仅供内部参考，请勿外传

思源电气(002028)

报告日期：2026 年 09 月 08 日

一次主设备竞争力凸显，国内海外业务齐头并进，经营韧性强劲

——思源电气深度报告

投资要点

公司深耕输配电三十年，订单连年超额完成、兑现度高，业绩持续跑赢行业。国内电网投资中枢上移，公司一次主设备开关、变压器盈利能力强、增速快，2025 年 ROE 达 22.63%（同比+4.58pct）；海外电网 AI 和新能源发展，带来增量需求，订单与收入占比逐年攀升；控股烯晶碳能切入超级电容，已进入 AI 数据中心批量应用阶段。

- **基本面：订单连年超额完成，兑现度行业领先**
  2025 年新增订单 288.91 亿元、同比+34.64%，营收 215.39 亿元、同比+39.34%，分别完成目标的 108%/116%；归母净利润 31.50 亿元、同比+53.74%。2026H1 营收 107.95 亿元、归母净利润 14.64 亿元，同比+27.05%/+13.23%。2026 年经营目标新增订单 375 亿元（+30%）、营收 270 亿元（+25%），兑现概率高。2022-2025 年公司 ROE 从 13.9%上升到 22.6%，2026 上半年 ROE 为 9.0%。
- **海外业务：业务布局广泛、盈利能力强，订单与收入占比持续提升**
  海外布局超十五年，通过多国资质认证、出口遍布 100 多个国家，成为增长最快的引擎。2025 年海外营收 58.03 亿元（+85.8%），占比 26.94%，毛利率 35.24%；2026H1 营收 31.83 亿元，占比升至 29.49%，毛利率 33.39%。2023 年以来海外毛利率长期稳定在 35%左右，显著高于国内。美国第 14420 号行政令对公司短期财务冲击有限，对美业务在公司整体业务中占比低。
- **行业利好与产品优势：GIS 超高压领先，变压器业务增长迅猛，盈利能力强**
  “十五五”新型电网投资预计超 5 万亿元，主网投资稳增。开关类（GIS）为公司基本盘，2025 年收入 89.35 亿元（+29.3%），2026H1 毛利率 39.06%（同比+3.67pct），产品电压等级达 1000kV，位居行业第一梯队。变压器业务 2025 年收入 46.33 亿元（+38.4%），毛利率 36.39%（同比+4.10pct），已具备 750kV 及以下能力。2025 年变压器出口 646 亿元（+36%），均价提升约 37%，行业量价齐升。
- **超级电容：切入 AI 数据中心供电体系，从试点迈向批量**
  AI 算力负载毫秒级波动重塑供电架构，超容从可选备电升级为核心环节。英伟达将 BBU 列为 GB200/GB300 标配，全球 BBU 备电市场有望从 2025 年约 35 亿元增至 2030 年约 350 亿元（CAGR58.5%）。公司控股烯晶碳能（70.42%），掌握干法电极工艺，数据中心超容已从试点转入批量应用。
- **盈利预测与估值**
  近 5 年公司股价与 ROE 呈现向上共振，国内外电网投资与公司订单和收入挂钩。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 282.55/369.44/478.48 亿元，同比增速为 31.2%/30.8%/29.5%；归母净利润分别为 41.03/54.54/71.69 亿元，同比增速为 30.2%/32.9%/31.4%，EPS 为 5.24/6.97/9.16 元/股，对应 PE 为 27/20/15 倍。
- **风险提示：**电网投资不及预期风险；海外拓展不及预期与海外政策风险；原材料价格上涨风险；行业竞争加剧风险；汇率波动及汇兑损失风险。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	21539	28255	36944	47848
(+/-) (%)	39.3%	31.2%	30.8%	29.5%
归母净利润	3150	4103	5454	7169
(+/-) (%)	53.7%	30.2%	32.9%	31.4%
每股收益(元)	4.03	5.24	6.97	9.16
P/E	35	27	20	15

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：刘巍
执业证书号：S1230524040001
liuwei03@stocke.com.cn

分析师：施文燊
执业证书号：S1230526040005
shiwenshen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 139.45
总市值(百万元)	109,129.84
总股本(百万股)	782.57

股票走势图



相关报告

1 《海外收入高速增长，有望长期受益于全球电网高景气》 2026.05.11
2 《巩固提升网内市场份额，积极拓展网外及海外高端市场》 2025.05.23
3 《海外量利齐升，盈利能力上台阶》 2024.10.26

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 深耕输配电主业三十载，一二次设备全覆盖的民营龙头 4
1.1 深耕行业三十年，前瞻布局全球化 4
1.2 股权架构简明稳定，核心管理团队具备技术背景 4
1.3 六大核心业务线协同发展，产品门类和电压等级持续扩展 5
1.4 业绩稳健穿越行业周期，盈利水平屡攀新高 7
2 历史复盘：近 5 年股价走势与 ROE 呈现向上共振，国内外电网投资强劲增长拉动订单和收入增速上新台阶 10
3 主业景气：国内电网投资中枢上移，海外市场需求旺盛 13
3.1 政策面：电网建设进入新一轮增长周期，主网投资力度加大 13
3.2 开关类 GIS：网内招标持续放量，公司超高压等级领先 13
3.3 变压器类：海外供需错配推动出口高增，美行政令短期影响有限 14
4 海外业务：全球电网投资上行，海外业务步入快车道 15
4.1 海外电网老化叠加新能源并网，设备更新需求持续释放 15
4.2 产品认证与渠道网络逐步完善，海外订单充裕、盈利水平较高 16
5 超级电容：切入 AI 数据中心供电体系，从试点迈向批量应用 18
6 盈利预测与估值 19
7 风险提示 21

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司 1993 年创立于上海交大，产品矩阵持续扩容、海外布局行业领先 4
图 2：公司股权结构清晰，实控人及第一大股东董增平为创始人 5
图 3：公司深耕新能源产业链中游输变电及控制设备，并向上下游延伸布局 6
图 4：公司核心产品 GIS、变压器等电压等级持续向上突破 6
图 5：2016-2026H1 公司营业收入（亿元）及同比增速 7
图 6：2016-2026H1 公司归母净利润（亿元）及同比增速 7
图 7：2016-2026H1 公司销售毛利率与归母净利率保持高水平 10
图 8：2016-2026H1 公司期间费用率稳定在低位 10
图 9：2016-2026H1 年公司固定资产实现快速扩张（亿元） 10
图 10：2016-2026H1 公司资本开支快速爬升后有所回落（亿元） 10
图 11：2006-2026H1 公司年末收盘价（元/股）与加权净资产收益率（ROE）走势 11
图 12：2021 年至今公司年末收盘价与市盈率（PE）走势 12
图 13：2010-2026 年 6 月我国电网基本建设投资完成额（亿元）及同比增速 13
图 14：风光发电需经多级升压并网，变压器用量数倍于传统发电机组 14
图 15：2022 年以来我国变压器出口进入高速增长通道（亿美元） 14
图 16：发达经济体超 50%电网设备运行超 20 年，老化设备更新需求迫切 16
图 17：公司海外收入持续增长、占比逐年攀升 16
图 18：超级电容、金属离子混合电容、电池、燃料电池的能量密度-功率密度对数坐标图 18
图 19：储能系统性能对比表（含响应时间/循环/能量密度） 18

表 1：2024-2026H1 公司分产品营收/增长率/毛利率情况 6
表 2：2018-2026 年公司国内及海外订单、营业收入、归母净利润详细情况表 8
表 3：公司历年经营目标完成度复盘：多数年份超额完成 8
表 4：主要子公司经营表现：思源高压盈利能力持续增强，思源东芝变压器业务快速起量（百万元） 9
表 5：2011-2025 年公司平均 ROE 和股价复合收益率 11
表 6：2021Q1-2026Q2 公司各季度营业收入、归母净利润、扣非归母净利润及相关关键比率 12
表 7：海外业务收入与毛利率走势（2019-2026H1） 17
表 8：公司在巴西、墨西哥、俄罗斯、英国、荷兰等多国中标或取得资质认证 17
表 9：思源电气盈利预测（百万元） 20
表 10：思源电气可比公司估值 21
表附录：三大报表预测值 22

仅供内部参考，请勿外传

1 深耕输配电主业三十载，一二次设备全覆盖的民营龙头

1.1 深耕行业三十年，前瞻布局全球化

公司为一二次设备全覆盖的民营电力设备头部企业。思源电气 1993 年成立于上海交通大学，2004 年在深交所上市（002028.SZ），深耕电力设备三十年，已发展为覆盖开关设备、变压器、保护及自动化、电力电子、储能系统及元件、工程总承包（EPC）六大核心业务线的解决方案提供商。2009 年，公司开启海外设备出口和 EPC 总包业务；2018 年，收购东芝变压器、全面吸收技术；2023 年，控股烯晶碳能，布局汽车电子领域；2024 年，中广核莱州土山混合储能工程等项目顺利交付投运，并启动 GIS 生产基地建设；2025 年，中标南网±800kV 柔直换流变阀侧套管并将应用于藏粤工程，220kV 保护首次中标南网集采；2026 年如高高压产能扩充及变压器扩产项目，思源东芝持股比例由 90%调整为 70%。

目前，公司客户涵盖国家电网、南方电网、五大发电集团及海外客户，产品覆盖 1000kV 及以下 GIS/GIL、750kV 及以下变压器及电抗器、1000kV 及以下变电站继电保护与监控系统等，并布局储能系统及元件、构网型产品（SSC、构网型 SVG、构网型储能系统）、柔性直流、超级电容及汽车电子电器等业务。

