

思源电气（002028）

证券研究报告

2024 年 09 月 23 日

电力设备龙头企业，国内+海外市场齐头并进

公司概况：一二次设备覆盖齐全的输配电龙头企业，海外市场积极开拓公司于 93 年成立，目前已具备电力系统一次、二次设备、电力电子设备等产品的研发制造能力。

除国内业务外，公司出口业务已遍布 100 多个国家和地区，主要包括拉丁美洲区、非洲区、中亚区、中东、欧洲、东南亚等地区，2019-2023 年海外年度订单金额分别达到 16.0/15.0/22.5/29.9/40.1 亿元，yoy+18.0%/-6.3%/+50.0%/33.0%/34.0%，除 2021 年以外公司海外订单持续快速增长。

业绩层面，得益于开关类业务收入持续增长、海外市场增速较快，公司 2020 年-2024H1 营收分别为 73.73/86.95/105.37/124.60/61.66 亿元，yoy+15.6%/17.9%/21.2%/18.2%/16.3%，归母净利润分别为 9.33/11.98/12.20/15.59/8.87 亿元，yoy+67.4%/28.3%/1.9%/27.7%/26.6%。

主营业务：除组合电器、隔离开关等产品外，业务开拓至超级电容

公司主要产品包括组合电器（包括 500KV GIS 产品，持续研发 800、1000KV GIS 产品）、隔离开关（适用于 750kV 及以下线路）、断路器、互感器&电抗器等线圈类产品、SVG 等无功补偿类产品。近年公司在国网招标中份额呈现提升趋势。

公司从 2018 年开始在超级电容领域布局，推动其在新能源汽车、工业自动化领域的应用，已进入 GM/Audi/Benz/Volvo/Stellantis 等欧美知名车企及极氪/路特斯/吉利/奇瑞/广汽/长城/上汽/集度等国内车企下一代 EV 架构电源类部件研究，定点多项平台产品。

下游层面：国内特高压、海外电网投资加速，有望带动行业需求提升

- 国内市场：**我们预计，24-25 年将进入特高压项目投运高峰期，为提升重要通道和关键断面输送能力，预计送端及受端的高压/超高压变电站将有望随之增长，进而带动公司输配电产品收入增长。
- 海外市场：**全球主要经济体加快电网投资节奏，跨国电网互联是未来电网发展的重要趋势之一，当前全球多个地区均提出相关计划。我们预计相关计划推进或将持续带动相关电力设备的投资增长。

盈利预测与估值：

我们看好公司未来有望受益全球新能源转型带来输配电投资增长，带动相关电力设备需求提升；同时公司自身市占率有望持续增长、特高压产品有望实现突破带来增量。我们预计公司 24-26 年营收分别达 156.02、190.97、227.84 亿元，yoy+25.2%/22.4%/19.3%，归母净利润分别为 20.63、25.20、30.72 亿元，yoy+32.3%/22.2%/21.9%。

我们选取电力设备行业中涉及国内一二次电力设备产品、或同样有出海业务的国电南瑞、许继电气、华明装备、神马电力作为可比公司，根据 WIND 一致预期，可比公司 2024 平均 PE 24.7X，我们给予公司 24 年 24.7X 估值，目标价 65.74 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示：政策性风险；市场风险；汇率风险；海外子公司管理风险；海外 EPC 工程项目风险；文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

投资评级

行业	电力设备/电网设备
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	66.73 元
目标价格	65.74 元

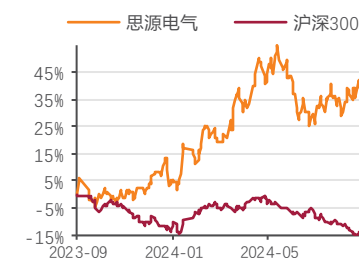
基本数据

A 股总股本(百万股)	774.21
流通 A 股股本(百万股)	602.64
A 股总市值(百万元)	51,663.25
流通 A 股市值(百万元)	40,213.95
每股净资产(元)	14.25
资产负债率(%)	42.59
一年内最高/最低(元)	76.24/46.00

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,537.10	12,460.03	15,602.09	19,096.95	22,784.00
增长率(%)	21.18	18.25	25.22	22.40	19.31
EBITDA(百万元)	2,105.77	2,998.79	2,579.87	3,069.04	3,664.68
净利润(百万元)	1,220.41	1,559.17	2,062.89	2,519.87	3,071.92
增长率(%)	1.90	27.76	32.31	22.15	21.91
EPS(元/股)	1.58	2.01	2.66	3.25	3.97
市盈率(P/E)	42.33	33.14	25.04	20.50	16.82
市净率(P/B)	5.63	4.98	4.11	3.54	3.03
市销率(P/S)	4.90	4.15	3.31	2.71	2.27
EV/EBITDA	11.58	11.54	18.12	14.12	12.02

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司基本情况：一二次设备覆盖完全，涉足多个专业领域	4
1.1. 发展历程：二十年发展成为行业龙头，积极开拓海外市场	4
1.2. 股权结构：公司董事长专业出身，股权结构稳定	5
1.3. 主要财务数据：海外业务增速加快，总体营收保持稳定增长	6
2. 公司层面：国内充分受益电网投资加速，积极拓展海外市场带来增量	10
2.1. 国内：23 年国网中标份额明显提升，充分受益电网投资加速	10
2.2. 海外市场：2009 年开始开拓海外市场，2023 年海外订单呈加速增长趋势	12
2.3. 进军新业务——超级电容，未来有望打开收入新空间	13
3. 行业层面：国内+海外并驾齐驱，公司有望实现业绩多元增长	14
3.1. 国内市场：预计国内特高压 24-25 年进入密集建设期	14
3.2. 海外市场：全球主要经济体电网投资加速，互联电网建设趋势拉动电力设备需求增长	15
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截至 2024 年半年报）	5
图 3：公司 2020-2024H1 营业收入及同比增速（单位：亿元，%）	7
图 4：公司 2020-2023 年营业收入结构（单位：%）	7
图 5：公司 2020-2023 年开关类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）	7
图 6：公司 2020-2023 年线圈类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 7：公司 2020-2023 年无功补偿类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 8：公司 2020-2023 年智能设备类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 9：公司 2020-2023 年工程总承包收入及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 10：公司 2020-2024H1 毛利率（单位：%）	9
图 11：公司 2020-2023 年五大业务毛利率（单位：%）	9
图 12：公司 2020-2024H1 费用率（单位：%）	9
图 13：公司 2020-2024H1 期间费用率（单位：%）	9
图 14：公司 2020-2024H1 归母净利润情况（单位：亿元，%）	9
图 15：公司 2020-2024H1 净利率（单位：%）	9
图 16：公司 GIS 产品：ZF28-40.5 型 SF6 气体绝缘组合电器	10
图 17：公司隔离开关产品：GW1-12（24）户外高压交流隔离开关	10
图 18：LVQB 系列 SF6 气体绝缘倒立式电流互感器	10
图 19：公司中性点设备：XHK-II 消弧线圈自动调谐及选线成套装置	10
图 20：公司高压 SVG 产品：10kV 及以下高压动态无功补偿及有源谐波治理装置	11

图 21：公司低压 SVG 产品：低压动态无功补偿装置（QNSVG）	11
图 22：公司监控后台：Super5000	11
图 23：公司 UD 系列保护装置	11
图 24：公司 2019-2024H1 海外地区营业收入（单位：亿元，%）	12
图 25：公司 2017-2023 年海外订单（单位：亿元，%）	12
图 26：公司 2019-2024H1 不同地区收入占比（单位：%）	13
图 27：公司 2019-2024H1 年海外毛利率及同比增速（单位：%）	13
图 28：梯米 13.5V/120F 超级电容模组	14
图 29：梯米 48V/16F 超级电容模组	14
图 30：2019-2023 年国家电网投资额（单位：亿元）	15
图 31：跨省跨区输电量（单位：万亿千瓦时）	15
图 32：截至 2023 年 9 月，欧洲跨国电网建成情况	17
表 1：公司高管成员介绍	5
表 2：公司 2023 年股权激励计划考核目标	6
表 3：已明确规划的特高压直流线路最新进展	15
表 4：公司 2024-2026 年营业收入预测	18
表 5：可比公司 PE（2024 年 09 月 23 日，可比公司数据来自 WIND 一致预期）	18

1. 公司基本情况：一二次设备覆盖完全，涉足多个专业领域

公司成立于 1993 年 12 月，是一家专业从事电力技术研发、设备制造、工程服务的上市公司。公司产品覆盖超高压、高压开关设备、变压器、继电保护及自动化系统、无功补偿装置、测量监测装置、电力电子设备、汽车电子、超级电容等专业领域，为电力、新能源、冶金、轨交、石化、煤炭、港口、数据中心等多个行业提供专业技术与服务，为各类国内外重大工程提供优质的产品和可靠的技术保障。

