

# 思源电气 (002028.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 输变电一次设备民企龙头, 海外&网内

### 外多极驱动

#### 公司基本面:

公司为业内少数的全面覆盖一二次设备的民企龙头, 在行业具备持续超越周期的 $\alpha$ , 近20年营收和归母净利润年化复合增速分别为25%和21%, 超过电网投资和可比公司增速。24年上半年预计实现营收61.7亿元, 同比+16%, 实现归母净利润8.9亿元, 同比+27%。

#### 投资逻辑:

**推荐逻辑一: 产品矩阵多元化持续扩张, 网内多环节基本盘稳固。**

1) 产品矩阵扩张: 公司深耕电力设备领域30余年, 开关类、线圈类、无功补偿、智能设备类等业务不断横向布局; GIS、隔离开关、断路器、互感器、继保等细分产品持续突破更高电压等级。

2) 网内格局稳定: 主网建设和新能源等发电侧新增装机直接相关, 当前电网投资正加速追赶电源投资, 2024年上半年电网投资完成额同比大幅增长24%。公司网内市场多环节中标份额领先, 组合电器、电容器、变压器、继电保护等份额在上市公司中排名前三。

**推荐逻辑二: 全球电网设备投资提速, 海外长期战略逐步兑现。**

新能源装机增长、用电侧发展、设备老化替换为全球电网三大驱动因素。24年多家龙头公司经营情况超预期(例如伊顿美洲电气板块和西门子能源电网板块营收增速分别上调至10-12%和32-34%)、变压器和高压开关等出口延续较快增长。经十余年开拓, 公司海外业务进入快速增长阶段, 已覆盖100多个国家地区, 23年海外营收21.6亿元, 同比+16%, 毛利率增至38.6%, 同比+13pct。

**推荐逻辑三: 布局储能及汽车电子, 增添未来成长新动能。**

1) 公司早在2011年就成立子公司布局大容量储能及分布式电源领域, 目前具备储能产品解决方案群, 全面覆盖发电侧、网侧、大型工商业及户用等场景, 有望凭借丰富的客户资源实现突破。

2) 在汽车领域, 23年7月完成烯晶碳能(国内首家为乘用车供货的超级电容器企业)70.4%的股权收购, 加强与多家企业紧密合作。

#### 盈利预测、估值和评级

公司规划清晰、技术/管理/成本控制领先、股权激励持续激发员工积极性, 我们预计24-26年实现归母净利润20.4/25.4/31.1亿元, 同比+31%/24%/22%, 给予24年30倍PE估值, 预计24年目标市值613亿元, 目标价79.2元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示

投资/海外拓展/新产品推广不及预期、原材料上涨、竞争加剧

新能源与电力设备组

分析师: 姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 64.72 元

目标价 (人民币): 79.23 元



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,537	12,460	15,614	19,194	23,525
营业收入增长率	21.18%	18.25%	25.31%	22.93%	22.57%
归母净利润(百万元)	1,220	1,559	2,045	2,543	3,115
归母净利润增长率	1.90%	27.76%	31.14%	24.37%	22.49%
摊薄每股收益(元)	1.585	2.015	2.641	3.285	4.023
每股经营性现金流净额	1.37	2.94	2.47	3.28	4.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.31%	15.01%	17.07%	18.20%	18.98%
P/E	24.11	25.83	24.56	19.75	16.12
P/B	3.21	3.88	4.19	3.59	3.06

来源: 公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1、逻辑一：网内稳——产品矩阵横向纵向持续扩张，网内多环节基本盘稳固.....	4
1.1 三十年电力设备民企龙头行稳致远，全面布局一&二次设备、电力电子、EPC.....	4
1.2 电网投资建设加速追赶电源侧投资，公司网内输变电环节基本盘稳固.....	10
2、逻辑二：出海强——全球电网设备投资提速，海外长期战略逐步兑现.....	13
2.1 新能源、用电增长、线路老化驱动，欧美、亚非拉等地需求强烈.....	13
2.2 公司海外长期战略逐步兑现，订单及毛利率显著提升.....	15
3、逻辑三：跨领域——布局储能及汽车电子，增添未来成长新动能.....	17
3.1 公司储能产品布局全面，下游客户资源丰富.....	17
3.2 收购烯晶碳能，超级电容应用前景广阔.....	18
4、公司核心竞争优势——目标规划、技术领先、管理及成本控制、股权激励.....	20
5、盈利预测与投资建议.....	24
5.1 盈利预测.....	24
5.2 投资建议与估值.....	25
6、风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：公司产品涵盖电网一次&二次设备、电力电子、EPC，覆盖网内、网外（非国南网客户）、海外三类市场.....	4
图表 2：多元化制造实体全面覆盖各类产品、子公司分工明确.....	5
图表 3：30 年间公司产品矩阵不断扩充、同时一次二次设备实现更高电压等级突破.....	6
图表 4：公司产品及业务领域持续拓展，支撑业绩稳健增长（亿元）.....	7
图表 5：过去 20 年间，公司营收及业绩增速超过电网投资、和其他可比公司增速.....	7
图表 6：公司分业务营收情况：增量贡献主要来自开关和线圈（亿元）.....	8
图表 7：综合毛利率主要受到产品结构变化影响、开关类业务毛利率多年来较为平稳.....	8
图表 8：期间费用率控制良好、净利率相对稳定.....	9
图表 9：公司经营性现金流保持较好水平（亿元）.....	9
图表 10：公司资产负债率良好.....	9
图表 11：公司近年来加权 ROE 维持在 15%左右.....	9
图表 12：主网投资建设和发电侧新增装机规模直接相关.....	10
图表 13：24 年电网投资完成额加速追赶电源投资完成额，实现了在 2018 年后的首次超越.....	10
图表 14：公司国网主网中标情况：以组合电器为主，其次为电容器、互感器等（2023）.....	11
图表 15：公司在主网输变电设备中标排名领先（上市公司排名）.....	11



图表 16:	公司组合电器、电容器、互感器、继保和变电站监控、隔离开关中标梳理 (亿元)	12
图表 17:	全球电网投资逻辑——新能源消纳、用电侧需求、存量线路老龄化驱动因素	13
图表 18:	美国电力设备下游中: 数据中心、公用事业/电网、再工业化相关增速较快 (伊顿公司指引)	13
图表 19:	5840 亿欧元欧盟电网投资计划大部分用于配电网, 2030 年前新增 64GW 跨境输电容量	13
图表 20:	伊顿 24 年总营业利润率指引上修至 22.8-23.2%	14
图表 21:	日立能源 23 年营收同比+31%, 预计 24 年营收同比增长 12%	14
图表 22:	24Q2 西门子能源电网业务新增订单同比+28%, 利润同比+119%	14
图表 23:	24 年 1-6 月变压器、隔离开关等出口金额延续较快增长 (亿元)	15
图表 24:	公司海外营收持续增长	15
图表 25:	公司海外新增订单持续增长	15
图表 26:	2023 年公司海外毛利率快速提升	16
图表 27:	公司持续开拓海外市场、长期战略逐步兑现	16
图表 28:	预计 2024-2033 年全球储能市场规模将增加 926GW/2789GWh (GW)	17
图表 29:	公司海外储能品牌 SWATTEN 业务布局全球	17
图表 30:	公司客户资源丰富, 涵盖电网、发电企业、工商业企业等	18
图表 31:	烯晶碳能是国内首家为乘用车供货的超级电容器企业	18
图表 32:	烯晶碳能在储能领域已经开展和完成多个示范项目和商业化项目的销售	19
图表 33:	公司营收目标完成度高、年度目标设置合理	20
图表 34:	公司合同订单目标完成度高、年度目标设置合理	20
图表 35:	公司技术人员数量行业领先 (个)	21
图表 36:	公司研发投入占比处于行业领先水平	21
图表 37:	公司创始人均为专业背景出身, 高管产业经验丰富	21
图表 38:	公司毛利率领先同行业可比公司	22
图表 39:	开关类产品: 毛利率领先可比公司	22
图表 40:	继保类二次产品: 毛利率处于行业平均水平	22
图表 41:	公司上市以来已推出三次股权激励计划	23
图表 42:	股权激励计划有望持续激发员工积极性	23
图表 43:	公司销售人员人均创收/创利呈上升趋势 (万元)	23
图表 44:	公司业务预测总览 (亿元)	25
图表 45:	可比公司估值表 (市盈率法) (亿元)	25



## 1、逻辑一：网内稳——产品矩阵横向纵向持续扩张，网内多环节基本盘稳固

### 1.1 三十年电力设备民企龙头行稳致远，全面布局一&二次设备、电力电子、EPC

三十年间，公司从单一品类提供商，成长为业内少数的全面覆盖一二次设备的民企龙头。公司成立于1993年，2004年深交所上市，深耕电力设备领域30余年。当前公司已成为民营平台类设备龙头，一次设备（开关类、线圈类、无功补偿类）、二次设备（智能设备类）布局全面，产品广泛应用于电力、新能源、冶金、轨交、石化、煤炭、港口、数据中心等多行业。2009年公司成立上海思源输配电工程有限公司，开展海外EPC，业务覆盖欧洲、东南亚、中东、非洲等100多个国家和地区，带动开关类、线圈类产品出海销售。

图表1：公司产品涵盖电网一次&二次设备、电力电子、EPC，覆盖网内、网外（非国南网客户）、海外三类市场

业务及占比：	开关类产品 (45%)	线圈类产品 (22%)	无功补偿类产品 (15%)	智能设备类产品 (8%)	EPC业务 (7%)	其他业务
主要 产品：	组合电器 (GIS、HGIS等) GIS: 750kV及以下	变压器 500kV及以下	动态无功补偿成套设备 (SVG)	变电站自动化 500kV及以下	33-330kV 加纳330kV变电站项目	储能 站级储能系统
	HGIS: : 750kV及以下	电抗器 500kV及以下	电容器 1000kV及以下	油色潜在线监测装置	肯尼亚220kV变电站项目	工商业及户用储能产品
	断路器 750kV及以下	互感器 电流/电压: 500kV/1000kV及以下	整流器	配电自动化	莫桑比克110kV变电站项目	汽车电子 超级电容器
	隔离开关 750kV及以下	中性点设备 消弧线圈等	有源滤波装置 (APF)	合并单元智能终端	肯尼亚33kV线路项目	超级电容器模组
主要 领域：	网内市场	网外市场	海外市场	网内市场 网外市场	网内市场	海外市场 网外市场

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所（注：数字为2023年收入占比）

开关类、线圈类、无功补偿、智能设备类产品对应不同子公司、分工明确。

- ①开关类产品：主要包括气体绝缘金属封闭开关设备 GIS (750kV 及以下)、SF6 断路器和隔离开关 (750kV 及以下) 等，由上海思源高压开关、江苏聚源电气、江苏省如高高压电器、江苏思源中压开关等子公司生产；
- ②线圈类产品：主要包括变压器 (500kV 及以下)、电抗器 (500kV 及以下)、电流互感器 (500kV 及以下)、电压互感器 (1000kV 及以下) 等，由常州思源东芝变压器、江苏思源赫兹互感器、上海思源光电等子公司生产。
- ③无功补偿类产品：主要包括动态无功补偿成套设备 SVG、电容器 (1000kV 及以下)、整流器等，主要由上海思源清能电气电子、上海思源电力电容器等子公司负责；
- ④智能设备类产品：主要包括变电站自动化、配电自动化等产品，主要由子公司上海思源弘瑞自动化负责；
- ⑤海外 EPC 业务：主要通过子公司上海思源输配电工程开展；
- ⑥储能系统：产品全面覆盖发电侧、网侧、大型工商业及户用等场景，主要由上海思源清能电气电子等子公司负责；
- ⑦汽车电子业务：通过上海梯米汽车科技、烯晶碳能电子科技等子公司开展，主要生产、销售车用超级电容模组。


**图表2：多元化制造实体全面覆盖各类产品、子公司分工明确**

产品类别	对应子公司	持股比例	主要产品	产品用途
开关类	上海思源高压开关	100%	组合电器	集成多种不同功能的开关设备，用于控制和保护电力系统
	江苏聚源电气	100%	组合电器零部件	
	江苏省如高高压电器	95.48%	隔离开关、断路器	隔离开关：隔离电源、倒闸操作、用以连通和切断小电流电路； 断路器：自动断开电路以保护电气设备和线路安全
	江苏思源中压开关	100%	断路器	
线圈类	常州思源东芝变压器	90%	变压器	改变电压大小
	江苏思源赫兹互感器	90%	互感器	将高电压或大电流变换成标准低电压或标准小电流，用于测量/保护系统
	上海思源光电	100%	电抗器	用于补偿电力系统中的无功功率，改善功率因数，稳定电压，抑制谐波
	上海思源光电	100%	中性点设备	提高电力系统的安全运行及供电的可靠性
无功补偿类	北京思源清能电气电子	100%	SVG、APF	提供无功补偿，用于改善电网的功率因数，提高电能质量
	上海思源电力电容器	75%	电容器	用于电力系统的无功补偿，提高功率因数，改善电压质量
智能设备类	上海思源弘瑞电力控制技术	92.45%	变电站自动化、配电自动化	实现变电站、配电站自动化调节、控制
	上海思源光电	100%	在线监测系列产品（油色谱等）	满足电力设备智能化监测需求
EPC业务	上海思源输配电工程	100%	EPC业务	指按合同约定对工程项目的设计、采购、施工等实行全过程或若干阶段的承包
储能业务	(上海)思源清能电气电子	100%	储能系统产品	能量存储、释放
汽车电子	上海秭米汽车科技	41.25%	车用超级电容模组	快速能量存储、释放
	烯晶碳能电子科技无锡	70.42%		

