

2025 年 06 月 15 日

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

广信科技(920037.BJ)

——绝缘纤维材料及制品“小巨人”，助力超/特高压用绝缘纤维材料国产替代

投资要点：

- **发行价格 10 元/股，发行市盈率 7.61X，申购日为 2025 年 6 月 17 日。**广信科技本次发行价格 10 元/股，发行市盈率 7.61X，申购日为 2025 年 6 月 17 日。本次公开发行股份初始发行股份数量为 2000 万股，发行后总股本为 8,846.2908 万股，本次发行数量占发行后总股本的 22.61%(超额配售选择权行使前)；若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 2300 万股，发行后总股本扩大至 9,146.2908 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 25.15%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 35%。本次发行战略配售发行数量为 400.00 万股，占超额配售选择权行使前本次发行数量的 20.00%。有 10 家机构参与公司的战略配售（包括核心员工参与战略配售和产业背景股东如中国电气装备集团投资有限公司等）。公司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）。募集资金总额扣除发行费用后的净额，拟投资于“电气绝缘新材料扩建项目”、“研发中心建设项目”以及补充流动资金。“电气绝缘新材料扩建项目”拟投资 13,459.41 万元，预计建设期为 2 年。项目达产后，预计年均新增营业收入 1.27 亿元，达产年税后净利润预计达到 1,405.50 万元。随着下游市场需求的不断增加，2022-2024 年公司产能利用率逐年提高，产销率处于较高水平。2024 年，公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品产能分别为 45,300 吨、7,000 吨，产能利用率分别为 104.75%、102.28%。
- **绝缘纤维材料及其制品国家级“小巨人”，2021-2024 年归母净利润 CAGR146%。**公司是绝缘纤维材料及其成型制品的专业供应商，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绝缘。2024 年绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品营收分别为 3.78 亿元、1.98 亿元。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。2024 年前五大客户包括特变电工股份有限公司及其关联企业、山东泰开变压器有限公司、山东电工电气集团有限公司及其关联企业等。公司已具有多项自主研发的核心技术，形成了较强的核心竞争力。早在 2009 年，公司研发设计的超高压绝缘纤维材料便打破了这一领域的国外技术垄断。公司的核心技术对行业相关技术起引领作用，对超/特高压输变电设备用绝缘纤维材料、成型件、整体出线装置等国家战略性新兴产业发展有重大意义。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。2024 年营收达 5.78 亿元（yoy+37.49%），归母净利润达 11617.18 万元（yoy+135.14%）；2025Q1 公司实现营收 1.75 亿元（yoy+54%）、归母净利润 4372 万元（yoy+129%），继续保持高速增长趋势。根据招股书信息，2025H1 公司预计实现营收 3.6-3.9 亿元，同比增长 39%-50%，扣非归母净利润 8500-9500 万元，同比增长 72%-92%，业绩保持高速增长。
- **下游产业稳步发展，国内超/特高压用绝缘纤维材料国产化率有望提升。**近年来，随着我国工业的快速发展，以及新兴领域的需求增加，绝缘材料行业也迎来了新的发展机遇。根据 Grand View Research、前瞻产业研究院数据，2018-2023 年，我国绝缘材料行业市场规模从 864 亿元增长至 1206 亿元，复合增长率为 6.9%，2024 年我国绝缘材料行业市场规模约 1305 亿元，同比增长 8.2%。上游方面，绝缘纤维材料上游行业为木浆制造业，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。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。下游方面，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。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，有望迎来重大的战略发展机遇。广信科技主要可比公司包括东材科技、民士达、神马电力、恒缘新材，广信科技与可比公司（尤其是东材科技）相比，营收、利润规模尚小，2024 年毛利率水平位于可比公司均值附近，具备较大成长空间。

- **申购建议：建议关注。**公司是中国专业的绝缘纤维材料及其成型制品企业，产品应用范围广阔，核心技术对行业相关技术起引领作用，对超/特高压输变电设备用绝缘纤维材料、成型件、整体出线装置等国家战略性新兴产业发展有重大意义。未来，公司有望在有效利用现有装备产能的基础上，继续加大绝缘材料的研发力度和投资强度，在提升产品品质的同时，进一步丰富产品的品类，在扩充产能的同时，实现我国超特高压绝缘材料自给自足的经营战略。截至 2025 年 6 月 13 日，可比公司 PE TTM 中值达 36.6X，建议关注。
- **风险提示。下游行业投资放缓风险、原材料价格波动风险、应收账款数额较大风险。**

内容目录

1. 初始发行 2000 万股，申购日为 2025 年 6 月 17 日	5
1.1. 发行情况：发行价格 10 元/股，发行市盈率 7.61X	5
1.2. 募投：“电气绝缘新材料扩建项目”达产后，预计年均新增营业收入 1.27 亿元	6
2. 绝缘纤维材料及其制品国家级“小巨人”，2021–2024 年归母净利润 CAGR146%..	7
2.1. 产品：主营绝缘纤维材料及其成型制品，2024 年两大业务毛利率均升至 30%以上	7
2.2. 模式：配套特变电工、山东泰开等客户，超高压绝缘纤维材料打破国外技术垄断	10
2.3. 财务：2024 年营收 5.78 亿元、归母净利润 11617 万元（yoy+135%）	12
3. 下游产业稳步发展，国内超/特高压用绝缘纤维材料国产化率有望提升	14
3.1. 产业：2024 年我国绝缘材料市场规模约 1305 亿元（yoy+8.2%）	14
3.2. 上下游：电力行业发展为绝缘材料带来重大战略发展机遇	15
3.3. 可比公司：主要包括东材科技、民士达、神马电力等	18
4. 申购建议：建议关注	20
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 广信科技本次发行价格 10 元/股	5
图表 2: 战略配售发行数量为 400 万股	5
图表 3: 公司募投项目总投资拟达 2 亿元（单位：万元）	6
图表 4: 2022-2024 年公司产能利用率逐年提高（单位：吨）	6
图表 5: 魏冬云父女合计持有公司 61%股份，为公司实控人（2024.12.31 数据）	7
图表 6: 公司的主要产品为绝缘纤维材料及其成型制品	8
图表 7: 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	8
图表 8: 公司主要绝缘纤维成型制品工艺包括机械加工、模压加工等	9
图表 9: 2024 年公司绝缘纤维材料收入约 3.8 亿元（万元）	10
图表 10: 2024 年公司绝缘纤维成型制品毛利率为 35.74%	10
图表 11: 500kV 变压器结构示意图	10
图表 12: 2022-2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比维持在 30%-35% 区间内	11
图表 13: 公司无境外生产，2023 年起实现少量境外销售（单位：万元）	11
图表 14: 公司主要核心技术包括薄型绝缘纤维板材技术等	12
图表 15: 2024 年营收 5.78 亿元（yoy+37%）、归母净利润 11617 万元（yoy+135%）	13
图表 16: 绝缘材料下游应用领域广泛，包括输变电设备等	14
图表 17: 2024 年我国绝缘材料行业市场规模约 1305 亿元	14
图表 18: 2024 年我国电力行业主要发电企业投资总额为 17,770 亿元（yoy+19%） ..	15
图表 19: 2023 年我国变压器产量为 20.75 亿千伏安（yoy+6.5%）	16
图表 20: 2015-2023 年中小型电机市场规模呈上升趋势	16
图表 21: 2014-2024 年我国光伏发电累计装机容量年均复合增长率达 41.08%	17
图表 22: 2024 年我国风力发电新增装机容量达 79.24GW	17
图表 23: 截至 2024 年底我国已建成投运新型储能项目累计装机规模 73.76GW	18
图表 24: 广信科技可比公司包括东材科技、民士达、神马电力、恒缘新材	18
图表 25: 2021-2024 年东材科技营收规模较高（亿元）	19
图表 26: 2024 年广信科技归母净利润显著上升（万元）	19
图表 27: 2024 年广信科技毛利率水平位于可比公司均值附近	19
图表 28: 可比公司 PE TTM 中值达 36.6X	20

