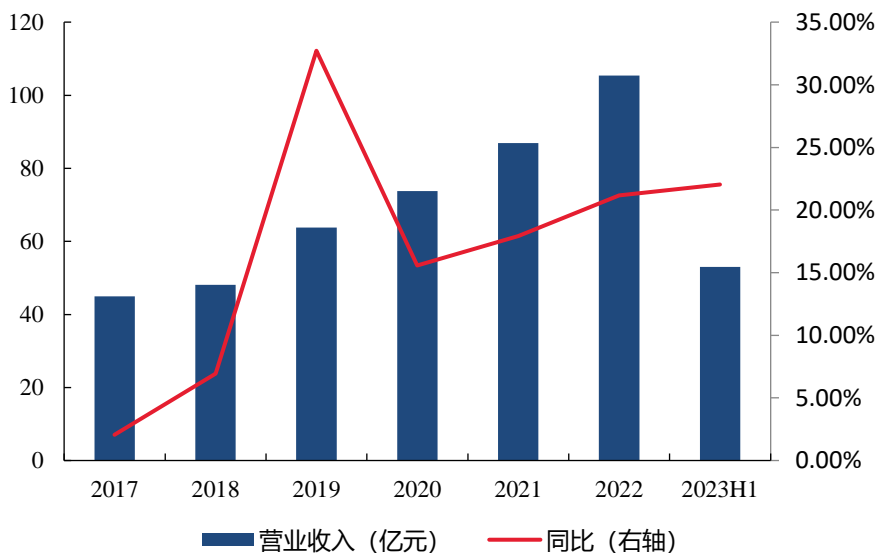
考评结果	优秀	良好	合格	待改进	不合格
个人行权比例	100%			50%	0%

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.3 财务分析：2023年上半年业绩超预期，收入毛利增速均为近三年新高

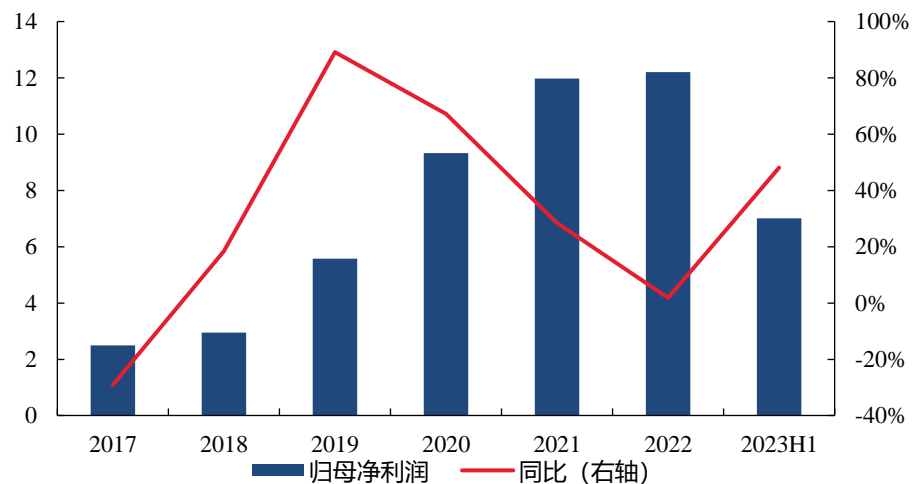
2023年上半年业绩超预期，收入毛利增速均为近三年新高。受益于电网投资加速以及公司网外SVG+海外业务拓展顺利，2023H1业绩超预期，我们认为公司经营业绩有望持续向好。2023H1,公司营业收入53亿，yoy+22%；归母净利润7亿，yoy+48%。其中开关类收入26.3亿，yoy+9.2%；线圈类收入11.1亿，yoy+28.1%；无功补偿类收入7.6亿，yoy+80%。海外市场收入10.8亿，yoy+47.5%。2023Q2，公司营收31.3亿，yoy+20.15%；受益费用率降幅显著，归母净利润4.8亿，yoy+50.2%。订单方面，受益于新能源及电网建设加速，2023H1同比增长30%以上，各品类增速相当。海外细分市场增幅更高。

图：公司营收增速稳步上涨



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图：公司盈利能力实现疫后反转

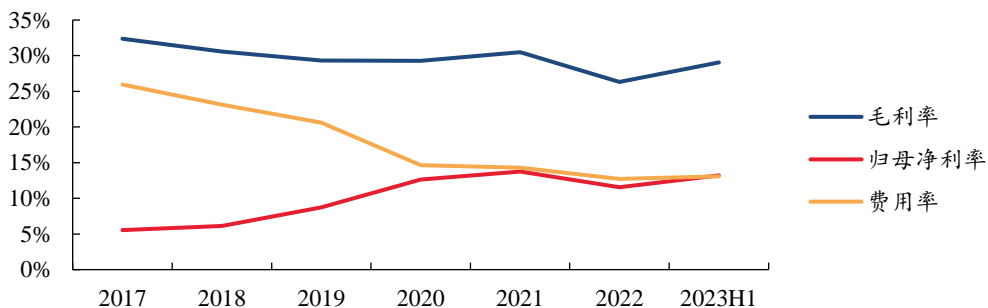


资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.3 财务分析：2023Q2毛利率、净利率提升显著带动上半年财务指标持续向好

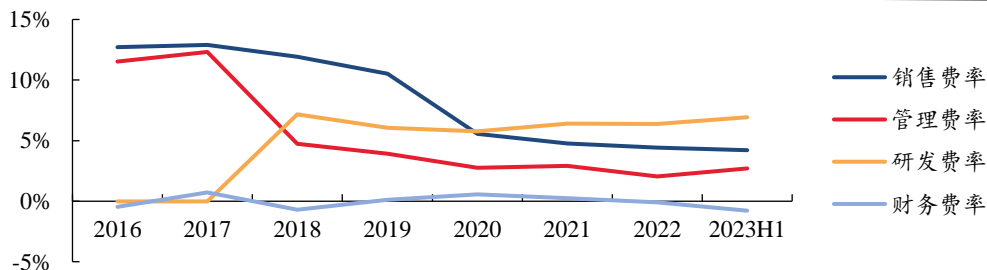
2023H1财务指标回升显著，未来有望随规模效应持续向好。由于公司总部地处上海，2022年受疫情影响财务指标整体恶化。2023H1毛利率、净利率回到2021年水平，其中毛利率29.1%，同比提升3.46pct；归母净利率13.7%，同比提升2.4pct。2023H1研发费用3.7亿，yoy+60%，主要系研发人员和试验费用大幅增加；销售费用2.2亿，yoy+34.5%；管理费用1.4亿，yoy+22.7%，随业务体量正常增长。23Q2毛利率31%，同比提升4.3pct；归母净利率15.88%，同比提升3.2pct。

图：2023H1毛利率、净利率回到2021年水平



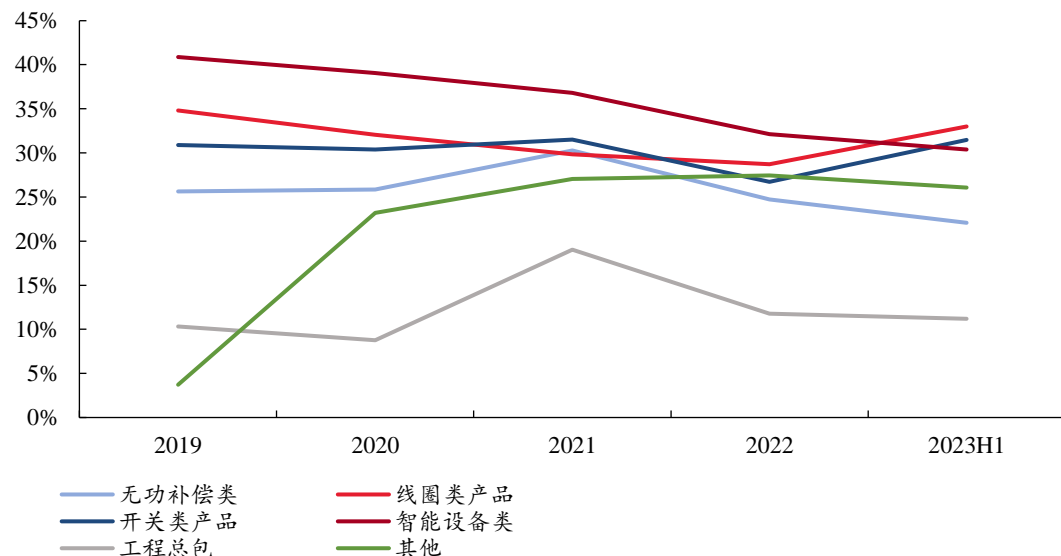
资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图：公司费用管控较好，研发投入足



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图：开关类和线圈类毛利率提升显著，无功补偿类同比提升1.34%