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所（注：截至 2023 年年报；秭米公司主要从事汽车电子和与汽车主机厂的合作，包括参与车厂的创新和研发；烯晶碳能主要为汽车电子业务提供零部件的解决方案，包括面向车载业务的关键元件供应；聚源电气主要覆盖敞开式高压电器、高压组合电器、高压电器零配件）

### 产品矩阵横向不断扩充丰富、纵向实现更高电压等级突破。

- 1) 横向拓展(拓品类):** 公司 1996 年推出弧线圈自动调谐及接地选线成套装置，正式进入电力运行设备制造行业；2002 年成立江苏如高高压电器，布局高压开关设备；2004 年先后成立上海思源电力电容器、江苏思源赫兹互感器，进入电容器、互感器领域；2007 年设立上海思源高压开关，进入气体绝缘金属封闭组合电器（GIS）产品领域；2008 年成立思源清能电气电子，布局大功率电力电子技术；2009 年成立上海思源弘瑞自动化，进入继电保护和智能变电站领域；2011 年成立上海思源储能技术工程，进入大容量储能及分布式电源产品领域；2018 年先后成立上海秭米汽车科技、常州思源东芝变压器，进入汽车电子、变压器领域；2023 年控股烯晶碳能，全面进入汽车、储能调频领域。
- 2) 纵向拓展(电压等级):** ①GIS 产品：自 2007 年布局以来不断突破，2012 年取得 220kV 国南网投标资质，2014 年通过 550kV 鉴定，2016 年 500kV 实现国网集中招标突破，2023 年电压等级进一步提升至 750kV；②隔离开关：2013 年 550kV 隔离开关国网集采首次中标，2015 年电压等级提升至 750kV；③断路器：2014 年 550kV 罐式断路器取得国网订单，2015 年电压等级提升至 750kV，2018 年中标张北柔性直流电网试验示范工程 500kV 直流断路器；④互感器：2017 年电压等级突破至 1000kV；⑤电抗器：2021 年电压等级突破 220kV，2023 年进一步突破至 500kV；⑥变压器：2018 年新增 220kV 及以下变压器，2022 年电压等级提升至 500kV；⑦变电站继电保护和监控系统：2013 年 110kV 和 220kV 变电站监控产品均取得国网集招资质且中标、110kV 继电保护装置取得集招资质，2021 年电压等级提升至 500kV。



图表3: 30年间公司产品矩阵不断扩充,同时一次二次设备实现更高电压等级突破

年份/业务	一次设备		二次设备		EPC	电力电子
	开关类	线圈类	无功补偿类	智能设备类		
1996	推出XHK-I型消弧线圈自动调谐及接地选线成套装置					
2002	成立如高高压电器, 布局高压开关设备					
2004	成立思源赫兹互感器, 布局互感器		成立思源电力电容器, 进入电容器领域			
2007	设立思源高压开关, 进入GIS领域					
2008						成立思源清能电气电子, 布局大功率电力电子技术
2009			成立思源弘瑞自动化, 进入继电保护和智能变电站领域		成立思源输配电工程, 开展海外设备出口和总包	
2011						成立思源储能技术工程, 进入大容量储能及分布式电源领域
2012	取得220KV GIS国网、南网投标资质					
2013	550KV隔离开关国网集采首次中标		110、220KV变电站监控取得国网资质且中标	110KV 继保取得集招资质	获得对外承包工程资格	
2014	550KV罐式断路器取得国网订单	550KV GIS通过鉴定			首次实现高端项目的海外突破, 中标埃塞俄比亚复兴大坝输变电工程电容器供货合同	
2016			500KV GIS实现国网集中招标的突破		海外市场新产品突破6个, 海外新市场突破6个	进入充电桩、超级电容器等新业务
2017	电流、电压互感器电压等级提升至1000kV				突破英国国家电网、西班牙电网公司等12个新国家市场	
2018	中标张北柔性直流电网试验示范工程 500KV直流断路器		收购常州思源东芝变压器, 进入变压器产品领域			成立梯米汽车科技, 进入汽车电子产品
2020						投资上海陆芯电子科技, 布局功率半导体
2021	电抗器电压等级提升至220kV		继保和变电站监控电压等级提升至500kV			
2022	电抗器电压等级提升至500kV		变压器电压等级提升至500kV			
2023	GIS电压等级提升至750kV					控股烯晶碳能, 全面进入汽车、储能调频领域

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所 注: 蓝色为公司不同产品横向拓展、橙色为某细分领域纵向拓展突破

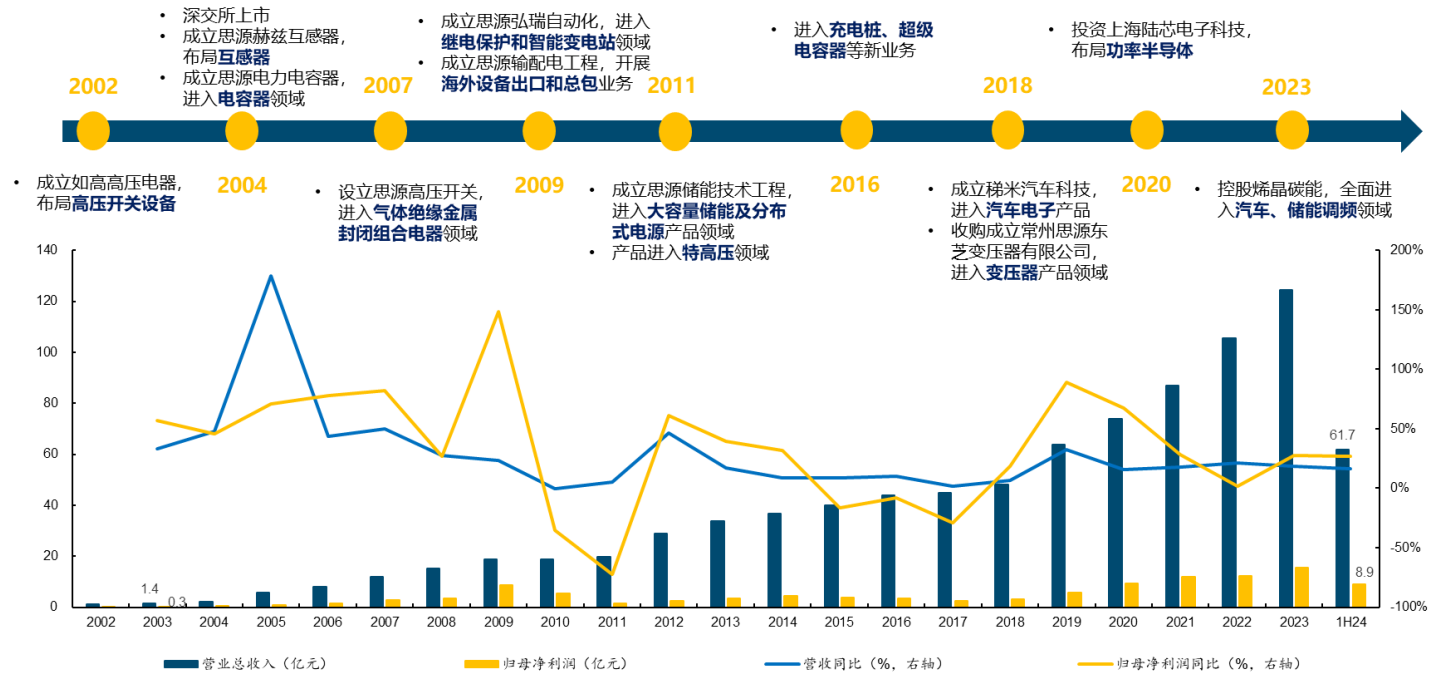
近 20 年公司营收和归母净利润年化复合增速分别为 25%和 21%。营业收入规模从 2003 年的 1.4 亿元增长至 2023 年的 124.6 亿元, 复合增速达 25%; 归母净利润从 2003 年的 0.3 亿元增长至 2023 年的 15.6 亿元, 复合增速达 21%。

2019 年以来公司收入&业绩增长稳健。2024 年一季度, 公司实现营业收入 26.6 亿元, 同比增长 22.4%, 实现归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 66.3%, 归母净利润同比高速增长主要受益于公司海外业务快速放量。根据公司 2024 年半年度业绩快报, 2024 年上半年实现营业收入 61.7 亿元, 同比增长 16.3%, 实现归母净利润 8.9 亿元, 同比增长 26.6%。

复盘部分年份归母净利润变动原因: 2009 年公司同比增长 174%, 主要由于公司出售平高电气股份获得投资收益; 2011 年同比下滑主要受主流产品中标价格处于历史低位, 以及原材料价格高位运行影响; 2012 年公司 GIS、变电站自动化及继电保护系统、电力电子成套设备等产品快速放量, 毛利率显著提升带动公司盈利修复; 2015-2017 年, 市场竞争加剧、整体招标价格下降叠加原材料价格上涨导致公司利润下滑; 2019 年受益于原材料价格回落、期间费用下降, 公司归母净利润快速增长。



图表4: 公司产品及业务领域持续拓展, 支撑业绩稳健增长 (亿元)



公司在电力设备行业具备持续超越周期的 $\alpha$ 。对比公司和电网投资、重点输变电国央企过去20年的发展, 可以看到电网投资增速整体维持5-10%, 输变电国央企的收入增速主要在10-20%区间、业绩增速主要在10-30%区间, 而公司增速显著高于电网投资和同行业可比公司的增速, 公司持续增长的关键在于品类的拓展&份额提升、市场领域的延伸。

图表5: 过去20年间, 公司营收及业绩增速超过电网投资、和其他可比公司增速

	过去20年CAGR	过去15年CAGR	过去10年CAGR	过去5年CAGR
电网投资	10%	6%	5%	8%
<b>思源电气-营收</b>	<b>25%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>21%</b>
许继电气-营收	13%	13%	7%	16%
平高电气-营收	14%	10%	11%	0%
中国西电-营收*	7%	3%	5%	9%
<b>思源电气-归母净利润</b>	<b>21%</b>	<b>11%</b>	<b>16%</b>	<b>40%</b>
许继电气-归母净利润	9%	24%	3%	38%
平高电气-归母净利润	20%	10%	7%	23%
中国西电-归母净利润*	6%	-1%	10%	9%

来源: Wind, 国金证券研究所 \*注: 电网投资数据采用每年国网公司资本开支金额; 中国西电为过去18年CAGR

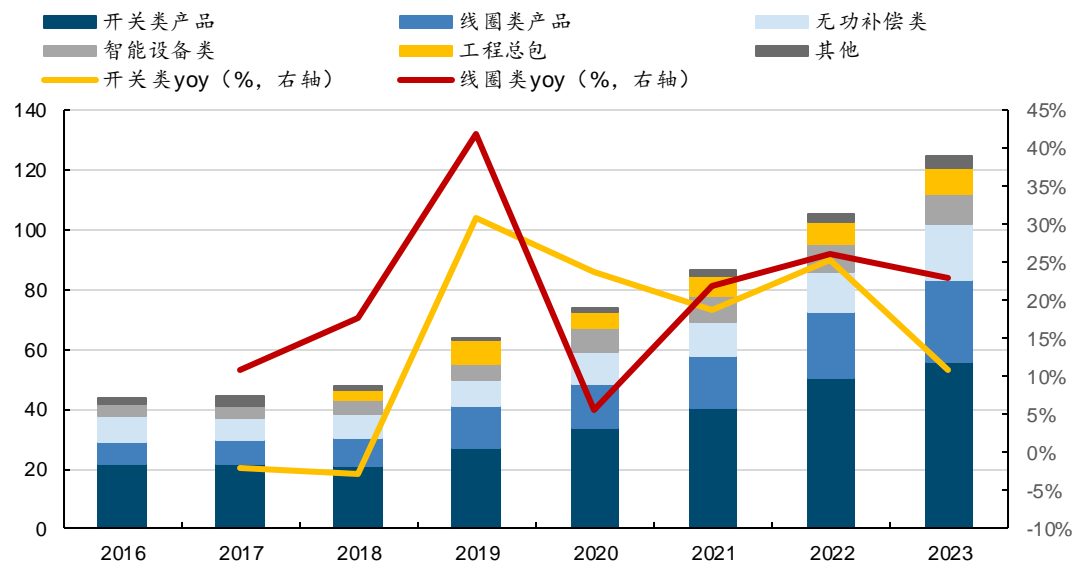
分业务来看, 公司收入增量贡献主要来自开关类和线圈类产品。

开关类产品2016-2023年收入占比在40%-50%之间; 线圈类产品近年来收入占比同样呈上升趋势, 2023年占比接近22%。开关类、线圈类产品是电网输变电招标及网外配套的重要组成部分, 收入快速增长一方面受益于行业端全球范围内电网投资提速, 另一方面系公司横向不断扩充产品矩阵、纵向实现细分领域份额提升。此外, 随着公司产能释放以及海外需求持续拉动, 线圈及开关类占比有望进一步提升。