图1：公司 1993 年创立于上海交大，产品矩阵持续扩容、海外布局行业领先



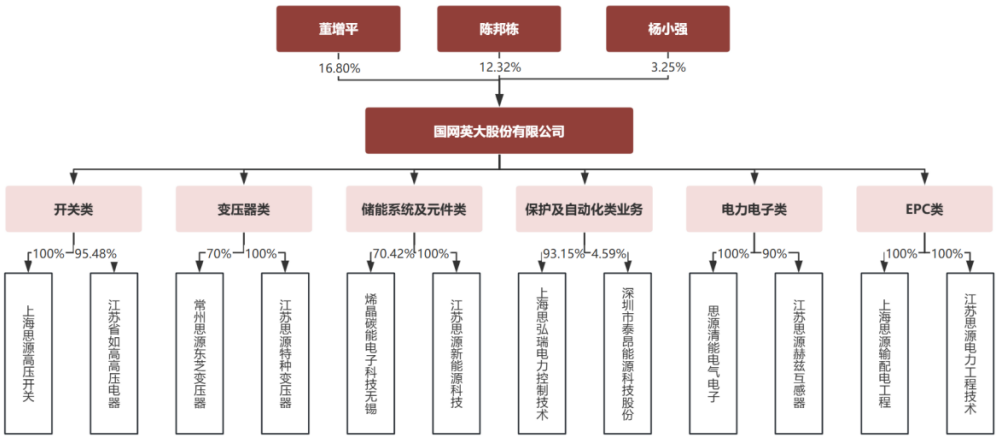
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 股权架构简明稳定，核心管理团队具备技术背景

公司股权架构简明稳定，各业务板块由对应子公司分工运营。截至 2026 中报，创始人董增平先生持股比例 16.80%，为公司第一大股东、实际控制人；第二大股东陈邦栋持股 12.32%，也是公司创始人之一。公司通过设立和收购控制了多个负责不同业务板块的子公司，目前已形成开关设备、变压器、保护及自动化、电力电子、储能系统及元件、工程总承包（EPC）六大核心业务线，同时发展汽车电子、半导体等新业务板块。

仅供内部参考，请勿外传

图2：公司股权结构清晰，实控人及第一大股东董增平为创始人



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.3 六大核心业务线协同发展，产品门类和电压等级持续扩展

公司立足新能源产业链中游核心环节，持续向上下游两端延展。公司核心优势为输配电及控制设备领域，并布局上游半导体和下游清洁能源、汽车电子、超级电容等领域。中游设备方面，一次设备领域公司产品线布局完全，二次设备有望受新能源行业驱动不断完善。

开关类产品：以组合电器 GIS 为核心的公司第一大业务，2025 年收入 89.35 亿元、占比超四成。该类产品主要包括组合电器 GIS（1000kV 及以下，含 GIL）、SF6 断路器和隔离开关（800kV 及以下）及少量中压开关产品，客户主要为国家电网、南方电网、网外新能源及工业客户以及海外客户。2023-2025 年开关类收入 CAGR 约 26.5%；2025 年收入同比增长 29.30%，毛利率 36.88%；2026H1 收入 43.30 亿元（+22.46%），占公司营收 40.12%，毛利率达 39.06%（同比+3.67pct），盈利水平稳步走高。

变压器类产品：吸收东芝技术、收入提升迅猛，2023-2025 年收入 CAGR 约 29.9%。该类产品主要包括变压器（750kV 及以下）、电抗器（750kV 及以下）、电流/电压互感器等，客户主要为国家电网、南方电网、网外新能源及工业客户以及海外客户；2018 年公司与东芝合资成立思源东芝变压器有限公司，常州变压器生产基地已建成投产。2025 年收入 46.33 亿元（+38.38%），毛利率 36.39%（同比+4.10pct）；2026H1 收入 22.61 亿元（+12.46%），占公司营收 20.94%，毛利率 36.36%。

储能系统及元件：2025 年收入翻倍以上增长，进入批量应用阶段。该业务包括储能系统集成、超级电容及元件等，超级电容在新型电力系统、数据中心等场景由试点转入批量应用。2025 年收入 15.31 亿元（+120.52%），毛利率 11.71%；2026H1 收入 13.91 亿元（+231.25%），占公司营收 12.89%，毛利率 10.50%；另有少量租赁业务。

保护及自动化类产品：网内变电站自动化主要供应商之一，经营保持稳健。该类产品涵盖变电站自动化（继电保护及变电站监控）、配电自动化与测试类产品等，旗下思弘瑞为国网、南网变电站自动化系统的主要供应商之一。2025 年收入 25.42 亿元（+4.02%），毛利率 35.11%；2026H1 收入 11.45 亿元（+15.80%），毛利率 34.83%。

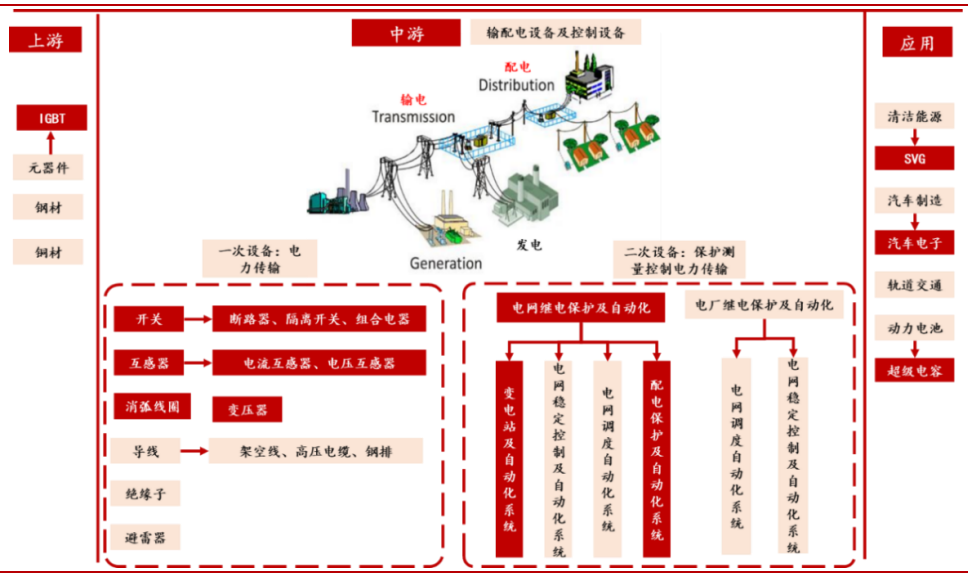
电力电子类产品：以 SVG、电容器为核心，需求受新能源并网驱动，2026H1 短期承压。该类产品主要包括动态无功补偿成套设备 SVG、电容器（1000kV 及以下）等，面向国内网

仅供内部参考，请勿外传

内外客户，受益于新能源装机增长、发电变电站配套需求持续释放。2025 年收入 15.25 亿元（+49.49%），毛利率 18.88%；2026H1 收入 5.40 亿元（-25.03%），毛利率 19.18%。

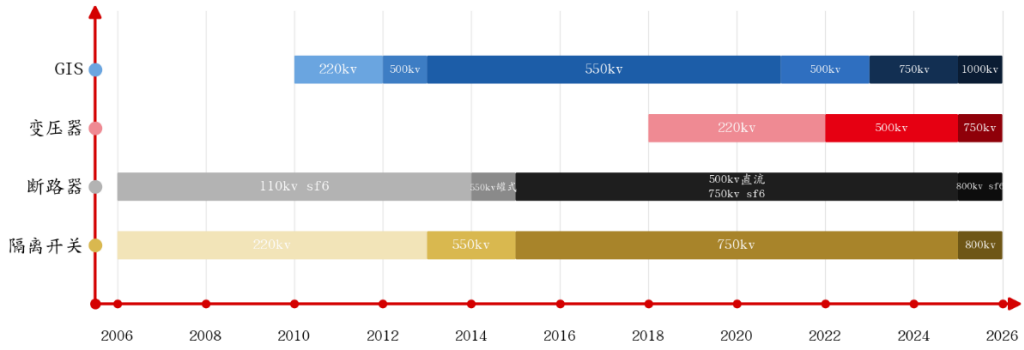
EPC 类：以海外输变电工程为主，2025 年收入增长 130.9%、步入增长快车道。EPC 主要包括工程设计、设备采购、监造、运输、施工、安装调试等工作，项目周期较长（1-3 年）。2025 年收入 23.32 亿元（+130.90%），毛利率 11.84%；2026H1 收入 11.17 亿元（+38.42%），毛利率 10.88%。

图3： 公司深耕新能源产业链中游输变电及控制设备，并向上下游延伸布局



资料来源：公司公告，公司官网，陆芯电子官网，浙商证券研究所

图4： 公司核心产品 GIS、变压器等电压等级持续向上突破



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表1： 2024-2026H1 公司分产品营收/增长率/毛利率情况

分产品	指标	2024	2025H1	2025	2026H1
开关类业务	收入（亿元）	69.1	35.36	89.35	43.3
	YOY	—	—	29.30%	22.46%
	毛利率	38.82%	35.39%	36.88%	39.06%
	业务收入占比	44.71%	41.62%	41.49%	40.12%
变压器类业务	收入（亿元）	33.48	20.1	46.33	22.61
	YOY	—	—	38.38%	12.46%

仅供内部参考，请勿外传

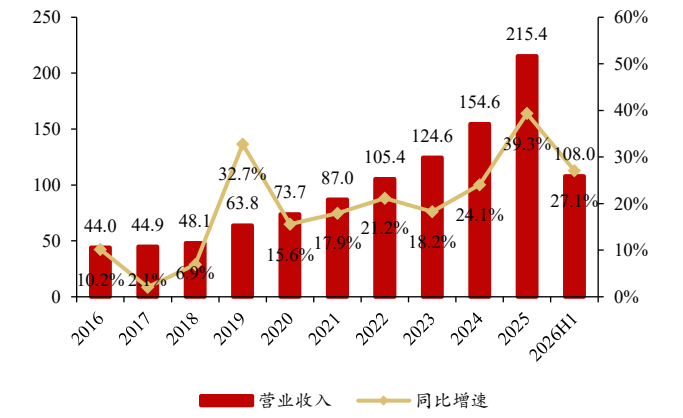
	毛利率	32.29%	35.42%	36.39%	36.36%
	业务收入占比	21.66%	23.66%	21.51%	20.94%
保护及自动化类业务	收入（亿元）	24.44	9.89	25.42	11.45
	YOY	—	—	4.02%	15.80%
	毛利率	32.65%	36.14%	35.11%	34.83%
	业务收入占比	15.81%	11.63%	11.80%	10.60%
电力电子类业务	收入（亿元）	10.2	7.2	15.25	5.4
	YOY	—	—	49.49%	-25.03%
	毛利率	18.75%	33.62%	18.88%	19.18%
	业务收入占比	6.60%	8.47%	7.08%	5.00%
EPC 类业务	收入（亿元）	10.1	8.07	23.32	11.17
	YOY	—	—	130.90%	38.42%
	毛利率	11.95%	12.70%	11.84%	10.88%
	业务收入占比	6.53%	9.50%	10.83%	10.35%
储能系统及元件类业务	收入（亿元）	6.94	4.2	15.31	13.91
	YOY	—	—	120.52%	231.25%
	毛利率	2.53%	6.28%	11.71%	10.50%
	业务收入占比	4.49%	4.94%	7.11%	12.89%
租赁业务	收入（亿元）	0.31	0.15	0.39	0.11
	YOY	—	—	28.76%	-26.25%
	毛利率	41.23%	31.32%	28.90%	41.74%
	业务收入占比	0.20%	0.18%	0.18%	0.10%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 业绩稳健穿越行业周期，盈利水平屡攀新高