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

目录 Contents

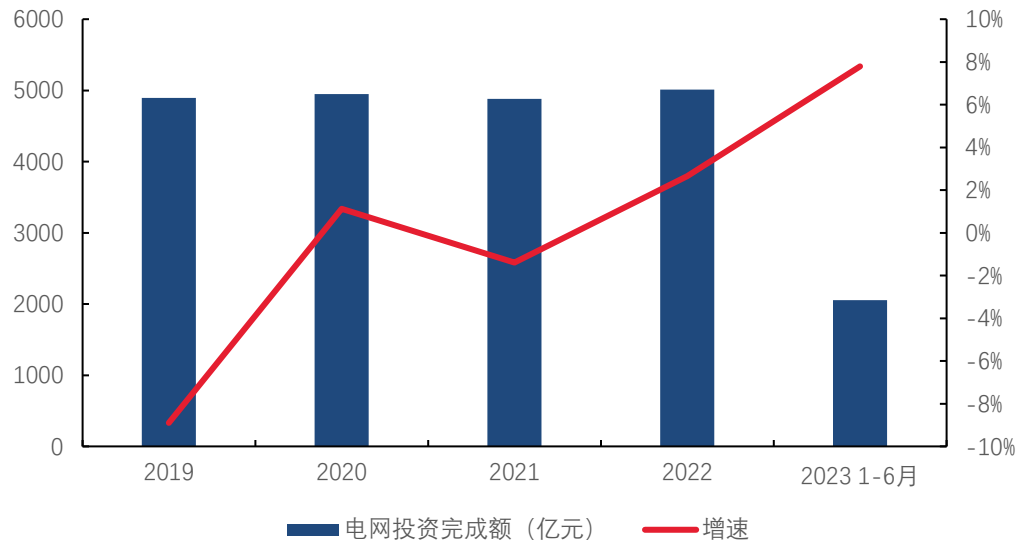
- 《1》 三十年平台型电力设备龙头，一、二次设备布局完备
- 《2》 网内业务：受益电网投资加速，技术硬实力助力市占率提升
- 《3》 网外业务：国内市场完善布局，海外市场厚积薄发
- 《4》 新业务：储能业务扬帆起航，超级电容从1-N
- 《5》 盈利预测与估值
- 《6》 风险提示

2.1 电网建设加速：“十四五”期间电网投资有望提速，新能源接入增加驱动网端投资加速

“十四五”期间电网投资有望提速。“十四五”期间，国家电网计划实现电网投资 2.4 万亿元，南方电网规划投资约6700 亿元，两大电网合计计划投资超过3万亿元。显著高于“十三五”期间的2.57万亿元、“十二五”期间的2万亿元。2023年1月11日国家电网董事长辛保安表示2023年国网预计投资超5200亿元，再创历史新高。2023年上半年1-6月电网投资额达2054 亿元，YOY+7.8%，高于近五年全年增速。

源端新能源接入增加驱动网端投资加速。随着新能源装机容量的大幅提升，输配电网的投资需求日益迫切。比较源网投资，电网投资需要更多的跨区域协调，近几年疫情影响导致进度偏慢，2022年全年电网投资为5012亿元，增速仅为2.66%。

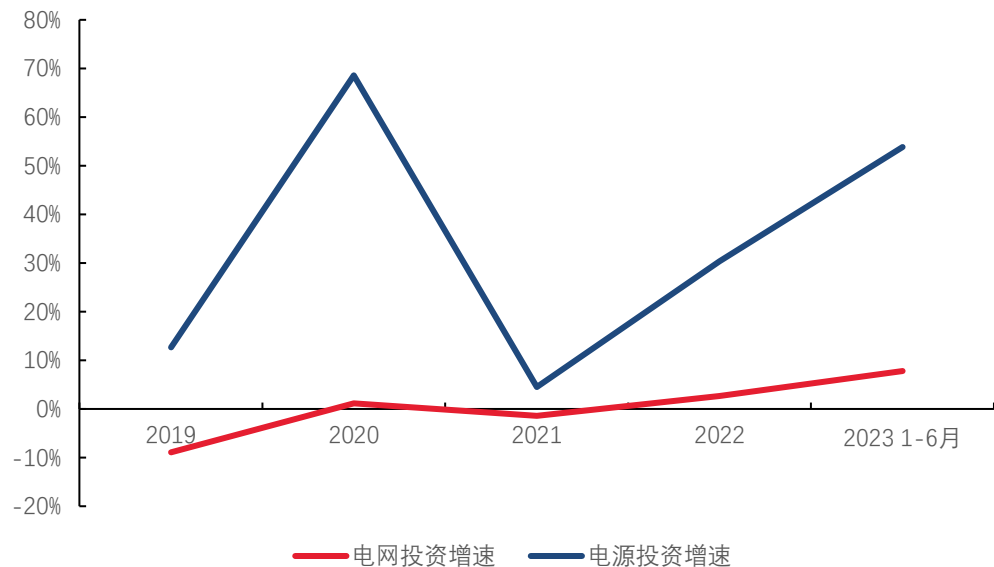
图：2023年电网投资加速



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：电网投资增速显著落后于电源投资增速

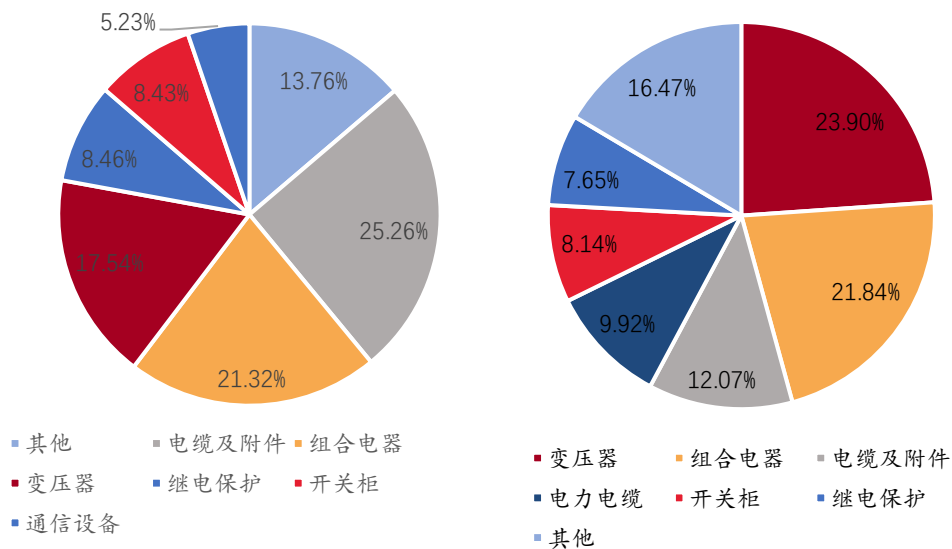


资料来源：Wind、太平洋研究院整理

2.1 电网建设加速：2022年国网输变电设备招标503亿元，同比+13%，其中变压器增幅最显著

2022年国网输变电设备招标503亿元，同比+13%；其中变压器增幅最显著，同比+54%，占比24%。国网2022年招标项目中变压器增幅显著，同比增长54%，全年共招标120亿。组合电器、电容器、电抗器、断路器、隔离开关与整体行业招标增速相当，为13%左右，消弧线圈、仪器仪表、互感器、继电器等稍慢于行业招标增速。

图：2021和2022年国网输变电设备招标对比



表：变压器招标增幅最显著

名称	2022年总额（亿）	2021年总额（亿）	同比
变压器	120.285129	78.0323	54.15%
组合电器	109.91669	94.8506	15.88%
电缆及附件	115.506233	112.3609	2.80%
开关柜	40.988163	37.4836	9.35%
继电保护	38.514396	37.65	2.30%
通信设备	16.124564	23.2559	-30.66%
电容器	10.565979	9.5952	10.12%
电抗器	10.431241	9.4008	10.96%
互感器	9.481443	9.0359	4.93%
隔离开关	9.10981	7.792	16.91%
断路器	7.592431	6.617	14.74%
消弧线圈	4.827532	4.893	-1.34%
避雷器	3.628444	4.9624	-26.88%
支柱绝缘子	2.125005	1.699	25.07%
仪器仪表	1.951681	2.1247	-8.14%
运检监控系统	1.107166	3.6805	-69.92%
复合屏蔽封闭绝缘母线	0.900445	0.485	85.66%
数据通信网设备	0.179953	0.8798	-79.55%
大屏幕	0.0268	0.0627	-57.26%
总计	503.263104	444.8651	13.13%

资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

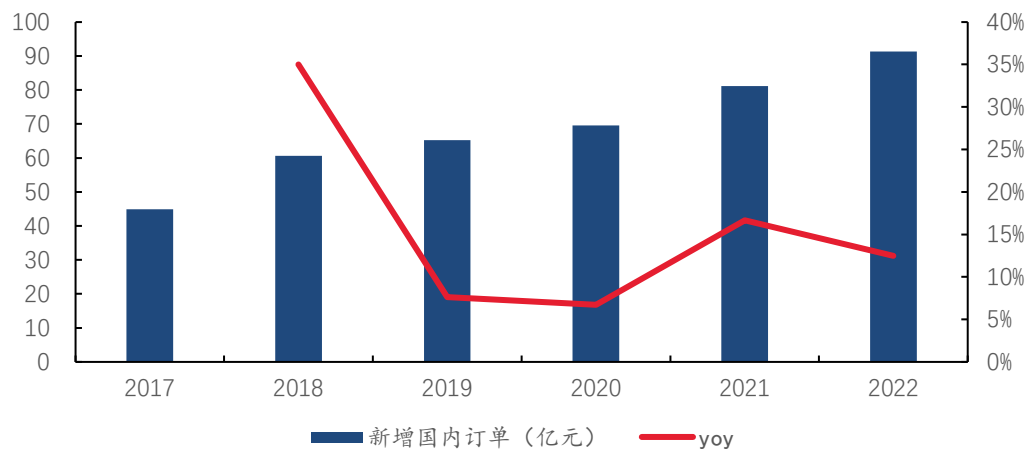
资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