2023年无功补偿类产品收入占比提升至15%, 主要系新能源新增装机持续增长, 发电变电站配套需求持续释放。智能设备类/工程总包业务2023年收入贡献分别为8%/7%, 智能设备类产品主要为继电保护及变电站监控系统, 与网内招标关联度高; 工程总包业务主要面向海外, 充分受益于全球电网投资提速。



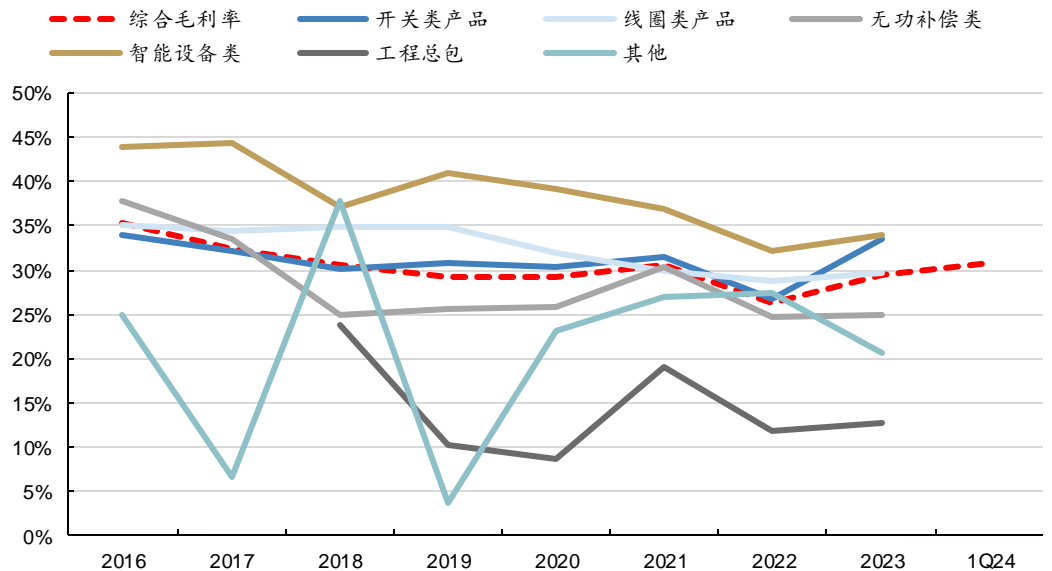
图表6: 公司分业务营收情况: 增量贡献主要来自开关和线圈 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

公司综合毛利率主要受到产品结构变化影响, 净利率由于期间费用率控制良好而较稳定。除 2022 年受上海公共卫生事件影响外, 公司综合毛利率其他年份维持 30%左右。分产品看, 公司开关类、线圈类、智能设备类产品毛利率相对较高, 基本维持 30%以上; 无功补偿类/工程总包业务毛利率相对较低, 在 10-20%之间。

图表7: 综合毛利率主要受到产品结构变化影响、开关类业务毛利率多年来较为平稳



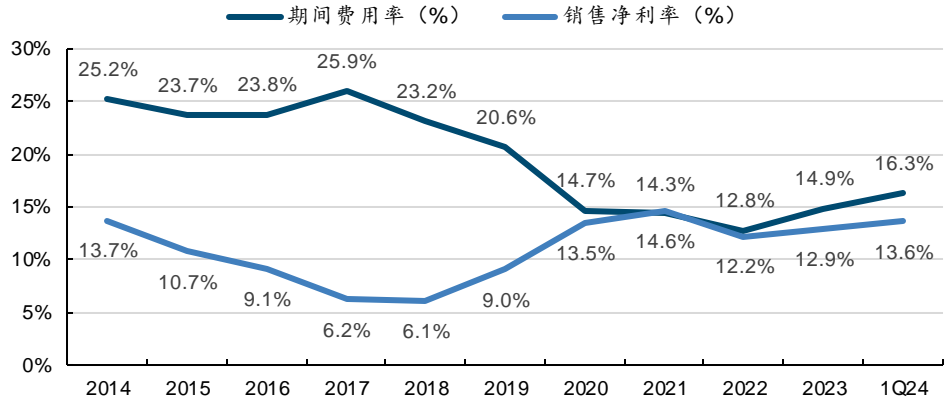
来源: Wind, 国金证券研究所

公司期间费用率控制良好, 净利率相对稳定, 2020 年以来维持 12%-15%之间。2017-2022 年期间费用率呈现下降趋势, 2023 年公司期间费用率 14.9%, 同比+2.1pct, 主要由于 2023 年公司实行新一轮股权激励计划增加期权费用, 同时公司持续加强研发投入以及新产品开发力度导致研发费用增长。2024 年以来公司保持高强度研发投入, 同时受股权激励的持续影响, 一季度期间费用进一步上升至 16.3%。





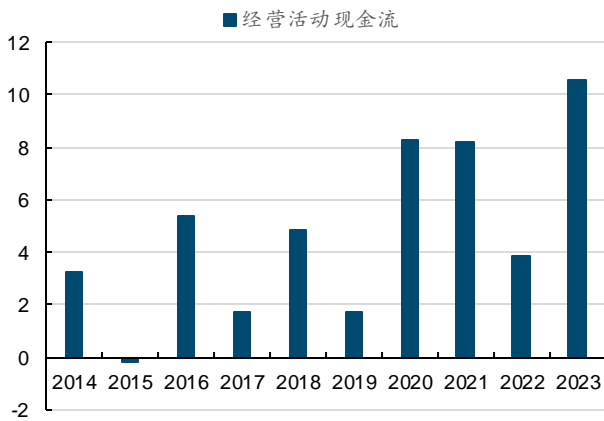
图表8: 期间费用率控制良好、净利率相对稳定



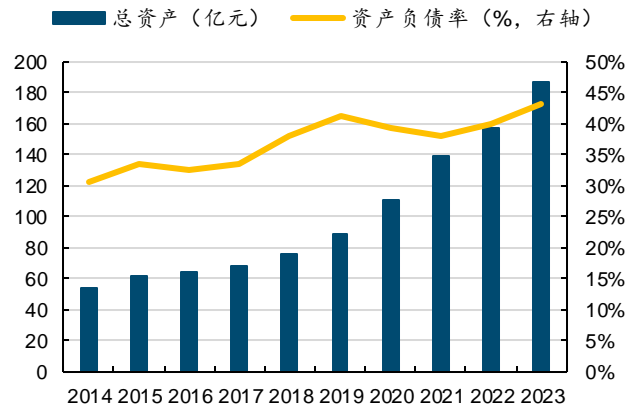
来源: Wind, 国金证券研究所

公司经营性现金流常年保持较好水平, 绝大多数年份维持正值, 稳定的现金流有利于公司未来业务持续拓展、保持稳定的分红能力; 2023 年公司资产负债率 43%, 近 10 年均维持在 45% 以下, 整体维持健康水平, 财务风险较低; 2020 年以来公司加权 ROE 维持 15% 左右, 盈利能力稳定、资本利用效率较高。

图表9: 公司经营性现金流保持较好水平 (亿元)



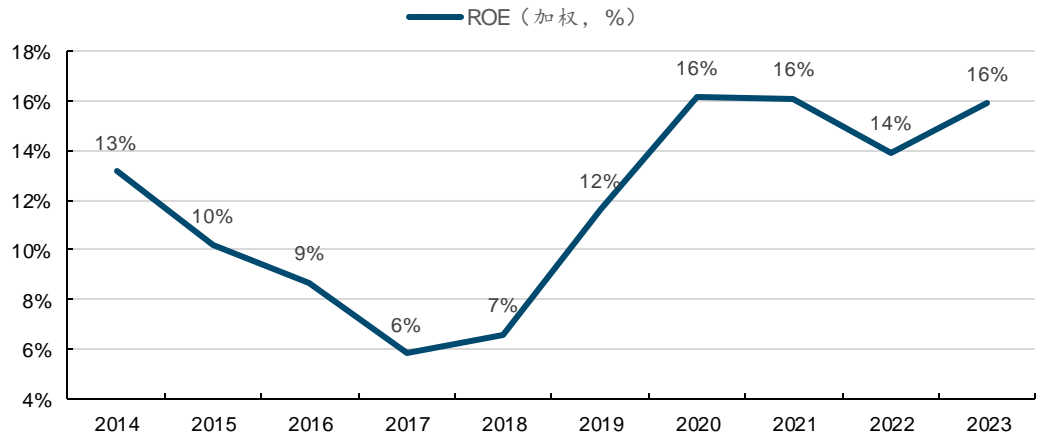
图表10: 公司资产负债率良好



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 公司近年来加权 ROE 维持在 15% 左右



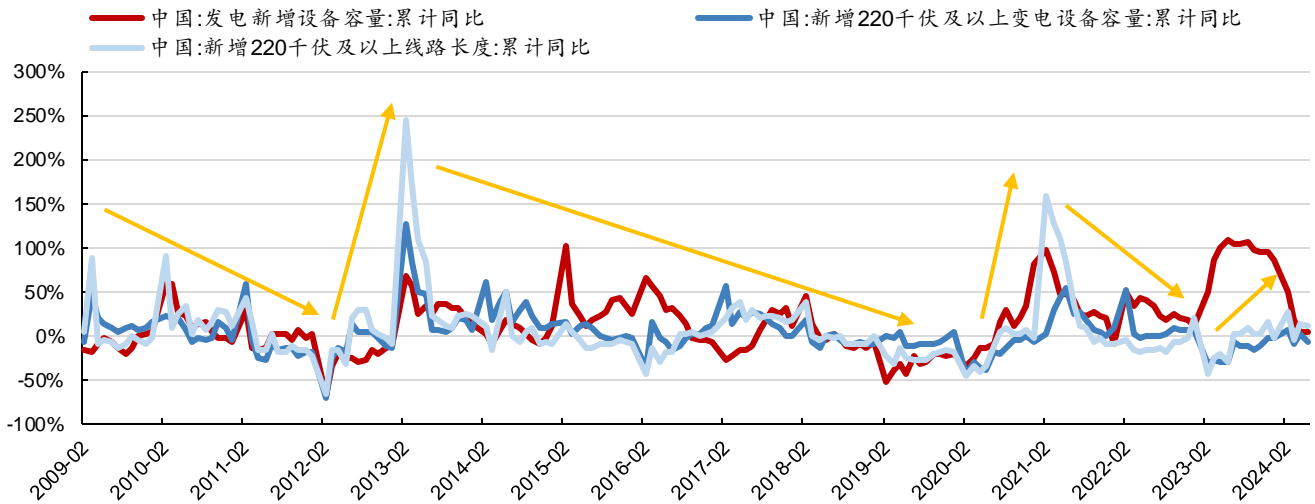
来源: Wind, 国金证券研究所



## 1.2 电网投资建设加速追赶电源侧投资，公司网内输变电环节基本盘稳固

电网主网侧建设和发电侧新增装机规模直接相关，当前电网投资正加速追赶电源投资。我们选取“新增220kv及以上线路长度”，和“新增220kv及以上变电设备容量”两项指标的累计同比增速来衡量主网侧投资建设景气度，可以看到，主网侧建设和发电侧新增装机规模呈现明显的正相关性，近年来新能源等电源建设配套是电网投资最直接驱动因素。

图表12：主网投资建设和发电侧新增装机规模直接相关

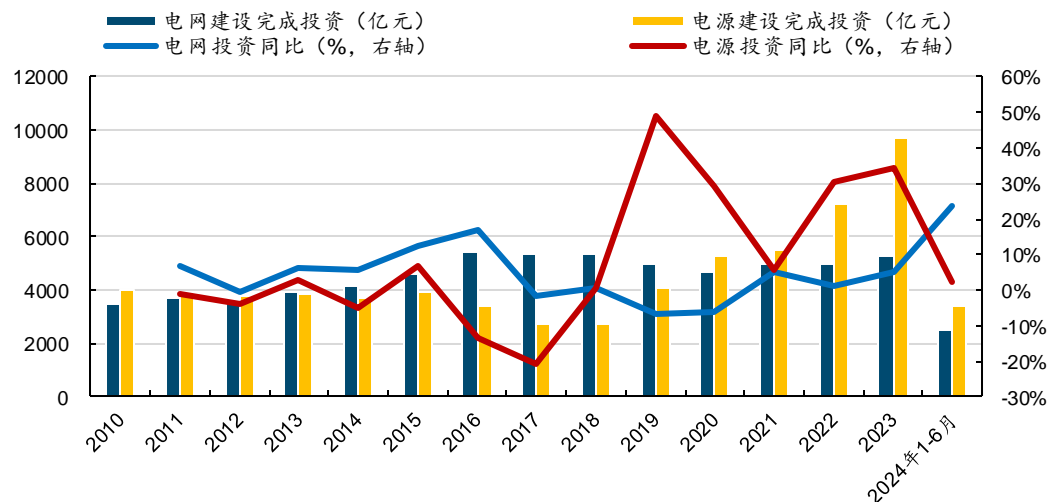


来源：Wind，国金证券研究所

2018年之前，我国电源电网投资整体呈现相同的趋势。2018年光伏补贴逐渐退坡，新能源经济性渐显获得市场青睐，电源投资自2018年探底以来高速增长。反观电网投资自2016年以来呈现下行趋势，2019-2022年电网建设完成投资基本维持5000亿元左右，建设相对滞后。**电源电网投资错配根本原因在于建设周期错配**：电源侧投资主要由市场驱动，整个项目周期约2年；电网侧投资主要由计划驱动，项目建设需要依次纳入国家能源局、国网总部、地方公司规划后才能开始进行预算、设计、建设等流程，项目周期平均3-5年。

