

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

输变电设备

思源电气（002028.SZ）

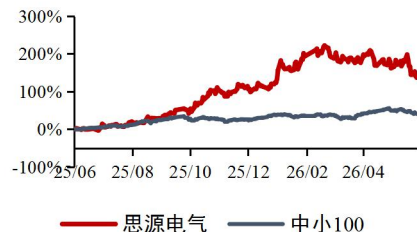
买入-A(维持)

电力设备龙头，出海助力增长

2026 年 6 月 15 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 6 月 12 日

|           |          |
|-----------|----------|
| 收盘价（元/股）： | 173.30   |
| 总股本（亿股）：  | 7.82     |
| 流通股本（亿股）： | 6.11     |
| 流通市值（亿元）： | 1,058.31 |

基础数据：2026 年 3 月 31 日

|               |       |
|---------------|-------|
| 每股净资产（元/股）：   | 21.02 |
| 每股资本公积（元/股）：  | 1.06  |
| 每股未分配利润（元/股）： | 18.13 |

资料来源：常闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

杜羽枢

执业登记编码：S0760523110002

邮箱：duyushu@sxzq.com

投资要点：

➤ **公司介绍：电力设备龙头，多元布局拓产品矩阵：**思源电气股份有限公司创立于 1993 年，2004 年于深交所挂牌上市。公司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。2025 年，公司实现营业收入 215.4 亿元，同比+39.3%；实现归母净利润 31.5 亿元，同比+53.7%。2026 年 Q1，公司实现营业收入 45.7 亿元，同比+41.6%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比+23.2%。

➤ **国内电网投资加速，一二次设备共赢机遇。**1) “十五五”电网投资加速，投资规模创新高：国家电网公司宣布“十五五”期间固定资产投资将达 4 万亿元，较“十四五”时期增长 40%。南方电网披露 2026 年投资规模为 1800 亿元，根据行业一致预期，两大电网五年总投资将近 5 万亿元。特高压输电、配网升级、数智化转型三大领域为重点投资方向。2) **公司持续拓展产品品类，网内输变电招标份额提升：**公司持续拓展产品品类，网内输变电招标份额提升。公司持续深耕国内网内市场，在国网输变电设备中标份额持续提升。根据统计，2025 年公司在国网输变电设备集采中的份额为 17.4%，较 2022 年份额提升 5pct。

➤ **全球电力设备需求强，海外业务增速有望持续提高。**1) **海外电网投资提速，电力设备出口数据增长：**据根 EEI，未来五年预计美国电力行业计划投资超 1.1 万亿美元，主要用于电网升级与扩建；预计 2025 年支出达 2079 亿美元，较 2020 年增长近 50%。从海关总署出口数据来看，变压器和高压开关的单月和 2025 年累计出口同比增长率均在 30%以上，反映出了海外对这两类产品的需求增长。2) **公司坚持全球战略，海外营收占比持续提升：**公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。公司海外业务主要分为设备销售和 EPC 总包。2025H1 公司海外收入 28.6 亿元，2025 年全年公司海外收入 58.0 亿元，在总营收中占比 26.9%，海外收入体量持续快速增加。

➤ **跨领域布局储能与汽车电子，打造未来增长点：**1) **公司储能产品丰富，实现全场景覆盖：**公司推出“从电网到家庭”全系列储能产品，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。2) **进军汽车电子业务，强化超级电容布局：**2017 年，思源电气通过参股国内首家、全球第三家在乘用车领域应用超级电容器的企业烯晶碳能切入超级电容赛道。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

**盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 40.0 亿元、58.7 亿元、82.7 亿元，对应 6 月 12 日收盘价 173.3 元，相当于 2026 年动态市盈率 PE 为 34 倍，维持“买入-A”评级。

**风险提示：**政策性风险、市场风险、汇率波动风险、海外子公司管理风险等。

**财务数据与估值：**

| 会计年度      | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,458 | 21,539 | 28,493 | 37,449 | 49,661 |
| YoY(%)    | 24.1   | 39.3   | 32.3   | 31.4   | 32.6   |
| 净利润(百万元)  | 2,049  | 3,150  | 3,998  | 5,868  | 8,272  |
| YoY(%)    | 31.4   | 53.7   | 26.9   | 46.8   | 41.0   |
| 毛利率(%)    | 31.2   | 30.8   | 32.0   | 33.0   | 33.6   |
| EPS(摊薄/元) | 2.62   | 4.03   | 5.11   | 7.50   | 10.57  |
| ROE(%)    | 16.5   | 20.6   | 20.7   | 23.5   | 25.0   |
| P/E(倍)    | 66.2   | 43.0   | 33.9   | 23.1   | 16.4   |
| P/B(倍)    | 11.0   | 8.8    | 7.0    | 5.4    | 4.1    |
| 净利率(%)    | 13.3   | 14.6   | 14.0   | 15.7   | 16.7   |

资料来源：常闻，山西证券研究所



## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 公司介绍：民企电力设备龙头，多元布局拓产品矩阵..... | 6  |
| 1.1 深耕电气设备行业，产品品类不断丰富.....      | 6  |
| 1.2 股权结构稳定，管理层技术出身.....         | 7  |
| 1.3 业绩持续超预期，盈利能力提升.....         | 8  |
| 2. 国内电网投资加速，一二次设备共赢机遇.....      | 10 |
| 2.1 “十五五”电网投资加速，投资规模创新高.....    | 10 |
| 2.2 公司持续拓展产品品类，网内输变电招标份额提升..... | 12 |
| 3. 全球电力设备需求强，海外业务增速有望持续提高.....  | 13 |
| 3.1 海外电网投资提速，电力设备出口数据增长.....    | 13 |
| 3.2 公司坚持全球战略，海外营收占比持续提升.....    | 15 |
| 4. 跨领域布局储能与汽车电子，打造未来增长点.....    | 16 |
| 4.1 公司储能产品丰富，实现全场景覆盖.....       | 16 |
| 4.2 进军汽车电子业务，强化超级电容布局.....      | 17 |
| 5. 盈利预测及估值分析.....               | 20 |
| 6. 风险提示.....                    | 22 |

## 图表目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程.....             | 6 |
| 图 2：公司产品矩阵.....             | 6 |
| 图 3：公司营业收入及同比增速（亿元，%）.....  | 8 |
| 图 4：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）..... | 8 |
| 图 5：公司重点子公司营业收入（亿元）.....    | 9 |



|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 6： 公司重点子公司归母净利润（亿元） .....                   | 9  |
| 图 7： 公司毛利率及归母净利润率（%） .....                    | 9  |
| 图 8： 公司费用率（%） .....                           | 9  |
| 图 9： 国家电网固定投资规模汇总（万亿元） .....                  | 10 |
| 图 10： 国家电网年度计划投资与实际投资情况对比（亿元） .....           | 10 |
| 图 11： 2010-2025 年电网基本建设投资完成额及同比增速（亿元，%） ..... | 11 |
| 图 12： 2022 年国网输变电设备统招组合电器中标份额（%） .....        | 12 |
| 图 13： 2025 年国网输变电设备统招组合电器中标份额（%） .....        | 12 |
| 图 14： 全球不同地区电网投资趋势.....                       | 13 |
| 图 15： 全球各地数据中心用电量预测.....                      | 13 |
| 图 16： 美国 2001-2024 发电量（亿千瓦时）及同比.....          | 14 |
| 图 17： 2025 年 12 月电力设备出口金额（亿美元，%） .....        | 14 |
| 图 18： 2025 年全年电力设备出口金额（亿美元，%） .....           | 14 |
| 图 19： 公司海外营收及占比（亿元，%） .....                   | 15 |
| 图 20： 公司海外及国内业务毛利率（%） .....                   | 15 |
| 图 21： 公司 esGrid 2.0 场站级储能系统.....              | 16 |
| 图 22： 思源瓦能全球多国布局.....                         | 17 |
| 图 23： 2024-2030 年国内超级电容市场预测（亿元，%） .....       | 18 |
| 图 24： 2024-2030 年全球超级电容市场预测（亿美元，%） .....      | 18 |
| 表 1： 2026 年一季报前十大股东.....                      | 7  |
| 表 2： 公司主要管理层介绍.....                           | 8  |
| 表 3： “十五五” 规划分年度投资节奏预测（亿元） .....              | 11 |



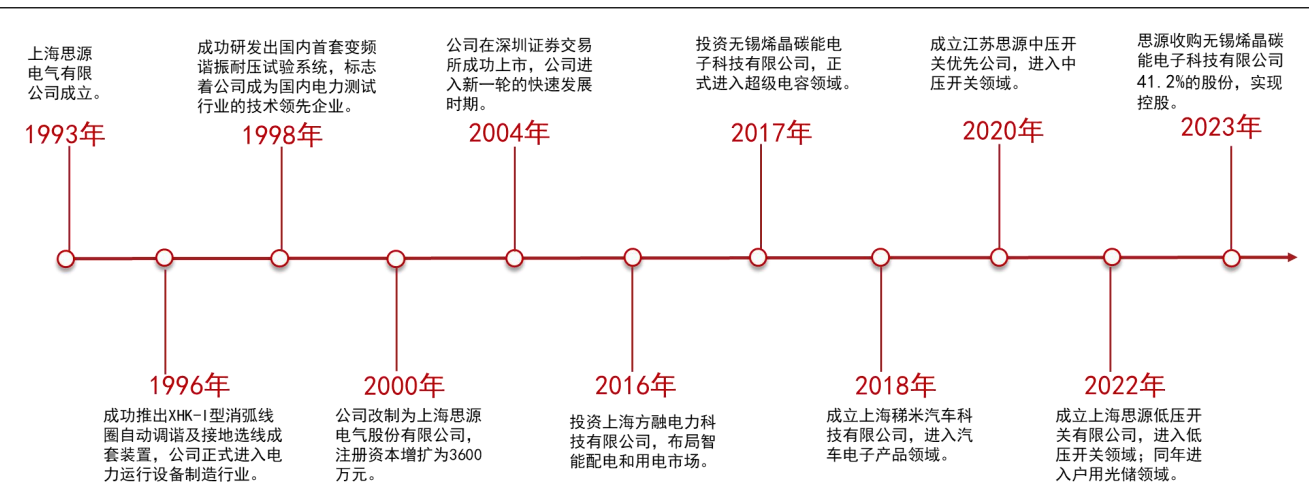
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 表 4： 公司一次、二次产品布局情况.....              | 12 |
| 表 5： 超级电容与储能电池的比较.....               | 17 |
| 表 6： 晶碳能正在开展和已完成多个示范项目和商业化项目的销售..... | 19 |
| 表 7： 公司业绩拆分.....                     | 20 |
| 表 8： 可比公司估值.....                     | 21 |

## 1. 公司介绍：民企电力设备龙头，多元布局拓产品矩阵

### 1.1 深耕电气设备行业，产品品类不断丰富

思源电气股份有限公司（简称“思源电气”）创立于1993年，2004年于深交所挂牌上市。公司依托新型电力系统的发展机遇，积极培育新质生产力，加快实施创新驱动发展，持续精进核心技术和制造实力，秉持“创新智慧新电能、尽享美好新生活”的使命，致力于成为电气行业全球领先企业。

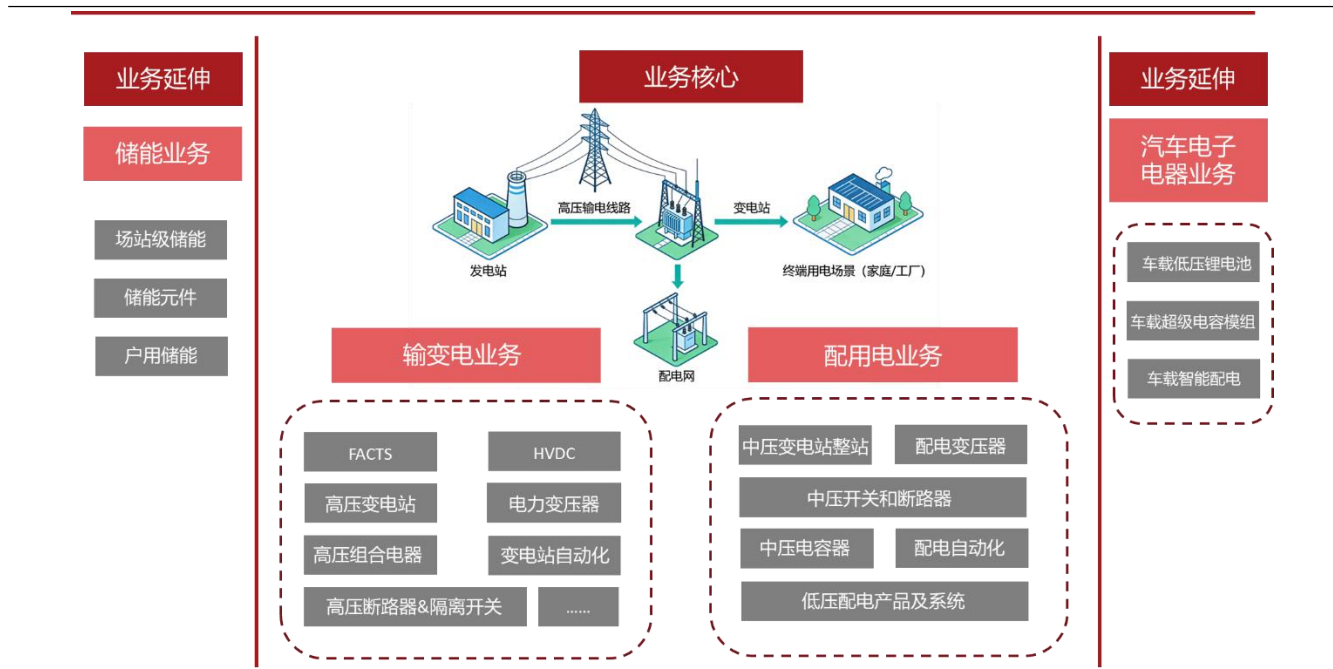
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司主营业务范围涵盖输配电设备及其核心零部件的研发、设计、制造、销售及服务与工程总包。产品来看，公司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。

图2：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，山西证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，管理层技术出身

公司股权结构稳定，截至 2026 年一季报，公司董事长、总经理董增平先生持股 16.8%，为公司实际控制人，公司副董事长陈邦栋持股 12.3%。公司开关类、线圈类等不同产品分别对应不同子公司，各子公司分工较为明确。

表 1：2026 年一季报前十大股东

| 序号 | 股东名称                      | 占总股本比例(%) | 期末参考市值(亿元) |
|----|---------------------------|-----------|------------|
| 1  | 香港中央結算有限公司                | 20.16     | 318.58     |
| 2  | 董增平                       | 16.80     | 265.52     |
| 3  | 陈邦栋                       | 12.32     | 194.69     |
| 4  | 杨小强                       | 3.25      | 51.39      |
| 5  | 华夏中证电网设备主题交易型开放式指数证券投资基金  | 1.96      | 30.93      |
| 6  | 全国社保基金 601 组合             | 0.84      | 13.24      |
| 7  | 汤兰芳                       | 0.72      | 11.43      |
| 8  | 华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金 | 0.64      | 10.13      |
| 9  | 永赢睿信混合型证券投资基金             | 0.60      | 9.47       |
| 10 | 全国社保基金 114 组合             | 0.51      | 8.08       |
|    | 合 计                       | 57.80     | 913.45     |

资料来源：Wind，山西证券研究所



公司管理层技术出身，长期于公司任职。公司董事长与副董事长都毕业于高电压专业，且均为公司创始人，经验丰富；公司其他高级管理层也在公司任职十余年。

表 2：公司主要管理层介绍

| 姓名  | 性别 | 出生年份   | 职位            | 个人介绍                                                                                                                                          |
|-----|----|--------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 董增平 | 男  | 1970 年 | 董事长<br>总经理    | 毕业于上海交通大学高电压专业，自 1993 年公司成立以来一直在公司全<br>职工作，目前还担任江苏省如高高压电器有限公司董事、江苏思源赫兹互<br>感器有限公司董事、上海思源电力电容器有限公司董事、思源清能电气电<br>子有限公司执行董事、北京思源清能电气电子有限公司执行董事等。 |
| 陈邦栋 | 男  | 1970 年 | 副董事长          | 毕业于华中理工大学高电压专业，自 1993 年公司成立以来一直在公司全<br>职工作，目前还担任江苏省如 高高压电器有限公司董事长、江苏思源赫<br>兹互感器有限公司董事长、上海思弘瑞电力控制技术有限公司董事长等。                                   |
| 杨帜华 | 男  | 1975 年 | 副总经理          | 自 2000 年起一直在公司及下属子公司工作，目前还担任国内营销中心总<br>经理、上海思弘瑞电力控制技术有限公司董事。                                                                                  |
| 杨雯  | 女  | 1969 年 | 副总经理          | 自 2012 年起一直在思源电气股份有限公司工作，目前还担任江苏思源高<br>压开关有限公司执行董事、 江苏思源中压开关有限公司执行董事等。                                                                        |
| 章良栋 | 男  | 1980 年 | 副总经理          | 自 2012 年起一直在思源电气股份有限公司工作，现任股份公司副总经理<br>兼全球工程服务中心总经理兼海外营销中心总经理。                                                                                |
| 杨哲嵘 | 男  | 1973 年 | 董事会秘书<br>财务总监 | 自 2011 年起一直在思源电气股份有限公司工作，目前担任上海思源电力<br>电容器有限公司董事、江苏芯云电子科技有限公司董事等。                                                                             |

资料来源：公司 2025 年年报、天眼查、公司招股说明书，山西证券研究所

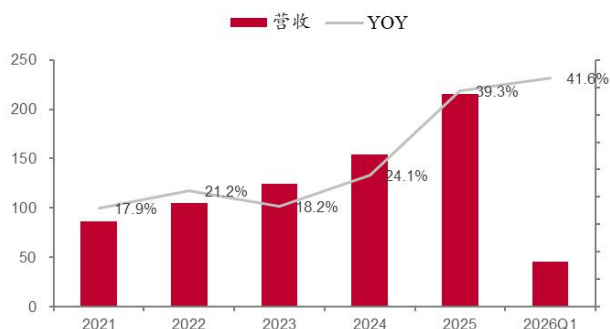
1.3 业绩持续超预期，盈利能力提升

2025 年，公司实现营业收入 215.4 亿元，同比+39.3%；实现归母净利润 31.5 亿元，同比  
+53.7%。2026 年 Q1，公司实现营业收入 45.7 亿元，同比+41.6%；实现归母净利润 5.5 亿元，  
同比+23.2%。

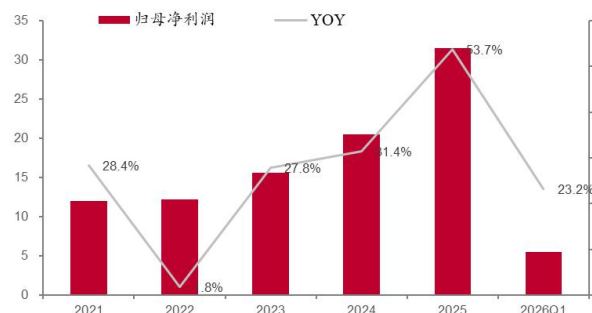
图 3：公司营业收入及同比增速（亿元，%）

图 4：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）





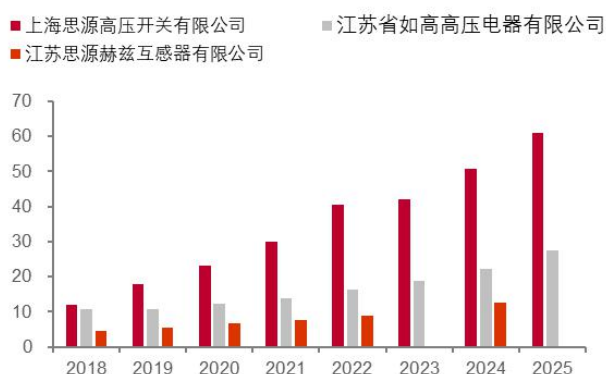
资料来源：Wind，山西证券研究所



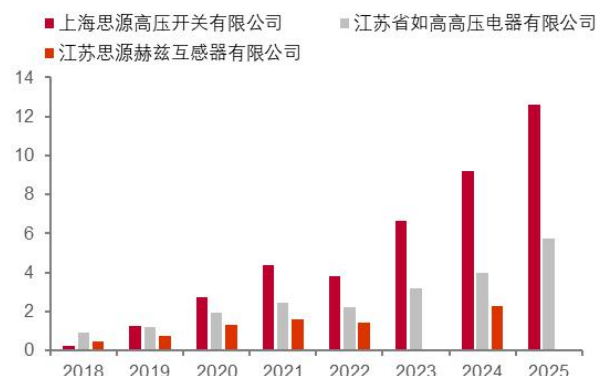
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：公司重点子公司营业收入（亿元）

图 6：公司重点子公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

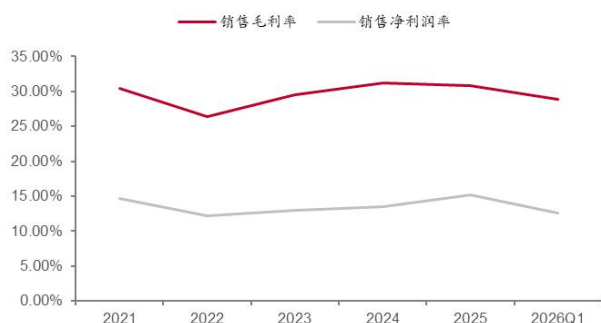


资料来源：Wind，山西证券研究所

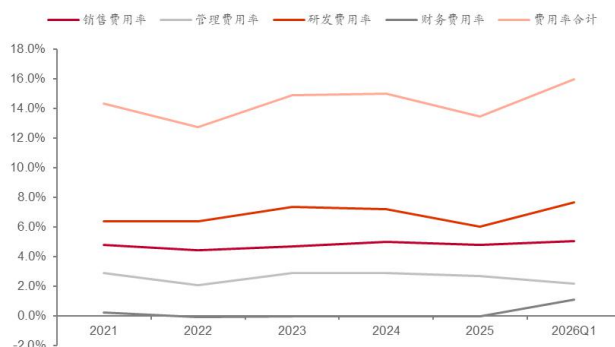
2025 年，公司毛利率为 30.8%，销售净利率为 15.1%。2026 年 Q1，公司毛利率和销售净利率分别为 29.0%和 12.5%。公司费用管控良好，2025 年费用率合计为 13.5%，其中研发费用率为 6.0%，维持较高水平。

图 7：公司毛利率及归母净利润率（%）

图 8：公司费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 国内电网投资加速，一二次设备共赢机遇

### 2.1 “十五五”电网投资加速，投资规模创新高

“十五五”期间，两大电网总投资预计接近5万亿元。2026年1月15日，国家电网公司正式宣布“十五五”期间固定资产投资将达4万亿元，较“十四五”时期增长40%，年均投资规模达8000亿元。南方电网披露2026年投资规模为1800亿元，根据行业一致预期，“十五五期间”南方电网总投资将达1万亿左右。两大电网五年总投资将近5万亿元，远超“十三五”期间的2.64万亿元和“十四五”的2.85万亿元。参考“十四五”期间国网每年实际投资高于年初计划投资，预计“十五五”实际投资有望持续超预期。

图9：国家电网固定资产投资规模汇总（万亿元）

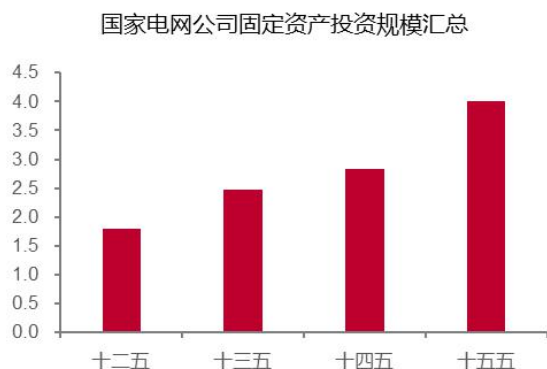


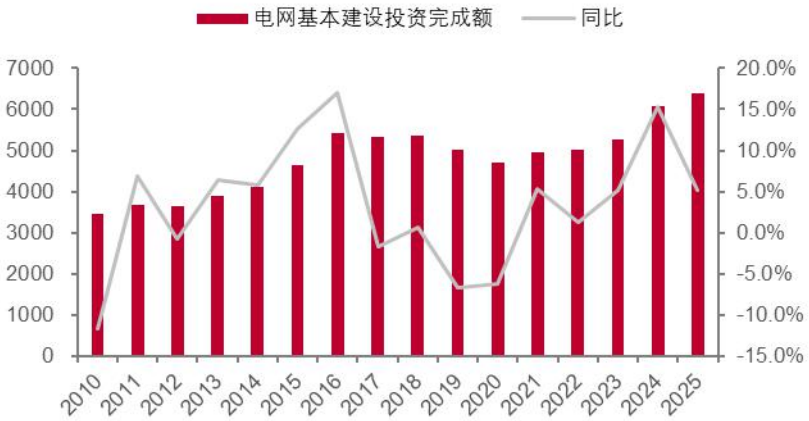
图10：国家电网年度计划投资与实际投资情况对比（亿元）



资料来源：国家电网官网、国际电力网，山西证券研究所

资料来源：国家电网，山西证券研究所

图 11：2010-2025 年电网基本建设投资完成额及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

根据国家发改委、能源局此前发布的《关于促进电网高质量发展的指导意见》（下称《指导意见》），到 2030 年，中国新型电网平台初步建成，支撑新能源发电量占比达到 30%左右，接纳分布式新能源能力达到 9 亿千瓦，支撑充电基础设施超过 4000 万台。到 2030 年，主干电网和配电网为重要基础、智能微电网为有益补充的新型电网平台初步建成。

特高压输电、配网升级、数智化转型三大领域为重点投资方向。特高压作为“西电东送”核心载体，将推动跨区跨省输电能力较“十四五”末提升超 30%，支撑“沙戈荒”及西南水电基地外送。

表 3：“十五五”规划分年度投资节奏预测（亿元）

| 年度   | 总投资   | 特高压主网      | 配网升级+老旧改造  | 储能/调节 | 数智电网 | 充电设施+终端用能 |
|------|-------|------------|------------|-------|------|-----------|
| 2026 | 6500  | 1200(+25%) | 3000(+18%) | 350   | 520  | 90        |
| 2027 | 7800  | 2100       | 4056       |       | 624  | 234       |
| 2028 | 8200  | 2214       | 4264       | 820   | 656  | 246       |
| 2029 | 8500  | 2295       | 4420       | 850   | 680  | 255       |
| 2030 | 9000  | 2190       | 4680       | 900   | 720  | 270       |
| 合计   | 40000 | 10000      | 20420      | 4000  | 3200 | 2400      |

资料来源：赛迪新质生产力发展促进中心，山西证券研究所

2.2 公司持续拓展产品品类，网内输变电招标份额提升

公司产品类型不断丰富，横向拓展产品品类，纵向提升产品电压等级。目前公司主要一次产品有 750kV 及以下 GIS 和 GIL、750kV 及以下 SF6 断路器和隔离开关、35kV 及以下 GIS/C-GIS 和环网柜、500kV 及以下电流互感器、1000kV 及以下电压互感器、±800kV 及以下交直流套管、500kV 及以下直流断路器、500kV 及以下变压器、500kV 及以下电抗器、1000kV 及以下电力电容器成套装置、动态无功补偿系统、静止型同步调相机（SSC）、66kV 及以下中性点接地成套装置、移动/预制式变电站等，主要二次产品有 1000kV 及以下变电站继电保护设备和监控系统、油色谱在线监测系统、高压有源滤波系统。

表 4：公司一次、二次产品布局情况

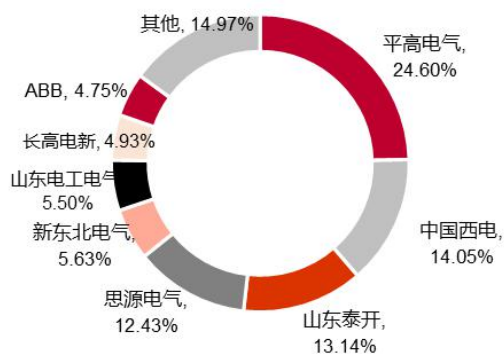
| 业务       | 产品类别             | 思源<br>电气 | 西门<br>子 | GE | 施耐德 | ABB | 国电<br>南瑞 | 许继<br>电气 | 中国<br>西电 | 平高<br>电气 | 四方<br>股份 | 特变<br>电工 | 保变<br>电气 |
|----------|------------------|----------|---------|----|-----|-----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 一次<br>设备 | 电能生产和<br>转换设备    | √        |         | √  | √   | √   |          |          | √        | √        | √        | √        | √        |
|          | 电路通断与<br>隔离设备    | √        | √       | √  | √   | √   |          | √        | √        | √        | √        | √        |          |
|          | 故障电流和<br>过电压防护设备 | √        |         | √  | √   | √   | √        |          | √        | √        |          | √        | √        |
|          | 载流导体类设备          | √        | √       |    |     | √   |          |          |          |          |          | √        |          |
|          | 互感器类设备           | √        |         |    |     | √   | √        |          |          | √        |          |          |          |
| 二次<br>设备 | 监测与测量设备          | √        | √       | √  | √   | √   | √        | √        |          | √        | √        | √        |          |
|          | 保护与控制设备          | √        | √       | √  | √   | √   | √        | √        |          | √        | √        | √        |          |
|          | 信号与指示设备          |          |         |    | √   | √   |          |          |          |          |          |          |          |
|          | 电源与通信设备          |          | √       | √  | √   | √   | √        |          |          |          | √        | √        |          |
|          | 自动化与智能设备         | √        | √       | √  | √   | √   | √        | √        |          | √        | √        | √        |          |

资料来源：各公司官网，山西证券研究所

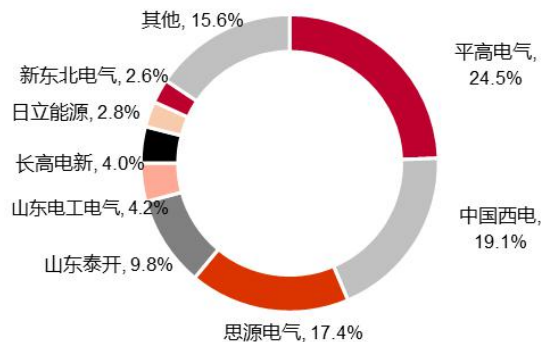
公司持续深耕国内网内市场，在国网输变电设备中标份额持续提升。根据统计，2025 年公司在国网输变电设备集采中的份额为 17.4%，较 2022 年份额提升 5pct。

图 12：2022 年国网输变电设备统招组合电器中标  
份额（%）

图 13：2025 年国网输变电设备统招组合电器中标  
份额（%）



资料来源：Data 电力，山西证券研究所



资料来源：Data 电力，山西证券研究所

### 3. 全球电力设备需求强，海外业务增速有望持续提高

#### 3.1 海外电网投资提速，电力设备出口数据增长

为应对能源安全以及电力需求增长，全球电网投资加速。欧美等发达国家的电网设施普遍老化，已难以应对 AI 算力需求以及新能源消纳带来的高电力负荷和系统波动。据根美国爱迪生电气协会（EEI），未来五年预计美国电力行业计划投资超 1.1 万亿美元，主要用于电网升级与扩建；预计 2025 年支出达 2079 亿美元，较 2020 年增长近 50%。欧洲方面，英国国家电网启动英格兰与苏格兰之间 6.9 GW “跨境连接项目”，德国莱茵集团向输电系统运营商 Amprion 注入 32 亿欧元用于电网扩建，法国电力公司也从欧洲投资银行获得 10 亿欧元贷款，专项用于可再生能源并网与配电线改造。

图 14：全球不同地区电网投资趋势

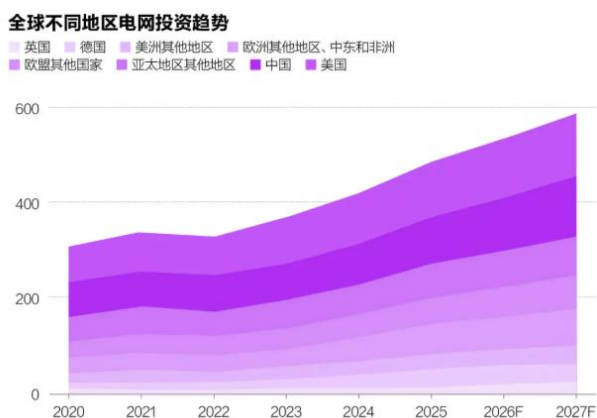


图 15：全球各地数据中心用电量预测



资料来源：BNEF、零碳时代 NetZeroAge，山西证券研究所

资料来源：BNEF、零碳时代 NetZeroAge 山西证券研究所

图 16：美国 2001-2024 发电量（亿千瓦时）及同比



资料来源：Wind，EIA，山西证券研究所

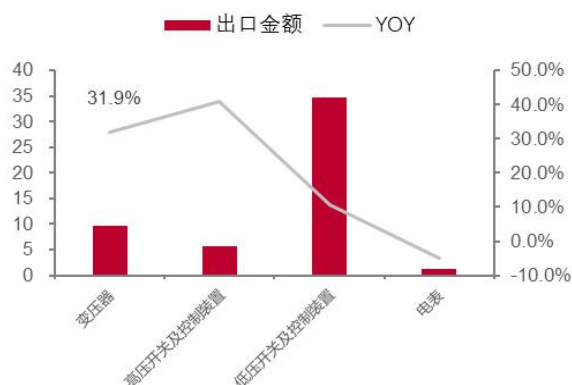
从海关总署出口数据来看，2025 年 12 月我国变压器出口 9.6 亿元，同比增长 31.9%；2025 年全年出口金额 90.4 亿元，同比增长 34.9%。2025 年 12 月我国高压开关出口 5.7 亿元，同比增长 40.8%；2025 年全年出口金额 53.5 亿元，同比增长 30.5%。变压器和高压开关的单月和 2025 年累计出口同比增长率均在 30% 以上，反映出了海外对这两类产品的需求增长。

分地区来看，不考虑转口，我国出口至北美市场的变压器规模呈现了高速增长，出口金额由 2022 年的 1.54 亿美元增长至 2025 年的 6.88 亿美元。

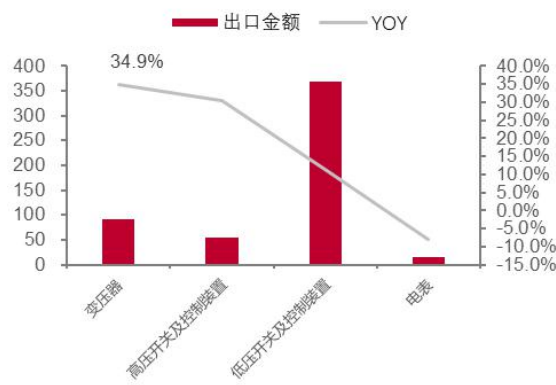
图 17：2025 年 12 月电力设备出口金额(亿美元,%)

图 18：2025 年全年电力设备出口金额(亿美元,%)





资料来源：iFind、海关总署，山西证券研究所



资料来源：iFind、海关总署，山西证券研究所

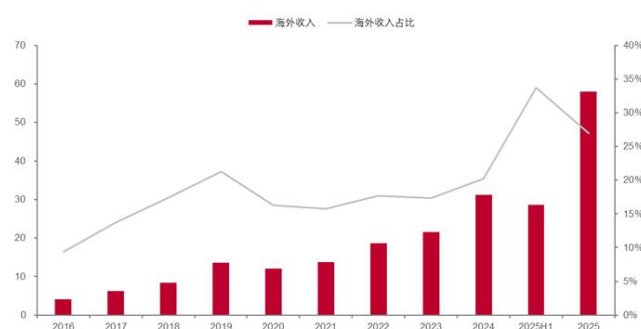
### 3.2 公司坚持全球战略，海外营收占比持续提升

公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。公司海外业务主要分为设备销售和EPC 总包。根据公司 2025 年年报，公司 2025 年海外市场订单任务同比增长，多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了突破，多款产品通过多个国家的资质认证。同时，公司选拔有能力的人去开拓海外市场，把握海外市场机会。

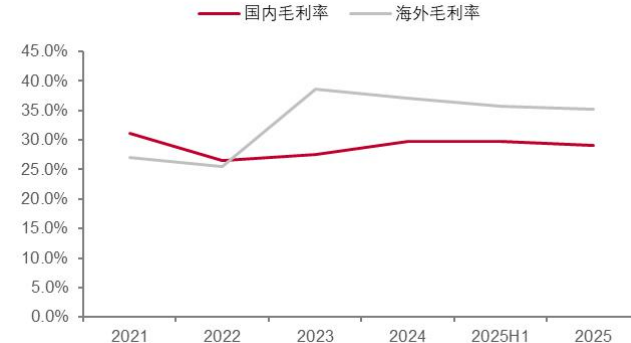
**公司海外业务营收及占比持续提升。**2025H1 公司海外收入 28.6 亿元，2025 年全年公司海外收入 58.0 亿元，在总营收中占比 26.9%，海外收入体量持续快速增加。

图 19：公司海外营收及占比（亿元，%）

图 20：公司海外及国内业务毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所



## 4. 跨领域布局储能与汽车电子，打造未来增长点

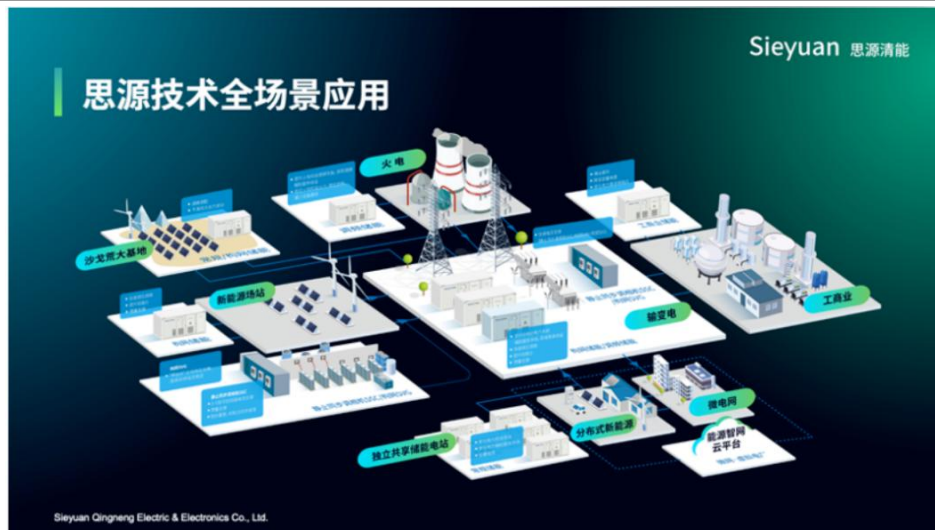
### 4.1 公司储能产品丰富，实现全场景覆盖

2023 年，随着中国储能产业进入的高速发展期，思源电气全面发力储能业务，推出“从电网到家庭”全系列储能产品。公司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。

公司于 2008 年投资设立思源清能。在储能领域，思源清能构建了完整的产业链，实现从超级电容（EDLC）、混合超级电容（HUC）、电池模块（PACK）、BMS、PCS、EMS 及升压机组成套储能系统的全栈自研。

2025 年 9 月，国家发展改革委与国家能源局联合印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025-2027 年）》，提出到 2027 年实现全国新型储能装机规模突破 1.8 亿千瓦，重点推动电源侧、电网侧及多元创新场景的储能应用全面落地。思源清能 esGrid 2.0 场站级储能系统是公司布局新型储能领域的核心产品，产品深度融合先进的电力电子控制技术与储能技术，全面覆盖电源侧、电网侧、负荷侧的多元复杂场景。

图 21：公司 esGrid 2.0 场站级储能系统



资料来源：思源清能微信公众号，山西证券研究所

2025 年 10 月 31 日彭博新能源财经（BNEF）发布第四季度全球一级储能厂商榜单，思源电气凭借领先的智能制造能力、安全可靠的产品与遍布全球的服务网络荣耀登榜。2025 年 12

月，公司与宁德时代签署三年合作备忘录，目标合作电量 50GWh。双方将基于各自传统优势领域，推广储能市场化双采模式，共同提升产业链协同效率。

在户用储能领域，思源瓦能自主研发生产的产品覆盖多种容量配置，灵活适配不同家庭及企业的用电需求，系统采用先进电池技术与智能管理系统，具备高安全性、长寿命和高效能等核心优势，助力用户应对停电、电价波动及高用电负荷等多种使用场景。

图 22：思源瓦能全球多国布局



资料来源：思源瓦能官网，山西证券研究所

4.2 进军汽车电子业务，强化超级电容布局

超级电容器是介于传统电容器和二次电池之间的一种新型储能装置，具有电容通量高、循环寿命长、充电时间短、功率密度及能量密度高、工作温度范围宽、运行稳定可靠等优良特性。场景来看，超级电容适合应用于电力能源、交通、工业等高功率需求领域。

表 5：超级电容与储能电池的比较

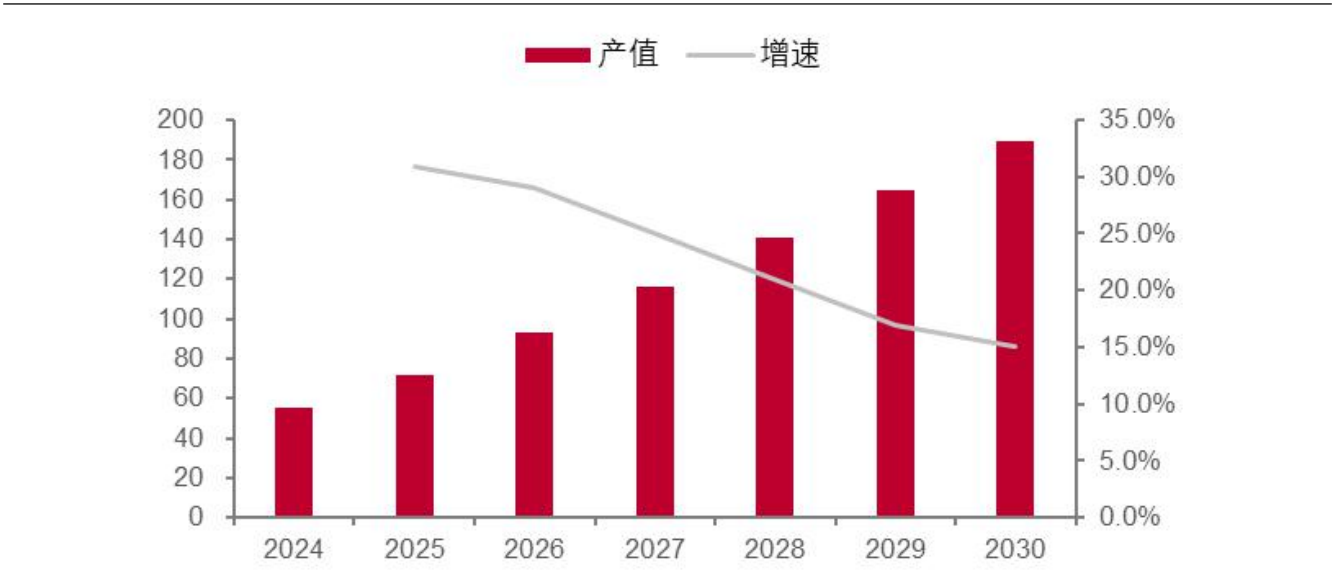
|             | 超级电容器              | 锂电池         |
|-------------|--------------------|-------------|
| 储能方式        | 纯物理电源，通过电场变化完成能量转化 | 能量转化通过电化学反应 |
| 技术成熟度       | 较为成熟               | 成熟          |
| 产品特点        | 严重依赖材料             | 工艺+材料       |
| 工作电压        | 0-3V               | 2.5 V-4.2V  |
| 能量密度(Wh/kg) | 10-30              | 100-300     |
| 功率密度(Kw/kg) | >7                 | 1 左右        |

| 超级电容器  |             | 锂电池         |
|--------|-------------|-------------|
| 循环寿命   | 50-100 万次   | 2000-5000 次 |
| 充放电时间  | 极短          | 长           |
| 自放电时间  | 1-2 周       | 长(1-2 月)    |
| 适用温度范围 | 负 40-50 摄氏度 | 负 30-80 摄氏度 |
| 安全性    | 不易燃烧爆炸      | 易燃易爆        |

资料来源：上海长三角产业赋能研究院，山西证券研究所

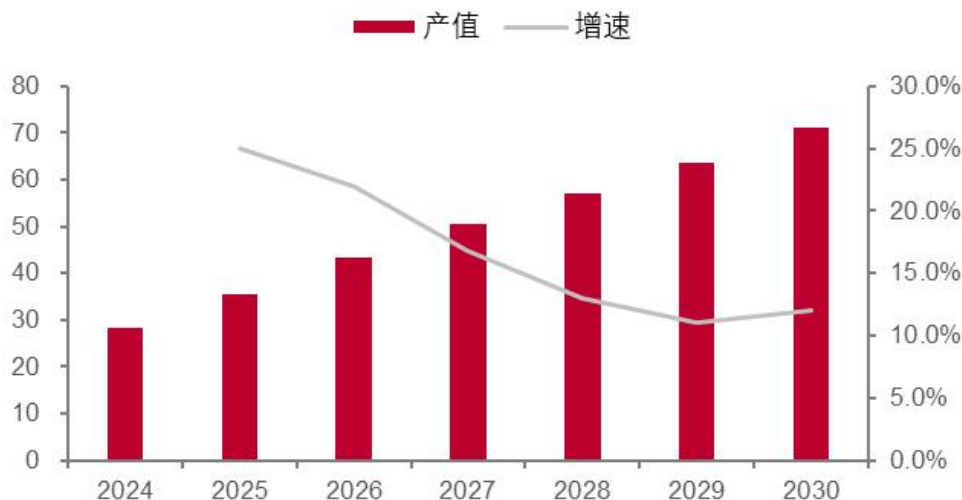
根据超级电容产业联盟等机构统计和预测，2024 年国内超级电容市场规模 55 亿元，预计 2030 年将达到 189 亿元，2024-2030 年市场规模 CAGR 为 22%。全球市场 2024 年 28.4 亿美元，预计 2030 年达 71.1 亿美元，2024-2030 年市场规模 CAGR 为 17%。

图 23：2024-2030 年国内超级电容市场预测（亿元，%）



资料来源：上海长三角产业赋能研究院，山西证券研究所

图 24：2024-2030 年全球超级电容市场预测（亿美元，%）



资料来源：上海长三角产业赋能研究院，山西证券研究所

公司通过参股烯晶碳能电子科技有限公司切入超级电容赛道。2017 年，思源电气通过参股国内首家、全球第三家在乘用车领域应用超级电容器的企业烯晶碳能切入超级电容赛道，2023 年底，思源电气对于烯晶碳能的持股比例增至 70.42%。

根据公司公告，截至 2023 年初，车载领域已量产和定点的汽车用超级电容应用项目 60-70% 采用烯晶碳能产品；同时，储能领域烯晶碳能 EDLC 和 HUC 等超级电容产品覆盖“秒级—分钟级”应用场景，EDLC 可以解决转动惯量和一次调频的问题，HUC 可以解决二次调频的问题。

表 6：晶碳能正在开展和已完成多个示范项目和商业化项目的销售

| 用户名称           | 项目名称                  | 项目内容                   | 年份     |
|----------------|-----------------------|------------------------|--------|
| XXXX 科技有限公司    | 百兆瓦级多电源融合技术实验验证平台功能设备 | AC380V 20kw 30s 超级电容装置 | 2021 年 |
| XXXX 所         | 超级电容储能系统项目            | 48V 562F 超级电容器模组       | 2021 年 |
| XXXX 自动化集成有限公司 | 超级电容储能系统项目            | DC1440V 6F 超级电容装置      | 2021 年 |
| XXXX 仪表厂       | 超级电容储能系统              | 204V 9F 超级电容器模组        | 2021 年 |
| XXXX 工程大学      | 储能设备功率变换装置            | 3 套 DC576V 50F 超级电容装置  | 2021 年 |
| XXXX 科技有限公司    | 超级电容储能系统项目            | 500kw 2s 超级电容系统        | 2021 年 |
| XXXX 大学        | 超级电容储能系统项目            | DC432V 20F 超级电容装置      | 2021 年 |
| XX 国家电网        | 惯量检测项目                | 5MW 超容                 | 2021 年 |
| XXXECT 项目      | 超级电容储能系统              | 90V 226F 超级电容器模组       | 2021 年 |
| XXX 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 |
| XXX 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 |
| XXX 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 |

| 用户名称         | 项目名称       | 项目内容                   | 年份     |
|--------------|------------|------------------------|--------|
| XXXX 电气有限公司  | 超级电容模组     | 144V 62F 超级电容模组        | 2022 年 |
| XXX 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 | DC480V56F 超级电容储能系统     | 2022 年 |
| XXX 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：思源电气股份有限公司关于深圳证券交易所关注函的回复公告，山西证券研究所

## 5. 盈利预测及估值分析

假设如下：

- 1) 高压开关：国网计划投资额提升，叠加公司产品竞争力增强，预计 2026-2028 年，公司高压开关类产品营收增速每年保持 35%的增长，毛利率分别为 36.0%、37.0%、37.0%。
- 2) 线圈类产品：受益于海外变压器需求增长，预计 2026-2028 年，公司线圈类产品营收增速分别为 40.0%、45.0%、45.0%，毛利率分别为 38.00%、38.00%、38.0%。
- 3) 无功补偿类：预计 2026-2028 年，公司无功补偿类产品营收增速分别为 15.0%、13.0%、13.0%，毛利率分别为 35.0%、35.0%、35.0%。
- 4) 工程总包：预计 2026-2028 年，公司工程总包类产品营收增速分别为 20.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 12.0%、12.0%、12.0%。

表 7：公司业绩拆分

|       | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总营收   | 215.4 | 284.9 | 374.5 | 496.6 |
| YOY   | 39.3% | 32.3% | 31.4% | 32.6% |
| 成本    | 149.2 | 193.7 | 250.8 | 329.9 |
| 总毛利   | 66.2  | 91.3  | 123.8 | 166.7 |
| 综合毛利率 | 30.8% | 32.0% | 33.0% | 33.6% |
| 高压开关  |       |       |       |       |
| 营收    | 89.4  | 125.9 | 169.9 | 229.4 |
| YOY   | -     | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 成本    | 56.4  | 80.6  | 107.1 | 144.5 |
| 毛利    | 33.0  | 45.3  | 62.9  | 84.9  |
| 毛利率   | 36.9% | 36.0% | 37.0% | 37.0% |
| 线圈类产品 |       |       |       |       |
| 营收    | 46.3  | 72.0  | 104.4 | 151.4 |
| YOY   | -     | 40.0% | 45.0% | 45.0% |

|       | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成本    | 29.5  | 44.6  | 64.7  | 93.9  |
| 毛利    | 16.9  | 27.4  | 39.7  | 57.5  |
| 毛利率   | 36.4% | 38.0% | 38.0% | 38.0% |
| 无功补偿类 |       |       |       |       |
| 营收    | 25.4  | 30.0  | 33.9  | 38.3  |
| YOY   | -     | 15.0% | 13.0% | 13.0% |
| 成本    | 16.5  | 19.5  | 22.0  | 24.9  |
| 毛利    | 8.9   | 10.5  | 11.9  | 13.4  |
| 毛利率   | 35.1% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 工程总包  |       |       |       |       |
| 营收    | 23.3  | 26.1  | 31.3  | 37.6  |
| YOY   | -     | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 成本    | 20.6  | 23.0  | 27.6  | 33.1  |
| 毛利    | 2.8   | 3.1   | 3.8   | 4.5   |
| 毛利率   | 11.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 其他    |       |       |       |       |
| 营收    | 31.0  | 31.0  | 35.0  | 40.0  |
| 毛利率   | 15.5% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |

资料来源：Wind，山西证券研究所

我们预计公司 2026 年-2028 年营业收入分别为 284.9 亿元、374.5 亿元、496.6 亿元，分别同比增长 32.3%、31.4%、32.6%；预计公司 2026 年-2028 年公司归母净利润分别为 40.0 亿元、58.7 亿元、82.7 亿元，对应 6 月 12 日收盘价 173.3 元，相当于 2026 年动态市盈率 PE 为 34 倍，维持“买入-A”评级。

表 8：可比公司估值

| 代码        | 名称   | 股价    | 总市值     | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       |         | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 600312.SH | 平高电气 | 18.5  | 250.9   | 0.8   | 1.0   | 1.3   | 1.5   | 22    | 18    | 15    | 13    |
| 002922.SZ | 伊戈尔  | 34.1  | 144.2   | 0.5   | 1.1   | 1.7   | 2.6   | 68    | 30    | 20    | 13    |
| 601179.SH | 中国西电 | 13.5  | 690.5   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 54    | 45    | 36    | 31    |
| 300693.SZ | 盛弘股份 | 45.5  | 142.3   | 1.5   | 1.9   | 2.4   | 2.9   | 30    | 24    | 19    | 16    |
| 可比公司平均    |      |       |         |       |       |       |       | 48    | 31    | 23    | 19    |
| 002028.SZ | 思源电气 | 173.3 | 1,356.0 | 4.0   | 5.1   | 7.5   | 10.6  | 43    | 34    | 23    | 16    |

资料来源：Wind，山西证券研究所，注：使用 26 年 6 月 12 日收盘价，未覆盖公司估值为 wind 一致预期



## 6. 风险提示

包含但不限于以下风险：

**政策性风险：**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：**受到供求关系和货币等因素影响，若大宗原材料价格、半导体器件价格、国际物流费用等波动剧烈，公司部分产品成本将承受较大压力。

**汇率波动风险：**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。在汇率行情变动较大的情况下，银行远期结售汇汇率报价可能偏离公司实际收付时的汇率，造成汇兑损失。

**海外子公司管理风险：**公司在 20 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。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度      | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产      | 18911 | 24107 | 31341 | 40530 | 54502 |
| 现金        | 4028  | 4930  | 7784  | 11001 | 16763 |
| 应收票据及应收账款 | 6604  | 9346  | 11753 | 15978 | 20796 |
| 预付账款      | 534   | 882   | 992   | 1471  | 1795  |
| 存货        | 3477  | 4079  | 5736  | 6971  | 9747  |
| 其他流动资产    | 4268  | 4870  | 5076  | 5109  | 5402  |
| 非流动资产     | 4563  | 5733  | 6504  | 7511  | 8904  |
| 长期投资      | 3     | 20    | 39    | 58    | 78    |
| 固定资产      | 2368  | 2904  | 3602  | 4532  | 5820  |
| 无形资产      | 572   | 559   | 591   | 625   | 649   |
| 其他非流动资产   | 1620  | 2250  | 2273  | 2296  | 2357  |
| 资产总计      | 23474 | 29840 | 37845 | 48041 | 63407 |
| 流动负债      | 10618 | 13803 | 17682 | 22078 | 29173 |
| 短期借款      | 149   | 360   | 360   | 360   | 360   |
| 应付票据及应付账款 | 6485  | 8153  | 10861 | 13756 | 18633 |
| 其他流动负债    | 3985  | 5290  | 6460  | 7963  | 10179 |
| 非流动负债     | 200   | 236   | 227   | 219   | 213   |
| 长期借款      | 28    | 60    | 51    | 44    | 38    |
| 其他非流动负债   | 172   | 175   | 175   | 175   | 175   |
| 负债合计      | 10818 | 14039 | 17909 | 22298 | 29386 |
| 少数股东权益    | 276   | 308   | 446   | 619   | 859   |
| 股本        | 778   | 782   | 782   | 782   | 782   |
| 资本公积      | 408   | 748   | 748   | 748   | 748   |
| 留存收益      | 11206 | 13967 | 17482 | 22617 | 29852 |
| 归属母公司股东权益 | 12380 | 15493 | 19491 | 25124 | 33162 |
| 负债和股东权益   | 23474 | 29840 | 37845 | 48041 | 63407 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度          | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流       | 2462  | 2234  |       | 4713  | 7629  |
| 净利润           | 2085  | 3260  | 4136  | 6041  | 8512  |
| 折旧摊销          | 239   | 299   | 318   | 414   | 542   |
| 财务费用          | -7    | -8    | 83    | -108  | -243  |
| 投资损失          | -47   | -56   | -32   | -39   | -44   |
| 营运资金变动        | -92   | -1454 | -495  | -1576 | -1119 |
| 其他经营现金流       | 285   | 193   | -7    | -18   | -19   |
| 投资活动现金流       | -1705 | -1241 | -1049 | -1363 | -1873 |
| 筹资活动现金流       | -199  | -28   | -99   | -133  | 5     |
| 每股指标 (元)      |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 2.62  | 4.03  | 5.11  | 7.50  | 10.57 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.15  | 2.86  | 5.11  | 6.02  | 9.75  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 15.82 | 19.80 | 24.91 | 32.11 | 42.38 |

利润表(百万元)

| 会计年度     | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 15458 | 21539 | 28493 | 37449 | 49661 |
| 营业成本     | 10628 | 14910 | 19368 | 25074 | 32991 |
| 营业税金及附加  | 99    | 124   | 180   | 232   | 306   |
| 营业费用     | 768   | 1028  | 1368  | 1798  | 2384  |
| 管理费用     | 449   | 581   | 655   | 861   | 1142  |
| 研发费用     | 1110  | 1300  | 1966  | 2547  | 3228  |
| 财务费用     | -7    | -8    | 83    | -108  | -243  |
| 资产减值损失   | -274  | -236  | -206  | -232  | -237  |
| 公允价值变动收益 | 29    | 23    | 7     | 18    | 19    |
| 投资净收益    | 47    | 56    | 32    | 39    | 44    |
| 营业利润     | 2432  | 3729  | 4707  | 6872  | 9679  |
| 营业外收入    | 9     | 8     | 7     | 7     | 8     |
| 营业外支出    | 11    | 19    | 14    | 14    | 14    |
| 利润总额     | 2431  | 3719  | 4700  | 6865  | 9673  |
| 所得税      | 346   | 459   | 564   | 824   | 1161  |
| 税后利润     | 2085  | 3260  | 4136  | 6041  | 8512  |
| 少数股东损益   | 36    | 110   | 138   | 173   | 240   |
| 归属母公司净利润 | 2049  | 3150  | 3998  | 5868  | 8272  |
| EBITDA   | 2559  | 3896  | 4850  | 7020  | 9821  |

主要财务比率

| 会计年度         | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力         |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 24.1  | 39.3  | 32.3  | 31.4  | 32.6  |
| 营业利润(%)      | 36.8  | 53.3  | 26.2  | 46.0  | 40.9  |
| 归属于母公司净利润(%) | 31.4  | 53.7  | 26.9  | 46.8  | 41.0  |
| 获利能力         |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 31.2  | 30.8  | 32.0  | 33.0  | 33.6  |
| 净利率(%)       | 13.3  | 14.6  | 14.0  | 15.7  | 16.7  |
| ROE(%)       | 16.5  | 20.6  | 20.7  | 23.5  | 25.0  |
| ROIC(%)      | 15.8  | 19.7  | 19.9  | 22.7  | 24.2  |
| 偿债能力         |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 46.1  | 47.0  | 47.3  | 46.4  | 46.3  |
| 流动比率         | 1.8   | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.9   |
| 速动比率         | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.4   |
| 营运能力         |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 应收账款周转率      | 2.6   | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.7   |
| 应付账款周转率      | 1.9   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 2.0   |
| 估值比率         |       |       |       |       |       |
| P/E          | 66.2  | 43.0  | 33.9  | 23.1  | 16.4  |
| P/B          | 11.0  | 8.8   | 7.0   | 5.4   | 4.1   |
| EV/EBITDA    | 50.6  | 33.0  | 26.0  | 17.5  | 12.0  |

资料来源：常闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
 电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
 华润金融大厦 23 楼

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