2.2 公司网内业务：2023年国网输变电设备公司主要产品招标增速有望达40%以上，各类产品份额稳中有升

2023年国网输变电设备公司主要产品招标增速有望达40%以上。2021至2023年1-4批国网输变电设备公司主要产品中标情况，总金额看，2021年合计招标金额220亿元，2022年合计招标金额282亿元同比增速28%，2023年1-4批次合计招标297亿元，若按2023年共6次招标假设则全年招标金额有望达到400亿以上，对应增速40%以上。总份额看，公司2022年份额略有下滑，2023实现回升，或与前期上海基地疫情有关。

2023年1-4批次公司各类产品份额稳中有升。分产品看，2023年1-4批次招标增速较快的有组合电器、互感器、电抗器、电容器等。分份额看，公司各类产品保持稳中有升态势，其中组合电气提升2.8pct、隔离开关提升2.6pct、变压器提升0.4pct。

图：2022年受疫情影响公司国内新增订单增速下滑



表：2021至2023年1-4批国网主网输变电设备中标情况

	2021年			2022年			2023年 1-4批		
	招标总金额	公司份额	排名	招标总金额	公司份额	排名	招标总金额	公司份额	排名
组合电器	94.85	12.40%	3	109.92	11.40%	3	116.95	14.20%	2
隔离开关	7.79	18.60%	1	9.11	16.07%	3	10.66	18.69%	1
断路器	6.62	18.50%	2	7.59	20.52%	2	8.04	17.30%	3
互感器	9.04	19.10%	1	9.48	13.87%	1	12.51	15.78%	2
电抗器	9.40	17.00%	1	10.43	12.69%	3	12.35	9.94%	4
变压器	78.03	1.60%	/	120.29	0.60%	/	120.72	1.00%	/
消弧线圈	4.89	24.50%	1	4.83	21.18%	1	4.64	32.13%	1
电容器	9.60	13.40%	1	10.57	16.1%	1	11.30	16.77%	1
合计	220.22	9.76%	/	282.21	7.44%	/	297.16	8.94%	/

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

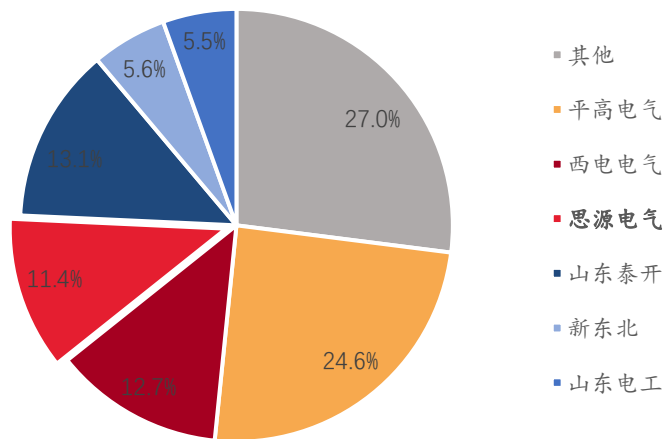
资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2.2 公司招标情况：技术硬实力助力公司网内各类产品中标份额稳中有升

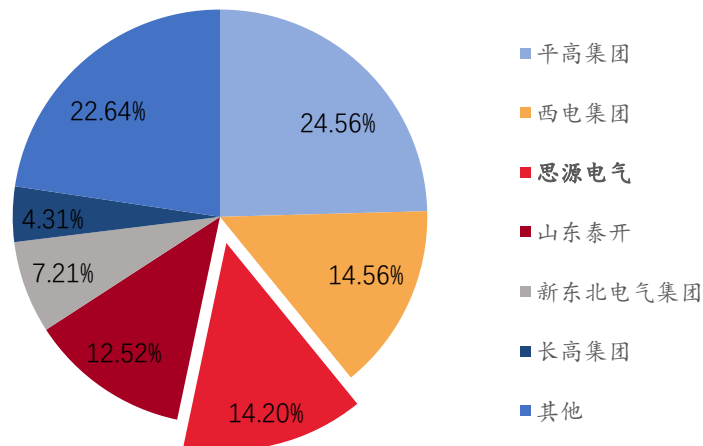
技术硬实力助力公司网内各类产品中标份额稳中有升。我们认为公司技术实力强劲，在电网招标加速的背景下，未来有望进一步提升电网招标份额，巩固公司网内业务基本盘。其中，公司2023年国网1-4批次组合电器中标份额14.2%，相较于2022年提升2.8pct。组合电器属于技术密集型电气设备，壁垒较高，公司2023中报披露公司核心技术取得突破，成功研发推广800KV等级GIS，彰显公司过硬技术实力。

图：公司2022年国网输变电组合电器中标份额11.4%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

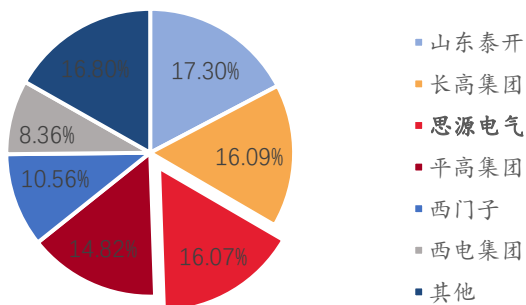
图：公司2023年国网1-4批次输变电组合电器中标份额14.2%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

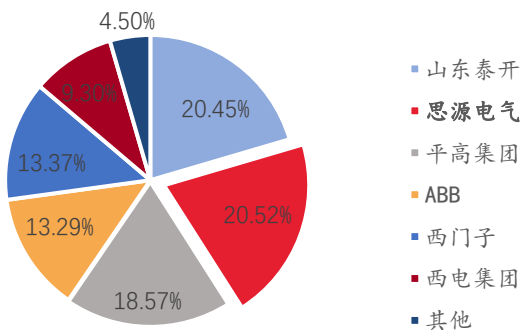
2.2 公司招标情况：各类产品中标份额稳中有升

图：公司2022年国网输变电隔离开关中标份额16.07%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

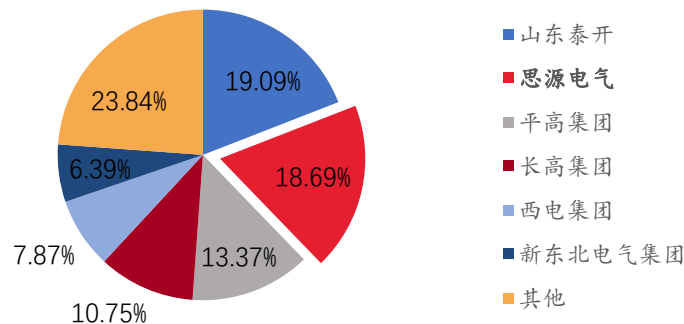
图：公司2022年国网输变电断路器中标份额20.52%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

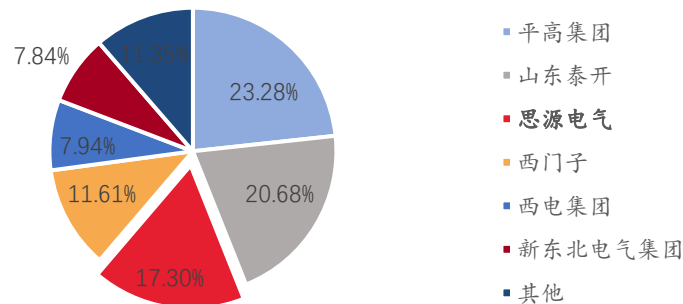
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：公司2023年国网1-4批次输变电隔离开关中标份额18.69%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

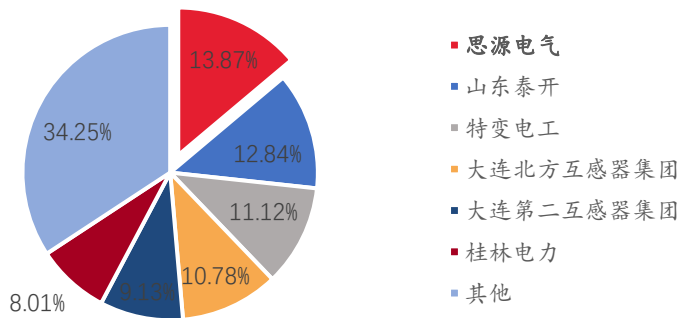
图：公司2023年国网1-4批次输变电断路器中标份额17.3%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

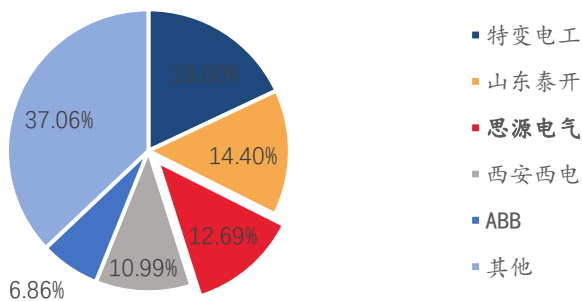
2.2 公司招标情况：各类产品中标份额稳中有升

图：公司2022年国网输变电互感器中标份额13.87%



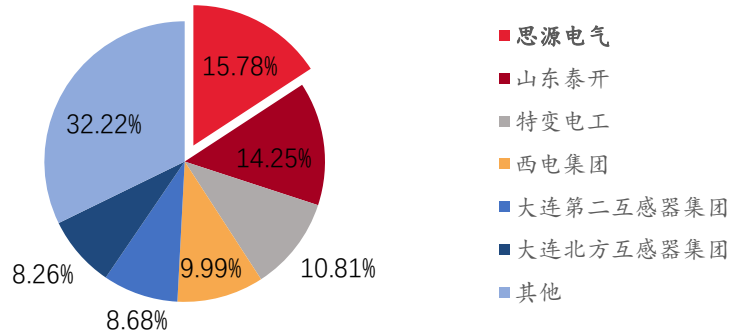
资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