1.1. 发展历程：二十年发展成为行业龙头，积极开拓海外市场

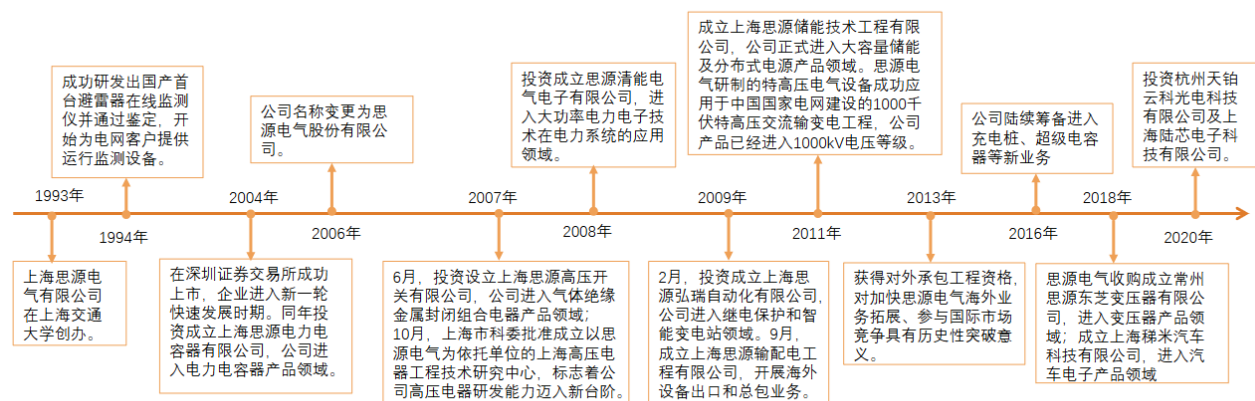
公司成立于 1993 年 12 月 2 日，前身系“上海思源电气有限公司”，2000 年 12 月 28 日经批准改制为股份有限公司，2004 年 8 月 5 日在深圳证券交易所上市。公司是目前输配电设备行业中少数几家具备电力系统一次设备（传统机械类电力设备）、二次设备（控制类电力设备）、电力电子设备等产品的研发、制造和解决方案能力的厂家之一，客户主要为国家电网公司、南方电网公司、五大发电集团及其下属企业、地方电力公司及轨道交通、石油、工矿企业，出口业务已遍布 100 多个国家和地区，海外市场在欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。

1) 2004 年于深交所上市：2004 年 8 月 5 日公司在深圳证券交易所成功上市（股票代码 002028），企业进入新一轮快速发展时期。

2) 2013 年获得对外承包工程资格，公司海外业务实现重大突破：公司于 2013 年 5 月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。

公司自 2004 年起不断拓展研发领域，从单一产品发展成为提供多产品及解决方案的提供商：公司 2004 年进入电力电容器产品领域，2009 年进入继电保护和智能变电站领域，同年 9 月开展海外设备出口和总包业务，2011 年进入大容量储能及分布式电源产品领域，2016 年陆续筹备进入充电桩、超级电容器领域，2018 年进入变压器产品领域。目前，公司有二十多年的行业经验，积累了丰富且成熟的产品开发和制造经验，在行业里处于领先地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司主营业务为输配电设备的研发、生产、销售及服务。主要产品包括开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类产品，以及 EPC 业务和其他产品。

1) 开关类及相关产品：包括 GIS、隔离开关、断路器和中压开关成套设备。

2) 线圈类及相关产品：包括中性点接地产品、电抗器、互感器、变压器、油色谱及在线监测系统。

- 3) 无功补偿类及相关产品：包括电力电子成套设备、电力电容器、整流器等。
- 4) 智能设备类及相关产品：包括变电站自动化及继电保护系统等。
- 5) EPC 业务：工程总承包，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等。
- 6) 其他产品：储能、超级电容模组等。

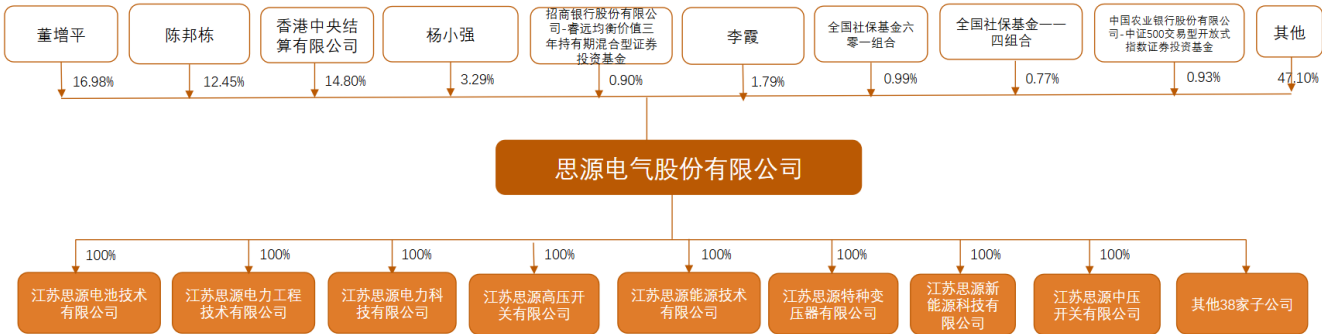
市场方面，公司多年来不断拓展海外市场：公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。2023 年海外市场新增订单 40.1 亿元，同比增长 34%。公司多款产品在意大利，英国，比利时，丹麦，澳大利亚，阿联酋，沙特，南非，萨尔瓦多，希腊，摩洛哥，阿塞拜疆，巴拉圭，保加利亚，马其顿，阿尔及利亚，巴拿马，格鲁吉亚，塞内加尔，赞比亚，墨西哥，智利，阿根廷，巴西等多个国家市场实现突破。公司多款产品通过了西班牙、英国、法国、新加坡、埃及、马来西亚、阿联酋、墨西哥、哥伦比亚、南非等多个国家的资质认证。

1.2. 股权结构：公司董事长专业出身，股权结构稳定

截至 24H1 公司主要自然人控股股东为公司董事长及创始人董增平、副董事长陈邦栋，共持有总股本的 29.43%。

公司旗下共有 14 家全资子公司，公司高层人员学历较高，从事电气行业多年，经验丰富。董事长董增平本科毕业于上海交通大学的高电压专业，具备多年技术经验，董事秦正余具备正高级会计师、注册会计师资格，有全国会计领军人才、上海领军人才等荣誉。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 年半年报）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司高管成员介绍

姓名	职位	简介
董增平	董事长,董事	本科，思源电气股份有限公司创始人之一，自 1993 年起一直在思源电气股份有限公司工作，曾任董事长、总经理等职务，现任思源电气股份有限公司董事长、总经理。
陈邦栋	副董事长,董事	硕士，自 1993 年思源电气股份有限公司成立以来一直在思源电气股份有限公司全职工作
杨帆华	董事	本科，1998 年 7 月毕业于同济大学国际企业管理专业，自 2000 年起一直在思源电气股份有限公司及下属子公司工作

秦正余 董事 会计学硕士研究生，正高级会计师、注册会计师、全国会计领军人才、上海领军人才，曾任思源电气股份有限公司独立董事

叶锋 独立董事 硕士，研究员级高级工程师。曾任南京南瑞继保电气有限公司董事会董事兼副总经理，江苏金智科技股份有限公司副总经理

赵世君 独立董事 博士，教授，中国注册资产评估师。现任上海对外经贸大学教授，宁波兴瑞电子科技股份有限公司独立董事，黑龙江北大荒农业股份有限公司独立董事、思源电气股份有限公司独立董事

邱宇峰 独立董事 硕士，教授级高级工程师，国务院特殊津贴专家，中国电机工程学会会士，中国电力科学技术杰出贡献奖获得者。曾任国网智能电网研究院副院长

资料来源：公司公告，中商产业研究院，天风证券研究所

为进一步健全公司的激励约束机制，形成良好均衡的价值分配体系，充分调动公司中高层管理人员的积极性，使其更诚信勤勉地开展工作，以保证公司业绩稳步提升，公司从2019年起开始实施股票期权激励计划。2023年4月，为保证股权激励计划的顺利实施，公司配套制定并发布了《2023年股票期权激励计划实施考核管理办法》，建立了考评机制，对公司层面和个人层面提出业绩考核目标。考核区间为2023年-2026年，根据相应时间区间的业绩考核结果确定解锁比例。

公司于2024年6月对2023年股票期权激励计划激励对象、期权数量进行调整，2023年股票期权授予股票期权的激励对象从473人调整为459人，股票期权总数由21,960,000份调整为21,478,000份，第一个行权期（2024年6月29日至2025年6月28日）可行权数量为4,266,000份。

表2：公司2023年股权激励计划考核目标

归属期	业绩考核目标	净利润
公司业绩考核条件	1、2023年公司年度净利润相对于2022年增长率不得低于10%，目标达到15%； 2、2024年公司年度净利润相对于2022年增长率不得低于20%，目标达到30%； 3、2025年公司年度净利润相对于2022年增长率不得低于35%，目标达到45%； 4、2026年公司年度净利润相对于2022年增长率不得低于50%，目标达到60%。	1、2023年触发值13.42亿元，目标值14.03亿元； 2、2024年触发值14.64亿元，目标值15.86亿元； 3、2025年触发值16.47亿元，目标值17.69亿元； 4、2026年触发值18.30亿元，目标值19.52亿元。
激励对象个人业绩考核条件	对激励对象每个考核年度的综合考评结果进行评分，并依照激励对象的考评结果确定其行权比例，考核结果划分为五个等级： 1、优秀/良好/合格等级个人行权比例均为100%； 2、待改进等级个人行权比例50%； 3、不合格等级个人行权比例0%。	