新能源大比例接入对电网消纳能力提出更高的要求，2024年6月4日国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，强调加强电网建设。2024年1-6月，电网投资同比增长23.7%，电网投资加速。当前风光大基地项目外送缺口较大，特高压建设迎来第三轮发展高峰，24年至少开工5条直流线路，达到历史最高水平，十五五期间有望保持高投资强度。我们认为，加大电网建设是电力保供和新能源消纳的关键，随着新能源电力设施配套需求增多，电网建设有望进一步加快。

图表13：24年电网投资完成额加速追赶电源投资完成额，实现了在2018年后的首次超越

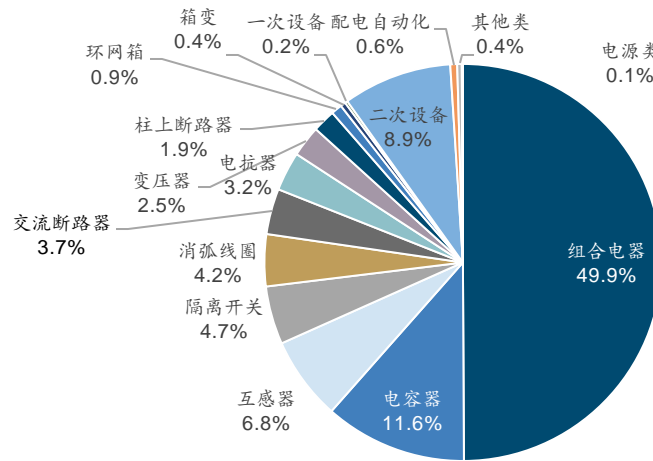


来源：Wind，国金证券研究所



在网内市场中，公司一二次设备多环节领先。公司参与国网输变电设备招标的9项主要产品为：①组合电器、②电容器、③互感器、④继电保护和变电站监控系统、⑤隔离开关、⑥消弧线圈、⑦断路器、⑧电抗器、⑨变压器。2023年公司在国网输变电设备招标中，组合电器占比接近50%；电容器（11.6%）、继电保护及变电站监控（8.9%）、互感器（6.8%）、隔离开关（4.7%）这四项产品占比靠前、份额在上市公司中总排名领先。

图表14：公司国网主网中标情况：以组合电器为主，其次为电容器、互感器等（2023）

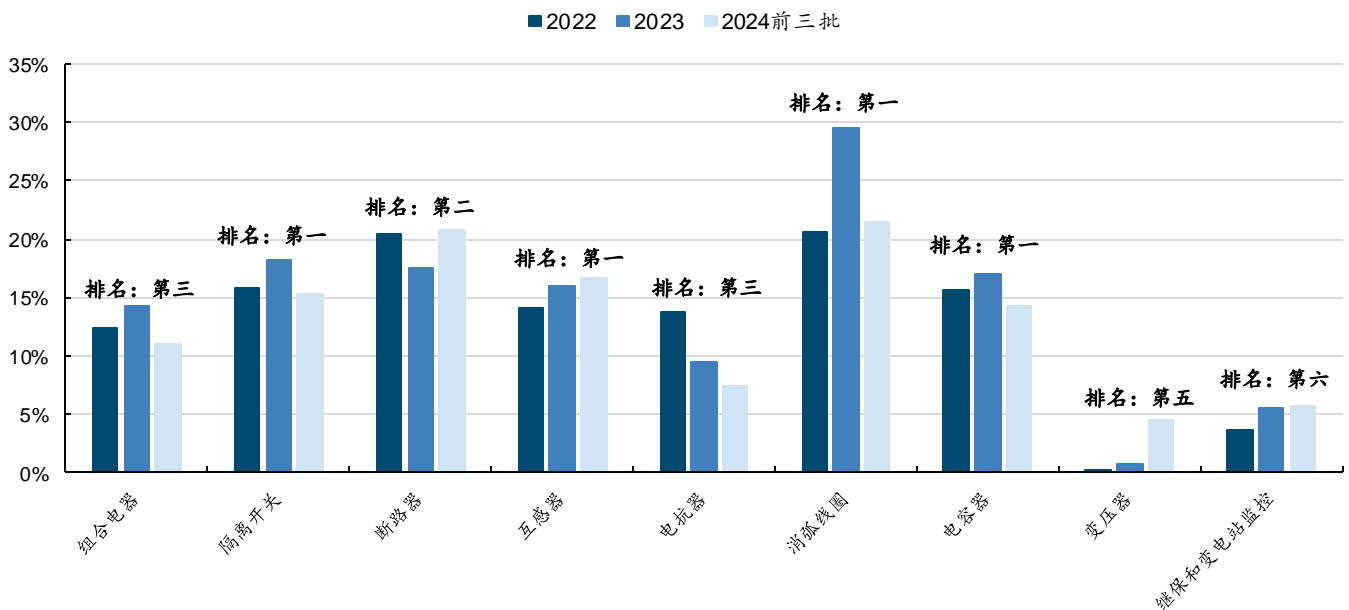


来源：国家电网，国金证券研究所

根据2024年国家电网输变电项目前三批中标情况，开关类产品方面，公司组合电器/隔离开关/断路器市场份额分别达到11.0%/15.3%/20.8%，排名相比2023年维持第三/第一/第二，市场份额领先。

线圈类产品方面，公司互感器/电抗器/消弧线圈/变压器的市场份额分别达到16.6%/7.4%/21.6%/4.5%，其中互感器、电抗器、消弧线圈市场排名维持，变压器排名上升至第五位。此外，公司无功补偿类产品电容器市场份额约14.2%，稳居市场第一，继电保护和变电站监控产品市场份额5.8%，维持第六名。我们预计未来公司在上述细分产品市场有望维持行业领先地位，充分受益于电网投资加速、输变电设备需求高景气。

图表15：公司在主网输变电设备中标排名领先（上市公司排名）



来源：国家电网，国金证券研究所 \*注：2024年份额数据采用前三批专项招标金额计算，图中所展示排名情况为思源电气在上市公司中2023年的中标排名



图表16: 公司组合电器、电容器、互感器、继保和变电站监控、隔离开关中标梳理(亿元)

输变电设备招标总结——组合电器									
上市公司	2022年全部招标			2023年全部招标			2024年1-3批招标		
	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名
平高电气	28.0	24.2%	1	39.7	23.6%	1	21.9	20.8%	1
中国西电	16.0	13.9%	2	25.5	15.2%	2	20.8	19.8%	2
思源电气	14.3	12.4%	3	23.9	14.2%	3	11.5	11.0%	3
长高电新	5.8	5.0%	4	7.2	4.3%	4	4.5	4.2%	4
特锐德	0.6	0.6%	5	1.4	0.9%	5	0.4	0.3%	5
白云电器	0.2	0.2%	6	1.1	0.7%	6			

输变电设备招标总结——隔离开关									
上市公司	2022年全部招标			2023年全部招标			2024年1-3批招标		
	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名
思源电气	1.6	15.8%	2	2.4	18.3%	1	1.6	15.3%	1
平高电气	1.5	15.3%	3	1.8	13.4%	2	1.5	13.9%	3
长高电新	1.6	16.3%	1	1.4	10.9%	3	1.5	14.6%	2
中国西电	0.9	8.7%	4	1.2	9.4%	4	1.3	12.5%	4

输变电设备招标总结——互感器									
上市公司	2022年全部招标			2023年全部招标			2024年1-3批招标		
	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名
思源电气	1.4	14.1%	1	2.6	16.0%	1	2.1	16.6%	1
中国西电	0.9	8.3%	2	1.7	10.5%	2	1.6	12.5%	2
白云电器	0.8	8.1%	3	1.5	9.2%	3	1.0	8.2%	3
平高电气	0.3	2.8%	5	0.8	5.0%	4	0.6	4.8%	4
保变电气	0.3	3.0%	4	0.6	3.7%	5	0.2	1.6%	5

输变电设备招标总结——电容器									
上市公司	2022年全部招标			2023年全部招标			2024年1-3批招标		
	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名
思源电气	1.8	15.7%	1	2.4	17.0%	1	1.1	14.2%	1
白云电器	1.4	12.1%	2	1.8	13.0%	2	1.0	12.6%	2
国电南瑞	0.9	7.9%	4	1.7	11.8%	3			
中国西电	1.1	9.8%	3	1.3	9.6%	4	0.9	11.4%	3
许继电气	0.2	2.0%	5	0.1	0.6%	5			
四方股份				0.1	0.6%	6			

输变电设备招标总结——继电保护									
上市公司	2022年全部招标			2023年全部招标			2024年1-3批招标		
	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名	中标金额	份额	排名
国电南瑞	15.3	38.7%	1	16.9	35.2%	1	8.3	33.3%	1
长园集团	3.8	9.6%	4	6.8	14.1%	2	2.9	11.7%	3
四方股份	7.4	18.7%	2	6.6	13.8%	3	3.5	14.1%	2
国电南自	5.6	14.2%	3	5.6	11.6%	4	2.6	10.5%	4
许继电气	3.3	8.4%	5	3.7	7.7%	5	1.8	7.2%	5
思源电气	1.5	3.7%	6	2.7	5.6%	6	1.5	5.8%	6
积成电子	0.6	1.4%	8	1.6	3.4%	7	0.9	3.8%	8
东方电子	0.8	2.1%	7	1.0	2.1%	8	1.1	4.3%	7
金智科技	0.4	1.0%	9	0.8	1.6%	9	0.9	3.8%	9

来源: 国家电网, 国金证券研究所 \*图中所展示排名情况仅为某公司在所有上市公司中的排序, 不包含非上市公司



## 2、逻辑二：出海强——全球电网设备投资提速，海外长期战略逐步兑现

### 2.1 新能源、用电增长、线路老化驱动，欧美、亚非拉等地需求强烈

我们认为全球电网投资三大驱动因素为：1) 新能源装机量提升带来的配套设施扩建需求；2) 对日益增长且多元化发展的用电侧需求做出响应；3) 对于存量老龄化线路的替换。

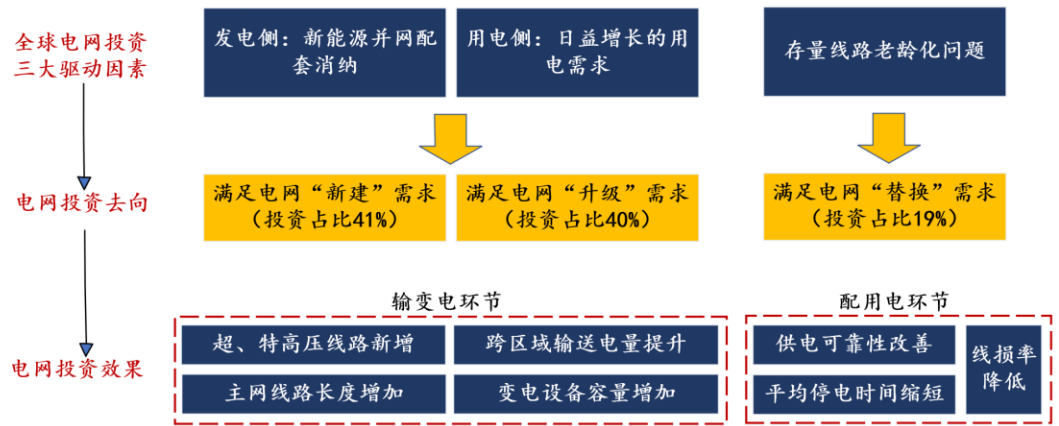
分地区来看，美国、欧洲、其他地区电力设备需求均存在长期驱动因素。

1) 美国需求来自：① 老化设备替换：当前美国每年销售的配电变压器超 100 多万台，其中 1/3 变压器需求用于增加电网容量，2/3 变压器需求用于更换电网中老旧变压器；② 新增用电需求：美国再工业化带动工业和基建相关的电力设备需求、电车持续增长；数据中心需求释放；③ 能源结构转变：23 年后相关配套风光储等容量提升

2) 欧洲需求来自：① 新能源高比例接入：欧洲地区新能源建设相对海外其他地区建设更加超前；② 提出欧盟电网投资计划：计划在 2030 年前投入 5840 亿欧元，投资将以配网侧、数字化为重心，通过升级实现配网数字化，并保障系统网络安全。

3) 亚非拉等其他地区需求来自：① 风光储项目的推进；② 工业化发展加速配套电气设备。

图表17：全球电网投资逻辑——新能源消纳、用电侧需求、存量线路老化驱动因素



来源：国金证券研究所绘制

图表18：美国电力设备下游中：数据中心、公用事业/电网、再工业化相关增速较快（伊顿公司指引）



来源：伊顿、国金证券研究所

图表19：5840 亿欧元欧盟电网投资计划大部分用于配电网，2030 年前新增 64GW 跨境输电容量



来源：欧盟委员会、国金证券研究所



2024 年多家国际电力设备龙头公司业绩/订单/营收指引超预期。

1) 伊顿：季度订单创历史新高、再工业化&数据中心&公用事业下游行业增速最快、营收&营业利润率指引均上修。

①公司一季报中，电气板块（美洲）营收实现 2690 亿美元，同比+17%，累计在手订单同比+31%；②公司判断数据中心、公用事业（电网）、再工业化下游行业增速最快；③24 年总营收增速指引上修至+7-9%，其中电气板块（美洲）营收增速指引上修至 10-12%。24 年总营业利润率指引上修至 22.8-23.2%，电气板块（美洲）营业利润率上修至 27.8-28.2%。

