

2025 年 06 月 13 日

广信科技（920037.BJ）：绝缘纤维材料“小巨人”，卡位 750kV 绝缘蓝海+新能源

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 绝缘纤维材料领域专业供应商，卡位 750kV 绝缘蓝海

公司是绝缘纤维材料及其成型制品的专业供应商，产品主要应用于输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域。公司自成立以来持续追赶国际先进技术，为国内少数具备 750kV 及以上超/特高压等级绝缘纤维材料产品生产能力的企业之一，同时也是行业内为数不多的产品覆盖所有电压等级的绝缘纤维材料生产厂商及绝缘方案提供商。2022-2024 年，公司营业收入分别为 3.04 亿元、4.20 亿元和 5.78 亿元，增速分别为 31.76%、38.05% 和 37.49%；归母净利润分别为 1,472.36 万元、4,940.44 万元和 11,617.18 万元，增速分别为 89.75%、235.55% 和 135.14%。2024 年，公司毛利率为 33.5%，净利率为 20.11%。公司营业收入、利润、毛利率以及净利率近年来均保持稳步上升状态。

● 国家战略新兴产业，政策+需求双驱动把握超/特高压市场高景气

公司所在行业属于国家战略性新兴产业，主要产品属于国家重点产品，符合国家战略发展方向。近年来，绝缘材料的创新应用逐渐成为我国推行可持续能源方案的关键动力之一，2018 年我国绝缘材料市场规模为 654.90 亿元，到 2022 年我国绝缘材料市场规模增长至 733.6 亿元，增幅达 12.02%。公司产品上游为木浆制造业，下游是变压器等电力设备生产商。从下游应用领域来看，公司产品主要在电力设备中作为绝缘材料使用，典型的具体应用领域为输变系统中的变压器等电力设备。此外，公司产品在电机、电容器、电气化铁路及轨道交通牵引变压设备、新能源汽车电池及军工装备等领域也有一定的应用。根据中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国变压器行业发展研究报告》，2023 年我国变压器产量为 20.75 亿千伏安，同比增长 6.5%，预计 2024 年我国变压器产量将超过 21.6 亿千伏安。根据国际可再生能源机构数据显示，2014 年至 2024 年，我国光伏发电累计装机容量年均复合增长率达 41.08%。下游行业规模的持续增长，将带动上游绝缘纤维材料的市场需求。

● 以科研平台和专利技术为支撑，持续增强绝缘材料领域竞争力

公司是国家级专精特新“小巨人”企业，并入选建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业（重点“小巨人”企业），拥有“省认定企业技术中心”、“湖南省特种纸及纸板工程技术研究中心”和“湖南省工业设计中心”三个省级科研技术平台。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利 67 项，其中发明专利 13 项。经过多年的生产实践及技术积累，公司已具有薄型绝缘纤维板材技术、厚/超厚绝缘纤维板材关键技术等多项核心技术，形成了较强的核心竞争力。“电气绝缘新材料扩建项目”预计将解决公司目前设备老旧、自动化程度较低、场地拥挤等综合问题，使公司进一步完善绝缘纤维材料生产体系，有效提升公司的盈利能力与综合竞争实力。

● 风险提示：行业竞争加剧风险、原材料价格波动、下游行业投资放缓风险。

相关研究报告

《北交所新质生产力后备军筛选系列十九，关注雅图高新、悦龙科技等—北交所策略专题报告》-2025.6.12

《已部署 DeepSeek-R1 等主流模型，2025Q1 归母净利润同比+43.77%—北交所信息更新》-2025.6.11

《主粮新突破驱动业绩增长，海外产能释放开启成长新篇章—北交所信息更新》-2025.6.10

目 录

1、 绝缘纤维材料及成型制品专业供应商，营收与毛利率同增.....	4
1.1、 产品：绝缘纤维材料业务突出，产品毛利率均呈现上升状态.....	5
1.2、 财务：营收与毛利双增，2024 年归母净利润增速达 135.14%.....	8
2、 行业：战略新兴产业，下游需求持续增长.....	12
2.1、 公司所在行业属于战略性新兴产业，国家政策带来机遇与发展.....	12
2.2、 公司产品下游应用广泛，主要行业包括输变电系统、电气化铁路等.....	14
2.3、 行业情况：绝缘材料市场规模持续增长.....	16
2.3.1、 行业基本情况.....	16
2.3.2、 绝缘纤维材料市场需求发展趋势.....	18
3、 看点：国家级专精特新“小巨人”，持续研发提升技术水平.....	23
3.1、 坚持自主创新，重视技术积累与改进.....	23
3.2、 募投项目.....	27
3.3、 可比公司.....	28
4、 估值对比：可比公司 PETTM 均值 34.8X.....	31
5、 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 魏冬云和魏雅琴为公司的控股股东和共同实际控制人.....	4
图 2： 公司的主要产品为绝缘纤维材料及其成型制品.....	5
图 3： 2022-2024 年度公司主营业务突出（万元）.....	7
图 4： 公司绝缘纤维材料营收占比较高（万元）.....	7
图 5： 绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品的毛利率均呈现上升状态（%）.....	8
图 6： 2024 年公司营收为 57,754.18 万元.....	9
图 7： 2024 年公司归母净利润为 11,617.18 万元.....	9
图 8： 2022-2024 年度公司毛利率与净利率同增.....	9
图 9： 受益于规模效应，公司期间费用率同比小幅下降（%）.....	10
图 10： 2022-2024 年度公司研发费用率有轻微下滑（%）.....	10
图 11： 2024 年直销收入为 43,774.97 万元，占主营业务的 75.97%（万元）.....	10
图 12： 公司产品上游为木浆制造业，下游则是变压器等电力设备生产商.....	15
图 13： 500kV 变压器结构示意图.....	16
图 14： 到 2022 年我国绝缘材料市场规模增长至 733.6 亿元，增幅达 12.02%.....	16
图 15： 电力行业可分为发电、输电、配电和用电四个环节.....	17
图 16： 2024 年我国电力行业主要发电企业投资总额为近十年最高（亿元）.....	17
图 17： 2023 年我国变压器产量为 20.75 亿千伏安，同比增长 6.5%.....	18
图 18： 近年来，我国电机行业销售规模稳步增加.....	19
图 19： 2024 年，我国光伏发电新增装机容量达 277.17GW.....	20
图 20： 2014 年至 2024 年，我国风力发电装机容量复合年均增长率为 18.35%.....	20
图 21： 2013 年至 2023 年，我国海上风电发电装机容量复合年均增长率为 56.50%.....	21
图 22： 截至 2024 年底，我国已建成投运新型储能项目累计装机规模达 73.76GW.....	22
图 23： 2022 年至 2024 年研发投入复合增长率达到 13.26%.....	24
图 24： 公司 2024 年营业收入为 57,754.18 万元，低于可比公司均值（百万元）.....	29

图 25: 2024 年公司毛利率上升至 33.50%, 接近可比公司平均水平 (%)	29
图 26: 2022-2024 年度公司研发费用率低于可比公司平均水平 (%)	30
图 27: 2024 年度公司存货周转率达到 4.28 次, 高于同行业可比公司平均水平 (次)	30
表 1: 公司绝缘纤维材料可分为薄绝缘纤维材料和厚绝缘纤维材料	6
表 2: 公司主要绝缘纤维成型制品分为机加工成型件等四大类	7
表 3: 2024 年公司绝缘纤维材料及绝缘纤维成型制品单位售价分别上涨 6.33%和 12.17%	8
表 4: 公司市场区域主要集中在华东、中南地区	10
表 5: 公司不存在严重依赖于少数客户的情况 (万元)	11
表 6: 公司预计 2025 年 1-6 月营业收入约为 36,000 万元至 39,000 万元 (万元)	12
表 7: 相关政策为电气机械和器材制造业的发展提供了有利保障	12
表 8: 公司是国家级专精特新“小巨人”企业, 获得多项奖项	23
表 9: 公司牵头或作为起草人, 制定了四项国家标准和四项行业标准	23
表 10: 公司拥有薄型绝缘纤维板材技术等多项核心技术	24
表 11: 公司所获得专利与公司核心技术相对应	25
表 12: 公司核心技术产品收入占营收比例均达到 99%以上	26
表 13: 公司通过持续的研发投入, 提高自身产品竞争力	26
表 14: 公司在研项目相关科研项目技术达到行业内先进水平	26
表 15: 公司与研究院及各大高校进行合作	27
表 16: 募投项目包括“电气绝缘新材料扩建项目”、“研发中心建设项目”等 (万元)	27
表 17: 选取东材科技、民士达、神马电力和恒缘新材作为可比公司	28
表 18: 可比公司 PE (2024) 均值为 38.4X	31

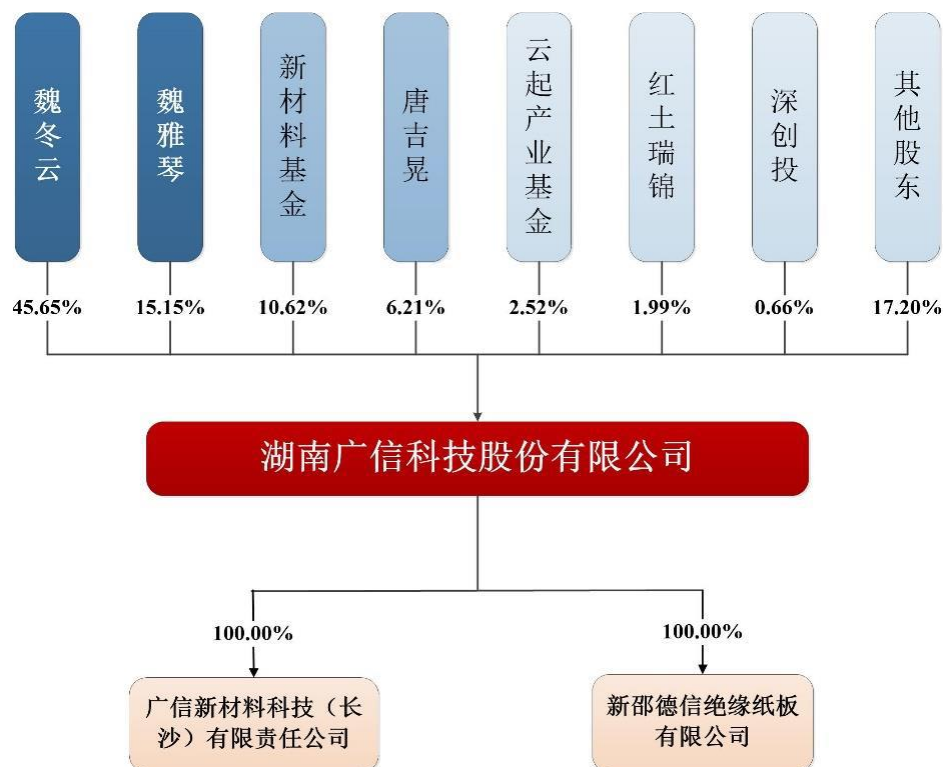
1、绝缘纤维材料及成型制品专业供应商，营收与毛利率同增

公司是绝缘纤维材料及其成型制品的专业供应商，产品主要应用于输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域。经过近二十年的行业深耕，公司产品已覆盖了中低压、高压、超高压和特高压交直流电在内的全电压等级的输变电设备配套产品，成为了国内绝缘纤维材料及其成型制品领域的龙头企业之一。

公司致力于以科技创新和技术研发驱动发展，自成立以来持续追赶国际先进技术，为国内少数具备 750kV 及以上超/特高压等级绝缘纤维材料(含整体出线装置)产品生产能力的企业之一，同时也是行业内为数不多的产品覆盖所有电压等级的绝缘纤维材料生产厂商及绝缘方案提供商。公司是国家级专精特新“小巨人”企业，并入选建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业(重点“小巨人”企业)，拥有“省认定企业技术中心”、“湖南省特种纸及纸板工程技术研究中心”和“湖南省工业设计中心”三个省级科研技术平台，并作为课题承担单位，参与“国家重点研发计划重点基础材料技术提升与产业化重点专项 2017 年度项目”中的“电气及新能源用纸基复合材料制备技术项目”。

截至 2025 年 5 月 30 日，魏冬云持有公司 31,255,838 股股份，占公司总股本的 45.65%，魏雅琴持有公司 10,370,000 股股份，占公司总股本的 15.15%。魏冬云和魏雅琴为父女关系，二人合计持有公司总股本的 60.80%，为公司的控股股东和共同实际控制人。