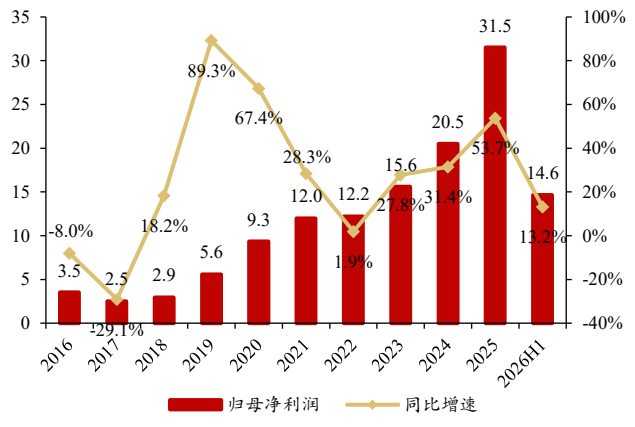
业绩长年稳健上行，成长速度持续跑赢行业。公司通过拓展产品品类、提升细分市场份额，实现持续扩张、穿越周期持续成长。2025 年公司实现营业收入 215.39 亿元，同比增长 39.3%；实现归母净利润 31.50 亿元，同比增长 53.7%。2026H1 实现营业收入 107.95 亿元（+27.05%）、归母净利润 14.64 亿元（+13.23%），延续高质量增长态势。

图5：2016-2026H1 公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：2016-2026H1 公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表2：2018-2026 年公司国内及海外订单、营业收入、归母净利润详细情况表

收入分析	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 目标
实际新签订单（未税）（亿元）	74.79	81.21	84.60	103.69	121.22	165.13	214.58	288.91	375
增长率（%）	21.6%	22.2%	4.2%	22.6%	16.9%	36.2%	30.0%	34.64%	30.0%
国内订单（未税）（亿元）	60.57	65.21	69.60	81.19	91.32	125.03	—	—	—
海外订单（未税）（亿元）	14.22	16.00	15.00	22.50	29.90	40.10	—	—	—
营业收入（亿元）	48.07	63.80	73.73	86.95	105.37	124.60	154.58	215.39	270
增长率（%）	6.9%	32.7%	15.6%	17.9%	21.2%	18.2%	24.1%	39.34%	25%
国内收入（亿元）	39.67	50.20	61.72	73.22	86.72	103.02	123.36	157.36	—
增长率（%）	2%	27%	23%	19%	18%	19%	19.7%	27.57%	—
国内占比	83%	79%	84%	84%	82%	83%	79.8%	73.06%	—
海外收入（亿元）	8.40	13.60	12.01	13.72	18.65	21.58	31.22	58.03	—
增长率（%）	36%	62%	-12%	14%	36%	16%	44.7%	85.84%	—
海外占比	17%	21%	16%	16%	18%	17%	20.2%	26.94%	—
归母净利润（亿元）	2.95	5.58	9.33	11.98	12.20	15.59	20.49	31.50	—
增长率（%）	18.2%	89.2%	67.3%	28.4%	1.8%	27.8%	31.4%	53.74%	—
归母净利润率	6.1%	8.7%	12.7%	13.8%	11.6%	12.5%	13.3%	14.6%	—

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

订单持续高增，经营目标连年超额完成。2025 年公司新增订单 288.91 亿元（不含税），同比增长 34.64%；实现营业总收入 215.39 亿元，同比增长 39.34%，分别完成当年目标（268 亿/185 亿）的 108%/116%，均超额完成。公司订单-营收转化率较高，在 70%-90%附近波动。2026 年公司经营目标为新增订单 375 亿元（+30%）、营业收入 270 亿元（+25%）。

表3：公司历年经营目标完成度复盘：多数年份超额完成

亿元	订单目标	实际订单	同比增速	完成比例	目标营收	实际营收	同比增速	完成比例
2019	88	81.2	—	92%	60	63.8	—	106%
2020	90	84.6	4.2%	94%	73	73.7	15.5%	101%
2021	100	103.7	22.6%	104%	85	87.0	18.1%	102%
2022	119	121.2	16.9%	102%	100	105.4	21.1%	105%
2023	158	165.1	36.2%	104%	126	124.6	18.2%	99%
2024	206	214.6	30.0%	104%	150	154.6	24.1%	103%
2025	268	288.9	34.6%	108%	185	215.4	39.3%	116%
2026	375	—	—	—	270	—	—	—

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

主要子公司经营情况分析：

思源高压：GIS 核心主体，全资子公司，2007 年成立，主要产品为 1000kV 及以下 GIS 和 GIL。2025 年实现营业收入 61.04 亿元、净利润 12.63 亿元，分别同比增长 20.38%、37.21%；2026 年上半年实现营业收入 30.88 亿元、净利润 6.94 亿元，分别同比增长 28.70%、44.28%。

仅供内部参考，请勿外传

如高高压：主营 800kV 及以下高压断路器、高压隔离开关。2025 年实现营业收入 27.39 亿元、净利润 5.74 亿元，分别同比增长 23.56%、45.00%；2026 年上半年实现营业收入 12.65 亿元、净利润 2.67 亿元，分别同比增长 10.91%、12.08%。

赫兹互感器：主营 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。2026 年上半年实现营业收入 7.89 亿元、净利润 1.97 亿元，分别同比增长 11.51%、42.55%。

表4：主要子公司经营表现：思源高压盈利能力持续增强，思源东芝变压器业务快速起量（百万元）

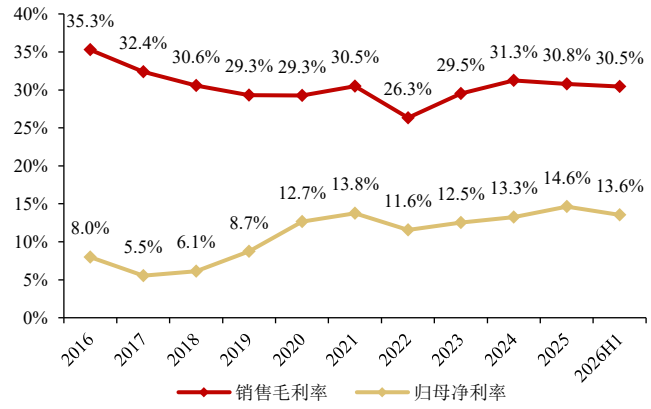
业务板块	子公司	业务	年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
开关类（一次设备）	如高高压	隔离开关、断路器、AIS 敞开式	收入	1,084.43	1,087.6	1,241.0	1,384.1	1,621.8	1,878.1	2,216.9	2,739.2	1,265.1
			增长率	1.8%	0.3%	14.1%	11.5%	17.2%	15.8%	18.0%	23.6%	10.9%
			净利润	89.17	125.5	192.0	244.2	222.9	320.9	395.7	573.7	266.7
			净利率	8.22%	11.54%	15.47%	17.64%	13.74%	17.09%	17.85%	20.95%	21.08%
	思源高压	750kV 及以下 GIS	年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
			收入	1,190.76	1,800.6	2,319.0	2,981.2	4,056.1	4,189.1	5,070.9	6,104.4	3,087.5
			增长率	-9.0%	51.2%	28.8%	28.6%	36.1%	3.3%	21.0%	20.4%	28.7%
			净利润	24.23	125.8	274.0	439.9	381.8	663.3	920.7	1,263.3	694.1
			净利率	2.04%	6.99%	11.82%	14.76%	9.41%	15.83%	18.16%	20.69%	22.48%
变压器类（一次设备）	思源赫兹互感器	互感器	年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
			收入	458.55	533.5	673.0	753.8	892.0	1,000	1,267	—	789.2
			增长率	5.2%	16.3%	26.2%	12.0%	18.3%	12.1%	26.6%	—	11.5%
			净利润	45.12	75.8	129.0	162.4	144.1	152.5	228.4	—	196.9
			净利率	9.84%	14.20%	19.17%	21.54%	16.15%	15.24%	18.03%	—	24.95%
	思源东芝变压器	变压器	年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
			收入	53.84	125.8	217.1	427.9	610.9	—	—	—	—
			增长率	—	133.7%	72.5%	97.1%	42.8%	—	—	—	—
			净利润	-22.69	2.0	1.4	20.7	15.3	—	—	—	—
			净利率	-42.14%	1.58%	0.62%	4.84%	2.51%	—	—	—	—

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

行业投资中枢上移叠加产品结构升级，公司保持高盈利能力。2018 年之后公司改革初见成效，归母净利率率先反弹，2023 年之后行业层面设备招标价格回升，公司毛利率上行；近年来随公司产品结构升级、盈利能力持续提升。2025 年，公司毛利率、归母净利率分别为 30.77%/14.63%；2026H1 分别为 30.46%/13.56%。公司费用率稳定在低位。

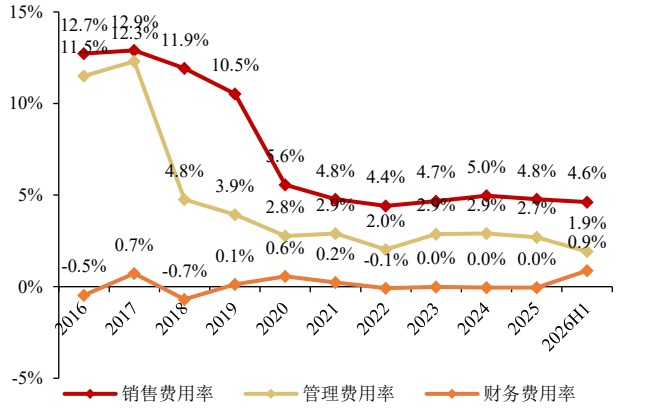
仅供内部参考，请勿外传

图7：2016-2026H1 公司销售毛利率与归母净利率保持高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

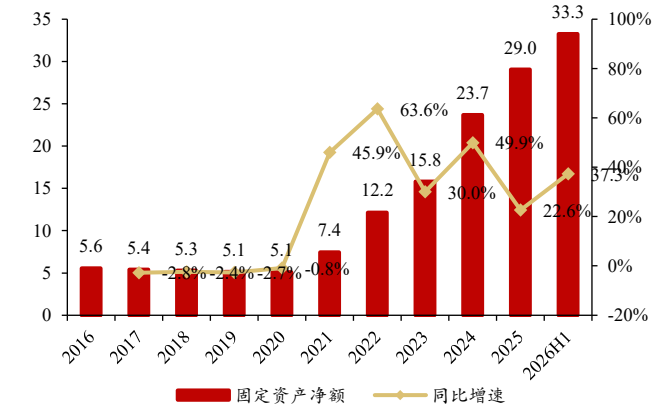
图8：2016-2026H1 公司期间费用率稳定在低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

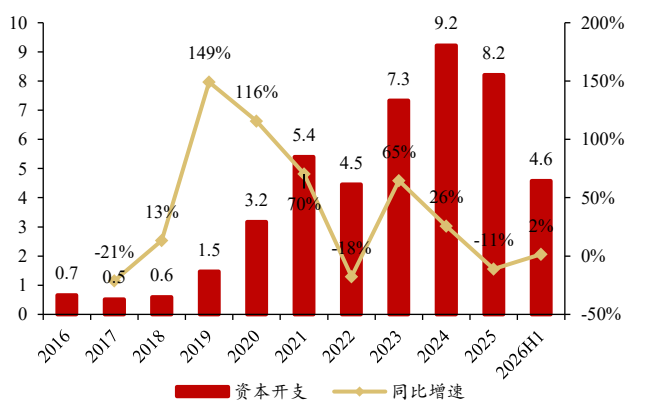
前瞻扩产匹配下游旺盛需求，资本开支 2024 年达到顶点后有所回落。2021 年，江苏思源高压开关建成并于 2022 年产能释放；2022 年下半年，江苏如皋的干式套管厂房建成投产，Q4 江苏常州变压器生产基地建成投产；截至 2025 年末公司固定资产达 29.04 亿元、2026H1 末达 33.26 亿元。公司不断进行流程优化、推动效率提升，人均产值保持持续上升势头。

图9：2016-2026H1 年公司固定资产实现快速扩张（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：2016-2026H1 公司资本开支快速爬升后有所回落（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 历史复盘：近 5 年股价走势与 ROE 呈现向上共振，国内外电网投资强劲增长拉动订单和收入增速上新台阶

公司股价长期与 ROE 同向共振。复盘公司上市以来的表现，可以清晰划分为三个阶段：

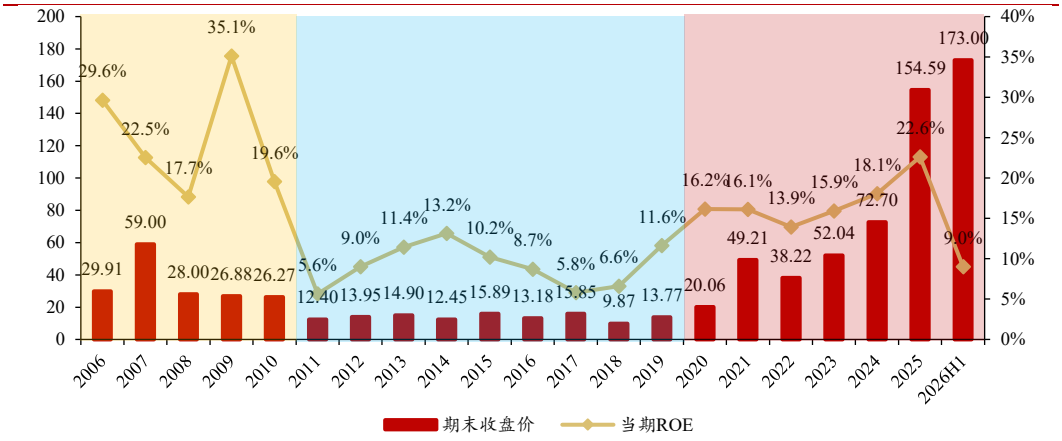
1）2010 年以前，国内 GDP 增速快，电网投资行业增长快，公司充分享受行业发展红利，ROE 维持在 15%以上的高位区间；

2）2011-2019 年，国网招标价格竞争激烈，盈利能力承压，九年平均 ROE 仅 9.13%，股价年复合收益率为-6.93%；

仅供内部参考，请勿外传

3）2020-2025 年，新能源的崛起带来国内外电网投资加快，叠加电网招标环境改善、行业毛利率系统性回升，同时公司内部经营效率持续提升，ROE 从 2019 年的 11.6%持续攀升至 2025 年的 22.6%，收盘价从 2019 年末的 13.77 元/股上涨至 2025 年末的 154.59 元/股。2020-2025 年平均 ROE 达 17.13%，股价年复合收益率达 49.64%。

图11：2006-2026H1 公司年末收盘价（元/股）与加权净资产收益率（ROE）走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表5：2011-2025 年公司平均 ROE 和股价复合收益率

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ROE	5.64%	9.02%	11.43%	13.15%	10.20%	8.70%	5.82%	6.61%	11.62%	16.15%	16.10%	13.92%	15.90%	18.05%	22.63%
时间窗口	2011-2019									2020-2025					
平均 ROE	**9.13%**									**17.13%**					
股价年复合收益率	**-6.93%**									**49.64%**					

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2021 年（市值从年初最低 144 升到年末最高 440 亿元）：2021 年 3 月新型电力系统首次提出，电网投资预期提振；公司 2021 年归母净利润同比+28%，业绩与估值共振推动股价大幅上行。

2021 年末-2022 年 10 月（市值从 440 降至 257 亿元）：公共安全事件影响下，公司上海基地生产发货及收入确认受冲击较大，2022 年前三季度归母净利润同比-12%；同时铜、硅钢等原材料价格上涨压制盈利，叠加宏观环境扰动下市场风险偏好下降，股价持续回落。

2022 年 10 月-2025Q2（市值从 257 缓慢升至上半年末 568 亿元）：新能源消纳与稳增长需求推动电网投资步入新一轮周期；公司产品品类扩张、份额提升、海外持续开拓，国内外业绩增速走高，股价震荡上行。这一阶段的投资观察框架延续至今——行业端关注国内电网投资节奏与海外电网更替需求，公司端关注 GIS、变压器海外需求及毛利率周期位置。

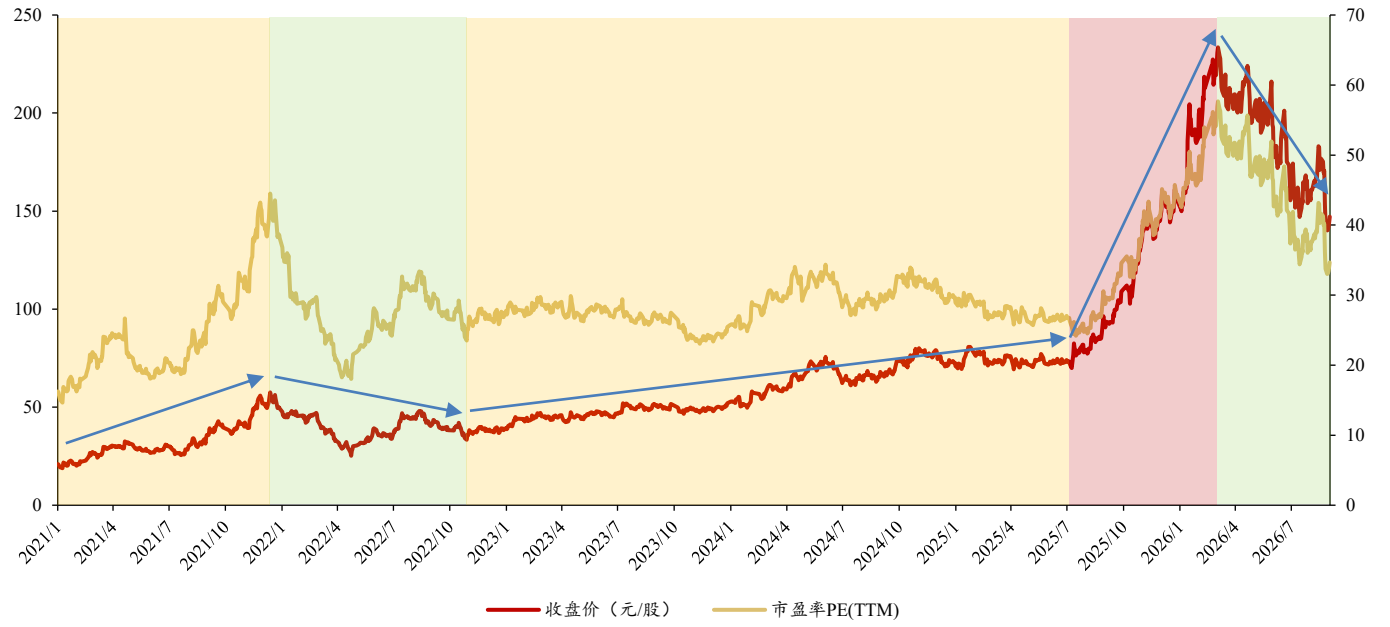
2025Q2-2026Q1（业绩爆发期，市值从 568 快速升至最高 1776 亿元）：公司业绩高速增长，2025 年新增订单 288.91 亿元、同比增长 34.64%，归母净利润同比增长 53.74%，海外收入同比增长 85.84%成为主引擎；同时海外数据中心建设带动变压器等电力设备短缺、量价齐升，公司充分受益，股价加速上行。

仅供内部参考，请勿外传

2026Q2 至今（增速换挡+政策扰动，市值从 1776 降至 1152 亿元）：储能、EPC 等低毛利业务增长较快，海外和变压器等高毛利业务收入确认放缓，业绩增速阶段性承压；公司维持 2026 年收入和订单目标不变，下半年随着高毛利订单确认，增速有望回升。同时美国政策存在不确定性，2026 年 8 月美国出台电力设备进口管制行政令，受到市场关注，尽管公司对美出口占低、直接冲击有限，后续细则与贸易壁垒扩散风险仍需跟踪。

因此，行业端关注国内电网投资建设周期性；关注海外电网设备更替&新能源消纳需求提振等；公司端关注公司电力设备产品品类扩张和电网份额提升情况，关注核心设备 GIS、变压器海外需求情况；关注公司盈利能力变化&毛利净利所处的周期位置。

图12：2021 年至今公司年末收盘价与市盈率（PE）走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表6：2021Q1-2026Q2 公司各季度营业收入、归母净利润、扣非归母净利润及相关关键比率

季度	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业收入（亿元）	**18.1**	**20.3**	**22.8**	**25.7**	**17.4**	**26.1**	**26.6**	**35.4**	**21.7**	**31.3**	**32.8**	**38.8**	**26.6**	**35.1**	**42.4**	**50.5**	**32.3**	**52.7**	**53.3**	**77.1**	**45.7**	**62.3**
同比(%)	109.5	-1.9	6.8	11.6	-4.0	28.5	16.4	37.4	24.9	20.2	23.4	9.7	22.4	12.1	29.4	30.2	21.4	50.2	25.7	52.7	41.6	18.1
环比(%)	-21.4	11.9	12.6	12.7	-32.4	49.8	2.0	33.1	-38.6	44.2	4.7	18.4	-31.5	32.0	20.9	19.1	-36.1	63.3	1.1	44.7	-40.8	36.3
归母净利润（亿元）	**2.8**	**2.9**	**3.2**	**3.1**	**1.5**	**3.2**	**3.1**	**4.3**	**2.2**	**4.8**	**4.5**	**4.1**	**3.6**	**5.2**	**6.0**	**5.6**	**4.5**	**8.5**	**9.0**	**9.6**	**5.5**	**9.1**
同比(%)	218.0	-22.4	-14.1	206.7	-45.7	11.0	-2.1	40.7	43.5	50.2	43.2	-5.5	66.3	8.7	35.0	35.7	22.9	61.5	48.7	71.9	23.2	8.0
环比(%)	178.4	3.1	10.4	-3.3	-50.7	110.9	-2.6	39.0	-49.8	120.7	-7.1	-8.2	-11.6	44.2	15.3	-7.7	-19.9	89.5	6.2	6.7	-42.6	66.2
扣非归母净利润（亿元）	**2.8**	**2.6**	**3.2**	**2.5**	**1.4**	**3.2**	**3.4**	**3.6**	**1.8**	**5.0**	**4.3**	**3.1**	**3.4**	**5.0**	**5.6**	**4.7**	**4.4**	**8.0**	**8.0**	**9.2**	**4.9**	**9.1**
同比(%)	290.9	-25.3	-10.0	269.7	-48.9	21.7	8.5	43.0	28.2	54.8	24.8	-13.7	87.0	0.3	31.3	52.5	28.1	60.0	41.6	93.6	12.8	13.3
环比(%)	309.6	-4.9	20.1	-20.9	-43.4	126.3	7.1	4.2	-49.3	173.4	-13.7	-27.9	9.9	46.6	13.0	-16.2	-7.7	83.1	0.1	14.5	-46.2	83.9
销售毛利率(%)	30.8	31.5	29.5	30.4	24.0	26.7	26.7	26.9	26.2	31.0	31.8	28.2	30.7	32.5	31.0	30.9	30.3	32.6	33.3	28.0	29.0	31.6
销售净利率(%)	16.8	14.9	14.6	12.9	9.2	12.7	12.6	13.0	10.6	15.9	14.1	10.8	13.6	15.3	14.7	11.2	14.4	16.4	17.7	12.8	12.5	15.6
扣非后销售净利率(%)	15.4	13.1	13.9	9.8	8.2	12.4	13.0	10.2	8.4	15.9	13.1	8.0	12.8	14.2	13.3	9.4	13.5	15.2	15.0	11.9	10.8	14.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

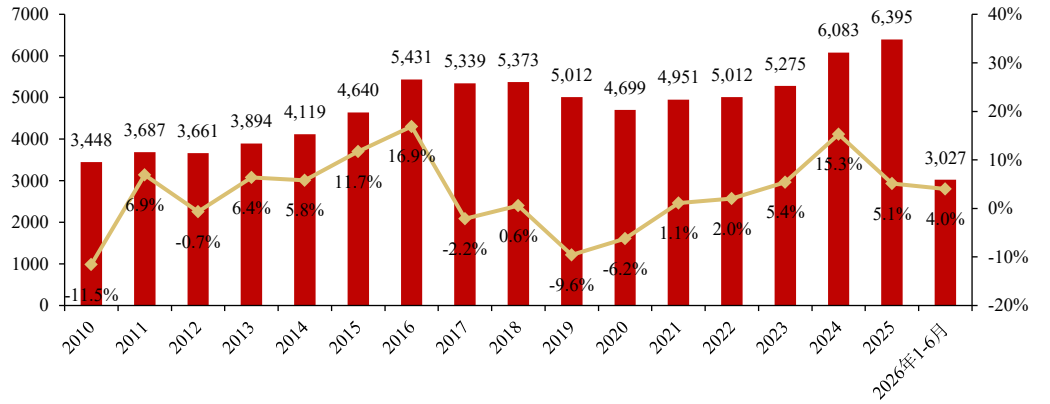
仅供内部参考，请勿外传

3 主业景气：国内电网投资中枢上移，海外市场需求旺盛

3.1 政策面：电网建设进入新一轮增长周期，主网投资力度加大

新能源消纳与稳增长政策双轮驱动，我国电网投资进入新一轮景气周期。2025 年电网投资 6,395 亿元（同比+5.1%），主网提速明显，直流及 750/500 千伏投资增幅亮眼；2026 年上半年投资 3,027 亿元（+4.0%）。“十五五”时期我国新型电网投资预计将超过 5 万亿元，2026 年上半年两网投资均创历史新高。作为输变电设备龙头，公司将持续受益。

图13：2010-2026 年 6 月我国电网基本建设投资完成额（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

国家能源局政策持续出台，主网建设节奏进一步加快。2025 年 10 月《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》强调加强电网主网架建设，加快构建主配微协同的新型电网平台，稳步提升跨省跨区输电通道规模，提升新能源并网接纳能力。过去主网投资主要集中在 220kV 城市主干网，预计未来特高压及 500kV 级别以上主网投资增速有望加快，电网基建投资有望延续高位增长。2025 年 12 月《关于促进电网高质量发展的指导意见》提出坚持以六大区域同步电网为主体的全国联网格局，优化提升电网主干网架结构，分层分区优化特（超）高压交流网架，有序推进跨省跨区输电通道规划建设，服务“沙戈荒”、水风光等清洁能源基地开发外送消纳，并明确要求加大电网投资力度，适度超前开展电网投资建设。

3.2 开关类 GIS：网内招标持续放量，公司超高压等级领先

组合电器 GIS 招投标高速增长，逐渐替代 AIS（隔离开关、断路器）成为主流产品。目前，我国组合电器行业已经进入自主开发设计为主、吸收国外先进技术并重的发展阶段，作为输配电设备制造行业中技术含量和附加值较高的领域，组合电器 GIS 凭借其高可靠性、优良性能、以及与现代智能化设备相结合的优势，在智能电网、特高压、新能源建设等重点领域得到了广泛应用。GIS 性能好于 AIS，但由于成本和管理能力差异，AIS 在一段时间内不会完全退出。

组合电器市场壁垒与集中度较高，公司产品电压等级领先、位居行业第一梯队。组合电器市场壁垒与集中度较高，基于隔离开关、接地开关、互感器等进行研发，需要较高的组合设计能力，属于高技术密集电力设备。市场格局持续向头部集中，两网招标均呈现高集中度特征：2025 年国网前 5 批组合电器招标 208 亿元中，前 5 大品牌平高（26.0%）、西电（19.8%）、思源（15.6%）、泰开（10.1%）、山东电工（4.5%）合计份额达 76.0%，前 9

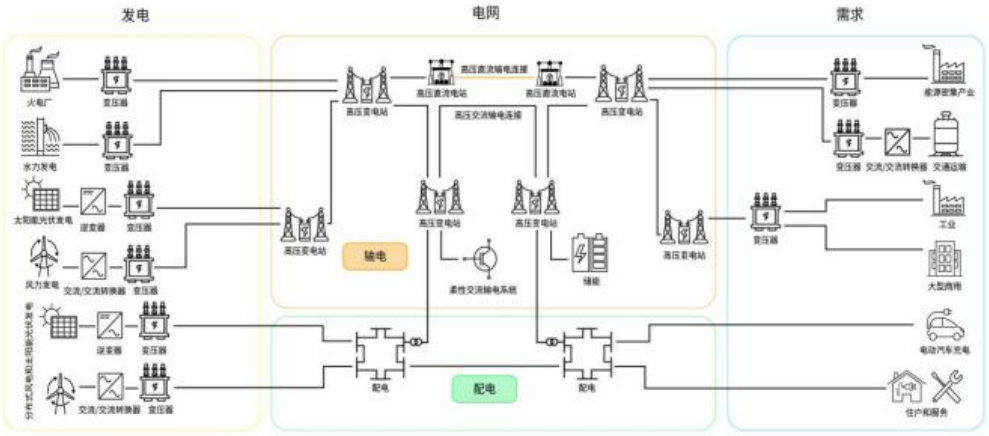
仅供内部参考，请勿外传

品牌合计占 88.9%；2025 年南网主网一次设备 5 批组合电器招标 19.58 亿元中，前 5 大品牌泰开（26.2%）、平高（23.4%）、思源（22.1%）、西电（14.2%）、正泰（5.9%）合计份额达 91.8%。思源电气产品具有高度竞争力，且产品电压等级已提升至 1000kV，有望受益于行业快速发展。

3.3 变压器类：海外供需错配推动出口高增，美行政令短期影响有限

变压器主要满足高压输电、低压配电的要求，新能源项目大规模并网增加变压器需求。发电厂的发电机出口电压不超过 20kV，而输电线路的电压较高，需要把发电机输出电压升高之后再输送给高压输电线路（电力变压器）。电能输送到用电区时，需要把高压降低为配电系统所需要的电压等级向用户供电（配电变压器）。新能源机组的输出电压一般在 690 伏以下，需要多层变压器升压接入主网，传统发电机组仅需一级升压即可接入主网，因此新能源机组对变压器的需求量是传统发电机组的数倍。

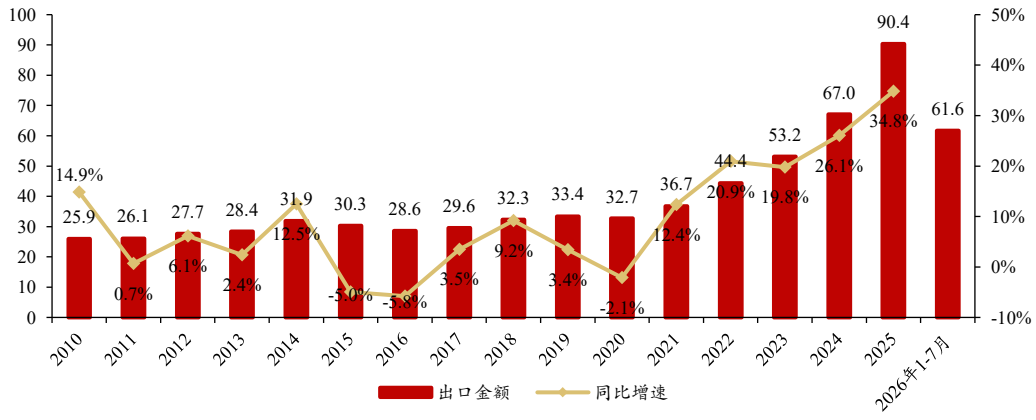
图14：风光发电需经多级升压并网，变压器用量数倍于传统发电机组



资料来源：IEA，浙商证券研究所

我国变压器出口持续高增，行业呈现量价齐升态势。据海关总署数据，2025 年，我国变压器出口总值达到创纪录的 646 亿元，同比增长近 36%。单台出口均价从 2024 年的约 15 万元上涨至 2025 年的 20.5 万元，高端大型变压器占比显著提升。

图15：2022 年以来我国变压器出口进入高速增长通道（亿美元）



资料来源：Wind，海关总署，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

美国第 14420 号行政令对思源电气短期财务冲击较为有限，但投资者需持续跟踪 120 天后实施细则及贸易壁垒扩散风险。该行政令于 2026 年 8 月 26 日签署，禁止 69kV 及以上大容量电力系统进口中国等 24 国电力设备，涉及变压器、断路器、继电保护及储能系统。公司对美业务在整体业务中占比低，而 2026 上半年公司有近 30%海外收入占比，公司明确表示目前不对 2026 年收入和订单目标作调整；从行业逻辑看，中国厂商在美主网核心环节切入本就有限，多以配网或补充产能角色参与，而美国本土产能仅能满足 20%的大型变压器需求，供需缺口仍在，但中国厂商能否受益取决于 120 天后能源部出台的预合格清单与豁免细则。

国产变压器厂商份额持续提升，外资主导格局逐步改变。电力变压器技术壁垒较高，长期以来国内第一梯队企业为以技术和管理能力傍身的跨国集团，如 ABB、AREVA、西门子、东芝等；近年来，国内企业通过不断提高自身技术水平、兼并优良资产实现稳步追赶，如特变电工、中国西电，技术逐步追赶国际先进水平，将产品销售至海外国家。2025 年全球电网投资超过 4000 亿美元，但与发电端投资存在显著失衡，电网投资缺口高达 6000 亿美元，变压器等关键设备供应持续紧张，中国电力设备企业迎来出海黄金窗口期。

思源与东芝成立变压器公司，全面吸收技术。2018 年，公司与日本东芝集团成立常州思源东芝变压器有限公司，并签订技术转让协议，全面引进、吸收东芝变压器技术，在中国国内设计、制造与日本国内同等性能水平的产品，目前已具备 750kV 及以下变压器、电抗器产品能力。产能方面，变压器高压厂房建设项目已基本建成，2026 年 6 月公司公告扩建变压器类业务生产能力项目；股权方面，2026 年 7 月株式会社东芝按 2018 年协议约定行使购回权，公司持股比例由 90%调整为 70%，常州思源东芝仍为公司控股子公司。公司产品在国家电网、南方电网及越南、尼日利亚等海外电网均有运行业绩，并在南水北调、西气东输、港珠澳大桥等国家级重点工程中成功投运。

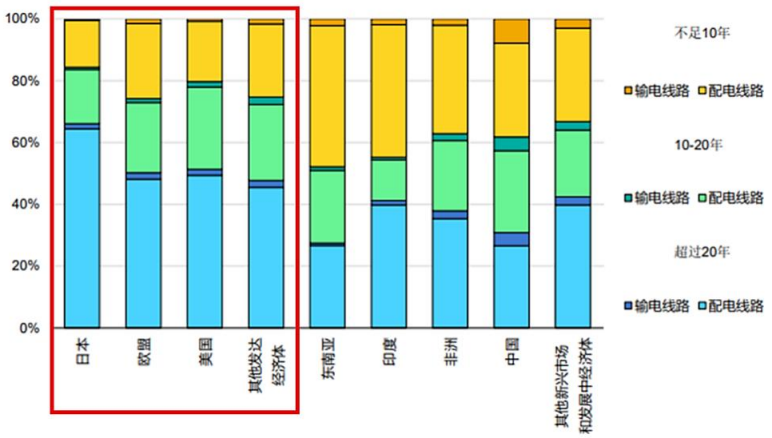
4 海外业务：全球电网投资上行，海外业务步入快车道

4.1 海外电网老化叠加新能源并网，设备更新需求持续释放

海外电网设备替换需求旺盛。变压器等电网设备使用年限一般在 30-40 年，设备老化会带来短路、火灾等安全风险。发达经济体由于电气化较早、电网建设时间往往更长，部分基础设施已经运行 50 年以上，老化电网设备升级迫在眉睫。在发达经济体中，仅 23%的电网设施运营时长在 10 年内，超过 50%的设备已经运营超过 20 年。

仅供内部参考，请勿外传

图16：发达经济体超 50%电网设备运行超 20 年，老化设备更新需求迫切



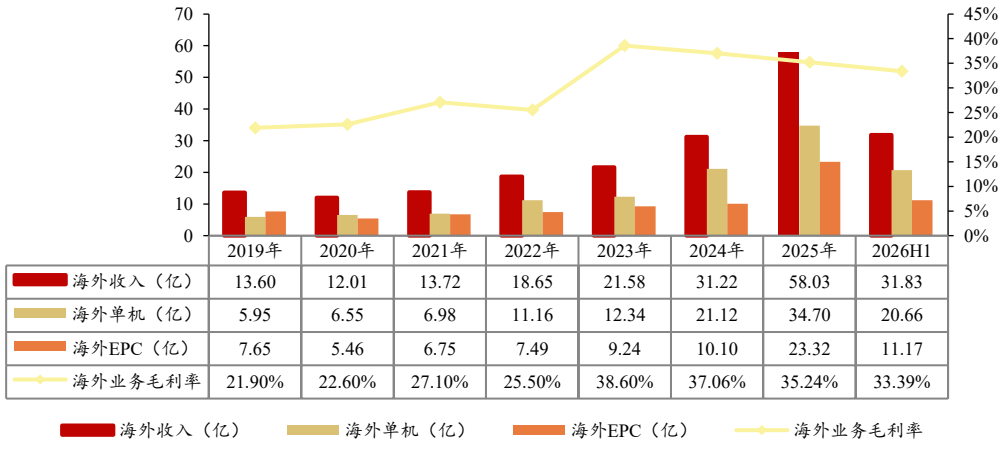
资料来源：IEA，浙商证券研究所

4.2 产品认证与渠道网络逐步完善，海外订单充裕、盈利水平较高

公司海外布局超过十五年，已建成较完善的产品方案体系与渠道网络。公司多款产品在欧洲（意大利/英国/比利时等）、澳大利亚、阿联酋、沙特、南非、墨西哥、巴西等国家市场实现突破；多款产品通过西班牙、法国、新加坡、埃及、马来西亚、哥伦比亚等国家的资质认证，目前公司出口业务遍布 100 多个国家和地区。公司海外收入占比逐年提高，2025 年达 26.94%，2026H1 达 29.49%。2025 年公司多款产品在德国、葡萄牙、瑞典、芬兰、爱尔兰等多个国家市场实现突破，海外市场圆满完成订单任务、同比取得增长。

海外业务收入高增，占比持续提升。2025 年海外业务实现营收 58.03 亿元，同比增长 85.84%，毛利率 35.24%（同比-1.82pct）；2026H1 海外业务实现营收 31.83 亿元，同比增长 11.22%，毛利率 33.39%（同比-2.30pct）。

图17：公司海外收入持续增长、占比逐年攀升



	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026H1
海外收入（亿）	13.60	12.01	13.72	18.65	21.58	31.22	58.03	31.83
海外单机（亿）	5.95	6.55	6.98	11.16	12.34	21.12	34.70	20.66
海外EPC（亿）	7.65	5.46	6.75	7.49	9.24	10.10	23.32	11.17
海外业务毛利率	21.90%	22.60%	27.10%	25.50%	38.60%	37.06%	35.24%	33.39%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表7：海外业务收入与毛利率走势（2019-2026H1）

年份	海外收入（亿）	海外单机（亿）	海外 EPC（亿）	海外收入增速	海外单机增速	海外 EPC 增速	海外业务毛利率
2019 年	13.6	6.0	7.7	62.0%	8.1%	164.7%	21.9%
2020 年	12.0	6.5	5.5	-11.7%	10.0%	-28.7%	22.6%
2021 年	13.7	7.0	6.7	14.3%	6.6%	23.6%	27.1%
2022 年	18.7	11.2	7.5	35.9%	60.0%	11.0%	25.5%
2023 年	21.6	12.3	9.2	15.7%	10.5%	23.4%	38.6%
2024 年	31.2	21.1	10.1	44.7%	71.2%	9.3%	37.1%
2025 年	58.0	34.7	23.3	85.8%	64.3%	130.9%	35.2%
2026H1	31.8	20.7	11.2	11.2%	0.5%	38.4%	33.4%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所
注：按照 EPC 业务完全为海外来计算

EPC 以工程总承包模式提供一揽子解决方案，涵盖变电站建设、GIS 项目等。2009 年，公司设立子公司上海思源输配电工程有限公司，开始布局海外 EPC 市场；2013 年获得 EPC 总包资质，参与巴基斯坦机场变电站、俄罗斯圣彼得堡尼诺二号变电站等典型项目，2019 年开始 EPC 业务快速放量。2025 年 EPC 类业务收入 23.32 亿元，同比增长 130.90%；2026H1 收入 11.17 亿元，同比增长 38.42%。

表8：公司在巴西、墨西哥、俄罗斯、英国、荷兰等多国中标或取得资质认证

时间	项目
2013 年	巴基斯坦伊斯兰堡国际机场 145kV 变电站项目
2014 年	肯尼亚 33kV 输电线路扩建项目
2014 年	巴西世界杯贝拉里奥体育场变电站 GIS 设备订单
2014 年	墨西哥国家电网公司 252kV GIS 项目
2014 年	俄罗斯圣彼得堡亚尼诺二号变电站
2014 年	埃塞俄比亚 500KV 输变电工程项目电容器
2015 年	莫桑比克 110kV 变电站项目
2015 年	肯尼亚 220kV 与 132kV 电站改造与新建项目
2017 年	加纳 161kV 线路项目
2018 年	中标英国电网电流互感器项目
2018 年	加纳 330kV 变电站项目
2018 年	思源电气通过墨西哥国家电网 LAPEM 认证
2019 年	思源电气通过英国国家电网、荷兰国家电网资审
2020 年	思源赫兹中标意大利国家电力公司全球互感器集采项目
2022 年	作为牵引供电设备供应商，助力印尼雅万高铁试验运行成功
2024 年	在英国、意大利、沙特、科威特等多国市场实现多款产品突破
2024 年	设立美国子公司，切入北美市场
2025 年	交付 7 套 132kV 车载移动式高压变电站（沙特）
2025 年	多款产品进入德国、葡萄牙、瑞典、芬兰、爱尔兰等欧洲高端市场
2026H1	收购澳大利亚 WARNERTOWN 1 公司、新设新加坡子公司，拓展大洋洲/东南亚

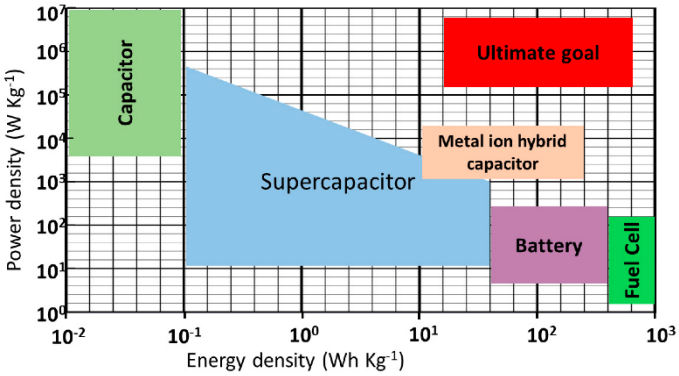
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5 超级电容：切入 AI 数据中心供电体系，从试点迈向批量应用

AI 算力负载的毫秒级剧烈波动正在重塑数据中心供电架构，超级电容凭借微秒级响应与百万次级循环寿命，从可选备电升级为 AI 服务器电源链的关键一环。AI 训练任务具有周期性、高幅度波动、瞬时高负载冲击的动态特性，传统 UPS 铅酸方案受化学反应机制限制，响应速度慢、循环寿命有限，难以满足高动态负载场景；超级电容（尤其是能量密度更高的锂离子混合超容路线）能够在毫秒间平抑功率尖峰、无缝衔接备电切换，保障 GPU 集群连续运行。英伟达已将BBU列为GB200、GB300等新一代AI服务器的标配备电方案，全球超容龙头日本武藏精密的混合超级电容产品已进入英伟达 GB300 系列供应链，用于解决 AI 数据中心的电力波动问题。市场规模方面，2025 年全球 BBU 备电电池市场规模约 35 亿元，预计 2030 年将快速增长至 350 亿元，年均复合增长率 58.5%。

图18：超级电容、金属离子混合电容、电池、燃料电池的能量密度-功率密度对数坐标图



资料来源：《An Overview of the Emerging Technologies and Composite Materials for Supercapacitors in Energy Storage Applications》，浙商证券研究所

图19：储能系统性能对比表（含响应时间/循环/能量密度）

储能系统	使用寿命（循环次数）	放电深度	效率（%）	能量密度（Wh/kg）	响应时间	优点	缺点
铅酸电池	250-1000	50%	75-85	30-50	<10 秒	成本低	寿命短
锂离子电池	400-1200	80%	80-90	100-200	<10 秒	高效率、高能量密度	生产成本高
氧化还原液流电池	>10000	75%	60-70	10-50	<5 秒	寿命长、容量大	能量密度低
钠硫电池	2500-4500	80%	70-85	100-250	<10 秒	高能量密度、高效率	成本高，需高温运行
抽水蓄能	>15000	-	70-80	0.5-3	1-10 分钟	寿命长、容量大	需特殊场地，能量密度低
压缩空气储能	>10000	-	70-80	30-60	1-10 分钟	寿命长、自放电损失低	需特殊场地，对环境有不利影响
飞轮储能	>20000	-	85-95	5-50	<1 秒	寿命长、维护少	自放电损失高
超导磁储能	100,000	-	80-90	1月10日	<5 毫秒	响应极快	能量密度低、生产成本高
超级电容器	10000	-	85-98	5月10日	<1 秒	高功率密度、响应快	能量密度低

资料来源：《Advances in Smart Grid Power System》，浙商证券研究所

公司依托控股子公司烯晶碳能（持股 70.42%）前瞻卡位超级电容赛道。超级电容产品在新型电力系统、数据中心等应用领域均取得较大进展：新型电力系统场景中，静止型同步调相机（SSC）和调频储能应用逐步获得客户认可，从试点转为批量应用；数据中心应用场景中，超容作为抑制功率波动的主要技术方案正在进入批量应用阶段——公司超容业务已越过试点验证期，商业化放量拐点确立。产能建设方面，公司 2023 年 4 月公告设立全资子公司江苏思源新能源科技有限公司建设功率型储能元件基地，截至 2026 年 6 月末该项目累计实际投入 5.91 亿元、项目进度 100%；2026 年 7 月 20 日，公司进一步公告拟以自有资金对江苏思源新能源增资不少于 4 亿元，专项用于超级电容及相关产品产能扩建。

超级电容有望成为公司继输配电主业、储能业务之后的第三增长极。公司明确，超级电容业务的创新能力和市场表现已成为总体战略布局中的重要拼图之一，有效拓宽了公司在智能电网、数据中心、工业自动化等领域的技术边界与市场覆盖范围，且基于业务发展情况及未来预期，2025 年末对烯晶碳能计提商誉减值准备，反映管理层对超容业务的信心。随着 AI 数据中心需求爆发带动超容单机柜用量提升，叠加公司产能基地建成投产，该业务有望复制储能业务“试点验证—批量应用—规模放量”的成长路径，打开又一增量空间。

仅供内部参考，请勿外传

6 盈利预测与估值

1）开关类：该业务主要包括组合电器、隔离开关、断路器等，为公司营收占比最高的基本盘业务。2025 年实现营业收入 89.35 亿元，同比增长 29.3%；国内电网投资中枢上行，公司组合电器 GIS 产品市场份额领先，GIS、AIS 等产品海外需求旺盛、量利齐升，预计 2026-2028 年营业收入为 111.69/140.73/178.73 亿元，同比增长 25.0%/26.0%/27.0%；高压开关技术壁垒较高，竞争格局稳定，且海外市场盈利能力更强、出货占比持续提升，预计毛利率为 39.0%/39.3%/39.5%。

2）变压器类：该业务是输变电投资中的重要组成部分，2025 年实现营业收入 46.33 亿元，同比增长 38.4%；海外变压器供不应求、价格上涨，公司变压器高压厂房项目建成投产、扩产项目有序推进，预计 2026-2028 年营业收入为 59.31/76.51/99.46 亿元，同比增长 28.0%/29.0%/30.0%；随着海外收入占比提升，预计毛利率为 36.5%/37.0%/37.5%。

3）保护及自动化：该业务主要涵盖变电站继电保护设备和监控系统，2025 年实现营业收入 25.42 亿元，同比增长 4.0%；220kV 保护首次中标南网集采，公司成为南方电网二次设备主流供应商之一，智能电网建设提速带来增量需求，预计 2026-2028 年营业收入为 29.24/33.33/37.66 亿元，同比增长 15.0%/14.0%/13.0%；毛利率较为稳定，预计为 35.0%/35.3%/35.5%。

4）EPC：公司海外输变电工程步入增长快车道，2025 年实现营业收入 23.32 亿元，同比增长 130.9%；海外电网投资高景气、工程总包订单充裕，业务有望延续较快增长，预计 2026-2028 年营业收入为 31.49/40.93/51.17 亿元，同比增长 35.0%/30.0%/25.0%；工程总包业务模式成熟、盈利水平平稳，预计毛利率为 11.7%/11.6%/11.5%。

5）储能系统及元件：该业务是公司重点培育的新兴板块，2025 年实现营业收入 15.31 亿元，同比增长 120.5%；构网型储能、场站级储能系统需求快速放量，中广核混合储能工程等项目顺利交付投运，行业高景气下收入弹性显著，预计 2026-2028 年营业收入为 36.75/62.47/93.71 亿元，同比增长 140.0%/70.0%/50.0%；随着规模效应逐步显现，预计毛利率为 13.0%/17.0%/19.0%。

6）电力电子类：该业务主要包括 SVG、电力电容器等无功补偿产品，2025 年实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 49.5%；公司布局构网型 SVG 等新产品并中标国网湖南构网 SVG 项目，但考虑到基数抬升及市场竞争，预计 2026-2028 年营业收入为 13.73/15.10/17.37 亿元，同比变动-10.0%/+10.0%/+15.0%；毛利率较为稳定，预计为 19.0%/19.1%/19.2%。

7）租赁：该业务体量较小、收入平稳，2025 年实现营业收入 0.39 亿元，同比增长 28.8%，预计 2026-2028 年营业收入为 0.35/0.37/0.39 亿元，同比变动-10.0%/+5.0%/+5.0%；预计毛利率为 35.0%/33.0%/35.0%。

综上，合计预计 2026-2028 年公司营业总收入为 282.55/369.44/478.48 亿元，同比增长 31.2%/30.8%/29.5%；综合毛利率为 30.7%/30.8%/31.0%。

仅供内部参考，请勿外传

表9：思源电气盈利预测（百万元）

业务	类型	2024	2025	2026E	2027E	2028E
开关类	营业收入	6910	8935	11169	14073	17873
	YOY		29.3%	25.0%	26.0%	27.0%
	营业成本	4228	5640	6813	8542	10813
	毛利率	38.8%	36.9%	39.0%	39.3%	39.5%
	业务占比	44.7%	41.5%	39.5%	38.1%	37.4%
变压器类	营业收入	3348	4633	5931	7651	9946
	YOY		38.4%	28.0%	29.0%	30.0%
	营业成本	2267	2947	3766	4820	6216
	毛利率	32.3%	36.4%	36.5%	37.0%	37.5%
	业务占比	21.7%	21.5%	21.0%	20.7%	20.8%
保护及自动化	营业收入	2444	2542	2924	3333	3766
	YOY		4.0%	15.0%	14.0%	13.0%
	营业成本	1646	1650	1900	2156	2429
	毛利率	32.6%	35.1%	35.0%	35.3%	35.5%
	业务占比	15.8%	11.8%	10.3%	9.0%	7.9%
EPC	营业收入	1010	2332	3149	4093	5117
	YOY		130.9%	35.0%	30.0%	25.0%
	营业成本	889	2056	2780	3618	4528
	毛利率	11.9%	11.8%	11.7%	11.6%	11.5%
	业务占比	6.5%	10.8%	11.1%	11.1%	10.7%
储能系统及元件	营业收入	694	1531	3675	6247	9371
	YOY		120.5%	140.0%	70.0%	50.0%
	营业成本	677	1352	3197	5185	7590
	毛利率	2.5%	11.7%	13.0%	17.0%	19.0%
	业务占比	4.5%	7.1%	13.0%	16.9%	19.6%
电力电子类	营业收入	1020	1525	1373	1510	1737
	YOY		49.5%	-10.0%	10.0%	15.0%
	营业成本	829	1237	1112	1222	1403
	毛利率	18.8%	18.9%	19.0%	19.1%	19.2%
	业务占比	6.6%	7.1%	4.9%	4.1%	3.6%
租赁	营业收入	31	39	35	37	39
	YOY		28.8%	-10.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	18	28	23	25	25
	毛利率	41.2%	28.9%	35.0%	33.0%	35.0%
	业务占比	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
合计	营业总收入	15458	21539	28255	36944	47848
	YOY		39.3%	31.2%	30.8%	29.5%
	营业成本	10554	14910	19592	25569	33005
	毛利率	31.7%	30.8%	30.7%	30.8%	31.0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

公司为民营主网设备龙头，产品门类不断拓张、技术壁垒提高，海外业务步入快车道，有望深度受益于全球电网投资提速与 AI 数据中心电力设备需求爆发。选取大型电力设备公司平高电气、许继电气、中国西电作为可比公司，2026-2028 年平均 PE 分别为 25.55/20.70/17.65 倍。我们预计思源电气 2026-2028 年归母净利润为 41.0/54.5/71.7 亿元，同比增长 30.24%/32.95%/31.43%，对应 PE 为 26.60/20.01/15.22 倍。公司 2026 年市盈率水平与可比公司均值基本相当，但开关类、变压器类高毛利业务占比更高、海外收入占比近 30%、储能与超容新业务提供第二成长曲线，盈利增速与质量均优于可比公司，后续随产品技术壁垒和市场份额持续提升，海外市场设备和 EPC 业务持续放量，带动盈利能力上行，有望形成持续性竞争优势。基于以上发展趋势，维持公司“买入”评级。

表10： 思源电气可比公司估值

代码	公司名称	现价	EPS（元/股）			PE		
		2026/9/8	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600312.SH	平高电气	19.62	1.05	1.29	1.49	18.69	15.23	13.13
000400.SZ	许继电气	21.59	1.28	1.58	1.82	16.92	13.70	11.86
601179.SH	中国西电	12.42	0.30	0.37	0.44	41.03	33.18	27.97
	可比公司平均		0.88	1.08	1.25	**25.55**	**20.70**	**17.65**
002028.SZ	思源电气	139.45	5.24	6.97	9.16	**26.60**	**20.01**	**15.22**

资料来源：Wind，浙商证券研究所
注：可比公司采用 Wind 一致预期

7 风险提示

电网投资力度不及预期风险：公司电力设备产品需求与国网投资力度高度相关，同时也受经济与政策环境影响较大。若电网投资力度不及预期，将影响公司电力设备部分收入。

海外拓展不及预期风险：海外市场开拓受所在国家的政策环境、人文环境等多方面制约，过程中面临一定风险，可能影响公司海外业务进展。

海外政策风险：公司海外收入占比持续提升，面临的海外政策不确定性相应上升。美国在内部分国家和地区针对电力设备进口出台贸易管制措施，若相关政策进一步收紧或贸易壁垒向更多市场扩散，可能对公司海外业务拓展及订单交付产生不利影响。

原材料价格上涨风险：公司核心主产品开关类、变压器类等产品，原材料主要为电磁线和金属材料等，若原材料价格上涨，可能对公司盈利能力产生一定影响。

行业竞争加剧风险：公司是主网电力设备龙头，若行业中新厂家进入加剧行业竞争，可能影响公司市占率和盈利能力。

汇率波动及汇兑损失风险：公司海外业务覆盖多个国家和地区，外币结算规模较大。若人民币汇率出现大幅波动，可能产生汇兑损益，对公司盈利水平造成一定影响。

仅供内部参考，请勿外传

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	24107	31022	40352	52559
现金	4930	7020	10214	14809
交易性金融资产	2841	2841	2841	2841
应收账项	9346	12526	16564	21560
其它应收款	276	363	474	614
预付账款	882	1159	1513	1953
存货	4079	5360	6995	9029
其他	1752	1752	1752	1752
非流动资产	5733	6170	6455	6611
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	20	20	20	20
固定资产	2904	3301	3562	3693
无形资产	559	547	523	503
在建工程	420	465	499	524
其他	1830	1838	1850	1870
资产总计	29840	37192	46807	59170
流动负债	13803	16910	20881	25825
短期借款	360	360	360	360
应付款项	8153	10713	13981	18048
预收账款	0	0	0	0
其他	5290	5836	6539	7418
非流动负债	236	236	236	236
长期借款	60	60	60	60
其他	175	175	175	175
负债合计	14039	17145	21116	26061
少数股东权益	308	450	640	889
归属母公司股东权	15493	19596	25051	32219
负债和股东权益	29840	37192	46807	59170

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2234	2679	3604	4815
净利润	3260	4245	5644	7418
折旧摊销	299	308	355	395
财务费用	(8)	(97)	(162)	(260)
投资损失	(56)	(52)	(54)	(53)
营运资金变动	(512)	(171)	(264)	(366)
其它	(749)	(1555)	(1915)	(2320)
投资活动现金流	(1241)	(686)	(573)	(479)
资本支出	(644)	(700)	(600)	(500)
长期投资	(17)	0	0	0
其他	(580)	14	27	21
筹资活动现金流	(28)	98	162	260
短期借款	212	0	0	0
长期借款	32	0	0	0
其他	(272)	98	162	260
现金净增加额	965	2091	3193	4596

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	21539	28255	36944	47848
营业成本	14910	19592	25569	33005
营业税金及附加	124	178	228	295
营业费用	1028	1330	1729	2240
管理费用	581	743	989	1257
研发费用	1300	1695	2217	2871
财务费用	(8)	(97)	(162)	(260)
资产减值损失	(236)	(241)	(240)	(239)
公允价值变动损益	23	26	27	27
投资净收益	56	52	54	53
其他经营收益	283	251	267	259
营业利润	3729	4902	6482	8539
营业外收支	(10)	(6)	(8)	(7)
利润总额	3719	4896	6474	8531
所得税	459	651	830	1114
净利润	3260	4245	5644	7418
少数股东损益	110	143	190	249
归属母公司净利润	3150	4103	5454	7169
EBITDA	3909	5070	6629	8629
EPS（最新摊薄）	4.03	5.24	6.97	9.16

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	39.34%	31.18%	30.75%	29.51%
营业利润	53.33%	31.44%	32.24%	31.72%
归属母公司净利润	53.74%	30.24%	32.95%	31.43%
获利能力				
毛利率	30.77%	30.66%	30.79%	31.02%
净利率	15.13%	15.03%	15.28%	15.50%
ROE	22.14%	22.89%	23.85%	24.38%
ROIC	19.78%	20.55%	21.41%	21.88%
偿债能力				
资产负债率	47.05%	46.10%	45.11%	44.04%
净负债比率	3.14%	2.57%	2.09%	1.69%
流动比率	1.75	1.83	1.93	2.04
速动比率	1.45	1.52	1.60	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.84	0.88	0.90
应收账款周转率	3.09	2.99	2.98	2.97
应付账款周转率	2.84	2.91	2.90	2.88
每股指标(元)				
每股收益	4.03	5.24	6.97	9.16
每股经营现金	2.86	3.42	4.61	6.15
每股净资产	19.81	25.04	32.01	41.17
估值比率				
P/E	34.64	26.60	20.01	15.22
P/B	7.04	5.57	4.36	3.39
EV/EBITDA	29.14	19.77	14.67	10.76

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入：相对于沪深 300 指数表现＋20%以上；
2.增 持：相对于沪深 300 指数表现＋10%～＋20%；
3.中 性：相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%之间波动；
4.减 持：相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好：行业指数相对于沪深 300 指数表现＋10%以上；
2.中 性：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%以上；
3.看 淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn