

## 电力设备民企龙头，拓品类扩市场成长可期

## ——公司首次覆盖及 25H1 业绩点评

2025 年 8 月 22 日

- 事件:** 公司发布 2025 年半年报, 2025H1 实现营收 84.97 亿元, 同比+37.80%, 2025H1 归母净利润+12.93 亿元, 同比+45.71%, 扣非净利润+12.36 亿元, 同比+47.04%。25H1 毛利率为 31.74%, 同比基本持平, 净利率为 15.64%, 同比+1.10pct。25Q2 单季营收 52.70 亿元, 同比+50.21%, 环比+63.77%; 归母净利润 8.46 亿元, 同比/环比+61.53%/+89.52%; 扣非净利 7.99 亿元, 同比/环比+59.97%/+83.05%; 毛利率 32.61%, 同比+0.07pcts/环比+2.30pcts; 净利率 16.06%, 同比+1.18pcts/环比+2.07pct。
- 电力设备民企龙头, 穿越周期业绩稳健增长。** 公司是电力设备民企龙头, 产品持续拓品类提等级, 国内电网市场份额稳步提升, 海外放量突破, 持续孵化新产品, 储能、超级电容有望成为新增长点, 盈利能力持续提升。公司营收从 2018 年的 48.07 亿元增长至 2024 年的 154.58 亿元, CAGR 达 21.49%, 归母净利润从 2018 年的 2.95 亿元增长至 2024 年的 20.49 亿元, CAGR 达 37.20%, 高于收入增速。2025H1 公司营收 84.97 亿元, 同比+37.80%, 2025H1 归母净利润+12.93 亿元, 同比+45.71%, 继续保持快速增长。
- 国内电网市场份额稳步提升。** 国内电网投资高增, 公司深耕和拓展国内市场, 巩固并提升主流产品在电网客户的市场份额, 有望受益于电网投资提速。根据统计, 国网输变电设备 25 年 1-3 批招标金额高达 540.64 亿元, 同比+24.8%。思源电气在 25 年 1-3 批中标金额合计达到 39.25 亿元, 同比 24 年 1-3 批增长 79.9%, 中标份额达到 7.3%, 同比+2.2pcts, 有望对未来交付增长形成较强支撑, 其中 25-1 批实现 750kV 组合电器中标突破。
- 海外放量突破提振盈利。** 公司海外收入持续增长, 从 2018 年的 8.40 亿元增长至 2024 年的 31.22 亿元, CAGR 约为 24.47%。2025H1 海外营收 28.62 亿元, 同比+88.95%, 占总营收比 33.68%, 同比+9.12pcts。根据 IEA 数据, 2030 年全球电网投资有望翻番达 6000 亿美元, 发达地区改造更换需求旺盛, 东南亚、中东、非洲等新建需求大。目前公司在巴西、墨西哥、瑞士、肯尼亚等 20 多个国家与地区设立了子公司或参股公司, 2024 年公司在英国、意大利、沙特、科威特等多个高端市场陆续突破, 我们认为伴随海外营收占比进一步提升, 公司盈利能力将持续增厚。
- 新产品持续孵化, 储能、超级电容有望成为新增长点。** 公司高度重视产品开发和科技创新, 不断丰富现有产品线, 积极开拓柔性直流输电、储能、静止同步调相机、汽车电子电器、中压开关、套管、智能运维、低压开关、超容等新产品、新业务机会, 未来有望在行业中保持持久领先的增长动能。目前, 储能产品全覆盖, 加速海外拓展。智算需求推动 AIDC 需求旺盛, 超级电容可实现高功率瞬时响应。公司通过参股子公司烯晶碳能切入超级电容赛道, 目前成功获得车企的重大定点项目, 在电力系统领域静止型同步调相机(SSC)、配网后备电源等创新应用场景中得到了客户的初步认可与积极试点应用, 未来有望拓展至 AIDC 领域, 打造全新增长曲线。

思源电气 (股票代码: 002028.SZ)

**推荐** 首次评级

## 分析师

曾韬

☎: 010-8092-7653

✉: zengtao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525030001

黄林

☎: 010-8092-7627

✉: huanglin\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070004

## 市场数据

2025-08-22

股票代码	002028.SZ
收盘价	84.3
上证指数	3,825.8
总股本 (亿股)	7.8
实际流通股 (亿股)	6.1
流通股市值 (亿元)	511.2

## 相对上证表现图

2025-08-22



资料来源: 中国银河证券研究院

## 相关研究

- **投资建议：**我们预计公司 2025/2026 年营收 194.10 亿元/243.45 亿元，归母净利润 28.58 亿元/36.10 亿元，EPS 为 3.67 元/4.64 元，对应 PE 为 22.95 倍/18.17 倍，首次覆盖给与“推荐”评级。
- **风险提示：**产业链价格波动的风险；政策变化的风险；行业竞争加剧风险；汇率波动的风险。

## 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15458.07	19410.35	24344.82	29949.18
收入增长率%	24.06	25.57	25.42	23.02
归母净利润(百万元)	2049.07	2858.07	3609.59	4489.41
利润增速%	31.42	39.48	26.29	24.37
毛利率%	31.25	31.65	31.95	32.23
摊薄 EPS(元)	2.63	3.67	4.64	5.77
PE	32.01	22.95	18.17	14.61
PB	5.30	4.45	3.72	3.08
PS	4.24	3.38	2.69	2.19

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

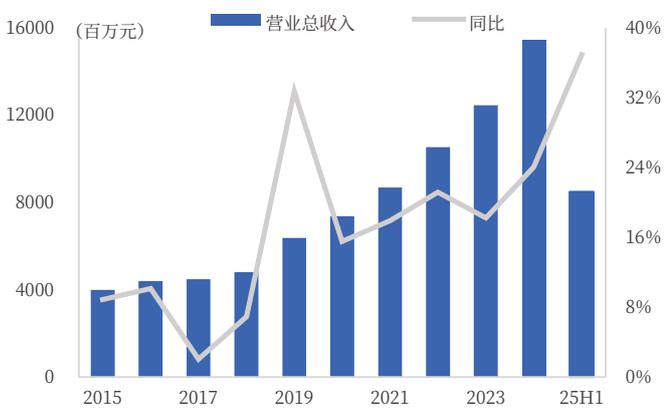
### Catalog

一、海外放量高增，盈利能力稳步提升 .....	4
二、电力设备民企龙头，拓品类扩市场打开成长空间 .....	7
(一) 产品持续拓品类提等级，助力稳健增长 .....	7
(二) 国内电网市场份额稳步提升 .....	8
(三) 全球电网投资高景气，海外放量突破提振盈利 .....	9
(四) 持续孵化新产品，储能、超级电容有望成为新增长点 .....	11
三、投资建议 .....	15
(一) 盈利预测 .....	15
(二) 相对估值 .....	16
(三) 绝对估值 .....	17
四、风险提示 .....	18

## 一、海外放量高增，盈利能力稳步提升

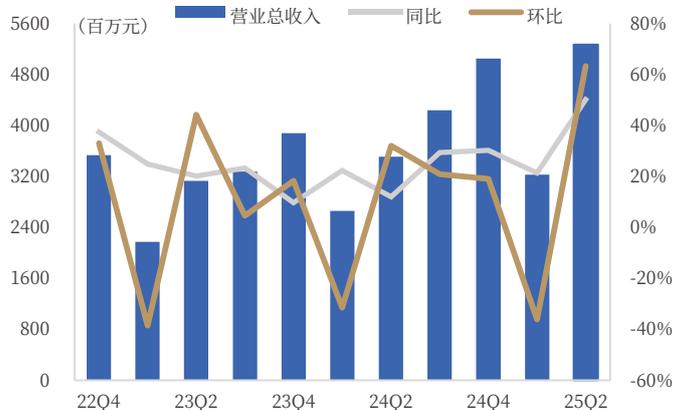
**收入利润保持高增，海外营收占比持续提升。**2025H1 实现营收 84.97 亿元，同比+37.80%，25Q2 单季营收 52.70 亿元，同比+50.21%，环比+63.77%。分地区看，公司 25H1 国外营收 28.62 亿元，同比+88.95%，占总营收比 33.68%，同比+9.12pcts；25H1 国内营收 56.35 亿元，同比+21.14%。目前海外市场中欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。国内变压器行业出口保持强劲，根据海关总署数据，2025 年 1-6 月我国变压器出口总金额达 39.19 亿美元，同比+36%；6 月当月出口 7.85 亿美元，同比+46.10%，环比+102.19%。海外电力设备紧缺未现明显缓解，公司的高电压等级产品出海或具备更强持续性。目前公司在巴西、墨西哥、瑞士、肯尼亚等 20 多个国家与地区设立了子公司或参股公司，2024 年公司在英国、意大利、沙特、科威特等多个高端市场陆续突破，我们认为伴随海外营收占比进一步提升，公司盈利能力将持续增厚。