1. 初始发行 2000 万股，申购日为 2025 年 6 月 17 日

1.1. 发行情况：发行价格 10 元/股，发行市盈率 7.61X

广信科技本次发行价格 10 元/股，发行市盈率 7.61X，申购日为 2025 年 6 月 17 日。本次公开发行股份初始发行股份数量为 2000 万股，发行后总股本为 8,846.2908 万股，本次发行数量占发行后总股本的 22.61%（超额配售选择权行使前）；若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 2300 万股，发行后总股本扩大至 9,146.2908 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 25.15%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 35%，老股占可流通股本比例为 38%。

图表 1：广信科技本次发行价格 10 元/股

基本信息	股票代码	920037.BJ	所属国民经济行业	电气机械和器材制造业
	股票简称	广信科技	发行代码	920037
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	10.0
	募集金额(万元)	23,000.00	主承销商	东兴证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	2,000.00	占发行后总股本比例	22.61%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购限制	路演日	2025-06-16	申购日	2025-06-17
	申购款退回日	2025-06-19	网上最高申购量(万股)	95.00
基本面信息	2024年总营收(亿元)	5.78	2024年归母净利润(万元)	11,617.18
	2024年毛利率	33.50%	2024年加权ROE%	25.51%
	2024年营收增速	37.49%	2024年归母净利润增速	135.14%
股本信息	发行前总股本(万股)	6,846.29	发行前限售股(万股)	5,608.04
	发行后预计可流通比例	35.41%	老股占可流通股本比例	38.24%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	7.61	发行后2024EPS(元)	1.31

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

本次发行战略配售发行数量为 400.00 万股，占超额配售选择权行使前本次发行数量的 20.00%。有 10 家机构参与公司的战略配售（包括核心员工参与战略配售和产业背景股东如中国电气装备集团投资有限公司等）。

图表 2：战略配售发行数量为 400 万股

序号	投资者名称	拟认购股份数量（万股）	拟认购金额（万元）	锁定期
1	中信建投股管家广信科技 1 号北交所战略配售集合资产管理计划	190	1,900.00	12 个月
2	中国电气装备集团投资有限公司	122.5	1,225.00	18 个月
3	深圳市博富达私募证券投资基金管理有限公司（博富达 2 号私募证券投资基金）	22	220	18 个月
4	广州长尾私募证券投资基金管理有限公司（宝利成长一号私募证券投资基金）	15	150	18 个月
5	第一创业证券股份有限公司	10	100	18 个月
6	宁波梅山保税港区浙民投投资管理有限公司	10	100	18 个月
7	厦门冠亚创新壹期半导体投资合伙企业（有限合伙）	10	100	18 个月
8	新邵县经济开发区建设有限公司	10	100	18 个月
9	东兴证券投资咨询有限公司	8	80	18 个月
10	杭州兴健私募基金管理有限公司（兴健珩钰基金至臻 1 号私募证券投资基金）	2.5	25	18 个月
	合计	400	4,000.00	-

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：“电气绝缘新材料扩建项目”达产后，预计年均新增营业收入 1.27 亿元

公司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）。募集资金总额扣除发行费用后的净额，拟投资于“电气绝缘新材料扩建项目”、“研发中心建设项目”以及补充流动资金。“电气绝缘新材料扩建项目”拟投资 13,459.41 万元，预计建设期为 2 年，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。项目达产后，预计年均新增营业收入 1.27 亿元，达产年税后净利润预计达到 1,405.50 万元。

图表 3：公司募投项目总投资拟达 2 亿元（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金投入金额	项目备案	环评批复
电气绝缘新材料扩建项目	13,459.41	13,000.00	新发改备[2024]54 号	邵市环评【2024】11 号
研发中心建设项目	4,010.00	4,000.00	新发改备[2024]65 号	邵市环评（2）【2024】10 号
补充流动资金	3,000.00	3,000.00	不适用	不适用
合计	20,469.41	20,000.00	-	-

资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

随着下游市场需求的不断增加，2022-2024 年公司产能利用率逐年提高，产销率处于较高水平。2024 年，公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品产能分别为 45,300 吨、7,000 吨，产能利用率分别为 104.75%、102.28%。

图表 4：2022-2024 年公司产能利用率逐年提高（单位：吨）

产品	项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
绝缘纤维材料	产能	32,400.00	39,000.00	45,300.00
	产量	27,914.68	36,648.80	47,451.94
	销量	24,878.39	31,377.36	37,122.22
	产能利用率	86.16%	93.97%	104.75%
	产销率	89.12%	85.62%	78.23%
绝缘纤维成型制品	产能	3,900.00	4,600.00	7,000.00
	产量	3,012.75	4,511.96	7,159.78
	销量	2,925.51	4,487.96	6,716.14
	产能利用率	77.25%	98.09%	102.28%
	产销率	97.10%	99.47%	93.80%

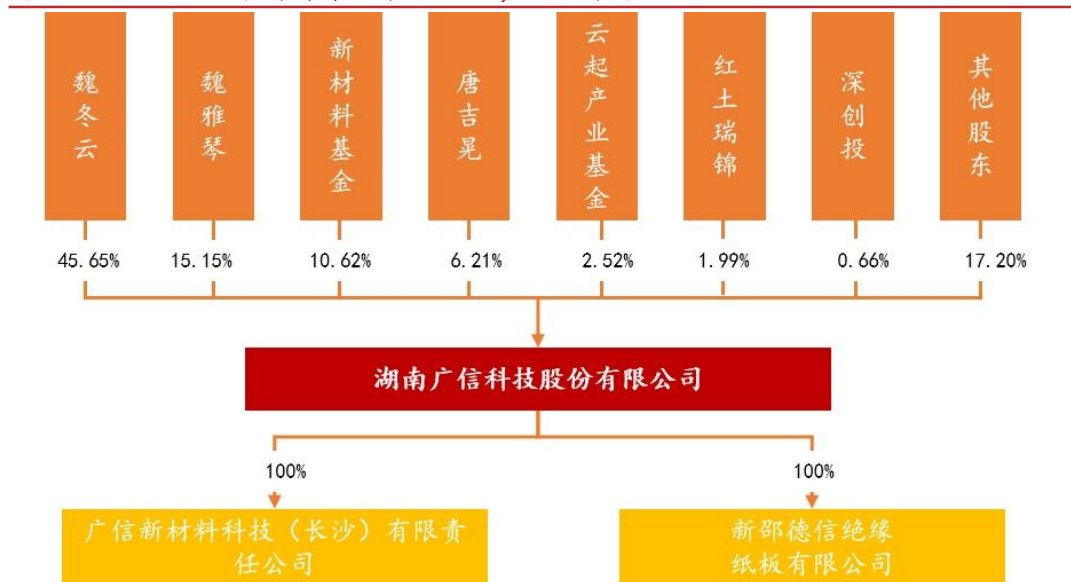
资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

2. 绝缘纤维材料及其制品国家级“小巨人”，2021-2024 年归母净利润 CAGR146%

湖南广信科技股份有限公司创立于 2004 年，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）。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电系统、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。

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%，系公司的控股股东和共同实际控制人。

图表 5：魏冬云父女合计持有公司 61%股份，为公司实控人（2024.12.31 数据）

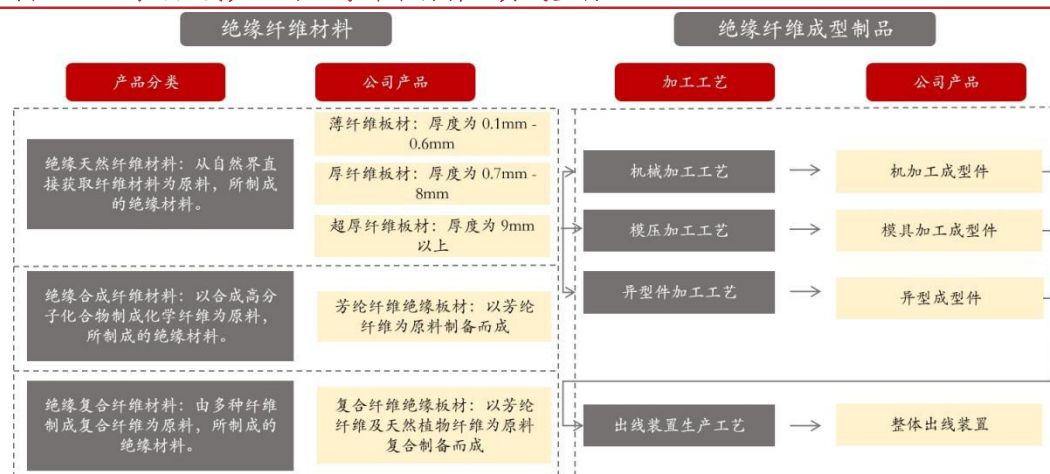


资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

2.1. 产品：主营绝缘纤维材料及其成型制品，2024 年两大业务毛利率均升至 30%以上

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。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。

图表 6：公司的主要产品为绝缘纤维材料及其成型制品

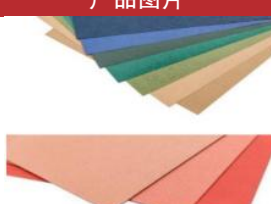




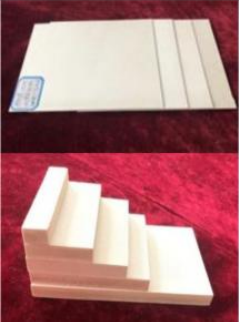

资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

➤ 绝缘纤维材料

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。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）。

图表 7：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
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。	
绝缘天然纤维材料	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：广信科技招股书、华源证券研究所

➤ 绝缘纤维成型制品

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。

图表 8：公司主要绝缘纤维成型制品工艺包括机械加工、模压加工等

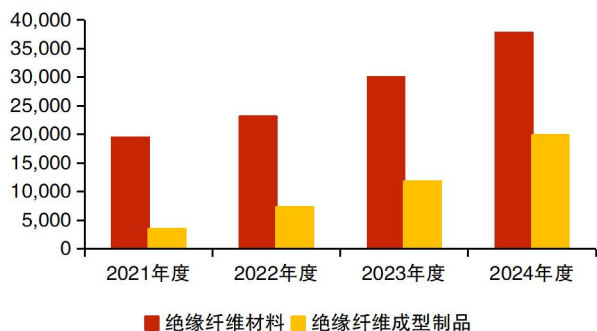
工艺技术	产品类别	特性	产品图片
机械加工工艺	机加工成型件：以绝缘纤维材料为原料，通过机械加工而成	撑条、垫块、压板、燕尾垫块、端圈、护筒、隔板(屏)、异型夹件、夹板、螺杆螺帽、瓦楞板、支撑型板、油隙垫块等。	
模压加工工艺	模具加工成型件：以绝缘纤维胚料为原料，通过模具压制而成	正/反分瓣宽边角环、正/反分瓣边界窄边角环、U 型护槽、Ω 型夹件、L 型夹件、支撑件和端部角环等。	
异型件加工工艺	异型成型件：以绝缘纤维胚料为原料，借助模具以一次成型特殊工艺制作而成	引线角环、整体角环、绝缘筒、绝缘管、绝缘罩、均压球(管)外敷绝缘、绝缘护套、护槽、压钉绝缘等。	
出线装置生产工艺	整体出线装置：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：广信科技招股书、华源证券研究所

收入情况：2024 年绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品营收分别为 3.78 亿元、1.98 亿元。公司 2023 年和 2024 年绝缘纤维材料的营收分别同比上涨 30.0%和 25.8%、绝缘纤维成型制品的营收分别同比上涨 63.2%和 67.9%，该变化主要系公司新增产线、设备投入使用，公司产能，特别是绝缘成型件产能大幅提升；2023-2024 年，大型变压器厂家等下游客户需求增

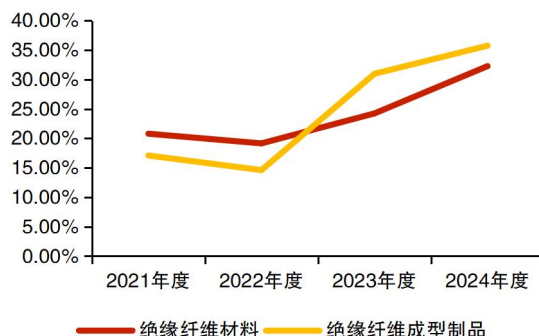
长，使得公司新增产能得到释放，带动该类产品销售收入同比增长。毛利率情况：公司 2023 年和 2024 年绝缘纤维材料的毛利率分别为 24.24%和 32.27%、绝缘纤维成型制品的毛利率分别为 30.97%和 35.74%，主要原因系随着市场需求增长，公司新增产线的产能利用率得到大幅提升，产量与销量上升产生规模效益，公司主营业务单位成本有一定程度的下降。

图表 9：2024 年公司绝缘纤维材料收入约 3.8 亿元(万元)



资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

图表 10：2024 年公司绝缘纤维成型制品毛利率为 35.74%

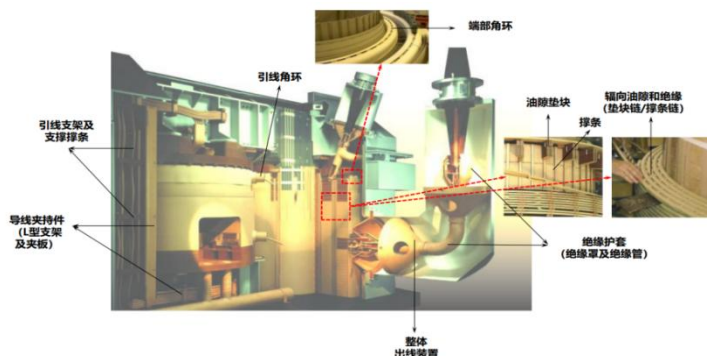


资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

2.2. 模式：配套特变电工、山东泰开等客户，超高压绝缘纤维材料打破国外技术垄断

公司主要从事绝缘纤维材料及其成型制品研发、生产和销售业务，生产绝缘纤维材料所需的原材料主要为木浆。公司采取“以销定产+安全库存”的生产模式，按照客户订单要求确定产品生产数量、生产计划，安排各车间组织生产。公司销售模式包括直销和经销模式，其中以直销为主，经销为辅。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。

图表 11：500kV 变压器结构示意图



资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

2022–2024 年，公司客户集中度不高，对前五大客户合计销售收入占比变化不大，维持在 30%–35% 区间内。2024 年前五大客户包括特变电工股份有限公司及其关联企业、山东泰开变压器有限公司、山东电工电气集团有限公司及其关联企业等。

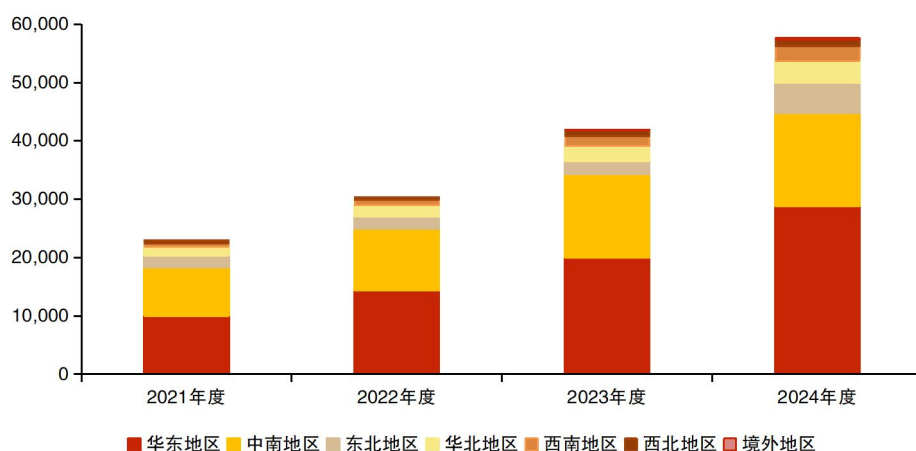
图表 12：2022–2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比维持在 30%–35% 区间内

序号	客户名称	销售金额（万元）	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%

资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

2023 年和 2024 年，公司市场区域主要集中在华东、中南地区。2024 年，公司在华东、中南地区合计销售收入占比为 78%，同时公司在 2023 年开拓了俄罗斯客户，在 2023 年和 2024 年实现少量直接外销收入，外销收入分别为 36.32 万元和 247.05 万元。

图表 13：公司无境外生产，2023 年起实现少量境外销售（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

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，经过多年的生产实践及技术积累，公司已具有多项自主研发的核心技术，形成了较强的核心竞争力。早在 2009 年，公司研发设计的超高压绝缘纤维材料便打破了这一领域的国外技术垄断。

公司系中国绝缘材料标准化委员会成员单位、湖南省战略性新兴产业工程单位、湖南省推进新型工业化“双百”工程企业、科技创新创业团队，拥有省级企业技术中心、工程技术研究中心、省级工业设计中心，是湖南省特种工业用纸产业技术创新战略联盟理事长单位。同时，公司与轻工业杭州机电设计研究院、陕西科技大学、长沙理工大学建立了产学研用研发体系，积极探索前沿技术。公司的核心技术对行业相关技术起引领作用，对超/特高压输变电设备用绝缘纤维材料、成型件、整体出线装置等国家战略性新兴产业发展有重大意义。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。

图表 14：公司主要核心技术包括薄型绝缘纤维板材技术等

技术名称	技术特色	技术水平
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。	总体技术被鉴定达到国际先进水平
厚/超厚绝缘纤维板材关键技术	(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。	总体技术被鉴定达到国际先进水平，其中“无胶超厚绝缘纤维板材成型技术”被鉴定达到国际领先水平
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；(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。	总体技术被鉴定达到国际先进水平，其中“无胶粘绝缘纸螺杆、无胶粘 L 型夹件绝缘件技术”被鉴定达到国际领先水平
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。	总体技术被鉴定达到国内领先水平

资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

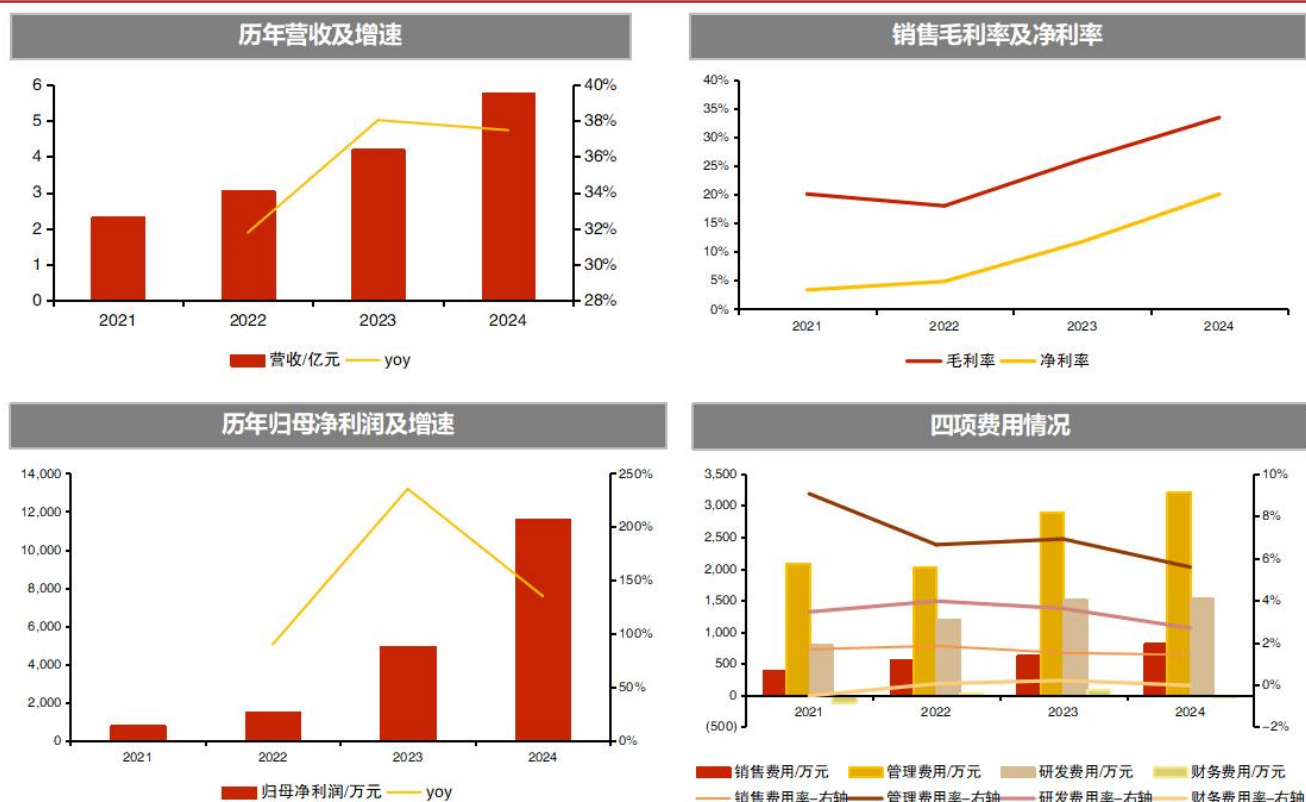
2.3. 财务：2024 年营收 5.78 亿元、归母净利润 11617 万元 (yoy+135%)

营收方面：2021–2024 年公司营收持续增长，2023 年营收达 4.20 亿元 (yoy+38.05%)，2024 年营收达 5.78 亿元 (yoy+37.49%)，主要系产品销量和售价均有所增长所致。**利润方面：**公司归母净利润从 2021 年的 775.95 万元增长至 2024 年的 11617.18 万元 (yoy+135.14%)，2021–2024 年年均复合增长率为 146%。**盈利能力方面：**2023 年由于下游产业的发展、直销客户收入占比逐年提高 (直销客户销售单价略高)、原材料采购价格有较大幅度下降，毛利率和净利率均有所上升；2024 年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，毛利率和净利率分别上升至 33.50%和 20.11%。**成本管控方面：**2021–2024 年公司期间费用率分别为 13.65%、12.49%、12.23%、9.64%，2024 年有较大幅度下降。

2025Q1 公司实现营收 1.75 亿元（yoy+54%）、归母净利润 4372 万元（yoy+129%），继续保持高速增长趋势。根据招股书信息，2025H1 公司预计实现营收 3.6–3.9 亿元，同比增长 39%–50%，扣非归母净利润 8500–9500 万元，同比增长 72%–92%，业绩保持高速增长。

图表 15：2024 年营收 5.78 亿元（yoy+37%）、归母净利润 11617 万元（yoy+135%）



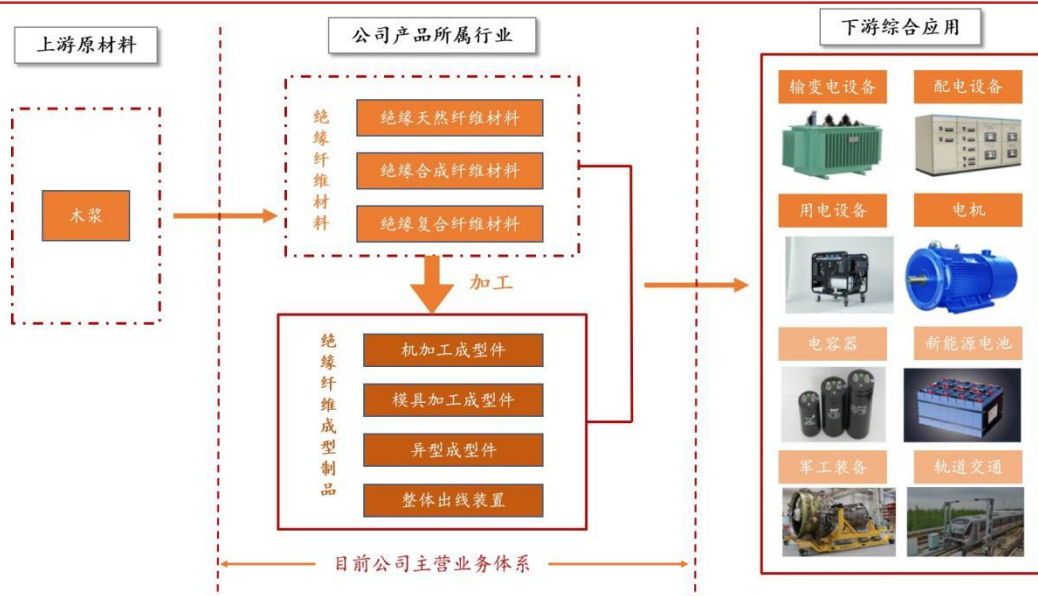
资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 下游产业稳步发展，国内超/特高压用绝缘纤维材料国产化率有望提升

3.1. 产业：2024 年我国绝缘材料市场规模约 1305 亿元 (yoy+8.2%)

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、新能源产业及军工装备等领域。

图表 16：绝缘材料下游应用领域广泛，包括输变电设备等



资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

近年来，随着我国工业的快速发展，以及新兴领域的需求增加，绝缘材料行业也迎来了新的发展机遇。根据 Grand View Research、前瞻产业研究院数据，2018–2023 年，我国绝缘材料行业市场规模从 864 亿元增长至 1206 亿元，复合增长率为 6.9%，2024 年我国绝缘材料行业市场规模约 1305 亿元，同比增长 8.2%。

图表 17：2024 年我国绝缘材料行业市场规模约 1305 亿元



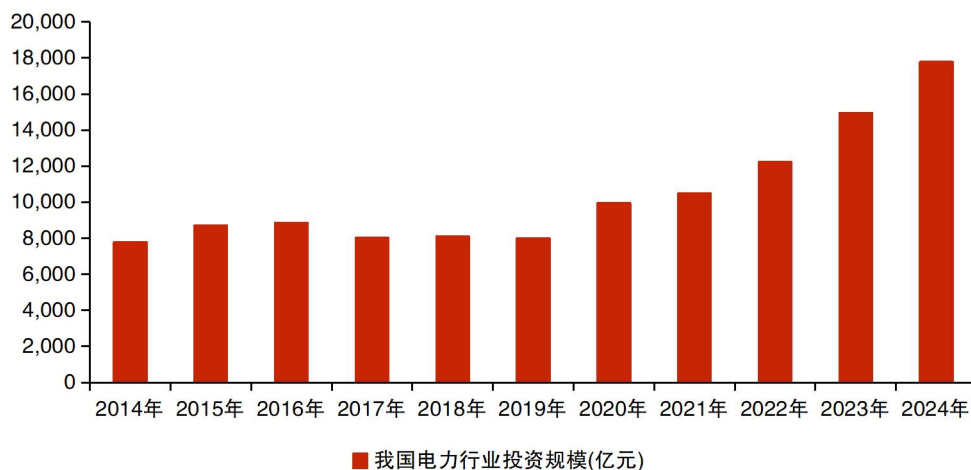
资料来源：Grand View Research、前瞻产业研究院、华源证券研究所

3.2. 上下游：电力行业发展为绝缘材料带来重大战略发展机遇

绝缘纤维材料上游行业为木浆制造业，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。

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。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,有望迎来重大的战略发展机遇。

图表 18: 2024 年我国电力行业主要发电企业投资总额为 17,770 亿元 (yoy+19%)



资料来源：国家能源局、广信科技招股书、华源证券研究所

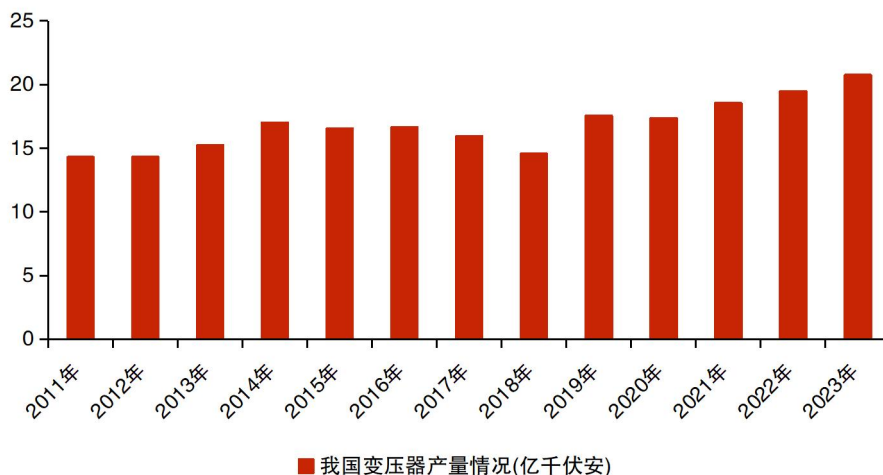
未来，绝缘纤维材料及下游应用市场将仍然是国家政策的重点支持领域，在此背景下，下游变压器、电机等电力设备领域整体规模有望持续增长，新能源电力产业或将得以稳步发展，新型储能装机规模或将保持稳定扩张，国内超/特高压用绝缘纤维材料有望提升国产化率以及变压器和电机的节能更新改造的快速推进，有望为绝缘纤维材料及成型制品市场的持续增长奠定坚实基础。

➤ 下游变压器和电机应用市场规模逐步提升

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数据，2023 年我国变压器产量为 20.75 亿千伏安，同比增长 6.5%。

参考公司招股书信息，2023 年国家电网计划核准“5 直 2 交”（“5 直 2 交”与之后的“6 直 2 交”均是电网中的特高压输电工程）、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，或将带动上游绝缘纤维材料的市场需求。

图表 19：2023 年我国变压器产量为 20.75 亿千伏安（yoy+6.5%）



资料来源：中商产业研究院、广信科技招股书、华源证券研究所

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。参考公司招股书信息，电机主要应用于电力、家电、冶金、汽车、消费电子等国民经济行业，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。近年来，我国电机行业销售规模稳步增加。未来，随着国家节能减排的积极推行及高效节能电机补贴政策的逐步落实，高效节能电机行业或将迎来快速增长。并且，随着电力电子技术、计算机技术、微电子技术及控制理论的发展和应用，中小型电机应用领域将日益广泛。因此，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，有望为绝缘纤维材料带来广阔的发展空间。

图表 20：2015-2023 年中小型电机市场规模呈上升趋势

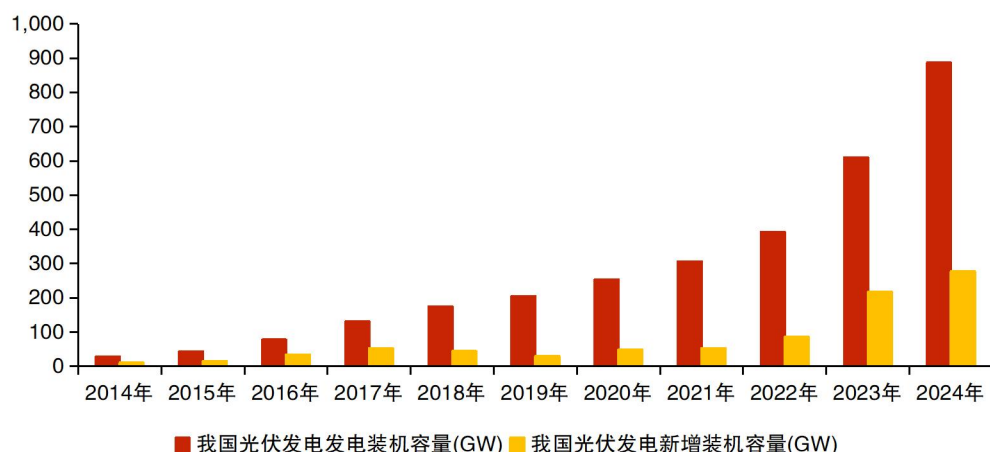


资料来源：中国电器工业协会中小型电机分会、广信科技招股书、华源证券研究所

➤ 新能源电力稳步发展

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%。2024 年，我国光伏发电新增装机容量达 277.17GW。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。

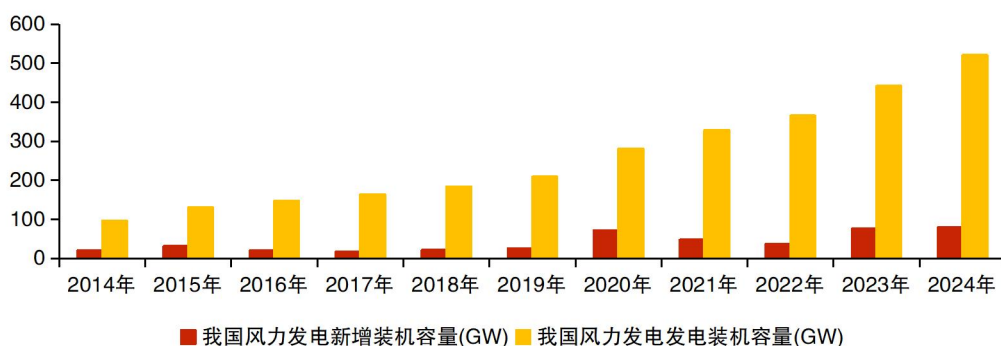
图表 21：2014-2024 年我国光伏发电累计装机容量年均复合增长率达 41.08%



资料来源：国际可再生能源机构、广信科技招股书、华源证券研究所

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 79.24GW。

图表 22：2024 年我国风力发电新增装机容量达 79.24GW

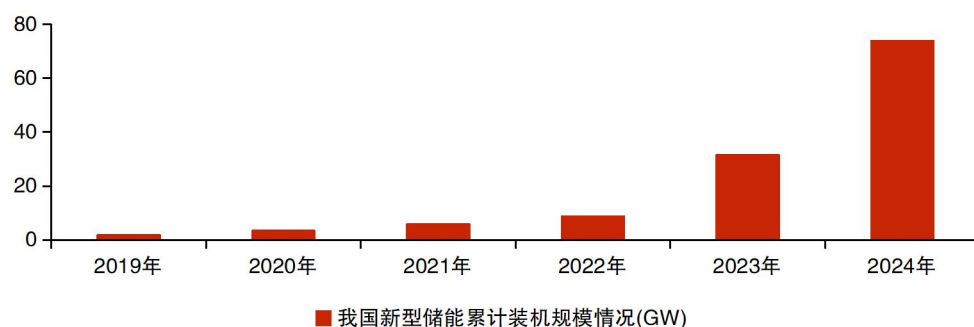


资料来源：中国电力企业联合会、广信科技招股书、华源证券研究所

➤ 新型储能装机规模快速扩张

根据国家能源局、中商产业研究院、广信科技招股书数据，截至 2024 年底，我国已建成投运新型储能项目累计装机规模 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。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。

图表 23：截至 2024 年底我国已建成投运新型储能项目累计装机规模 73.76GW



资料来源：国家能源局、中商产业研究院、广信科技招股书、华源证券研究所

3.3. 可比公司：主要包括东材科技、民士达、神马电力等

广信科技主要可比公司包括东材科技、民士达、神马电力、恒缘新材。其中，东材科技的主要产品包括新型绝缘材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等，广泛应用于发电设备、特高压输变电、智能电网、新能源汽车、轨道交通、消费电子等领域；民士达主营业务为芳纶纸及其衍生品的研发、生产和销售，产品应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯、国防军工等领域；神马电力生产的复合外绝缘、输配电线路复合外绝缘和橡胶密封件等产品主要应用于电力系统变电站；恒缘新材从事绝缘层压制品（板、管、棒、引拔件和模压件）、耐热复合制品、绝缘油漆、云母制品（板、带、云母箔）、柔软复合材料（含预浸材）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，产品主要应用于轨道交通（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。

图表 24：广信科技可比公司包括东材科技、民士达、神马电力、恒缘新材

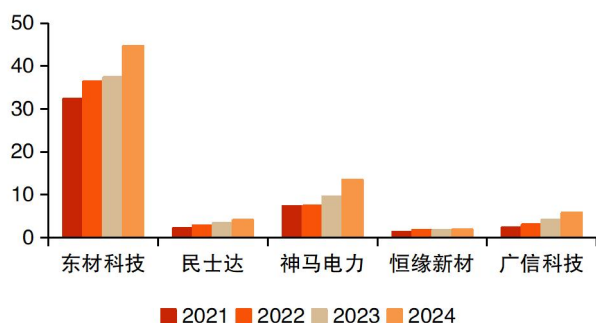
	主营业务	主要产品	应用领域	客户类型
东材科技	东材科技成立于 1994 年，于 2011 年 5 月在上交所主板上市，主要从事化工新材料的研发、制造和销售	新型绝缘材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等系列产品	发电设备、特高压输变电、智能电网、新能源汽车、轨道交通、消费电子、光电显示、电工电器、通信网络等领域	轨道交通、电工电器等领域厂商
民士达	民士达成立于 2009 年，于 2023 年 4 月在北交所上市，其主营业务为芳纶纸及其衍生品的研发、生产和销售	芳纶纸	电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯、国防军工等领域	国家电网、大型电力设备领域等厂商

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、输配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）、耐热复合制品、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装备等领域	变压器等电力设备生产商

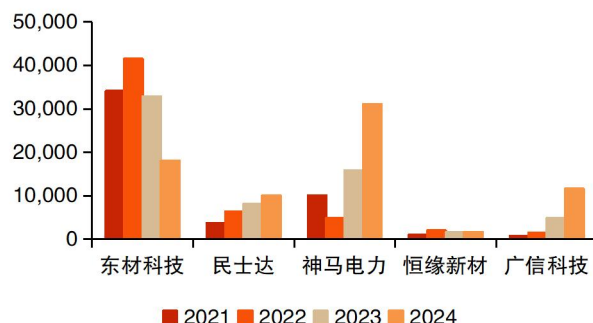
资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

从营收规模来看，东材科技规模较高，2024 年营收规模达 44.7 亿元；从利润规模看，神马电力归母净利润较高，2024 年归母净利润达 31073 万元。广信科技与可比公司（尤其是东材科技）相比，营收、利润规模尚小，2024 年毛利率水平位于可比公司均值附近，具备较大成长空间。

图表 25：2021-2024 年东材科技营收规模较高（亿元）



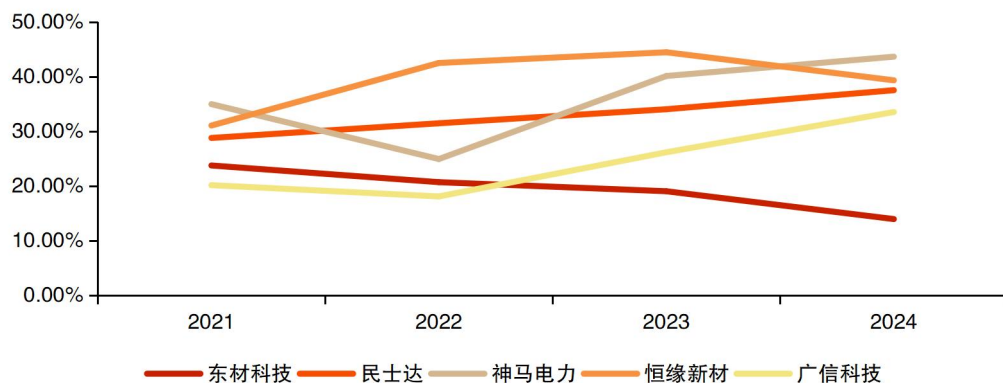
图表 26：2024 年广信科技归母净利润显著上升（万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 27：2024 年广信科技毛利率水平位于可比公司均值附近



资料来源：iFinD、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司是中国专业的绝缘纤维材料及其成型制品企业，产品应用范围广阔，核心技术对行业相关技术起引领作用，对超/特高压输变电设备用绝缘纤维材料、成型件、整体出线装置等国家战略性新兴产业发展有重大意义。未来，公司有望在有效利用现有装备产能的基础上，继续加大绝缘材料的研发力度和投资强度，在提升产品品质的同时，进一步丰富产品的品类，在扩充产能的同时，实现我国超特高压绝缘材料自给自足的经营战略。截至 2025 年 6 月 13 日，可比公司 PE TTM 中值达 36.6X，建议关注。

图表 28：可比公司 PE TTM 中值达 36.6X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率	2024 年研发费用率
东材科技	601208.SH	81.34	36.6	44.70	18,102.26	13.92%	3.44%	4.30%
民士达	833394.BJ	62.62	56.6	4.08	10,052.26	37.49%	23.49%	6.62%
神马电力	603530.SH	106.47	33.8	13.45	31,072.97	43.62%	23.10%	4.02%
均值		83.48	42.32					
中值		81.34	36.61					
广信科技	874094.BJ	9.57	-	5.78	11,617.18	33.50%	20.11%	2.68%

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：数据截至 2025.6.13

5. 风险提示

下游行业投资放缓风险：绝缘纤维材料主要应用于变压器等输变电设备领域，因此，绝缘纤维材料行业发展受国家对电网建设和改造投资规模影响较大。虽然近年来，国家陆续出台了一系列鼓励电网行业投资的政策，但如果国家宏观经济以及产业投资政策今后发生变化，可能会使电网基本建设投资规模减少或增速放缓，将直接影响绝缘纤维材料行业需求以及公司经营业绩。

原材料价格波动风险：公司主要原材料为未漂硫酸盐针叶木浆，原材料成本占生产成本的比重约为 60%，占比较高。由于公司的主要客户为国内大中型输变电设备制造企业，公司的议价能力相对偏弱。虽然公司采取战略储备等措施，但如未来主要原材料价格持续上升，主要原材料价格波动不能有效地转嫁到产品的销售价格中，可能对公司生产成本和经营业绩产生不利影响。另一方面，公司主要原材料中的电子级木浆和少部分普通级木浆通过境外终端供应商在境内的经销商进行采购，终端供应商主要集中在北美、俄罗斯等地，存在一定进口依赖。若国际政治及经济形势、国际贸易摩擦、汇率变化等因素发生不利变化，且公司未能有效保障同类型或同品质原材料替代品的持续稳定供给，可能会对公司进口木浆的采购产生一定的不利影响，进而影响公司生产经营。

应收账款数额较大风险：2022-2024 年公司应收账款账面价值分别为 6,112.37 万元、5,899.24 万元和 5,778.81 万元，占同期末流动资产的比重分别为 20.39%、18.34%和 14.02%。未来，随着公司规模进一步扩大，公司应收账款金额和占比可能呈现增加的趋势，同时，如果未来客户资信情况或与公司合作关系发生恶化，将可能因应收账款不能及时回收形成坏账，进而影响公司的盈利水平和资金状况。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。