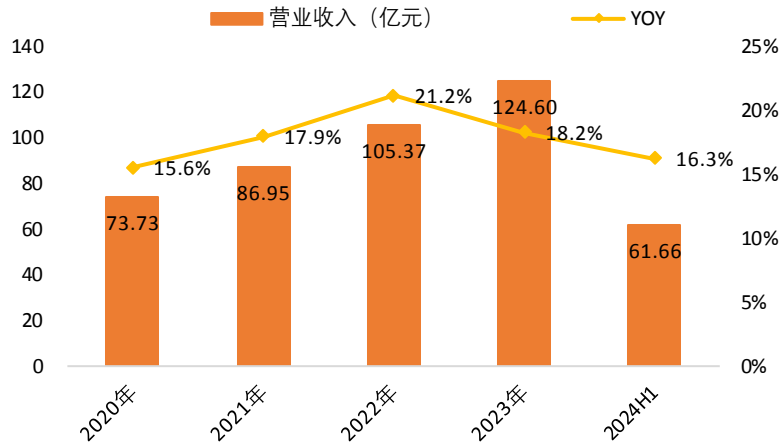
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

1.3. 主要财务数据：海外业务增速加快，总体营收保持稳定增长

公司2023年、2024H1分别实现营收124.60、61.66亿元，yoy+18.2%/+16.3%，增长加速的主要原因包括开关类及相关产品收入增长、海外业务增速较快等。公司2020-2023年营业收入逐年上升：1）2020-2023年营业收入分别为73.73/86.95/105.37/124.60亿元，yoy+15.6%/17.9%/21.2%/18.2%，23年收入同比增速有所放缓，主要系新业务机会及新取得的客户定点尚无法在短期内形成确定的收入；2）2023年营业收入达到近四年最高，主要原因有：1）收购烯晶碳能，丰富产品线：23年7月，公司完成对烯晶碳能的收购，对烯晶碳能实施控制并纳入公司合并范围，助力公司汽车电子电器、储能及功率型储能元件业务的发展战略落地。2）海外市场业绩亮眼：2023年来自海外市场的营业收入为21.58亿元，同比增长15.71%，占比为17.32%。2023年海外市场新增订单40.1亿元，同比增长34%。公司多款产品在意大利，英国，比利时等二十多个国家市场实现突破，通过了西班牙

牙、英国、法国等多个国家的资质认证。3) **不断开拓新业务机会**：公司积极探索交直流混合配用电领域应用，积极发展分布式新能源多功能融合一体化解决方案、低压直流开关元件、户用光储充一体化系统等相关业务；坚持探索功率型储能元件的应用，积极发展汽车电子电器、配网后备电源、混合调频成套系统等相关业务。

图 3：公司 2020-2024H1 营业收入及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

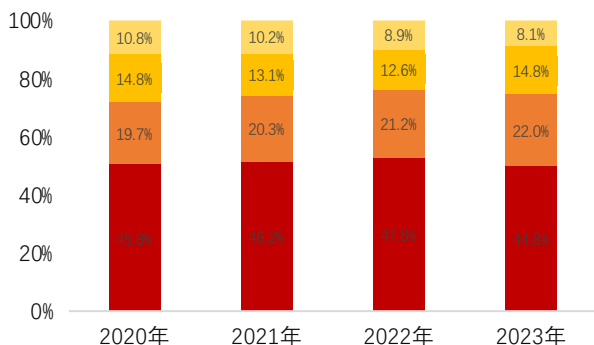
分业务看，开关类及相关产品系公司营收的主要来源，2023 年开关类产品、线圈类产品、无功补偿类产品和智能设备类产品的收入占比分别为 44.8%/22.0%/14.8%/8.1%。

- 1) 开关类及相关产品：收入由 2020 年的 33.78 亿元增长至 2023 年的 55.82 亿元，其中 2022 年的收入增速较快，达到 25.3%；公司积累了丰富且成熟的产品开发和制造经验，参与了多项国家标准和行业标准的制定，拥有多项行业领先的核心技术，并积极开展自主可控国产化设备的研发工作，目前在同行业处于领先地位。
- 2) 线圈类及相关产品：收入由 2020 年的 14.50 亿元增长至 2023 年的 27.47 亿元；
- 3) 无功补偿类及相关产品：收入由 2020 年的 10.89 亿元增长至 2023 年的 18.50 亿元，销售收入逐年增长。
- 4) 智能设备类及相关产品：收入从 2020 年的 7.93 亿元增长至 2023 年的 10.05 亿元，收入逐年增长。
- 5) 总工程承包业务：公司工程总承包（EPC）业务涵盖工程设计、设备采购、土建施工、安装调试等环节，EPC 业务交付周期相对较长，2020-2023 年收入分别为 5.46/6.75/7.49/9.24 亿元。公司国内客户主要为国家电网公司、南方电网公司、五大发电集团及其下属企业、地方电力公司及轨道交通、石油、工矿企业。海外市场在欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。

图 4：公司 2020-2023 年营业收入结构（单位：%）

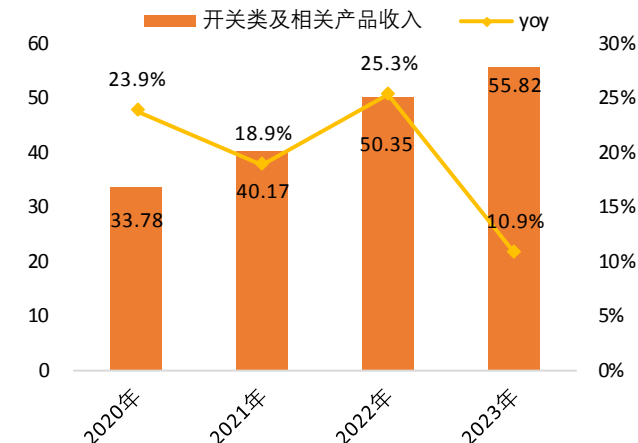
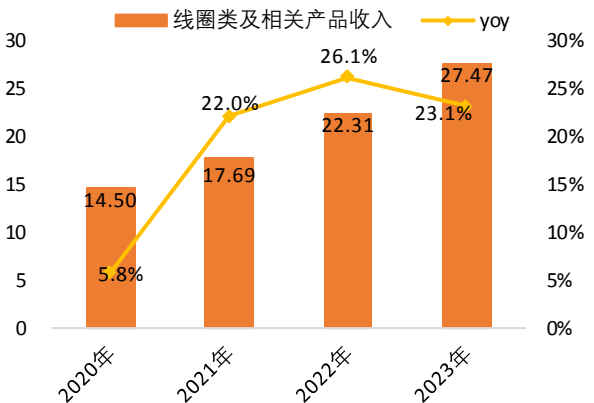
图 5：公司 2020-2023 年开关类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）

■ 智能设备类及相关产品收入 ■ 无功补偿类及相关产品收入
■ 线圈类及相关产品收入 ■ 开关类及相关产品收入



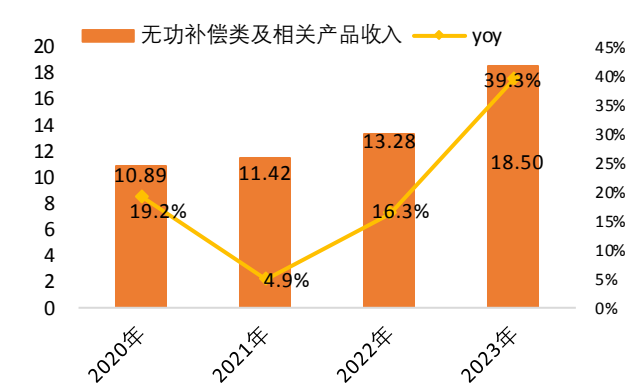
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司 2020-2023 年线圈类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司 2020-2023 年无功补偿类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）

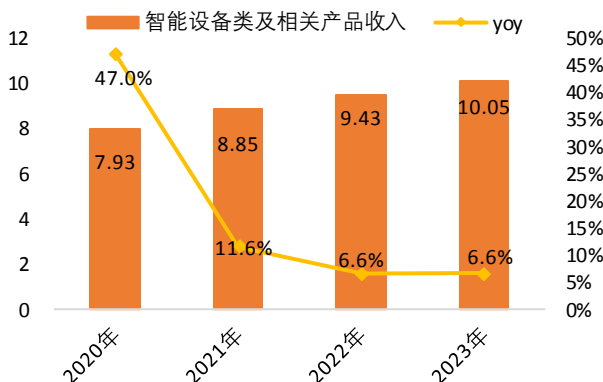


资料来源：Wind，天风证券研究所

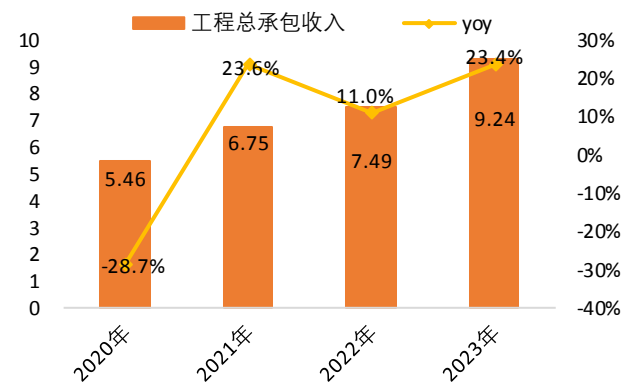
图 8：公司 2020-2023 年智能设备类及相关产品收入及同比增速（单位：亿元，%）