图1：魏冬云和魏雅琴为公司的控股股东和共同实际控制人



资料来源：公司招股说明书

目前，公司已建立起高素质且稳定的技术研发团队，核心技术人员为魏冬云、龚龔、黄游宇和周瞰伟，均具有丰富的行业经验与扎实的专业知识，从业经验均在三十年以上，并在公司担任重要职务。其中，公司实际控制人魏冬云先生从事绝缘纤维材料相关行业五十余年，具有丰富的绝缘技术经验；现任公司总工程师黄游宇先生主持开发的部分无胶粘系列绝缘成型件产品达到了国际领先水平。

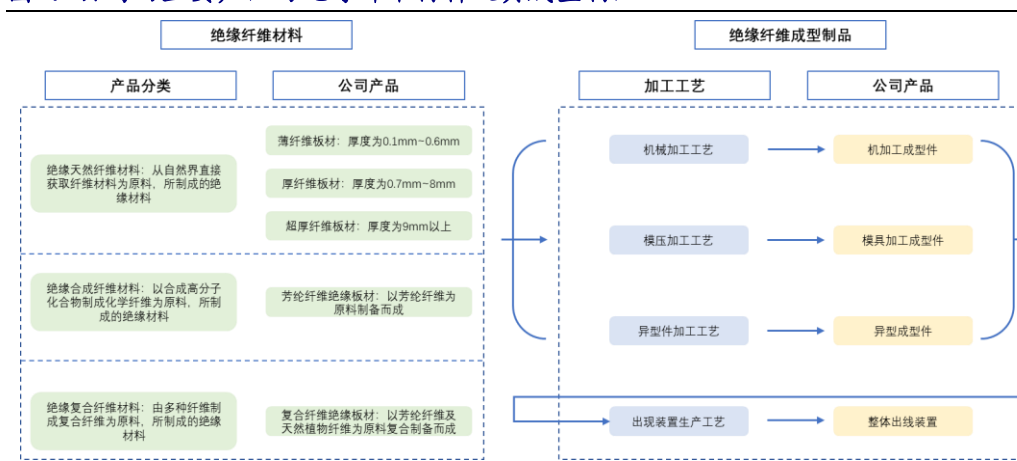
1.1、产品：绝缘纤维材料业务突出，产品毛利率均呈现上升状态

公司的主要产品为绝缘纤维材料及其成型制品，主要用于不同电压等级输变电设备的主纵绝缘。

绝缘纤维材料是纤维状物质通过加工工艺形成的具有绝缘特性的功能性材料，主要包括绝缘天然纤维材料、绝缘合成纤维材料以及绝缘复合纤维材料等。公司产品主要为绝缘纤维材料中的绝缘天然纤维材料。

绝缘纤维成型制品是指以绝缘纤维材料或绝缘纤维胚料为原料，按照应用领域设备或产品的具体要求和标准，经过机械加工、模具压制、特殊成型工艺以及组配等工艺制成的产成品。公司生产加工绝缘纤维成型制品作为零部件可直接用于下游变压器等设备的安装。

图2：公司的主要产品为绝缘纤维材料及其成型制品



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司具有可满足客户基于厚度、形状、适用电压等级、电气强度、绝缘性能、机械强度、耐高温性能等综合性能需求的多类别、系列化绝缘纤维材料及其成型制品产品体系。

根据中国国家标准化管理委员会发布的国家标准《电气用压纸板和薄纸板（GB/T19264.1-2011）》，公司绝缘纤维材料可分为薄绝缘纤维材料（0.08mm-0.6mm）和厚绝缘纤维材料（0.7mm及以上）。其中厚绝缘纤维材料可以进一步分为厚（0.7mm-8mm）和超厚（9mm及以上）。

表1：公司绝缘纤维材料可分为薄绝缘纤维材料和厚绝缘纤维材料

产品类别		特性	产品图片
绝缘天然纤维材料	薄绝缘纤维材料	具有平整光滑、柔韧性好、机械和电气强度高的特点，被广泛用于电力电容器、中小型电机、电线电缆、电器开关等领域。根据下游客户对产品厚度、颜色和用途等需求差异，公司可提供厚度为 0.08-0.6mm 本色和有色系列型号，主要适用于 35kV 以下中低压电压等级的产品。	
	厚绝缘纤维材料	具有纯度高、延伸性能好、平整度好、尺寸稳定性好、机械和电气强度高等特点，被广泛用于交直流变压器、电抗器、互感器、高压开关等输变电设备、轨道交通牵引变压器、风电塔变压器等领域。根据下游客户对产品厚度、性能和用途等需求差异，公司可提供厚度为 0.7-8mm 的产品，主要用于高压、超高压和特高压各电压等级。	
	超厚绝缘纤维材料	公司采用无胶压板的方式生产厚度在 9mm 及以上的超厚绝缘纤维材料，该产品使用了无胶粘技术，从而保证产品的稳定性和绝缘性，不会因为粘胶导致产品出现沿胶层放电击穿现象以及绝缘油渗透不彻底的情况。该产品主要应用于超/特高压变压器、电抗器和高压开关等关键部位绝缘。	
绝缘合成纤维材料	芳纶纤维绝缘材料	芳纶纤维绝缘材料以芳纶纤维为原料制备而成。 芳纶纤维绝缘材料及成型件具有耐高温、高机械强度、阻燃等特点，可较大提升应用机电产品承受过热和超负荷的能力，且使应用机电产品紧凑、耐用、尺寸和重量显著降低，被广泛应用于特种变压器领域、机车牵引变压器等电气化铁路及轨道交通领域以及军工领域等。 根据下游客户对产品厚度、性能和用途等需求差异，公司可提供满足超/特高压特种电气设备、特种牵引变压器、军工装备主绝缘等耐高温绝缘要求的基材和成型件。	 
	绝缘复合纤维材料	绝缘复合纤维材料以芳纶纤维及天然植物纤维为原料复合制备而成。 绝缘复合纤维材料及成型件具有较高耐温、较高强度、经济性好等特点，在耐温等级、经济性等方面填补了天然植物纤维与芳纶纤维绝缘材料及制品的应用空白。 广泛应用于耐高温变压器等新型电力装备领域、牵引变压器等电气化铁路及轨道交通领域。根据下游客户对产品厚度、性能和用途等需求差异，公司可提供满足耐高温变压器、牵引变压器、风力发电变压器等耐高温绝缘要求的基材和成型件。	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司主要绝缘纤维成型制品类别及图示如下表所示：

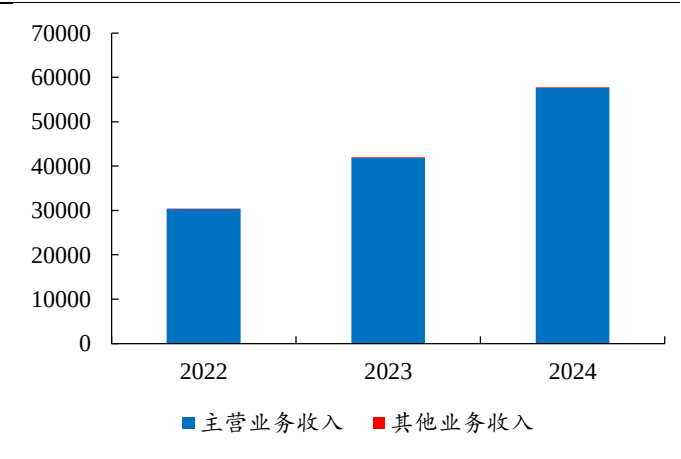
表2：公司主要绝缘纤维成型制品分为机加工成型件等四大类

工艺技术	产品类别	产品举例	产品图片
机械加工工艺	机加工成型件：以绝缘纤维材料为原料，通过机械加工而成	撑条、垫块、压板、燕尾垫块、端圈、护筒、隔板（屏）、异型夹件、夹板、螺杆螺帽、瓦楞板、支撑型板、油隙垫块等	
模压加工工艺	模具加工成型件：以绝缘纤维材料为原料，通过模具压制而成	正/反分瓣宽边角环、正/反分瓣边界窄边角环、U型护槽、Ω型夹件、L型夹件、支撑件和端部角环等	
异型件加工工艺	异型成型件：以绝缘纤维坯料为原料，借助模具以一次成型特殊工艺制作而成	引线角环、整体角环、绝缘筒、绝缘管、绝缘罩、均压球（管）外敷绝缘、绝缘护套、护槽、压钉绝缘等	
出线装置生产工艺	整体出线装置：以精确加工绝缘纤维成型件，经过分部组配和整体装配而成的高压线圈出线的绝缘装置	(1) 超/特高压交流变压器单相三柱、单相两柱和三相三柱并联结构的绕组中部出线的间（直）接式高压端引线绝缘装置，(2) 超/特高压直流换流变压器二柱并联结构的绕组端部出线的直（间）接式高压端引线装置，(3) 超/特高压电抗器的直接式整体出线装置等	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

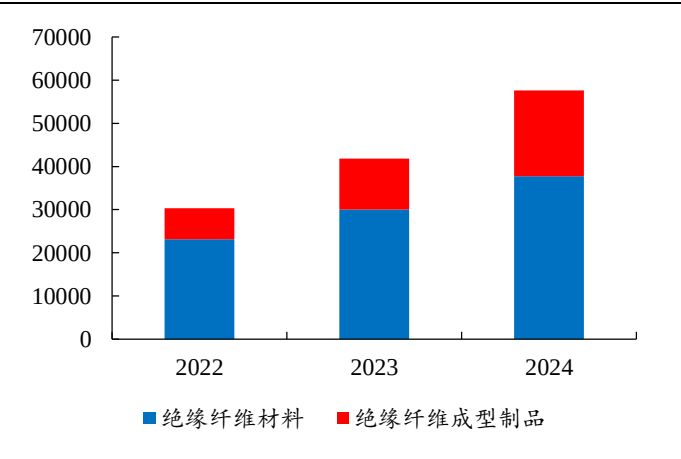
2022-2024 年度，公司主营业务收入占营业收入比例均超过 99%，主营业务较为突出。公司主营业务收入主要来源于绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品的销售。其中，绝缘纤维材料营收占比较高，2024 年绝缘纤维材料营收为 37,779.03 万元，占主营业务收入的 65.57%。

图3：2022-2024 年度公司主营业务突出（万元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

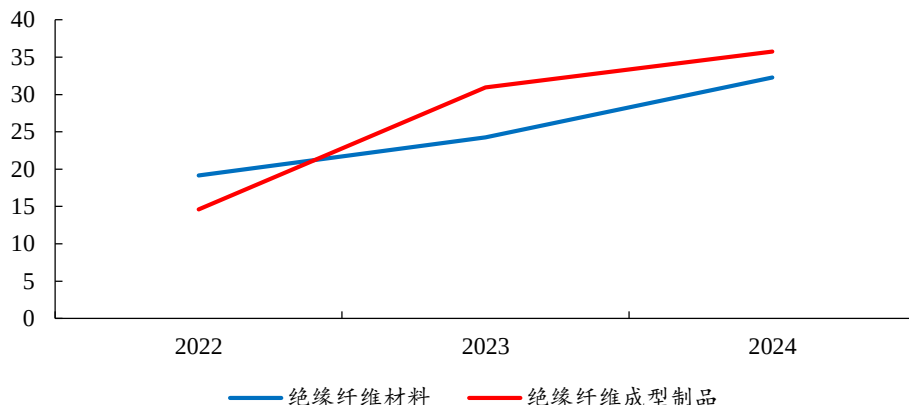
图4：公司绝缘纤维材料营收占比较高（万元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司主营业务毛利率分别为 18.06%、26.14%和 33.46%。按照产品类别分类来看，公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品的毛利率均呈现上升状态。

图5：绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品的毛利率均呈现上升状态（%）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2024 年度，受益于下游客户需求持续增加、直销客户销售占比增加、以及毛利率较高的绝缘纤维成型制品销售占比进一步增加等原因，公司绝缘纤维材料及绝缘纤维成型制品单位售价分别上涨 6.33%和 12.17%，导致毛利率分别增加 8.03 个百分点和 4.76 个百分点。

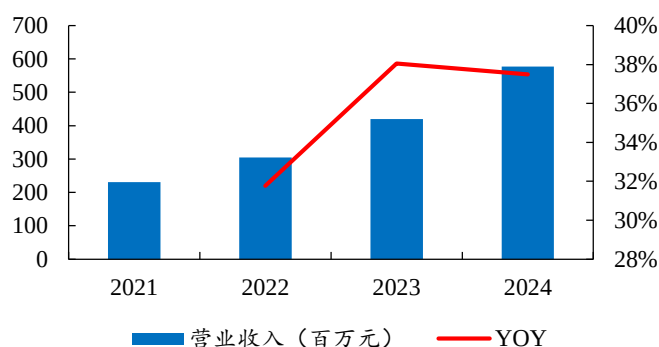
表3：2024 年公司绝缘纤维材料及绝缘纤维成型制品单位售价分别上涨 6.33%和 12.17%