2) 日立：日立能源营收高增 31%、北美区域增速最快、累计在手订单同比高增

①公司三大主要业务包含：绿色能源与交通（GEM）——包含了日立能源（原 ABB 电网事业部）、数字系统与服务（DSS）、工业互联（CI），其中 GEM 板块 23 财年营收增速最快。②23 年财年公司整体实现营收 9.73 万亿日元，同比+11%，其中 GEM 板块实现营收 3.05 万亿日元，同比+24%；GEM 中的日立能源（电网业务）实现营收 1.85 万亿日元，同比+31%。此外，GEM 中的北美区域营收增速最快，同比增长达到+45%，超过欧洲、亚太等其他区域。③日立能源收入高增主要来自于大量订单转化及生产效率提升，23 财年其累计在手订单达到 4.7 万亿日元，同比高增 73%。

图表20：伊顿 24 年总营业利润率指引上修至 22.8-23.2%

Segment	Organic Growth Guidance	Operating Margin Guidance
Electrical Americas	10 – 12%	27.8 – 28.2%
Electrical Global	2.5 – 4.5%	19.4 – 19.8%
Aerospace	9 – 11%	23.3 – 23.7%
Vehicle	(4) – 0%	16.3 – 16.7%
eMobility	25 – 35%	1 – 2%
Eaton	7 – 9%	22.8 – 23.2%

来源：伊顿、国金证券研究所

图表21：日立能源 23 年营收同比+31%，预计 24 年营收同比增长 12%

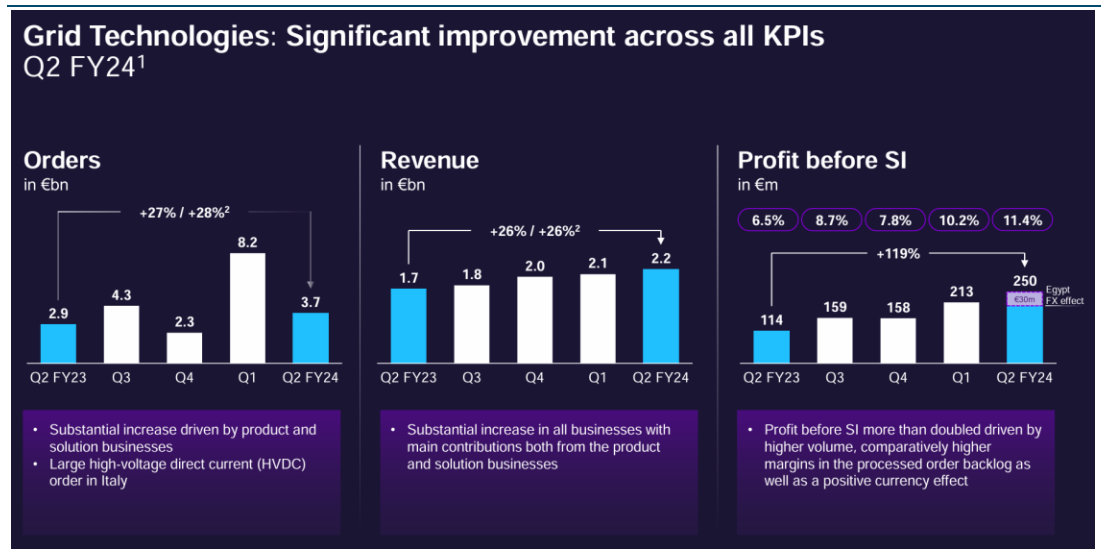
Billions of yen	FY2023		YoY		FY2024 Forecasts		YoY	
	Revenues	Adj. EBITA	Revenues	Adj. EBITA	Revenues	Adj. EBITA	Revenues	Adj. EBITA
Green Energy & Mobility	3,052.3	199.1	+24%	+35.6	3,430.0	295.0	+12%	+95.8
		6.5%	[+16%] <sup>(1)</sup>	(0.1) pts		8.6%	[+16%]	+2.1 pts
Nuclear Energy & Hitachi Power Solutions	347.3	26.2	+10%	(10.1)	289.8	27.7	(17)% <sup>(2)</sup>	+1.4
		7.6%	(3.9) pts			9.5%		+1.9 pts
Nuclear Energy	171.1	-	±0%	-	162.0	-	(5)%	-
Hitachi Power Solutions	118.9	-	+7%	-	130.0	-	+9%	-
Hitachi Energy (Standalone) <sup>(3)</sup>	1,849.2	157.3	+31%	+56.3	2,066.7	205.7	+12%	+48.4
		8.5%	+1.4 pts			10.0%		+1.5 pts
Related cost <sup>(4)</sup>	-	(40.8)	-	(26.2)	-	(30.7)	-	+10.1
Railway Systems (Exclude related cost) <sup>(5)</sup>	856.1	65.5	+16%	+17.9	1,075.1	108.2	+26%	+42.6
		7.7%	+1.2 pts			10.1%		+2.4 pts
Related cost <sup>(6)</sup>	-	(1.5)	-	(1.5)	-	(17.3)	-	(15.8)

来源：日立、国金证券研究所

3) 西门子能源：公司电网业务同比增速最快，大幅上调电网业务收入指引。

公司 24 财年二季度业绩中，电网业务同比+26%，为四大业务中增速最快，新增订单同比+28%，利润同比+119%。订单增长主要系：产品和解决方案大幅增长、新签第二个意大利大型高压直流输电项目、公司将电网业务 24 年收入增速指引从 18-22% 大幅上调至 32-34%。

图表22：24Q2 西门子能源电网业务新增订单同比+28%，利润同比+119%



来源：西门子能源、国金证券研究所



2024年变压器和隔离开关等产品出口延续较快增长。我们估算23年国内出口电力设备金额约有7000亿元以上，我们选取了其中13项重点的电力设备，涵盖电导线、电力柜、变压器、电容器、电感器、自动断路器、继电器、绕组电线、电表、绝缘子、熔断器、隔离开关、避雷器类。

隔离开关、变压器、电表这三类产品增速较快，23年出口金额增速分别为33%、19%、17%，24年1-6月隔离开关、变压器延续较快增长，增速分别为40%、23%。整体来看，24年上半年出口金额超过290亿美元，同比增长约5%。

图表23：24年1-6月变压器、隔离开关等出口金额延续较快增长（亿元）

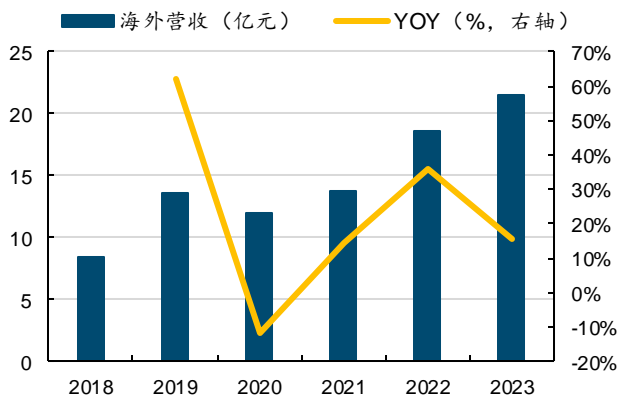
重点产品	2024年1-6月		2024年6月	
	金额（亿美元）	同比增速	金额（亿美元）	同比增速
电导线	109.50	8.34%	19.84	13.54%
电力柜	68.10	2.78%	11.68	1.26%
变压器	28.83	22.89%	5.38	21.81%
电容器	27.62	-13.97%	5.03	-14.99%
电感器	15.57	2.16%	2.79	7.57%
自动断路器	9.06	-1.45%	1.73	1.96%
继电器	8.64	-4.28%	1.48	2.17%
绕组电线	8.07	22.40%	1.57	28.69%
电表	7.39	1.50%	1.64	7.21%
绝缘子	3.47	4.03%	0.61	13.99%
熔断器	2.27	6.30%	0.42	11.03%
隔离开关	1.11	40.11%	0.16	-10.47%
避雷器类	0.52	-8.19%	0.08	-21.75%
合计	290.13	4.73%	52.41	6.90%

来源：海关总署、国金证券研究所

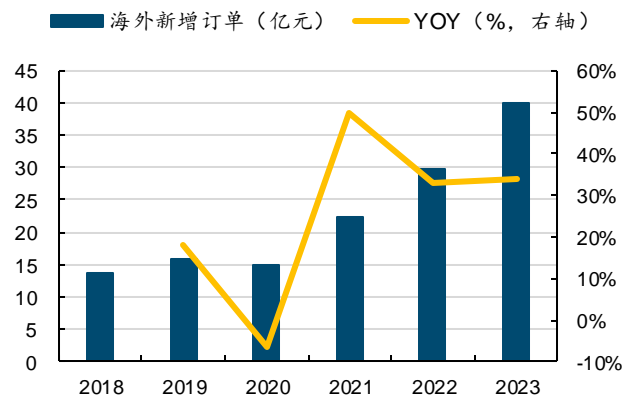
## 2.2 公司海外长期战略逐步兑现，订单及毛利率显著提升

公司海外业务主要为设备销售和EPC总包双管齐下，海外EPC业务的战略定位是带动单机设备的销售、推动单机产品市场的突破，满足海外客户的多样化需求，目前公司海外市场中占比较大的产品包括变压器、开关和互感器等。通过十多年的开拓，公司海外业务进入快速增长阶段，2023年海外实现营业收入21.6亿元，同比增长15.7%，2023年海外新增订单40.1亿元，同比增长34.1%。毛利率方面，2019年以来，公司海外业务毛利率呈现上行趋势，2023年受海外电力设备涨价、原材料和运费价格下降、汇率波动等因素影响，公司海外业务毛利率同比快速增长13.0pct至38.6%，海外长期战略逐步兑现。

图表24：公司海外营收持续增长



图表25：公司海外新增订单持续增长

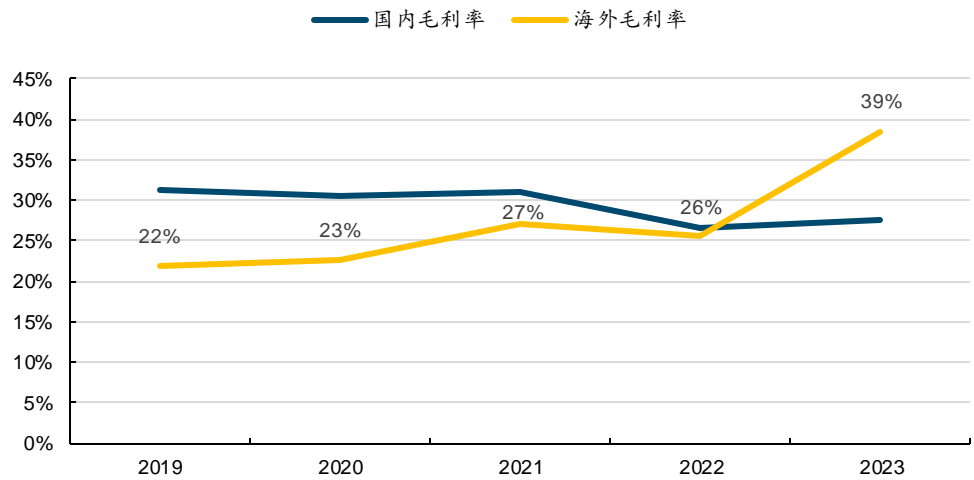


来源：Wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



图表26: 2023 年公司海外毛利率快速提升



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

目前公司海外业务已经覆盖 100 多个国家和地区。主要包括: 1) 非洲地区: 以 EPC 为主, 如南非、埃及等; 2) 美洲地区: 南美洲和中美洲, 比如墨西哥、智利、巴西等; 3) 欧洲中东地区: 英国、意大利、希腊、土耳其等; 4) 俄语区: 中亚等; 5) 亚太地区: 东南亚国家, 如新加坡、马来西亚等。同时公司海外 EPC 业务正在积极拓展新的业态, 比如储能 EPC, 大型 Statcom (静止同步补偿器) 等完整解决方案的能力。我们认为在全球电网投资提速背景下, 目前国内企业电力设备产品出口渗透率仍处于较低水平, 公司海外业务布局多年, 有望凭借更丰富的产品布局、更广的市场覆盖实现海外业务的持续快速增长。