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司 2020-2023 年工程总承包收入及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

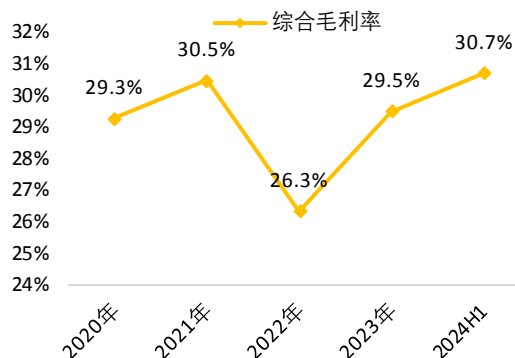


资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利方面，公司整体毛利率走势较为稳定，2022 年略有下滑；开关类及相关产品毛利率在 2023 年显著提升，带动整体毛利率回升。公司 2020-2024H1 毛利率分别为 29.3%/30.5%/26.3%/29.5%/30.7%，2022 年受到原材料价格、国际物流费用等波动的影响，成本增加、毛利率下降；2023 年公司通过存货管理、改进工艺流程等方式降本增效，同时利用营业收入增长弥补毛利率下降给净利润带来的影响。分业务看，开关类及相关产品 2020-2023 年的毛利率分别为 30.4%/31.5%/26.7%/33.5%；线圈类及相关产品 2020-2023 年的毛利率分别为 32.0%/29.8%/28.7%/29.7%；无功补偿类及相关产品 2020-2023 年的毛利率分别为 25.9%/30.3%/24.7%/24.9%；智能设备类及相关产品 2020-2023 年毛利率分别为

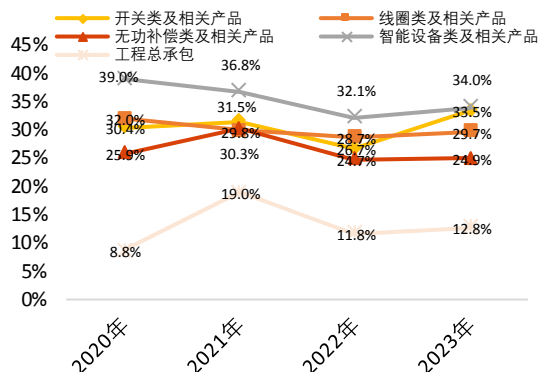
39.0%/36.8%/32.1%/34.0%。

图 10：公司 2020-2024H1 毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

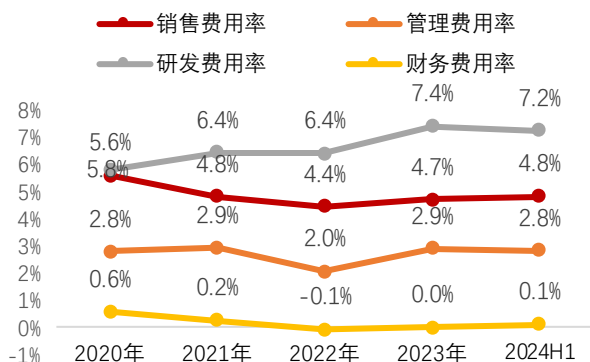
图 11：公司 2020-2023 年五大业务毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

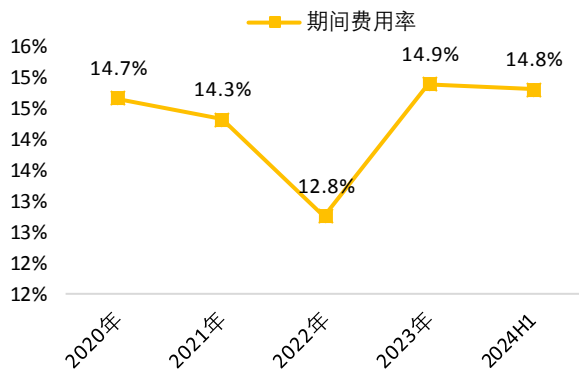
费用率方面，公司整体期间费用率较为稳定；2020 年-2024H1 期间费用率分别为 14.7%/14.3%/12.8%/14.9%/14.8%。公司持续研发创新，2024 年上半年人力成本增加，同时持续加强研发投入及新产品开发力度及期权费用影响，管理费用率、研发费用率上升，整体期间费用率较为平稳。

图 12：公司 2020-2024H1 费用率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

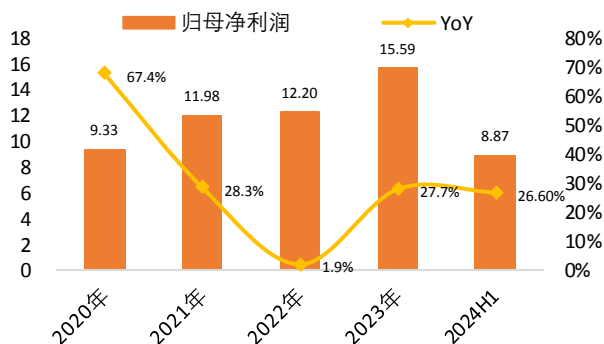
图 13：公司 2020-2024H1 期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

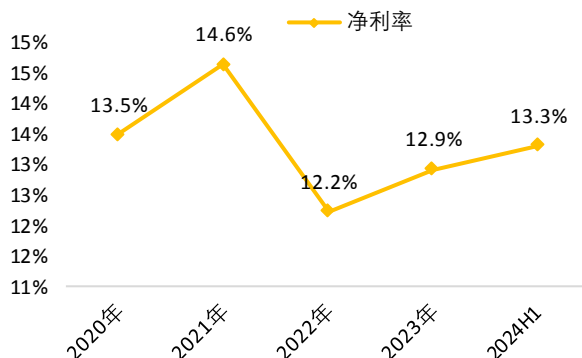
得益于公司持续降本增效、主要原材料价格下滑等因素，公司 2022 年净利率触底后 2023 年-2024H1 不断回升。2020-2022 年归母净利润分别为 9.33/11.98/12.20 亿元，同比分别增长 67.4%/28.3%/1.9%。2023 年受益于主要原材料价格的回落等因素，归母净利润增加至 15.59 亿元，yoy+27.7%；2024H1 公司归母净利润增长再次加速，归母净利润达到 8.87 亿元，yoy+26.60%；2020-2024H1 净利率分别为 13.5%/14.6%/12.2%/12.9%/13.3%。

图 14：公司 2020-2024H1 归母净利润情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：公司 2020-2024H1 净利率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 公司层面：国内充分受益电网投资加速，积极拓展海外市场带来增量

2.1. 国内：23 年国网中标份额明显提升，充分受益电网投资加速

分产品看，公司开关类产品主要包括组合电器、隔离开关、断路器和中压开关成套设备。

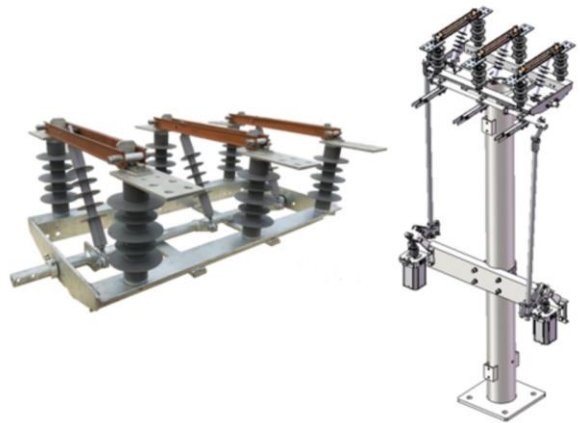
- 1) **组合电器**：包括 500kV GIS 产品、HGIS 等，后续持续研发 800kV GIS、1000 kV GIS；2022 年公司在 800kV 直流特高压工程中，中标并交付了 500kV 的 GIS；2023 年公司 800kV GIS 研发项目进展顺利，在核心技术方面已取得相应突破。
- 2) **隔离开关**：包括地铁接触网专用隔离开关、户外铁路接触网专用开关、户外高压交流隔离开关等，用以在无负载情况下断开或接通高压电路，以便对高压线路进行转换，改变运行方式，及对检修的母线与断路器等高压电器设备实行安全的电气隔离。
- 3) **断路器**：包括 750kV 及以下 SF6 断路器、500kV 及以下直流断路器等，主要用于开断、关合电力系统的负载电流、过载电流及短路电流。
- 4) **中压开关成套设备**：包括气体绝缘开关柜、气体绝缘环网柜和空气绝缘开关柜。

图 16：公司 GIS 产品：ZF28-40.5 型 SF6 气体绝缘组合电器



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 17：公司隔离开关产品：GW1-12（24）户外高压交流隔离开关



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司的线圈类及相关产品包括互感器、电抗器、中性点设备、变压器和油色谱及在线监测系统。

- 1) **互感器**：包括 500kV 及以下电流互感器、1000kV 及以下电压互感器、GIS 配套电压互感器等，具有电能测量、计量、继电保护以及暂态保护等功能。
- 2) **电抗器**：500kV 及以下电抗器，主要用于阻碍电流的变化。
- 3) **中性点设备**：66kV 及以下中性点接地成套装置，包括消弧线圈、电阻、中性点成套设备；主要用于电网的安全运行和供电可靠性。
- 4) **变压器**：500kV 及以下变压器，产品具有短路承受能力强、防止渗漏油以及有效冷却等特点。
- 5) **油色谱及在线监测系统**：能够及时有效捕捉油浸式电力设备可能存在的潜在性故障信息，确保油浸式电力设备可靠运行。

图 18：LVQB 系列 SF6 气体绝缘倒立式电流互感器

图 19：公司中性点设备：XHK-II 消弧线圈自动调谐及选线成套装置



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司的无功补偿类产品主要包括电力电子成套设备、电力电容器、整流器。

- 1) **电子成套设备**：主要为高中低压 SVG，SVG 用于动态维持系统电压稳定，减少电压波动的影响。
- 2) **电力电容器**：包括智能一体化电容器、集合式并联电容器、串联电容器等，主要用于提高工频电力系统的功率因数、改善回路特性、降低设备及线路损耗。

图 20：公司高压 SVG 产品：10kV 及以下高压动态无功补偿及有源谐波治理装置

图 21：公司低压 SVG 产品：低压动态无功补偿装置（QNSVG）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

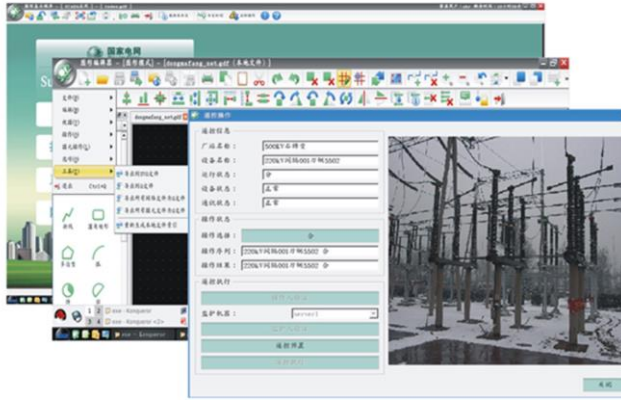


资料来源：公司官网，天风证券研究所

智能设备类及相关产品：主要为 500kV 及以下变电站继电保护设备和监控系统。

图 22：公司监控后台：Super5000

图 23：公司 UD 系列保护装置



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2023 年公司 800kV GIS 产品取得有效突破，未来有望进一步带来收入增量。公司坚持研发创新，2020 年 6 月，历时三年研制的 500kV 机械式直流断路器正式投入运行，作为世界首台 500kV 电压等级工程化应用的机械式直流断路器，这是公司在直流输电领域持续创新的重要里程碑；2023 年，公司 800kV GIS 产品在核心技术方面已经取得了相应的突破，市场应用前景广阔。

2.2. 海外市场：2009 年开始开拓海外市场，2023 年海外订单呈加速增长趋势

公司于 2009 年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，长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。公司多款产品在意大利/英国/比利时等多个国家市场实现突破，通过了西班牙/英国/法国/新加坡等多个国家的资质认证。公司海外业务主要分布在拉丁美洲区、非洲区、中亚区、中东与欧洲区和东南亚地区；其中，公司拉丁美洲的业务发展增速加快，主要系当地环境变好，公司在当地的深耕程度较深，有很多根据地市场；非洲区和中亚区的增速较为积极；中东与欧洲区受到局部事件的影响较小；东南亚地区受到经济发展问题和地缘政治的影响，相对较缓。

近年来，随着海外新能源的建设和投资加大，电力设备需求持续提高，公司海外市场订单增长加速，EPC 业务保持平稳。2019-2024H1 公司海外营业收入分别为 13.6/12.0/13.7/18.7/21.6/15.1 亿元，yoy+61.9%/-11.7%/+14.2%/35.9%/15.7%/40.0%；2019-2023 年度订单金额分别为 16.0/15.0/22.5/29.9/40.1 亿元，yoy+18.0%/-6.3%/+50.0%/33.0%/34.0%，连续三年持续上涨。

公司在海外耕耘多年，已取得多个国家和地区电网运营商信任，且海外新能源发展增速加快，欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备需更新升级，预计未来公司海外收入有望进一步提高。

图 24：公司 2019-2024H1 海外地区营业收入（单位：亿元，%）

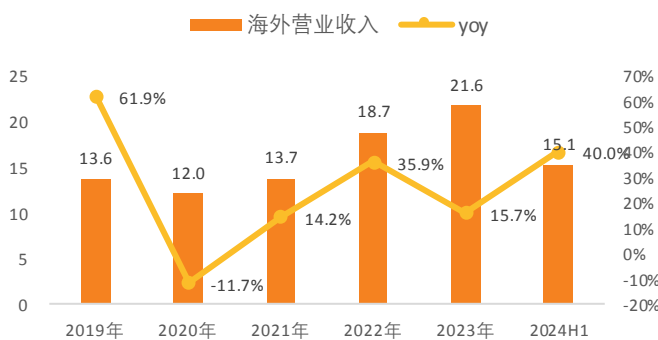
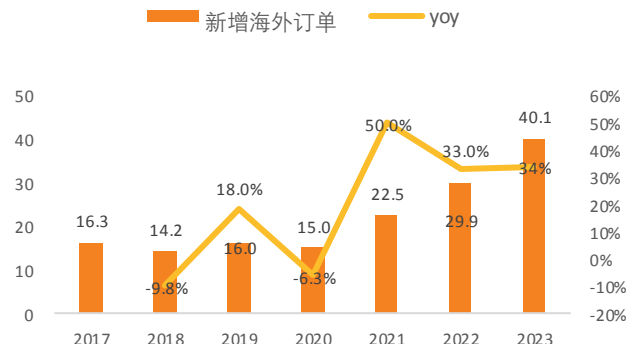


图 25：公司 2017-2023 年海外订单（单位：亿元，%）

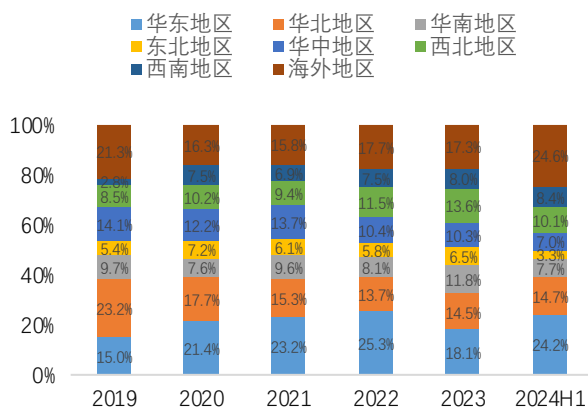


资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

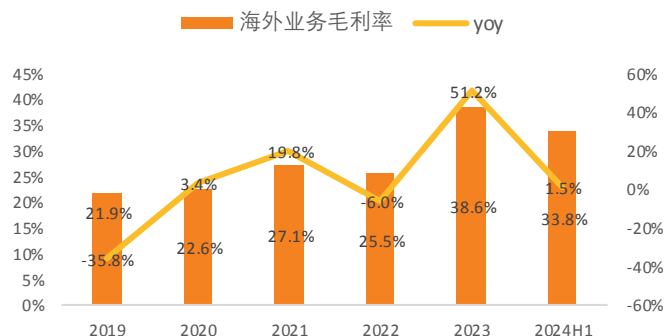
公司海外盈利占比不断提升，2023 年海外业务毛利率呈现明显上升趋势。2019-2024H1 公司海外市场毛利率分别为-35.8%/22.6%/27.1%/25.5%/38.6%/33.8%，2023 年毛利率显著提升（yoy+13.1pct），主要由于公司近年来不断推出海外市场版本产品、持续加大在海外市场投入、海外市场渗透率不断提高；未来海外市场收入增长有望进一步提高公司整体盈利能力。

图 26：公司 2019-2024H1 不同地区收入占比（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：公司 2019-2024H1 年海外毛利率及同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 进军新业务——超级电容，未来有望打开收入新空间

中国电力市场需求进一步增大和非化石能源发电装机容量的容量和比例不断提高加快了储能市场发展速度。国家能源局日前发布的最新数据显示，截至 24 年一季度末，全国已建成投运新型储能项目累计装机规模达 3530 万千瓦/7768 万千瓦时，较去年一季度末增长超 210%。预计 2030 年新型储能累计装机规模将达到 313.9GW，2024-2030 年复合年均增长率(CAGR)为 37.1%，年平均新增储能装机规模为 39.9GW。

在储能市场不断加速发展的大背景下，超级电容器作为一种储能技术，具有功率密度高、免维护、寿命长等优异性能，成为学术界和产业界关注的热点。2023 年全球超级电容器市场价值为 7.0423 亿美元，预计在 25-29 年将强劲成长，到 2029 年复合年增长率为 11.57%。超级电容器在汽车、消费性电子、能源、工业和运输等各个领域都有广泛的应用。在汽车产业，它们越来越多地用于再生煞车系统和启动停止功能。消费性电子产品受益于超级电容器提供备用电源并增强智慧型手机、平板电脑和穿戴式科技等设备电池效能的能力。能源产业利用超级电容器实现电网稳定、再生能源储存和备用电源解决方案，而工业应用包括电能品质管理和紧急关闭系统。

