

思源电气

002028

报告日期

2026-01-15

前收盘价(元)

¥161.87

前收盘市值(亿元)

¥1264.35

所属行业

电力设备及新能源

思源电气的投资机会本质在于其能否凭借技术领先的全产业链模式，将国内电网的稳定需求与海外、储能的高增长潜力转化为持续盈利。核心风险是客户集中度高，业绩易受电网投资周期影响，且近期毛利率出现波动。需重点跟踪其海外订单增速、高毛利新技术产品落地情况以及毛利率能否企稳回升。仅供参考，不构成投资建议。

公司估值报告

■ 经营概况

1. 核心盈利模式

该公司主要通过向电网公司、发电集团及大型工业企业销售输配电一次、二次设备及提供EPC工程总包服务，来实现营业收入并创造利润。

2. 商业模式深度剖析

商业模式：公司采用“核心设备制造+解决方案提供+工程总包”的一体化商业模式，覆盖从研发设计到工程交付的全链条。

优势：1) 产品线齐全，具备一次、二次设备及储能等综合供应能力，能提供整体解决方案，客户粘性高。2) 客户基础稳固，深度绑定国家电网、南方电网等核心客户，订单来源稳定。3) 技术引领，在构网型技术、柔直、环保开关等前沿领域积极布局，参与标准制定，构筑技术壁垒。

不足：1) 客户集中度高，对电网系统依赖性过强，业绩易受其投资周期和政策影响。2) 生产模式决定运营效率，以销定产（MTO/ETO）模式虽能控制库存风险，但可能导致产能利用不均衡和现金流波动。3) EPC业务周期长，占用资金多，对项目管理和回款能力要求高。

国内外比较：相较于西门子、ABB等国际巨头，公司在全球品牌影响力和海外市场渠道上仍有差距，但其在国内电网标准理解、客户关系及成本控制方面具备本土优势。相比国内多数专注于单一设备的厂商，其全产业链模式更具协同竞争力，但同时也面临更复杂的管理挑战。

3. 未来持续盈利的关键因素

1) 技术迭代与新产品商业化能力：能否将构网型储能、柔直、直流断路器等前沿技术转化为具备市场竞争力和高毛利的主导产品，是摆脱同质化竞争、提升盈利能力的关键。

2) 海外与新兴市场拓展成效：在国内电网投资增速可能放缓的背景下，成功开拓东南亚、中东等电力基建需求旺盛的海外市场，以及分布式光伏、微网等国内新兴场景，是驱动收入增长的重要引擎。

3) 供应链管理与成本控制：在原材料价格波动和行业竞争加剧的背景下，通过精益生产、国产化替代和规模化采购有效控制成本，是维持毛利率稳定的基础。

4. 近期主营业务与财务数据剖析

根据提供的数据，公司收入几乎全部集中于“输配电设备行业”，可进一步细分为核心设备销售与EPC工程总包两大类业务。财务数据对比如下：

年份周期	业务类别	收入规模（元）	占比	毛利率水平
------	------	---------	----	-------

2025年中期	输配电设备行业	84.51亿	99%	31.94%
2024年度	输配电设备行业	154.21亿	100%	41.82%

对比分析：从2024全年到2025年中期，公司业务结构高度集中未变。但值得注意的是，2025年中期的毛利率（31.94%）较2024全年（41.82%）出现显著下滑。这可能源于：1) 产品结构变化，毛利率相对较低的EPC业务或部分标准化设备收入占比提升；2) 成本压力，原材料价格上涨或市场竞争加剧导致；3) 收入确认周期，中报数据可能包含更多处于执行初期、毛利率尚未完全体现的项目。需要关注其全年毛利率能否回升。

5. 总结与建议

公司是输配电全产业链供应商，技术布局领先但客户集中。近期毛利率波动需关注。建议公司着力推动高毛利新技术产品落地，并优化海外及新兴市场拓展策略以平衡风险，同时加强成本管控以稳定盈利水平。

■ 估值分析

思源电气（002028）估值分析

我们现在对思源电气（代码002028）做简明的估值分析。该公司所属行业为电力设备及新能源，当前市值为1264.35亿元。总体上，我们认为这是一笔需要仔细权衡其成长确定性与当前估值的投资。以下是我们的估值分析过程，不构成投资建议，仅供参考。

影响估值的因素

公司财务稳健：2024年自由现金流为24.6亿元，金融资产66.8亿元，带息负债仅20.1亿元，净现金状况良好。作为输变电设备（如消弧线圈、无功补偿、GIS）及新能源领域（储能、SVG）的核心供应商，其估值核心取决于：1) 电网投资（尤其是特高压、配网智能化）的持续性与节奏；2) 公司在海外市场及新能源业务（储能、EPC）的拓展速度和盈利能力。公司管理层务实，技术积累深厚，但行业竞争激烈，增长受宏观政策影响较大。

三情景下的估值分析

我们基于未来5年（2025-2029）的自由现金流进行折现估值，永续增长率假设为2%。折现率选取7.5%，主要基于：当前10年期国债收益率约2.5%，叠加公司所处行业技术迭代及市场竞争带来的经营风险溢价。

乐观情景（概率20%）：电网投资超预期，公司海外及储能业务成功放量，市场份额提升。未来5年自由现金流年均复合增长率可达20%。经折现，经营资产价值约1480亿元。

中性情景（概率60%）：电网投资保持平稳，公司稳健拓展新业务，维持现有竞争力。未来5年自由现金流年均复合增长率约为12%。经折现，经营资产价值约1080亿元。

悲观情景（概率20%）：电网投资不及预期，行业竞争加剧侵蚀利润，新业务拓展缓慢。

未来5年自由现金流年均复合增长率仅为5%。经折现，经营资产价值约750亿元。

非经营性资产净值（金融资产+股权投资-带息负债）为 $66.8 + 0 - 20.1 = 46.7$ 亿元。

综合计算：

乐观估值： $1480 + 46.7 = 1526.7$ 亿元

中性估值： $1080 + 46.7 = 1126.7$ 亿元

悲观估值： $750 + 46.7 = 796.7$ 亿元

加权平均估值 = $1526.7 * 20\% + 1126.7 * 60\% + 796.7 * 20\% = 1153.3$ 亿元

当前市值1264.35亿元，赔率（加权平均估值/当前市值）约为 0.91。

进一步思考

本估值的关键假设在于对电网投资周期和公司新业务增长曲线的判断。可能存在的纰漏包括：1) 低估了技术路线变革（如新型电力系统对传统设备需求的改变）带来的风险；2) 将公司视为一个整体进行估值，未充分考量其不同业务板块（传统设备 vs. 储能EPC）迥异的增长与风险特性。投资者应重点关注：1) 公司季度订单结构及毛利率变化；2) 海外市场营收占比及盈利质量；3) 储能业务从设备销售向系统集成转型的进展。

基本结论

基于中性情景概率权重，思源电气当前市值略高于我们的加权平均估值。其稳健的资产负债表和行业地位提供了安全边际，但估值充分反映了增长预期，需等待更佳赔率或超预期的业务进展。

■ 财务预警

思源电气-002028.SZ

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大)
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收 占比	应收账款占比过 高	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流 净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口 率	正常	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%

速动比率	正常	
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	142.55	
存货周转天数偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	固定资产周转率连续三年下降	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	应付账款周转天数连续三年上升	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.31	
所属行业	电力设备及新能源	

■ 财务分析

思源电气作为电力设备及新能源行业，特别是电气设备领域的上市公司，其财务数据展现出业务扩张与稳健运营并存的特征。公司总资产规模超过234亿元，负债合计约108亿元，资产负债率约为46.1%，处于相对稳健的水平。归属母公司股东的权益近124亿元，资本基础雄厚。短期偿债能力方面，公司持有逾40亿元的货币资金，远高于约1.49亿元的短期借款，流动性极为充裕。同时，公司对外担保余额为零，财务政策审慎。

从盈利能力分析，公司展现出强劲的增长势头。营业收入从2022年的105亿元持续增长

至2024年的155亿元，同期毛利从27.7亿元攀升至48.3亿元，显示出良好的收入增长与盈利扩张能力。近一年营业利润和净利润的同比增长率分别达到36.8%和31.4%，增长质量较高。然而，销售费用率从2022年的4.41%逐年微升至2024年的4.97%，需关注其与收入增长的匹配性及费用控制效率。在运营层面，存货周转天数约为143天，对于设备制造企业而言处于可接受范围，但仍有优化空间以提升资产效率。值得关注的是，固定资产周转率从2022年的8.92次下降至2023年的7.83次，这可能与公司产能扩张、新增资产尚未完全达产有关，需要跟踪其后续的产能利用效率。

公司的现金流状况整体健康，但结构值得深入分析。经营活动产生的现金净流量高达24.6亿元，显著超过20.8亿元的净利润，表明利润的现金含量高，主业造血能力强劲。企业自由现金流量

(FCFF) 约为17.6亿元，显示在满足再投资需求后仍能产生大量可自由支配的现金。投资活动现金净流出约170.5亿元，结合在建工程3.12亿元的余额，印证公司正处于积极的投资扩张周期。筹资活动现金净流出约1.99亿元，表明公司正在偿还债务或进行股东回报，而非依赖外部融资，这与其充裕的自有现金流相匹配。

在风险提示方面，有几个财务指标的变化需要关注。首先，公司的应付账款及应付票据周转天数从2022年的171天持续延长至2024年的194天，这虽然可能改善了公司的营运资金，但也意味着对上游供应商占款的增加，需关注其可持续性以及对供应链关系的影响。其次，尽管公司货币资金充裕，但应收账款与应收票据合计超过66亿元，规模较大，需持续监控其回款情况与坏账风险。最后，固定资产周转率的下降趋势若持续，可能意味着新增投资未能及时转化为有效产出，需评估扩张项目的效益是否达到预期。

■ 近期事件

思源电气股份有限公司近期公告摘要

2026-01-06：公司发布关于回购股份的进展公告。截至2025年12月31日，因股价高于回购价格上限，累计回购股份0股。将继续根据3亿至5亿元回购方案择机实施回购。

2025-12-31：公司发布2025年第一次临时股东大会法律意见书，确认股东大会程序合法有效，未涉及具体财务或业务事项。

■ 机构调研

最新调研（2025-11-06）

公司前三季度总体情况：

营业收入138.27亿元

对完成全年收入目标有信心
海外整体表现较好，将持续投入
总体毛利率有望维持在平稳状态

新增订单情况：

前十个月新增订单尚无准确统计数据
总体处于稳步发展过程中
基本符合阶段性目标

海外订单表现：

海外订单增速略高于整体平均水平
非洲、欧洲及中东地区、中南美洲表现较好
中亚地区、东南亚业务有所增长

产能与竞争力：

变压器与高压开关产能能够支撑业务发展需求
关键看产品竞争力和订单获取情况

毛利率预期：

前三季度毛利率基本维持在相同水平
得益于业务规模扩大带来的规模效应
与公司坚持研发投入有关
对未来毛利率变化尚无法做出准确判断

调研回顾

上市公司机构调研总结

以下信息基于2025年8月至11月期间的机构调研报告整理，按时间从近到远呈现公司的主要话题和结论。

调研信息摘要

2025年11月6日调研：公司前三季度营业收入138.27亿元，对完成全年目标有信心；海外整体表现较好，持续投入；毛利率有望维持平稳；新增订单尚无准确统计，但总体稳步发展；海外订单增速略高于整体，非洲、欧洲、中东及中南美洲表现较好；产能充足，关键看产品竞争力和订单获取；对未来毛利率变化尚无法判断。

2025年10月23日调研：前三季度营业收入138.27亿元，整体符合预期；毛利率维持在平稳状态；材料价格相对平稳；电芯成本透明，与厂商合作良好；研发持续投入；电网业务需求积极；销售费用用于市场开拓；海外需求旺盛，美国市场以高压变电站设备为主；超级电容应用广泛，拓展业务边界。

2025年10月20日调研：前三季度营业收入138.27亿元，符合阶段性预期；业务规模扩大，库存增加导致现金流阶段性承压，后续将提升管理能力；全年订单增长25%目标艰巨，9月订单完成基本符合预期；海外订单履约周期相对长；毛利率维持平稳，材料价格平稳，但在建工程结转为固定资产后可能产生折旧费用；海外订单增速高于平均，国内订单中系统内、新能源和储能订单增长符合预期，工业企业订单平稳；超级电容布局积极，应用领域广泛；政府补贴同比变化较大，系时间节点差异；IGCT项目与怀柔实验室合作推进产业化；2026年新品对收入影响较小；收入目标尚未确定；研发、营销费用加大，管理费用控制；海外收入占比稳定；海外EPC订单增长，主要在东南亚和非洲；GMCC减值测试仍在进行。

2025年8月19日调研：上半年营业收入84.96亿元，订单增长符合目标；重点基建项目进展顺利；存货增加导致现金流承压；海外营收同比增长近89%，以高压开关设备和变压器为主；新增订单尚无准确统计，产能充足；储能板块表现积极，海外订单增速略高于整体；750kVGIS部分设备已交付；二季度销售费用率环比上升；储能业务发展良好，配网业务收入占比低。

关键洞察

公司业务规模持续扩大，海外市场表现突出，订单增速高于国内，尤其在美国、非洲、欧洲等地区需求旺盛。

毛利率维持平稳，主要得益于规模效应和研发投入，但未来可能受在建工程折旧费用影响。

现金流阶段性承压，主要源于库存增加，公司正提升管理能力，同时研发和营销费用加大以驱动增长。

投资者关注点

海外市场拓展进展及订单持续情况，尤其关注美国、东南亚和非洲地区的增长潜力。

毛利率变化趋势，特别是在建工程结转对成本的影响。

现金流管理及期间费用控制能力，尤其是研发投入与市场拓展的平衡。

■ 最新卖方研究综述

核心行业投资逻辑

基于对行业信息的整合，我们认为当前电力设备与新能源行业的投资逻辑主要围绕以下三点展开：

1. 电网投资是稳定增长的核心驱动力：行业正处于能源结构调整阶段，带来了巨大的源网荷储、电网更新换代需求。电气设备板块的需求核心来源于“两网”（国家电网、南方电网）的投资支出，其增长相对稳定可预期。我们预计2026年电网投资有望达到7000亿元，同比增长5-10%，特高压等主网建设持续推进，为相关设备企业提供坚实的订单基础。
2. 储能行业正从政策驱动迈向价值驱动：随着国内电力现货市场连续运行和独立储能容量电价机制在多地落地，储能项目的经济性模型趋于完善，行业进入商业化价值驱动的新阶

段。同时，海外（尤其是欧美）市场需求旺盛，为中国具备成本和技术优势的产业链提供了广阔的出海空间。储能已成为行业增长最快的细分领域之一。

3. 风电行业迎来盈利修复与成长共振：国内陆上风电招标价格已明确回升，行业竞争格局优化驱动盈利反转。同时，“两海”（海上风电与出海）战略成为重要成长主线。海上风电因其发电效率高、靠近负荷中心而具备长期潜力；而中国风电产业链凭借成本优势正加速全球化布局，从单纯产品出口升级为“设备+产能+服务”的全链条出海，获取更高价值。

近期行业重点动态与数据

近期卖方报告及行业数据进一步印证并细化了上述逻辑，并提供了新的观察视角：

电网投资与设备出口高景气：2026年电网投资预计达7000亿，同比增长5-10%。特高压建设持续推进，多条线路在建或已核准。同时，电力设备出口表现强劲，2025年1-10月变压器出口增速超过45%，印证了海外电网升级和国产供应链的竞争力。与思源电气相关：公司2025年第二季度业绩同比增长61%，上半年海外收入同比大增89%，显示其海外业务拓展成效显著。

储能需求爆发与商业模式拐点：2025年1-11月国内新型储能新增招标规模突破400GWh，同比增长75%。以蒙西独立储能项目为例，在“容量补偿+现货套利”模式下测算全投资IRR可达约10%，经济性拐点已现。海外方面，美国2025年1-10月新增大储装机11.63GW，同比+42.5%，规划装机量庞大。与思源电气相关：摩根士丹利报告指出，宁德时代已锁定来自思源电气等头部集成商的订单，这有助于确保其在2026年中国大型储能市场的份额。

风电价格回升与出海加速：2025年陆上风机（不含塔筒）中标均价同比上涨约11%，价格上涨对报表的体现虽滞后，但将驱动2026-2027年产业链盈利修复。出口方面，2025年整机海外新签订单达40GW，同比+43%，中国企业正通过属地化投资深入欧洲等市场。

政策调整影响出口结构：中国将于2026年4月1日起完全取消太阳能产品出口增值税退税，电池产品退税也将逐步取消。此举旨在抑制过度价格竞争和应对贸易压力，短期内可能导致出口前置，长期将增加出口成本，可能加速产能海外转移和行业整合。

行业观察与趋势展望

综合来看，我们此前关注的电网投资稳定性、储能商业化以及风电盈利修复等核心逻辑不仅没有改变，反而在近期得到了数据的强化和验证。行业的最新变化揭示了更深层的趋势与潜在风险：

需要关注的趋势：

1. **电力市场化改革深化是长期主线：**全国统一电力市场建设、现货市场运行和辅助服务市场完善，正在系统性重塑发电、电网、用户和储能的商业模式与价值分配。这不仅是储能经济性的来源，也使得风电等电源的电力交易辅助能力成为新的竞争维度。
2. **“出海”与“全球化”成为关键增长极：**无论是风电整机、海工基础，还是储能系统、电力变压器，中国供应链的全球竞争力正在多个细分领域显现。应对国内退税政策调整和贸易摩擦，主动进行海外产能布局将成为龙头企业的必然选择。

3. 技术迭代与新兴场景持续涌现：太空光伏（HJT电池适配）、SOFC（固体氧化物燃料电池）用于数据中心供电、固态电池产业化、漂浮式风电等新技术或场景，虽然当前产业规模较小，但代表了行业远期突破方向和潜在的新增长曲线。

潜在风险提示：

1. 政策与贸易环境变化：国内“反内卷”政策、出口退税调整、欧美等市场的贸易壁垒和本地化生产要求，都可能对行业增速和企业盈利造成短期扰动。
2. 行业竞争再度恶化：尽管目前风电、锂电等环节竞争格局有所优化，但若需求不及预期或产能扩张失控，价格战风险依然存在。
3. 项目执行与需求落地不及预期：海上风电项目审批、电网投资节奏、海外储能项目落地等环节的延迟，可能影响产业链相关公司的业绩释放节奏。

总体而言，电力设备与新能源行业在能源转型的确定性趋势下，内部结构正在发生深刻变化。投资逻辑应从单纯的产能扩张转向关注技术领先、全球化布局能力、以及能在电力市场化环境中创造差异化价值的企业。

■ 高管增持

近期高管增减持					
公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

■ 机构持股

机构持仓一览					
机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
近一年暂无数据					

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。