图表27: 公司持续开拓海外市场, 长期战略逐步兑现

时间	海外市场拓展情况
2009	成立上海思源输配电工程有限公司, 开展海外设备出口和总包业务。
2013	获得对外承包工程资格, 对加快思源电气海外业务拓展、参与国际市场竞争具有历史性突破意义。
2014	首次实现高端项目的海外突破, 中标埃塞俄比亚复兴大坝输变电工程电容器供货合同。
2015	巴基斯坦“伊斯兰堡新国际机场145kV变电站工程”项目成功送电, 思源电气首个海外总包交钥匙工程顺利交付。
2016	海外市场新产品突破6个, 海外新市场突破6个, 通过英国国家电网的B2审核认证。
2017	海外市场获得550kV GIS、串补电容器产品等新产品订单, 突破英国国家电网、西班牙电网公司等12个新国家市场; 通过西班牙能源公司、哥伦比亚电网、智利电网等重要市场资质认证。
2018	突破巴西、塔吉克斯坦、埃及、澳大利亚、约旦等多个新国家市场; 通过了墨西哥、智利、意大利、沙特电力公司等重要市场资质认证。
2019	产品在日本、韩国、菲律宾、希腊、罗马尼亚等多个国家市场实现首单突破; 多个产品通过了日本、韩国、泰国、东南亚、中东、欧洲、南美洲等多个国家的资质认证。
2020	多款产品在西班牙、意大利、乌克兰、泰国、越南、孟加拉、科威特、南非、秘鲁等多个国家市场实现突破; 多款产品通过了法国、英国、西班牙、乌克兰、泰国、哈萨克斯坦、埃及、墨西哥、智利等多个国家的资质认证。
2021~2023	多款产品在意大利、丹麦、希腊、乌兹别克斯坦、蒙古、越南、马来西亚、孟加拉、老挝、缅甸、柬埔寨、菲律宾、沙特、安哥拉、博茨瓦纳、马拉维、马达加斯加、科特迪瓦、智利、阿根廷、巴西、玻利维亚等多个国家市场实现突破; 多款产品通过了法国、英国、西班牙、葡萄牙、乌克兰、泰国、马来西亚、埃及、阿联酋、澳大利亚、法国、新加坡、埃及、墨西哥、哥伦比亚、南非等多个国家的资质认证。

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所



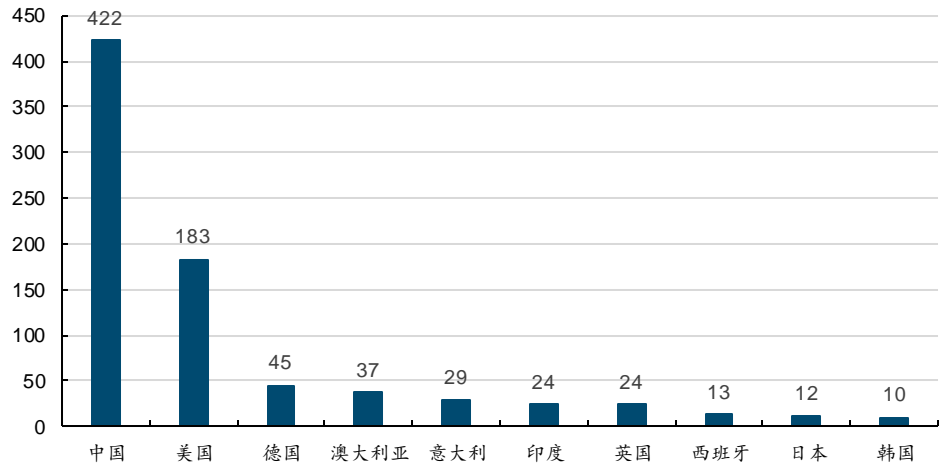


### 3、逻辑三：跨领域——布局储能及汽车电子，增添未来成长新动能

#### 3.1 公司储能产品布局全面，下游客户资源丰富

在对清洁电力需求不断增长和电池储能系统成本迅速下降的背景下，全球储能行业有望实现快速式增长。根据 Wood Mackenzie 数据，2023 年全球储能新增装机达到 45GW/100GWh，预计 2024 年至 2033 年全球储能市场规模将增加 926GW/2789GWh，复合增速达 25%。国内市场方面，由于光伏装机快速增长，储能部署处于全球领先地位，预计在未来 10 年平均每年将新增 42GW/120GWh 的储能系统。

图表28：预计 2024-2033 年全球储能市场规模将增加 926GW/2789GWh (GW)



来源：Wood Mackenzie，国金证券研究所

公司早在 2011 年就成立储能技术工程有限公司，布局大容量储能及分布式电源领域。2023 年公司发布 esGrid 场站级储能系统（风冷/液冷）进入场站级储能领域。目前公司具备储能产品解决方案群，全面覆盖发电侧、网侧、大型工商业及户用等场景，其中大储、工商业储能主要面向国内市场，户用储能主要针对海外市场。目前公司储能业务除电芯外，其他环节均实现自制。

图表29：公司海外储能品牌 SWATTEN 业务布局全球



来源：SWATTEN 官网，国金证券研究所



客户方面，公司作为输变电一次设备龙头，下游电网、发电企业、工商业企业客户资源丰富，能够深入了解客户需求，迅速响应市场变化。我们预计，在全球储能装机高速增长环境下，随着公司产品、技术不断成熟，公司有望凭借丰富的客户资源实现储能业务的快速突破。

图表30：公司客户资源丰富，涵盖电网、发电企业、工商业企业等



来源：公司官网，国金证券研究所

### 3.2 收购烯晶碳能，超级电容应用前景广阔

超级电容性能优异，潜在市场空间广阔。超级电容器是一种新型的物理储能器件，具有优异的快速（秒级充满）充放电能力、高达百万次的充放电循环寿命、优异的低温性能、以及高安全性和可靠性，在汽车和电网领域有较大的市场潜力。根据 QYR 统计及预测，2023 年全球超级电容市场销售额达到 10.28 亿美元，预计 2030 年将达到 15.27 亿美元，CAGR 达 6.03%。

在汽车领域，烯晶碳能是国内首家为乘用车供货的超级电容器的企业。2018 年公司成立上海梯米汽车科技有限公司，进入汽车电子产品领域。2023 年底，公司完成收购烯晶碳能 70.42% 的股权，以布局超级电容领域。目前烯晶碳能主要作为汽车一级供应商 (Tier1) 为整车厂或作为汽车二级供应商 (Tier2) 为 Tier1 供应产品，合作乘用车品牌超过 10 个，已经量产和定点的汽车用超级电容应用项目 60%-70% 是采用烯晶碳能产品。

图表31：烯晶碳能是国内首家为乘用车供货的超级电容器企业

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	Mar-19	Tier1	独家
车厂/车型B	EDLC单体 600F	Oct-19	Tier2	独家
车厂/车型C	EDLC单体 330F	May-21	Tier2	独家
车厂/车型D	EDLC单体 500F	May-21	Tier2	独家
车厂/车型E	EDLC单体 310F	Mar-22	Tier2	独家
车厂/车型F	EDLC单体 3200F	Mar-22	Tier2	独家
车厂/车型G	EDLC单体 1200F	Apr-22	Tier2	独家
车厂/车型H	EDLC单体 1200F	Apr-22	Tier2	独家
车厂/车型I	HUC模组 12V 4Ah	Dec-22	Tier1	独家
车厂/车型J	EDLC模组 60V 16F	Dec-22	Tier1	独家

来源：公司公告，国金证券研究所

在储能领域，烯晶碳能国内参与多个储能示范项目，国外获取商业化项目。新能源的大比例接入对电网电压和频率的稳定性提出了很大的挑战，需要配置一定比例的储能提升新型电力系统的稳定性和可靠性。烯晶碳能双电层超级电容 (EDLC) 和合型超级电容 (HUC) 等超级电容产品覆盖“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。


**图表32：烯晶碳能在储能领域已经开展和完成多个示范项目和商业化项目的销售**

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
XXXX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
XXXECT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

来源：公司公告，国金证券研究所

**预计 2024 年开始烯晶碳能收入/利润将快速增长。**目前烯晶碳能与公司多家子公司产生紧密合作，联合获取了多个乘用车项目定点和批量交付，同时在调频储能领域取得了较大的突破，未来有望进一步发挥协同作用。在汽车“新四化”发展以及新能源大比例接入背景下，预计烯晶碳能收入有望快速增长。



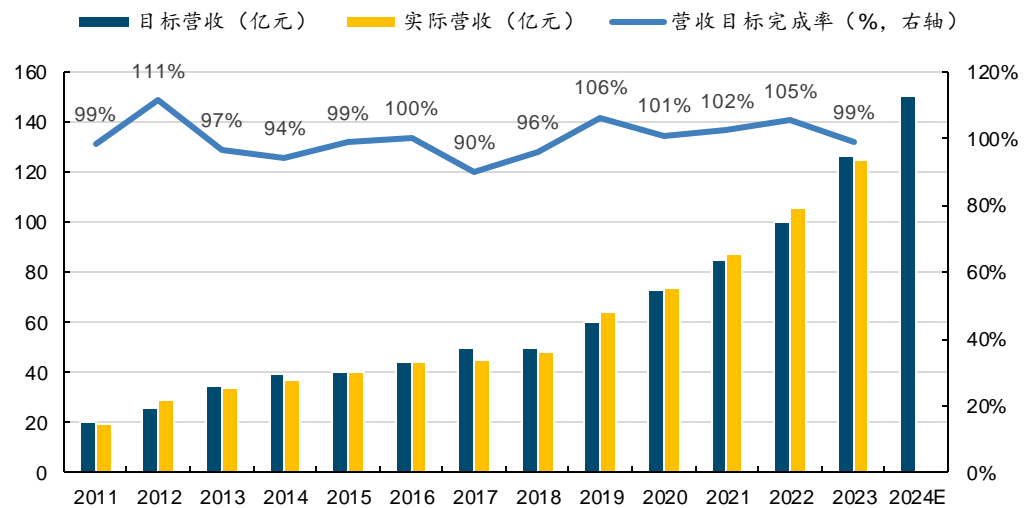
#### 4、公司核心竞争优势——目标规划、技术领先、管理及成本控制、股权激励

①目标清晰：公司发展规划明确，营收和订单目标完成度高。公司坚持的核心发展理念为“超前投入”，注重在人力资本、市场管理、产品研发、质量管理、精益供应链建设方面持续投入，从成立时的单一供应商发展成为提供多种产品及解决方案的供应商。例如23年公司面对市场变化及时调整了采购策略，加大物料安全库存准备以保障供应链生产交付；以产品交付计划驱动各个环节执行活动，实现预测和交付的协同。

从年度的经营计划和目标完成情况看，公司目标设置合理且达成情况好，近5年营收和订单完成率平均值分别为103%和99%，近10年营收和订单完成率平均值分别为99%和97%。2024年度公司的经营目标是实现新增合同订单206亿元，同比+25%；实现营业收入150亿元，同比+20%。

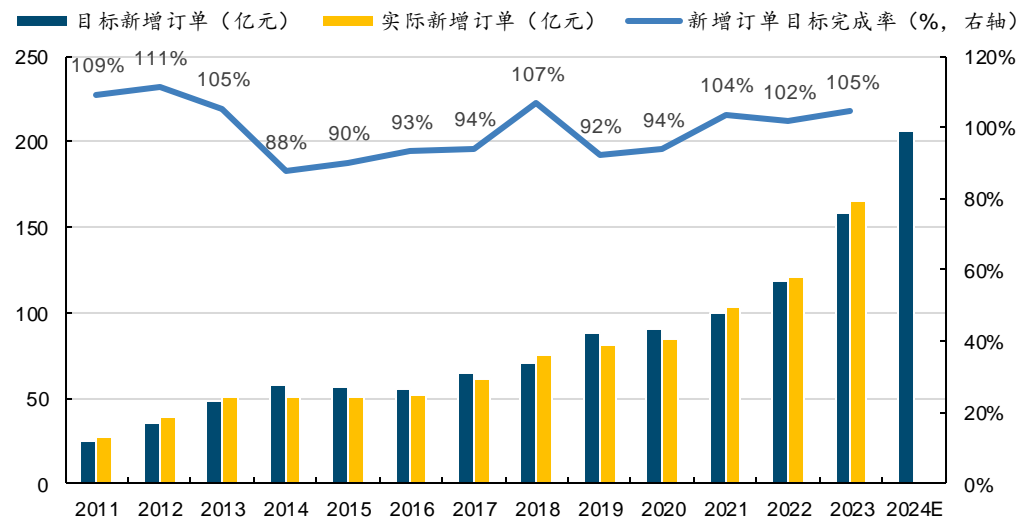
公司使用了平衡计分卡、战略管理、绩效管理等工具，制定中长期战略规划，并分解为各个经营单元的业务目标和高管的绩效目标，建立了覆盖全体管理人员和骨干员工的个人绩效承诺机制及跨职能部门团队绩效承诺机制，与员工奖金分配、职业发展等紧密关联，确保公司战略落地。

图表33：公司营收目标完成度高、年度目标设置合理



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表34：公司合同订单目标完成度高、年度目标设置合理



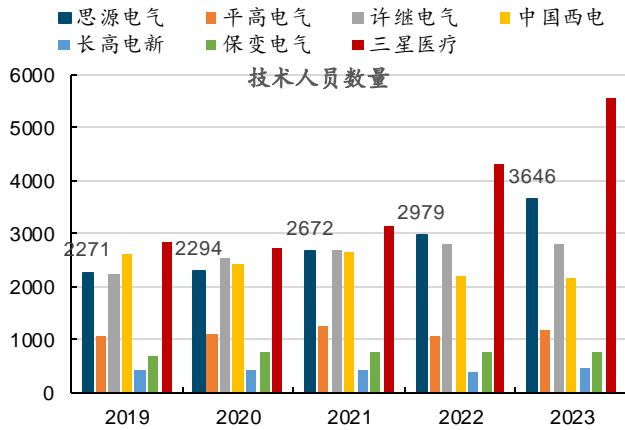
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所