公司从 2018 年开始在超级电容领域布局，推动其在新能源汽车、工业自动化领域的应用。公司于 2018 年 1 月成立子公司上海稊米汽车科技有限公司，持股 55%；上海稊米汽车科技有限公司主要从事汽车电子领域的技术开发、生产经营。公司基于母公司的技术平台的优势，立足于电力电子、电源等技术优势和从事多年汽车领域专家共同建立立足于新能源汽车领域汽车零部件的研究和开发的科技公司；主要产品有新能源汽车超级电容模组，12V 低压锂电功率性电源、智能配电盒、启停充电能量回馈充电超容、ADAS 超级电容备用电源等；已经进入 GM/Audi/Benz/Volvo/Stellantis 等欧美知名车企及极氪/路特斯/吉利/奇瑞/广汽/长城/上汽/集度等国内车企下一代 EV 架构电源类部件研究，已经定点多项平台产品。2020 年，公司控股子公司上海稊米汽车科技有限公司开发的超级电容启停模组在沃尔沃汽车的某款混动车型上已经实现量产，进入批量供货阶段，迄今累计发货超过 1 万套；公司在瑞士设立的全资子公司 SECHSA 已获取国际知名汽车电子零部件公司的超级电容供应商定点通知。

公司于 2023 年收购烯晶碳能，超级电容业务取得了较为显著的进步。烯晶碳能电子科技有限公司成立于 2010 年，是一家从事超级电容等功率型储能器件研发、生产和销售的国家高新技术企业。截至 23 年 2 月，烯晶碳能经过多年的研发投入，累计申请专利

104 项，累计授权专利 44 项，其中授权发明专利 20 项，目前为少数几家掌握制造干法工艺电极的超级电容核心技术和关键材料企业之一。烯晶碳能主要产品包括双电层超级电容（EDLC）和混合型超级电容（HUC）。

公司在汽车电子电器、储能及功率型储能元件方面的发展战略是一贯的、持续的；而烯晶碳能在超级电容和混合型超级电容方面具有多年的行业经验、研发技术能力领先；公司已和烯晶碳能有着较长时间的合作，在业务发展方面已产生了较好的协同效应，因此公司通过股权转让的方式继续进一步加大持有烯晶碳能的股权比例，将有利于进一步整合双方的技术和市场优势，从而推动超级电容器在相关领域的应用，符合公司的长期的发展战略，打造公司的第二增长曲线，有利于公司长远发展。

图 28：梯米 13.5V/120F 超级电容模组



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 29：梯米 48V/16F 超级电容模组



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 行业层面：国内+海外并驾齐驱，公司有望实现业绩多元增长

3.1. 国内市场：预计国内特高压 24-25 年进入密集建设期

往未来看，我们预计国内特高压将在 24-25 年进入密集建设期且后续需求可持续，海外跨国电网互联计划推进，作为输配电及电力设备制造业的重要部分，GIS、变压器等产品需求有望充分受益全球输配电投资增长、实现进一步提升。GIS、变压器等产品市场容量与国内外的电网投资建设直接相关，其规模与增长率受宏观经济周期、电网投资、电力工程等因素影响，我们认为国内特高压建设、海外跨国电网互联建设加速，其市场空间有望随之提升。

国内市场方面，我们预计 24-25 年仍处特高压密集建设期，主网变压器需求亦将随之增长。“十四五”期间国网规划建设特高压数量为“24 交 14 直”，预计 23-25 年将进入特高压项目开工高峰期、24-25 年将进入项目投运高峰期。2024 年 5 月 17 日国家电网发布 2024 年新增第十三批采购（特高压项目新增第一次服务（前期）招标采购）公告，主要涉及藏东南-粤港澳直流工程（西藏段）的换流站可研及勘察设计、线路可研及勘察设计等，并披露“五交九直”特高压储备项目。我们以“金上-湖北”±800 千伏特高压直流输电工程为例，项目于 2021 年 8 月进行可研招标、2023 年 2 月开工，2024 年 7 月，金沙江上游—湖北±800 千伏特高压直流输电工程川 10 标段跨越大渡河导线展放工作全部完成，金上至湖北特高压工程施工条件最艰苦、施工难度最大的牛背山区段顺利进入架线施工阶段。披露的 5 交 9 直的特高压储备项目表明我国特高压行业项目储备丰富，规划建设具备可持续性，为行业未来几年维持高景气发展起到重要支撑。

特高压加速建设，为提升重要通道和关键断面输送能力，预计送端及受端的高压/超高压变电站将有望随之增长，进而同样带动上游需求增长。特高压项目的送端及受端需要接入交流电网，以承接输送电能落地，如 1100kV 特高压直流工程送端需要接入 750kV 交流电网，受端接入 1000kV 交流电网、高端接入 500kV 交流电网。此外，为提高受端电网供电可靠性，以陇东-山东项目为例，根据规划，将在受端泰山 500kV 变电站增加一台

主变，500kV 规划出线 8 回、220kV 规划出线 12 回。

表 3：已明确规划的特高压直流线路最新进展

具体项目	路线	路线长度 (公里)	投资金额 (亿元)	核准时间	开工时间	投运时间	最新进展
四直四 交、三交 九直	金上-湖北	1784	334	2023 年 1 月	2023 年 2 月	预计 24 年	23 年 2 月 16 日开工
	陇东-山东	938	207	2023 年 2 月	2023 年 3 月	预计 25 年	23 年 2 月 27 日核准，3 月 16 日开工
	哈密-重庆	2290	300	2023 年 7 月	2023 年 8 月	预计 25 年	23 年 7 月 28 日核准，8 月 8 日开工
	宁夏-湖南	1634	281	2023 年 5 月	2023 年 6 月	预计 24 年	23 年 5 月 24 日核准，6 月 11 日开工
五直一 交、三交 九直	藏东南-粤港澳	-	-	预计 24 年	预计 24 年	预计 25 年	22 年 1 月启动可研
	甘肃-浙江	2367.7	-	预计 24 年	预计 24 年	预计 25 年	23 年 8 月 14 日可研招标
	陕西-河南	-	-	预计 24 年	预计 24 年	预计 25 年	23 年 3 月 28 日可研招标
	陕北-安徽	1063	-	预计 24 年	预计 24 年	预计 25 年	23 年 2 月 20 日可研招标
	蒙西-京津冀	-	-	预计 24 年	预计 24 年	预计 25 年	23 年 6 月 30 日配套工程贯通

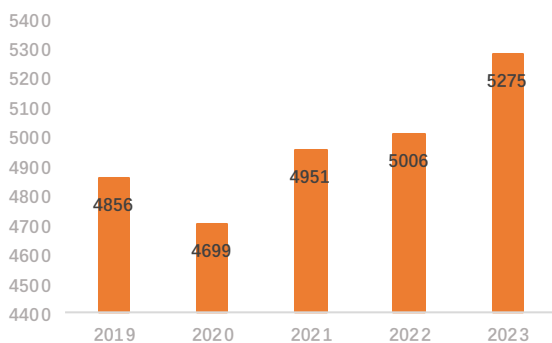
资料来源：国家电网、国家能源局、北极星输配电网、中国电建官网、光电通信网、清洁能源公众号等、天风证券研究所

此外，《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》提出“加强能源基础设施建设。提升电网安全和智能化水平，优化电力生产和输送通道布局，完善电网主网架布局 and 结构，有序建设跨省跨区输电通道重点工程，积极推进配电网改造和农村电网建设，提升向边远地区输配电能力。”2023 年，我国电网工程完成投资 5275 亿元，同比增长 5.4%，增速较 2022 年有所加速；2024 年电网投资也将超 5000 亿元；“十四五”前四个年头国网网投资（含计划）已超 2 万亿元。

为加快构建新型电力系统，促进新能源高质量发展，推动大规模设备更新改造，国家电网公司 2024 年电网投资将首次超过 6000 亿元，同比新增 711 亿元。新增投资主要用于特高压交直流工程建设、促进西部地区大型风电光伏基地送出等。我们预计，2024 年国网投资额的上修，对应特高压相关项目的建设确定性有望增加，特高压工程相关电力设备供应商有望从中受益。

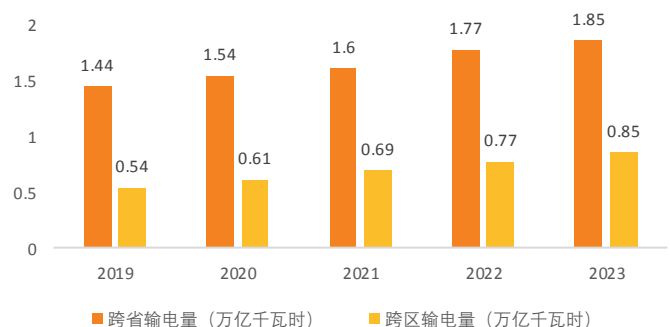
根据我国电力供需结构性失衡的现状，东部地区用电量大于发电能力，而西部地区则相反。资源与电力负荷的错配使得跨省跨区电力输送和交换成为保障我国电力供应、优化资源配置的重要手段。近年来，在基建刺激和新能源消纳需求的推动下，跨省跨区特高压工程发展迅速。国家电网表示力争在 2025 年实现跨省、跨区输电能力达到 3 亿千瓦，到 2030 年达到 3.7 亿千瓦。同时，努力确保清洁能源电量占输送电量的 50%以上。