图：公司2022年国网输变电电抗器中标份额12.69%



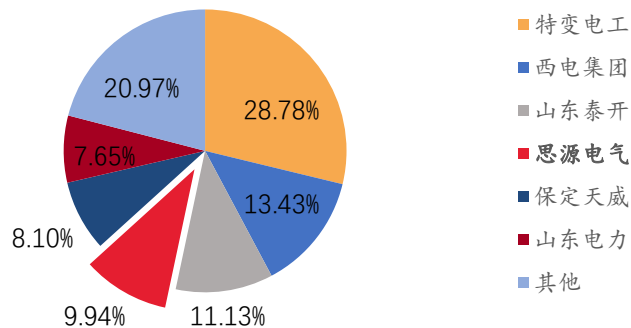
资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

图：公司2023年国网1-4批次输变电互感器中标份额15.78%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

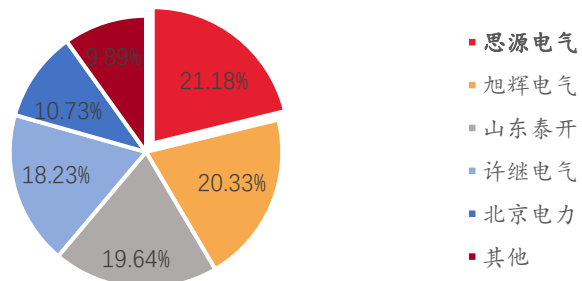
图：公司2023年国网1-4批次输变电电抗器中标份额9.94%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

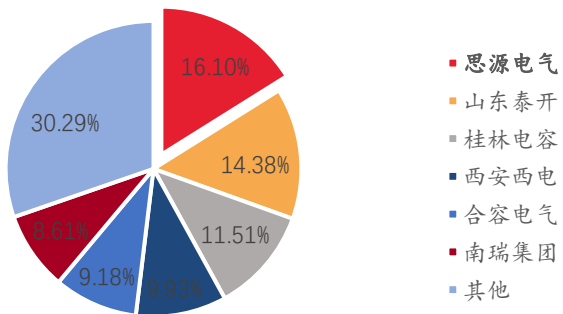
2.2 公司招标情况：各类产品中标份额稳中有升

图：公司2022年国网输变电消弧线圈中标份额21.18%



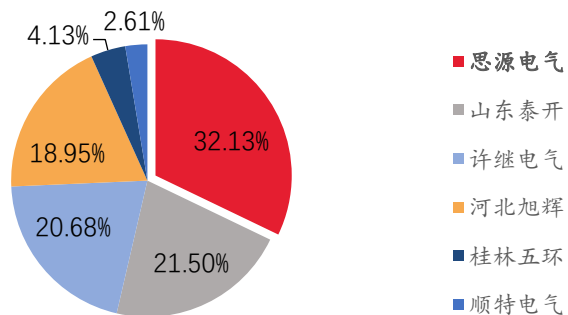
资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

图：公司2022年国网输变电电容器中标份额16.1%



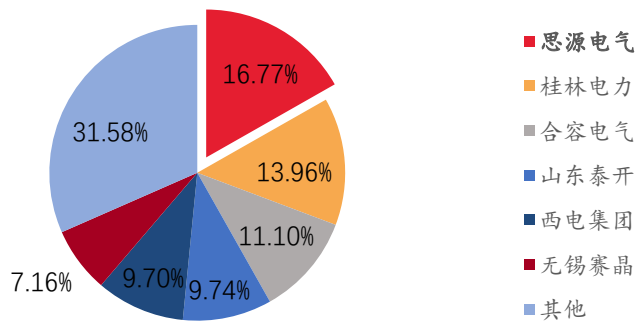
资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

图：公司2023年国网1-4批次输变电消弧线圈中标份额32.13%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

图：公司2023年国网1-4批次输变电电容器中标份额16.77%



资料来源：国家电网、太平洋研究院整理

目录 Contents

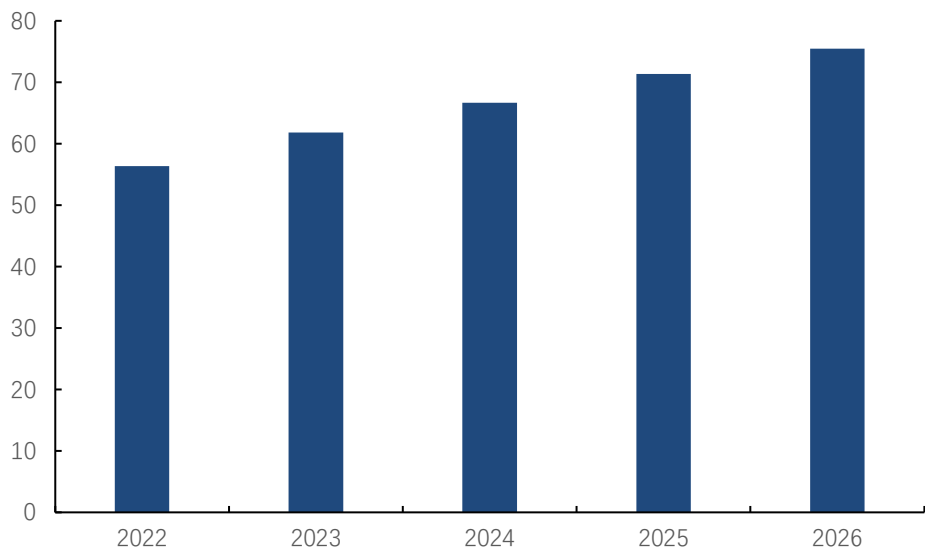
- 《1》 三十年平台型电力设备龙头，一、二次设备布局完备
- 《2》 网内业务：受益电网投资加速，技术硬实力助力市占率提升
- 《3》 网外业务：国内市场完善布局，海外市场厚积薄发
- 《4》 新业务：储能业务扬帆起航，超级电容从1-N
- 《5》 盈利预测与估值
- 《6》 风险提示

3.1 国内市场：公司网外业务覆盖全品类产品，无功补偿设备受益新能源需求增长较快

公司网外业务覆盖全品类产品，无功补偿设备受益新能源需求增长较快。公司网外市场涵盖公司全品类产品。新能源发电过程中，光伏发电与风力发电的波动性很大，进而导致电网功率因数降低、电网电压及幅值波动较大，对电网造成冲击，带来无功补偿市场增长迅速。根据智研咨询，2027年高压SVG市场规模有望达到75亿元以上，行业增长态势良好。

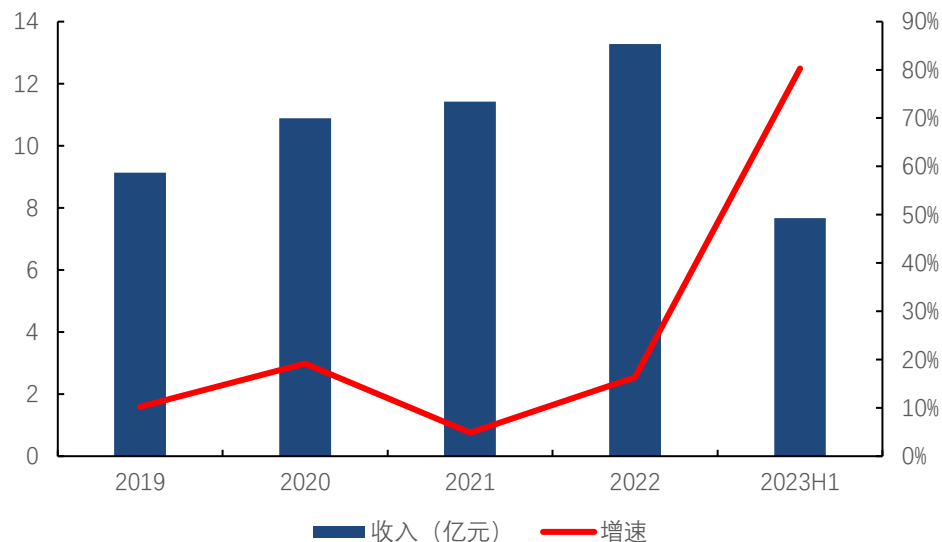
公司无功补偿产品力强，有望持续带来收入毛利快速提升。2023H1，公司无功补偿类产品收入7.7亿，同比增长80.3%；毛利率22.06%，同比提升1.34pct。根据新风光招股书，思源电气品牌效应强、销售渠道能力强、客户认可度高，拥有多项行业领先的核心技术，目前在行业处于领先地位。

图：2022-2026年中国高压SVG市场规模预测（亿元）



资料来源：智研咨询、太平洋研究院整理

图：思源电气无功补偿类产品收入增速提升

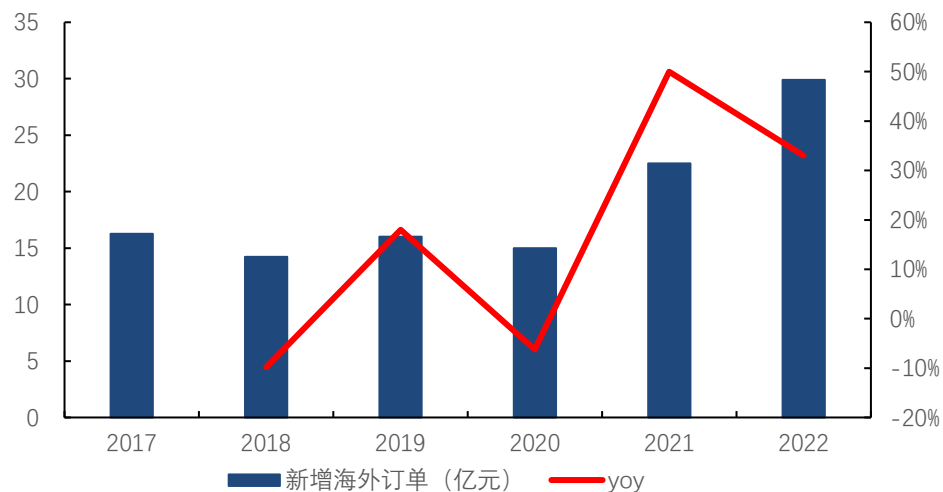


资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

3.2 海外市场：十五年一剑铸就品质和口碑，订单收入齐高增

公司海外市场拓展加速，2022年新增海外订单29.9亿元，同比增长33%；2023H1海外收入10.82亿元，同比增长47.5%。公司2009年开展海外设备出口和总包业务，至今已有15年沉淀积累。公司海外业务以GIS、AIS和电力变压器直销为主。得益于新能源建设需求的快速增长、资质入围要求和新能源市场壁垒较小，电力变压器等出海开展较好，产品带动效应好。公司海外业务发展均衡，区域布局可划分为非洲地区、美洲地区、欧洲中东地区、中亚区、东南亚地区。我们认为随着2023年全面放开，公司良好的交付能力和产品质量将越来越得到客户信任，公司有望获得延续性订单增长。

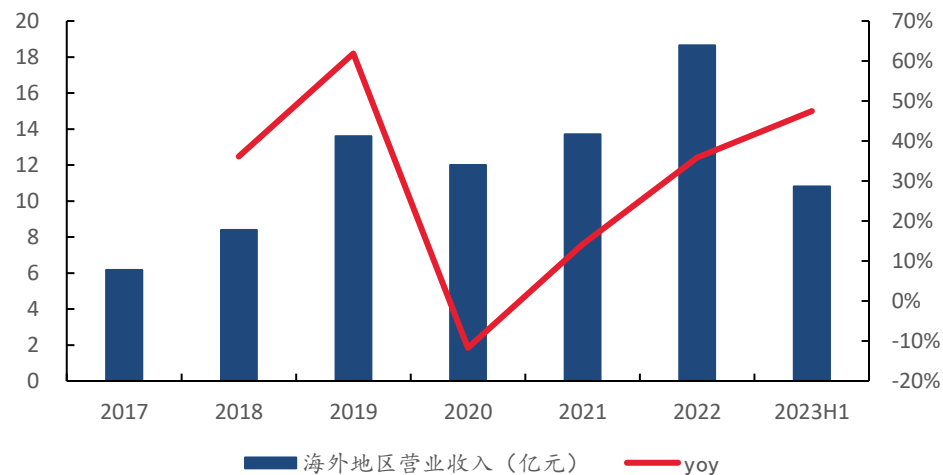
图：公司新增海外订单上升趋势显著



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：近三年公司海外营业收入增速稳步向上



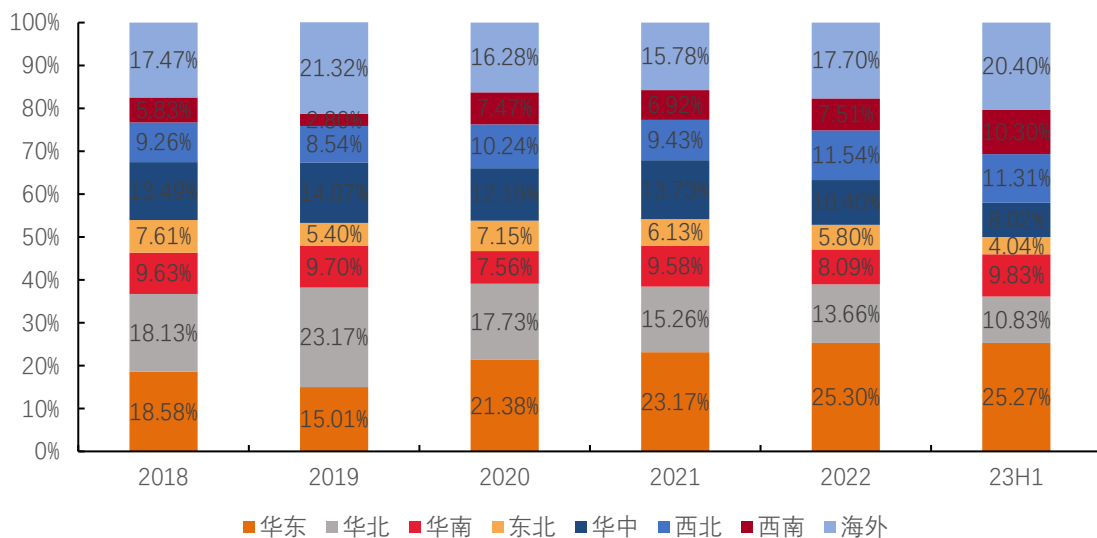
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

3.2 海外业务：收入占比提升，毛利率高于同业

海外收入占比提升。由于管控影响，公司2020-2022年海外收入占比回落至20%以下，随着2023年全面放开，公司海外收入占比实现反转，达20.4%。

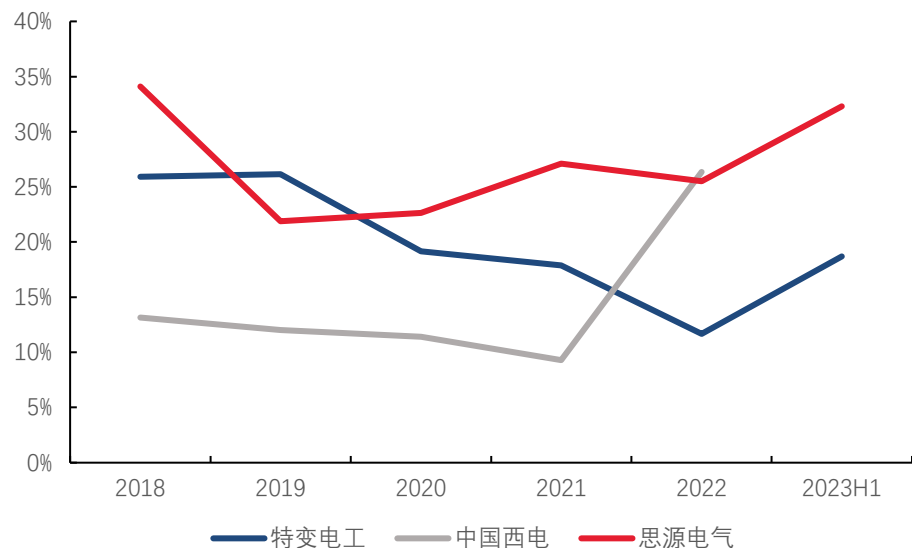
盈利能力高于同业。比较同业盈利水平，思源电气海外业务毛利率持续高于同业，2023H1毛利率高达32.3%。说明公司海外产品和渠道受认可程度高，费用管控有利，看好公司海外业务拓展走出阿尔法。

图：2023H1思源电气海外收入占比提升至20.4%



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图：思源海外业务毛利率高于同业



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

目录 Contents

- 《1》 三十年平台型电力设备龙头，一、二次设备布局完备
- 《2》 网内业务：受益电网投资加速，技术硬实力助力市占率提升
- 《3》 网外业务：国内市场完善布局，海外市场厚积薄发
- 《4》 新业务：储能业务扬帆起航，超级电容从1-N
- 《5》 盈利预测与估值
- 《6》 风险提示

4.1 储能：新能源配储是行业基本盘，中长期市场有望实现量利齐升

新能源配储是行业基本盘。国内各省市相继要求新能源发电项目上网需按一定功率配比配置储能，配储比例为5%-20%，配储时长多为2小时以上，部分省份要求4小时以上。我们认为新能源配储仍为行业基本盘。

储能招标低价竞争环境逐渐改善。从2023年3月新华水电3.2GWh储能系统集采项目看，多数入围供应商为行业头部厂商，报价最低的供应商均未入围，报价最高的阳光电源入围三个标段。我们认为随着储能并网标准与监管的不断完善，业主将考虑安全、服务、全周期成本等更多因素，中长期看市场有望实现量利齐升。

表：部分省市可再生能源储能配置要求

地区	配置比例		配置 时长 (h)	地区	配置比例		配置 时长 (h)
	风电	光电			风电	光电	
天津	15%	10%	-	辽宁	15%	10%	3
湖南	15%	5%	2	安徽	10%	10%	1
广西	20%	15%	2	山西	10%	10-15%	-
福建	-	10%	-	陕西	10-20%	10-20%	2
海南	10%	10%	1	江苏	-	8-10%	2
湖北	10%	10%	2	河北	10-20%	10-15%	2
山东	10%	10%	2	河南	10-20%	10-20%	2
青海	10%	10%	2	甘肃	5-10%	5-10%	2
宁夏	10%	10%	2	浙江	10-20%	10-20%	2
上海	20%	-	4	海南	-	20-25%	2
江西	-	10%	1	新疆	-	15-20%	-
内蒙古	15%	15%	2或4				

资料来源：政府网站、毕马威、太平洋研究院整理

表：2023年3月新华水电储能系统集采中报价最高者入围全部标段，非简单低价中标逻辑

项目	入围供应商	含税报 价（元 /Wh）	项目	入围供应商	含税报 价（元 /Wh）
包1 200MWh 1C系统	卧龙电气驱动集团股份有限公司	1.3526	包3 2000 MWh 0.25C 系统	中车株洲电力机车研究所有限公司	1.094
	阳光电源股份有限公司	1.6		比亚迪汽车工业有限公司	1.03
	威胜能源技术股份有限公司	1.34		西安新艾电气技术有限公司	1.07
	山东电工时代能源科技有限公司	1.41		阳光电源股份有限公司	1.28
	科华数据股份有限公司	1.477		江苏天合储能有限公司	1.08
包2 1000 MWh 0.5C系统	中车株洲电力机车研究所有限公司	1.17		北京海博思创科技股份有限公司	1.1071
	比亚迪汽车工业有限公司	1.095		科华数据股份有限公司	1.126
	西安新艾电气技术有限公司	1.14		江苏林洋亿纬储能科技有限公司	1.1256
	阳光电源股份有限公司	1.34			
	江苏天合储能有限公司	1.15			
	北京海博思创科技股份有限公司	1.1671			
	江苏林洋亿纬储能科技有限公司	1.185			
	科华数据股份有限公司	1.212			

资料来源：中核集团电子采购网站、太平洋研究院整理

4.1 储能：储能收益模式不断丰富，盈利能力大幅提升

储能经济性不断提高，测算理想情形下共享储能IRR达17.4%。随着共享储能收益模式的不断丰富以及上游储能系统成本的下降，共享储能经济性继续提高，以1MW/2MWh储能系统进行经济性测算：1) 电力现货市场套利，共享储能通过充放电获得电力现货市场的峰谷价差收益，同时不用承担输配电价和政府性基金及附加，我们假设峰谷价差为2022年平均的0.7元/KWh。2) 容量租赁收入，共享储能向新能源电站租赁容量以获得租金，我们假设容量租赁价格为300元/KW。3) 容量补偿收入，共享储能可为电力系统提供容量支撑，我们以山东市场为依据假设容量补偿0.14865元/KWh。4) 收益测算结果，项目度电成本仅为0.53元/KWh，IRR可达17.4%，静态回收期5.2年。

表：理想假设下，1MW/2MWh独立储能项目IRR可达17.4%

维度	项目	取值	维度	项目	取值
1.核心假设	并网容量 (MWh)	2	3.容量租赁收入假设	容量租赁 (元/KW)	300
	并网功率 (MW)	1		容量租赁比例	50%
	储能系统成本EPC (万元/MWh)	160		容量补偿 (元/KWh)	0.14865
	循环使用寿命	5000	4.容量补偿收入假设	年运维费用 (元/Wh)	0.005
	年衰减	2%		企业增值税率	13%
	贴现率	3%		企业所得税率	25%
2.电力现货市场收入假设	每日充放电次数	1	5.其他参数假设	系统残值率	5%
	年工作天数	330		折旧方法	直线法
	DOD	90%		项目IRR	17.37%
	峰谷电价差 (元/KWh)	0.7	6.项目测算收益	项目资本金IRR	13.95%
				项目度电成本 (LCOS, 元/KWh)	0.53

资料来源：公开资料整理、太平洋研究院整理

4.1 储能：峰谷电价持续拉大，工商业储能有望迎来0-1机会

重点关注工商业储能0-1机会。根据我们测算，储能电站全生命周期的项目度电成本约为0.53元/KWh。以单一制1-10KV一般工商业峰谷价差为例，大多数省市2023年1-8月同比进一步拉大，显著提高用户侧储能收益。同时，近年来全国限电情况频发，对工商企业的正常生产产生影响，预计工商业储能应急需求也将突显。根据CNESA，2022年我国用户侧储能新增并网占比仅为4.69%，重点关注工商业储能0-1机会。

表：2023年国内峰谷价差拉大趋势明显（单位：元/KWh）

2022年价差 TOP15地区	2022年 平均	2023年1月		2023年2月		2023年3月		2023年4月		2023年5月		2023年6月		2023年7月		2023年8月	
		价差	同比	价差	同比	价差	同比	价差	同比	价差	同比	价差	同比	价差	同比	价差	同比
广东珠三角	1.26	1.34	+0.06	1.35	+0.07	1.34	+0.16	1.35	-0.01	1.38	+0.05	1.35	+0.06	1.37	+0.13	1.39	+0.14
海南省	1.07	1.03	+0.51	0.93	-0.04	1.04	+0.05	1.04	0.00	1.04	-0.28	1.24	-0.06	1.24	-0.05	0.98	-0.25
浙江省	0.98	0.98	-0.28	0.98	+0.04	0.98	+0.05	0.96	-0.03	0.95	-0.02	0.97	+0.03	0.98	+0.04	0.98	+0.06
湖北省	0.94	1.2	+0.27	1.02	+0.06	0.99	+0.03	0.95	+0.05	0.94	+0.15	0.92	+0.04	0.93	+0.04	1.10	+0.21
湖南省	0.94	1.29	+0.33	1.00	+0.14	0.88	+0.02	0.90	+0.11	0.86	+0.03	/	/	1.23	+0.13	1.27	+0.15
吉林省	0.93	0.98	+0.04	0.96	+0.01	0.97	+0.24	0.96	+0.02	0.96	+0.01	0.95	0.00	0.95	+0.02	0.95	+0.04
重庆市	0.92	1.24	+0.16	0.96	+0.12	0.92	+0.10	0.84	+0.06	0.83	+0.06	0.80	+0.03	1.14	+0.23	1.14	+0.12
辽宁省	0.9	0.89	-0.03	0.90	-0.01	0.90	-0.01	0.91	0.00	0.88	-0.01	0.88	-0.01	0.88	-0.01	0.90	0.00
江苏省	0.87	0.85	+0.05	0.86	+0.04	0.86	0.00	0.86	+0.01	0.87	+0.04	0.88	+0.04	0.93	+0.12	1.16	+0.01
安徽省	0.86	0.91	+0.23	0.85	+0.15	0.85	-0.07	0.85	-0.07	0.85	-0.06	0.81	-0.05	0.87	-0.05	0.87	-0.05
黑龙江	0.82	0.96	+0.24	0.73	0.00	0.73	0.00	0.73	0.00	0.73	0.00	0.72	-0.02	0.94	-0.02	0.94	-0.02
广西	0.78	0.94	+0.29	0.89	+0.05	0.79	+0.02	0.73	-0.04	0.89	+0.16	0.42	-0.42	0.45	-0.34	0.57	-0.24
山东省	0.74	0.93	+0.19	0.93	+0.21	0.93	+0.19	0.77	+0.02	0.92	+0.17	0.87	+0.18	0.81	+0.10	0.83	+0.13
河南省	0.72	1.02	+0.32	0.85	+0.15	0.85	+0.16	0.85	+0.15	0.81	+0.13	0.74	+0.08	0.93	+0.32	0.94	+0.33
四川省	0.71	0.87	+0.16	0.87	+0.02	0.92	+0.10	0.88	+0.06	0.80	+0.10	0.73	+0.20	0.74	+0.18	0.78	+0.19
全国多地区平均	0.7	0.79	+0.09	0.74	+0.06	0.73	+0.04	0.72	+0.01	0.71	+0.04	0.69	+0.01	0.75	+0.02	0.76	-0.96
价差0.6元/KWh 以上地区数量 (单位：个)	19	24	+5	22	+5	21	+3	22	+5	20	+3	19	+2	21	+1	22	+2
价差0.7元/KWh 以上地区数量 (单位：个)	16	19	+5	19	+5	17	+1	18	+3	18	+5	16	+1	19	+3	19	+2

资料来源：CNESA、北极星电力网、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：近年来全国限电情况频发

时间	各地政府	主要内容
2021	江苏	引导工业用户、商业楼宇、储能电站、电动汽车等用户积极申报参与电力需求响应并做好尖峰电价的执行工作。
	内蒙古	因电力供应紧张，内蒙古蒙西地区开始执行高峰期限电要求，限电时间为每天晚上7点至10点。结束时间为7月21日。
	广东	自5月中旬开始，广东在17个地级市启动有序用电，各类OEM/ODM工厂和大部分制造企业被要求错峰用电，限时生产。
2022	四川	在全省的19个市扩大工业企业让电于民实施范围，对四川电网有序用电方案中所有工业用电用户实施生产全停。
	重庆	从2022年8月15日至8月24日请各工业企业采取放高温假方式，让电于民。
	安徽	倡导工业企业通过计划检修等方式错避峰让电，主动支持缓解用剑高峰时段供电压力。