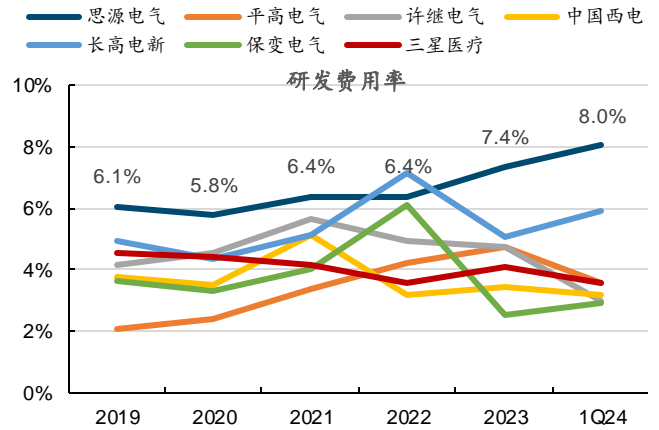
②**技术领先：多项业务为国内外先进，研发投入处于行业领先水平。**公司取得了多项国内外先进或领先水平的核心技术，使公司产品与国内同类产品相比具有技术领先、成本低、品质高等特点。公司也在加大前瞻性技术投入，如柔性直流输电、新能源、储能、物联网、汽车电子等，同时也为快速推出技术领先、高质量、低成本的产品提供了流程和组织保障。截止 23 年 12 月 31 日，公司共有授权专利 759 件：其中发明专利 263 件，实用新型 482 件，外观设计专利 14 件；共有软件著作权 145 项。

2019 年以来，公司研发投入呈现上行趋势，截至 2023 年，公司研发费率达 7.4%，同比 +1.0pct，显著领先同行，2024 年一季度研发费率进一步提升至 8.0%。同时公司技术人员数量不断上升，截至 2023 年公司技术人员达到 3646 人，2019-2023 年 CAGR 达 13%。

图表35：公司技术人员数量行业领先（个）



图表36：公司研发投入占比处于行业领先水平



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司创始人均为专业背景出身，高管产业经验丰富，三十余年团队稳定。1993 年董增平、陈邦栋、李霞分别以现金出资，投资设立公司，三位创始人均为电力系统自动化相关专业背景。目前公司董事长兼总经理董增平和副董事长陈邦栋先生合计持股 29.43%。

- 1) 董事长兼总经理董增平先生：毕业于上海交通大学高压电专业，公司创始人之一。
- 2) 副董事长陈邦栋先生：毕业于华中理工大学高压电专业，公司创始人之一。
- 3) 公司总工程师尹秋帆先生：毕业于上海交通大学学电力系统及其自动化专业，曾任公司副总工程师兼中央研究院院长，24 年 7 月 15 日出任公司总工程师。

图表37：公司创始人均为专业背景出身，高管产业经验丰富

姓名	职务	履历
董增平	董事长、总经理	1993年起一直在公司工作，毕业于上海交通大学高压电专业，公司创始人之一。
陈邦栋	副董事长、董事	1993年起一直在公司工作，毕业于华中理工大学高压电专业，公司创始人之一。
杨帜华	董事、副总经理	2000年起一直在公司工作，曾任江苏思源赫兹互感器有限公司总经理、上海思源高压开关有限公司总经理，现任公司副总经理兼国内营销中心总经理。
杨雯	副总经理	2012年起一直在公司工作，上海交通大学工学学士，曾任江苏省如高高压电器有限公司总经理、上海思源高压开关有限公司总经理，现任公司副总经理。
杨哲嵘	董事会秘书、财务总监	2011年起一直在公司工作，曾任思源清能电气电子有限公司副总经理、江苏聚源电气有限公司总经理，现任董事会秘书、财务总监。
尹秋帆	总工程师	2008年起一直在公司工作，毕业于上海交通大学学电力系统及其自动化专业，曾任公司副总工程师兼中央研究院院长，24年7月15日出任公司总工程师。

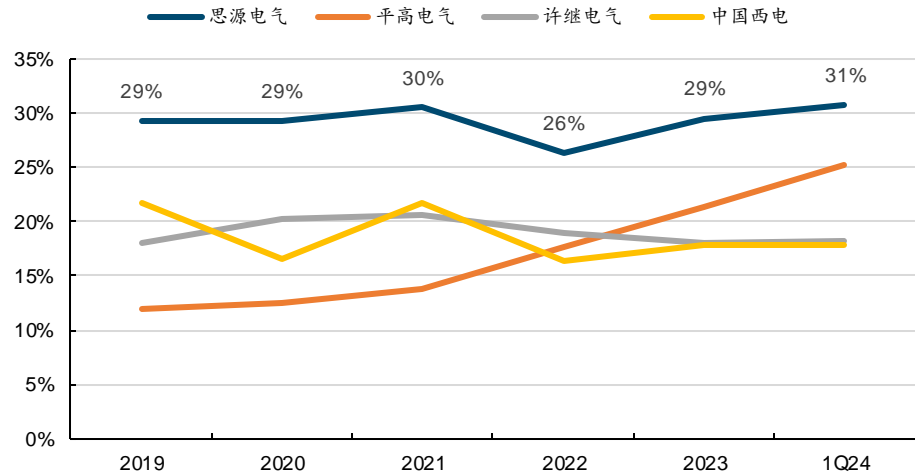
来源：公司公告、国金证券研究所



③**管理及成本控制：卓越的成本管理能力帮助公司盈利水平领先同行。**2019年以来，公司综合毛利率基本维持30%左右，相比竞争对手（主要是央国企）具备显著的领先优势。考虑到下游电网公司通过集中招标的方式进行设备采购，各家产品价格差异相对较小。我们认为公司盈利能力领先同行一方面源于公司对于产品技术持续的投入，另一方面源于公司对于成本的精细化控制。

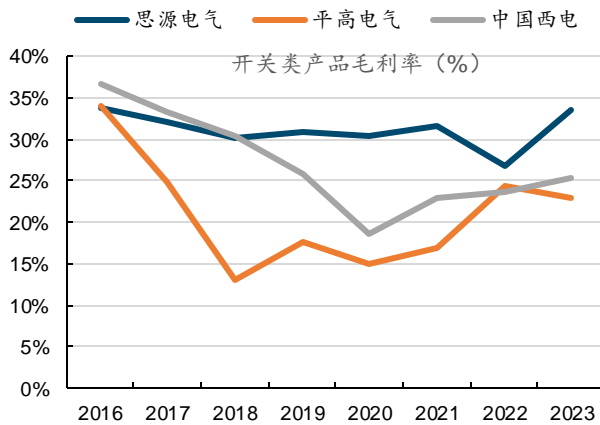
公司持续优化“从线索到现金”、“集成产品开发”“集成工程交付”、“集成供应链”等关键流程，持续优化运营的各环节，逐步实现全过程的标准化、流程化、精益化、自动化、信息化，持续提升管理效率，建立成本优势。

图表38：公司毛利率领先同行业可比公司



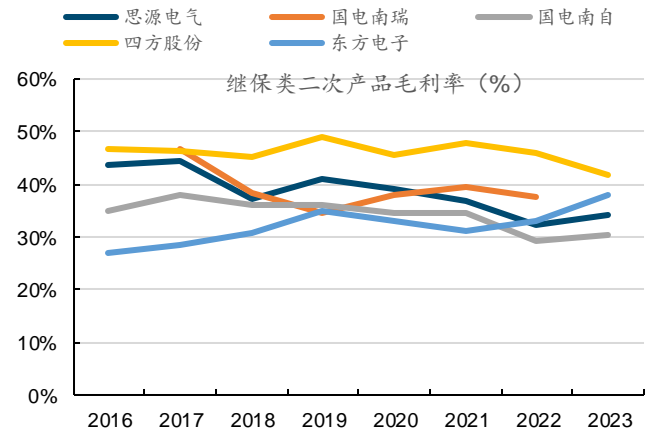
来源：Wind，国金证券研究所

图表39：开关类产品：毛利率领先可比公司



来源：Wind，国金证券研究所（\*注：平高电气为高压板块毛利率；中国西电为开关毛利率）

图表40：继保类二次产品：毛利率处于行业平均水平



来源：Wind，国金证券研究所（\*注：国电南瑞为继电保护及柔性输电毛利率；国电南自为电网自动化产品毛利率；四方股份2016-2018为继电保护及变电站自动化系统毛利率，2019-2022为输变电保护和自动化系统毛利率，2023年为电网自动化毛利率；东方电子2016-2018为电力自动化设备毛利率，2019-2021为电网自动化系统毛利率，2022-2023为输变电自动化业务毛利率）



④**股权激励持续激发员工积极性**。公司自 2013 年以来已成功实施两期股权激励计划，分别覆盖 378、354 人。2023 年 8 月，公司推出新一期股权激励计划，进一步扩大人数至 473 人，涵盖公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员，实际授予股票期权 2196 万份，占公司总股本的 2.85%。

图表41：公司上市以来已推出三次股权激励计划

时间	考核年度	股权激励主要内容	激励对象人数
2013	2013-2015	授予股票期权1575.5万份，占总股本3.58%	378
2019	2019-2022	授予股票期权1579.5万份，占总股本2.08%	354
2023	2023-2026	授予股票期权2196万份，占总股本2.85%	473

来源：公司公告，国金证券研究所

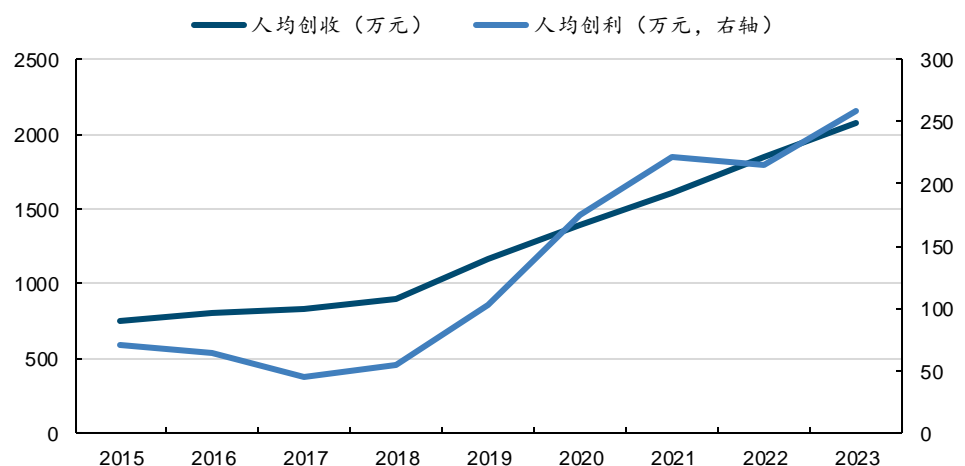
从考核目标来看，以 2022 年净利润为基数，公司 2023-2026 年净利润目标增长率分别为 15%、30%、45%、60%；触发值分别为 10%、20%、35%、50%，整体目标完成难度不高。公司作为少数具备电网资质的民营企业，相比央国企背景的电网公司激励机制更加灵活、持续，2018 年以来公司销售人员人均创收/创利呈上升趋势，预计新一轮股权激励计划有望持续激发员工积极性。

图表42：股权激励计划有望持续激发员工积极性

考核期	考核年度	年度净利润相对于 2022 年增长率	
		目标值	触发值
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%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表43：公司销售人员人均创收/创利呈上升趋势（万元）



来源：Wind，国金证券研究所



## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

- **(1) 开关类：**主要包括组合电器 GIS (750kV 及以下)、SF6 断路器和隔离开关 (750kV 及以下)、以及少量中压开关产品等，主要面向国家电网、南方电网、网外 (新能源&工业等)、以及海外客户。

开关类业务为公司营收占比最高的基本盘业务，2021-2023 年实现营收 40.2/50.3/55.8 亿元，分别同比增长 19/25/11%。随着开关产品在海外欧洲、美洲、中东等市场持续拓展；国网输变电项目及特高压项目交付量提升 (更多涉及 GIS)；更高电压等级产品在国网集招的突破；中压开关产品快速放量，我们预计 2024-2026 开关板块业务实现营收 71.1/88.2/109.1 亿元，同比+27/24/24%。预计 24-26 年毛利率分别为 33.9/34.0/34.1%。
- **(2) 线圈类：**主要包括变压器 (500kV 及以下)、电抗器 (500kV 及以下)、电流互感器 (500kV 及以下)、电压互感器 (1000kV 及以下) 等，主要面向国家电网、南方电网、网外 (新能源&工业等)、以及海外客户。