图 30：2019-2023 年国家电网投资额（单位：亿元）



资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院，国家能源局，天风证券研究所

图 31：跨省跨区输电量（单位：万亿千瓦时）



资料来源：中电联行业平台，中国电力网，天风证券研究所

3.2. 海外市场：全球主要经济体电网投资加速，互联电网建设趋势拉动电力设备需求增长

海外市场方面，全球主要经济体加快电网投资节奏，以确保用电安全以及能源的顺利转型。从目前各国已宣布的电网投资来看，2016-2022 年的年均投资为 3170 亿美元，而预计 2023-2030 年会增长至 4880 亿美元。对比可再生能源来看，电网投资将长期处于追赶

阶段。同期，可再生能源的年均投资达 3900 和 6810 亿美元，预计 2040 年电网投资将以 774 亿美元超过可再生能源投资的 757 亿美元。究其原因，电网和可再生能源的投入周期差距较大。输配电网规划需要与政府的长期规划流程协调整合，新电网基础设施通常需要 5-15 年的时间来规划、许可和完成，而新的可再生能源项目仅需 1-5 年的时间，新的电动汽车充电基础设施则需要不到两年的时间。由于前期更加侧重可再生能源的投资，导致电网投资不足。

世界各国电网投资计划正在实施中，尤其是欧洲区域投资金额领先。欧盟委员会于 23 年提出 5840 亿欧元的投资计划，对欧洲的电网进行全面检修和升级。欧洲各国加紧电网投资节奏，英国输电商在 2021-2026 年整体网络预算总计 80.2 亿英镑，预计投资 19.67 亿英镑于架空线路及线缆设备；法国输电商 RTE 预计在 15 年计划（2021-2035）投资 330 亿欧元，期间预计投资 130 亿欧元于高压输电网络、子输电网络及连接（平均 8.6 亿欧元/年）；到 2030 年，电力网络基础设施的总投资将达到 210 亿欧元；意大利平均每年将投资约 23 亿欧元用于电力网络基础设施。另外，比利时、波兰、瑞典和荷兰等也计划大力投入电网建设。

此外，跨国电网互联是未来电网发展的重要趋势之一，当前全球多个地区均提出相关计划。我们预计，这些计划的推进或将持续带动海外输配电相关电力设备的投资增长。

世界主要国家和地区的同步电网都呈现由小规模到大规模、由较低电压等级向更高电压等级升级的发展趋势。而往未来看，我们认为电网的另一重要趋势是从孤立系统走向互联互通、从国内互联向跨国互联发展。电网互联互通的优势在于：1）互联电网可以通过共享部分备用容量提高电网运行的可靠性，降低对备用容量建设的需要；2）提供更为多样性的发电机组组合；3）增加负荷多样性，使负荷变化更为平滑。在可再生能源发展替代化石能源以实现能源转型的大背景下，电网跨国互联线路成为提升电力系统灵活性、应对波动性可再生电力大幅提升对电网冲击的有效手段。

电网跨国互联可以分为两种类型：

- ✓ **两个国家或地区之间发电能源资源及需求不平衡，从成本低、电力供应充足的国家向成本高、电力需求旺盛的国家供电，常见于发展中国家及地区。**此类型通常是单向流动，一个国家的电力需求增长较快而本土电力供应无法满足需求；而邻国有低成本的发电能源资源。电力跨国交易通常是单向流动，即跨国互联互通电力线路的功能就是从成本低、电力供应充足的国家向成本高、电力需求旺盛的国家供电。
- ✓ **电力市场制度较为完善的国家之间实现电网跨国互联，通过电流双向流动实现资源优化，从而保证供电安全和可靠性、进一步降低供电成本，常见于发达地区。**通过实现电网互联各国电流双向流动，实现互联国家电力系统内资源（电源与电网等各类基础设施）优化，在确保供电安全和可靠性前提下实现全网供电成本最低，典型如欧洲国家建成的区域电网以及欧洲统一电网。

目前，世界跨国互联电网主要有北美联合电网、南部非洲电网、北欧电网、东欧电网、欧洲大陆电网、地中海西南电网、地中海东南电网等。当前发达国家及地区如欧洲；发展中国家及地区如东南亚、非洲、中南美洲等，均提出了相关跨国电网互联计划。

以欧洲为例，欧洲已建成世界最大的跨国互联电网，至 2019 年欧洲电网有近 300 条跨国互联线路。欧洲电网以 400kV（380kV）交流电网为主网架，通过 220kV 和 400kV（380kV）交流线路互联，范围包括欧洲大陆 24 个国家的 29 个电网运营商，是全球最大的同步跨国互联电网。截至 2019 年，欧洲电网有近 300 条跨国互联线路，电力交换能力超过 100GW，为欧洲统一电力市场的形成提供了物理基础设施，包括 1）欧洲大陆电网与北非、乌克兰西部电网同步互联；2）波罗的海电网与俄罗斯电网同步互联；3）俄罗斯电网与中亚电网同步互联。

往未来看，我们预计欧洲跨国电网仍将持续推进建设，从而支撑清洁能源大规模开发利用，并推进亚欧非联网，扩大能源供给。从能源资源特性和需求分布看，我们认为，未来欧洲清洁能源供给地将包括来自北非、中亚、西亚的光伏基地，来自北海、北极的风电基地，来自北欧的水电基地，未来有望形成以欧洲大陆电网为核心、联接北非西亚中

亚太阳能基地的互联格局。

根据当前规划，已有多个输电项目将于 2030 年之前投入使用。欧洲输电系统运营商网络（ENTSO-E）由欧盟内部 42 个输电系统运营商组成，负责起草欧洲电网十年发展计划（TYNDP），并且每两年重新评估一次。2018 年版的 TYNDP 包括 166 个输电项目和 15 个储能项目，计划全部在 2030 年之前投入使用。

图 32：截至 2023 年 9 月，欧洲跨国电网建成情况



资料来源：entso-e，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司是国内知名的专业从事电力技术研发、设备制造、工程服务的上市公司。目前公司拥有七家全资及控股子公司，产品线覆盖输配电一次及二次设备多个输配电技术与设备专业领域，公司主导产品及核心技术在世界上均处于先进水平，并为用户提供变电站完整解决方案。

我们看好公司凭借技术领先优势，未来有望受益于全球新能源转型带来输配电投资增长，从而带动相关电力设备需求提升，以及自身市占率有望持续增长。我们预计公司 24-26 年营收分别达 156.02、190.97、227.84 亿元，yoy+25.2%/22.4%/19.3%，归母净利润分别为 20.63、25.20、30.72 亿元，yoy+32.3%/22.2%/21.9%。

分具体业务看：我们对开关类及相关产品、线圈类及相关产品、无功补偿类及相关产品、智能设备类及相关产品和工程总承包业务做如下假设：

- **开关类及相关产品：**公司 2023 年加大了对中压开关和低压开关等新业务机会的投资，随着出海增速加快、国内需求上涨，我们预计 24-26 年开关类及相关产品营收为 69.77/89.31/112.53 亿元，增速分别为 25.0%/28.0%/26.0%，毛利率分别为 34.0%/33.0%/32.5%。
- **线圈类及相关产品：**我们预计 24-26 年线圈类及相关产品营收分别为 34.33/41.20/49.44 亿元，增速为 25.0%/20.0%/20.0%。24-26 年毛利率 31.0%/30.5%/30.0%。
- **无功补偿类及相关产品：**我们预计 24-26 年无功补偿类及相关产品营收分别为 20.35/23.40/26.45 亿元，增速分别为 10.0%/15.0%/13.0%，毛利率均为 24.5%。
- **智能设备类及相关产品：**我们预计 24-26 年智能设备类及相关产品营收分别为 12.06/13.03/13.81 亿元，增速分别为 20.0%/8.0%/6.0%，毛利率分别为 33.5%/34.0%/34.5%。

- **工程总承包业务：**公司不断加强重大项目投资的监管，提高生产效率、管理效率，我们预计 24-26 年工程总承包业务营收分别为 10.63/11.69/12.63 亿元，增速分别为 15.0%/10.0%/8.0%，毛利率分别为 13.0%/12.5%/12.5%。

表 4：公司 2024-2026 年营业收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
开关类及相关产品					
收入（亿元）	50.35	55.82	69.77	89.31	112.53
yoy（%）	25.3%	10.9%	25.0%	28.0%	26.0%
毛利率（%）	26.7%	33.5%	34.0%	33.0%	32.5%
线圈类及相关产品					
收入（亿元）	22.31	27.47	34.33	41.20	49.44
yoy（%）	26.1%	23.1%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率（%）	28.7%	29.7%	31.0%	30.5%	30.0%
无功补偿类及相关产品					
收入（亿元）	13.28	18.50	20.35	23.40	26.45
yoy（%）	16.3%	39.3%	10.0%	15.0%	13.0%
毛利率（%）	24.7%	24.9%	24.5%	24.5%	24.5%
智能设备类及相关产品					
收入（亿元）	9.43	10.05	12.06	13.03	13.81
yoy（%）	6.6%	6.6%	20.0%	8.0%	6.0%
毛利率（%）	32.1%	34.0%	33.5%	34.0%	34.5%
工程总承包					
收入（亿元）	7.49	9.24	10.63	11.69	12.63
yoy（%）	11.0%	23.4%	15.0%	10.0%	8.0%
毛利率（%）	11.8%	12.8%	13.0%	12.5%	12.5%
其他业务					
收入（亿元）	2.52	3.51	3.87	4.33	4.98
yoy（%）	21.4%	39.7%	10.0%	12.0%	15.0%
毛利率（%）	27.4%	20.6%	21.0%	20.5%	20.5%
合计					
收入（亿元）	105.37	124.60	156.02	190.97	227.84
yoy（%）	21.2%	18.2%	25.2%	22.4%	19.3%
毛利（亿元）	27.74	36.75	46.49	55.99	66.69
毛利率（%）	26.3%	29.5%	29.8%	29.3%	29.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于公司主营业务，我们选取电力设备行业不同细分环节的龙头企业作为可比公司：1）公司业务涉及高压、特高压成套输配电设备，以及输变电自动化产品的国电南瑞、许继电气；2）公司业务涉及电力设备出海的华明装备、神马电力。根据 WIND 一致预期，可比公司 2024 年平均 PE 24.7X，考虑公司是国内知名的电力技术研发公司，产品线覆盖输配电一次及二次设备多个输配电技术与设备专业领域，同时加速海外市场布局，我们给予公司 24 年 24.7X 估值，目标价 65.74 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5：可比公司 PE（2024 年 09 月 23 日，可比公司数据来自 WIND 一致预期）