资料来源：储能与电力市场、太平洋研究院整理

4.1 储能：公司国内大储和工商业储能蓄势待发，户储挺进欧洲大洋洲市场

业务布局：场站级和大型工商业储能产品以国内市场为主；户用光储产品以海外市场为主。

产品进展：场站级储能已在8月份苏州的中国国际储能展会上推出，打造的“毫秒级”、“秒级”、“分钟级”、“小时级”多个时段的储能产品解决方案群，覆盖发电侧、网侧、大型工商业及户用等场景，目前新产品已完成各项测试和资质准备，具备投标条件。户储方面打造海外品牌SWATTEN，首款产品已于2022年底上市的，目前重点在海外市场的测试和渠道认证准入，已有产品小批量发货。

产业链布局：除储能电芯外，储能设备公司均能自制。

图：2023年SWATTEN会展涵盖欧洲、大洋洲、南美等地区

Event List	Date	Country	City	Venue	Stand
GENERA 2023	21-23 Feb 2023	Spain	Madrid	IFEMA MADRID	10807
ENEX 2023	08-09 March 2023	Poland	Kielce	Targi Kielce Expo Centre	832
Smart Energy Council Conference and Exhibition	03-04 May 2023	Australia	Sydney	ICC Sydney	17
Intersolar Europe 2023	14-16 June 2023	Germany	Munich	ICM	C3.130
InterSolar South America 2023	29-31 August 2023	Brazil	Sao Paulo	Expo Center Norte	67/120
Solar & Storage Live UK 2023	17-19 October 2023	United Kingdom	Birmingham	NEC	G40
All-Energy Australia 2023	25-26 October 2023	Australia	Melbourne	Melbourne Convention and Exhibition Centre	55147

资料来源：公司官网、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：SWATTEN业务布局全球



资料来源：公司官网、太平洋研究院整理

4.1 储能：国内大储和工商业储能蓄势待发，户储挺进欧洲大洋洲市场

SWATTEN专注逆变器与户储系统，欧洲、大洋洲市场拓展迅速。SWATTEN产品包括单相和三相混合逆变器，机架式、壁挂式和简单堆叠式户储系统，产品已覆盖欧洲、大洋洲等众多住宅光伏逆变器和储能系统市场。

表：SWATTEN产品认证覆盖欧洲、大洋洲等地区

地区	产品	型号	最大光伏输入电压 (V)	额定输出功率 (kW)
澳大利亚	单相混合逆变器 (LV)	SiH-3.6kW-SL	600	3.6
		SiH-5kW-SL		5
		SiH-6kW-SL		6
	单相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-SH	600	5
		SiH-6kW-SH		6
波兰	单相混合逆变器 (LV)	SiH-3.6kW-SL	600	3.6
		SiH-5kW-SL		5
		SiH-6kW-SL		6
	单相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-SH	600	5
		SiH-6kW-SH		6
葡萄牙	三相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-TH	1000	5
		SiH-6kW-TH		6
		SiH-8kW-TH		8
		SiH-10kW-TH		10
英国	单相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-SH	600	5
		SiH-6kW-SH		6

地区	产品	型号	最大光伏输入电压 (V)	额定输出功率 (kW)
西班牙	单相混合逆变器 (LV)	SiH-3.6kW-SL	600	3.6
		SiH-5kW-SL		5
		SiH-6kW-SL		6
	单相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-SH	600	5
		SiH-6kW-SH		6
荷兰	单相混合逆变器 (LV)	SiH-3.6kW-SL	600	3.6
		SiH-5kW-SL		5
		SiH-6kW-SL		6
	三相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-TH	1000	5
		SiH-6kW-TH		6
		SiH-8kW-TH		8
土耳其	单相混合逆变器 (HV)	SiH-10kW-TH		10
	单相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-SH	600	5
		SiH-6kW-SH		6
比利时	单相混合逆变器 (LV)	SiH-3.6kW-SL	600	3.6
		SiH-5kW-SL		5
		SiH-6kW-SL		6
	三相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-TH	1000	5
		SiH-6kW-TH		6
		SiH-8kW-TH		8
德国	三相混合逆变器 (HV)	SiH-10kW-TH	1000	10
	三相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-TH	1000	5
		SiH-6kW-TH		6
		SiH-8kW-TH		8
意大利	单相混合逆变器 (LV)	SiH-10kW-TH		10
	单相混合逆变器 (LV)	SiH-3.6kW-SL	600	3.6
		SiH-5kW-SL		5
		SiH-6kW-SL		6
奥地利	三相混合逆变器 (HV)	SiH-5kW-TH	1000	5
		SiH-6kW-TH		6
		SiH-8kW-TH		8
		SiH-10kW-TH		10

资料来源：公司官网、太平洋研究院整理

4.2 超级电容：思源电气控股烯晶碳能，发力车用和短时储能领域

烯晶碳能成立于2010年，主要产品包括双电层超级电容（EDLC）和混合型超级电容（HUC），定位汽车和储能两大领域。2023年7月思源电气公告通过两次收购，使用自有资金约9.1亿元，共持有烯晶碳能公司70.42%的股权，成为公司控股股东。

汽车业务方面：超级电容凭借高功率密度、宽工作温度、长循环寿命等优点，在汽车12V主电源、安全冗余电源等方向应用前景广阔。截止2023年1月，烯晶碳能公司实现近三十万辆车相关配套产品交付。烯晶碳能作为Tier1、Tier2，在车用超级电容市场中，60%—70%的项目是采用公司产品。

储能业务方面：超级电容与锂电池配合，大部分短时间尺度的调频指令由超级电容完成，减少锂电池动作次数，延长了储能系统寿命。公司超级电容产品覆盖“秒级——分钟级”应用场景，EDLC可以解决转动惯量和一次调频的问题，HUC可以解决二次调频的问题。目前烯晶碳能储能应用获取了国内多个示范项目和欧洲某国际公司的50MW功率级商业化项目。

产能投建加速：2023年9月19日，总投资50亿元的思源电气功率型储能器件产业基地项目在无锡奠基，计划分两期建设，主要生产锂离子电池、超级电容等车规级高功率储能器件和系统，一期全面达产后预计年销售额约50亿元，二期全面达产后年销售额约100亿元。

表：烯晶碳能独供多个车用超级电容项目

终端车厂	产品型号	配套上车的时间	配套形式	供应形式
车厂/车型A	EDLC模组18V 200F	19-Mar	Tier1	独家
车厂/车型B	EDLC单体600F	19-Oct	Tier2	独家
车厂/车型C	EDLC单体330F	21-May	Tier2	独家
车厂/车型D	EDLC单体500F	21-May	Tier2	独家
车厂/车型E	EDLC单体310F	22-Mar	Tier2	独家
车厂/车型F	EDLC单体3200F	22-Mar	Tier2	独家
车厂/车型G	EDLC单体1200F	22-Apr	Tier2	独家
车厂/车型H	EDLC单体1200F	22-Apr	Tier2	独家
车厂/车型I	HUC模组12V 4Ah	22-Dec	Tier1	独家
车厂/车型J	EDLC模组60V 16F	22-Dec	Tier1	独家

4.2 超级电容：思源电气控股烯晶碳能，发力车用和短时储能领域

表：烯晶碳能正在开展和已完成多个示范项目和商业化项目

用户名称	项目名称	项目内容	签订年份
XXXX股份有限公司	超级电容柜	DC600-900V，8套超级电容柜	2018年
XXXX太阳能公司	直流输配电项目	20套55kW 15s超级电容储能系统	2018年
XXXX电源系统有限公司	超级电容储能系统	1000V11F超级电容系统储能柜	2018年
XXXX新能源科技有限公司	直流微网项目	2套100kW 30s (DC864V 20F)	2018年
XXXX新能源科技有限公司	地铁项目	超级电容器750V，8MJ	2019年
XXXX新能源公司	超级电容储能系统	324V 222F超级电容系统储能柜	2019年
XXXX股份有限公司	超级电容储能系统	120V150F超级电容器模组	2020年
XXXX工程技术有限公司	新建工程储能系统	1MW 2s DC450~650v (500kW两支路) 超级电容器储能系统	2020年
XXXX工程技术有限公司	国网XX项目	超级电容500KW 15S DC550~800V	2020年
北京XXXX项目	微网超级电容储能系统	AC380v 10kW 15s超级电容装置	2020年
XX大学	微网储能项目	AC380V 30kW 15s超级电容装置	2020年
XXXX机电设备有限公司	超级电容储能系统项目	DC1008V 4F超级电容装置	2020年
XXXX科技有限公司	百兆瓦级多电源融合技术实验验证平台功能设备	AC380V 20kW 30s超级电容装置	2021年
XXXX所	超级电容储能系统项目	48V 562F超级电容器模组	2021年
XXXX自动化集成有限公司	超级电容储能系统项目	DC1440V 6F超级电容装置	2021年
XXXX仪表厂	超级电容储能系统	204V 9F 超级电容器模组	2021年
XXXXX工程大学	储能设备功率变换装置	3套DC576V 50F超级电容装置	2021年
XXXX科技有限公司	超级电容储能系统项目	500kW 2s 超级电容系统	2021年
XXXX大学	超级电容储能系统项目	DC432V 20F超级电容装置	2021年
XX国家电网	惯量检测项目	5MW超容	2021年
XXEECT项目	超级电容储能系统	90V 226F 超级电容器模组	2021年
XXXX电子科技有限公司	超级电容储能系统	DC6500V 7300A超级电容模组	2022年
XXXX科技股份有限公司	能源互联网改造工程项目	1MW 15s 集装箱超级电容储能装置	2022年
XXXX电子科技有限公司	超级电容模组	144V 62F超级电容模组	2022年
XXXX电气有限公司	超级电容模组	144V 62F超级电容模组	2022年
XXXX电气有限公司	超级电容模组	144V 62F超级电容模组	2022年
XXXX能源技术有限公司	微网超级电容储能系统	AC380V 10kW 15s超级电容装置	2022年
XXXX物理研究院	超级电容储能系统项目	DC480V 56F超级电容储能系统	2022年
XXXX电气电子有限公司	超级电容储能系统项目	144V 62F超级电容模组	2022年
德国XXXX	SVC+项目	50MW 9s超容模组	2022年

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录 Contents

- 《1》 三十年平台型电力设备龙头，一、二次设备布局完备
- 《2》 网内业务：受益电网投资加速，技术硬实力助力市占率提升
- 《3》 网外业务：国内市场完善布局，海外市场厚积薄发
- 《4》 新业务：储能业务扬帆起航，超级电容从1-N
- 《5》 盈利预测与估值
- 《6》 风险提示

5.1 公司主要业务板块营收预测

各业务关键假设如下：

开关类：公司产品主要为组合电器、断路器和隔离开关等，我们预计公司收入随国内行业增长和出海增加保持较快增速，预计公司2023-2025年开关类收入增速15%/15%/15%；随着公司高电压等级GIS等产品占比提升，预计毛利率为30%/30.5%/31%。

线圈类：公司产品主要为变压器、互感器、电抗器和中性点设备等，我们预计公司随国内行业增长及海外变压器等产品拓展保持较快增速，预计公司2023-2025年线圈类收入增速25%/20%/20%；随着公司出口加速，预计毛利率为30%/30.5%/31%。

无功补偿类：公司产品主要为SVG和电容器等，基于新能源接入增加带来行业需求的高速增长，公司2023H1中报收入增速80.3%、毛利率提升1.34pct体现产品竞争力，我们预计公司2023-2025年无功补偿类收入增速为50%/20%/20%；公司SVG产品力强有望进一步提升盈利能力，预计毛利率为25%/26%/26.5%。

储能：公司产品主要为电化学储能和超级电容模组等，基于储能行业的持续高景气，公司在储能产品的业务储备和完善布局，预计公司2024-2025年储能业务收入为15亿/27亿，毛利率为17%/20%。

智能设备类：预计公司2023-2025年智能设备类收入增速为10%/10%/10%，毛利率为32.1%/32.1%/32.1%。

工程总承包：2023H1公司加强了工程交付项目的四算管理，更好的管控成本守护利润。预计公司2023-2025年工程总承包收入增速为30%/20%/15%，毛利率为11.8%/11.8%/11.8%。

其他：预计公司2023-2025年其他业务收入增速为10%/10%/10%，毛利率为27.4%/27.4%/27.4%。

5.1 公司主要业务板块营收预测

表：公司主要业务板块营收预测

单位：亿元，CNY		2022A	2023E	2024E	2025E
开关类 (GIS、隔离开关、断路器等)	营业收入	50.35	57.90	66.59	76.57
	YOY	25.33%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	26.71%	30.00%	30.50%	31.00%
线圈类 (互感器、电抗器、变压器等)	营业收入	22.31	27.88	33.46	40.15
	YOY	26.07%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	28.70%	30.00%	30.50%	31.00%
无功补偿类 (SVG、电容器等)	营业收入	13.28	19.92	23.90	28.68
	YOY	16.30%	50.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	24.73%	25.00%	26.00%	26.50%
储能 (电化学、超级电容等)	营业收入		0.00	15.00	27.00
	YOY				80.00%
	毛利率		0.00%	17.00%	20.00%
智能设备类 (二次设备、油色谱/油光谱等)	营业收入	9.43	10.37	11.41	12.55
	YOY	6.57%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	32.14%	32.1%	32.1%	32.1%
工程总承包 (海外EPC为主)	营业收入	7.49	9.74	11.68	13.44
	YOY	11.03%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	11.77%	11.8%	11.8%	11.8%
其他	营业收入	2.52	2.77	3.04	3.35
	YOY	21.40%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	27.44%	27.4%	27.4%	27.4%
总营收		105.37	128.58	165.09	201.75
毛利率		26.33%	28.0%	27.4%	27.6%

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

5.2 估值及投资建议

公司输配电业务积累深厚，网内有望随行业维持稳定增速，网外有望随新能源和海外拓展加速实现较快发展：储能业务依托公司电力电子领域技术优势和市场积累，有望打开公司全新增长曲线。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为128.6/165.1/201.8亿元，同比增长22%/28.4%/22.2%；归母净利润分别为17.6/21.9/27.2亿元，同比增长44.1%/24.3%/24.4%；EPS分别为2.28/2.84/3.53元/股；当前股价对应PE分别为21/17/14倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表：可比公司PE估值

证券代码	公司名称	市值	归母净利润（亿元）					EPS（元/股）				PE			
		2023/9/28	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600406.SH	国电南瑞	1782.61	64.46	74.29	86.65	99.62	0.96	0.92	1.08	1.24	25	24	21	18	
000400.SZ	许继电气	197.59	7.59	9.48	12.36	15.09	0.75	0.93	1.21	1.48	27	19	15	12	
600312.SH	平高电气	149.26	2.12	6.40	9.37	12.52	0.16	0.47	0.69	0.92	51	21	15	11	
688676.SH	金盘科技	148.52	2.83	5.24	8.47	12.47	0.67	1.23	1.98	2.92	54	26	16	11	
均值											39	23	17	13	
002028.SZ	思源电气	386.03	12.2	17.6	21.9	27.2	1.59	2.28	2.84	3.53	24	21	17	14	

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理（2023/10/18数据）

5.3 财务报表及预测

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,878	2,462	4,792	7,060	9,980	营业收入	8,695	10,537	12,858	16,509	20,175
应收和预付款	3,860	4,905	3,572	4,586	5,604	营业成本	6,045	7,763	9,263	11,993	14,603
存货	2,607	2,459	2,573	2,998	3,245	营业税金及附	55	72	83	108	134
其他流动资产	1,155	2,247	1,220	1,207	1,177	销售费用	415	465	553	693	847
流动资产合计	9,499	12,074	12,156	15,850	20,006	管理费用	253	215	251	314	383
长期股权投资	4	2	2	2	2	财务费用	21	-10	30	21	18
投资性房地产	2	2	2	2	2	资产减值损失	-18	4	-3	-10	-3
固定资产	743	1,215	1,152	1,089	1,026	投资收益	11	6	13	16	17
在建工程	309	151	151	151	151	公允价值变动	10	-38	0	0	0
无形资产开发	289	394	394	394	394	营业利润	1,407	1,342	1,954	2,429	3,021
长期待摊费用	11	20	20	20	20	其他非经营损	-3	-11	-5	-6	-7
其他非流动资	12,557	13,926	14,501	18,195	22,351	利润总额	1,404	1,331	1,949	2,423	3,014
资产总计	13,914	15,711	16,223	19,853	23,946	所得税	131	44	97	121	151
短期借款	43	109	109	109	109	净利润	1,272	1,287	1,852	2,302	2,863
应付和预收款	3,329	4,055	4,631	5,830	6,896	少数股东损益	75	67	93	115	143
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利	1,198	1,220	1,759	2,186	2,720
其他负债	1,944	2,110	379	379	379	预测指标					
负债合计	5,316	6,275	5,120	6,318	7,384		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	766	770	770	770	770	毛利率	30.48%	26.33%	27.96%	27.35%	27.62%
资本公积	204	277	294	294	294	销售净利率	13.77%	11.58%	13.68%	13.24%	13.48%
留存收益	6,150	7,637	9,276	11,593	14,477	销售收入增长	17.94%	21.18%	22.03%	28.39%	22.21%
归母公司股东	8,370	9,171	10,745	13,063	15,947	EBIT 增长率	27.69%	-4.25%	44.99%	23.46%	24.07%
少数股东权益	228	265	358	473	616	净利润增长率	28.32%	1.90%	44.13%	24.30%	24.40%
股东权益合计	8,598	9,436	11,103	13,535	16,563	ROE	14.31%	13.31%	16.37%	16.74%	17.06%
负债和股东权	13,914	15,711	16,223	19,853	23,946	ROA	8.61%	7.77%	10.84%	11.01%	11.36%
现金流量表 (百万)						ROIC	14.90%	13.79%	16.71%	16.96%	17.23%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS (X)	1.57	1.59	2.28	2.84	3.53
经营性现金流	383	1,055	3,013	2,244	2,878	PE (X)	31.34	24.04	21.18	17.04	13.70
投资性现金流	-553	-450	-437	24	42	PB (X)	4.50	3.21	3.47	2.85	2.34
融资性现金流	-171	-88	-267	0	0	PS (X)	4.34	2.79	2.90	2.26	1.85
现金增加额	-347	546	2,330	2,268	2,921	EV/EBITDA (X)	23.50	18.02	15.98	12.11	8.87

目录 Contents

- 《1》 三十年平台型电力设备龙头，一、二次设备布局完备
- 《2》 网内业务：受益电网投资加速，技术硬实力助力市占率提升
- 《3》 网外业务：国内市场完善布局，海外市场厚积薄发
- 《4》 新业务：储能业务扬帆起航，超级电容从1-N
- 《5》 盈利预测与估值
- 《6》 风险提示

6 风险提示

行业竞争格局恶化风险

下游需求不及预期风险

海外市场拓展不及预期风险

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。

销售人员

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



期待与您合作!

THANKSFORWATCHING