24 年后线圈类业务中的变压器产品收入预计增速快：行业端，23 年起新能源带来大量升压变电站建设需求，但从 22 年开始，电力变压器供应链由于受到硅钢、变压器油、铜等价格上涨，及国际运费波动影响而萎缩，因此 23 年全球电力变压器供需出现了较大缺口、交付周期延长、产品单价提升。考虑到电力变压器行业普遍较长时间的扩产周期，我们认为行业的供需紧平衡关系有望维持数年；公司端，24 年后常州变压器生产基地产能有望逐步释放。我们预计 2024-2026 线圈板块业务实现营收 34.8/43.1/52.2 亿元，同比+27/24/21%。预计 24-26 年毛利率分别为 30.2/30.6/31.0%。
- **(3) 无功补偿：**主要包括动态无功补偿成套设备 SVG、电容器 (1000kV 及以下)、整流器等，主要面向国内网内外客户。考虑到主网建设的加速，以及新能源带来的需求增量，以及静止同步机调相 (SSC)、构网型 SVG 等新产品的拓展，我们预计 2024-2026 无功补偿板块业务实现营收 22.8/26.9/31.8 亿元，同比+23/18/18%。预计 24-26 年毛利率分别为 24.3/24.1/23.9%。
- **(4) 智能设备类：**主要包括变电站自动化 (继电保护及变电站监控)、配电自动化、在线监测等产品。国网二次设备招标体量相对平稳，主要增量来自系统外。我们预计 2024-2026 无功补偿板块业务实现营收 10.8/11.7/12.6 亿元，同比+8/8/8%。预计 24-26 年毛利率分别为 33.4/32.8/32.2%。
- **(5) 工程总包 EPC：**主要涉及海外工程，包括工程设计、设备采购、监造、运输、土地施工、安装调试等工作，管理范围广，项目周期往往需要 1-3 年。随着海外输电工程建设的持续开拓，我们预计 2024-2026 EPC 业务实现营收 11.1/13.3/16.0 亿元，同比+20/20/20%。预计 24-26 年毛利率分别为 13/13/13%。
- **(6) 其他：**包含汽车电子等新兴业务，我们预计 2024-2026 实现营收 5.6/8.7/13.5 亿元，同比+60/55/55%。预计 24-26 年毛利率分别为 21/22/22%。
- **费用率假设：**预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 4.5%/4.5%/4.5%，管理费用率分别为 2.9%/2.9%/2.9%，研发费用率分别为 7.2%/7.2%/7.3%。
- 综上，我们预计 2024-2026 年公司实现营收 156.1/191.9/235.3 亿元，同增 25/23/23%，毛利率为 29.7/29.8/29.9%，归母净利润 20.4/25.4/31.1 亿元，同比增长 28.4/23.6/25.3%。





图表44：公司业务预测总览（亿元）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
开关类	营收	40.2	50.3	55.8	71.1	88.2	109.1
	yoy	19%	25%	11%	27%	24%	24%
	毛利率	31.5%	26.7%	33.5%	33.9%	34.0%	34.1%
线圈类	营收	17.7	22.3	27.5	34.8	43.1	52.2
	yoy	22%	26%	23%	27%	24%	21%
	毛利率	29.8%	28.7%	29.7%	30.2%	30.6%	31.0%
无功补偿	营收	11.4	13.3	18.5	22.8	26.9	31.8
	yoy	5%	16%	39%	23%	18%	18%
	毛利率	30.3%	24.7%	24.9%	24.3%	24.1%	23.9%
智能设备类	营收	8.8	9.4	10.1	10.8	11.7	12.6
	yoy	12%	7%	7%	8%	8%	8%
	毛利率	36.8%	32.1%	34.0%	33.4%	32.8%	32.2%
工程承包	营收	6.7	7.5	9.2	11.1	13.3	16.0
	yoy	24%	11%	23%	20%	20%	20%
	毛利率	19.0%	11.8%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
其它	营收	2.1	2.5	3.5	5.6	8.7	13.5
	yoy	77%	21%	40%	60%	55%	55%
	毛利率	27.2%	27.7%	20.7%	21.0%	22.0%	22.0%
合计	营收	87.0	105.4	124.6	156.1	191.9	235.3
	yoy	18%	21%	18%	25%	23%	23%
	毛利率	30.5%	26.3%	29.5%	29.7%	29.8%	29.8%

来源：wind、国金证券研究所

## 5.2 投资建议与估值

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取商业模式类似、同样处于输变电行业的可比公司：许继电气、国电南瑞、中国西电、平高电气、华明装备 24 年 PE 平均值为 26 倍，考虑到公司作为民企输变电一次设备龙头，充分受益电网投资建设加速，海外布局领先、长期战略逐步兑现，储能及汽车电子业务有望贡献业绩增长新动能；同时公司发展目标规划清晰、技术在行业内领先、管理及成本控制优良、股权激励持续激发员工积极性，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值，预计公司 2024 年目标市值为 613 亿元，对应目标价 79.2 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表45：可比公司估值表（市盈率法）（亿元）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
000400.SZ	许继电气	306	30.0	7.6	10.1	12.1	15.9	19.4	40	30	25	19	16
600406.SH	国电南瑞	1,901	23.7	64.5	71.8	80.7	91.8	104.9	29	26	24	21	18
601179.SH	中国西电	363	7.1	6.1	8.9	12.3	17.0	21.5	59	41	29	21	17
600312.SH	平高电气	272	20.0	2.1	8.2	11.6	14.5	17.3	128	33	23	19	16
002270.SZ	华明装备	175	19.5	3.6	5.4	6.7	8.1	9.8	49	32	26	21	18
平均值									61	33	26	20	17
002028.SZ	思源电气	501	64.7	12.2	15.6	20.4	25.4	31.1	41	32	25	20	16

来源：wind、国金证券研究所 \*注：1) 以 2024 年 8 月 2 日收盘价计算上述公司现价对应 PE；2) 均采用 wind 一致性预测



## 6、风险提示

**电网投资不及预期风险：**电力设备行业很大一部分需求来自电网投资，若受国家宏观经济政策、产业发展及基本建设等因素导致电网投资力度不及预期，将影响电力设备整体行业需求，进而影响公司收入。

**海外拓展不及预期风险：**由于海外公司所在国的政策环境、人文环境、语言环境等因素，海外公司面临税务、劳务用工、资产等各方面风险，可能会影响公司正常海外业务开拓，冲击公司海外业绩。

**新业务/产品推广不确定性风险：**公司跨领域布局储能、汽车电子等，新业务推广、新产品研发等具有不确定性，若后续新业务、新产品不及预期，可能会对公司长期业绩产生不利影响。

**原材料价格上涨风险：**公司主营包括开关类、线圈类产品，原材料主要为电磁线、金属材料、集成块等，若发生原材料价格上涨情况，将直接导致生产成本的上升，从而影响公司的盈利能力。

**行业竞争加剧风险：**电力设备产品经过多年的发展，技术和市场都相对成熟，倘若其他新生产厂家进入，存在行业竞争加剧风险，影响公司产品的市场占有率和毛利率。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,695</b>	<b>10,537</b>	<b>12,460</b>	<b>15,614</b>	<b>19,194</b>	<b>23,525</b>	货币资金	1,878	2,462	3,328	4,173	5,686	7,688
增长率	21.2%	18.2%	25.3%	22.9%	22.6%		应收款项	3,748	4,702	5,531	6,254	7,583	9,165
主营业务成本	-6,045	-7,763	-8,784	-10,983	-13,480	-16,515	存货	2,607	2,459	2,861	3,250	3,915	4,706
%销售收入	69.5%	73.7%	70.5%	70.3%	70.2%	70.2%	其他流动资产	1,267	2,451	3,037	3,264	3,601	4,023
毛利	2,650	2,774	3,676	4,631	5,714	7,010	流动资产	9,499	12,074	14,756	16,941	20,785	25,582
%销售收入	30.5%	26.3%	29.5%	29.7%	29.8%	29.8%	%总资产	68.3%	76.9%	78.8%	81.0%	83.1%	85.2%
营业税金及附加	-55	-72	-78	-98	-121	-148	长期投资	2,698	1,422	353	303	253	203
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,052	1,367	1,686	1,978	2,189	2,368
销售费用	-415	-465	-582	-703	-864	-1,059	%总资产	7.6%	8.7%	9.0%	9.5%	8.7%	7.9%
%销售收入	4.8%	4.4%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	352	465	1,176	1,271	1,359	1,441
管理费用	-253	-215	-358	-453	-557	-682	非流动资产	4,415	3,637	3,977	3,980	4,227	4,437
%销售收入	2.9%	2.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	%总资产	31.7%	23.1%	21.2%	19.0%	16.9%	14.8%
研发费用	-556	-673	-917	-1,124	-1,382	-1,717	<b>资产总计</b>	<b>13,914</b>	<b>15,711</b>	<b>18,733</b>	<b>20,921</b>	<b>25,012</b>	<b>30,019</b>
%销售收入	6.4%	6.4%	7.4%	7.2%	7.2%	7.3%	短期借款	55	123	114	35	40	45
息税前利润 (EBIT)	1,371	1,348	1,741	2,253	2,791	3,404	应付款项	3,779	4,588	5,581	6,465	8,040	9,979
%销售收入	15.8%	12.8%	14.0%	14.4%	14.5%	14.5%	其他流动负债	1,175	1,305	2,156	1,943	2,372	2,889
财务费用	-21	10	3	62	89	126	流动负债	5,010	6,016	7,851	8,443	10,452	12,913
%销售收入	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	0	0	30	30	30	30
资产减值损失	-63	-101	-212	-50	-50	-50	其他长期负债	307	258	187	127	139	154
公允价值变动收益	10	-38	13	15	15	15	负债	5,316	6,275	8,067	8,599	10,620	13,097
投资收益	11	6	20	30	30	30	<b>普通股股东权益</b>	<b>8,370</b>	<b>9,171</b>	<b>10,384</b>	<b>11,980</b>	<b>13,974</b>	<b>16,408</b>
%税前利润	0.8%	0.5%	1.1%	1.3%	1.0%	0.9%	其中：股本	766	770	774	774	774	774
营业利润	1,407	1,342	1,778	2,310	2,875	3,524	未分配利润	5,768	7,254	9,057	10,653	12,647	15,081
营业利润率	16.2%	12.7%	14.3%	14.8%	15.0%	15.0%	少数股东权益	228	265	282	342	418	514
营业外收支	-3	-11	-7	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,914</b>	<b>15,711</b>	<b>18,733</b>	<b>20,921</b>	<b>25,012</b>	<b>30,019</b>
税前利润	1,404	1,331	1,771	2,310	2,875	3,524	<b>比率分析</b>						
利润率	16.1%	12.6%	14.2%	14.8%	15.0%	15.0%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-131	-44	-163	-206	-256	-314	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.4%	3.3%	9.2%	8.9%	8.9%	8.9%	每股收益	1.563	1.585	2.015	2.641	3.285	4.023
净利润	1,272	1,287	1,609	2,105	2,619	3,211	每股净资产	10.927	11.911	13.418	15.474	18.049	21.193
少数股东损益	75	67	49	60	76	96	每股经营现金净流	0.501	1.370	2.936	2.467	3.279	4.080
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,198</b>	<b>1,220</b>	<b>1,559</b>	<b>2,045</b>	<b>2,543</b>	<b>3,115</b>	每股股利	0.200	0.300	0.400	0.580	0.710	0.880
净利率	13.8%	11.6%	12.5%	13.1%	13.2%	13.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	14.31%	13.31%	15.01%	17.07%	18.20%	18.98%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	8.61%	7.77%	8.32%	9.77%	10.17%	10.38%
净利润	1,272	1,287	1,609	2,105	2,619	3,211	投入资本收益率	13.99%	13.40%	14.51%	16.50%	17.51%	18.18%
少数股东损益	75	67	49	60	76	96	<b>增长率</b>						
非现金支出	164	239	418	235	273	310	主营业务收入增长率	17.94%	21.18%	18.25%	25.31%	22.93%	22.57%
非经营收益	-19	-42	-71	235	-42	-43	EBIT增长率	27.87%	-1.61%	29.08%	29.46%	23.86%	21.96%
营运资金变动	-1,034	-430	317	-666	-312	-321	净利润增长率	28.32%	1.90%	27.76%	31.14%	24.37%	22.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>383</b>	<b>1,055</b>	<b>2,272</b>	<b>1,909</b>	<b>2,537</b>	<b>3,157</b>	总资产增长率	25.64%	12.91%	19.24%	11.68%	19.55%	20.02%
资本开支	-529	-443	-728	-540	-520	-520	<b>资产管理能力</b>						
投资	-6	999	404	15	15	15	应收账款周转天数	100.3	107.1	115.2	112.0	110.0	108.0
其他	-18	-1,006	-425	30	30	30	存货周转天数	136.4	119.1	110.5	108.0	106.0	104.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-553</b>	<b>-450</b>	<b>-749</b>	<b>-495</b>	<b>-475</b>	<b>-475</b>	应付账款周转天数	144.7	141.9	151.8	155.0	156.0	157.0
股权募资	35	45	45	0	0	0	固定资产周转天数	31.2	42.1	46.3	41.4	36.7	32.0
债权募资	-9	71	-27	-111	5	5	<b>偿债能力</b>						
其他	-196	-203	-630	-454	-552	-684	净负债/股东权益	-23.07%	-37.03%	-44.96%	-46.42%	-50.22%	-54.52%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-171</b>	<b>-88</b>	<b>-612</b>	<b>-565</b>	<b>-547</b>	<b>-679</b>	EBIT利息保障倍数	66.7	-135.9	-578.5	-36.3	-31.2	-27.0
<b>现金净流量</b>	<b>-347</b>	<b>546</b>	<b>895</b>	<b>849</b>	<b>1,515</b>	<b>2,004</b>	资产负债率	38.21%	39.94%	43.06%	41.10%	42.46%	43.63%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	8	15	26	50
增持	0	2	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.21	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究