证券代码	可比公司	EPS			PE		
		23A	24E	25E	23A	24E	25E
600406.SH	国电南瑞	0.89	1.00	1.13	24.96	25.58	22.67
000400.SZ	许继电气	0.99	1.21	1.59	22.26	25.08	19.10
002270.SZ	华明装备	0.61	0.74	0.90	23.33	20.08	16.55
603530.SH	神马电力	0.37	0.75	1.03	56.60	28.12	20.42
	平均值	0.72	0.93	1.16	31.79	24.72	19.69

002028.SZ	思源电气	2.01	2.66	3.25	33.14	25.04	20.50
-----------	------	------	------	------	-------	-------	-------

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

政策性风险：公司产品所服务的电力行业是国民经济的重要基础产业，电力行业的发展易受国家宏观经济政策、产业发展及基本建设等因素影响，尽管长期前景预测是积极向上的，但容易受到国家产业政策的影响，如行业发展方向、发展规模、技术水平、设备水平与选型等方面的政策指导的变化可能对公司的生产经营造成影响。

市场风险：公司主要产品如中性点接地产品、高压开关、电力电容器、互感器、变压器等产品经过多年的发展，技术和市场都相对成熟，主要客户选择通过公开招标的方式进行采购，市场竞争激烈。受到供求关系和货币等因素影响，大宗原材料价格、半导体器件价格、国际物流费用等波动剧烈，公司部分产品成本承受较大压力。

汇率风险：公司出口业务已遍布 100 多个国家和地区，结算币种涉及美元、欧元、英镑、巴西雷亚尔、澳元等多种货币。随着未来公司海外业务的持续发展，汇率波动将对公司的经营业绩产生一定的影响。

海外子公司管理风险：目前公司在巴西、墨西哥、瑞士、肯尼亚等 10 多个国家与地区设立了子公司或参股公司。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，公司需持续提高海外各公司的内部管控水平，降低风险。

海外 EPC 工程项目风险：公司所涉海外 EPC 工程，包括工程设计、设备采购、监造、运输、土建施工、安装调试等工作。

文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,462.05	3,327.92	3,900.52	5,731.39	5,696.00
应收票据及应收账款	4,500.83	5,321.00	6,808.49	8,038.00	9,757.23
预付账款	404.55	335.71	559.75	585.67	762.00
存货	2,458.68	2,860.76	4,461.04	4,206.86	6,086.35
其他	1,420.95	1,953.47	3,428.16	3,461.83	4,094.28
流动资产合计	11,247.06	13,798.87	19,157.96	22,023.76	26,395.87
长期股权投资	2.46	2.72	2.72	2.72	2.72
固定资产	1,215.05	1,579.45	1,403.94	1,495.34	1,511.25
在建工程	151.47	106.38	106.38	106.38	106.38
无形资产	393.77	482.34	539.93	593.09	641.82
其他	1,874.23	1,806.19	2,658.29	2,301.65	2,238.00
非流动资产合计	3,636.98	3,977.07	4,711.26	4,499.18	4,500.17
资产总计	15,710.55	18,733.34	23,869.22	26,522.93	30,896.04
短期借款	109.29	81.82	1,769.06	100.00	595.18
应付票据及应付账款	4,054.88	4,967.16	5,986.09	7,511.62	8,748.83
其他	1,077.00	1,318.52	2,472.46	3,553.73	3,637.94
流动负债合计	5,241.17	6,367.51	10,227.61	11,165.35	12,981.95
长期借款	0.00	30.00	469.62	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	258.19	186.85	250.54	231.86	223.08
非流动负债合计	258.19	216.85	720.16	331.86	323.08
负债合计	6,274.56	8,067.43	10,947.77	11,497.21	13,305.03
少数股东权益	265.01	281.67	350.43	438.81	546.55
股本	769.93	773.91	774.21	774.21	774.21
资本公积	277.33	159.22	159.22	159.22	159.22
留存收益	7,637.22	9,386.67	11,036.98	13,052.88	15,510.41
其他	486.50	64.45	600.61	600.61	600.61
股东权益合计	9,435.98	10,665.91	12,921.45	15,025.73	17,591.00
负债和股东权益总计	15,710.55	18,733.34	23,869.22	26,522.93	30,896.04

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,287.49	1,608.51	2,062.89	2,519.87	3,071.92
折旧摊销	124.28	190.08	203.48	221.96	237.04
财务费用	(7.15)	17.35	22.52	9.64	(47.28)
投资损失	(6.47)	(19.79)	(20.00)	(21.00)	(22.00)
营运资金变动	773.50	949.02	(3,910.45)	1,903.80	(3,032.93)
其它	(1,116.79)	(473.05)	81.62	114.12	133.69
经营活动现金流	1,054.86	2,272.11	(1,559.94)	4,748.38	340.44
资本支出	586.57	1,253.49	21.88	385.20	310.46
长期投资	(1.17)	0.26	0.00	0.00	0.00
其他	(1,034.94)	(2,002.86)	(87.44)	(730.72)	(590.14)
投资活动现金流	(449.54)	(749.10)	(65.56)	(345.52)	(279.68)
债权融资	77.28	24.23	2,091.41	(2,045.93)	545.17
股权融资	(917.97)	(845.81)	106.70	(526.07)	(641.32)
其他	753.18	209.79	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(87.51)	(611.79)	2,198.11	(2,572.00)	(96.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	517.80	911.23	572.61	1,830.87	(35.39)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,537.10	12,460.03	15,602.09	19,096.95	22,784.00
营业成本	7,763.18	8,784.34	10,953.25	13,497.71	16,115.09
营业税金及附加	72.10	78.04	101.41	124.13	148.10
销售费用	464.84	582.31	702.09	840.27	979.71
管理费用	215.47	357.99	405.65	477.42	546.82
研发费用	673.12	916.82	1,138.95	1,374.98	1,617.66
财务费用	(9.92)	(3.01)	22.52	9.64	(47.28)
资产/信用减值损失	(100.51)	(211.70)	(50.00)	(40.00)	(40.00)
公允价值变动收益	(38.25)	13.39	(4.33)	3.64	(0.98)
投资净收益	6.47	19.79	20.00	21.00	22.00
其他	148.62	143.96	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,341.98	1,778.08	2,243.87	2,757.45	3,404.92
营业外收入	6.17	4.40	210.00	210.00	210.00
营业外支出	17.04	11.08	12.00	12.00	12.00
利润总额	1,331.10	1,771.41	2,441.87	2,955.45	3,602.92
所得税	43.61	162.90	293.02	325.10	396.32
净利润	1,287.49	1,608.51	2,148.84	2,630.35	3,206.59
少数股东损益	67.07	49.34	85.95	110.47	134.68
归属于母公司净利润	1,220.41	1,559.17	2,062.89	2,519.87	3,071.92
每股收益（元）	1.58	2.01	2.66	3.25	3.97

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.18%	18.25%	25.22%	22.40%	19.31%
营业利润	-4.61%	32.50%	26.20%	22.89%	23.48%
归属于母公司净利润	1.90%	27.76%	32.31%	22.15%	21.91%
获利能力					
毛利率	26.33%	29.50%	29.80%	29.32%	29.27%
净利率	11.58%	12.51%	13.22%	13.20%	13.48%
ROE	13.31%	15.01%	16.41%	17.27%	18.02%
ROIC	35.83%	39.13%	42.32%	32.16%	47.81%
偿债能力					
资产负债率	39.94%	43.06%	45.87%	43.35%	43.06%
净负债率	-24.79%	-29.85%	-12.71%	-36.67%	-28.29%
流动比率	2.01	1.88	1.87	1.97	2.03
速动比率	1.60	1.52	1.44	1.60	1.56
营运能力					
应收账款周转率	2.61	2.54	2.57	2.57	2.56
存货周转率	4.16	4.68	4.26	4.41	4.43
总资产周转率	0.71	0.72	0.73	0.76	0.79
每股指标（元）					
每股收益	1.58	2.01	2.66	3.25	3.97
每股经营现金流	1.36	2.93	-2.01	6.13	0.44
每股净资产	11.85	13.41	16.24	18.84	22.02
估值比率					
市盈率	42.33	33.14	25.04	20.50	16.82
市净率	5.63	4.98	4.11	3.54	3.03
EV/EBITDA	11.58	11.54	18.12	14.12	12.02
EV/EBIT	12.28	12.26	19.67	15.22	12.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com