产品类型	项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
绝缘纤维材料	单价（万元/吨）	0.93	0.96	1.02
	单位成本（万元/吨）	0.75	0.73	0.69
	毛利率	19.15%	24.24%	32.27%
绝缘纤维成型制品	单价（万元/吨）	2.48	2.63	2.95
	单位成本（万元/吨）	2.11	1.82	1.90
	毛利率	14.61%	30.97%	35.74%

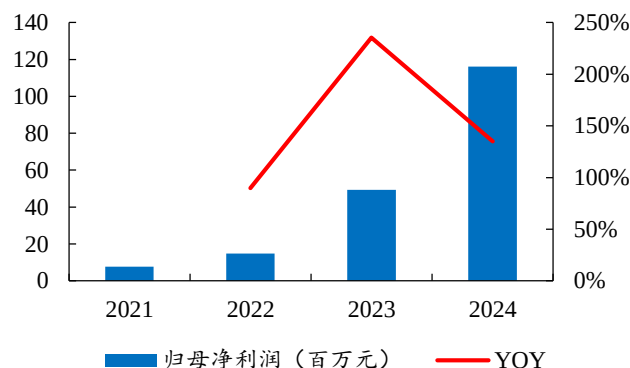
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、财务：营收与毛利双增，2024 年归母净利润增速达 135.14%

公司营业收入与归母净利润近年来均处于稳步增长状态。2022-2024 年，公司营业收入分别为 30,428.93 万元、42,007.14 万元和 57,754.18 万元，增速分别为 31.76%、38.05%和 37.49%；归母净利润分别为 1,472.36 万元、4,940.44 万元和 11,617.18 万元，增速分别为 89.75%、235.55%和 135.14%。

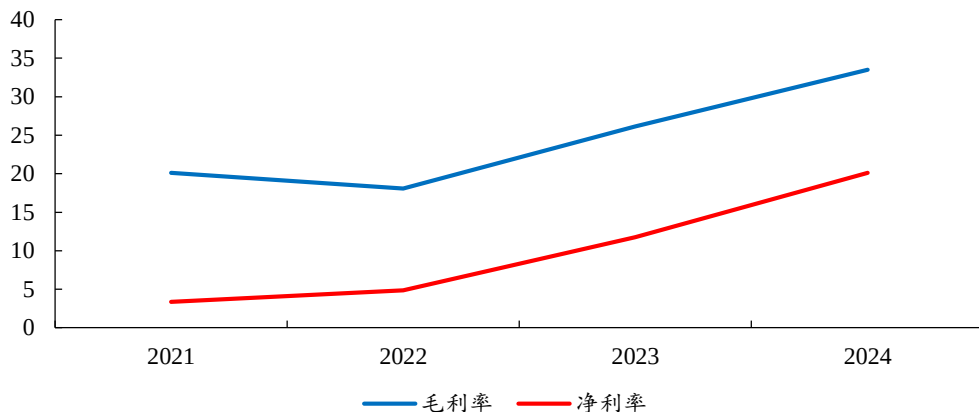
图6：2024 年公司营收为 57,754.18 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024 年公司归母净利润为 11,617.18 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2022-2024 年毛利率、净利率稳步增长, 其中, 毛利率分别为 18.06%、26.14% 和 33.5%; 净利率分别为 4.84%、11.76%和 20.11%。

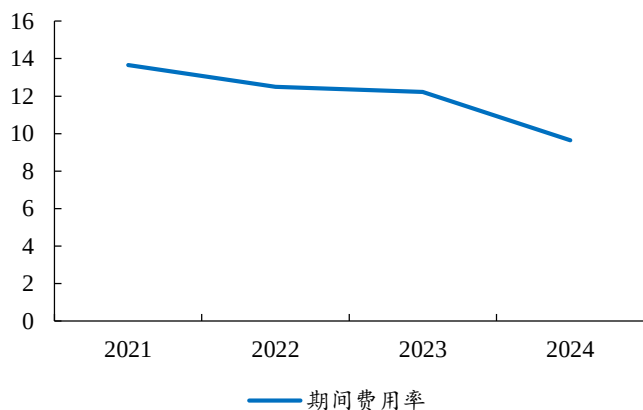
图8：2022-2024 年度公司毛利率与净利率同增


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024 年度, 公司期间费用分别为 3,800.93 万元、5,137.64 万元和 5,565.44 万元, 占营业收入比重分别为 12.49%、12.23%和 9.64%。随着营业收入的增长, 公司期间费用总额呈上升趋势。受益于收入增长带来的规模效应, 公司期间费用率同比小幅下降。

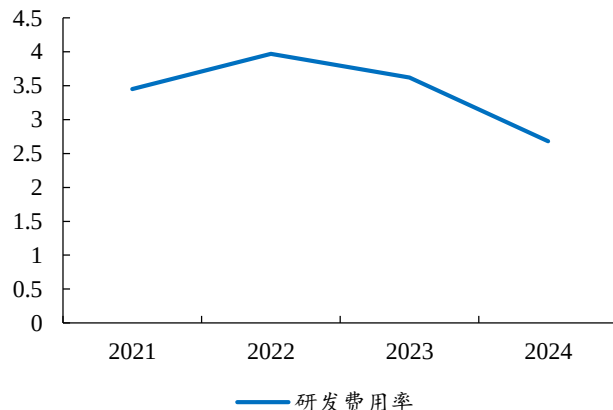
其中研发费用分别为 1,206.81 万元、1,518.76 万元和 1,547.97 万元, 研发费用小幅上升, 研发费用率有轻微下滑。

图9：受益于规模效应，公司期间费用率同比小幅下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

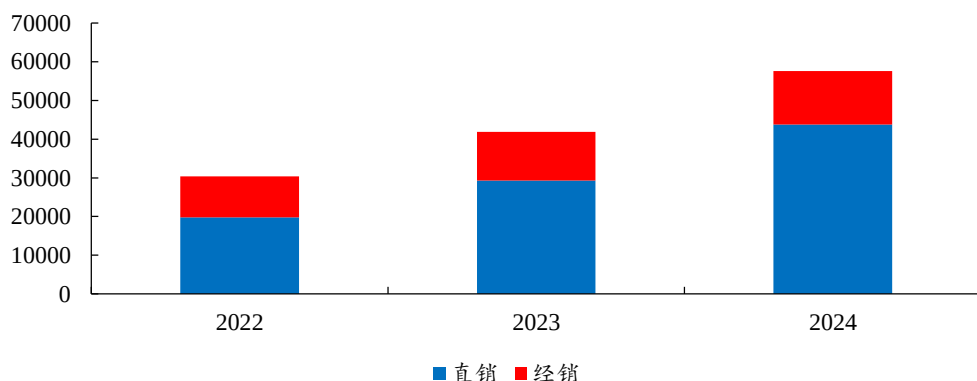
图10：2022-2024 年度公司研发费用率有轻微下滑（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售模式以直销为主。2022-2024 年，直销收入占主营业务收入比例分别为 65.23%、70.03%和 75.97%。公司直销模式客户主要为电气行业生产制造企业，经销模式客户主要为经销商和贸易商。公司 2022-2024 年对特变电工、山东电工电气、山东泰开、正泰电气等大型电力设备企业的销售金额同比增长，带动直销收入占比有所提升。

图11：2024 年直销收入为 43,774.97 万元，占主营业务的 75.97%（万元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司市场区域主要集中在华东、中南地区，合计销售金额占主营业务收入比例分别为 82.34%、81.99%和 77.84%。自 2023 年起，公司新增少量向俄罗斯客户的境外销售。

表4：公司市场区域主要集中在华东、中南地区

项目	2022 年度		2023 年度		2024 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
中南地区	10,558.80	34.80	14,318.86	34.21	15,975.20	27.73
华东地区	14,426.52	47.54	19,994.30	47.77	28,877.86	50.12
东北地区	2,071.49	6.83	2,254.43	5.39	5,147.28	8.93
华北地区	1,972.64	6.50	2,545.04	6.08	3,751.29	6.51
西南地区	874.71	2.88	1,732.49	4.14	2,505.80	4.35

项目	2022 年度		2023 年度		2024 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
西北地区	441.17	1.45	970.65	2.32	1,115.18	1.94
境外地区	-	-	36.32	0.09	247.05	0.43
合计	30,345.34	100.00	41,852.08	100.00	57,619.66	100.00

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

客户主要为国内大中型输变电设备制造企业，以及为国内中小输变电设备、电机生产企业和提供产品服务的经销商。2022-2024 年度，公司不存在向单个客户的销售比例超过销售总额的 50%或销售严重依赖于少数客户的情况。

表5：公司不存在严重依赖于少数客户的情况（万元）

序号	客户名称	销售金额	占比
2024 年度			
1	特变电工股份有限公司及其关联企业	5,092.51	8.82%
2	山东泰开变压器有限公司	4,355.01	7.54%
3	山东电工电气集团有限公司及其关联企业	3,773.03	6.53%
4	正泰电气股份有限公司及其关联企业	3,381.31	5.85%
5	常州市丰宝绝缘材料有限公司及其关联企业	2,956.67	5.12%
	合计	19,558.54	33.87%
2023 年度			
1	特变电工股份有限公司及其关联企业	3,303.29	7.86%
2	山东电工电气集团有限公司及其关联企业	2,843.62	6.77%
3	正泰电气股份有限公司及其关联企业	2,750.74	6.55%
4	山东泰开变压器有限公司	2,513.74	5.98%
5	常州市丰宝绝缘材料有限公司及其关联企业	2,044.61	4.87%
	合计	13,455.99	32.03%
2022 年度			
1	特变电工股份有限公司及其关联企业	2,615.24	8.59%
2	山东电工电气集团有限公司及其关联企业	2,541.11	8.35%
3	邵阳市电工材料有限公司	1,792.49	5.89%
4	山东泰开变压器有限公司	1,537.01	5.05%
5	杭州松竹绝缘材料有限公司	1,305.43	4.29%
	合计	9,791.28	32.18%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

结合订单情况、经营状况以及市场环境，考虑到下游市场需求的持续增长带动公司业绩增加，公司预计 2025 年 1-6 月营业收入约为 36,000.00 万元至 39,000.00 万元，同比增长幅度约为 38.63%至 50.19%；归属于母公司所有者的净利润约为 9,000.00 万元至 10,000.00 万元，同比增长幅度约为 78.65%至 98.50%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润约为 8,500.00 万元至 9,500.00 万元，同比增长幅度约为 71.80%至 92.02%。主要系：下游市场需求的持续增长带动公司业绩增加。

表6：公司预计 2025 年 1-6 月营业收入约为 36,000 万元至 39,000 万元（万元）

项目	2025 年 1-6 月	2024 年 1-6 月	变动比例
营业收入	36,000.00~39,000.00	25,967.63	38.63%~50.19%
归属于母公司所有者的净利润	9,000.00~10,000.00	5,037.89	78.65%~98.50%
归属于母公司所有者扣除非经常性损益后的净利润	8,500.00~9,500.00	4,947.49	71.80%~92.02%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、行业：战略新兴产业，下游需求持续增长

公司的主要业务是输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域所使用的绝缘纤维材料及其成型制品的研发、生产和销售。

2.1、公司所在行业属于战略性新兴产业，国家政策带来机遇与发展

公司所在行业属于国家战略性新兴产业，主要产品属于国家重点产品，符合国家战略发展方向。

作为电力消费大国，输变电系统等领域在我国国民经济发展中有着举足轻重的地位，国家不断出台与输变电产业、新能源产业等领域相关的法律法规和扶持政策，为电气机械和器材制造业的发展提供了有利的政策保障，为公司的经营发展带来了重要战略机遇。

表7：相关政策为电气机械和器材制造业的发展提供了有利保障

序号	文件名	文号	颁布单位	颁布时间	主要涉及内容
1	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	发改环资〔2025〕13 号	国家发展改革委财政部	2025 年 1 月 5 日	加大重点领域设备更新项目支持力度。增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。
2	《能源重点领域大规模设备更新实施方案》	发改办能源(2024)687 号	国家发展改革委、国家能源局	2024 年 8 月 3 日	坚持市场为主、统筹联动，坚持先立后破、稳步推进，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升。到 2027 年，能源重点领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，重点推动实施煤电机组节能改造、供热改造和灵活性改造“三改联动”，输配电、风电、光伏、水电等领域实现设备更新和技术改造……鼓励开展老旧变电站和输电线路整体改造，加快更新运行年限较长、不满足运行要求的变压器、高压开关、无功补偿、保护测控等设备，提高电网运行安全能力……
3	《2024—2025 年节能降碳行动方案	国发(2024)12 号	国务院	2024 年 5 月 23 日	加快建设大型风电光伏基地外送通道，提升跨省跨区输电能力。加快配电网改造，提升分布式新能源承载力。积极发展抽水蓄能、新型储能。大力发展微电网、虚拟电厂、车网互动等新技