图1：公司营业总收入情况



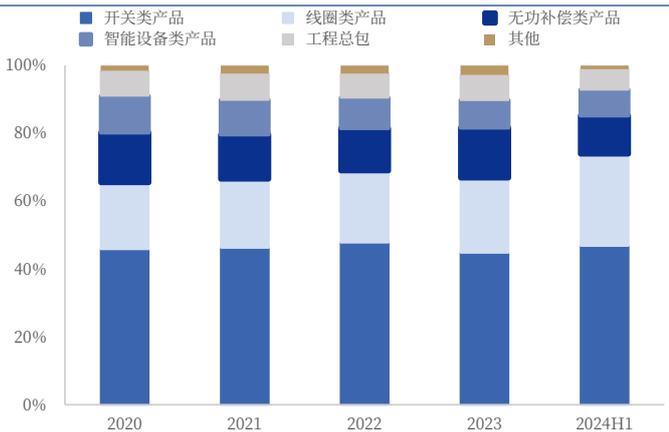
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图2：公司营业总收入季度情况



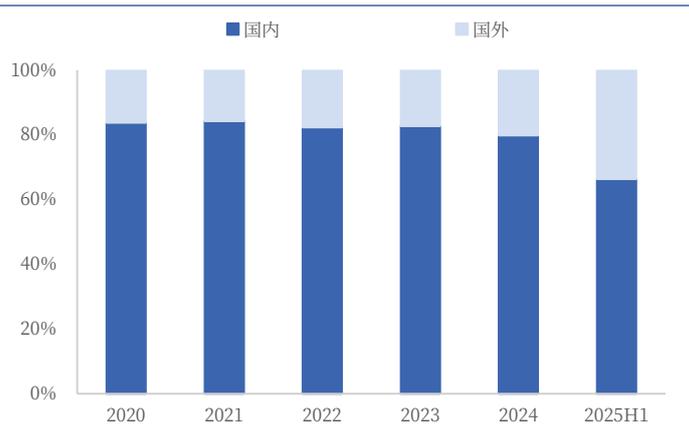
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图3：24H1 公司营业收入分产品结构



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图4：公司营业收入分地区结构

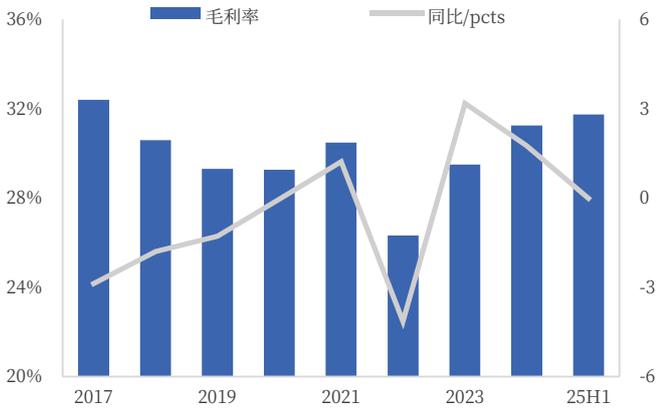


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

持续研发高投入，25H1 费率显著下降。25H1 公司销售毛利率 31.74%，同比-0.01pcts。25Q2 毛利率 32.61%，同比+0.07pcts/环比+2.30pcts。25Q2 期间费用率 12.67%，同比-1.00pcts/环比-2.12pcts，其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为+5.37%/+1.86%/+5.79%/-0.35%，同比-0.83/-0.74/-0.80/-0.30pcts，环比-0.34/-0.91/-2.10/+0.55pcts，销售费用率提升主要是因为公司加大市场和销售投入，财务费用率下降主要受汇率变化影响汇兑损益，管理、研发费用率下降主要

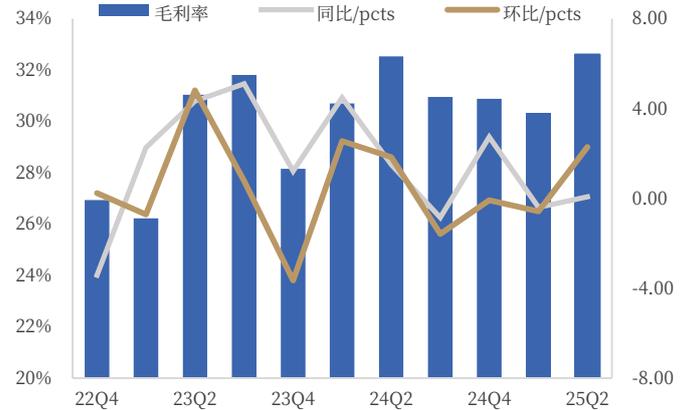
系规模效应摊薄费用。公司注重产品技术和技术人力资本的持续积累投入，加大前瞻性技术投入，如柔性直流输电、新能源、储能、环保、物联网、汽车电子等。

图5：公司毛利率情况



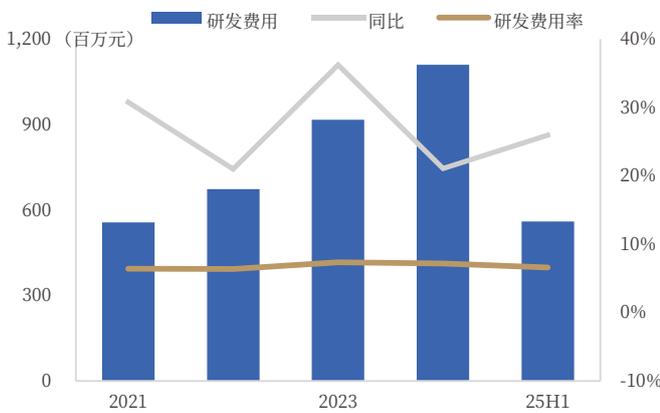
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图6：公司毛利率分季度情况



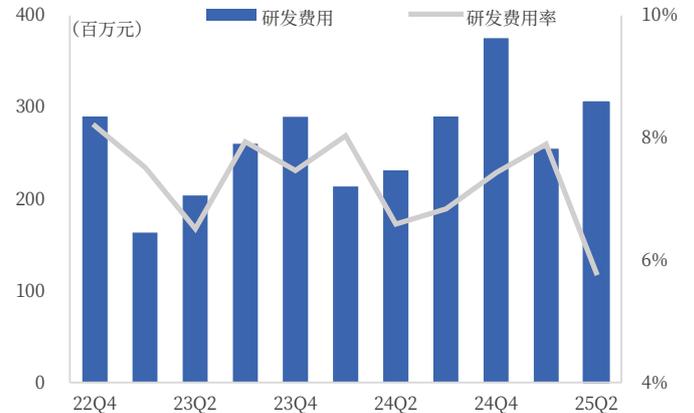
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图7：公司研发费用情况



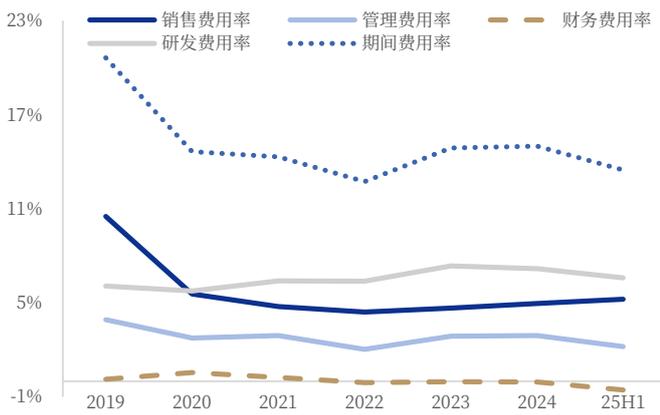
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图8：公司研发费用分季度情况



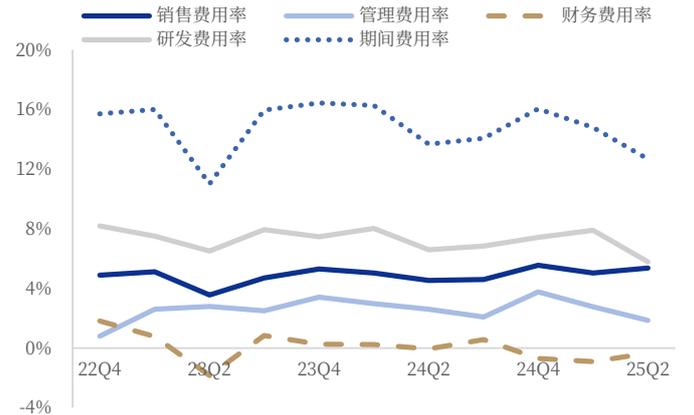
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图9：公司期间费用率情况



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

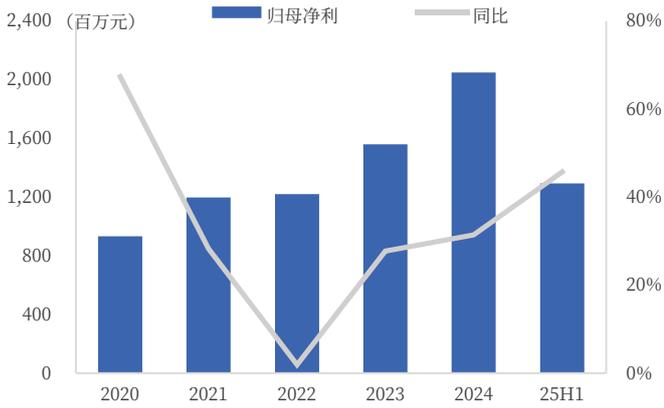
图10：公司期间费用率分季度情况



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

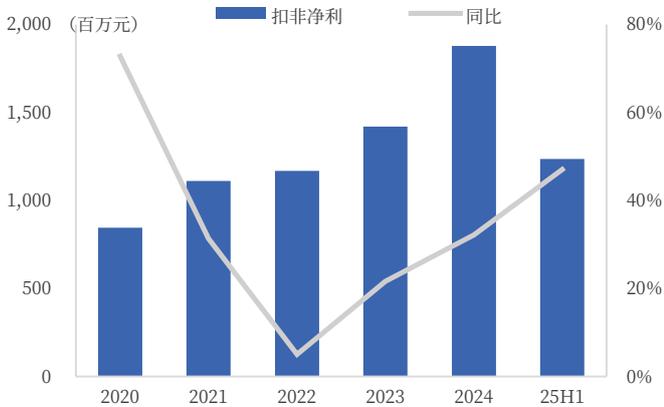
**盈利持续提升。**2025H1 归母净利润+12.93 亿元，同比+45.71%，扣非净利润+12.36 亿元，同比+47.04%；归母净利率 15.21%，扣非净利率 14.55%。2025Q2 归母净利润 8.46 亿元，同比/环比+61.53%/+89.52%；扣非净利润 7.99 亿元，同比/环比+59.97%/+83.05%；归母净利率 16.06%，同比+1.18pcts/环比+2.07pct，扣非归母净利率 15.17%，同比+0.93pcts/环比+1.63pct。

图11: 公司归母净利润情况



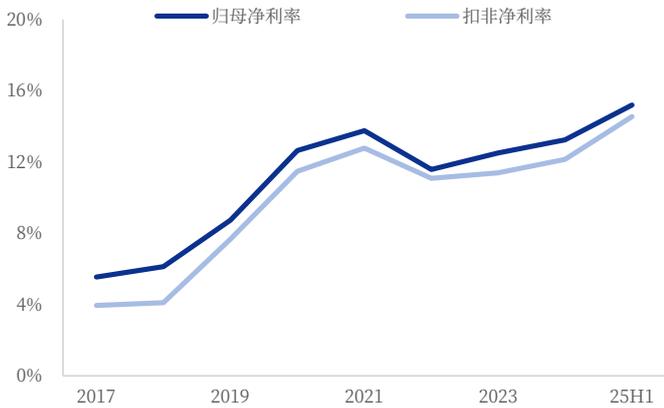
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图13: 公司扣非归母净利润情况



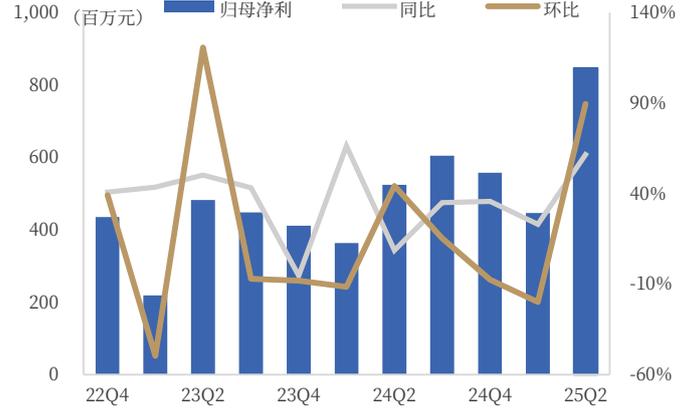
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图15: 公司净利率情况



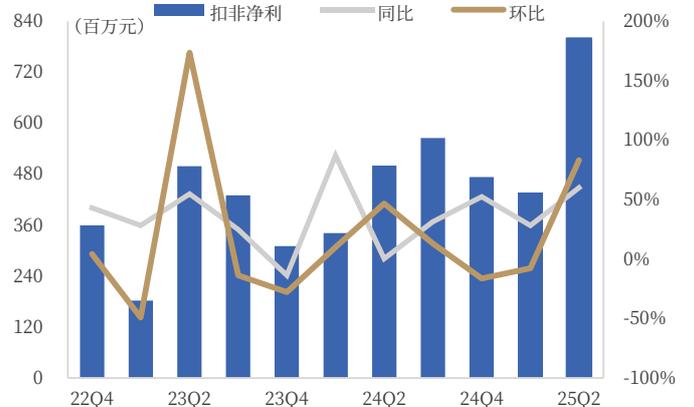
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12: 公司归母净利润分季度情况



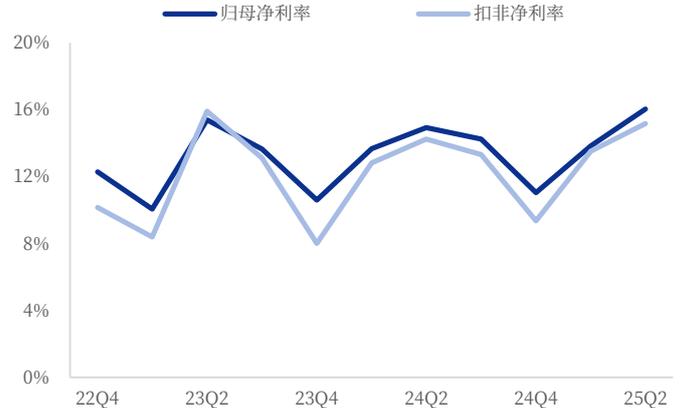
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图14: 公司扣非归母净利润分季度情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图16: 公司净利率分季度情况



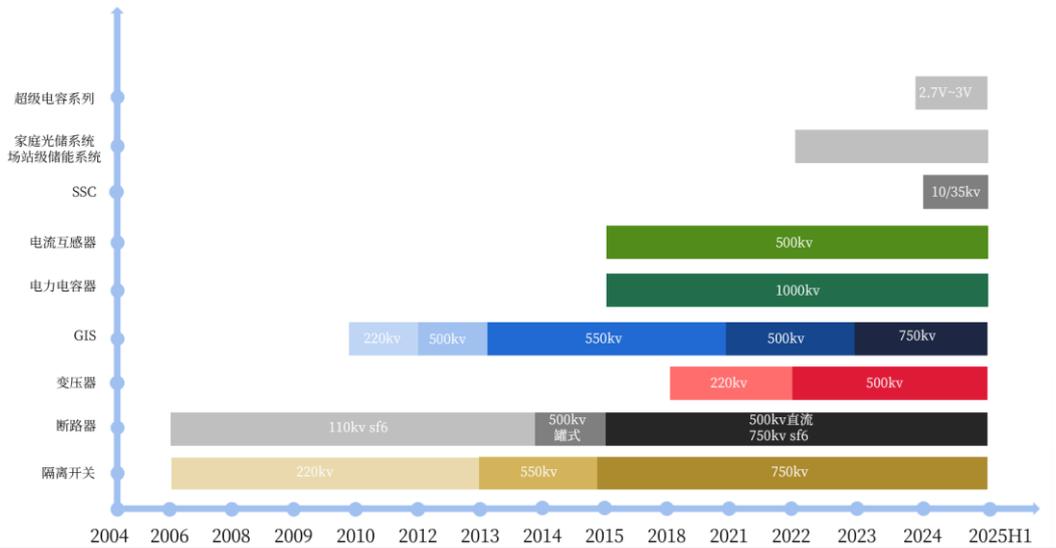
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

## 二、电力设备民企龙头，拓品类扩市场打开成长空间

### (一) 产品持续拓品类提等级，助力稳健增长

公司深耕于能源领域，自 2004 年起公司不断拓展产品品类并提升产品电压等级，从单一产品发展成为提供多产品及解决方案的提供商。目前，公司是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)、储能及电能质量治理相关设备等产品的研发、制造和解决方案能力的公司。

图17：公司产品矩阵情况



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**穿越周期，业绩稳健增长。**公司营收从 2018 年的 48.07 亿元增长至 2024 年的 154.58 亿元，CAGR 达 21.49%，归母净利润从 2018 年的 2.95 亿元增长至 2024 年的 20.49 亿元，CAGR 达 37.20%，高于收入增速。2025H1 公司营收 84.97 亿元，同比+37.80%，2025H1 归母净利润+12.93 亿元，同比+45.71%，继续保持快速增长。

**开关及线圈类产品为核心产品。**分业务来看，2024H1 开关类/线圈类/无功补偿类/智能设备类产品收入占比分别为 46.80%/27.15%/11.30%/7.62%，2018-2023 年 CAGR 分别达 21.78%/23.25%/17.43%/16.99%，各项产品均保持较好成长性。各产品毛利率比较稳定，24H1 开关类/线圈类/无功补偿类/智能设备类产品毛利率分别为 35.22%/33.68%/24.71%/31.62%。

图18：公司营业收入情况

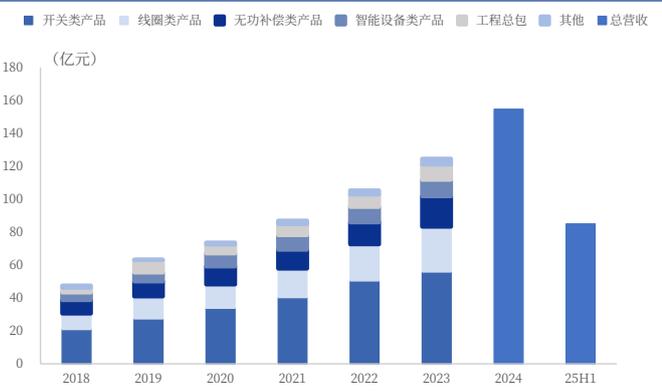
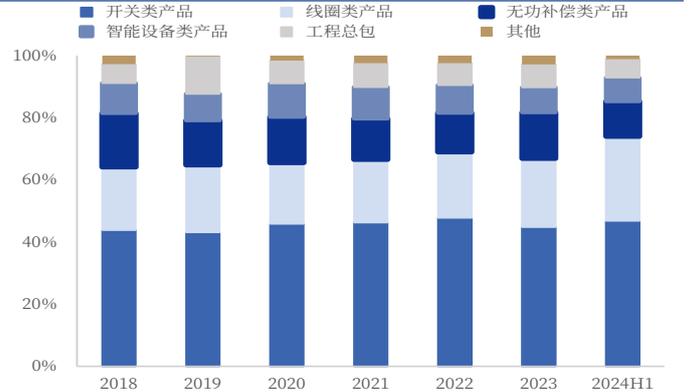
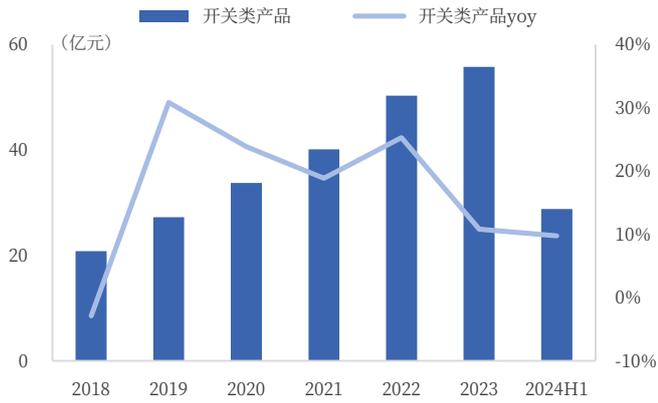


图19：公司营业收入结构情况



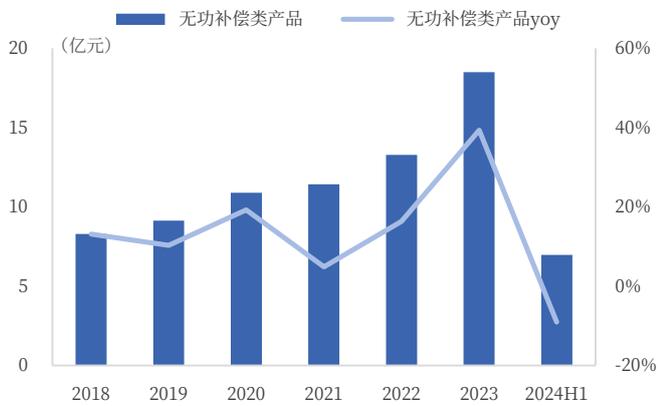
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：公司开关类产品营业收入情况



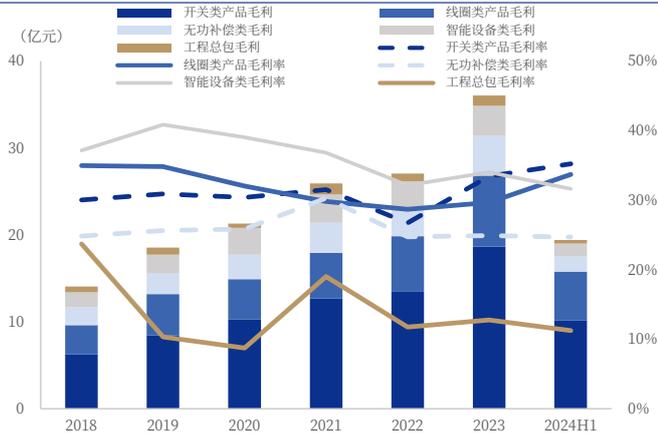
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图22：公司无功补偿类产品营业收入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

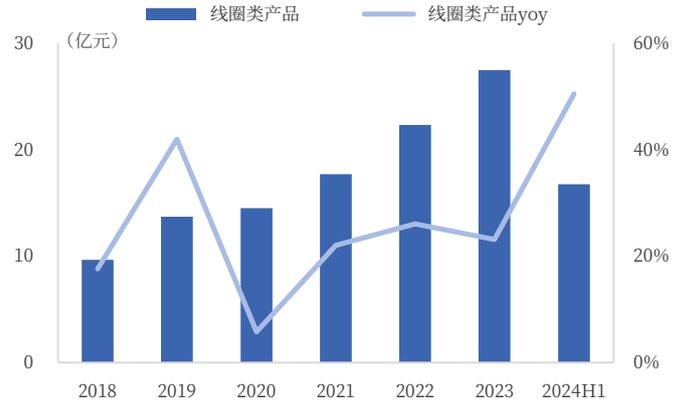
图24：公司毛利情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

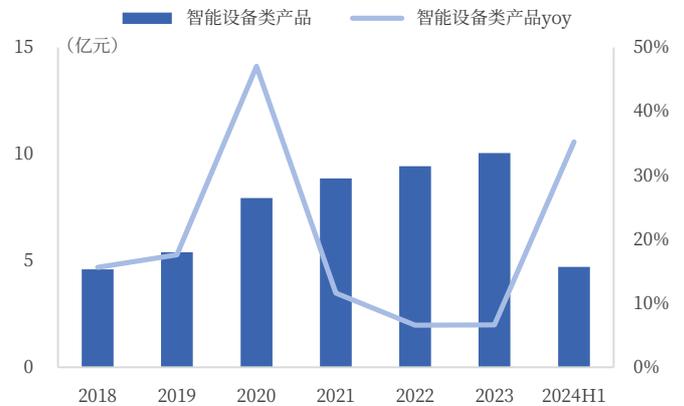
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图21：公司线圈类产品营业收入情况



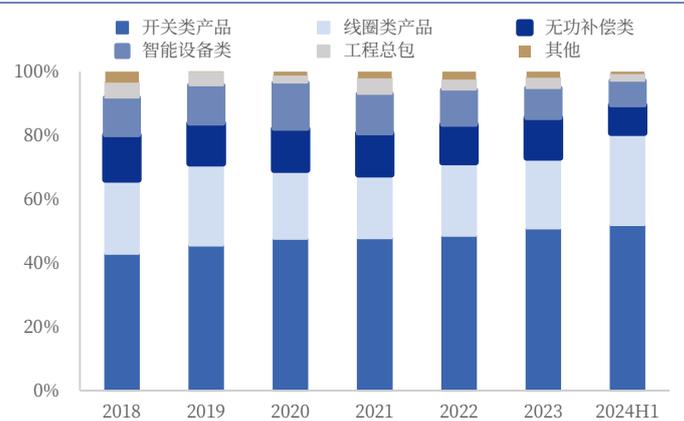
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图23：公司智能设备类产品营业收入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图25：公司毛利结构



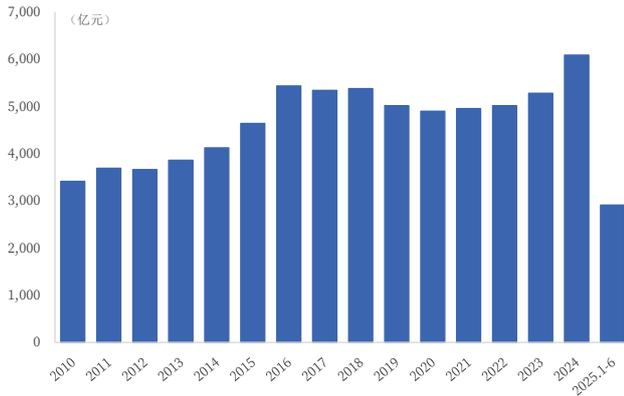
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）国内电网市场份额稳步提升

**国内电网投资高增。**根据国家能源局数据，2025年1-6月全国电网投资2911亿元，同比+14.6%。2025年国家电网进一步加大投资力度，全年电网投资有望首次超过6500亿元，南方电网也预告2025年1750亿元的电网投资规模。**多重因素推动下，我们认为电网投资依旧高景气，特高压及主网跨区域输电是投资重点，配电数智化改造有望迎来景气向上，公司作为输变电设备龙头有望受益**

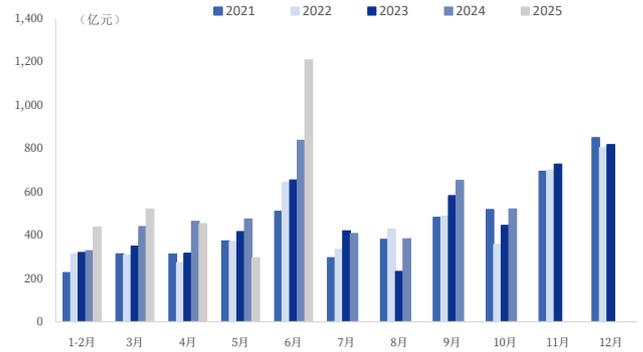
于电网投资提速。

图26: 2010-2025 年国内电网年度投资情况



资料来源: ifind, 国家能源局, 中国银河证券研究院

图27: 2021-2025 年国内电网月度投资情况



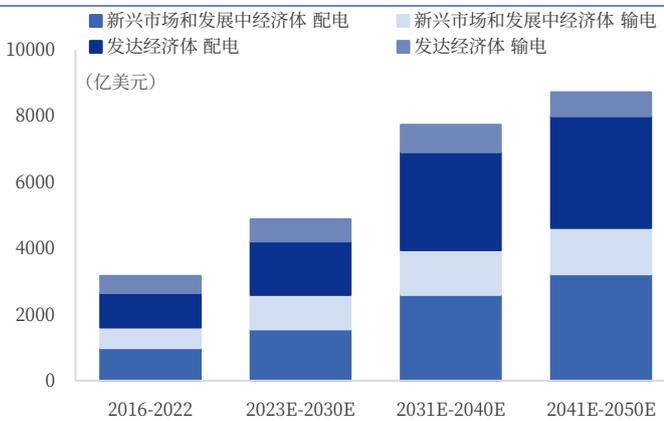
资料来源: ifind, 国家能源局, 中国银河证券研究院

**深耕和拓展国内市场, 巩固并提升主流产品在电网客户的市场份额。**从国网近几年招标情况看, 公司在国网集招输变电设备中的中标金额也实现较快增长, 根据统计, 国网输变电设备 25 年 1-3 批招标金额高达 540.64 亿元, 同比+24.8%。思源电气在 25 年 1-3 批中标金额合计达到 39.25 亿元, 同比 24 年 1-3 批增长 79.9%, 中标份额达到 7.3%, 同比+2.2pcts, 有望对未来交付增长形成较强支撑, 其中 25-1 批实现 750kV 组合电器中标突破。公司持续加大高端市场的研发创新活动, 积极拓展关键客户, 为客户提供跨产品线的综合解决方案, 有望巩固并提升主流产品在电网客户的市场份额。

**(三) 全球电网投资高景气, 海外放量突破提振盈利**

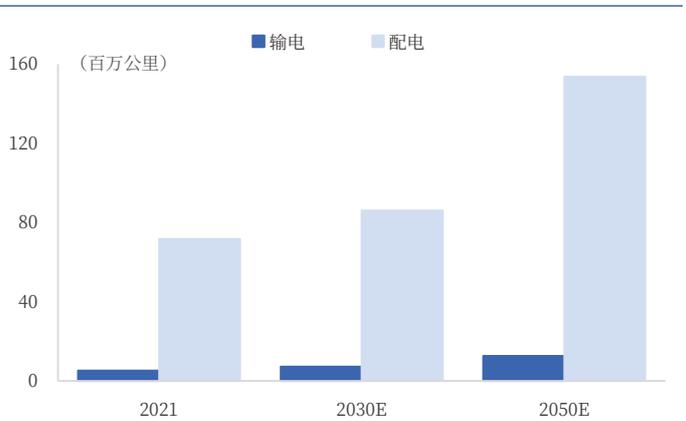
**2030 年全球电网投资有望翻番达 6000 亿美元, 新兴市场有望贡献增量。**根据 IEA 数据, 自 2015 年以来, 全球电网投资约 3000-3500 亿美元。在政府承诺目标情景中, 电网投资将进一步攀升。IEA 预计到 2024 年将达到 4000 亿美元, 2023-2030 年需 5000 亿美元/年 (2030 年超 6000 亿美元, 是目前的 2 倍), 2031-2040 年需 7750 亿美元/年 (2035 年超 1 万亿美元), 2041-2050 年需 8700 亿美元/年。从投资主体来看, 2024 年, 欧洲、美国、中国和拉丁美洲部分地区将领跑, 后续将从发达经济体转移至 EMDE 国家。英国、美国、日本、印度、巴西、南非等国家已加速电网投资, 特别是一些发达经济体。以欧盟为例, 欧盟 2022 年推出“能源系统数字化计划”, 2023 年继续推出《电网行动计划》, 拟于 2020 年-2030 年投资电网 5840 亿欧元, 用于升级欧洲电网。

图28: 承诺目标情景, 全球年均电网投资



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

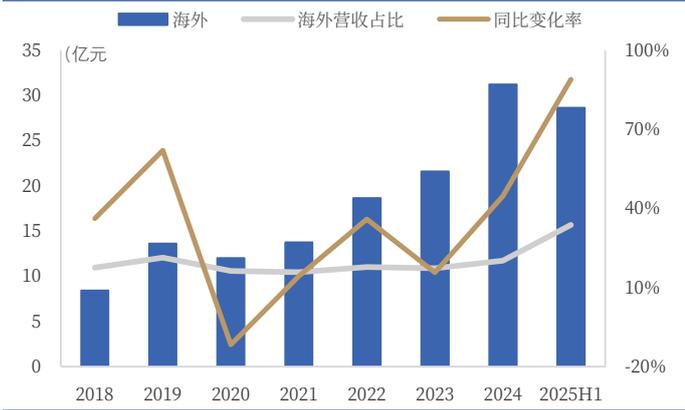
图29: 全球电网投资结构



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

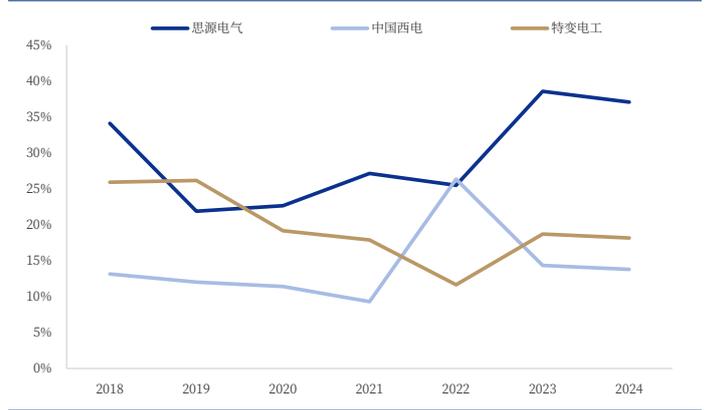
**海外收入持续增长，海外收入比重超 30%。**公司海外收入持续增长，从 2018 年的 8.40 亿元增长至 2024 年的 31.22 亿元，CAGR 约为 24.47%，占比。2025H1 海外营收 28.62 亿元，同比 +88.95%，占总营收比 33.68%，同比+9.12pcts。目前海外市场欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。目前公司在巴西、墨西哥、瑞士、肯尼亚等 20 多个国家与地区设立了子公司或参股公司，所涉海外 EPC 工程为交钥匙工程，包括工程设计、设备采购、监造、运输、土建施工、安装调试等工作，管理范围广，项目周期长（1-3 年）。**我们认为公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入，海外业务有望成为重要增长点。**

图30：公司海外营收、同比变化率及占比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图31：公司海外毛利率和同业相比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**海外毛利率保持在 35%左右，盈利能力高于同业。**公司海外市场毛利率 2019 年的 21.89%持续增长至 2023 年的 38.55%，而后保持在 35%以上。2023 年毛利率显著提升约 13.05pcts，主要系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。公司海外毛利率保持稳定提升，和同业相比，思源电气海外业务毛利率持续高于同业，我们认为主要是因为公司产品和渠道受认可程度高，费用管控有利。

#### (四) 持续孵化新产品，储能、超级电容有望成为新增长点

**新产品持续孵化。**公司高度重视产品开发和技术创新，不断丰富现有产品线，积极开拓柔性直流输电、储能、静止同步调相机、汽车电子电器、中压开关、套管、智能运维、低压开关、超容等新产品、新业务机会，未来有望在行业中保持持久领先的增长动能。

**储能产品全覆盖，加速海外拓展。**公司 2023 年 8 月底推出“从电网到家庭”全系列储能产品，目前产品覆盖三相高压混合逆变器（10-50kW）、组串式变流升压一体机、一体化储能系统以及全时域多介质大电芯储能系统等。2024 年，公司总投资 10 亿元新建思源储能及电力电子项目，购置全自动储能 PACK 生产线、储能 PCS 生产线、SVG 系列产品自动化生产线等设备近 64 台（套），其中第一阶段（2024-2025 年）33 台（套），第二阶段（2026 年-2027 年）31 台（套）。在市场定位上，场站级及大型工商业储能产品主要面向国内市场，户用光储产品专攻海外市场，海外储能品牌 Swatten 扩展到欧洲、中东、澳大利亚和亚洲等市场。

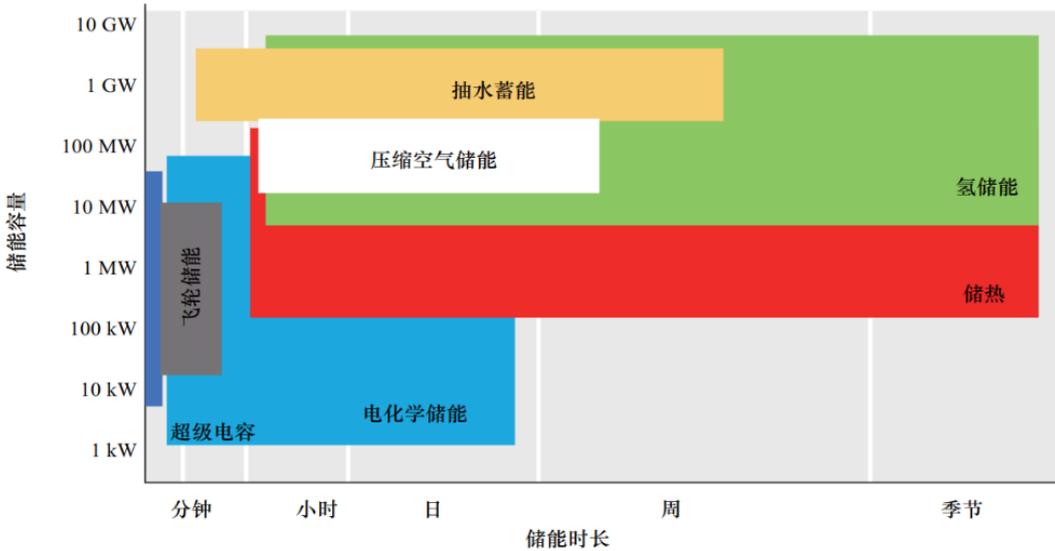
图32：公司全时域多介质大电芯储能系统



资料来源：北极星电力网，中国银河证券研究院

**超级电容在多应用领域前景广阔。**超级电容是一种介于传统电池与普通电容器之间的储能装置，具有充电速度快（从秒级到分钟级）、循环寿命长（超 50 万次）、功率密度高（达 10kW/kg 以上）以及工作温度范围宽（-40℃至 85℃）等特性。目前主要应用于交通运输领域，如混合动力汽车的能量回收和轨道交通车辆的紧急供电；风光电新能源系统，包括风电变桨系统的应急电源和光伏电站的电压波动调节；以及工业自动化系统，例如港口起重机的能耗降低和注塑机等重型设备的电源模块优化。

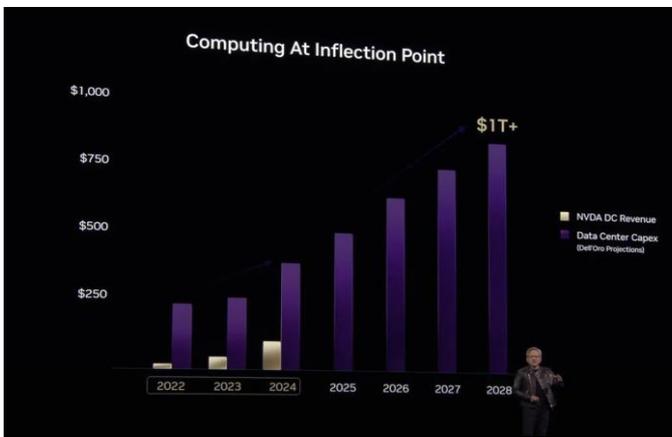
图33: 主要储能形势的储能容量和储能时长



资料来源:《新型电力系统发展白皮书》国家能源局, 中国银河证券研究院

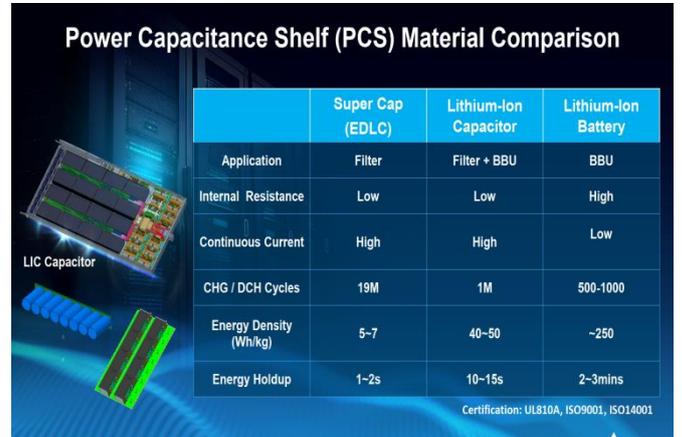
**智算需求推动 AIDC 需求旺盛, 超级电容可实现高功率瞬时响应。**目前, AI 已成为全球新一轮科技革命和产业变革的必争之地, AIDC 智算中心需求兴起。根据英伟达预计 2028 年全球数据中心建设投资将达到一万亿美元。供配电系统是 AIDC 的核心, 随着智算中心 AIDC 向 GW 级、超高效及高密化演进, 供配电系统从 AC 400V 不间断电源(UPS)和 DC 240V 向高压直流演进, 备电 BBU 以及锂离子超级电容 LIC 重要性持续增加。在电网不间断电源场景, 超级电容可在 20ms 内响应供电, 是柴油机组响应速度的 1/500, 防止生产损失与系统故障, 避免电压暂降、暂升、中断等电能质量问题造成的产品损失、生产时间损失、设备损坏等严重后果。

图34: 全球 IDC 2028 年 Capex 超万亿美元



资料来源: 英伟达, 中国银河证券研究院

图35: 功率电容架 PCS 材料比较



资料来源: 台达, 中国银河证券研究院

公司通过参股子公司烯晶碳能切入超级电容赛道。烯晶碳能超级电容器集成了领先的干法电极技术、高电压电化学体系、全极耳硬连接结构、全激光焊接工艺, 具备低内阻、高安全性、高可靠性、车规级品质, 广泛应用于汽车、新型电力系统、轨道交通、工业的毫秒级、秒级储能场景。目前超级电容产品在车载电源领域, 成功获得车企的重大定点项目, 为其车载后备电源系统提供核心元件; 在电力系统领域静止型同步调相机(SSC)、配网后备电源等创新应用场景中得到了客户的初步认可与积极试点应用。**我们认为超级电容业务有效地拓宽了公司在新能源发电、智能电网、新能源汽车、工业自动化等领域的技术边界与市场覆盖范围, 技术同源, 未来有望拓展至 AIDC 领域, 打造全新增长曲线。**

图36: 公司超级电容器 EDLC 产品情况



超级电容器EDLC

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

表1: 烯晶碳能汽车领域的项目情况

终端车厂	产品型号	配套上车时间	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

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表2: 烯晶碳能储能领域的项目情况

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

图37: 公司混合超级电容器 HUC 情况



混合超级电容器HUC

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

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

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 三、投资建议

### (一) 盈利预测

公司开关类业务主要包括 GIS、隔离开关、断路器，根据电网投资规模及增速，公司组合电器 GIS 产品市场份额领先，GIS 等产品海外需求旺盛、量利齐升，我们预计 2025/2026/2027 年开关类业务的营收分别为 84.79 亿元/104.55 亿元/128.60 亿元，毛利率分别为 36.00%/36.50%/37.00%。

线圈类业务：公司中性点接地产品、电抗器、互感器、变压器、油色谱及在线监测系统等等，根据电网投资规模及增速，我们预计 2025/2026/2027 年线圈类业务的营收分别为 57.75 亿元/80.85 亿元/105.10 亿元，毛利率分别为 31.50%/31.50%/31.50%。

无功补偿类业务：公司无功补偿类业务包括电力电子成套设备、电力电容器、整流器等等，根据电网投资规模及增速，我们预计 2025/2026/2027 年无功补偿类业务营收分别为 20.59 亿元/21.62 亿元/22.70 亿元，毛利率分别为 25.00%/25.00%/25.00%。

智能设备业务：公司智能设备业务包括变电站自动化及继电保护系统等等，根据电网投资规模及增速，我们预计 2025/2026/2027 年智能设备业务营收分别为 11.30 亿元/11.97 亿元/12.69 亿元，毛利率分别为 35.50%/36.00%/36.50%。

工程总承包业务：公司总承包项目主要是做一些变电站的 EPC，根据电网投资规模及增速，我们预计 2025/2026/2027 年工程总承包业务营收分别为 13.75 亿元/17.06 亿元/21.15 亿元，毛利率分别为 13.00%/13.00%/13.00%。

表3：公司业务预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)							
高压开关	40.17	50.35	55.82	68.66	84.79	104.55	128.60
线圈类产品	17.69	22.31	27.47	39.83	57.75	80.85	105.10
无功补偿类	11.42	13.28	18.50	19.61	20.59	21.62	22.70
智能设备	8.85	9.43	10.05	10.66	11.30	11.97	12.69
工程总包	6.75	7.49	9.24	11.09	13.75	17.06	21.15
其他收入	2.07	2.52	3.51	4.73	5.92	7.40	9.25
合计	86.95	105.37	124.60	154.58	194.10	243.45	299.49
营收 YoY							
高压开关	27.51%	36.90%	37.15%	23.00%	23.50%	23.30%	23.00%
线圈类产品	12.42%	15.90%	19.32%	45.00%	45.00%	40.00%	30.00%
无功补偿类	7.96%	10.00%	13.89%	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%
智能设备	11.29%	6.57%	6.61%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
工程总包	23.61%	11.03%	23.44%	20.00%	24.00%	24.00%	24.00%
其他收入	77.23%	21.40%	39.66%	34.70%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	17.94%	21.18%	18.25%	24.06%	25.57%	25.42%	23.02%
毛利率(%)							
高压开关	31.52	26.71	33.45	35.00	36.00	36.50	37.00
线圈类产品	29.83	28.70	29.66	31.00	31.50	31.50	31.50

无功补偿类	30.27	24.73	24.92	25.00	25.00	25.00	25.00
智能设备	36.82	32.14	34.01	35.50	35.50	36.00	36.50
工程总包	19.03	11.77	12.78	13.00	13.00	13.00	13.00
其他收入	0.27	0.27	0.21	37.96	30.00	30.00	30.00
<b>合计</b>	<b>30.48</b>	<b>26.33</b>	<b>29.50</b>	<b>31.25</b>	<b>29.65</b>	<b>29.70</b>	<b>29.73</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

综上，我们预计公司 2025/2026 年营收 194.10 亿元/243.45 亿元，归母净利润 28.58 亿元/36.10 亿元，EPS 为 3.67 元/4.64 元，对应 PE 为 22.95 倍/18.17 倍。

## （二）相对估值

公司当前估值水平与明阳电气、伊戈尔、金盘科技、中国西电等其他电气设备企业相比具有估值溢价，电力设备出海正当时，未来随着国内外市场持续突破以及新产品持续孵化，公司成长性较强。

可比公司 PE 估值表（截止 2025.8.22）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	目前
301291.SZ	明阳电气	43.30	135.18	2.77	3.47	4.23	15.62	12.47	10.24	2.96
002922.SZ	伊戈尔	20.22	79.57	0.97	1.23	1.51	20.87	16.46	13.40	2.53
688676.SH	金盘科技	52.12	239.38	1.68	2.28	2.86	30.99	22.84	18.23	5.44
601179.SH	中国西电	6.74	345.48	0.35	0.39	0.45	19.08	17.19	14.88	1.54
	平均数						21.64	17.24	14.19	3.12
002028.SZ	思源电气	84.25	655.81	3.67	4.64	5.77	22.95	18.17	14.61	4.45

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (三) 绝对估值

我们采用二阶段 DCF 法进行绝对估值，对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在永续增长率正负波动 0.5%，贴现率正负波动 0.5% 的情况下，公司合理每股价值区间为 90.38-106.62 元，对应市值 703-830 亿元。

表4: 基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
永续增长率	3.00%
贝塔值 ( $\beta$ )	1.05
无风险利率 ( $R_f$ )	1.80%
市场预期收益率 ( $R_m$ )	10.00%
有效税率 ( $T$ )	9.00%
债务资本成本 $K_d$	1.87%
债务资本成本比重 $W_d$	0.31%
股权资本成本 $K_e$	10.41%
加权平均资本成本 WACC	10.38%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表5: 绝对估值敏感性分析

估值区间		折现率						
		8.9%	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	11.9%
永续 增长 率	1.5%	102.16	97.47	93.24	89.40	85.88	82.65	79.66
	2.0%	105.72	100.57	95.95	91.79	88.00	84.54	81.36
	2.5%	109.85	104.11	99.03	94.48	90.38	86.65	83.24
	3.0%	114.67	108.21	102.55	97.53	93.05	89.01	85.34
	3.5%	120.39	113.00	106.62	101.03	96.09	91.67	87.68
	4.0%	127.28	118.68	111.38	105.08	99.56	94.69	90.33
	4.5%	135.74	125.53	117.03	109.81	103.59	98.14	93.33

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、风险提示

---

1、产业链价格波动风险。受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、国际物流费用等价格波动过大会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

2、政策变化的风险。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。

3、行业竞争加剧风险。公司主要产品如高压开关、电力电容器、互感器、变压器等产品技术和市场都相对成熟，主要客户招标采取招标方式，市场竞争激烈。若行业竞争加剧，企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战，行业内企业业绩将进一步承压，公司盈利进一步受损。

4、汇率波动的风险。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，汇率波动将对公司的经营业绩产生一定的影响。

**附录：**

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18910.99	22411.76	28583.12	35287.58
现金	4027.85	4554.50	6891.80	9317.73
应收账款	5758.35	6994.62	8920.79	10883.38
其它应收款	297.32	350.19	453.73	549.25
预付账款	534.25	586.95	782.88	928.58
存货	3476.97	4330.35	5413.75	6629.01
其他	4816.25	5595.15	6120.17	6979.63
非流动资产	4562.72	5422.67	5772.77	6159.59
长期投资	2.93	2.93	2.93	2.93
固定资产	2368.00	3086.39	3503.08	3942.92
无形资产	572.25	535.14	498.03	460.91
其他	1619.54	1798.21	1768.73	1752.83
资产总计	23473.70	27834.42	34355.88	41447.17
流动负债	10618.41	12545.66	16031.28	19346.77
短期借款	148.55	148.55	148.55	148.55
应付账款	4670.26	5910.89	7330.66	9012.36
其他	5799.59	6486.21	8552.07	10185.85
非流动负债	199.95	203.89	203.89	203.89
长期借款	28.00	28.00	28.00	28.00
其他	171.95	175.89	175.89	175.89
负债合计	10818.36	12749.55	16235.18	19550.66
少数股东权益	275.79	364.19	475.82	614.67
归属母公司股东权益	12379.55	14720.69	17644.88	21281.84
负债和股东权益	23473.70	27834.42	34355.88	41447.17

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2462.47	2217.69	3809.20	4161.74
净利润	2084.82	2946.47	3721.22	4628.25
折旧摊销	255.12	400.84	481.22	559.64
财务费用	24.00	3.62	3.62	3.62
投资损失	-47.19	-34.00	-51.88	-69.24
营运资金变动	12.72	-1046.40	-348.43	-963.06
其它	133.00	-52.83	3.45	2.52
投资活动现金流	-1705.43	-1166.15	-782.89	-879.75
资本支出	-919.43	-1056.89	-834.76	-948.99
长期投资	191.39	0.00	0.00	0.00
其他	-977.38	-109.26	51.88	69.24
筹资活动现金流	-199.10	-534.35	-689.01	-856.07
短期借款	66.73	0.00	0.00	0.00
长期借款	-2.00	0.00	0.00	0.00
其他	-263.83	-534.35	-689.01	-856.07
现金净增加额	549.90	526.66	2337.30	2425.92

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15458.07	19410.35	24344.82	29949.18
营业成本	10627.85	13266.53	16566.74	20297.15
营业税金及附加	98.64	126.08	155.32	192.24
营业费用	768.00	1028.75	1314.62	1647.20
管理费用	449.18	582.31	754.69	958.37
财务费用	-6.79	-76.94	-87.47	-134.22
资产减值损失	-151.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	29.22	0.00	0.00	0.00
投资净收益	47.19	34.00	51.88	69.24
营业利润	2432.23	3354.67	4233.59	5263.73
营业外收入	8.92	6.50	6.61	7.34
营业外支出	10.62	12.91	11.54	11.69
利润总额	2430.53	3348.26	4228.66	5259.38
所得税	345.71	401.79	507.44	631.13
净利润	2084.82	2946.47	3721.22	4628.25
少数股东损益	35.76	88.39	111.64	138.85
归属母公司净利润	2049.07	2858.07	3609.59	4489.41
EBITDA	2729.94	3672.15	4622.41	5684.80
EPS (元)	2.63	3.67	4.64	5.77

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24.06%	25.57%	25.42%	23.02%
营业利润	36.79%	37.93%	26.20%	24.33%
归属母公司净利润	31.42%	39.48%	26.29%	24.37%
毛利率	31.25%	31.65%	31.95%	32.23%
净利率	13.26%	14.72%	14.83%	14.99%
ROE	16.55%	19.42%	20.46%	21.10%
ROIC	16.50%	18.83%	19.88%	20.40%
资产负债率	46.09%	45.80%	47.26%	47.17%
净负债比率	-30.19%	-28.82%	-36.89%	-41.61%
流动比率	1.78	1.79	1.78	1.82
速动比率	1.28	1.26	1.27	1.31
总资产周转率	0.73	0.76	0.78	0.79
应收账款周转率	3.06	3.04	3.06	3.02
应付账款周转率	2.46	2.51	2.50	2.48
每股收益	2.63	3.67	4.64	5.77
每股经营现金	3.16	2.85	4.89	5.35
每股净资产	15.90	18.91	22.67	27.34
P/E	32.01	22.95	18.17	14.61
P/B	5.30	4.45	3.72	3.08
EV/EBITDA	19.31	16.67	12.74	9.93
PS	4.24	3.38	2.69	2.19

## 图表目录

图 1: 公司营业总收入情况 .....	4
图 2: 公司营业总收入季度情况 .....	4
图 3: 24H1 公司营业收入分产品结构 .....	4
图 4: 公司营业收入分地区结构 .....	4
图 5: 公司毛利率情况.....	5
图 6: 公司毛利率分季度情况 .....	5
图 7: 公司研发费用情况.....	5
图 8: 公司研发费用分季度情况 .....	5
图 9: 公司期间费用率情况 .....	5
图 10: 公司期间费用率分季度情况.....	5
图 11: 公司归母净利润情况.....	6
图 12: 公司归母净利润分季度情况.....	6
图 13: 公司扣非归母净利润情况.....	6
图 14: 公司扣非归母净利润分季度情况 .....	6
图 15: 公司净利率情况 .....	6
图 16: 公司净利率分季度情况.....	6
图 17: 公司产品矩阵情况.....	7
图 18: 公司营业收入情况.....	7
图 19: 公司营业收入结构情况.....	7
图 20: 公司开关类产品营业收入情况 .....	8
图 21: 公司线圈类产品营业收入情况 .....	8
图 22: 公司无功补偿类产品营业收入情况 .....	8
图 23: 公司智能设备类产品营业收入情况 .....	8
图 24: 公司毛利情况 .....	8
图 25: 公司毛利结构 .....	8
图 26: 2010-2025 年国内电网年度投资情况 .....	9
图 27: 2021-2025 年国内电网月度投资情况 .....	9
图 28: 承诺目标情景, 全球年均电网投资 .....	9
图 29: 全球电网投资结构 .....	9
图 30: 公司海外营收、同比变化率及占比情况 .....	10
图 31: 公司海外毛利率和同业相比.....	10
图 32: 公司全时域多介质大电芯储能系统 .....	11
图 33: 主要储能形势的储能容量和储能时长 .....	12
图 34: 全球 IDC 2028 年 Capex 超万亿美元 .....	12

图 35: 功率电容架 PCS 材料比较 .....	12
图 36: 公司超级电容器 EDLC 产品情况.....	13
图 37: 公司混合超级电容器 HUC 情况.....	13
表 1: 烯晶碳能汽车领域的项目情况 .....	13
表 2: 烯晶碳能储能领域的项目情况 .....	13
表 3: 公司业务预测.....	15
表 4: 基本假设及关键参数 .....	17
表 5: 绝对估值敏感性分析 .....	17

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

黄林，北京大学本硕。2022年7月加入银河证券。曾任职于中国联通从事5G行业营销。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn