

# 思源电气 (002028)

## 乘出海浪潮启发展新阶段，优质经营赋能加速腾飞

买入 (维持)

2026年03月08日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002  
sixy@dwzq.com.cn

证券分析师 许钧赫

执业证书: S0600525090005  
xujunhe@dwzq.com.cn

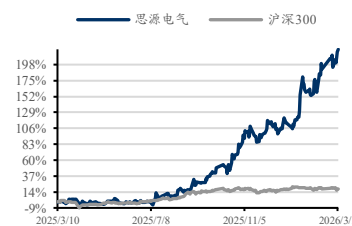
盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12,460	15,458	21,205	28,274	36,422
同比 (%)	18.25	24.06	37.18	33.33	28.82
归母净利润 (百万元)	1,559	2,049	3,163	4,684	6,322
同比 (%)	27.75	31.42	54.35	48.09	34.97
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.00	2.62	4.05	6.00	8.09
P/E (现价&最新摊薄)	116.98	89.01	57.67	38.94	28.85

关键词: #出口导向 #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **电力设备民企龙头迈向全球，出海业务扬帆启航。**思源电气于1993年在上海交大创办，2003年在深交所上市，凭借敏锐的战略眼光，公司在从单一产品拓展至开关、线圈、无功补偿、变压器等全产业链布局的同时大力布局海外业务。得益于在产品系列完善和海外布局上的持续投入，公司近年来业绩持续高增，2025年公司业绩大超预期，根据业绩快报，实现营收/归母净利润 212/32 亿元，同比增长 37%/54%，19-25 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 22%/34%。我们认为得益于公司内部极强的管理 $\alpha$ 与供应链整合能力，叠加全球电网投资 Supercycle 的行业 $\beta$ ，公司正处于向全球一流电力设备商跨越的关键节点，业绩有望持续加速向上。
- **全球电网进入 supercycle 上行周期，公司出海业务进入 10-100 的加速收获期。**全球电网受 AI 算力中心建设、新能源并网及欧美电网设备更新三重逻辑驱动，进入长景气周期，海外电力设备巨头新增订单高速增长，在手订单交付周期普遍超过 2 年，给国内厂商提供了极佳的出海机会，公司在海外市场多点开花：1) 新兴市场：在竞争加剧下份额仍保持稳固；2) 欧洲&中东：借本土龙头产能不足+优质供应能力实现德国等优质市场的快速突破且订单加速放量，欧洲和中东市场有望成为公司第二基石市场；3) 北美：24 年实现破冰 25 年订单大幅增长，加速进入 1-10 的订单放量阶段。基于海外市场的持续突破，公司海外收入高速增长，24 年达 31 亿元，12-24 年 CAGR 达 33%，我们预计 25 年订单超 100 亿元，为未来的持续高增提供了较高的确定性。欧美等高端市场的加速渗透，在推动公司营收高增的同时将大幅提升公司的盈利能力，25 年公司归母净利率达 14.92%，同比+1.66pct，我们预计随着海外收入的占比提升，公司的盈利能力将继续快速增长。
- **国内电网基本盘稳固&成长产品突破，储能、超级电容等有望成为第二曲线。**国内十五五电网投资预期乐观，主网扩容确定性强。公司基本盘产品电抗器、电容器招标份额稳定，成长期产品 GIS 成功跻身前三大供应商，高盈利产品 750kV GIS 实现中标突破。在新业务方面，公司横向布局储能、超级电容、高压套管及中压开关等业务，大储、户储产品分别在国内外稳步推进，超级电容已进入台达、麦米供应链并开启批量出货，新业务有望成为公司的第二增长极。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为稀缺的一次设备加二次设备全覆盖的平台型企业，在海外高端市场的突破验证了其全球竞争力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 31.63/46.84/63.22 亿元（前值为 31.63/45.23/60.59 亿元），同比+54%/+48%/+35%，对应 PE 为 58x、39x、29x。考虑到公司海外业务增长具备高确定性，盈利能力处于上升通道，给予 2027 年 40 倍 PE，目标价 323.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期、新业务拓展不及预期、海外 EPC 项目进度及拓展不及预期等、竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	233.51
一年最低/最高价	68.48/239.12
市净率(倍)	12.62
流通 A 股市值(百万元)	142,317.10
总市值(百万元)	182,391.58

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	18.51
资产负债率(% ,LF)	45.94
总股本(百万股)	781.09
流通 A 股(百万股)	609.47

### 相关研究

《思源电气(002028): 2025 年业绩快报点评: 业绩大超预期, 稳步迈进 next level》

2026-01-16

《思源电气(002028): 2025 年三季度报点评: 经营 $\alpha$ 不断兑现, 业绩超预期》

2025-10-20

## 内容目录

<b>1. 平台型电力设备强企，产品扩张 + 强管理跨越周期</b>	<b>5</b>
1.1. 电力设备优质民企，平台化助力基业长青	5
1.2. 1 到 N 成长跨越行业周期，积累内功优化盈利能力	6
1.3. 股权结构稳定，高管业务背景深厚	10
<b>2. 从海外竞对看思源的成长潜力</b>	<b>11</b>
2.1. 全球电网进入 supercycle 上行周期	11
2.2. 海外电力设备龙头经营质量大幅提升	14
2.3. 内资出海市场空间巨大	16
<b>3. 出海业务已进入 10-100 的加速收获期</b>	<b>16</b>
3.1. 出海核心变量：布局变压器业务成为思源加速出海的关键驱动力	17
3.2. 卡位高压电力设备赛道，乘全球 Supercycle 东风迈向 next level	21
<b>4. 国内市场扩品类提份额，经营 <math>\alpha</math> 是发展的内生动力</b>	<b>23</b>
4.1. 构建新型电力系统，适应新能源接入及消纳	23
4.2. 成熟期产品：“基本盘”业务，后续有望保持稳健	25
4.3. 成长期产品；组合电器、二次设备提供网内业绩功能	25
4.4. 储能系统后来居上，超级电容多下游开花	27
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>31</b>
5.1. 盈利预测	31
5.2. 投资建议	32
<b>6. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1:	2005-2025 公司营业收入情况 .....	6
图 2:	2005-2025 公司净利润情况 .....	6
图 3:	2005-2025E 公司新增订单情况 .....	7
图 4:	公司前一年订单与当年收入比例 .....	7
图 5:	23 年合同负债大幅增长, 长订单占比提高 .....	7
图 6:	23 年开始存货加速增长 .....	7
图 7:	2013-2025 年公司经营目标完成度 .....	8
图 8:	2011-2025Q1-3 同业可比公司毛利率情况 .....	9
图 9:	2011-2025Q1-3 同业可比公司净利率情况 .....	9
图 10:	2011-2025Q1-3 同业可比公司期间费用率水平 .....	10
图 11:	2011-2025Q1-3 思源电气期间费用率拆分 .....	10
图 12:	思源电气股权结构 (截至 2025 年三季报) .....	10
图 13:	全球电网从用电侧、发电侧带动电网侧扩张, 不同主体驱动因素略有不同 .....	12
图 14:	到 35 年全球电网投资将增加至约 6500 亿美元 .....	12
图 15:	未来电网投资中需求的增长将是主要驱动因素 .....	13
图 16:	变压器的产能在 30 年预计仍将供不应求 .....	13
图 17:	海外电力设备公司每季度新签订单/收入 .....	14
图 18:	海外电力设备公司在手订单/收入逐年增加 .....	14
图 19:	各国开关设备 PPI 指数 (以 2021 年为基数) .....	15
图 20:	各国变压器 PPI 指数 (以 2021 年为基数) .....	15
图 21:	23 年营收端开始反映高景气 .....	15
图 22:	23-25 年海外电力设备公司盈利能力大幅改善 .....	15
图 23:	23 年晓星重工迎来大幅的盈利修复 .....	16
图 24:	思源电气海外突破带来净利率的大幅提升 .....	17
图 25:	收购完成后思源东芝的股权结构 .....	18
图 26:	18 年收购完成后营收加速增长 .....	18
图 27:	19 年实现扭亏为盈 .....	18
图 28:	国际市场东芝品牌影响力强 .....	19
图 29:	变压器产品基本实现海外全电压等级覆盖 .....	19
图 30:	公司线圈类业务收入及同比增速 (23 年口径调整, 亿元) .....	19
图 31:	数据中心建设周期约 2-3 年 .....	20
图 32:	思源罐式断路器产品 .....	20
图 33:	公司罐式断路器已通过美国标准认证 .....	20
图 34:	出海公司海外营收增速对比 .....	21
图 35:	出海公司海外毛利率对比 .....	21
图 36:	出海公司海外收入占比对比 .....	21
图 37:	电力系统结构及电力设备示意图 .....	23
图 38:	“十四五”电网侧投资整体滞后于电源侧投资 .....	24
图 39:	“十五五”电网侧投资 CAGR 有望保持 8-10% .....	24
图 40:	24-25 年国网集招-电抗器份额 .....	25
图 41:	24-25 年国网集招-电容器份额 .....	25
图 42:	24-25 年国网集招-组合电器 GIS 份额 .....	26

图 43:	24-25 年国网继电保护及变电监控系统市场份额 (金额口径)	27
图 44:	思源电气新业务布局	27
图 45:	思源发布的场站级储能系统特性一览	28
图 46:	公司的储能电芯采用 GMCC 的超级电容	28
图 47:	公司的单相/三相户储逆变器多用于欧洲市场	28
图 48:	烯晶碳能超级电容器 (EDLC 单体及其模组)	29
图 49:	中国超级电容市场空间 (2017-2023)	29
图 50:	思源全系列 RIP 干式套管	30
图 51:	对标公司日立能源具备全套变电设备零组件	30
图 52:	新能源时代下, 新增部分中低压开关设备 (红色背景的电力设备为思源布局的重点)	30
.....		
表 1:	产品布局历程: 从中游一次设备切入, 完善一/二次设备解决方案, 并布局上下游电气相关领域	5
表 2:	主营产品覆盖开关、线圈、无功补偿、智能设备几大类别, 产品线齐全	6
表 3:	2022-2025 年公司新签订单结构 (估计值)	8
表 4:	思源电气股权激励情况	11
表 5:	公司股权激励解锁业绩条件	11
表 6:	美国电力公司连续 3 年上修 5 年 CAPEX 规划	13
表 7:	24 年欧洲代表性电力公司上调资本开支计划	13
表 8:	海外巨头与国内高压电力设备出海公司对比 (思源电气 25Q1-3 海外收入为我们根据总收入预测数据)	16
表 9:	核心管理层保留了日方核心成员	18
表 10:	全球电力设备公司产品结构比较	22
表 11:	公司海外订单结构拆分 (标黄部分为假设数据)	22
表 12:	公司归母净利率测算	23
表 13:	25 年变电物资招标需求维持稳健增长 (数据口径: 招标量个数, 其中变压器是容量口径)	25
表 14:	国网不同电压等级 GIS 招标量统计	26
表 15:	盈利预测拆分 (分产品)	32
表 16:	可比公司估值 (截至 2026 年 3 月 6 日)	32

## 1. 平台型电力设备强企，产品扩张 + 强管理跨越周期

### 1.1. 电力设备优质民企，平台化助力基业长青

29年电力设备产品布局，平台型电力设备龙头羽翼渐丰。思源电气股份有限公司于1993年在上海交大创办，至今33年历史。公司于2004年在深交所上市以来，从电力监测设备单一产品出发，逐步发展出包括高压开关、互感器、电容器、电抗器、变压器、电力电子成套设备、变电站继电保护设备和监控系统等一次&二次电力设备全系列产品；同时，开展海外电力工程总承包业务近10年，并外延拓展超级电容、汽车电子等新品类。

表1: 产品布局历程：从中游一次设备切入，完善一/二次设备解决方案，并布局上下游电气相关领域

对应发展阶段		标志事件年份	汇总	1993-2003			2004-2007		2008-2015				2016-2024			
				1993	1996	1998	2004	2007	2008	2009	2011	2012	2016	2018	2020	2021
上游	钢材															
	铜材															
	元器件															
中游	输配电及控制设备	一次设备	消弧线圈													
			变压器													
			高压开关													
			互感器													
			无功补偿设备													
			干式套管													
			中压开关													
			避雷器													
			导线													
			绝缘子													
	二次设备	电网继电保护及自动化														
		油色谱软件														
		调度系统														
		智能电表														
下游	电力测试															
	EPC工程总包															
	储能															
	大功率电力电子技术															
	汽车电子 (超级电容)															

※注：红字代表思源电气涉足的业务领域；不同颜色的圆点对应文字描述的4个不同时期

数据来源：公司官网、公司公告，东吴证券研究所

**业务总结：四大电力设备品类+工程总包。**截至2025年，思源电气已形成开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备四大品类产品，2009年开启海外设备出口&EPC业务，目前也已形成较大规模，业务布局逐渐完善。公司未来的增长点，来自于产品线的持续延伸（老产品进入超&特高压市场，新品类储能、超级电容、中压开关从0到1）和海外市场的开拓。

表2: 主营产品覆盖开关、线圈、无功补偿、智能设备几大类别, 产品线齐全

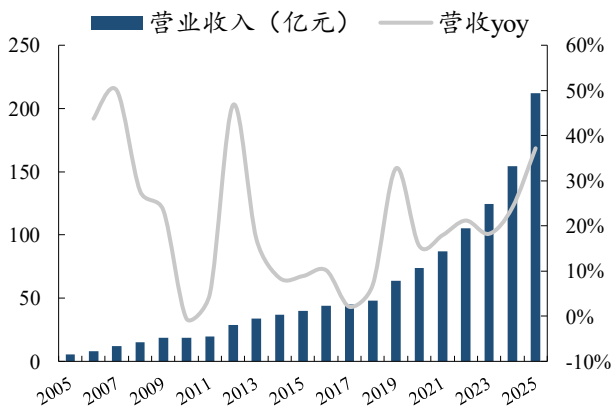
		2023	2024	2025E	2026E	2027E
1. 开关类产品 隔离开关+GIS+断路器	收入 (亿元)	55.82	72.88	102.03	123.99	150.72
	增长率	10.9%	30.6%	40.0%	21.5%	21.6%
	毛利率	33.5%	35.3%	36.0%	40.0%	43.0%
2. 线圈类产品 消弧线圈+高压互感器+电抗器+ 变压器	收入 (亿元)	27.47	37.80	52.11	70.31	93.55
	增长率	23.1%	37.6%	37.9%	34.9%	33.0%
	毛利率	29.7%	31.2%	35.0%	38.0%	39.0%
3. 无功补偿类 变电站自动化及继电保护系统 、油色谱及在线监测系统	收入 (亿元)	18.50	20.08	24.56	27.56	31.05
	增长率	39.3%	8.5%	22.4%	12.2%	12.7%
	毛利率	24.9%	25.0%	26.0%	27.0%	27.0%
4. 智能设备类	收入 (亿元)	10.05	10.56	12.14	13.96	16.05
	增长率	6.6%	5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	34.0%	34.0%	34.5%	35.0%	35.0%
5. 工程总包类	收入 (亿元)	9.24	7.76	10.48	11.53	12.68
	增长率	23.4%	-16.0%	35.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	12.8%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
6. 其他	收入 (亿元)	3.51	5.62	10.72	35.39	60.17
	增长率	39.7%	60.0%	90.7%	230.0%	70.0%
	毛利率	20.6%	20.0%	12.0%	15.0%	15.0%
总计	收入 (亿元)	124.60	154.58	212.05	282.74	364.22
	增长率	18.2%	24.1%	37.1%	33.3%	28.8%
	毛利率	29.5%	31.3%	32.2%	33.8%	34.7%

数据来源: 公司官网、公司公告, 东吴证券研究所

### 1.2. 1 到 N 成长跨越行业周期, 积累内功优化盈利能力

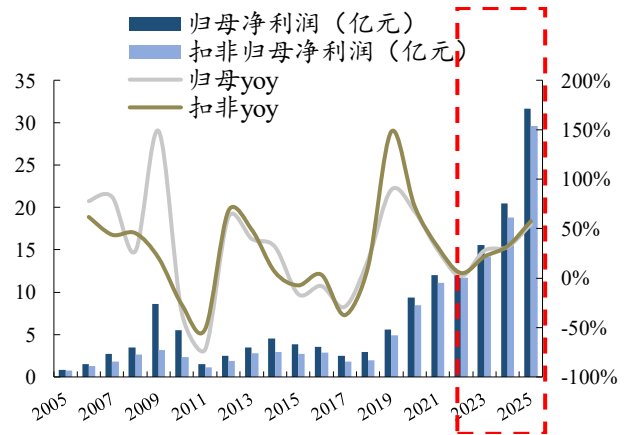
经营稳健, 营收、利润持续较快增长。根据公司的业绩快报, 公司 2025 年实现营收/归母净利润 212.05/31.63 亿元, 同比+37%/54%, 2005-2024 年营收 CAGR 高达 20%, 远超行业增速; 2011 年以来电网投资逐渐放缓的背景下, 公司通过品类扩张、提销售份额等方式, 2011-2025 年营收 CAGR 仍高达 18%, 超越行业增长; 2019 年开始, 公司海外业务开始放量, 19-25 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 22%/34%, 23 年海外市场电力设备需求爆发, 公司利润进入加速增长阶段。

图1: 2005-2025 公司营业收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

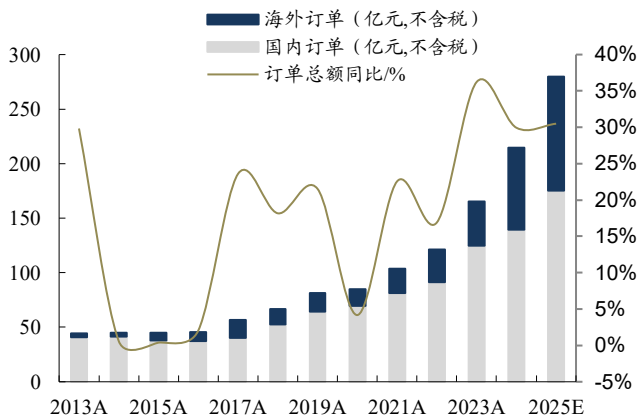
图2: 2005-2025 公司净利润情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

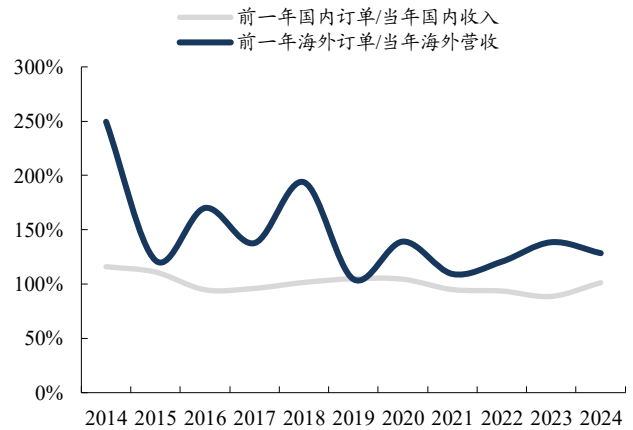
公司订单持续增长，营收与前一年订单基本同步，25年新签订单预计将保持30%左右增长，奠定26年营收和利润的增长基础。1) 订单交付期基本在1年左右，营收与新增订单同步。公司业务以产品类为主，从签订到验收全周期3-12个月；EPC总包订单占比小，但后续有望逐步提升，其交付周期1-3年左右，故从订单到确认收入接近1年。2) 总量上，我们预计2025年公司实现订单约280亿元（不含税）、同比+30%（国内+25%/海外+40%），26年目标我们估计为实现营收/订单同比+20%/+25%，保持跟25年一样的目标，若海外订单交付顺利及北美市场进展好于预期，实际完成情况我们预计继续好于目标。

图3: 2005-2025E公司新增订单情况



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所  
注: 海外订单来自东吴预计

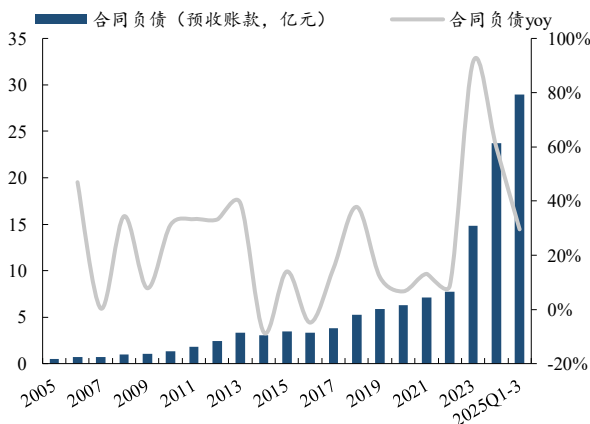
图4: 公司前一年订单与当年收入比例



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

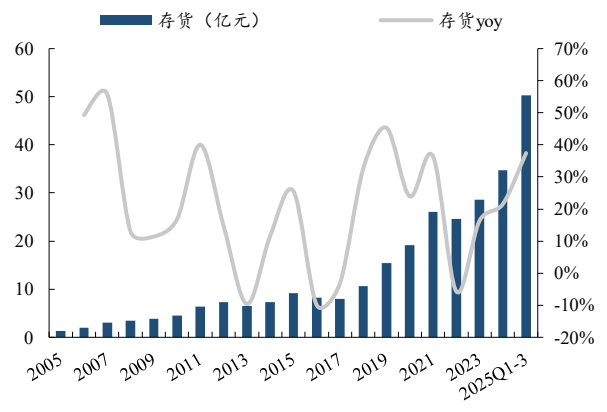
从合同负债和存货反映了23年开始公司进入加速增长阶段。海外订单交付周期较长，因此对于合同负债端影响较大，自23年开始，公司合同负债大幅增长，23年末同比+91%，24/25Q1-3合同负债分别同比+60%/30%，公司存货高企说明其在手订单和待发产品有大幅的增长，公司整体经营进入加速增长阶段。

图5: 23年合同负债大幅增长，长订单占比提高



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所  
注: 2020年及之后为合同负债，之前为预收款项

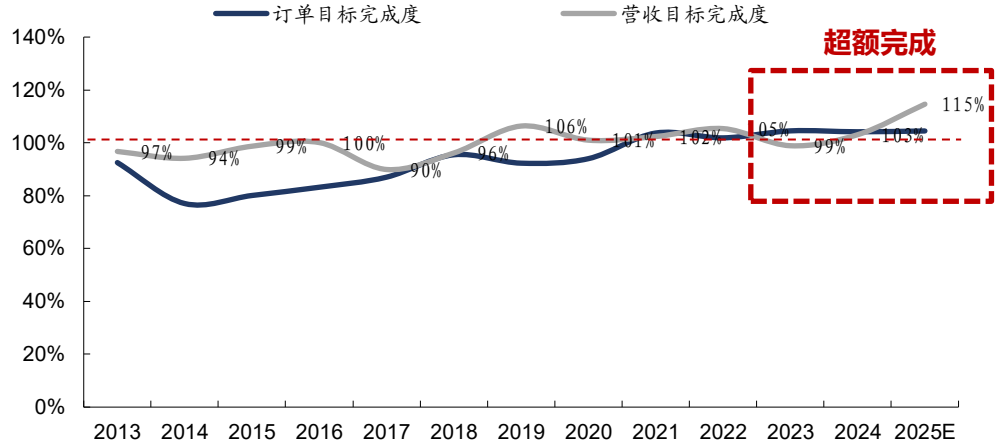
图6: 23年开始存货加速增长



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

公司历年目标完成度较高，近5年来目标完成度超预期概率高。我们根据公司在年报披露的订单&营收目标，计算对应的目标完成度(当年实际营收/订单除以目标营收/订单)：订单完成度在90%-109%，营收完成度在90%-115%。目标业绩的高度确定性，体现公司具备很强战略执行力。

图7：2013-2025年公司经营目标完成度



数据来源：wind, 东吴证券研究所

海外订单增速最快，国内市场有所分化。2024年海外市场实现巨大突破，订单增速同比增长约87%，其中新签单机订单约60亿元，同比+85%；2025年我们预计公司海外订单保持了高速增长态势，新签订单同比增长约40%，其中北美市场实现订单的大幅突破，我们认为下游需求主要来自AIDC。传统市场来看，中东欧洲区保持了高速增长的态势，公司海外市场进入收获期，北美市场实现0-1突破。国内市场来看，24年网内同比持平，网外我们预计新能源并网市场保持了更好的增长。

表3：2022-2025年公司新签订单结构（估计值）

单位：亿元	2022E	2023E	2024E	2025E
中东欧洲区		7	14	25
yoy			106%	75%
北美洲		0	0.8	13
yoy				1525%
其他区域		26	45	54
yoy			77%	20%
单机出口	20.1	32.4	60	92
yoy		61%	85%	53%
EPC	9.8	7.7	15	13
yoy		-21%	95%	-13%
海外订单总计	29.9	40.1	75	105
yoy		34%	87%	40%

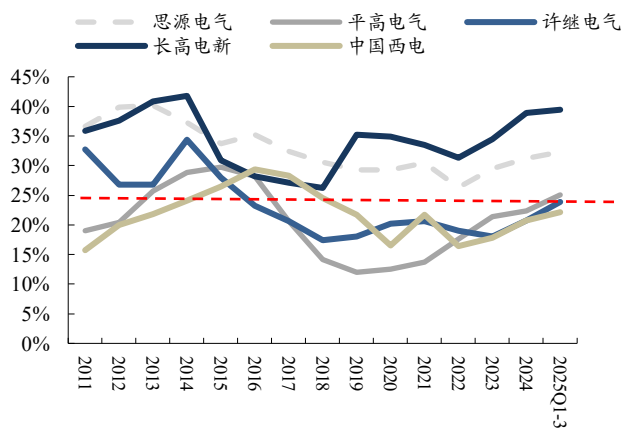
数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算（注：海外订单均为预计值，各地区占比为根据公司业务开展情况预测）

**毛利率：**2011 年以来基本维持在 30%附近及以上（高压开关、线圈类产品毛利率基本在 30%+，普遍超过同行均值）。2021-2025Q1-3 毛利率分别为 30.5%/26.3%/29.5%/31.3%/32.3%，同比+1.2/-4.2/+3.2/+1.8/+0.9pct，近年毛利率提升原因如下：1) 2019 年起电网公司实施“优质优价”采购政策，价格水平明显回升；2) 订单结构持续改善，海外及高电压产品比例提升（也是毛利率更高的产品），750kV 新产品开始贡献业绩；3) 内部持续降本。

**净利率：**公司持续开展组织管理优化，销售净利率由 2017 年 6%提升至 25Q1-3 的 16%。

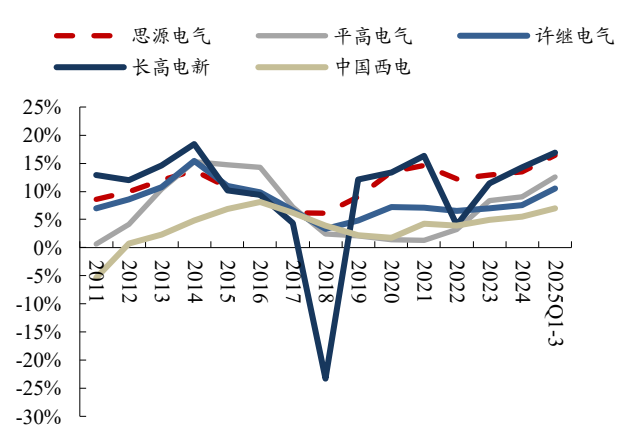
**ROE：**2020-2024 年超过 13%。ROE 优于同行，主要原因是相对更高的净利率、周转率水平。

图8：2011-2025Q1-3 同业可比公司毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：2011-2025Q1-3 同业可比公司净利率情况

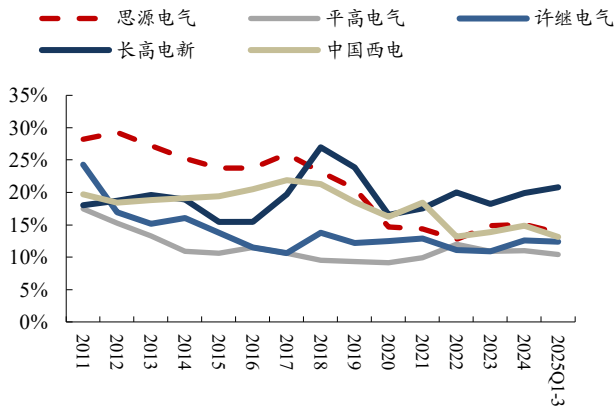


数据来源：wind，东吴证券研究所

**平台化管理跑通，内部资源复用程度高。**思源过去显著的经营 $\alpha$ 得益于较强的平台化管理能力——2013 年至今，陆续完成研发、供应链、销售等环节的平台化建设，后续将继续推进服务、工程设计等平台化建设，实现公司资源最大程度的复用。

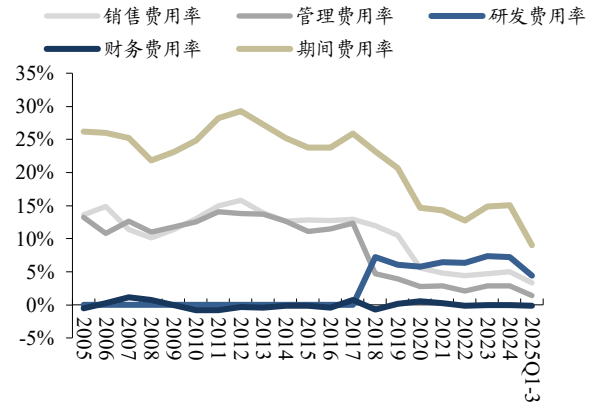
**将管理能力量化来看，随规模扩张、品类增多，期间费用率不增反降；**2017 年起，期间费用率逐年降低，稳定在 14%左右，销售费用率由 2017 年的 12.9%降至 2023 的 4.7%。24 年期间费用率有所回升，主要系公司加大海外市场的拓展，销售费用率有所提升。

图10: 2011-2025Q1-3 同业可比公司期间费用率水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图11: 2011-2025Q1-3 思源电气期间费用率拆分



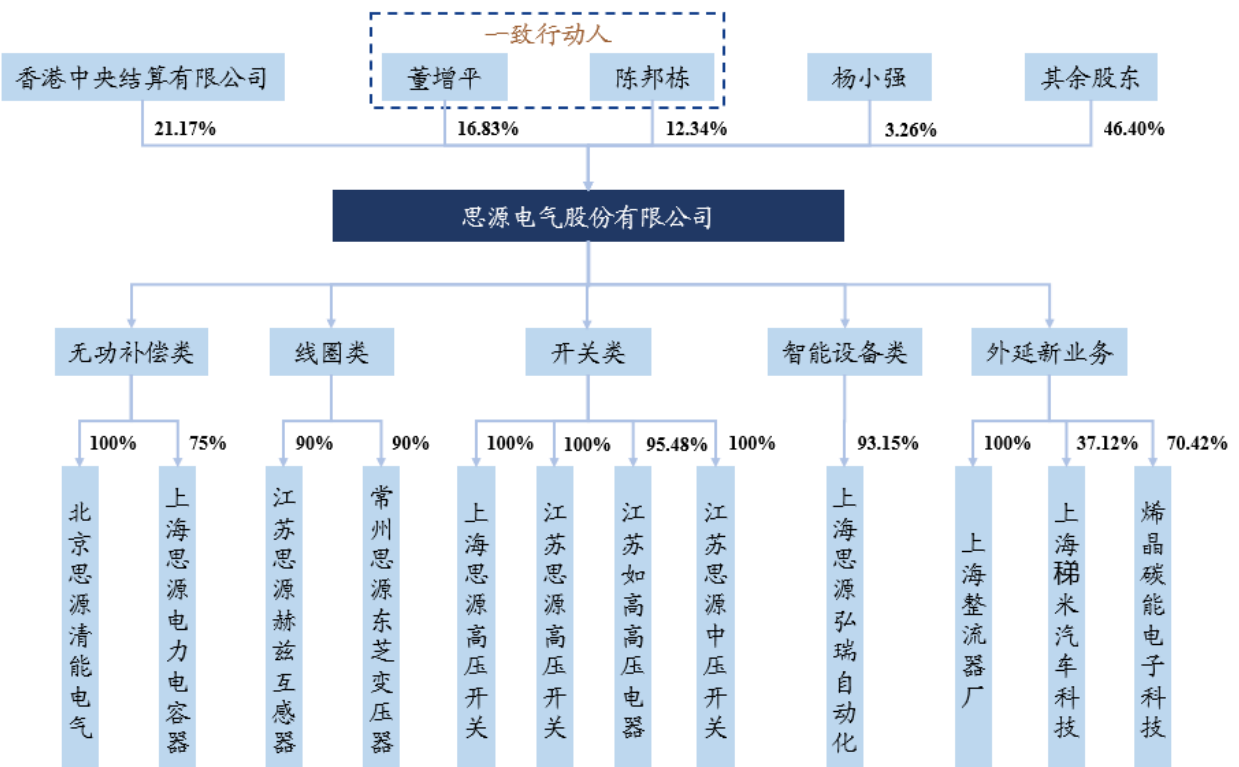
数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 股权结构稳定, 高管业务背景深厚

公司股权结构清晰稳定, 公司创始人为实际控制人。截至 2025 年三季报, 公司控股股东、实际控制人仍为董增平先生和陈邦栋先生, 共持有公司 29.17% 股份。

两位一致行动人技术背景深厚, 产品至上。公司创始人董增平、李霞毕业于上海交通大学高电压专业, 陈邦栋毕业于华中理工大学高电压专业, 与公司重技术、重产品的理念一脉相承。

图12: 思源电气股权结构 (截至 2025 年三季报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

已开展 4 次股权激励等中长期激励机制（最近一次是 23 年）。主要覆盖中层管理及核心技术人员，业绩目标相对保守确保充分行权，激发组织活力。23 年净利润同比 22 年增长 15%，24 年相对 22 年增长 30%，激励目标均已超额达成。

表4: 思源电气股权激励情况

股权激励计划	草案公告日	授予日	解禁年份	授予人数	授予价格 (元/股)	授予数量 (万股)	占总股本比例
2012年股票期权激励计划	2012/9/4	2013/3/27	2014-2016	313	12.11	1595	3.63%
2017年限制性股票激励计划	2017/4/26		2018-2020	684	8.54	1826	2.40%
2019年股票期权激励计划	2019/4/27	2019/6/5	2020-2023	337	12.24	1580	2.08%
2023年股票期权激励计划	2023/4/29	2023/6/29	2024-2028	477	45.7	2200	2.86%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：占总股本比例为激励计划公告时的公司总股本

表5: 公司股权激励解锁业绩条件

股权激励解锁业绩条件		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
2012年激励	净资产收益率	> 6%	> 6%	> 6%											
	净利润定基(2011年)增长率	60%	100%	120%											
2017年激励	营业收入定基增长率(2014-2016年均值)					20%	30%	40%							
2019年激励	净利润定基(2018年)增长率							15%	30%	45%	60%				
	解锁应达到的净利润/亿元							3.39	3.83	4.27	4.71				
	当年实际净利润/亿元							5.58	9.33	11.98	12.20				
2023年激励	净利润定基(2022年)增长率目标值Am											15%	30%	45%	60%
	净利润定基(2022年)增长率触发值An											10%	20%	35%	50%
	年度净利润相对于2022年增长率(A) > Am, X=100% An < A < Am X=60%+(A-An)/(Am-An)*40% A < An X=0														

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：X为公司层面行权比例  
注：表中当年实际净利润为当年实际归母净利润

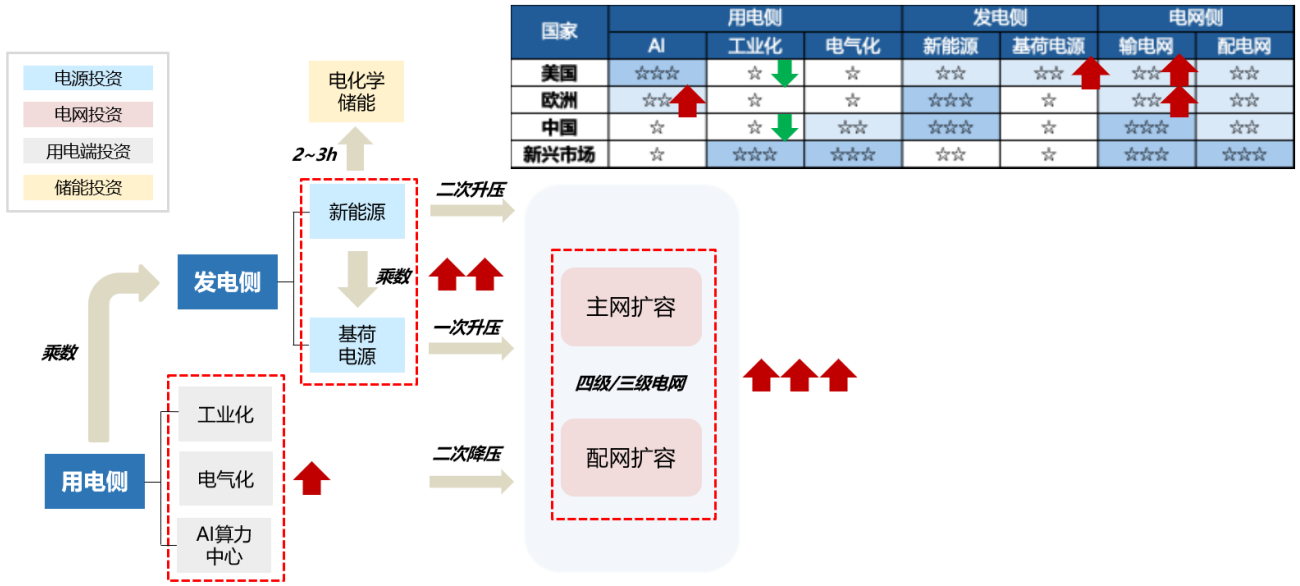
## 2. 从海外竞对看思源的成长潜力

### 2.1. 全球电网进入 supercycle 上行周期

逻辑重申：电源侧+用电侧+电网侧需求共振，全球电力设备进入 SUPERCYCLE

全球用电需求+能源结构转型导致电力容量逐级放大，带来电力设备需求的 Supercycle。1) 用电侧，美国 AI 算力中心大量建设，新兴市场工业化如火如荼，拉动主网和配网容量增长，并加快老旧电力设备更新；2) 发电侧，欧洲、中国能源转型，其新能源装机对并网容量的拉动相比传统基荷电源有乘数效应。3) 变压器是电网容量的基础，是全球电网建设的“卡脖子”环节。

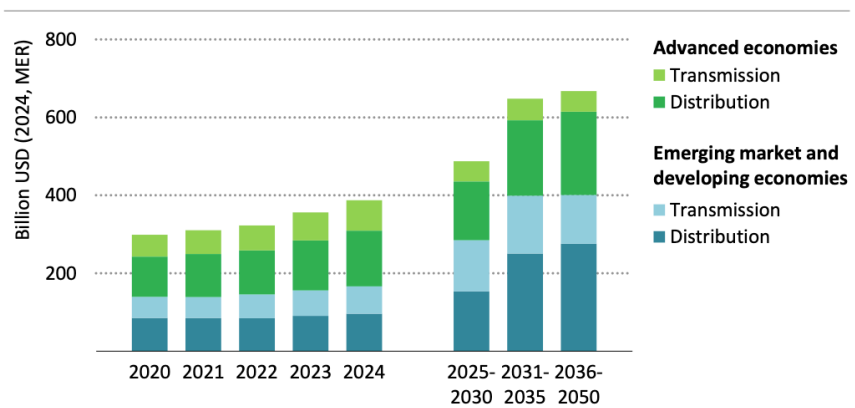
图13: 全球电网从用电侧、发电侧带动电网侧扩张, 不同主体驱动因素略有不同



数据来源: 东吴证券研究所绘制; 表格中星号为相应主体驱动因素重要程度

全球电网投资的高景气周期刚刚启动,有望在25-35年进入高速增长阶段。根据IEA, 24年全球电网投资约3980亿美元,其中欧洲/北美/非洲/中东/中南美洲电网投资同比+6%/8%/7%/7%/7%,均呈现加速趋势。IEA测算,预计2025-2035年全球电网投资的年均增长率将达到5%,届时与电网相关的年度投资支出将增至约6500亿美元,全球电网投资刚刚启动。

图14: 到35年全球电网投资将增加至约6500亿美元



IEA, CC BY 4.0.

数据来源: IEA,东吴证券研究所

24-25年欧美电网公司不断上调电网资本开支。新能源+AI的爆发助推电网扩容需求,欧美持续加码电网投资:

美国: AI算力中心建设进一步加大了对电网扩容和改造的需求。DOE在25年1月

出台“AI与能源关键基础设施计划”，旨在确保AI算力中心有可靠、充足的电力供应。根据XEL，数据中心对电力需求的拉动非常显著，需要数倍于自身装机的新能源或者可调度资源，我们认为会显著提高对电源侧和电网侧投资的需求。

**欧洲：**25年12月欧盟宣布电网升级一揽子计划，预计到40年耗资1.2万亿欧元（约10万亿RMB）用于电网升级，其中7300亿欧元用于配电网建设，同时缩短新电网项目的审批周期至2年，以降低欧盟各国工业用电价格。

表6: 美国电力公司连续3年上修5年CAPEX规划

5年滚动CAPEX (十亿美元)	2022	2023	2024	2025	2026E
DUK	63	65	73	87	95-105
SRE	36	40	48	55.5	
SO	41	43	48	59.6	
AEP	38	40	43	54	72
XEL	26	29.5	49	45	60

5年滚动CAPEX上修幅度	2023	2024	2025
DUK	3.2%	12.3%	19.2%
SRE	11.1%	20.0%	15.6%
SO	4.9%	11.6%	24.2%
AEP	5.3%	7.5%	25.6%
XEL	13.5%	66.1%	-8.2%

数据来源：彭博，东吴证券研究所

表7: 24年欧洲代表性电力公司上调资本开支计划

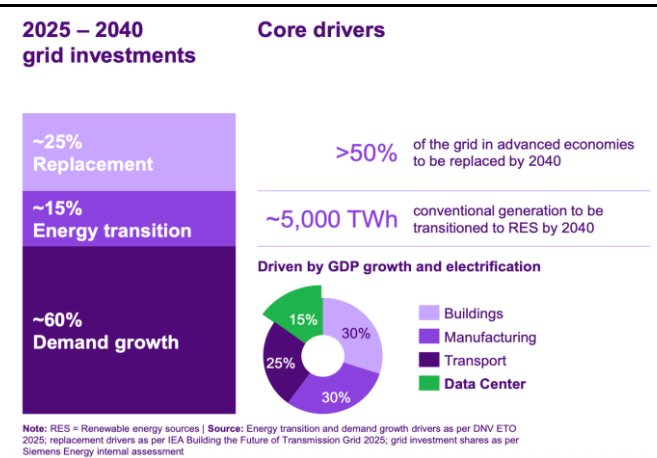
国家	公司	电网投资计划	计划发布前年CAPEX (百万欧元)	计划发布后年CAPEX (百万欧元)	上调幅度
英国	National Grid	310亿欧元-5年计划 (2025-2029)	4061	6200	53%
	SSE	110亿欧元-5年计划 (2023-2027)	917	2200	142%
西班牙	Iberdrola	215亿欧元-3年计划 (2024-2026)	5178	7167	38%
意大利	Enel	186亿欧元-3年计划 (2024-2026)	5489	6200	13%
	Terna	155亿欧元-5年计划 (2024-2028)	2338	3100	33%
德国	E.ON	220亿欧元-5年计划 (2022-2026)	3520	4400	25%
法国	RTE	1000亿欧元-16年计划 (2025-2040)	2200	6250	184%
比利时	Elia	301亿欧元-5年计划 (2024-2028)	2338	3100	33%

数据来源：彭博，各公司官网，东吴证券研究所

**本轮周期的驱动因素丰富且可持续性较强。**根据西门子能源测算，25-40年电网投资主要围绕电网设备更新（占比25%）、能源转型（占比15%）和新增需求（占比60%）三个主要方向，其中数据中心预计将占新增需求中的15%，起到了至关重要的作用。

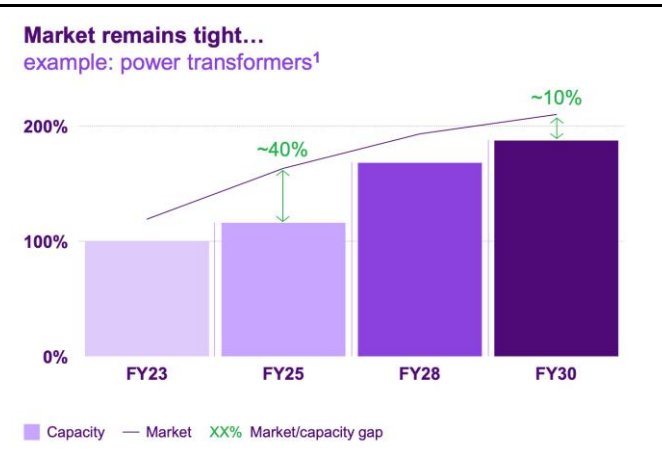
**变压器供不应求有望延续至30年。**根据西门子能源的测算，以23年全球电力变压器产能为基数，到30年全球产能接近翻倍增长时，市场与产能之间的缺口预计还有10%的差距，30年不会是本轮超级周期的高点。

图15: 未来电网投资中需求的增长将是主要驱动因素



数据来源：西门子能源，东吴证券研究所

图16: 变压器的产能在30年预计仍将供不应求



数据来源：西门子能源，东吴证券研究所；注：25/28/30财年数据为预测值

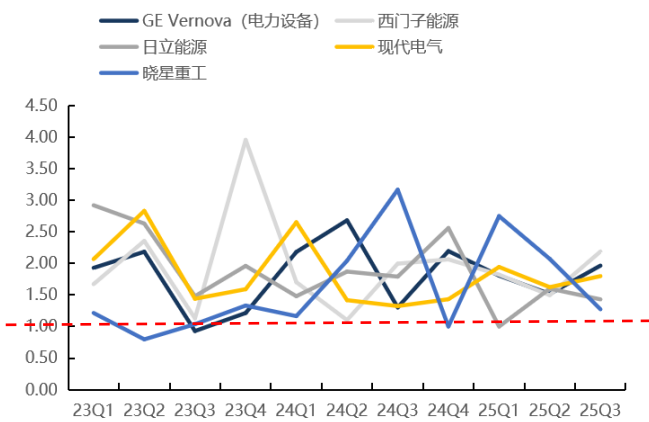
## 2.2. 海外电力设备龙头经营质量大幅提升

**需求端：海外电力设备巨头新增订单高速增长，在手订单交付周期普遍超过 2 年。**

23-25 年海外电力设备巨头订单仍保持了较快增长，其中高压电力变压器需求远超预期。美国 AIDC 接力再工业化，欧洲电网扩容+中东 2030 愿景，海外电力设备巨头新签订单/收入保持基本保持在 1 以上，新增需求仍大于供给，看好需求高景气的持续性。

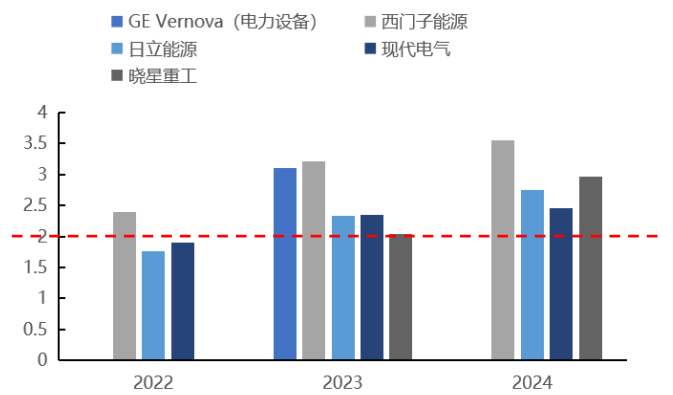
**产能释放节奏缓慢，在手订单交期普遍在 2 年以上：**1) 巨头投产主要集中在发达国家，因熟练工人不足，产能释放节奏缓慢；2) AI 算力中心对变压器交期要求高，部分采取加价抢单或巨头分包给中国公司的形式，为国产高压电力设备出海创造了条件。

图 17: 海外电力设备公司每季度新签订单/收入



数据来源：彭博，各公司官网，东吴证券研究所

图 18: 海外电力设备公司在手订单/收入逐年增加



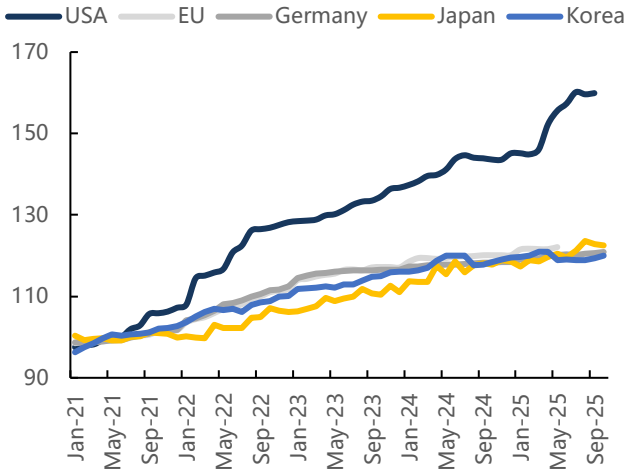
数据来源：彭博，各公司官网，东吴证券研究所

**价格端：高压电力设备供给释放缓慢，价格持续上涨反应景气度不减**

海外变压器供不应求+扩产周期长，20 年至今价格大幅上涨。变压器生产需要大量成熟工人+原材料，海外龙头公司近年来扩产谨慎并缺乏成熟技术人员，且美国作为需求大国缺乏硅钢等上游材料，供不应求直接反映为变压器价格飞涨。

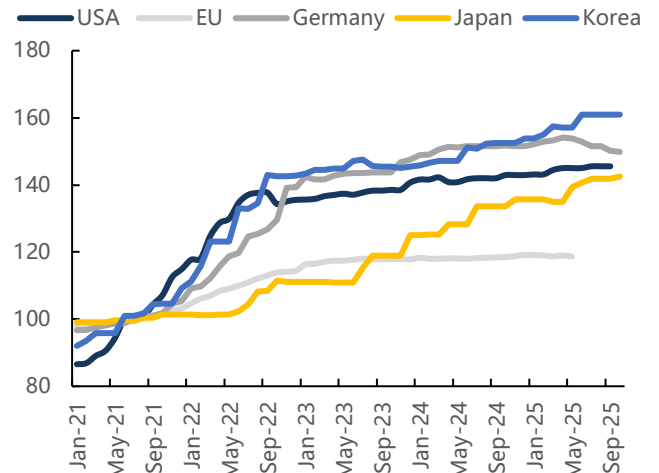
供给侧释放节奏不断滞后，需求侧全球共振，作为传统制造业电力设备格局稳固，看好 26 年全球电力设备维持量价齐升大趋势。

图19: 各国开关设备 PPI 指数 (以 2021 年为基数)



数据来源: 美国劳工部, 欧盟统计局, 各国央行, 东吴证券研究所

图20: 各国变压器 PPI 指数 (以 2021 年为基数)

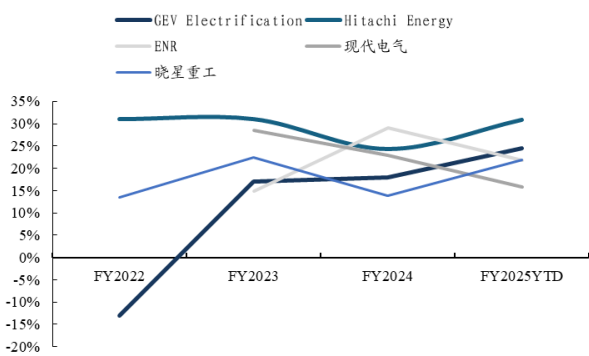


数据来源: 美国劳工部, 欧盟统计局, 各国央行, 东吴证券研究所

海外主要竞对: 周期性行业迎来新的成长周期

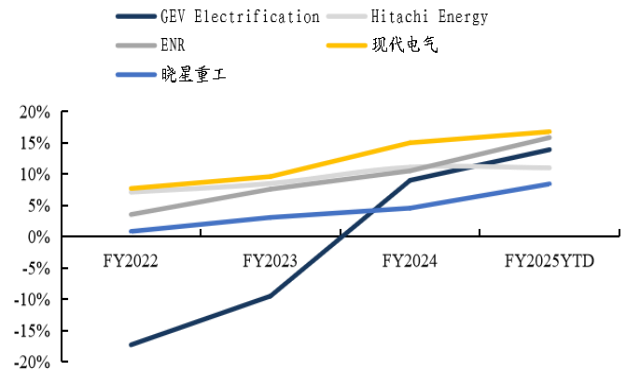
营收端恢复或加速增长, 盈利能力受益于供不应求不断提升。自 23 年开始, 西门子能源、GEV、日立能源 (原 ABB 输变电公司) 等全球电力设备龙头公司营收进入双位数增长阶段, 涨价直接拉动利润率大幅提升, 全球电力设备公司均有望享受到新的成长周期带来的红利。

图21: 23 年营收端开始反映高景气



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 图中数据为营收增速

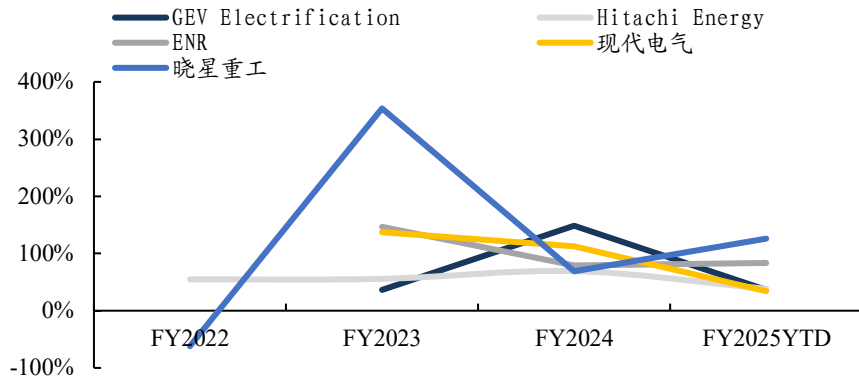
图22: 23-25 年海外电力设备公司盈利能力大幅改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 图中数据为净利润率

内资厂商从高强度竞争中脱颖而出, 凭借国内供应链和优异的成本控制能力, 出海公司的盈利能力有望大幅超越海外龙头。

图23: 23年晓星重工迎来大幅的盈利修复



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 图中数据为净利润增速

### 2.3. 内资出海市场空间巨大

**看好内资出海: 市场份额提升上限极高, 兼具产能&质量, 欧美市场突破迅猛**

从空间感来看, 国内电力设备公司相距欧美巨头仍有较大差距, 份额提升空间很大。中国电力设备在全球属于高标准, 龙头产品性能质量符合海外要求, 但渠道、标杆工程等积累需要“十年磨一剑”。当前市场担心电力设备在海外是否会面临激烈的内部竞争, 但从体量来看, 思源电气作为国内高压电力设备出海龙头企业, 海外设备销售收入与头部公司差距 10x 以上, 份额提升空间大, 我们认为国内电力设备出海公司市场空间非常广阔。

表8: 海外巨头与国内高压电力设备出海公司对比 (思源电气 25Q1-3 海外收入为我们根据总收入的预测数据)

单位: 亿元	2024				2025Q1-Q3			
	收入	新签订单	在手订单	新签订单/收入	收入	新签订单	在手订单	新签订单/收入
GEV	536	1123	1680	2.09	479	844	2159	1.76
日立ABB	1050	1988	3036	1.89	931	1237	3358	1.33
西门子能源	752	1372	2790	1.82	690	1194	3255	1.73
现代电气	183	273	396	1.49	160	252	493	1.57
晓星重工	171	305	506	1.79	161	311	611	1.93
LS电气	152	-	187	-	122	-	226	-
<b>合计</b>	<b>2843</b>	<b>5059</b>	<b>8595</b>	<b>1.78</b>	<b>2544</b>	<b>3838</b>	<b>10102</b>	<b>1.51</b>
思源电气	155	215	-	1.38	138	-	-	-
思源电气 (海外)	31	75	-	2.42	41	-	-	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 2024年思源电气海外新签订单为预测数据

### 3. 出海业务已进入 10-100 的加速收获期

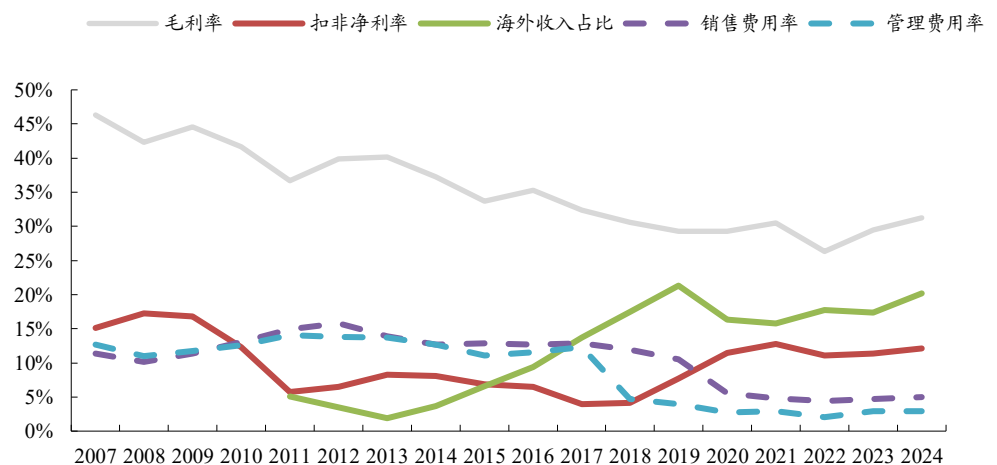
**思源出海: 新兴国家主网为主, 发达国家市场完成突破, 马太效应正在演绎**

**历程:** 09年设立输配电工程公司布局海外, 12年营收过亿元、24年已达到31亿元体量, 12年 CAGR=33%。目前公司海外项目遍布全球, 24年公司凭借自身产品和市场

开拓能力实现北美市场的突破，我们预计 25 年北美新签订单有望超 10 亿，至此公司已实现高端市场的全面拿单。

**出海对公司盈利能力的提升至关重要。**公司 2009 年开始组建出海队伍，2018 年开始海外收入占比超过 15%，国内受国网“低价中标”招标策略的影响毛利率持续走低，但公司降费+海外起量摊薄前期投入，扣非净利率大幅提升。未来随着海外收入占比的提高，净利率有望进一步提升。

**图24：思源电气海外突破带来净利率的大幅提升**



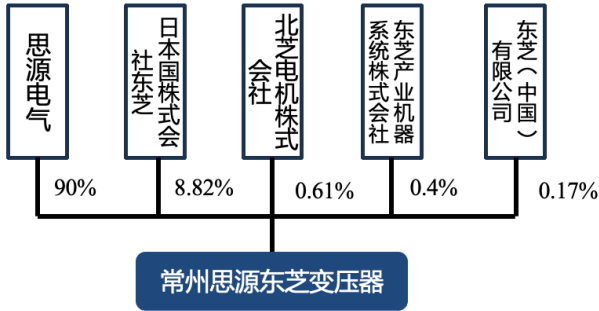
数据来源：公司公告,东吴证券研究所

### 3.1. 出海核心变量：布局变压器业务成为思源加速出海的关键驱动力

**前瞻布局变压器业务，收购常州东芝变压器厂奠定出海加速基石。**2018 年公司发布公告，收购常州东芝舒电变压器厂，收购完成后公司持有 90% 股权，日本东芝仍占据 10% 股权。公司前瞻地保留了东芝品牌，为后续快速打开海外市场、获取美国欧洲等发达国家订单奠定了良好的基础。

**公司管理赋能+东芝技术底蕴，强强联合羽翼渐丰。**2018 年完成收购后，公司保留了日方的技术团队，基于东芝深厚的技术底蕴，公司通过本土化的管理赋能，完善了公司输配电产品序列，与公司的拳头产品高压开关形成组合拳。至此公司基本实现了主要一次设备的全方位布局，成为补齐日后变电站解决方案出海最重要的一块拼图。

图25: 收购完成后思源东芝的股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

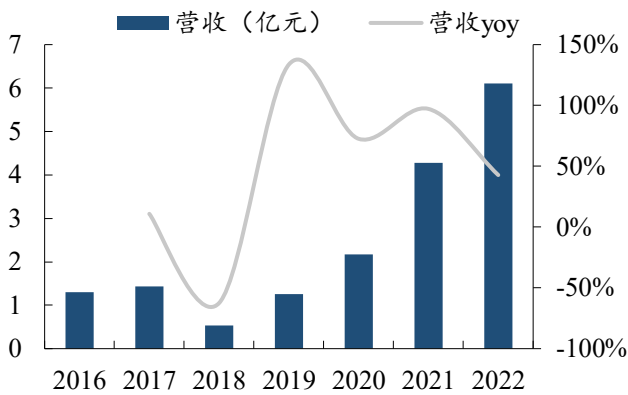
表9: 核心管理层保留了日方核心成员

序号	姓名	职务
1	二重作朋弘	监事
2	刘刚	董事长、董事、经理
3	岛田昌克	副董事长
4	章良栋	董事
5	罗振琼	监事
6	董增平	董事
7	西野正邦	董事
8	郑典富	监事
9	陈邦栋	董事

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

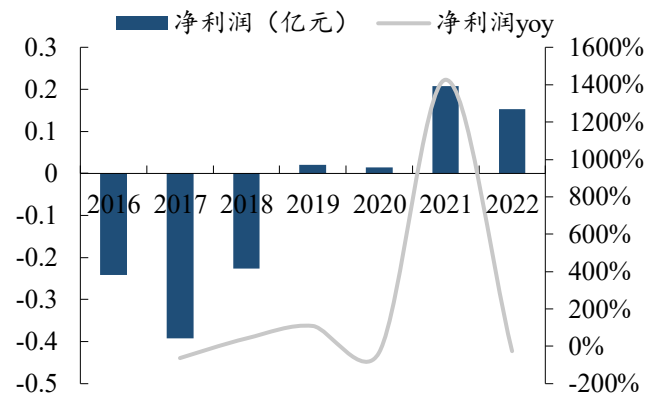
**思源管理赋能, 负资产快速实现扭亏为盈。**在思源收购之前, 常州东芝经营承压, 受中国市场高端电力设备国产化替代浪潮影响+管理经营不善, 2016 和 2017 年净利润分别亏损 0.24/0.39 亿元, 所有者权益分别为-1.07/-1.46 亿元。公司 2018 年完成收购后, 通过管理赋能+市场赋能+成本管控等手段, 2018-2022 年营收 CAGR 高达 84%, 2019 年实现了扭亏为盈。

图26: 18 年收购完成后营收加速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 19 年实现扭亏为盈



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**收购常州东芝的战略意义显著, 技术平台+品牌影响力是核心。**1) 技术平台先进, 东芝是国际老牌电力设备公司, 收购东芝后通过引进技术平台, 快速实现研发能力, 结合思源强大的消化能力在其基础上进一步优化、降本和提升工艺。2) 品牌国际知名度高, 东芝的电力变压器国际认可度高, 全球运行业绩丰富, 早期为公司开拓发达市场起到了非常重要的作用。

图28: 国际市场东芝品牌影响力强



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图29: 变压器产品基本实现海外全电压等级覆盖

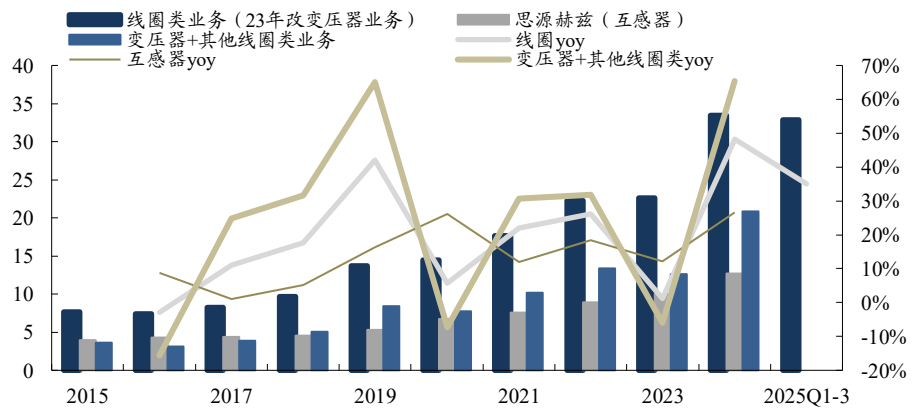
### Technical Specifications

Voltage level	Up to 750kV
Capacity	Up to 1000MVA
Arrangement Type of Radiator	Integrated, Split
Cooling medium	Mineral oil, Ester oil
Insulation level of Neutral	Full, Graded

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

完成收购后, 变压器业务逐渐成为公司增长的重要驱动力。2018 年之前公司线圈类业务主要为互感器 (思源赫兹) 和消弧线圈, 思源东芝并表后, 2020-2022 年互感器、消弧线圈招标需求放缓, 公司线圈类业务收入仍保持了年均 20% 以上增长, 主要得益于变压器业务的支撑。2024 年公司变压器类业务 (此处采用港股招股书数据, 业务名称由线圈类调整为变压器类) 收入同比+48%, 其中非互感器业务收入同比+65%, 我们认为主要系变压器业务快速增长所致。

图30: 公司线圈类业务收入及同比增速 (23 年口径调整, 亿元)



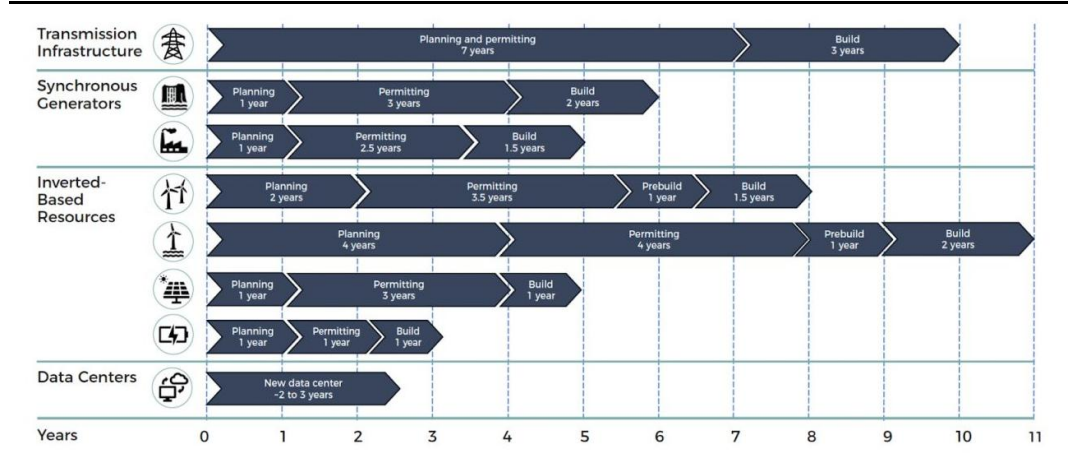
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

全球高压电力变压器需求旺盛, 公司积极扩产以承接更多订单。根据公司港股说明书, 2023/2024 年公司电力变压器及电抗器的设计产能分别为 534/738 台, 2024 年 11 月思源东芝二期高压厂房启动建设, 于 2025 年 9 月竣工验收投入使用, 全面达产后, 将形成年产 400+ 台高压变压器的产能, 不考虑原有产线技改提产的情况下, 公司的产能已实现 54% 的提升。公司管理风格稳健, 对变压器的扩产意味着其对潜在订单有充分的信心。

北美 AIDC 建设需求爆发, 变压器产能+品牌成为公司打开北美市场的敲门砖。北

美 AIDC 百兆瓦级以上装机的项目占比大幅提高，这些项目需通过自建高压变电站来实现电力接入。AIDC 项目建设周期约 2-3 年，而当前国际头部变压器公司订单排产已超 3 年，因此“有产能、有品牌、高质量”成为当前北美电力变压器市场的核心竞争力。2025 年思源东芝凭借其充足的产能和产品力成功进入北美数据中心下游市场，我们估计新签订单规模亮眼，2026 年有望继续保持高速增长。

图31: 数据中心建设周期约 2-3 年



数据来源: S&P, 东吴证券研究所

变压器在北美市场上的成功有望带动开关设备 0-1 突破。变电站内变压器、开关设备都是必需品，由于北美电网更新+AIDC 建设需求拉动，美国开关设备 PPI 涨幅惊人，但受可靠性以及市场信任影响，进入壁垒高于变压器。思源变压器的北美市场突破标志着其品牌在北美 AIDC 市场的认可度显著提高，而公司凭借着极强的市场营销和解决方案能力+完备的罐式断路器产品储备（符合美国 ANSI 标准），短期内有望实现开关设备在北美高端市场的突破，进一步提高公司利润率水平和国际竞争力。

图32: 思源罐式断路器产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图33: 公司罐式断路器已通过美国标准认证

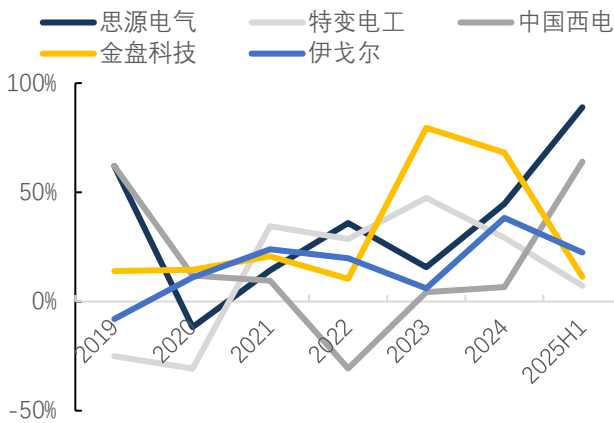
Electrical Parameters					
PRODUCT TYPE	LW58A-72.5	LW58A-145	LW58A-252	LW58A-420	LW58A-550
Applied standard			IEEE/ANSI, CSA		
Lead time (DDP after the drawing approved)	14 weeks	14-18 weeks	14-18 weeks	22-26 weeks	26 weeks
Rated voltage (kV)	72.5	145	245	362	550
Rated frequency (Hz)	60	60	60	60	60
Rated continuous current (A)	4000	3150/4000	4000	4000/5000	5000
Rated short circuit breaking current (kA)	40	40/63	50/63	50/63	63
Rated peak withstand current (kA)	104	104/164	130/164	135/171	171
Specific creepage distance (mm/kV)	25/31	25/31	25/31	25/31	25/31
Rated short-time power-frequency withstand voltage (kV): To earth	160	275	460	650	740
Rated lightning impulse withstand voltage (kV): To earth	350	650	1050	1425	1675
First pole to clear factor	1.3/1.5	1.3/1.5	1.3/1.5	1.3	1.3
Rated short-time withstand duration(s)	4	4	3	3	3

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 卡位高压电力设备赛道，乘全球 Supercycle 东风迈向 next level

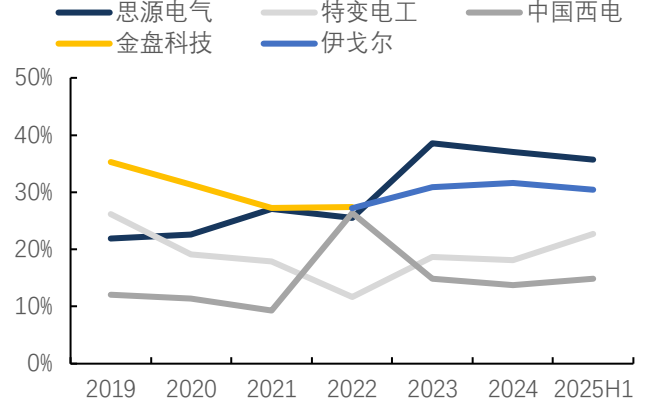
横向对比来看，高压电力设备竞争格局优，公司营收加速增长，盈利能力持续提升：高压电力设备自 2023 年开始海外头部电力设备公司产能均已打满，且市场格局集中，公司高压电力设备产品齐全，国内高压公司以央国企为主，公司出海竞争力强+鲜有内资竞对，23 年开始海外收入加速增长，毛利率随行就市不断提升，公司  $\alpha$ +出海  $\beta$  共振构筑出海核心竞争力，看好其未来海外收入&盈利保持高速增长。

图34: 出海公司海外营收增速对比



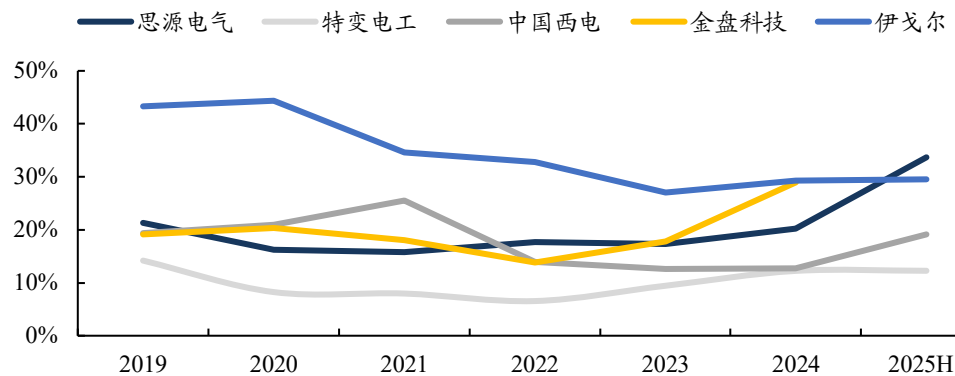
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35: 出海公司海外毛利率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36: 出海公司海外收入占比对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新兴国家市场基本盘稳固，24 年突破北美 25 年加速实现 1-10，中东&欧洲稳扎稳打形成海外第二基石市场：新兴国家门槛较低，西电、特变等随一带一路均有布局，公司凭借本地化积淀和产品&服务份额稳固；中东&欧洲市场门槛较高，思源借本土龙头产能不足+优质供应能力实现德国等优质市场的快速突破且订单加速放量，有望成为公司第二基石市场；北美高压电力设备行政干预+关税构筑天然壁垒，24 年实现破冰 25 年订单大幅增长，加速进入 1-10 的订单放量阶段。

与全球头部企业相比，我们认为思源最有可能率先踏入 300 亿+收入体量。全球范

围 500 亿以上规模的电力设备平台型公司主要是施耐德、伊顿、西门子、日立能源等，中国企业南瑞主攻国内二次设备市场、规模突破 500 亿，但二次难以出海，仅靠国内网内&网外市场，增速或较为缓慢。思源从品类上来看，至今已初步实现全平台布局，从品类和电压等级方面更对标龙头日立能源（而且有日本龙头东芝的变压器业务，在海外也算是“半个外资品牌”）；而且正值海外大周期开启，公司渠道早已深耕全球、马太效应开始显现。

表10: 全球电力设备公司产品结构比较

区域	公司	属性	高压一次 (69kV及以上)					中压一次 (10-35kV)		二次设备			
			HVDC	电力变压器	GIS/AIS/隔离开关	绝缘子/套管	电抗器	电容器 /SVG/STATCOM	变压器	中压开关	继电保护及变电监控系统	调度系统	直流控保
欧美	日立能源	全平台型	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	西门子能源	全平台型	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	GE Vernova	全平台型	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
日韩	伊顿	配电平台型						√	√				
	东芝	全平台型	√	√	√	√	√	√		√			
	现代电气	一次平台型		√	√	√	√	√	√	√			
	晓星重工	一次平台型		√	√	√	√	√	√	√			
	LS Electric	一次平台型		√	√	√	√	√	√	√			
中国	思源电气	全平台型	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	特变电工	一次平台型	√	√	√	√	√	√	√				
	中国西电	一次平台型	√	√	√	√	√	√	√				
	平高电气	开关设备			√	√			√				
	保变电气	变压器		√		√			√				
	许继电气	全平台型	√					√	√	√		√	√
	国电南瑞	二次平台型	√							√	√	√	√
	金盘科技	配电平台型						√	√				
	伊戈尔	配电变压器						√	√				
	三星医疗	配用电						√	√				√
海兴电力	配用电						√	√				√	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外收入占比提升对利润率影响大，公司归母净利率有望站稳 20%以上：

核心假设：中东欧洲区/北美区/其他的毛利率分别为 50%/55%/41%/12%，EPC 业务毛利率为 12%，国内市场毛利率稳定为 29%，期间费用率等为 15%。

根据测算结果，当公司海外收入占比超过 40%且海外毛利率超过 43%时，公司归母净利率即有望超过 20%（假设国内毛利率、费用率等指标不变），而随着海外收入占比和毛利率的提升，公司利润的弹性还将进一步扩大。

表11: 公司海外订单结构拆分（标黄部分为假设数据）

单位：亿元	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中东欧洲区		7	14	25	37	55	83	124	186
yoy			106%	75%	50%	50%	50%	50%	50%
北美洲		0	0.8	13	26	42	62	94	140
yoy				1525%	100%	60%	50%	50%	50%
其他区域		26	45	54	71	92	119	155	201
yoy			77%	20%	30%	30%	30%	30%	30%
单机出口	20.1	32.4	60	92	133	188	264	373	528
yoy		61%	85%	53%	45%	41%	40%	41%	42%
EPC	9.8	7.7	15	13	13	14	16	17	19
yoy		-21%	95%	-13%	0%	10%	10%	10%	10%
海外订单总计	29.9	40.1	75	105	146	203	280	390	547
yoy		34%	87%	40%	40%	39%	38%	39%	40%
收入占比									
中东欧洲区		17%	19%	23%	25%	27%	30%	32%	34%
北美洲		0%	1%	12%	18%	21%	22%	24%	26%
其他区域		64%	60%	52%	48%	45%	43%	40%	37%
EPC		19%	20%	12%	9%	7%	6%	4%	3%
海外业务毛利率		37.0%	37.0%	41.2%	43.2%	44.3%	45.1%	45.9%	46.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算（注：海外订单均为预计值，各地区订单占比为根据公司业务开展情况预测）

表12: 公司归母净利润率测算

归母净利润率测算		海外收入占比						
		38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
海外毛利率	38%	17%	18%	18%	18%	18%	18%	19%
	39%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%
	40%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	20%
	41%	19%	19%	19%	19%	20%	20%	20%
	42%	19%	19%	19%	20%	20%	20%	21%
	43%	19%	20%	20%	20%	20%	21%	21%
	44%	20%	20%	20%	21%	21%	21%	22%
	45%	20%	20%	21%	21%	21%	22%	22%
	46%	20%	21%	21%	21%	22%	22%	23%
	47%	21%	21%	22%	22%	22%	23%	23%
	48%	21%	22%	22%	22%	23%	23%	24%
49%	22%	22%	22%	23%	23%	24%	24%	
50%	22%	22%	23%	23%	24%	24%	25%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 国内市场扩品类提份额, 经营 $\alpha$ 是发展的内生动力

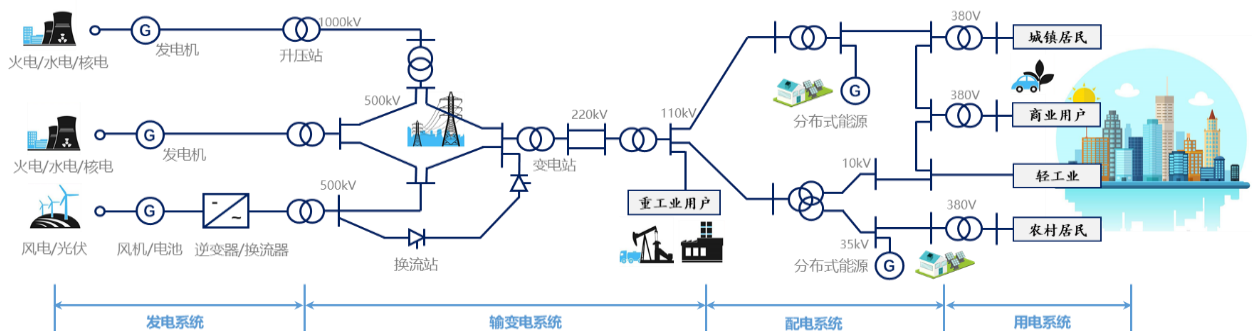
### 4.1. 构建新型电力系统, 适应新能源接入及消纳

电力系统分为“发-输-变-配-用”五大环节, 电气设备通常由一次设备及二次设备组成:

一次设备通常是以机电设备为主的硬件, 直接用于生产、输送和分配电能过程的电气设备。包括 1) 发电类: 发电机; 2) 变电类: 变压器; 3) 开关类: 断路器、隔离开关、接触器、GIS; 4) 补偿类: 电抗器、电容器; 5) 线材类: 线缆、GIL 等。

二次设备偏软件为主 (通常嵌入到硬件里), 技术壁垒、盈利能力高于一次设备。通过信息技术对一次设备进行监测、控制、保护以及为工作人员提供运行工况或生产指挥信号所需的电气设备, 包括监控系统、继电保护、调度系统、仪器仪表等。

图37: 电力系统结构及电力设备示意图

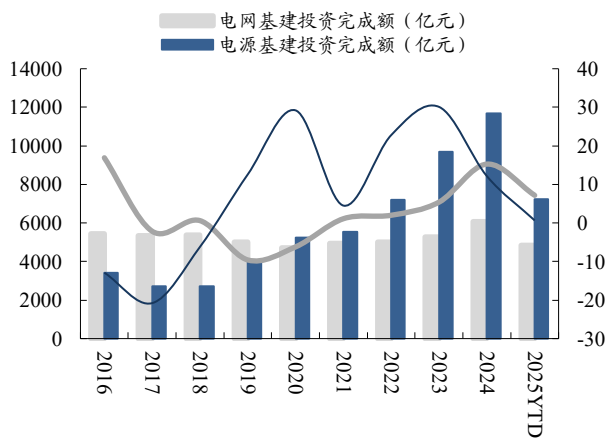


数据来源: 国电南瑞公告, 东吴证券研究所

国内电网投资β仍在：逆周期调节需求强，“十五五”电网投资预计将维持8-10%复合增长。

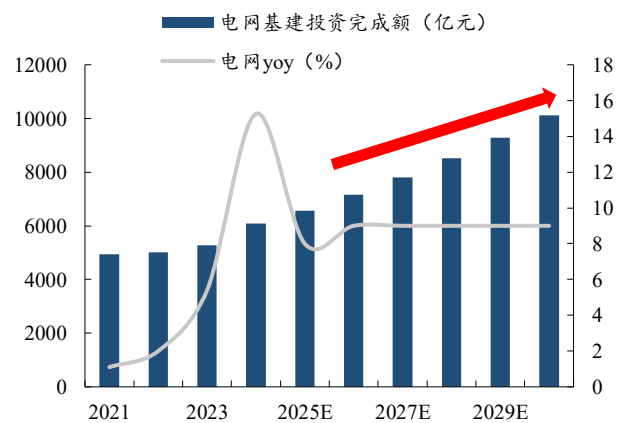
电网投资：“十四五”前低后高补短板，“十五五”景气延续再登峰：1) 我们预计“十四五”电网基建投资完成额约2.8万亿，同比“十三五”增长约8%，受疫情影响时间上呈现明显的前低后高；2) 受“双碳”战略驱动，“十四五”电源建设节奏明显快于电网，补短板是电网主旋律。3) “十五五”加快建设新型能源体系，新型电力系统进入完善期，叠加逆周期调节需求，我们预计2030年我国电网基建投资有望突破1万亿元，“十五五”同比“十四五”投资总额同比增长超50%，景气延续再登高峰。

图38：“十四五”电网侧投资整体滞后于电源侧投资



数据来源：国家电网，东吴证券研究所  
注：2025YTD为截至2025年9月30日

图39：“十五五”电网侧投资CAGR有望保持8-10%



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

主网：“十四五”主网设备物资招标增速亮眼，“十五五”基本盘有望延续增长势头。

“十四五”阶段主网建设以扩容为主，结构上西北750kV电网建设需求增长更为明显：1) 一次设备：“十四五”阶段一次设备招标同比“十三五”有显著的增长，组合电器渗透率大幅提升因此增速最快，受新能源快速增长电网扩容对变压器需求非常旺盛。2) 二次设备：“十四五”二次设备招标需求实现了较快速增长，我们认为主要系新建工程增加+自主可控产品加速渗透。

展望“十五五”，电源侧大基地继续加大建设力度，算力有望逐渐成为用户侧重要的增量负载，我们预计主网设备招标需求有望保持20-30%的稳健增长。

表13: 25年变电物资招标需求维持稳健增长(数据口径: 招标量个数, 其中变压器是容量口径)

产品	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24A	24A YoY	25A	25A YoY
变压器(容量MVA)	192,432	43.7%	299,689	55.7%	379,464	26.6%	403,503	6.3%	498,601	23.6%
组合电器(套)	9,556	27.3%	11,291	18.2%	13,612	20.6%	13,830	1.6%	15,917	15.1%
电抗器	1,294	64.0%	1,503	16.2%	1,773	18.0%	1,936	9.2%	2,383	23.1%
互感器	17,228	168.1%	19,755	14.7%	29,341	48.5%	34,197	16.6%	41,543	21.5%
电容器	3,736	653.2%	4,463	19.5%	5,234	17.3%	5,857	11.9%	7,156	22.2%
断路器	2,647	73.2%	3,610	36.4%	4,432	22.8%	5,486	23.8%	5,102	-7.0%
隔离开关	10,173	210.2%	11,013	8.3%	13,165	19.5%	15,464	17.5%	17,938	16.0%
消弧线圈	1,432	817.9%	1,505	5.1%	1,886	25.3%	2,133	13.1%	2,726	27.8%
开关柜	33,294	306.1%	36,919	10.9%	43,188	17.0%	47,685	10.4%	58,353	22.4%
保护类设备	18,403	10.9%	18,323	-0.4%	23,164	26.4%	26,597	14.8%	42,600	60.2%
变电监控设备	1,553	121.5%	1,466	-5.6%	1,566	6.8%	1,810	15.6%	2,358	30.3%

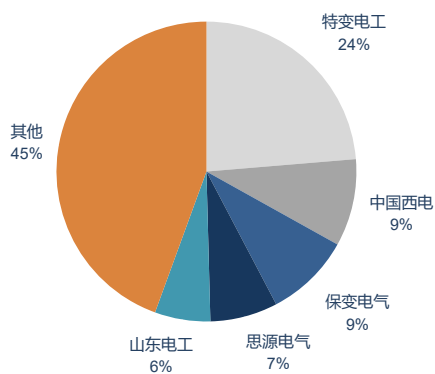
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

#### 4.2. 成熟期产品: “基本盘”业务, 后续有望保持稳健

成熟期产品消弧线圈、互感器、电抗器、断路器、隔离开关地位稳固。公司逐步形成了线圈产品(消弧线圈、互感器、电抗器)+开关产品(断路器+隔离开关)的输变电产品阵列。这些传统设备先发优势明显, 在国网集招份额稳居前五。

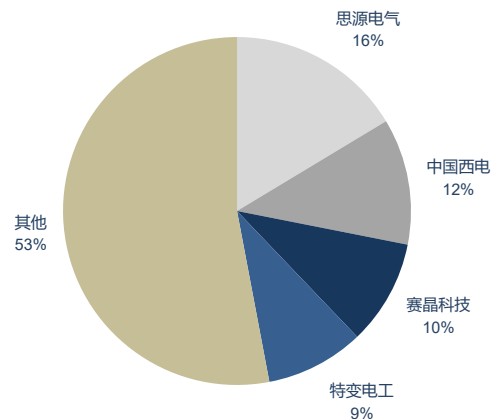
展望未来, 份额稳定假设下, 我们预计步入成熟期的上述产品跟随招标规模增长, 但盈利能力有提升空间: 2009年主网投资趋缓, 行业产能过剩, 上述产品价格竞争激烈, 毛利率整体下降; 2019年起国网采购加强质量管控, “优质优价”政策使得价格回归合理水平, 毛利率修复。

图40: 24-25年国网集招-电抗器份额



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图41: 24-25年国网集招-电容器份额



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

#### 4.3. 成长期产品; 组合电器、二次设备提供网内业绩功能

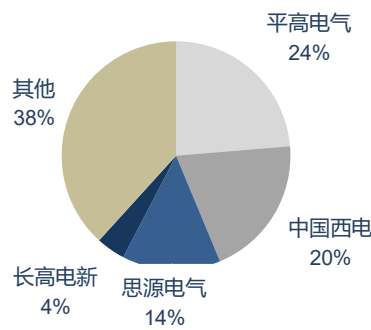
成长期产品组合电器 GIS 替代趋势仍在推进, 公司积极拓展更高电压等级。GIS 在一些场合替代传统开关(断路器、隔离开关等), 在行业β加持下增速更快。公司在 2005-

2010 年间即加码 GIS 产品，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，2024 年第六批实现 750kV GIS 首单中标，2025 年份额大幅提升。24-25 年公司组合电器中标份额为 14%（金额口径），成功跻身 GIS 前三大供应商。

**国网：**110-220kV（基本盘）GIS 招标量相对稳定，价格边际改善；毛利率更高的 330-750kV 及外销（新领域）GIS 占比逐渐加大。

**南网：**招标模式相对更市场化，110-220kV GIS 地位稳固，500kV 仍需突破。

图42：24-25 年国网集招-组合电器 GIS 份额



数据来源：国家电网,东吴证券研究所

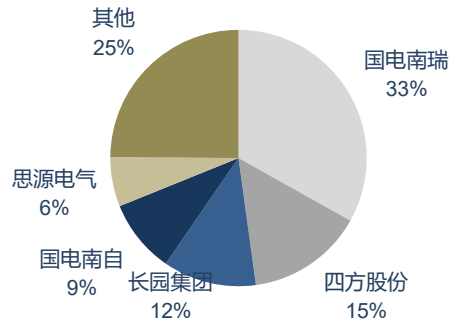
表14：国网不同电压等级 GIS 招标量统计

组合电器电压 (KV)	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24A	24A YoY	25A	25A YoY
35	43	1333.3%	74	72.1%	192	159.5%	241	25.5%	438	81.7%
66	325	351.4%	288	-11.4%	391	35.8%	565	44.5%	1,117	97.7%
110	6,066	328.8%	7,354	21.2%	8,279	12.6%	7,938	-4.1%	8,341	5.1%
220	2,575	-6.6%	3,047	18.3%	3,768	23.7%	4,123	9.4%	4,452	8.0%
330	161	-75.5%	204	26.7%	321	57.4%	241	-24.9%	458	90.0%
500	369	-85.0%	295	-20.1%	573	94.2%	616	7.5%	892	44.8%
750	17	-29.2%	29	70.6%	88	203.4%	106	20.5%	219	106.6%
总计	9,556	29.4%	11,291	18.2%	13,612	20.6%	13,830	1.6%	15,917	15.1%
220kV以上总计 (套)	3,122	-57.4%	3,575	14.5%	4,750	32.9%	5,086	7.1%	6,021	18.4%

数据来源：国家电网，Data 电力，东吴证券研究所

成长期产品二次设备已度过“破冰期”，艰难跻身第一梯队，网内持续提份额。2009 年“智能电网”建设时代开启，公司设立思源弘瑞自动化，产品主要应用于国网 110kV 及以下市场，220kV 监控&保护类二次设备 2024 年实现突破，份额稳步提升，目前已成为 220kV 及以上二次设备市场的“六合一”玩家。

图43: 24-25年国网继电保护及变电监控系统市场份额(金额口径)



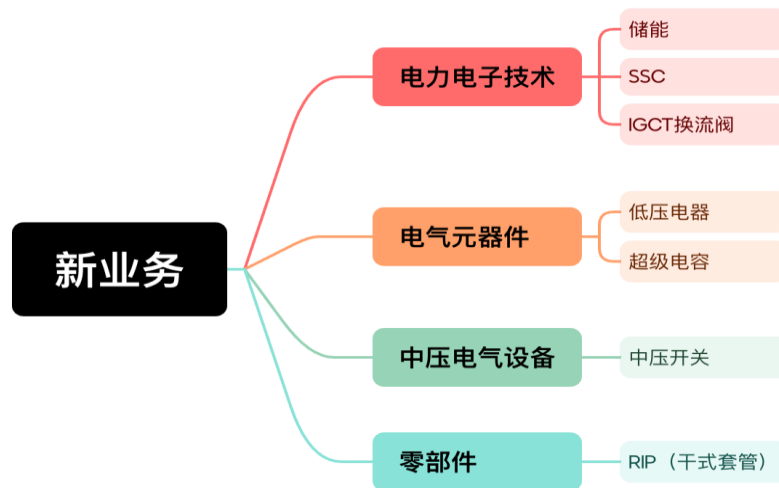
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

#### 4.4. 储能系统后来居上, 超级电容多下游开花

**新产品:** 储能系统后来居上, 超级电容 AIDC 提渗透, IGCT 换流阀培育远期护城河。

已有产品突破技术纵深, 横向布局储能、SSC、AIDC 超级电容、IGCT 柔直换流阀, 打造具有全球竞争力的电力设备解决方案领军企业。主业产品 GIS 向 750/1000kV 的更高电压等级纵向突破, 横向着力电力电子技术, 培育储能+SSC+IGCT 柔直换流阀; AIDC 市场爆发, 超级电容在 AIDC 中规模化应用有望成为下一个“爆款”。公司逐渐由一次设备的平台型企业, 向多产品、全行业覆盖的综合能源解决方案供应商, 打造属于中国的“日立能源”。

图44: 思源电气新业务布局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**储能:** 走技术差异化, 思源有望“后来者居上”。

**历程：**2011年成立子公司布局储能，而后考虑到储能商业模式不成熟、公司把更多时间用于技术打磨，22年储能正式立项，23年8月发布 esGrid 全系列储能解决方案，24年增资思源清能。

**大储（国内市场优先）：**22年成立的思源储能是公司大储业务实体。1）目前行业以短时电化学储能为主，市场价格竞争激烈，公司在策略上以跟进为主；2）核心竞争力更多聚焦于功率型储能（短时支撑/15min 以内），公司采用混合型超容方案进行调频等应用（“超容+锂电”的拓扑架构），在国网共享储能方面初步有进展。3）推出适用于新能源电力系统的新品类——静止同步调相机（SSC），同样采用超容短时储能系统+构网型变流器，实现短时有功支撑、快速无功调节、惯量补偿作用。

图45：思源发布的场站级储能系统特性一览



数据来源：思源清能公众号，东吴证券研究所

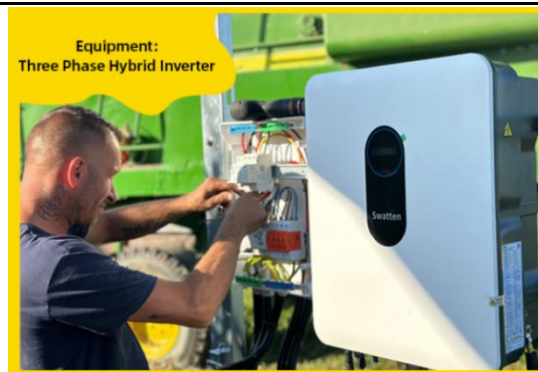
图46：公司的储能电芯采用 GMCC 的超级电容



数据来源：思源清能公众号，东吴证券研究所

**户储（海外市场优先）：**瓦能 SWATTEN 是公司旗下的户用储能品牌（22年10月成立），覆盖 10-30kW 三相高压逆变器、堆叠/机架电池等产品，已覆盖欧洲、大洋洲等市场（英国、西班牙、澳大利亚认证已过），目前处于海外渠道商验证-小批量订单的阶段。典型项目有葡萄牙/瑞士住宅储能解决方案、斯洛文尼亚户用光伏系统、波兰农业光伏系统等。

图47：公司的单相/三相户储逆变器多用于欧洲市场



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**超级电容：收购烯晶碳能，汽车电子稳步发展，AIDC 异军突起。**

**历程：**17 年参股超级电容公司烯晶碳能 GMCC，18 年成立稊米汽车，结合烯晶碳能在超级电容的技术优势，形成了低温启停电源、ADAS 备用电源、重卡启动电源等超容电源模块技术平台。

**超级电容主要应用于几大领域：**1) 汽车电子领域：启停电源（替换铅酸电池）、12V 辅助电源（替代锂电池）、48V 线控电源等，应用于乘用车的安全和控制领域，依赖定点项目车型的销量，目前处于稳步发展阶段；2) AIDC 领域：超级电容能够平抑 AI 算力负载运行时大幅波动对电网和供电设备的影响，逐渐成为 AIDC 不可或缺的组成部分，公司超级电容顺利进入台达、麦格米特供应链并开启批量出货，成为一个重要的业务增长点。

图48：烯晶碳能超级电容器（EDLC 单体及其模组）



数据来源：烯晶碳能官网，东吴证券研究所

图49：中国超级电容市场空间（2017-2023）



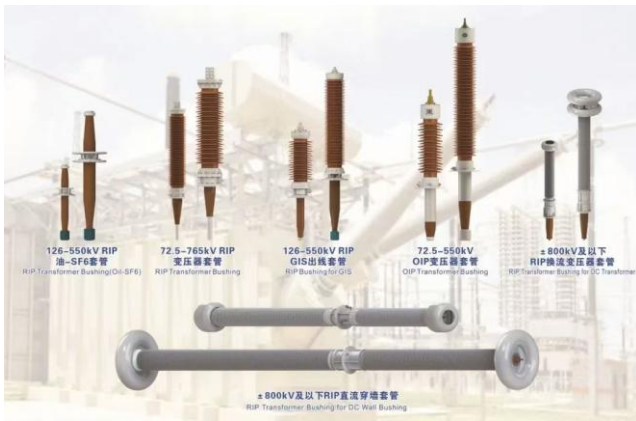
数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

**高压套管：核心零部件亟待国产替代，公司仍在市场推广阶段。**

**套管是公司向上游延伸的又一环节。**套管是变电设备的核心零部件之一（变压器、电抗器、GIS 等开关设备均有使用），起到导电连接、绝缘隔离和机械连接的作用，干式套管相对普遍使用的油式套管，具备安全性、免维护、使用寿命长等优势，但成本高于油式套管。公司于 2021 年涉足高压干式套管领域，控股子公司江苏思源赫兹互感器投资建设 RIP 干式套管产线，有望逐步实现在超高压和特高压领域的国产化替代。2023 年 2 月思源赫兹套管项目正式投产。

**空间&格局：**我们预计高压套管占变压器、开关成本比重的 10%以内。目前在超高压和特高压领域的干式套管大部分被外资垄断，内资玩家有特变、平高、思源等。

图50: 思源全系列 RIP 干式套管



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图51: 对标公司日立能源具备全套变电设备零组件



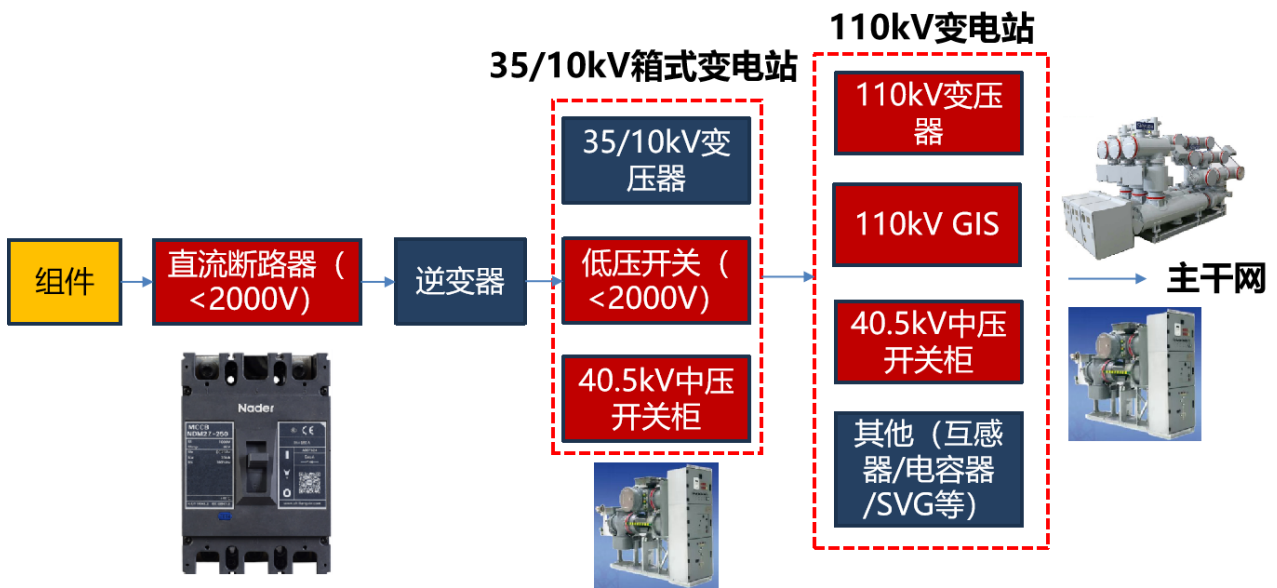
数据来源: 日立能源官网, 东吴证券研究所

中压开关: 入局“最卷品类”, 补齐最后短板。

历程: 中压开关主要应用于电网、轨交、石油石化等领域。2020年设立中压开关全资子公司, 23年对子公司增资(23年中压公司收入1.5亿、净利润382万)。

中压开关竞争比高压开关激烈, 新能源时代下35kV电压等级有更大发展前景——相比水/火电一次升压, 光伏/风电需要二次升压, 带来额外的变压器、中低压开关需求, 补齐中压开关会加强公司解决方案深度集成能力, 进一步提高公司在海外市场的发展空间。

图52: 新能源时代下, 新增部分中低压开关设备(红色背景的电力设备为思源布局的重点)



数据来源: 公司公告, 中国西电/特变电工官网, 东吴证券研究所绘制

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

我们预计公司 2025 至 2027 年营业收入分别为 212.05/282.74/364.2 亿元，同比增长 37.1%/33.3%/28.8%，毛利率分别为 32.2%/33.8%/34.7%。分业务来看：

**开关类产品：**国内 750kV 等高电压等级产品实现中标突破，叠加海外市场高需求，我们预计 2025 至 2027 年开关类产品收入分别为 102.03/123.99/150.72 亿元，同比 +40.0%/+21.5%/+21.6%，毛利率受高端产品和出口占比增长，将快速提升至 36.0%/40.0%/43.0%。

**线圈类产品：**受益于全球电网投资 Supercycle 及海外变压器扩产周期长导致的供不应求，公司变压器出口将持续加速，收入将快速增长，我们预计 2025 至 2027 年线圈类产品收入分别为 52.11/70.31/93.55 亿元，同比 +37.9%/+34.9%/+33.0%，毛利率逐步提升至 35.0%/38.0%/39.0%。

**无功补偿类：**传统网内需求保持稳健增长，产品价格与盈利能力企稳，我们预计 2025 至 2027 年无功补偿类产品收入分别为 24.56/27.56/31.05 亿元，同比 +22.4%/+12.2%/+12.7%，毛利率稳定在 26.0%/27.0%/27.0%。

**智能设备类：**公司二次设备成功度过破冰期并跻身第一梯队，220kV 及以上监控与保护类产品网内份额持续提升，盈利能力保持较高水平。我们预计 2025 至 2027 年智能设备类收入分别为 12.14/13.96/16.05 亿元，同比保持 +15.0% 的平稳增长，毛利率稳定在 34.5%/35.0%/35.0%。

**工程总包类：**随着海外市场的顺利拓展，海外工程总包业务将稳步复苏。我们预计 2025 至 2027 年工程总包类收入分别为 10.48/11.53/12.68 亿元，同比 +35.0%/+10.0%/+10.0%，毛利率回升至 14.0%/15.0%/15.0%。

**其他业务：**我们预计公司储能业务 26 年起将进入快速放量期，超级电容等产品贡献额外增量，我们预计 2025 至 2027 年其他业务收入分别为 10.72/35.39/60.17 亿元，同比大幅增长 +90.7%/+230.0%/+70.0%，毛利率分别为 12.0%/15.0%/15.0%。

表15: 盈利预测拆分 (分产品)

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
1. 开关类产品 隔离开关+GIS+断路器	收入 (亿元)	55.82	72.88	102.03	123.99	150.72
	增长率	10.9%	30.6%	40.0%	21.5%	21.6%
	毛利率	33.5%	35.3%	36.0%	40.0%	43.0%
2. 线圈类产品 消弧线圈+高压互感器+电抗器+ 变压器	收入 (亿元)	27.47	37.80	52.11	70.31	93.55
	增长率	23.1%	37.6%	37.9%	34.9%	33.0%
	毛利率	29.7%	31.2%	35.0%	38.0%	39.0%
3. 无功补偿类 变电站自动化及继电保护系统 、油色谱及在线监测系统	收入 (亿元)	18.50	20.08	24.56	27.56	31.05
	增长率	39.3%	8.5%	22.4%	12.2%	12.7%
	毛利率	24.9%	25.0%	26.0%	27.0%	27.0%
4. 智能设备类	收入 (亿元)	10.05	10.56	12.14	13.96	16.05
	增长率	6.6%	5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	34.0%	34.0%	34.5%	35.0%	35.0%
5. 工程总包类	收入 (亿元)	9.24	7.76	10.48	11.53	12.68
	增长率	23.4%	-16.0%	35.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	12.8%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
6. 其他	收入 (亿元)	3.51	5.62	10.72	35.39	60.17
	增长率	39.7%	60.0%	90.7%	230.0%	70.0%
	毛利率	20.6%	20.0%	12.0%	15.0%	15.0%
总计	收入 (亿元)	124.60	154.58	212.05	282.74	364.22
	增长率	18.2%	24.1%	37.1%	33.3%	28.8%
	毛利率	29.5%	31.3%	32.2%	33.8%	34.7%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 5.2. 投资建议

公司作为稀缺的一次设备加二次设备全覆盖的平台型企业,在海外高端市场持续突破。我们预计公司 2025 至 2027 年归母净利润分别为 31.63 /46.84/63.22 亿元 (前值为 31.63/45.23/60.59 亿元), 同比+54%/48%/35%, 对应 PE 为 58x、39x、29x。公司主营业务为电网设备, 选取相关公司国电南瑞、平高电气、中国西电、许继电气、四方股份作为可比公司, 可比公司对应 25-27 年 PE 分别为 40x、34x、29x, 考虑到公司海外业务增长具备高确定性, 盈利能力处于上升通道, 给予 2027 年 40 倍 PE, 目标价 323.6 元, 维持“买入”评级。

表16: 可比公司估值 (截至 2026 年 3 月 6 日)

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			总股本 (亿股)	投资评级	预测来源
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E			
600406.SH	国电南瑞	2,410	30.01	83.7	93.9	105.3	1.0	1.2	1.3	29	26	23	80.3	买入	东吴
600312.SH	平高电气	340	25.02	12.9	16.1	19.5	0.9	1.2	1.4	26	21	17	13.6	买入	东吴
601179.SH	中国西电	989	19.30	15.0	17.7	20.5	0.3	0.3	0.4	66	56	48	51.3	买入	东吴
000400.SZ	许继电气	343	33.63	14.3	17.1	21.3	1.4	1.7	2.1	24	20	16	10.2	买入	东吴
601126.SH	四方股份	441	52.95	8.4	9.7	11.2	1.0	1.2	1.3	53	46	40	8.3	买入	东吴
	平均值									40	34	29		-	-
002028.SZ	思源电气	1,824	233.51	31.6	46.8	63.2	4.0	6.0	8.1	58	39	29	7.8	买入	东吴

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

**电网投资不及预期。**公司目前收入主要集中在电网自动领域，若电网投资不及预期，将会影响电力设备招标量，从而对公司业绩造成不利影响。

**新业务拓展不及预期。**公司汽车电子、储能、中压开关等新品从市场拓展到上量需要一定时间，若拓展进度不及预期，可能对公司业绩造成不利影响。

**海外 EPC 项目进度及拓展不及预期等。**公司部分收入来自海外，若海外因非可控因素或人为拓展不及预期，可能对公司业绩造成不利影响。

**竞争加剧。**电网设备发展较为成熟，产品标准化程度高，若在投标过程中面临较强的价格竞争，可能对公司业绩造成不利影响。

## 思源电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>18,911</b>	<b>23,713</b>	<b>31,696</b>	<b>41,794</b>	<b>营业总收入</b>	<b>15,458</b>	<b>21,205</b>	<b>28,274</b>	<b>36,422</b>
货币资金及交易性金融资产	6,679	8,743	13,418	20,591	营业成本(含金融类)	10,628	14,375	18,706	23,800
经营性应收款项	7,138	8,588	10,488	12,035	税金及附加	99	142	182	237
存货	3,477	4,182	4,924	5,610	销售费用	768	1,124	1,470	1,894
合同资产	1,121	1,610	2,123	2,714	管理费用	449	450	509	656
其他流动资产	495	590	743	844	研发费用	1,110	1,484	1,908	2,440
<b>非流动资产</b>	<b>4,563</b>	<b>5,256</b>	<b>5,908</b>	<b>6,619</b>	财务费用	(7)	(4)	(24)	(66)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	218	339	283	364
固定资产及使用权资产	2,399	3,088	3,652	4,141	投资净收益	47	37	60	84
在建工程	312	186	106	70	公允价值变动	29	8	(12)	(19)
无形资产	572	564	555	564	减值损失	(274)	(270)	(300)	(400)
商誉	541	541	541	541	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	51	91	171	331	<b>营业利润</b>	<b>2,432</b>	<b>3,750</b>	<b>5,554</b>	<b>7,493</b>
其他非流动资产	684	784	879	969	营业外净收支	(2)	3	3	8
<b>资产总计</b>	<b>23,474</b>	<b>28,969</b>	<b>37,603</b>	<b>48,413</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,431</b>	<b>3,753</b>	<b>5,557</b>	<b>7,501</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,618</b>	<b>13,035</b>	<b>17,067</b>	<b>21,645</b>	减:所得税	346	525	778	1,050
短期借款及一年内到期的非流动负债	163	56	55	50	<b>净利润</b>	<b>2,085</b>	<b>3,227</b>	<b>4,779</b>	<b>6,451</b>
经营性应付款项	6,485	8,347	10,999	14,024	减:少数股东损益	36	65	96	129
合同负债	2,370	2,530	3,274	4,117	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,049</b>	<b>3,163</b>	<b>4,684</b>	<b>6,322</b>
其他流动负债	1,600	2,101	2,740	3,453	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.62	4.05	6.00	8.09
非流动负债	200	204	207	208	EBIT	2,475	3,630	5,498	7,396
长期借款	28	28	28	28	EBITDA	2,730	3,911	5,806	7,724
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.25	32.21	33.84	34.66
租赁负债	16	21	23	25	归母净利率(%)	13.26	14.91	16.57	17.36
其他非流动负债	156	156	156	156	收入增长率(%)	24.06	37.18	33.33	28.82
<b>负债合计</b>	<b>10,818</b>	<b>13,239</b>	<b>17,274</b>	<b>21,853</b>	归母净利润增长率(%)	31.42	54.35	48.09	34.97
归属母公司股东权益	12,380	15,390	19,894	25,995					
少数股东权益	276	340	436	565					
<b>所有者权益合计</b>	<b>12,655</b>	<b>15,730</b>	<b>20,329</b>	<b>26,560</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,474</b>	<b>28,969</b>	<b>37,603</b>	<b>48,413</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,462	3,248	5,763	8,365	每股净资产(元)	15.92	19.79	25.58	33.43
投资活动现金流	(1,705)	(968)	(915)	(966)	最新发行在外股份(百万股)	781	781	781	781
筹资活动现金流	(199)	(260)	(182)	(226)	ROIC(%)	17.93	21.76	26.07	27.01
现金净增加额	550	2,021	4,667	7,173	ROE-摊薄(%)	16.55	20.55	23.54	24.32
折旧和摊销	255	281	308	329	资产负债率(%)	46.09	45.70	45.94	45.14
资本开支	(919)	(830)	(780)	(780)	P/E(现价&最新股本摊薄)	89.01	57.67	38.94	28.85
营运资本变动	13	(486)	426	1,258	P/B(现价)	14.67	11.80	9.13	6.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>