

思源电气（002028.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	93.25
总市值	725.86亿
PE-TTM	29.57
PB-MRQ	5.43

估值结果

价值	596.70亿
DDM估值	上行空间 -18%
状态	合理估值
价值	508.33亿
动态估值	上行空间 -30%
状态	偏高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

思源电气是国内电气设备民企龙头，同时也是电气设备出海龙头企业。

公司成长能力良好，主要系公司国内网外、海外业务仍处拓展前期，市占率具备较大提升空间。公司盈利趋势较为稳健，主要系公司网外业务格局分散、海外业务定价能力强，对公司盈利能力有所拉动。公司产业格局较好，主要系上游供应链成熟且分散，网外及海外业务格局分散，同时海外电网设备市场可靠性验证较为重要，高用户粘性下新进入者较少。公司护城河非常深厚，主要系公司产品可靠性已获验证，运营管理成熟，海内外线下渠道已构建完善。

基于我们对电网设备市场规模稳健增长，公司份额平稳提升的合理假设，公司现在处于估值合理状态。

我们区别于市场的观点

市场中很多投资者认为公司业务扩张受到电网投资规模影响，伴随新能源装机逐渐到达高峰，同时新能源设备采购价格存在下调可能性，后续电网设备需求增长斜率可能下降，公司业绩可能受影响。

我们认为，尽管新能源装机存在松动可能性，以下因素影响下业绩仍将保持较快增长：1）国内人均GDP增长情况下，电力消费需求仍将长期扩容，核电、抽水蓄能等装机投资将填补增量空缺，叠加电网设备存量更新，电力设备投资仍将维持平稳增长；2）公司网外工业自动化、IDC、储能、轨交等网外业务仍处拓展前期，网外业务增长动能依然充足；3）公司已积累超20个成功海外项目，口碑、拓展能力、产品可靠性已获验证，当前海外市占率较低，海外业绩预计将保持快速增长。

风险提示

新能源装机存在松动可能性，电网规模增速可能下调；海外项目信息较少，跟踪难度较高；海外电网设备巨头竞争烈度存在加强的可能性。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

思源电气为民营电气设备龙头，长期深耕电网设备，在一次设备（组合电器GIS、隔离开关及变压器等）、二次设备（无功补偿类设备、继电保护及智能变电等）领域都有较为全面的布局。当前业务涉及电网设备、电源设备、工业自动化、储能、汽车电子、轨交、芯片等领域，区域布局覆盖欧洲、中东、拉丁美洲、非洲、中亚及东南亚等地。

2. 业务介绍

对于思源电气公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

国内网内业务：

公司国内网内业务主要是在国内向国家电网、南方电网等客户销售变压器、开关、互感器、线圈、继电保护等一二次电力设备。我们对该业务的市场界定为国内电网内业务。我们对该业务界定为中国境内针对电网企业销售的电力设备市场。

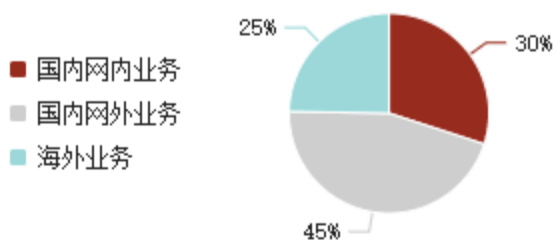
国内网外业务：

公司国内网外业务主要是在国内向新能源、工业自动化、IDC、储能、轨交、汽车电子、芯片等行业的企业销售变压器、互感器、开关、继电保护等电力设备。我们对该业务的市场界定为中国境内电网企业外的电力设备市场。

海外业务：

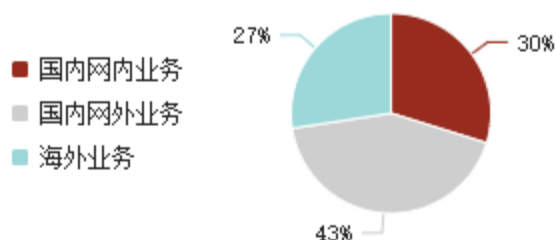
公司海外业务主要为向欧洲、中东、拉丁美洲、非洲、中亚及东南亚等地的电网企业销售电力设备，以一次设备及EPC总包为主，已获得英国、荷兰等多国供应商资格，并有超过20个成功项目案例。我们对该业务的市场界定为针对海外电网企业销售的电力设备市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

思源电气作为电力设备企业，上游供应链覆盖金属原材料、电子元器件、组件等多个品类，整体供应链集中度低，下游客户覆盖电网企业、电力公司、电站、工业企业等多个行业门类，客户集中度低，项目具备定制化属性，需针对不同场景进行调整研发，研发强度较高。

3.1 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司电网设备产品存在定制化属性，需要针对不同的项目进行调整，研发费用率整体在6%-7%，研发强度较高。

3.2 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司客户覆盖国内外的电网企业、电力公司、新能源电站、IDC、工业企业、轨交公司等客户，行业门类较多，客户分散，客户集中度低。

3.3 整体供应链集中度

低 **较低** 中等 较高 高

供应链主要为金属原材料（铜、铝、铁等）、电子元器件（芯片、电容、电阻等）、组件（铁芯、断路器等）以及部分在整体方案中使用的一二次设备（集成系统软件等），供应链分散于多个行业，且较为充足，整体供应链集中度低。

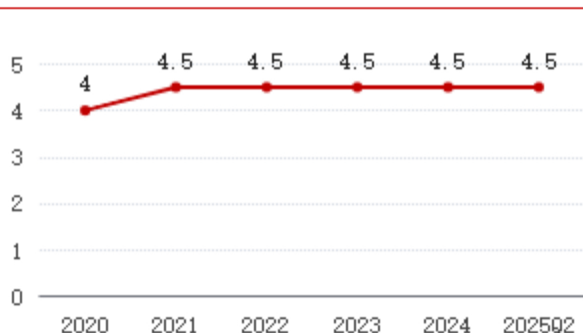
4. 历史经营绩效

思源电气盈利能力较高，且成长能力保持较高水平，业务控制力较高，股东回报表现较好，整体经营绩效较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



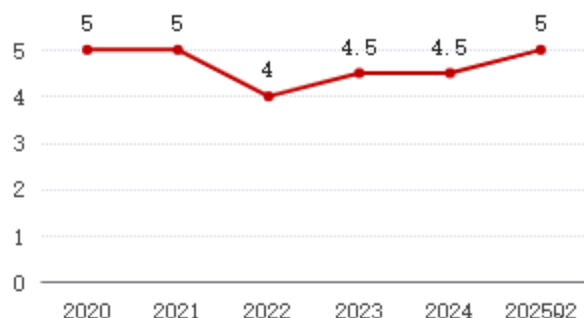
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力星级较好，核心指标净利率、净资产收益率均保持市场较高水平，主要系电力设备行业格局较为分散，同时海外电力设备业务定价能力较好，产品销售盈利能力较强。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级整体保持较高水平，主要系公司于国内网外电力设备及海外电网市场的持续拓展，2022-2024年成长星级短期下滑主要为疫情影响下海外业务拓展短期受阻。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司经营性现金流表现较好，上下游占款比例较高，（合同负债+预收款项）/营业收入基本在8%-15%，应付账款/营业收入在30%左右，业务控制力中等。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司多年来坚持分红，分红比例在20%左右，且未进行定向增发等融资活动，股东回报表现较好。

5. 四维评级

公司护城河深厚，产业格局良好，成长空间较大，盈利趋势偏稳定，主要源于公司在电网内、工业领域、海外电网的线下渠道拓展、管理运营模式、技术积累方面均较为成熟，产品可靠性被验证，优质项目拓展机会充足。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长性较好，网内设备投资增长较为平缓，且份额提升需要面临几大国企的直接竞争，因此来自于多类网外业务的拓展及海外电网市场市占率的提升。

国内网内业务(3星):

当前国内网内业务市占率不到3%，市占率仅次于几大国企，几大国企具备较深的资源护城河，公司市占率大幅提升存在一定难度，成长性中等。

国内网外业务(3.5星):

公司网外业务涉及的IDC、储能、工业自动化等行业市场均为百亿至千亿大市场，当前公司网外业务收入仅70亿元左右，未来拓展机会较多，公司把握成熟一次核心电力设备技术，可持续提升市场份额，但同时也存在汇川技术等工控企业的竞争，成长性良好。

海外业务(4星):

海外业务当前主要集中在电网端采购，市占率不到1%，产品验证已成，未来伴随海外项目放量，拓展潜力充足，成长性较强。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势主要来源于网外、海外业务的结构性价拉动力，网外业务分散而议价能力强，海外业务定价空间较国内更大，可对冲国内网内产品降价风险，预计公司盈利能力保持稳定。

国内网内业务(2.5星):

电网内设备集中于8家左右的头部企业，CR5在50%以上，较为集中，产品提价难度较高，同时客户为国家电网、南方电网等大型国央企，公司议价能力较弱。

国内网外业务(3.5星):

公司下游IDC、储能、工业自动化、汽车电子、芯片等行业处于培育前期，客户格局较为分散，价格压力较小。

海外业务(3.5星):

海外业务定价空间较多，依托公司高可靠性产品及口碑获取优质订单，供应链存在进一步规模降本可能性，但同时也受到西门子等巨头企业的竞争，盈利预计将维持稳定。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局情况较好，上游供应链成熟且分散，网外业务格局分散，竞争烈度较低，提升空间充足。

国内网内业务(3.5星):

国内网内设备产业格局偏中性，行业需要资质及稳定客户关系，资源渠道壁垒较深，很难出现外部进入者，但同时公司需要面对头部国企电网设备公司的直接竞争。

国内网外业务(4.5星):

网外电力设备产业格局较好，行业涉及多个工业、能源领域，上下游格局均较为分散，公司具备较强的议价能力，同时行业竞争格局较为分散，竞争烈度较低。

海外业务(4.5星):

海外电网设备格局较好，上下游格局均较为分散，但同时海外市场中西门子、日立电源、GE等巨头总市占率30%左右，公司面临一定竞争。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较为深厚，主要体现在业务的高ROE、高ROIC上，公司通过上下游较好的口碑及业务稳定性达到高经营性现金流、低有息负债的情况，业务控制力较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
国内网内业务	(4星)公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为26%，具有明显超额收益，市占率约3%，公司业务控制力星级较高，主要系公司线下渠道、管理运营、技术方面的优势。	(4.5星)公司达到这一护城河主要靠线下渠道、管理运营、技术、规模经济四个方面的优势，作为电网头部供应商，线下渠道完善、管理模式成熟、技术领先，持续拓展电网采购份额，公司护城河持续性较强。
国内网外业务	(4.5星)公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为29%，具备明显超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司在线下渠道布局、管理运营方面的优势。	(4.5星)公司达到这一护城河主要靠线下渠道、管理运营、技术、规模经济四个方面的优势，公司产品技术矩阵丰富，于IDC、储能、轨交等多个行业已积累成熟客户渠道资源，在多个领域持续获取新项目，公司护城河持续性较强。
海外业务	(4.5星)公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为35%，具备明显超额收益，市占率不到1%，公司业务控制力星级较高，主要系公司在线下渠道布局、技术、管理运营的优势。	(4.5星)公司达到这一护城河主要靠线下渠道、管理运营、技术、规模经济四个方面的优势，公司作为产品可靠性已被验证的出海民企，依托已有客户资源及口碑，辅以较好的激励，在海外持续拓展电网客户项目，护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对思源电气采用动态估值和DDM估值方法，根据测算，公司现在整体处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括国内网内业务、国内网外业务、海外业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

国内网内业务：

收入假设：

- 1) 电网端设备市场规模：考虑到人均用电量维持增长、电网设备存在更新替换，假设未来市场规模稳健增长，假设复合增速在5.6%左右；
- 2) 公司电网端设备市占率：考虑到公司竞争对手多为央国企，假设未来公司市占率平稳提升，远期市占率在3.5%左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到行业格局较为集中，新进入者较少，假设毛利率基本维持29%左右；
- 2) 费用率：考虑到产品定制化属性较强，需要维持一定的销售及研发人员规模，假设费用率保持15%左右。

国内网外业务：

收入假设：

考虑到网外各行业格局较为分散，当前市占率较低，公司技术及渠道成熟，业务放量在即，假设网外业务收入维持较快增长，复合增速在3%左右；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到IDC、储能等业务仍处培育前期，且下游客户格局较为分散，公司议价能力较强，假设盈利能力保持29%左右；
- 2) 费用率：考虑到业务存在定制化属性，需维持一定销管、研发人员规模，假设费用率基本维持15%左右。

海外业务：

收入假设：

- 1) 海外电网设备市场规模：考虑到当前全球新能源投资仍处前期，假设未来电网设备市场规模维持稳健增长，复合增速3%-4%；
- 2) 海外市占率：考虑到公司产品可靠度已被验证，假设未来市占率维持快速增长，远期市占率3%左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到海外产品定价空间较大，产品降价压力较小，假设毛利率水平维持在30%左右；
- 2) 费用率：考虑到海外需维持一定的维保人员规模，假设费用率水平维持在15%左右。

表2：公司整体业绩预测

思源电气	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	105.4	124.6	154.6	195.8	237.0	270.2	303.1	331.7
归母净利润(亿)	12.2	15.6	20.5	24.8	29.8	33.4	36.4	39.0
归母净利润增速(%)	1.9	27.8	31.4	21.0	20.3	11.8	9.1	7.1
经营性净利润(亿)	13.0	15.6	19.8	24.6	29.6	33.1	36.3	38.9
经营性净利润增速(%)	4.2	19.7	27.5	24.0	20.2	12.0	9.6	7.1
经营性归母净利润(亿)	12.3	15.1	19.5	24.2	29.1	32.6	35.7	38.2
经营性归母净利润增速(%)	4.9	22.4	29.3	24.0	20.2	12.0	9.6	7.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

国内网内业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	40.1	45.7	52.4	58.7	64.6	70.4	76.0	80.6
收入增速(%)	13.8	14.0	14.7	12.0	10.0	9.0	8.0	6.0
经营性净利润(亿)	5.1	5.3	5.5	6.2	6.7	7.1	7.5	7.7
经营性净利率(%)	12.8	11.6	10.6	10.5	10.3	10.1	9.8	9.5
经营性净利润增速(%)	3.6	3.3	4.2	11.2	8.4	6.6	5.0	2.7
国内网外业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	46.6	57.3	70.9	88.7	104.6	115.1	125.4	134.2
收入增速(%)	22.7	22.9	23.8	25.0	18.0	10.0	9.0	7.0
经营性净利润(亿)	5.6	5.6	8.4	10.6	12.5	13.7	15.0	15.8
经营性净利率(%)	12.0	9.8	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	11.7
经营性净利润增速(%)	-5.5	0.7	49.8	25.9	17.9	10.0	9.0	5.4
海外业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.7	21.6	31.2	48.4	67.8	84.7	101.6	116.9
收入增速(%)	35.9	15.7	44.7	55.0	40.0	25.0	20.0	15.0
经营性净利润(亿)	2.3	4.6	5.9	7.9	10.4	12.3	13.9	15.4
经营性净利率(%)	12.2	21.5	18.9	16.2	15.4	14.5	13.6	13.2
经营性净利润增速(%)	40.8	102.9	27.1	33.3	32.6	18.0	12.9	11.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
海外业务	8.1%	中等	较好	较强	8.5%	15	15.0
国内网外业务	3.1%	中低	较好	较强	8.5%	12.69	15.6
国内网内业务	2.6%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	7.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
海外业务(亿)	13.6	162.9	176.4	13.8	—	—	190.2
国内网外业务(亿)	31.6	142.5	174.1	24.4	—	—	198.4
国内网内业务(亿)	19.4	83.9	103.3	19.3	2.9	—	119.7
公司整体测算(亿)	64.5	389.3	453.8	57.4	2.9	—	508.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
海外业务(亿)	84.8	144.0	228.8	13.8	—	—	242.5
国内网外业务(亿)	103.2	91.9	195.1	24.4	—	—	219.4
国内网内业务(亿)	59.4	59.0	118.3	19.3	2.9	—	134.8
公司整体测算(亿)	247.3	294.9	542.2	57.4	2.9	—	596.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

电网投资完成额、国电设备招标情况关键行业信息数据经由国统局、行业协会定期披露，可获得性较高，行业远期成长可参考行业协会预测，预测确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。