

思源电气(002028): 输变电设备全能选手, 海外开拓和新品类扩张稳步推进

首次覆盖报告

报告摘要

◆ 输变电设备产业全能选手, 业绩和海外营收实现高增

2025 年公司实现营收 215.4 亿元、同比+39.3%, 归母净利润 31.5 亿元、同比+53.7%, 毛利率 30.8%、同比-0.5pct。2025 年海外地区收入达 58 亿元、同比+85.8%, 毛利率 35.2%、同比-1.8pct, 收入占比达 26.9%。

公司主要生产输变电设备及其核心零部件, 属于业内少有的具备一次设备、二次设备、储能及电能量治理研发、制造和解决方案能力的企业, 产品电压等级最高至 1000kV, 且定制化程度高。2025 年开关类、变压器、保护及自动化类产品收入位居前列, 占比分别为 41.5%、21.5%、11.8%。

◆ 能源转型和数据中心等带来新挑战, 叠加前期电网投资相对滞后于电源投资, 全球电网投资改造有望步入上行周期

据 IEA, 全球电网投资规模落后于电源投资规模, 2015~2025 年全球电网和电源平均投资规模分别为 7210 亿美元、3380 亿美元, CAGR 分别为 5.3%、2.2%。而且电源工程投资则以可再生电源投资为主。过去近十年全球电网投资的滞后, 以及可再生能源装机规模的快速增长, 加重“能源不可能三角问题”, 即无法同时兼顾能源的清洁、稳定和廉价。据 IEA, 2025 年全球电网投资规模为 4130 亿美元, 而到 2035 年电网相关投资有望增至 6500 亿美元。

国内“十四五”期间风光装机规模快速增长, 并超越火电装机规模, 而同时期国内电网投资在规模上落后于电源投资。国内电网的新能源消纳压力陡增, 2025 年初以来新能源发电量占比突破 15%。2026 年以来国家电网推出“十五五”期间四万亿固定资产投资计划, 重点投向跨区跨省输电能力提升、主配微协同、系统调节和储能等领域。

海外电网存在大量改造和升级换代需求。发达国家电网老化问题较为严重, 而且无法支撑能源转型和适应数据中心等新型负荷的用电需求。除中国以外的新兴国家或地区, 过去近十年电网投资增长近乎停滞, 而且存在输电效

投资评级

买入
首次评级

2026 年 06 月 08 日

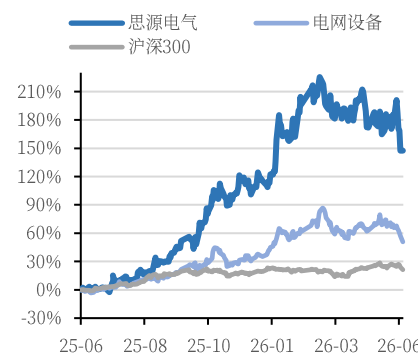
收盘价(元): 177.59

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	782.45
总市值(百万)	138,955.51
流通股本(百万股)	610.68
流通市值(百万)	108,451.26
12 月最高/最低价(元)	239.12/69.92
资产负债率(%)	45.85
每股净资产(元)	20.60
市盈率(TTM)	42.71
市净率(PB)	8.62
净资产收益率(%)	3.41

股价走势图



作者

王卓亚 分析师
SAC 执业证书: S0640523110001
联系电话:
邮箱: wangzybj@avicsec.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

率较低等问题。全球电网投资有望步入上行周期。欧盟于 2025 年 12 月发布了《欧洲电网一揽子计划》，计划撬动 1.2 万亿欧元电网投资。美国电力公司宣布将五年资本投资计划上调至 780 亿美元。

全球云厂商等在数据中心的资本开支上热度不减。据 IEA 预测, 2025~2030 年全球数据中心装机将累计新增 129GW, 累计增幅达 133%, 用电量将累计新增 530TWh, 累计增幅达 127.4%。数据中心带来大量用电需求, 而且对用电的可靠性和稳定性要求较高, 直接带动电网扩容和扩建需求。全球数据中心投资总额 2025 年预计达 5800 亿美元, 首度超越石油供应投资, 部分发达国家电网负载因此倍增。基于主流的 UPS 供电方案测算, 供电系统约占数据中心成本的 10%, 全球数据中心建设需求在 2025~2030 年将累计带动约 2226~7420 亿美元的供电系统需求, 年均规模约 371~1237 亿美元。

◆ **全电压等级覆盖的设备商, 国内市场稳扎稳打, 海外市场拓展提速,**
新品类储备丰富

公司深度耕耘输变电设备赛道三十年, 拥有深厚的技术和专利积累, 处于行业领先地位。产品种类较全且可涵盖的电压等级较高, 而且产品和服务定制化程度较高, 客户粘性较强。2025 年公司新增订单 288.9 亿元、同比+34.6%。2026 年公司计划实现新增合同订单 375 亿元、同比+30%。订单规模和高增长前景为公司业绩增长蓄力。

国内市场, 公司持续巩固提升主流产品在电网客户的市场份额, 并积极拓展发电、轨道交通、石化、冶金等行业市场。2025 年公司在国内高端装备领域不断突破, 中标南网±800kV 柔直换流变阀侧套管, 实现公司在柔直套管领域的历史性跨越; 首次在南网集采中标 220kV 保护设备, 标志着公司成为南方电网二次设备主流供应商之一。

海外市场, 公司业务已覆盖全球 100 多个国家和地区, 成功切入发达市场顶级电网运营商供应链。2025 年公司多款产品在德国、葡萄牙、瑞典、芬兰、爱尔兰等多个国家实现突破, 多款产品通过了多个国家的认证。公司海外收入占比逐年升高, 2025 年达到 26.9%。全球电网投资步入上行周期, 公司将加速全球化战略落地, 加大对海外重点区域市场的资源投入与营销网络布局, 在巩固现有市场基础上, 逐步开拓海外配用电市场。

新品类和技术储备方面, 紧跟国内新型电力系统发展, 积极拓展“构网型”产品 (SSC、构网型 SVG 和构网型储能系统), 积极探索“微网”、分布式光伏一体化成套解决方案; 拓展以超级电容 (含混合超容)、锂电池等高倍率储能元件为核心的汽车电子电器类业务, 并积极开拓以超级电容为核心的数据中心市场相关业务; 持续突破柔直相关业务。拓展以超级电容 (含混

合超容)、锂电池等高倍率储能元件为核心的汽车电子电器类业务,并积极开拓以超级电容为核心的数据中心市场相关业务;持续突破柔直相关业务。

投资建议:

公司海外市场积极开拓和新品类的稳步推进,国内电网主业稳扎稳打,有望受益于全球电网投资步入上行周期。预计 2026~2028 年归母净利润分别为 43.5/59.0/78.2 亿元, EPS 分别为 5.6/7.5/10.0 元/股,参考当前股价(6 月 8 日收盘价)对应 PE 分别为 31.9/23.6/17.8。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 汇率大幅波动造成汇兑损益大幅波动;海外电网改造不及预期;国内电网投资不及预期;贸易摩擦;原材料价格大幅波动;竞争加剧。

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15458.1	21539.0	28290.4	36477.3	45754.2
增长率(%)	24.1%	39.3%	31.3%	28.9%	25.4%
归母净利润(百万元)	2049.1	3150.1	4354.0	5895.3	7822.0
增长率(%)	31.4%	53.7%	38.2%	35.4%	32.7%
毛利率(%)	31.2%	30.8%	33.6%	34.6%	35.4%
每股收益(元)	2.6	4.0	5.6	7.5	10.0
市盈率 PE	67.81	44.11	31.91	23.57	17.76
市净率 PB	11.22	8.97	7.21	5.66	4.38
净资产收益率 ROE(%)	16.6%	20.3%	22.6%	24.0%	24.6%

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

正文目录

一、 全电压等级覆盖，国内和海外市场并进.....	5
二、 能源转型和数据中心建设给电网带来新挑战，全球电网投资有望步入上行周期	7

图表目录

图 1 公司输变电设备主要产品.....	5
图 2 营收及增速	6
图 3 归母净利润及增速	6
图 4 海外市场营收占比逐年提升.....	6
图 5 2025 年各业务或产品营收占比结构.....	6
图 6 毛利率和净利率	7
图 7 期间费用率	7
图 8 全球电网投资滞后于电源投资.....	7
图 9 国内电网和电源工程投资情况.....	8
图 10 海外电网投资情况（发达经济体）	8
图 11 海外电网投资情况（除中国以外的新兴经济体）	8
图 12 发达国家面临电网老化的问题	9
图 13 除中国以外的新兴国家的输电损耗较高	9
图 14 全球八大云厂商的资本开支情况	9
图 15 全球数据中心用电需求以及装机量预测	10
图 16 主要业务营收情况及预测（百万元）	10

一、全电压等级覆盖，国内和海外市场并进

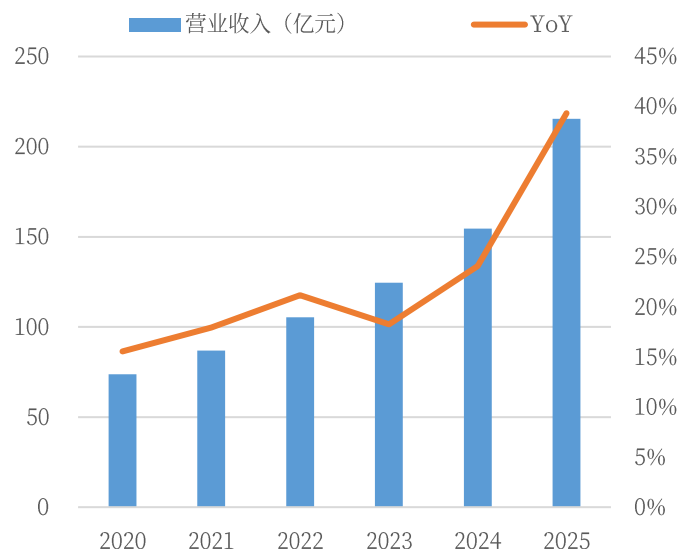
公司主要产品包括涵盖特高压至低压全电压等级的输变电设备和关键零部件，属于业内少有的具备一次设备、二次设备、储能及电能质量管理的厂商，在同行业处于领先地位。

图1 公司输变电设备主要产品

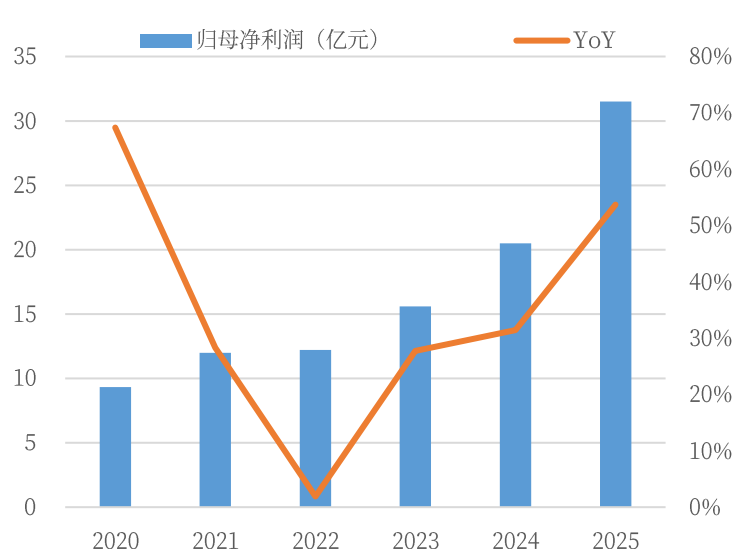
特高压 (1000kV交流/ ±800kV直流)	输变电环节 ● 一次设备 GIS和GIL SF6断路器和隔离开关(800kV) 电压互感器 ○ 二次设备 交直流套管(±800kV) 电力电容器成套装置 继电保护和监控系统
超高压 (750kV/500kV)	输变电环节 ● 一次设备 变压器(750kV) 电抗器(750kV) 电流互感器(500kV) 直流断路器(500kV)
高压 (220kV/110kV)	输变电 配电转换环节 输电与配电的转换节点关键设备
中低压 (66kV/35kV)	配用电环节 ● 一次设备 GIS/C-GIS和环网柜(35kV) 中性点接地成套装置(66kV)
低压 (0.4kV/0.22kV)	配用电环节 □ 配网设备 低压电器（配电电器，终端电器，控制电器，电源电器，仪表电器）

资料来源：公司公告，中航证券研究所

近五年公司收入和净利润实现快速增长。2025 年实现营收 215.4 亿元、同比+39.4%，归母净利润 31.5 亿元、同比+53.7%，均创下近五年新高。2020~2025 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 23.9%和 27.5%。

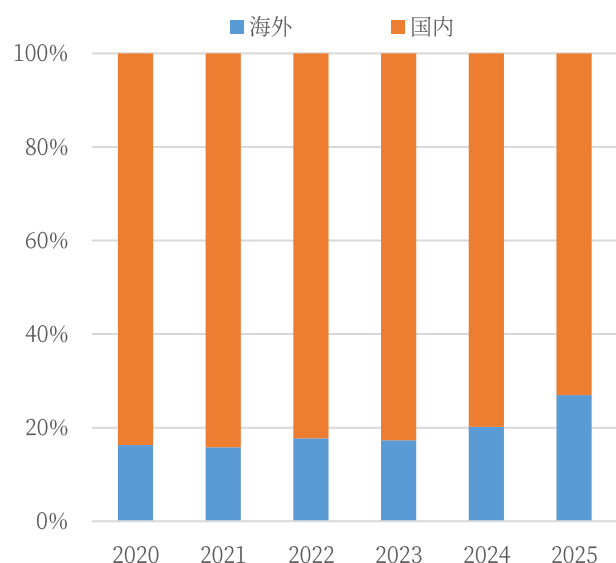
图2 营收及增速


资料来源：iFinD，中航证券研究所

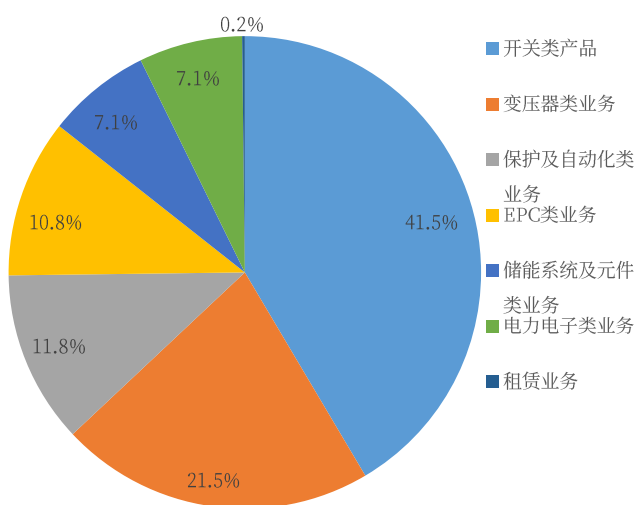
图3 归母净利润及增速


资料来源：iFinD，中航证券研究所

海外收入在公司营收的占比逐年提高，2025 年公司海外收入占比创下 26.9%的新高。分产品来看，开关类、变压器、保护及自动化类业务的营收占比居前，2025 年分别占比 41.5%、21.5%、11.8%。

图4 海外市场营收占比逐年提升


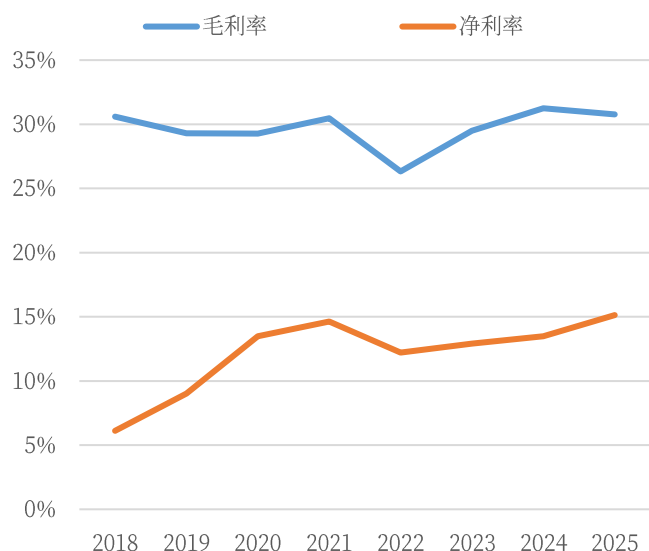
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 2025 年各业务或产品营收占比结构


资料来源：iFinD，中航证券研究所

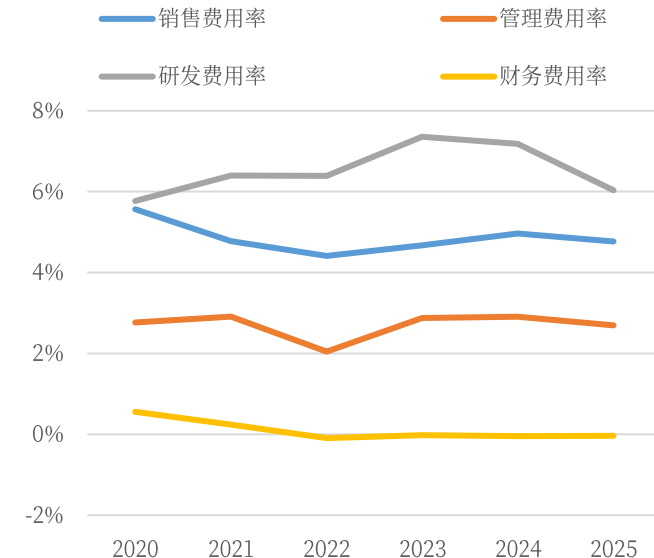
公司毛利率整体平稳，净利率稳中有升。2025 年公司毛利率和净利率分别为 30.8% 和 15.1%。同时，公司的各项费率控制较好，近五年销售、财务、管理费用率稳中有降，研发费用率略有提升。

图6 毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 期间费用率

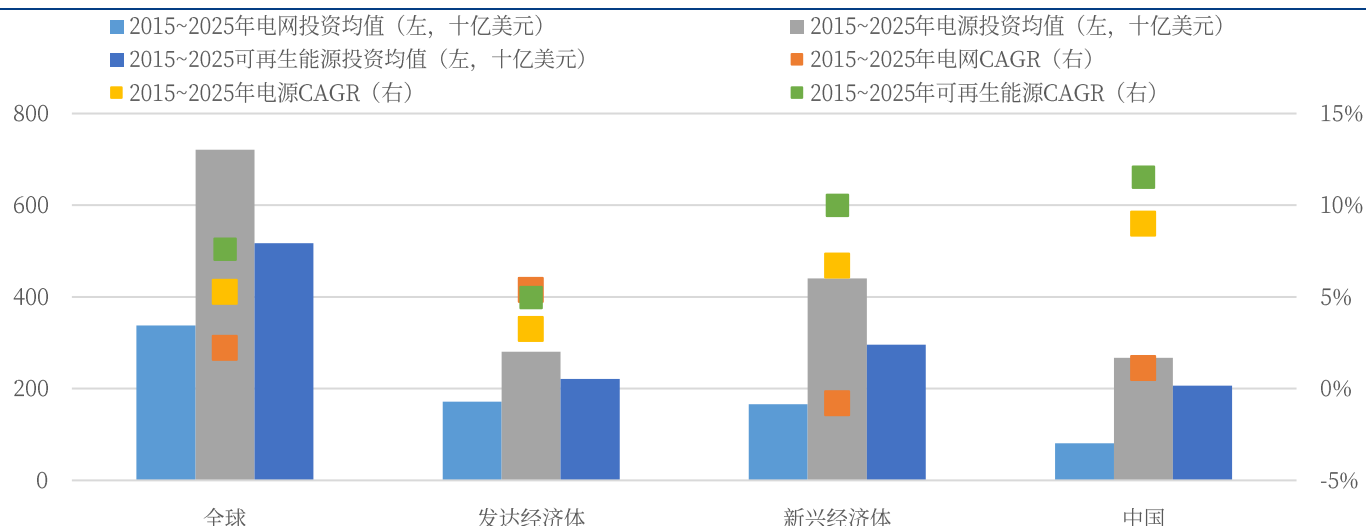


资料来源：iFinD，中航证券研究所

二、能源转型和数据中心建设给电网带来新挑战, 全球电网投资有望步入上行周期

全球电网投资滞后于电源投资，而且电源投资以可再生能源为主。2015~2025 年全球电网投资、电源投资、可再生能源投资的均值分别为 3380 亿美元、7210 亿美元、5170 亿美元，2015~2025 年 CAGR 分别为 2.2%、5.3%、7.6%。发达经济体、新兴经济体、中国近十年电网投资平均规模和增速均落后于电源投资。

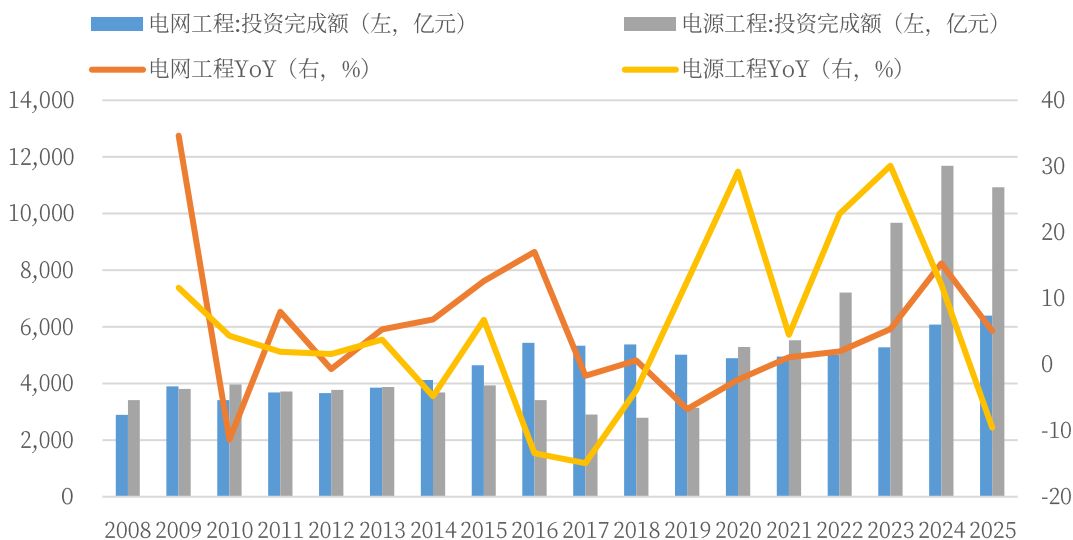
图8 全球电网投资滞后于电源投资



资料来源：IEA，中航证券研究所

“十四五”期间（2021 年~2025 年），国内电网投资规模均落后于同时期的电源投资，而且电网投资同比增速直至 2024 年才开始反超电源投资。

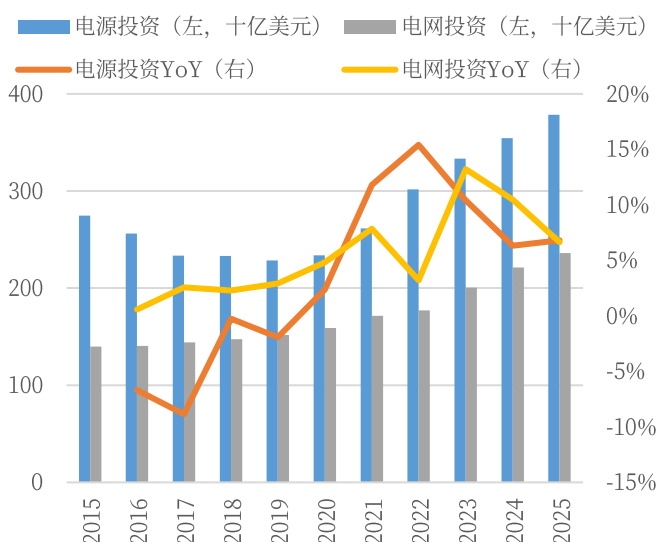
图9 国内电网和电源工程投资情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所

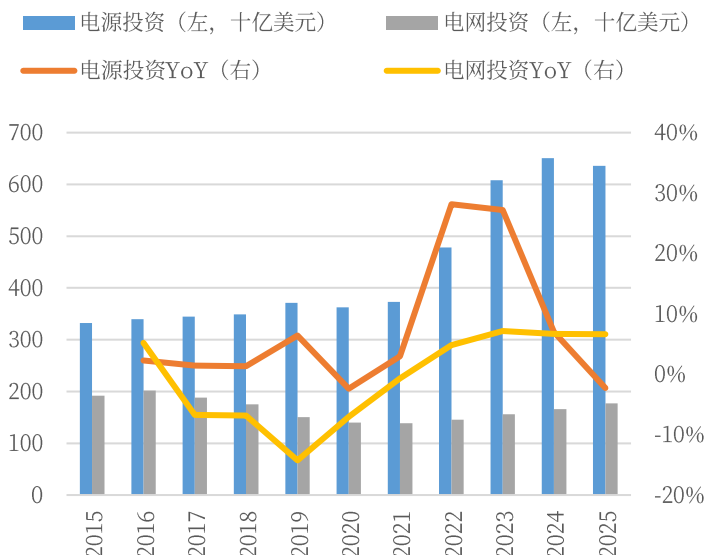
海外电网投资长期滞后于电源投资。发达经济体近十年的电网投资规模增长缓慢，而除中国以外的新兴经济体的电网投资规模则出现停滞甚至后退。发达国家电网普遍面临老化问题，而除中国以外的新兴经济体的电网则存在电压等级较低、输电损耗较高的问题。

图10 海外电网投资情况（发达经济体）



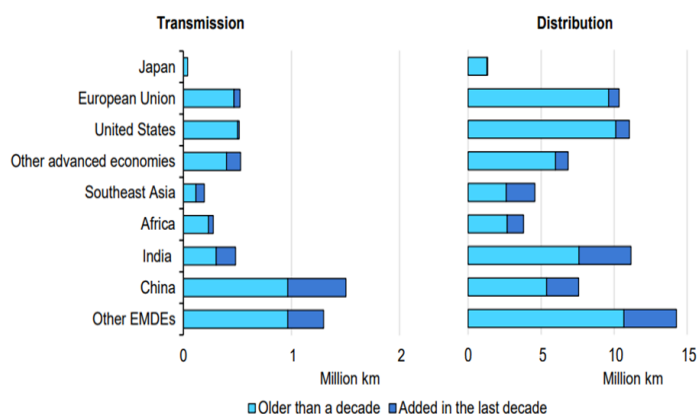
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图11 海外电网投资情况（除中国以外的新兴经济体）



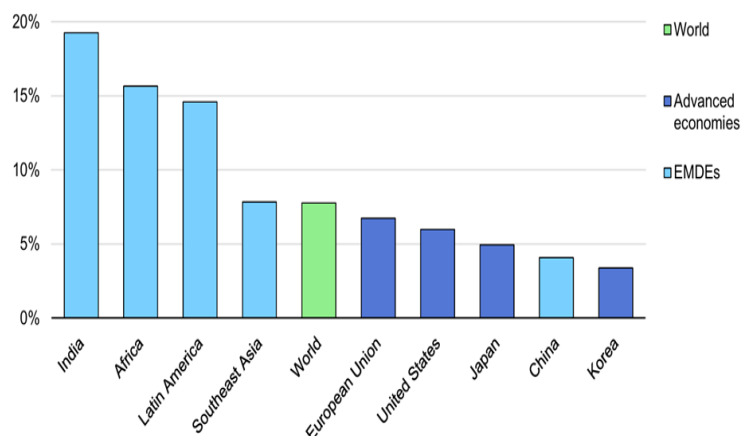
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图12 发达国家面临电网老化的问题



资料来源：IEA，中航证券研究所

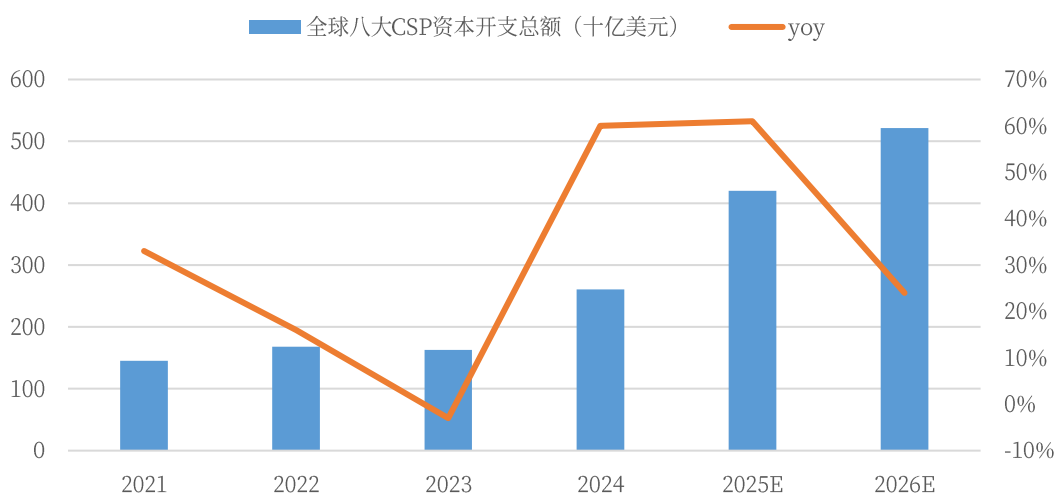
图13 除中国以外的新兴国家的输电损耗较高



资料来源：IEA，中航证券研究所

全球 AI 资本开支情况如火如荼。2025 年，全球 AI 基础设施投资进入白热化阶段，微软、Meta、谷歌、亚马逊、阿里、腾讯、甲骨文、百度等八大科技巨头资本支出总额预计将突破 4200 亿美元，同比激增超 60%，其核心投向为扩大采购 GPU 及整柜式解决方案、扩建数据中心等基础建设、购买电力等。

图14 全球八大云厂商的资本开支情况



资料来源：集邦咨询，中航证券研究所

美国、中国、欧洲是数据中心建设的主力，截至 2024 年合计占据全球约 84.5% 的算力。同时，据 IEA 预测，2030 年美国、中国、欧洲数据中心装机量合计占比将提升至 85.8%。

未来五年全球数据中心装机和用电量有望翻倍。据 IEA 预测，2024~2030 年全球数据中心装机将累计新增 129GW，累计增幅达 133%，用电量将累计新增 530TWh，累计增幅达 127.4%。

图15 全球数据中心用电需求以及装机量预测

总用电量 (TWh)	2020 年	2023 年	2024 年	2030 年 (基准情形)	2024~2030 年累 计增幅	2024~2030 年 CAGR
全球	269	361	416	946	127.4%	14.7%
美国	108	154	183	426	132.8%	15.1%
中国	62	84	102	277	171.6%	18.1%
欧洲	57	66	68	113	66.2%	8.8%

总装机量 (GW)	2020 年	2023 年	2024 年	2030 年 (基准情形)	2024~2030 年累 计增幅	2024~2030 年 CAGR
全球	60	83	97	226	133.0%	15.1%
美国	23	35	42	100	138.1%	15.6%
中国	14	20	24	67	179.2%	18.7%
欧洲	13	15	16	27	68.8%	9.1%

资料来源：IEA，中航证券研究所

图16 主要业务营收情况及预测（百万元）

业务板块	指标	2025A	2026E	2027E	2028E
开关类业务	营业收入	8935	11616	14520	17424
	营业成本	5640	6994	8672	10320
	营收增长率	29.30%	30%	25%	20%
	毛利率	36.88%	39.8%	40.3%	40.8%
变压器类业务	营业收入	4633	6023	7830	10180
	营业成本	2947	3654	4678	5987
	营收增长率	38.38%	30%	30%	30%
	毛利率	36.39%	39.3%	40.3%	41.2%
保护及自动化类业务	营业收入	2542	2669	2830	3028
	营业成本	1650	1683	1733	1803
	营收增长率	0.22%	2%	3%	4%
	毛利率	35.11%	37.0%	38.7%	40.5%
合计	营业收入	21539	28290	36477	45754
	营业成本	14910	18788	23864	29557
	营收增长率	39.3%	31.3%	28.9%	25.4%
	毛利率	31%	34%	35%	35%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

财务报表与财务指标

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	21539.03	28290.42	36477.31	45754.24	货币资金	4929.84	7561.86	12522.29	18842.03
营业成本	14910.44	18787.98	23863.57	29557.26	应收票据及账款	10826.07	14204.39	18293.19	22971.87
税金及附加	124.39	173.70	222.47	274.74	预付账款	882.20	966.23	1333.53	1703.13
销售费用	1027.73	1359.18	1768.43	2199.84	其他应收款	276.44	461.29	588.19	690.35
管理费用	580.55	799.14	1024.52	1270.26	存货	4078.94	5801.64	7234.76	8724.61
研发费用	1300.40	1940.38	2441.19	2987.53	其他流动资产	3113.19	3180.73	3296.38	3407.09
财务费用	-7.61	-9.12	-31.71	-52.91	流动资产总计	24106.68	32176.15	43268.32	56339.09
资产减值损失	-27.07	-203.94	-222.38	-222.09	长期股权投资	20.27	22.43	25.22	28.87
信用减值损失	-208.84	-226.81	-311.59	-400.42	固定资产	2981.06	2468.36	2022.21	1610.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	419.81	616.51	646.54	526.57
投资收益	56.02	41.00	48.07	48.36	无形资产	558.50	431.67	304.85	178.02
公允价值变动损益	23.28	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	76.72	38.36	0.00	0.00
资产处置收益	-0.08	0.49	0.40	0.27	其他非流动资产	1676.89	1676.89	1676.89	1676.89
其他收益	283.00	237.77	246.26	255.68	非流动资产合计	5733.24	5254.22	4675.70	4020.61
营业利润	3729.44	5087.67	6949.61	9199.32	资产总计	29839.92	37430.37	47944.03	60359.70
营业外收入	8.19	7.17	8.09	7.82	短期借款	360.11	0.00	0.00	0.00
营业外支出	18.65	13.45	14.24	15.44	应付票据及账款	8153.18	10787.34	13770.80	16729.76
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	5290.17	6725.19	8860.95	10907.87
利润总额	3718.98	5081.39	6943.47	9191.69	流动负债合计	13803.46	17512.53	22631.74	27637.64
所得税	459.30	605.87	891.01	1136.89	长期借款	116.47	86.11	55.69	25.85
净利润	3259.68	4475.53	6052.46	8054.81	其他非流动负债	119.23	119.23	119.23	119.23
少数股东损益	109.53	121.48	157.15	232.81	非流动负债合计	235.70	205.34	174.93	145.08
归属母公司股东净利润	3150.14	4354.05	5895.30	7822.00	负债合计	14039.17	17717.87	22806.67	27782.71
EBITDA	4028.65	5953.46	7843.07	10097.53	股本	782.06	782.06	782.06	782.06
NOPLAT	3078.95	4473.29	6030.56	8015.80	资本公积	748.27	748.27	748.27	748.27
EPS(元)	4.03	5.56	7.53	10.00	留存收益	13962.92	17753.18	23020.89	30227.71
					归属母公司权益	15493.24	19283.50	24551.21	31758.03
					少数股东权益	307.51	428.99	586.15	818.96
					股东权益合计	15800.76	19712.49	25137.36	32576.99
					负债和股东权益合计	29839.92	37430.37	47944.03	60359.70
					现金流量表(百万元)				
						2025A	2026E	2027E	2028E
					经营性现金净流量	2234.28	3970.39	5928.08	7203.58
					资本支出	856.84	400.00	350.00	300.00
					长期投资	-5.77	0.00	0.00	0.00
					其他投资现金流	-378.49	6.78	8.65	8.29
					投资性现金净流量	-1241.09	-393.22	-341.35	-291.71
					短期借款	211.56	-360.11	0.00	0.00
					长期借款	72.05	-30.36	-30.42	-29.85
					普通股增加	4.42	0.00	0.00	0.00
					资本公积增加	339.88	0.00	0.00	0.00
					其他筹资现金流	-655.89	-554.68	-595.88	-562.27
					筹资性现金净流量	-27.98	-945.15	-626.30	-592.12
					现金流量净额	951.82	2632.02	4960.43	6319.75

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637