序号	文件名	文号	颁布单位	颁布时间	主要涉及内容
	案》				术新模式。到 2025 年底，全国抽水蓄能、新型储能装机分别超过 6,200 万千瓦、4,000 万千瓦；与 2021 年相比，在运高效节能电机、高效节能变压器占比分别提高 5 个百分点以上、10 个百分点以上。
4	《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》	发改能源〔2024〕187 号	国家发展改革委、国家能源局	2024 年 2 月	紧扣新形势下电力保供和转型目标，有序扩大配电网投资，提高投资效益，协同推进配电网建设改造，系统推进配电网与源荷储科学融合发展，全面提升城乡配电网供电保障能力和综合承载能力，以配电网高质量发展助力新型能源体系和新型电力系统建设，服务经济社会发展，推动实现“双碳”目标，加快中国式现代化进程。
5	《新型电力系统发展蓝皮书》	-	国家能源局	2023 年 6 月	研制高效低成本 DC/DC 变换器、新型直流断路器、高可靠性低能耗新型变压器、高压大功率硅基和碳化硅基电力电子器件、高性能新型电工材料等设备器件。
6	《电力变压器更新改造和回收利用实施指南（2023 年版）》	发改环资〔2023〕178 号	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、商务部、人民银行、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局	2023 年 2 月	持续提升高效节能电力变压器供给能力。鼓励电力变压器生产制造企业与上游原材料供应企业加强合作，开展非晶合金带材、硅钢片、绝缘材料等关键工艺提升，降低材料损耗，改进材料性能。不断加强前沿技术研发应用。加强高效节能电力变压器生产制造关键核心技术攻关，推进高牌号取向电工钢带、高压大功率绝缘栅双极型晶体管（IGBT）、超净交联聚乙烯（XLPE）绝缘料、特高压直流套管、非晶合金带材、新型合金绕组、环保型绝缘油、绝缘纸（板）、硅橡胶等高效节能电力变压器用材料创新和技术升级。
7	《工业能效提升行动计划》	工信部联节（2022）76 号	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、生态环境部、国务院国资委、市场监管总局	2022 年 6 月	实施变压器能效提升行动。引导变压器关键材料生产、零部件供应、整机制造企业协同开展绿色设计，加强立体卷铁芯等结构设计与加工工艺技术创新。针对可再生能源电站、轨道交通、数据中心、船用岸电、电动汽车充电等新兴应用场景，推广应用高效节能变压器。鼓励电网企业、工业企业开展在网运行变压器全面普查，制定能效提升计划并组织实施。2025 年新增高效节能变压器占比达到 80%以上。
8	《“十四五”可再生能源发展规划》	发改能源〔2021〕1445 号	国家发改委	2022 年 6 月	加快建设可再生能源存储调节设施，强化多元化智能电网基础设施支撑，提升新型电力系统对高比例可再生能源的适应能力。加强可再生能源发电终端直接利用，扩大可再生能源多元化非电利用规模，推动可再生能源规模化制氢利用，促进乡村可再生能源综合利用，多措并举提升可再生能源利用水平。
9	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	国办函（2022）39 号	国务院	2022 年 5 月	加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设。加大力度规划建设以大型风光电基地为基础、以其周边清洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输变电线路为载体的新能源供给消纳体系，在土地预审、规划选址、环境保护等方面加强协调指导，提高审批效率。
10	《2022 年能源工作指导意见》	国能发规划（2022）31 号	国家能源局	2022 年 3 月	保障电力充足供应，电力装机达到 26 亿千瓦左右，发电量达到 9.07 万亿千瓦时左右，新增顶峰发电能力 8000 万千瓦以上，“西电东送”输电能力达到 2.9 亿千瓦左右。
11	《“十四五”现代能源体系	发改能源〔2022〕210	国家发改委、国家能源局	2022 年 1 月	完善华北、华东、华中区域内特高压交流网架结构，为特高压直流送入电力提供支撑，建设川渝特高压主网架，完善南方电

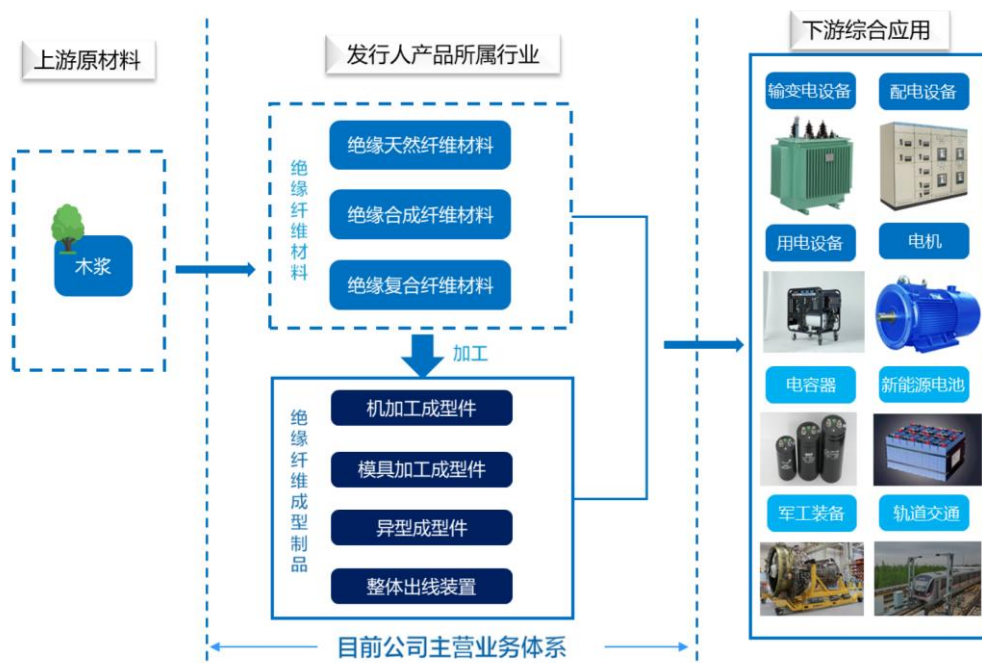
序号	文件名	文号	颁布单位	颁布时间	主要涉及内容
	规划》	号			网主网架。
12	《电力安全生产“十四五”行动计划》	国能发安全(2021)62号	国家能源局	2021年12月	提高设备状态监测技术水平，加快突破综合管廊工程、碳纤维导线、特高压换流变压器等状态监测和风险预警技术难题。强化电网重大基础设施安全风险管控，加强特高压直流系统、密集输电通道、枢纽变电站、重要换流站、电力调控中心等运行安全管理。
13	《“十四五”能源领域科技创新规划》	国能发科技(2021)58号	国家能源局	2021年11月	研制过电压抑制与监测、主动电压支撑、暂态潮流调控、故障电流限制、振荡动态阻尼、低频输电、柔性变电站、新型无功补偿、有源调压、混合滤波等装备，开展面向新型电力系统应用的新型电力电子拓扑结构和控制等关键技术研究。
14	《国务院关 于加快建立 健全绿色低 碳循环发展 经济体系的 指导意见》	国发〔2021〕4号	国务院	2021年2月	提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电。加快大容量储能技术研发推广，提升电网汇集和外送能力。
15	《变压器能效提升计划(2021—2023年)》	工信厅联合(2020)69号	国家工信部、国家市场监督管理总局、国家能源局	2020年12月	加强关键核心技术研发。开展高牌号取向硅钢片、高压大功率绝缘栅双极型晶体管(IGBT)、超净交联聚乙烯(XLPE)绝缘料、特高压直流套管、非晶态合金、新型合金绕组、环保型绝缘油、绝缘纸(板)、硅橡胶等高效节能变压器用材料创新和技术升级。加强立体卷铁芯结构、绝缘件、低损耗导线、多阶梯叠接缝等高效节能变压器结构设计与加工工艺技术创新。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.2、公司产品下游应用广泛，主要行业包括输变电系统、电气化铁路等

公司产品上游为木浆制造业，负责将原始树木制成杂质少、可便携运输的木浆板；下游则是变压器等电力设备生产商，负责将绝缘纤维材料及其成型制品安装在设备或产品上，最终应用在输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域。

图12：公司产品上游为木浆制造业，下游则是变压器等电力设备生产商



资料来源：公司招股说明书

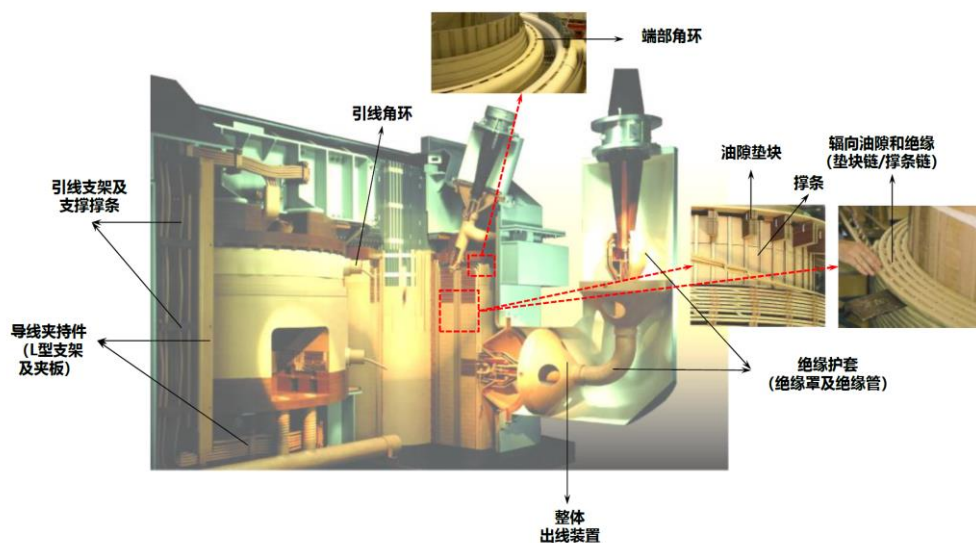
从上游木浆行业来看，木浆的质量品质是影响绝缘纤维材料及成型件质量的重要因素。其中，电子级木浆需要以寒带针叶木为原料进行生产，目前主要从加拿大、俄罗斯等地进口；普通级木浆主要由国内纸浆生产企业提供，同时也向国外进口。

2023 年全球经济逐步复苏，国内外木浆生产状况得以恢复，木浆供应量充足，其价格呈下降趋势，已逐步恢复至 2021 年初水平。2024 年，木浆价格呈小幅波动趋势。

从下游应用领域来看，公司产品主要在电力设备中作为绝缘材料使用，典型的具体应用领域为输变系统中的变压器等电力设备。此外，公司产品在电机、电容器、电气化铁路及轨道交通牵引变压设备、新能源汽车电池及军工装备等领域也有一定的应用。

下游客户根据不同型号变压器的设计结构装配相应的绝缘纤维成型制品。以 500kV 变压器结构为例，变压器厂商全面使用了机加工成型件、模具加工成型件、异型成型件和整体出线装置，从而实现了良好的绝缘效果，保证变压器的长期稳定运行。

图13：500kV 变压器结构示意图



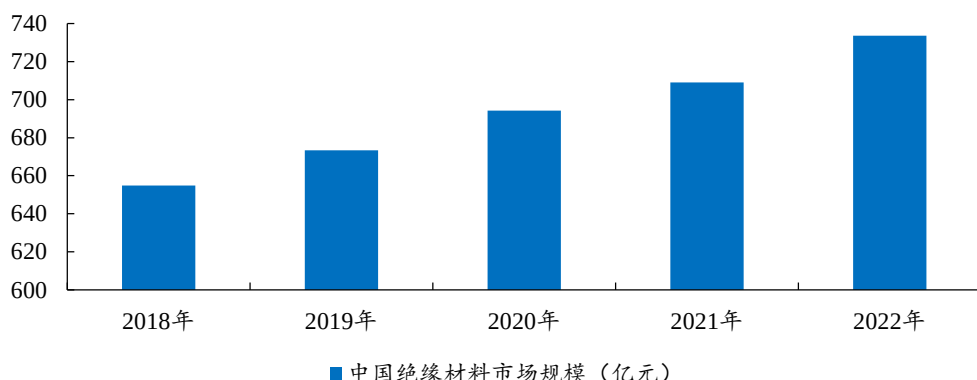
资料来源：公司招股说明书

2.3、行业情况：绝缘材料市场规模持续增长

2.3.1、行业基本情况

近年来，绝缘材料的创新应用逐渐成为我国推行可持续能源方案的关键动力之一，国家对绝缘材料的发展也日益重视。随着电力、电器、电子、通讯和家电等行业的快速发展，我国绝缘材料产品的产销量及市场规模持续增长。根据公司招股书显示，2018 年我国绝缘材料市场规模为 654.90 亿元，到 2022 年我国绝缘材料市场规模增长至 733.6 亿元，增幅达 12.02%。

图14：到 2022 年我国绝缘材料市场规模增长至 733.6 亿元，增幅达 12.02%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

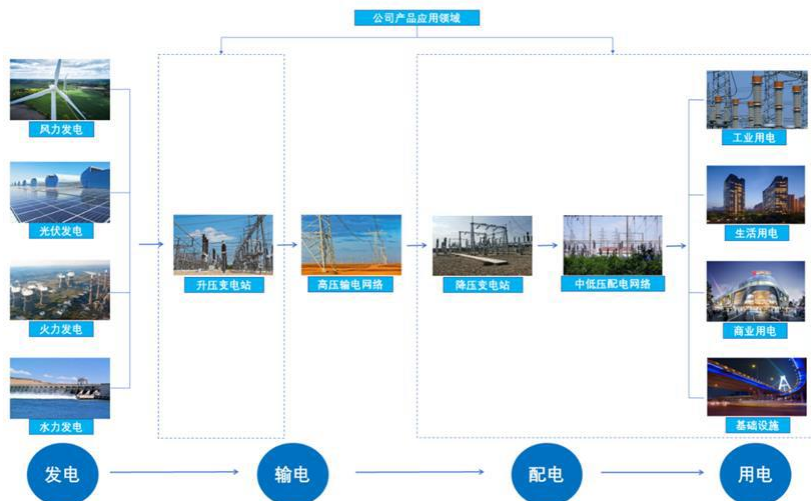
从绝缘材料行业发展看，美国、欧洲等国家和地区发展较早，绝缘材料产品技术处于世界领先水平。目前，全球绝缘材料行业中的大型企业主要集中在美国、瑞士、瑞典等国家，占据了国际市场的绝大部分份额。

我国绝缘材料行业发展相对较晚，经过多年发展，已经初步形成一个具有相当生产规模和科研实力的工业体系。特别是进入 21 世纪以来，随着国民经济的快速增

长，发电、输变电和电机等行业迅猛发展，绝缘材料作为电力系统中的核心材料，伴随着我国电力系统的发展获得了快速增长，国内绝缘材料生产企业技术水平的不断提高，部分产品已经达到较高水平，在国际市场上的竞争能力越来越强。

电力行业是生产和输送电能的行业，从产业链来看，电力行业可分为发电、输电、配电和用电四个环节。电力行业是国民经济的基础性支柱产业，对国民经济和人民生活息息相关。随着我国经济持续稳定发展、工业化进程逐步推进、光伏和风电等绿色能源快速发展，推动电力行业维持在较高的景气程度。

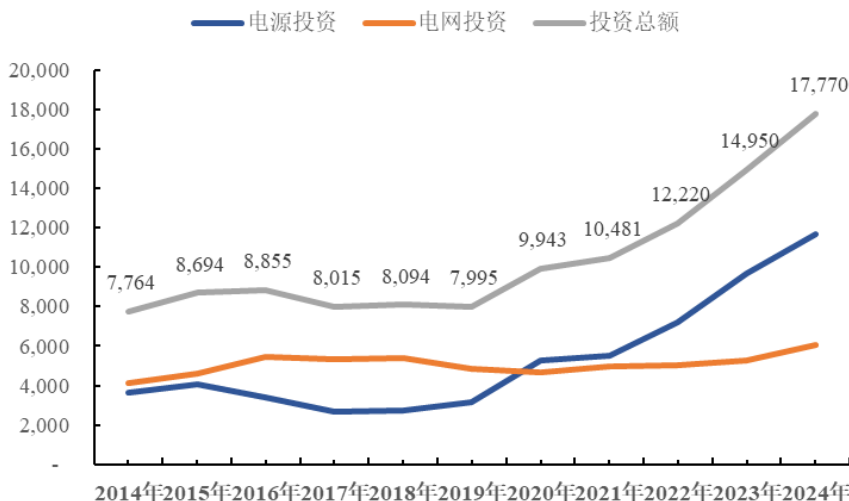
图15：电力行业可分为发电、输电、配电和用电四个环节



资料来源：公司招股说明书

根据国家能源局数据显示：2024 年我国电力行业主要发电企业投资总额为 17,770 亿元，同比增长 18.86%，为近十年最高。其中电源投资总额为 11,687 亿元，同比上升 20.80%，保持快速增长态势；电网投资总额为 6,083 亿元，同比上升 15.32%，增速呈现企稳回升态势。

图16：2024 年我国电力行业主要发电企业投资总额为近十年最高（亿元）



资料来源：公司招股说明书、国家能源局

近年来，国家对电网建设，尤其是特高压电网建设高度重视，受到国家产业政策的重点支持。在碳达峰、碳中和背景下，加强特高压电网建设，可有效解决我国

高比例可再生能源并网、跨省跨区大范围调配的难题。交直流特高压输电工程作为构建新型电力系统的重要措施，已成为“十四五”电网重点投资方向。

绝缘纤维材料及其成型制品作为生产电力变压器、电抗器、电机等电力设备的核心材料和部件，是电力行业，特别是电网建设的重要组成部分，也将迎来重大的战略发展机遇。

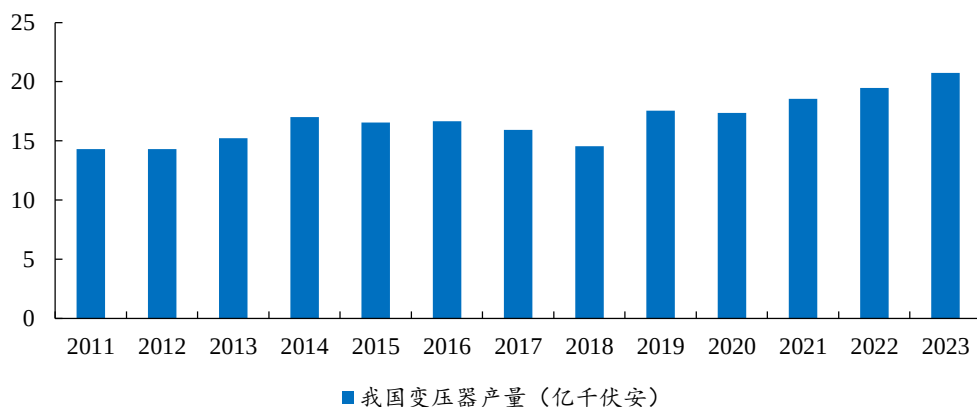
2.3.2、绝缘纤维材料市场需求发展趋势

未来，绝缘纤维材料及下游应用市场将仍然是国家政策的重点支持领域，在此背景下，下游变压器、电机等电力设备领域整体规模将有望持续增长，新能源电力产业将得以稳步发展，新型储能装机规模将保持稳定扩张，国内超/特高压用绝缘纤维材料将提升国产化率以及变压器和电机的节能更新改造的快速推进，将为绝缘纤维材料及成型制品市场的持续增长奠定坚实基础。

(1) 下游变压器和电机应用市场规模逐步提升

一方面，**变压器行业规模持续增长**。作为电力系统的重要基础设备，变压器广泛应用于输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域，其发展与电力工业发展、国家建设投资、工业企业投资的关系十分密切。近年来，国家进行了大量基础设施投资，带动了电力产业快速发展，进而促进了变压器行业规模增长。根据中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国变压器行业发展研究报告》，2023 年我国变压器产量为 20.75 亿千伏安，同比增长 6.5%，预计 2024 年我国变压器产量将超过 21.6 亿千伏安。

图17：2023 年我国变压器产量为 20.75 亿千伏安，同比增长 6.5%



数据来源：中商产业研究院、公司招股说明书、开源证券研究所

2022 年国家电网在重大项目建设推进会议表示，将再开工建设“四交四直”特高压工程，加快推进“一交五直”等特高压工程前期工作，以及“十四五”期间特高压规划“24 交 14 直”特高压工程。2023 年国家电网计划核准 5 直 2 交、开工 6 直 2 交，开启特高压新一轮建设高峰。随着国家对电网投资的不断加大，变压器的产量与应用量将相应增加，也将明显带动上游绝缘纤维材料的市场需求。

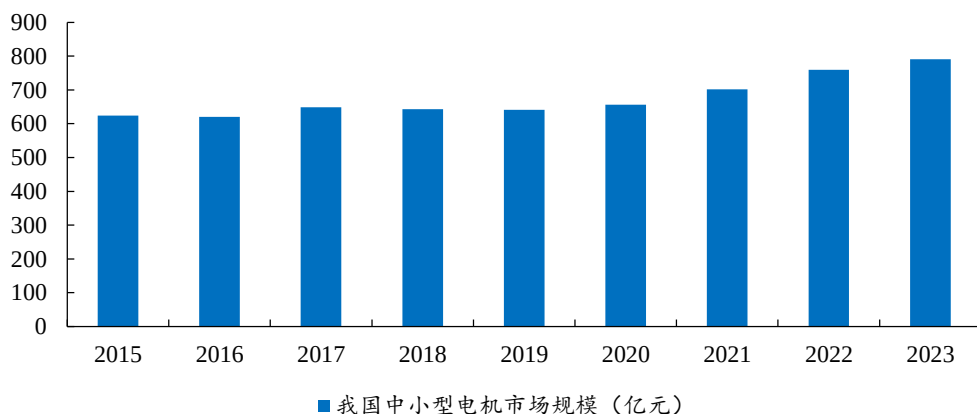
另一方面，电机行业规模也在稳步增长。

公司薄绝缘纤维材料主要用于中小型电机、开关电器等用电设备领域。涉及薄

绝缘纤维材料的市场需求与电机市场的发展息息相关。

电机主要应用于电力、家电、冶金、汽车、消费电子等国民经济各个行业，具有用量大、覆盖面广的特点。电机主要包括导电材料、导磁材料和绝缘材料三种不同性质用途的材料，其中薄绝缘纤维材料可作为复合绝缘材料的基材或单独作为绝缘材料，因其具有质地柔软、良好的机械性能、抗拉强度和表面平整度特性，被广泛用于中小型电机、分马力电机、高效电机和变频电机的槽衬、槽楔和端部衬垫绝缘。

图18：近年来，我国电机行业销售规模稳步增加



数据来源：中国电器工业协会中小型电机分会、公司招股说明书、开源证券研究所

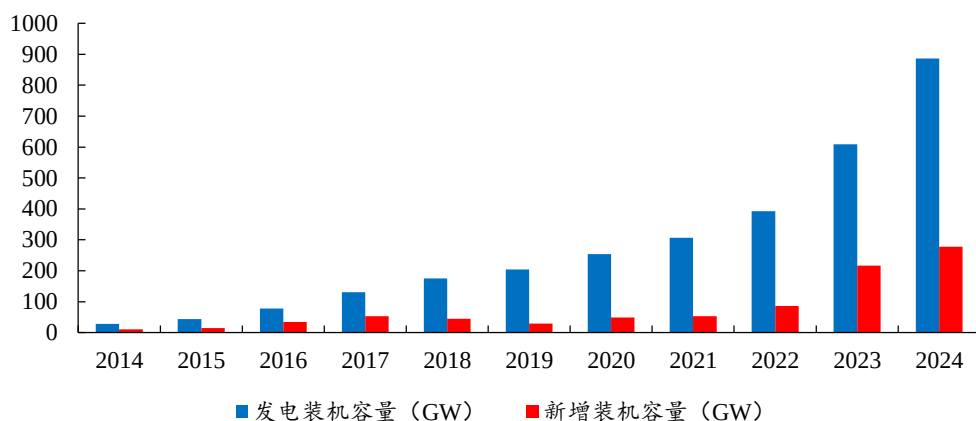
输变电设备、电机等作为绝缘纤维材料的主要应用领域，其未来持续稳定的增长，将为绝缘纤维材料带来广阔的发展空间。

（2）新能源电力产业稳步发展

与传统能源相比，新能源具有可再生和无污染的优点。随着社会环保意识的增强以及新能源发电技术的日益成熟，以光伏发电、风力发电为代表的新能源发电装机容量不断提升。《“十四五”可再生能源发展规划》明确，大力推进风电和光伏发电基地化开发。其中，以“沙戈荒”地区为重点的大型风电光伏基地总规模达到 4.55 亿千瓦，相当于 20 座三峡水电站的装机容量。

在国家大力推进清洁能源的政策支持下，自 2014 年以来，光伏发电在我国连续多年实现快速增长。根据国际可再生能源机构数据显示，2014 年至 2024 年，我国光伏发电累计装机容量年均复合增长率达 41.08%。伴随着光伏发电成本进一步降低以及电力市场化交易的开展，预计“十四五”期间，我国光伏装机容量将持续提升。2024 年，我国光伏发电新增装机容量达 277.17GW。

图19：2024 年，我国光伏发电新增装机容量达 277.17GW

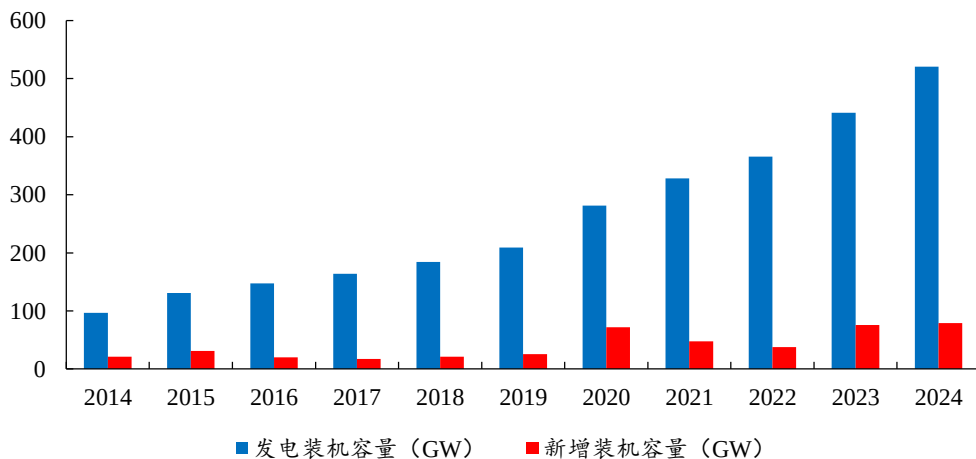


数据来源：国际可再生能源机构、公司招股说明书、开源证券研究所

预计到 2028 年，中国将占全球新增可再生能源发电量的 60%，中国对全球实现可再生能源增加两倍目标发挥着至关重要的作用。

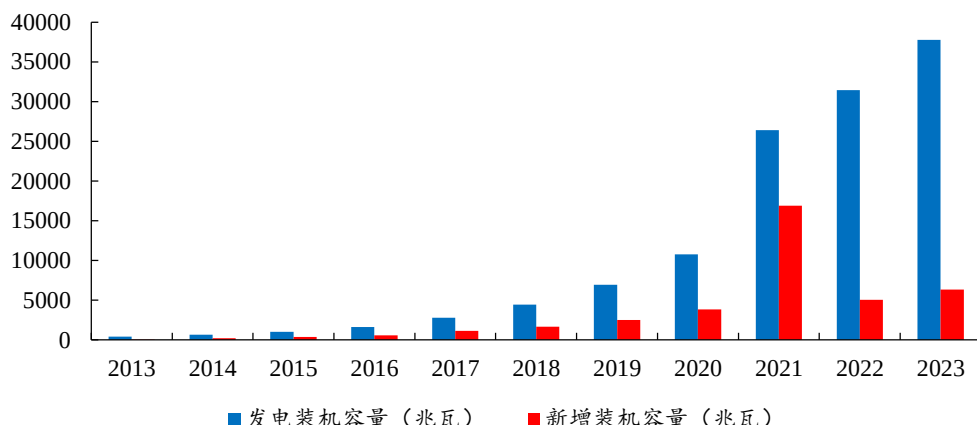
风力发电作为应用最广泛和发展最快的新能源发电技术，已成为我国新增电力装机的重要组成部分，并已成为我国继火电、水电之后的第三大电源，从而带动了输变电领域的快速发展。根据中国电力企业联合会统计，2014 年至 2024 年，我国风力发电装机容量复合年均增长率为 18.35%。2024 年，我国风力发电新增装机容量达 79.24 GW。

图20：2014 年至 2024 年，我国风力发电装机容量复合年均增长率为 18.35%



数据来源：中国电力企业联合会、公司招股说明书、开源证券研究所

相比陆上风电，海上风电具备风速和风向平稳、单机装机容量大、机组运行稳定以及不占用土地、适合大规模开发等优势，已成为全球电场建设的新趋势。根据全球风能协会统计数据，2013 年至 2023 年，我国海上风电发电装机容量复合年均增长率为 56.50%，2023 年，我国海上风电新增装机容量达 6,333 兆瓦，发展前景广阔。

图21：2013年至2023年，我国海上风电发电装机容量复合年均增长率为56.50%


数据来源：全球风能协会、公司招股说明书、开源证券研究所

2025年，作为“十四五”的最后一年、也是“双碳目标”提出后第一个五年节点，风电装机量预期将再次大幅增长。

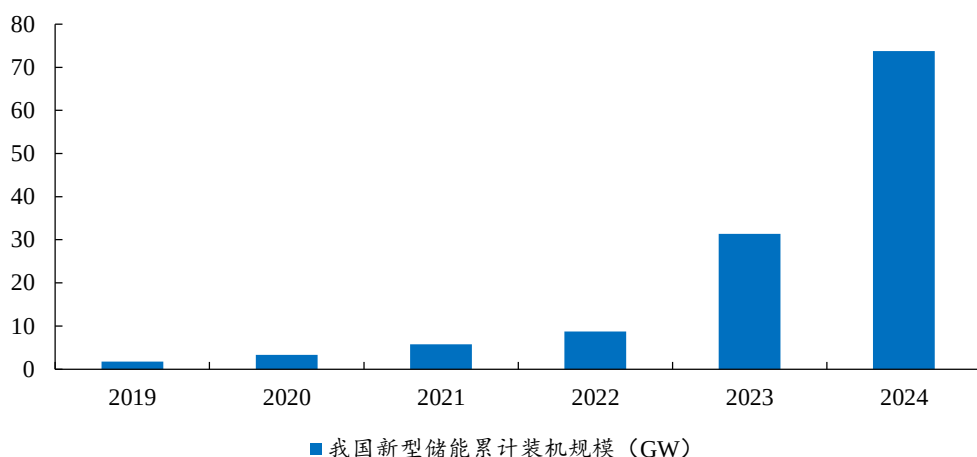
随着我国新能源电力行业的稳步发展，针对新能源发电设计的输变电设备需求也将逐渐增加，进而将有效带动绝缘纤维材料及其制品的市场需求。

(3) 新型储能装机规模快速扩张

新型储能是指除抽水蓄能以外，以输出电力为主要形式，并对外提供服务的储能技术，包括电化学储能、压缩空气储能、飞轮储能、储热、储冷、储氢技术等，具有建设周期短、布局灵活、响应速度快等优势，可在电力系统运行中发挥调峰、调频、调压、备用、黑启动、惯量响应等多种功能，是构建新型电力系统的重要支撑技术，是实现碳达峰碳中和目标的重要支撑，也是催生国内能源新业态、抢占国际战略新高地的重要领域。

近年来，中国新型储能行业受到各级政府的高度重视和国家产业政策的重点支持。国家陆续出台了多项政策，鼓励新型储能行业发展与创新，如《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》《关于深入推进黄河流域工业绿色发展的指导意见》《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》等产业政策为新型储能行业的发展提供了明确、广阔的市场前景。

根据国家能源局、中商产业研究院、新华网数据，截至2024年底，我国已建成投运新型储能项目累计装机规模达73.76GW，新增装机规模约42.37GW，较2023年底增长超过130%，超20倍于“十三五”末装机规模。

图22：截至 2024 年底，我国已建成投运新型储能项目累计装机规模达 73.76GW


数据来源：国家能源局、中商产业研究院、公司招股说明书、开源证券研究所

作为全球最大的能源生产和消费国，我国储能行业近年来迎来了前所未有的发展机遇。政策是推动储能行业发展的重要保障。2024 年上半年，新型储能首次写入全国人大审议的年度《政府工作报告》，为产业发展按下“加速键”。

在碳达峰碳中和目标引领下，我国加快构建清洁低碳安全高效的能源体系，积极发展清洁能源，推进新型电力系统建设。新型储能作为支撑新能源发挥主体电源作用的关键技术，是实现电力系统安全稳定运行的重要保障。储能装机规模的持续稳步扩张，有效带动变压器等电力设备的应用，相应拉动了上游绝缘纤维材料及其成型制品的市场需求。

（4）国内超/特高压用绝缘纤维材料及制品国产化需求明显

绝缘纤维材料及其成型制品为电力工业中的细分核心产品，制造优质、大尺寸的材料以及成型件不仅一次性投资大，投资回收周期较长，而且需要具备绝缘纤维材料、绝缘纤维制品和电气设备设计等复合专业技术，具有较高的技术壁垒。

和国外领先企业相比，我国绝缘纤维材料的发展起步较晚。近年来，国内企业先后取得一系列材料及设备研发成果，逐步缩小了与世界先进技术水平的差距，产能规模和市场占有率逐步提高，已基本能有效满足国内 750kV 超高压及以下绝缘纤维材料及其成型制品的市场需求。但在特高压输变电设备用绝缘纤维材料及其成型制品领域，目前仍基本由以瑞士魏德曼、ABB 为代表的国外企业垄断。

以公司、泰州新源、常州英中、辽宁兴启和山东汇胜为代表的国内企业凭借多年积累的技术、市场、品牌优势，已对相关领域市场实现初步突破。受近年来贸易摩擦等因素影响，国内超/特高压用绝缘纤维材料及其成型制品的国产化需求明显。未来，随着国产厂商在超/特高压用绝缘纤维材料及其成型制品的技术水平进一步突破，产品质量逐渐受到下游客户的认可，国产超/特高压用产品的市场将会得到进一步提升。

（5）变压器和电机的节能更新改造将迎来发展快车道

2023 年 2 月 20 日，国家发展改革委等 9 部门联合印发了《关于统筹节能降碳和回收利用，加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》（发改环资〔2023〕178 号），并附《电力变压器更新改造和回收利用实施指南（2023 年版）》和《电机更新改造

和回收利用实施指南（2023 年版）》，统筹推进电力变压器节能降碳更新改造、废旧变压器回收利用等工作，变压器和电机节能替换需求有望进入快车道。

变压器和电机的节能更新改造快速发展，将为上游的绝缘纤维材料及其成型制品市场带来新的需求空间。

3、看点：国家级专精特新“小巨人”，持续研发提升技术水平

3.1、坚持自主创新，重视技术积累与改进

公司自成立以来，始终坚持自主创新，重视技术积累与技术改进。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利 67 项，其中发明专利 13 项。公司曾作为课题承担单位参与国家级科研项目“电气及新能源用纸基复合材料制备技术之特高压变压器用绝缘板的研究与开发”，曾获得多项重要奖项。

凭借稳定的产品质量和先进的技术指标，公司产品被科学技术部认定为“国家重点新产品”，湖南省工业和信息化厅认定为“湖南省制造业单项冠军产品”，湖南省质量技术监督局颁发的“湖南名牌”，湖南省工业和信息化厅和湖南省统计局共同认定的“湖南省新材料企业”。

表8：公司是国家级专精特新“小巨人”企业，获得多项奖项

序号	证件名称	授予单位
1	国家级专精特新“小巨人”企业(第二批)	工业和信息化部
2	国家级建议支持的专精特新“小巨人”企业(第一批第一年)	工业和信息化部
3	国家重点新产品	科学技术部
4	湖南省制造业单项冠军产品	湖南省工业和信息化厅、湖南省企业和工业经济联合会
5	中国机械工业科学技术奖	中国机械工业联合会、中国机械工程学会
6	湖南省科学技术进步二等奖	湖南省人民政府
7	湖南省技术发明奖二等奖	湖南省人民政府
8	湖南省技术发明奖三等奖	湖南省人民政府
9	湖南省专利奖二等奖	湖南省人民政府

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司牵头或作为起草人，制定了四项国家标准和四项行业标准。

表9：公司牵头或作为起草人，制定了四项国家标准和四项行业标准

序号	标准类型	标准名称
1	国家标准	GB/T19264.1-2011《电气用压纸板和薄纸板第 1 部分：定义和一般要求》
2	国家标准	GB/T19264.2-2013《电气用压纸板和薄纸板第 2 部分：试验方法》
3	国家标准	GB/T 19264.3-2013《电气用压纸板和薄纸板第 3 部分：压纸板》
4	国家标准	GB/T 20632.3-2022《电气用钢纸第 3 部分：平板钢纸》

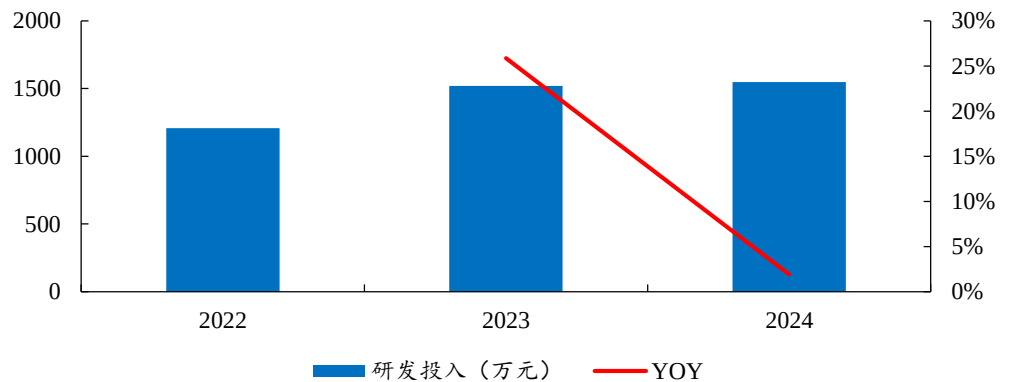
序号	标准类型	标准名称
5	行业标准	JB/T 12169-2015 《电气用压纸板和薄纸板 薄纸板》
6	行业标准	JB/T10443.1-2017/IEC60763-1:2010 《电气用层压纸板第 1 部分：定义、分类和一般要求》
7	行业标准	JB/T10443.2-2017/正 C60763-2:2007 《电气用层压纸板第 2 部分：试验方法》
8	行业标准	JB/T 10443.3-2017/IEC 60763-3:2010 《电气用层压纸板第 3 部分：LB3.1A.1 和 LB3.1A.2 型预压纸板》

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

作为国内少数具备 750kV 及以上超/特高压等级绝缘纤维材料(含整体出线装置)产品生产能力的企业之一，公司是行业内为数不多的产品覆盖所有电压等级的绝缘纤维材料生产厂商及绝缘方案提供商。

2022-2024 年度，公司研发投入分别为 1,206.81 万元、1,518.76 万元和 1,547.97 万元，研发投入持续增长，2022 年至 2024 年复合增长率达到 13.26%。

图23：2022 年至 2024 年研发投入复合增长率达到 13.26%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

经过多年的生产实践及技术积累，公司已具有多项核心技术，形成了较强的核心竞争力。

表10：公司拥有薄型绝缘纤维板材技术等多项核心技术

	技术特色	技术来源	所处阶段
薄型绝缘纤维板材技术	(1)研发了多级循环洗浆及磁性高效除渣净化、二次磨浆及其染色技术等多项专利技术，提高了薄型绝缘材料浆料的纯度和密度，降低了灰分与电导率，提高了产品的均匀性和电气稳定性；(2)开发了适用于各电压等级的超高压变压器用、电力电容器用薄型绝缘纤维材料等系列产品。	自主研发	批量生产
厚/超厚绝缘纤维板关键技术	(1)研发了以重力、强磁、洗涤为基础的多级组合净化系统，提高了纤维原材料的纯净度；(2)开发了超厚纤维坯件的成型工艺，研制了专用设备，实现了超厚均匀纤维坯件的成型；(3)建成了超厚纤维材料热压生产线，可生产 9mm 以上的无胶超厚绝缘纤维材料。	自主研发	批量生产
绝缘纤维成型件关键技术	(1)无胶粘绝缘纸螺杆采用“双平面”非全圆形结构，干燥和浸油性性能好；(2)无胶粘 L 型夹件绝缘件采用超厚湿坯成型工艺，电气性能优异；(3)整体绝缘出线装置通过电场强度仿真分析，生产产品的无胶粘技术，提升了机械及电气性能；	自主研发	批量生产

	技术特色	技术来源	所处阶段
	(4)开发的变压器用大尺寸层压板采用双面浸渍胶纸平接层叠工艺，解决了应力集中问题，提高了层合压板的电气性能。		
芳纶绝缘纤维材料技术	(1)研发了毛面薄纸的干法层合、短切与沉析纤维湿法成型、高温热压干燥和纤维材料脱模等工艺技术，改善了该种材料在变压器高温工作状态下的使用性能； (2)通过研究纤维均匀分散、交织增强成型技术，开发出了低、中、高密度耐高温芳纶绝缘纤维材料和绝缘成型件系列产品，电气性能优异。	自主研发	批量生产

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司主要核心技术与专利的对应关系及技术的应用情况如下表所示：

表11：公司所获得专利与公司核心技术相对应

核心技术名称	对应专利	技术应用情况
薄型绝缘纤维板材技术	(1)热磨机械竹浆的生产工艺(发明专利)200710034386.8；(2)铁锈红色工业纸板的染色工艺(发明专利)200810143486.9；(3)一种铜材防变色专用中性包装纸板的制备方法(发明专利)201510178647.8；(4)一种新型滑动轴承(实用新型)202223157821.5；(5)提高造纸浆浓度的装置(实用新型)201921572542.0；(6)自清洗可调水幕喷头(实用新型)201721247394.6；(7)变压器绝缘材料制作工艺(发明专利)202210255921.7	主要应用于公司薄绝缘纤维材料生产。
厚/超厚绝缘纤维板材关键技术	(1)纸板及其制作方法和应用(发明专利)202010767812.4；(2)超厚绝缘纸板的干燥工艺(发明专利)200910044375.7；(3)一种纸及纸板的干燥工艺(发明专利)201510362256.1；(4)随刀具同步移动的雕刻机压料装置(实用新型)202021271874.8；(5)一种新型毛毯辊(实用新型)201721390822.0；(6)组合轴承座(实用新型)201520306238.7；(7)热压机热板垫网表面清洗小车(实用新型)201520898911.0；(8)多回道路金属密封垫片(实用新型)201520958983.X；(9)一种换热器水循环装置(实用新型)201821083570.1；(10)提高造纸浆浓度的装置(实用新型)201921572542.0；(11)变压器绝缘材料制作工艺(发明专利)202210255921.7	主要应用于公司厚绝缘纤维材料及超厚绝缘纤维材料生产。
绝缘纤维成型件关键技术	(1)变压器绝缘端圈的生产工艺(发明专利)200910044142.7；(2)绝缘纸螺杆的生产工艺(发明专利)201010248780.3；(3)用于油浸式变压器的复合绝缘成型件及其制作方法(发明专利)202010013866.1；(4)自清洗可调水幕喷头(实用新型)201721247394.6；(5)能重复使用快速安装的铜管鼻子(实用新型)202020870773.6；(6)绝缘件角环生产中的耐高温保护网(实用新型)202120250366.X；(7)雕刻机床多功能工作台(实用新型)202121153348.6；(8)远距离抽水自动控制液位的装置(实用新型)202121902389.0；(9)用于污水处理的油水分离器(实用新型)202220543191.6；(10)锅炉烟道阻火器(实用新型)202220454521.4；(11)通用可调变压器线圈绕线模具(实用新型)202320094551.3；(12)超/特高压电压电器绝缘筒的制作模具(实用新型)201920977575.7；(13)专用于现场处理小幅面高精度修磨的装置(实用新型)201920315704.6；(14)一种绝缘垫块链及撑条链自动成型机(实用新型)201621345819.2；(15)变压器出线装置绝缘支撑件(实用新型)201520306293.6；(16)绝缘纸螺杆(外观设计)202130680183.7	主要应用于公司绝缘纤维成型制品生产。
芳纶绝缘纤维材料技术	(1)用于油浸式变压器的复合绝缘成型件及其制作方法(发明专利)202010013866.1；(2)超厚绝缘纸板的干燥工艺(发明专利)200910044375.7；(3)一种纸及纸板的干燥工艺(发明专利)201510362256.1；(4)提高造纸浆浓度的装置(实用新型)201921572542.0；(5)圆柱形多层原料的切割机(实用新型)202122143429.4；(6)蒸汽加热的自动控温恒水位淋浴系统(实用新型)202223100098.7	主要应用于公司芳纶纤维绝缘材料生产。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司核心技术产品收入占营收比例较高，均达到 99%以上。

表12：公司核心技术产品收入占营收比例均达到 99%以上

项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
核心技术产品收入	30,345.34	41,852.08	57,619.66
营业收入	30,428.93	42,007.14	57,754.18
核心技术产品收入占比	99.73%	99.63%	99.77%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司通过持续的研发投入，提高自身产品竞争力。截至 2024 年 12 月 31 日，公司主要在研项目具体情况如下表所示：

表13：公司通过持续的研发投入，提高自身产品竞争力

序号	项目名称	内容与目标	所处阶段	费用预算（万元）	人数（人）
1	1000km 超高速牵引变压器主绝缘材料的研发	完成 1000km 超高速牵引变压器主绝缘材料的研发，达到 JB/T8318-2020《绝缘成型件技术条件》。	压制系统的疏离型防护工艺方法研究性能测试	300	37
2	B 级复合纤维板材的研发	完成 B 级复合纤维板材的研发，达到 JB/T8318-2007 标准要求。	耐热性能验证阶段	200	37
3	降噪低密度纸板的研发	完成降噪低密度纸板的研发，达到电气用压纸板和薄纸板 GB/T19264.2-2013 的要求。	工艺参数设计、试验、调试、小样测试	200	37
4	A 级特高压竹浆纤维皱纹绝缘纸的研发	以竹浆为主要原料，采用有机高分子对天然纤维进行助强，研发出一种纤维皱纹绝缘纸	助强高分子树脂的选型阶段	170	12

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司在研项目相关科研项目的技术特点与行业内技术水平对比情况如下表所示：

表14：公司在研项目相关科研项目的技术达到行业内先进水平

序号	项目名称	研发重点及与行业技术水平比较
1	1000km 超高速牵引变压器主绝缘材料的研发	采用耐温等级达到 250 级的人造纤维为基材，通过系列研发方案、模具设计、和制造工艺验证，研发出符合超高速牵引变要求的系列绝缘成型件。以期达到世界先进水平。
2	B 级复合纤维板材的研发	研究复合纤维经均匀打浆后，纸页成型的均匀一致性，热压干燥后板材中纤维的结合强度，以及成品在 130 工作温度下天然纤维分子的稳定性；通过材料的耐热指数试验，验证材料的耐热性能。以期达到行业先进水平。
3	降噪低密度纸板的研发	利用特殊的工艺助剂、特殊工艺配比和工艺设备生产出密度为 0.6~0.7g/cm³的低密度纸板，作为特高压静音电抗器的降噪基材。以期达到世界先进水平。
4	A 级特高压竹浆纤维皱纹绝缘纸的研发	与国内高端纤维浆厂联合研发适用于特高压绝缘的竹浆纤维，利用已经研发成功的竹浆绝缘纸生产出延伸率大于 50%的竹浆绝缘皱纹纸。以期达到世界先进水平。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司与研究院及各大高校进行合作，充分发挥双方各自优势，加快科研项目推进速度。公司参与的主要合作研发项目情况如下表所示：

表15：公司与研究院及各大高校进行合作

序 号	合作单位 名称	合作项目名称	合作项目形成的技术成 果和知识产权归属	合作协议的主要内容
1	轻工业杭 州机电设 计研究院	战略合作协议	在合作过程中产生的技 术成果和知识产权，原 则上工艺技术归公司所 有，设备归轻工业杭州 机电设计研究院所有， 双方都负有对对方的知 识产权保密的责任。	1、职责：结合双方的技术特长，在绝缘材料生产的新材料、新技术、 新设备开发与研究等领域开展技术合作。公司主要负责绝缘材料、工 艺技术的开发。轻工业杭州机电设计研究院主要负责技术装备的研发。 2、经费：针对具体合作项目，根据双方在项目中承担的责任和义务情 况，确定承担费用、支付方式和双方利益分配。3、保密：双方应互为 对方保密技术和商业秘密，对对方提供的信息、图纸和资料等，未经 对方同意，不得扩散给第三方。
2	陕西科技 大学	产学研合作战略协 议	双方联合开发取得的成 果由双方共同分 享，共同开发的知识产 权按照主要主体思路原 创和实施承担份额的比 例进行双方协商；原则 上由先行提出方占主导 地位。	合作内容：双方在科技研发、成果转化、资源共享、学术交流等方面 重点开展合作。特别是在天然有机纤维和人工合成纤维纸浆造纸工艺 技术，以及其他特种纤维、混合纤维制造适用于交直流高压绝缘的高 端绝缘纸及纸板的相关研究方面进行深入的分课题写作；特别是陕西 科技大学轻工科学与工程学院在理论和实验室方案取得阶段性进展的 项目，由公司承担流水线的工程化验证。
3	长沙理工 大学	长沙理工大学产学 研合作协议	双方积极开展科研项目 合作。双方可就具体科 研项目开展深入合作并 签署单项合作协议。	合作内容：充分发挥双方各自优势，双方通过产学研用结合开展科研 及产业化工作。广信科技根据现有业务和企业战略发展需要，提出技 术研究方向和产品研发需求，并将最终产品投入市场，实现产业化推 广；长沙理工大学根据广信科技需要，进行基础技术研究和产品研发 工作。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、募投项目

公司本次拟向不特定合格投资者公开发行规模不超过 2,000.00 万股人民币普通股（不含超额配售选择权）。本次募投项目包括“电气绝缘新材料扩建项目”、“研发中心建设项目”及补充流动资金。

表16：募投项目包括“电气绝缘新材料扩建项目”、“研发中心建设项目”等（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金 额	建设期
1	电气绝缘新材料 扩建项目	13,459.41	13,000.00	2 年
2	研发中心建设项 目	4,010.00	4,000.00	3 年
3	补充流动资金	3,000.00	3,000.00	-
合计		20,469.41	20,000.00	-

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

“电气绝缘新材料扩建项目”拟通过租赁厂房、购置先进生产设备，扩大公司主营产品绝缘纤维材料的生产能力，解决公司目前设备老旧、自动化程度较低、场地拥挤等综合问题。项目建成后，将有助于公司进一步完善绝缘纤维材料生产体系，

持续保证公司核心产品质量，同时提高整个生产环节的智能化程度，有效提升公司的盈利能力与综合竞争实力。

该募投项目达产后，预计年均新增营业收入 12,700.00 万元，达产年后净利润将达到 1,405.50 万元，项目投资内部收益率所得税后为 12.53%，所得税后静态投资回收期为 7.38 年（包含建设期），经济效益良好。

“研发中心建设项目”计划充分利用公司现有场地，依托公司现有研发机制、人员和技术储备，引进先进的研发、检测设备，以整体提升公司研发水平。项目实施后，公司将继续围绕基础研究、技术创新、质量控制、新领域应用等方面开展深入研究，进一步拓展公司产品体系，满足客户多样化需求，从而实现公司业务的可持续发展。

3.3、可比公司

通过对同行业竞争对手及同行业上市公司资料的整理及分析，目前并没有与公司主要产品一致且可比数据可获取的同行业上市公司。因此经综合考虑公司产品特点、应用领域及经营模式，并充分考虑可比公司下游客户的特点，选取了 4 家绝缘材料领域的上市公司/挂牌公司作为可比公司，分别为：东材科技、民士达、神马电力和恒缘新材。

表17：选取东材科技、民士达、神马电力和恒缘新材作为可比公司

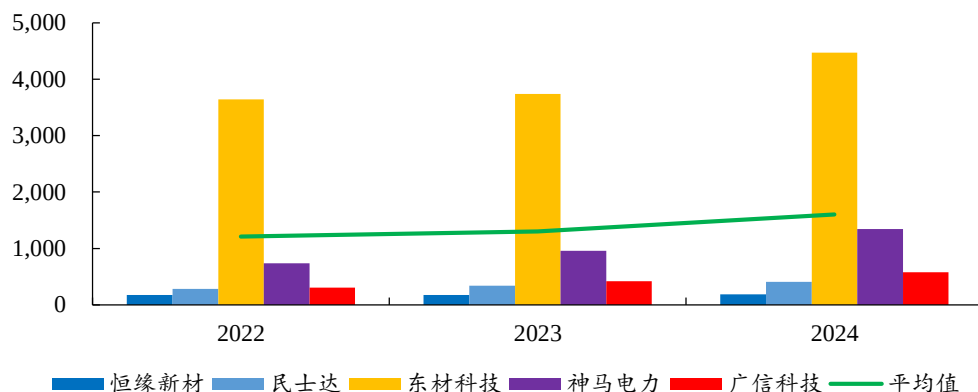
公司简称	主营业务	主要产品	应用领域	客户类型
东材科技	东材科技成立于 1994 年，于 2011 年 5 月在上交所主板上市，主要从事化工新材料的研发、制造和销售	新型绝缘材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等系列产品	发电设备、特高压输变电、智能电网、新能源汽车、轨道交通、消费电子、光电显示、电工电器、通信网络等领域	轨道交通、电工电器等领域厂商
民士达	民士达成立于 2009 年，于 2023 年 4 月在北交所上市，其主营业务为芳纶纸及其衍生品的研发、生产和销售	芳纶纸	电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯、国防军工等领域	国家电网、大型电力设备领域等厂商
神马电力	神马电力成立于 1996 年，于 2019 年 8 月在上交所上市，其主营业务为电力系统外绝缘系列产品的研发、生产与销售	复合外绝缘、输电线路复合外绝缘和橡胶密封件等产品	电力系统变电站	电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯、国防军工等重要领域厂商
恒缘新材	恒缘新材成立于 2005 年，于 2015 年 12 月在新三板挂牌，主营业务为从事绝缘层压制品(板、管、棒、引拔件和模压件)、防热复合制品、绝缘油漆、云母制品(板、带、云母箔)、柔软复合材料(含预浸材)、绝缘工程模塑料、绝缘成型加工件(油道)等绝缘材料制品、先进高分子材料制品、高性能复合材料制品和前沿新材料的研发、生产与销售	绝缘层压制品(板、管、棒)、绝缘成型件、绝缘油漆、绝缘云母制品、复合材料及浸渍制品	轨道交通(高铁、地铁和城铁)、电机和电器、输变电设备、新能源发电(风能、太阳能、核能)、航空航天和国防军工领域	轨道交通、输变电、电机、发电机、新能源(核电、风电)、航空航天和国防军工等领域厂商
广信科技	公司主要从事输变电系统等领域用的绝缘纤维材料及其成型制品研发、生产和销售	绝缘天然纤维材料及其成型件	输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工	变压器等电力设备生产商

公司简称	主营业务	主要产品	应用领域	客户类型
			装备等领域	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司 2024 年营业收入为 57,754.18 万元，低于可比公司均值。可比公司中，东材科技、神马电力在行业内发展积累时间较长，同时在资本市场上市较早，规模较大，产品线丰富，因此，2022-2024 年度，其营业收入均高于广信科技；民士达与广信科技营业收入规模差别较小；恒缘新材营收水平则略低于广信科技。

图24：公司 2024 年营业收入为 57,754.18 万元，低于可比公司均值（百万元）

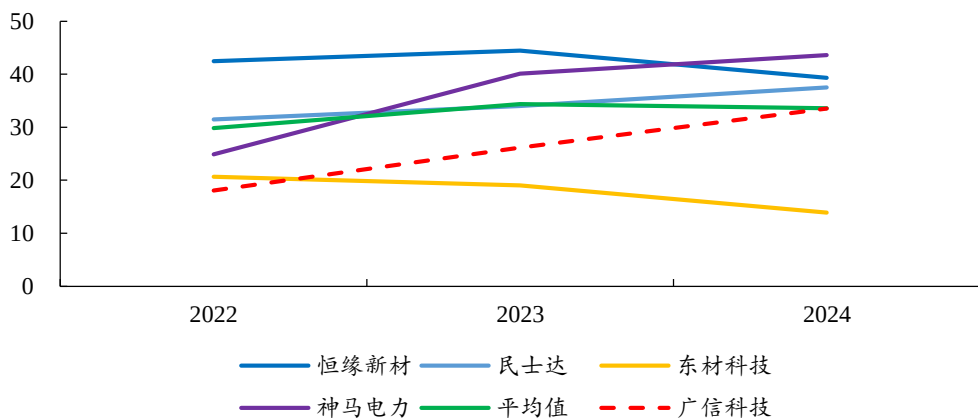


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司综合毛利率略低于同行业可比上市公司平均水平，主要是由于公司与行业可比上市公司在原材料种类、产品销售区域、下游应用市场、客户结构等方面均存在差异所导致。2024 年，公司毛利率上升至 33.50%，接近可比公司平均水平。

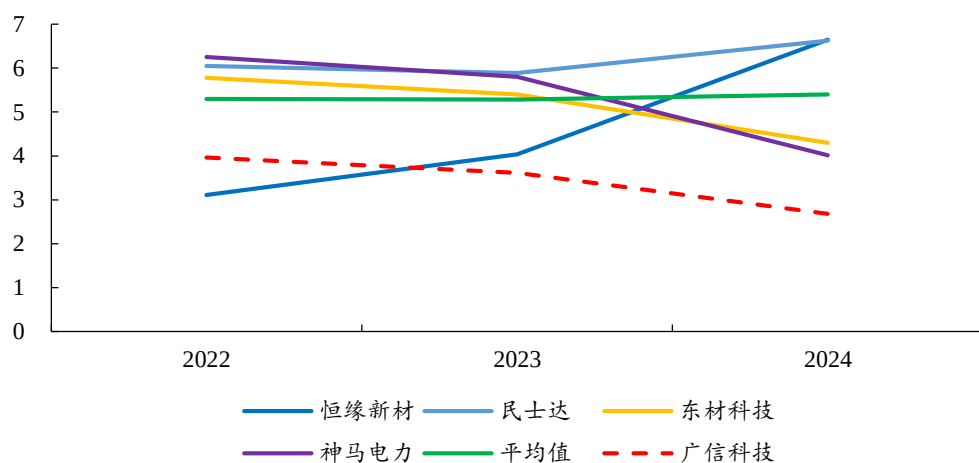
2023 年度，可比公司与公司毛利率均呈现上升趋势；2024 年度，除东材科技和恒缘新材外，可比公司与公司的毛利率均较 2023 年度进一步上升。

图25：2024 年公司毛利率上升至 33.50%，接近可比公司平均水平（%）



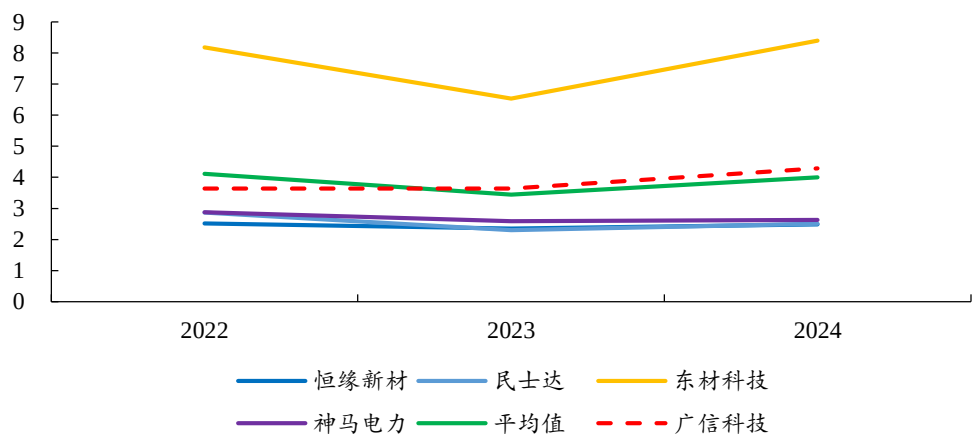
数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司研发费用率分别为 3.97%、3.62%和 2.68%，低于可比公司平均水平。

图26：2022-2024 年度公司研发费用率低于可比公司平均水平（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024 年度，公司存货周转率分别为 3.64 次、3.64 次和 4.28 次，呈现上升趋势，2022 年及 2023 年，低于东材科技，高于恒缘新材、民士达和神马电力，2024 年，高于同行业可比公司平均水平。

图27：2024 年度公司存货周转率达到 4.28 次，高于同行业可比公司平均水平（次）


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 估值对比：可比公司 PETTM 均值 34.8X

广信科技可比公司 PE（2024）均值为 38.4X，PE（TTM）均值为 34.8X。公司是绝缘纤维材料及其成型制品的专业供应商，产品主要应用于输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域。公司是国家级专精特新“小巨人”企业，截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有有效专利 67 项，其中发明专利 13 项。公司营业收入、毛利率净利率近年来均呈现上升态势，随着公司募投项目逐步投产，前景较好。

表18：可比公司 PE（2024）均值为 38.4X

公司	代码	市值（亿元）	PETTM	PE2024	2024 年营业收入（百万 元）	2024 年归母净利润（百万 元）	2024 年销售 毛利率（%）	2024 年销售 净利率（%）
恒缘新材	834572.NQ	1.73	10.26	10.26	183.59	16.87	39.30	9.19
民士达	833394.BJ	60.87	54.99	60.55	407.95	100.52	37.49	23.49
东材科技	601208.SH	81.88	36.85	45.23	4,470.11	181.02	13.92	3.44
神马电力	603530.SH	116.49	36.96	37.49	1,344.89	310.73	43.62	23.10
均值		65.24	34.76	38.38	1,601.63	152.29	33.58	14.80
中值		71.37	36.90	41.36	876.42	140.77	38.40	16.15
广信科技	874094.BJ	-	-	-	577.54	116.17	33.50	20.11

数据来源：Wind、开源证券研究所 （注：数据截至 2025 年 6 月 3 日）

5、 风险提示

行业竞争加剧风险、原材料价格波动、下游行业投资放缓风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn