

大连电瓷 (002606.SZ)：百年砥砺前行，助力能源互联新征程

证券研究报告

——公司深度报告

● 核心观点

瓷绝缘子行业龙头，海外订单表现优异。公司始创于 1915 年，2011 年在深交所正式上市。公司绝缘子产品矩阵完善，满足多国家行业标准。2024 年公司实现营业收入 14.96 亿元，实现归母净利润 2.11 亿元，同比+303.3%，利润显著改善。公司 2024 年新签海外订单约 7 亿元，海外地区收入同比+133.82%。

绝缘子是电力输送重要部件，不同材料应用场景各异。绝缘子是安装在不同电位的导体或导体与接地构件之间，能够耐受电压和机械应力作用的器件。瓷绝缘子凭借其化学性能稳定、抗老化性能强、机械和电气性能稳定，广泛应用。当前多因素促进国内特高压建设加速：1) 国内累计用电量、电网投资额持续提升；2) 电力资源供需不匹配，风光大基地外送在即。瓷绝缘子采购金额占比过半，2025 年 1-2 批材料+设备共计 18.59 亿元，瓷绝缘子/复合绝缘子/玻璃绝缘子占比分别约 60%/16%/23%。

公司瓷绝缘子龙头稳固，海外进展顺利。管理层经验丰富，战略眼光长远，2020 年在行业格局稳定的情况下，扩充公司产能，布局江西数字化工厂。国内特高压瓷绝缘子生产壁垒高、牌照数量受限，公司产品领先行业，目前已取得阶段性领先，2024/2025 年 1-2 批特高压瓷绝缘子公司中标占比分别为 28%/46%，同比+18pct。公司超高压级别复合绝缘子陆续被国网采购，有望拓宽公司特高压产品结构，此外公司的混合绝缘子采用机械设备浸涂，整体产品性能领先。公司目前已经建立完善的国际营销网络，2024 年累计获得 7 亿元海外订单。同时公司沙特设厂进展顺利，有望加速海外市场拓展。

投资建议：考虑到公司在瓷绝缘子龙头地位稳固，中标行业领先，江西产能持续释放，同时随着混合产品推广，有望成为公司营收第二增长点。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 17.23/19.50/21.68 亿元，同比增长 15.16%/13.17%/11.21%，实现归母净利润 2.30/2.80/3.30 亿元，同比增长 8.84%/22.05%/17.80%，对应 PE 分别为 17.39x/14.25x/12.09x，6 个月 A 股目标价为 10.92 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：国内特高压项目建设不及预期风险；政策变动风险；市场竞争加剧风险。

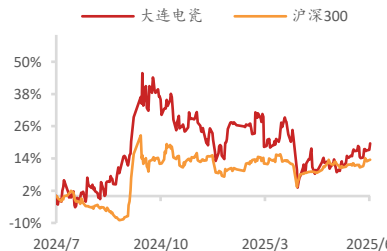
重要数据

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,496.03	1,722.78	1,949.67	2,168.26
增长率（%）	78.21	15.16	13.17	11.21
归母净利润（百万元）	211.11	229.79	280.45	330.37
增长率（%）	303.30	8.84	22.05	17.80
EPS（元/股）	0.48	0.52	0.64	0.75
市盈率（P/E）	18.93	17.39	14.25	12.09
市净率（P/B）	2.33	2.09	1.86	1.65

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部（数据日期 2025.7.1）

股票代码	002606.SZ
公司评级	买入
评级变动	首次
收盘价	9.10
目标价	10.92

近 1 年股价走势



分析师

张帆远 S0650525030001

联系邮箱：zhangfanyuan@mgzq.com

相关研究

正文目录

一、 线路电瓷领军企业	5
1.1 大连电瓷：瓷绝缘子行业龙头	5
1.2 财务情况：2024 年营收高速增长，海外收入显著提升	7
二、 特高压建设加速，绝缘子受益明确	8
2.1 绝缘子：电力输送重要部件，不同材料应用场景各异	8
2.2 行业情况：国内累计用电量、电网投资额持续提升	10
2.3 瓷绝缘子采购金额占比过半	14
三、 瓷绝缘子龙头稳固，混合产品有望成为第二增长点	15
3.1 管理层经验丰富，战略眼光长远	15
3.2 特高压瓷绝缘子牌照稀缺，公司国内招标额领先	15
3.3 复合绝缘子出货有望突破	17
3.4 产品创新：混合绝缘子浸涂工艺领先	18
3.5 公司产品出海已有明确方向、具备新增点	20
四、 盈利预测与投资建议	21
五、 风险提示	22

图表目录

图 1： 公司发展历程	5
图 2： 多型号悬式瓷绝缘子	5
图 3： 交、直流复合绝缘子/电站瓷支柱绝缘子、瓷套管绝缘子	5
图 4： 公司股权结构示意图	6
图 5： 2019-2024 年公司营业总收入及同比（亿元，%）	7
图 6： 2019-2024 年公司归母净利润及同比（亿元，%）	7
图 7： 2019-2024 年公司分产品收入（亿元，%）	7
图 8： 2019-2024 年公司分地区收入（%）	7
图 9： 2019-2024 年公司毛利率、净利率（%）	8
图 10： 2019-2024 年公司费用率情况（%）	8
图 11： 2019-2024 年公司分产品毛利率（%）	8
图 12： 2019-2024 年公司分地区毛利（%）	8
图 13： 瓷绝缘子产业链	10

图 14: 瓷绝缘子生产流程	10
图 15: 中国全社会用电量累计增速情况 (亿千瓦时, %)	11
图 16: 中国电网投资额及增速 (亿元, %)	11
图 17: 2024 年中国各地区发、用电量 (万亿 kWh)	11
图 18: 2022-2024 年国内省间外送交易 (亿 kWh, %)	11
图 19: 交、直流输电对比	12
图 20: 国内特高压线路汇总	13
图 21: 2014-2024 年国内风电光伏新增装机量 (GW, %)	13
图 22: 国内电力外送示意图	13
图 23: 2024-2025 年特高压绝缘子采购金额 (亿元)	14
图 24: 2025 年特高压绝缘子采购金额占比 (%)	14
图 25: 2024-2025 年输变电绝缘子采购金额 (亿元)	15
图 26: 2025 年输变电绝缘子采购金额占比 (%)	15
图 27: 公司近年以来利润持续攀升	15
图 28: 2024/2025 年 1-2 批特高压瓷绝缘子占比 (%)	16
图 29: 2024/2025 年 1-2 批输变电瓷绝缘子占比 (%)	16
图 30: 公司混合绝缘子生产车间及产品	18
图 31: 绝缘子喷涂、浸涂产品差异	19
图 32: 可比公司研发费用对比 (亿元, %)	19
图 33: 公司 2024 年海外订单情况	20
图 34: 近年公司收入结构占比 (%)	20
图 35: 公司与 Union Power Company 达成绝缘子领域合资合作	21
图 36: 沙特阿拉伯电网示意图	21
表 1: 公司三大生产基地产能	6
表 2: 绝缘子按材料分类	9
表 3: 绝缘子按安装方式分类	9
表 4: 国内特高压项目在建汇总	12
表 5: 风光大基地外送规模及比例 (GW, %)	14
表 6: 九大清洁能源基地、四大海上风电基地	14
表 7: 特高压材料采购-瓷绝缘子份额	16
表 8: 公司瓷绝缘子产品持续参与国内特高压交、直流路线	16
表 9: 2024-至今公司在输变电项目中标复合绝缘子汇总	17

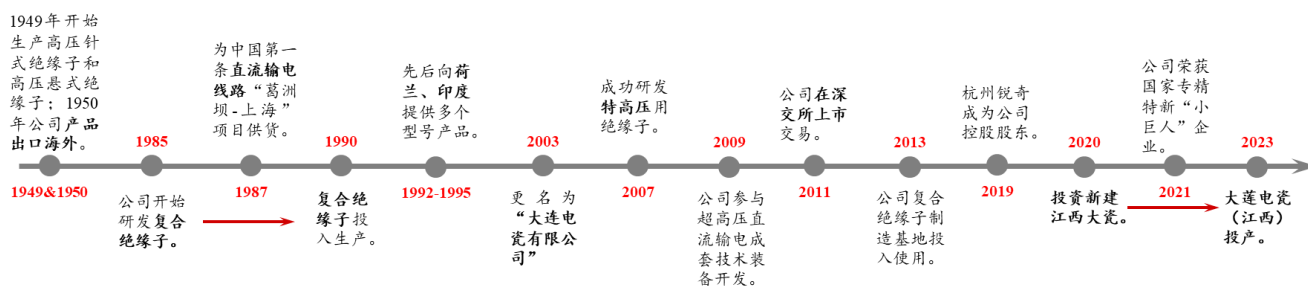
表 10: 公司复合绝缘子产品供货线路	18
表 11: 2023-2024 年公司专利数量 (个)	19
表 12: 2024 年公司研发投入项目	19
表 13: 公司海外布局情况	20
表 14: 公司营收拆分	21
表 15: 可比公司估值	22

一、线路电瓷领军企业

1.1 大连电瓷：瓷绝缘子行业龙头

大连电瓷集团股份有限公司始创于 1915 年，1950 年进军国际市场，产品出口历史长达 70 年。2011 年在深交所正式上市。公司产品率先应用于特高压线路：2007 年为国内第一条特高压交流线路供货；2008 年为世界首条特高压直流线路供货。2019 年杭州锐奇成为公司控股股东，浙商活力成功注入。2020 年公司投资建设江西大瓷，2023 年 5 月江西工厂一期工程投产运营，月产能达到 4000 吨左右。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

公司绝缘子产品矩阵完善，满足多国家行业标准。公司主业为输电线路用瓷、复合绝缘子，电站用瓷、复合绝缘子，以及电瓷金具的研发、生产及销售，公司严格执行国际电工委员会(IEC)标准和中国、美国、英国等标准，用户主要为国内外的电网公司。

公司目前主要产品包括：1) 悬式瓷绝缘子：70~840kN 交（直）流悬式瓷绝缘子；2) 复合绝缘子：悬式复合绝缘子（交流 10KV~1000KV；直流±400kV~±1100kV）、复合支柱绝缘子（交流 10KV~1000KV；直流±20kV~±1100kV）以及复合套管绝缘子（35KV~±550KV）；3) 瓷支柱绝缘子：电站支柱瓷绝缘子（35KV~1000KV）、瓷套管绝缘子（40.5KV~550KV）以及 220KV 线路支柱瓷绝缘子。

图2：多型号悬式瓷绝缘子



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图3：交、直流复合绝缘子/电站瓷支柱绝缘子、瓷套管绝缘子



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

公司三大生产基地，匹配下游客户需求。三大基地包括：1) 大连基地：产能约 5 万吨/年，产品主要以特高压产品为主，已经为国内多条特高压工程供货；2) 福建基地：产能约 1.8 万吨/年，

主要产品覆盖小吨位级别，为承接海外订单市场需求；3）江西基地：一期已建成6条生产线，产能约6万吨/年，为满足国内外市场需求二期项目预计2025Q3投产，合计产能约8万吨/年。

公司加速实施自动化和智能化的改造工程。公司持续推进现有工厂的自动化和智能化技术改造，大连基地已实现“真空-干燥整体流程自动化转序”、“干燥-生检-上釉的全流程联动”、“新建恒温恒湿胶装室以提高胶装质量”、“新增全自动8工位修坯机”用于自动加工大吨位产品，确保公司特高压产品生产效率提升。

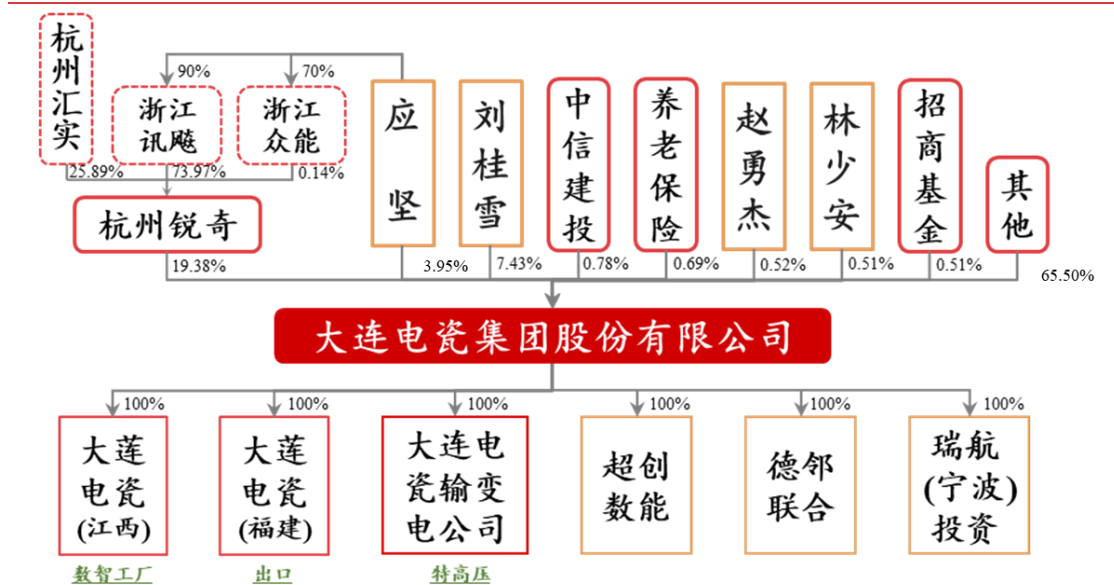
表1：公司三大生产基地产能

生产基地	子公司	产能	类别
大连基地	大连电瓷集团输变电	5万吨	40~840kN 交流和直流悬式瓷绝缘子、10~1000kV 交流复合绝缘子、±500~±1100kV 直流复合绝缘子、10kV~1000kV 电站用支柱绝缘子等
	大连拉普电瓷	5000吨	设计制35kV-1000kV 交直流高强度户外棒形支柱瓷绝缘子和高压电器瓷套等
	大连亿德电瓷金具	3000吨+	悬式球型脚、悬式槽型脚、针式脚、环形脚、线路金具等
福建基地	大莲电瓷（福建）	18000吨	高、低压线路针式绝缘子、柱式绝缘子、瓷横担绝缘子、拉紧绝缘子、线轴式绝缘子、蝶式绝缘子、35kV 以下支柱、瓷套等
江西基地	大莲电瓷（江西）	6万吨（一期）	70kN-550kN 圆柱头瓷绝缘子
		2万吨（二期）	

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

公司股权结构稳定。2019年，杭州锐奇技术通过拍卖获得原控股股东（阜宁稀土意隆磁材有限公司）的9383万股份，成为公司控股股东，杭州锐奇为浙商民营资本和杭州市实业投资集团共同出资成立的主体，锐奇技术实际控制人应坚先生成为公司实际控制人。

图4：公司股权结构示意图



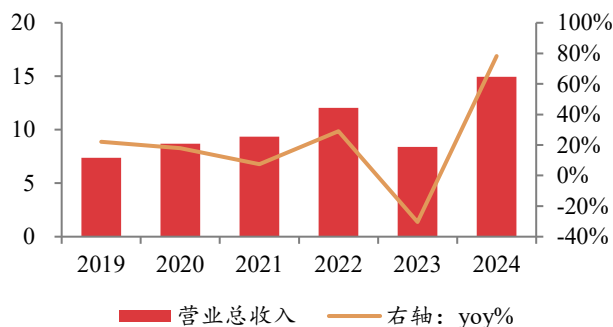
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

1.2 财务情况：2024 年营收高速增长，海外收入显著提升

营收规模同比高增，利润显著改善。2024 年公司实现营业收入 14.96 亿元，同比增长 78.21%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比增长 303.3%。

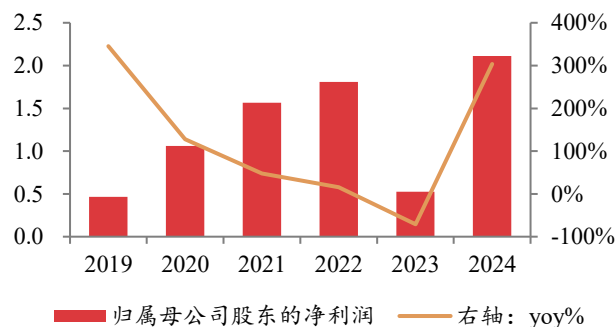
分产品收入：公司悬瓷绝缘子营业收入 12.26 亿元，同比增长 84.31%，占比约 81.97%；公司复合绝缘子营业收入 1.83 亿元，同比增长 68.68%。**分地区收入：**公司 2024 年新签海外订单约 7 亿元，海外地区收入同比增长 133.82%，占比约 18.58%，海外收入显著提升。

图5：2019-2024 年公司营业总收入及同比（亿元，%）



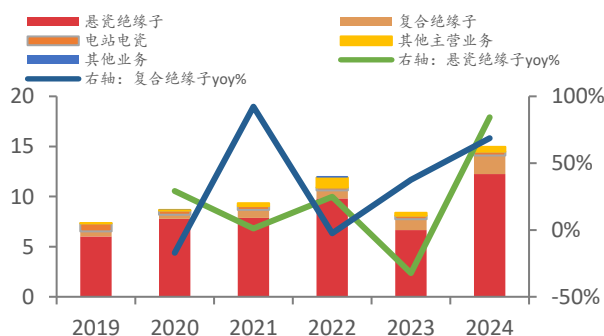
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图6：2019-2024 年公司归母净利润及同比（亿元，%）



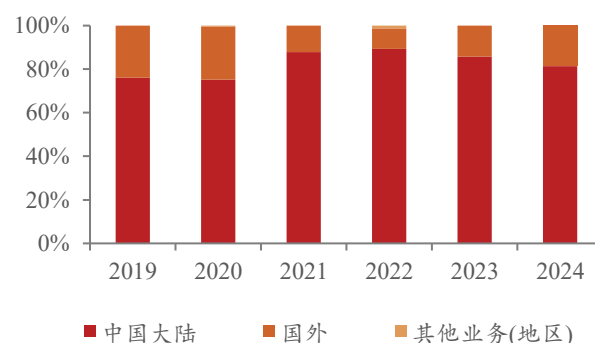
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图7：2019-2024 年公司分产品收入（亿元，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

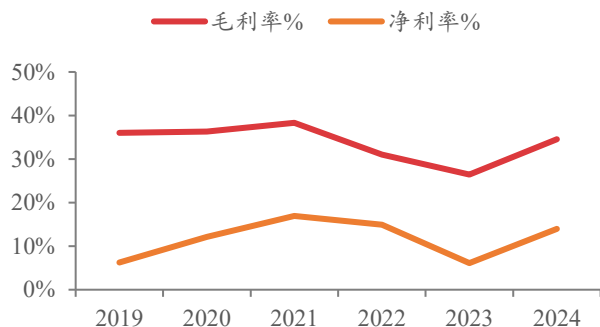
图8：2019-2024 年公司分地区收入（%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

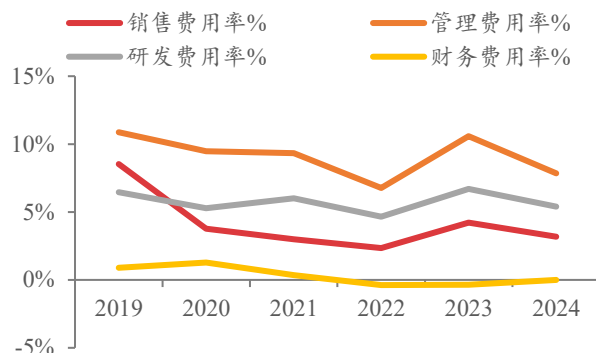
公司盈利能力提升、费用控制良好。2024 年公司毛利率/净利率均出现回升，主要原因为特高压订单交付增多，而特高压产品的毛利率在 35-40%之间，明显高于传统的线路产品。各项费用的绝对值基本保持稳定，费用率表现出与收入强相关的特征。2019-2022 年营收维持增长期间，各项费用率基本稳定下降，而 2023 年由于收入出现收缩，费用率出现上升；2024 年公司整体收入高速增长，各项费用率明显下降。

图9：2019-2024 年公司毛利率、净利率（%）



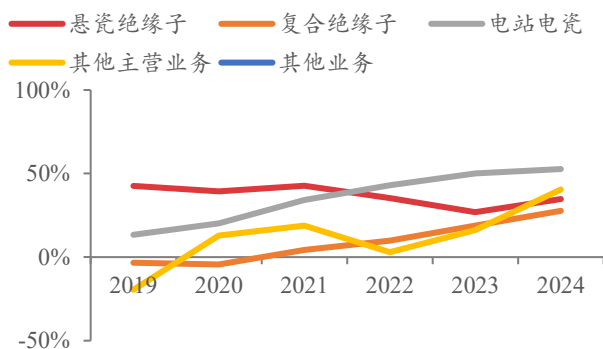
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图10：2019-2024 年公司费用率情况（%）



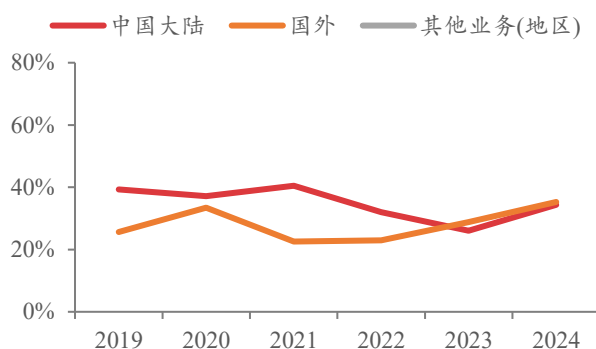
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图11：2019-2024 年公司分产品毛利率（%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图12：2019-2024 年公司分地区毛利（%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

二、特高压建设加速，绝缘子受益明确

2.1 绝缘子：电力输送重要部件，不同材料应用场景各异

绝缘子是安装在不同电位的导体或导体与接地构件之间，能够耐受电压和机械应力作用的器件，同时起到固定和绝缘的作用。主要有两种分类方式：

- **按材料分类：**1) 瓷绝缘子：主要由瓷土、石英等原料制成，常用于输电线路和变电站；2) 玻璃绝缘子：由玻璃纤维和树脂等材料制成，具有轻质、耐腐蚀等优点；3) 复合绝缘子：如硅橡胶绝缘子等，具有耐污性强、耐候性好等特点，适用于高污染区域等特殊环境。
- **按安装方式分类：**1) 悬式绝缘子：主要应用高压架空输电线路和发、变电所软母线的绝缘及机械固定。2) 电站用绝缘子：主要用于发电厂及变电所的母线和电气设备的绝缘及机械固定。

表2：绝缘子按材料分类

类别	描述	图片
瓷绝缘子	能够满足跨度较大、污染较为严重地区的超（特）高压线路对于绝缘子产品的要求	
复合绝缘子	适用于环境污染严重的地区，但抗老化能力不如瓷和玻璃绝缘子	
玻璃绝缘子	制造技术较为成熟，耐气候老化性能良好，寿命较于复合绝缘子较长，具有自爆特点，维护成本较低	

资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

表3：绝缘子按安装方式分类

类别	描述	图片
悬式绝缘子	主要应用高压架空输电线路和发、变电所软母线的绝缘及机械固定。	
电站用绝缘子	主要用于发电厂及变电所的母线和电气设备的绝缘及机械固定。	

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

瓷绝缘子产业结构清晰。瓷绝缘子上游包含非金属矿物（如铝矾土、长石、粘土等）、外购零配件（标准件、配套件等）、有色金属（钢材、铝、锌等）、能源及设备。中游则是各家瓷绝缘子生产商。下游以国家电网、南方电网等为主，市场空间与电网投资额息息相关。

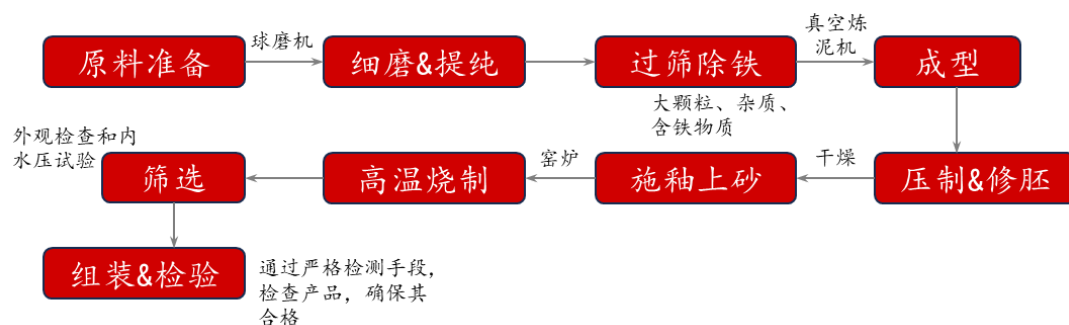
图13：瓷绝缘子产业链



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

瓷绝缘子凭借其化学性能稳定，具有抗老化性能强，机械和电气性能稳定等优点，广泛应用于电力传输。生产流程主要包括原料准备、细磨&提纯、过筛除铁、成型、压制&修胚、施釉上砂、高温烧制、筛选、组装&检验等步骤。

图14：瓷绝缘子生产流程



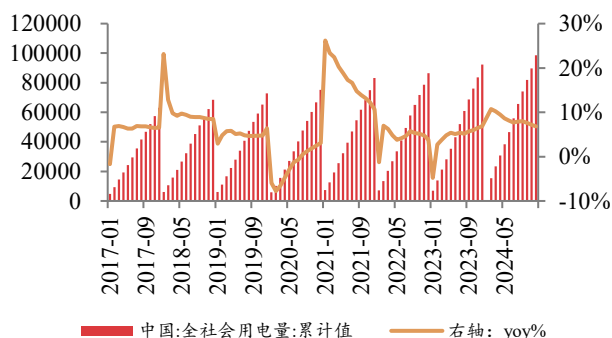
资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

2.2 行业情况：国内累计用电量、电网投资额持续提升

2024 年国内全社会用电量达 98521 亿千瓦时，同比增长 6.8%。电网投资方面，2024 年国内电网基本建设投资达 6083 亿元，同比增长 15.3%，同比+10.1pct，电网投资整体显著加速。2025 年作为“十四五”收官之年，国网额投资有望超过 6500 亿元、南网投资额预告 1750 亿元。

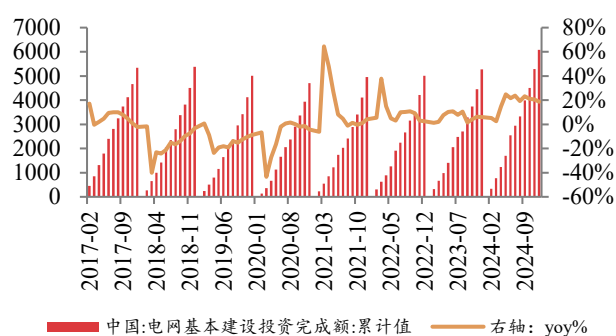
近年来国内全社会用电量、电网投资额保持持续增长，奠定国内特高压交直流建设的必要性，同时配网端明确的数智化升级，预示国内电网投资具备强确定性。

图15：中国全社会用电量累计增速情况（亿千瓦时，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

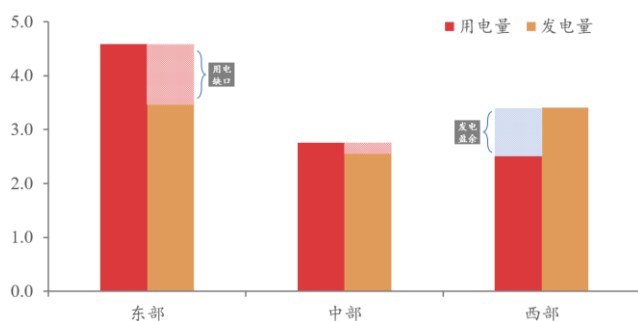
图16：中国电网投资额及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

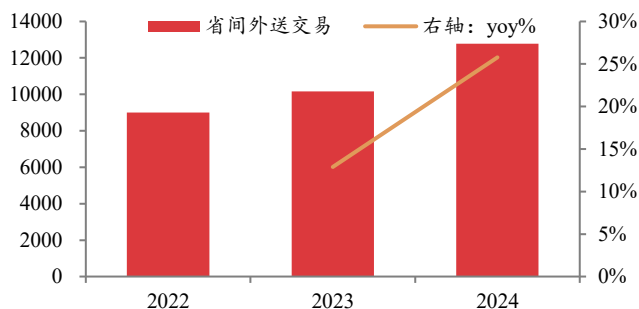
东西部电力供需失衡加速国内特高压建设。我国面临东西部电力供需结构性失衡，东部地区用电量较大，而发电能力远不及用电需求，存在较大的缺口；西部地区发电量远超用电量。东西部用电存在结构性失衡的问题，特高压跨区输电是解决这一问题的有效方式。

图17：2024 年中国各地区发、用电量（万亿 kWh）



资料来源：数据 GO、北极星电力网，麦高证券研究发展部

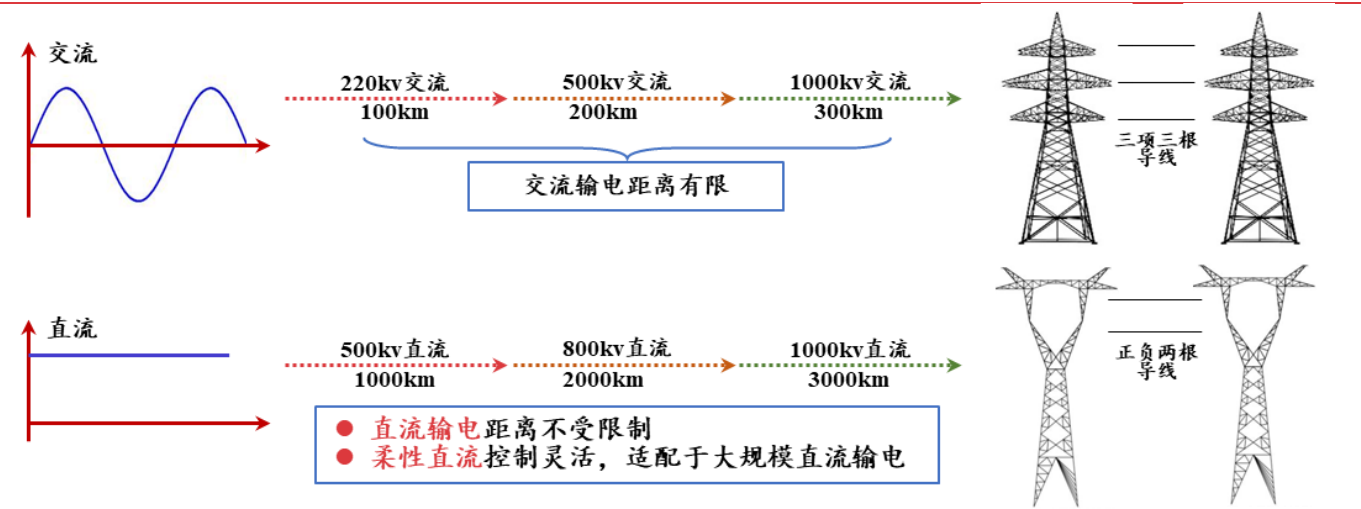
图18：2022-2024 年国内省间外送交易（亿 kWh，%）



资料来源：中电联，麦高证券研究发展部

相较于交流输电，直流特高压更加适合长距离（超过 1500 公里），大容量的电力传输、损耗更低。一般三北地区和西南地区送往中东部的电都是直流，例如：哈密-重庆、宁夏-湖南。

图19：交、直流输电对比



资料来源：麦高证券研究发展部整理

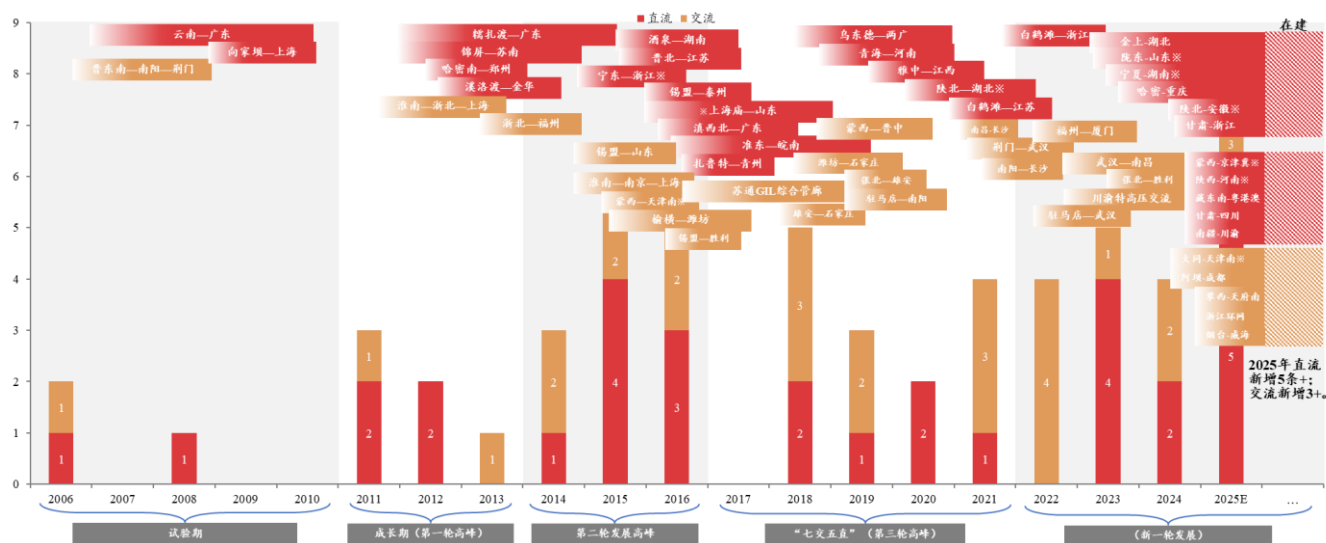
我国特高压建设目前处于高峰，“十四五”期间特高压规划 24 交 14 直，尚有多条在建、未建。受风光大基地建设提速，为确保新能源并网和外送顺利，采用柔性直流的新能源外送是电网投资重点。目前在建“6 直 2 交”，预计今年有“5 直 3 交”开工。

表4：国内特高压项目在建汇总

项目名称	类型	投资额（亿元）	进度	开工日期
金上-湖北	直流	/	在建	2023 年 2 月 16 日
陇东-山东	直流	200	在建	2023 年 3 月 16 日
宁夏-湖南	直流	281	在建	2023 年 6 月 11 日
哈密-重庆	直流	286	在建	2023 年 8 月 8 日
陕北-安徽	直流	205	在建	2024 年 6 月 26 日
甘肃-浙江	柔性直流	353	在建	2024 年 7 月 29 日
蒙西-京津冀	柔性直流	174	可研	2025 年开工
陕西-河南	直流	/	可研	2025 年开工
藏东南-粤港澳	柔性直流	549	可研	2025 年开工
巴丹吉林-四川	柔性直流	200-300	可研	2025 年开工
南疆-川渝	柔性直流	/	可研	2025 年开工
乌兰布和-京津冀	直流	/	核准	预计 2025 年开工
腾格里-江西	直流	200-300	预可研	预计 2025 年开工
松辽-华北	直流	260	预可研	预计 2025 年开工
库布齐-上海	直流	800	预可研	预计 2025 年之后
大同-天津南	交流	225	在建	2024 年开工
阿坝-成都东	交流	145	在建	2024 年 7 月开工
攀西-天府南	交流	286	可研	2025 年开工
浙江环网	交流	/	可研	2025 年开工
烟台-威海	交流	125	可研	2025 年开工

资料来源：国家能源局、国家电网、北极星输配电网等，麦高证券研究发展部

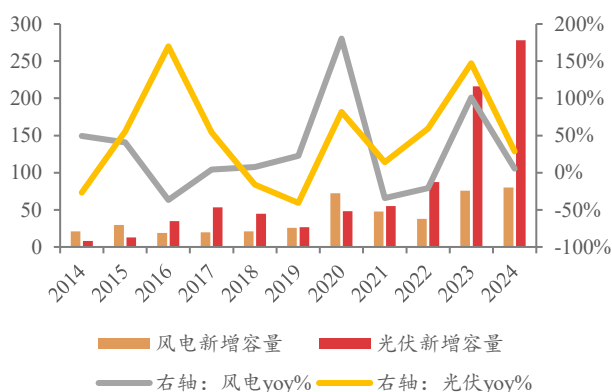
图20：国内特高压线路汇总



资料来源：国家能源局、国家电网、北极星输配电网等，麦高证券研究发展部

风光大基地消纳加速国内特高压需求，外送迫在眉睫。我国清洁能源基地与负荷区不重叠，资源分布不均，加速长距离输电需求。我国火电、水电、新能源电力等广泛分布在西北、北部和西南地区，发电端远离东部地区，因此长距离输电需求加速特高压项目建设。

图21：2014-2024 年国内风电光伏新增装机量（GW，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图22：国内电力外送示意图



资料来源：新华网，麦高证券研究发展部

2022 年 2 月发改委、能源局印发《大型风电光伏基地规划布局方案》，规划到 2030 年建设风光基地总装机约 455GW，其中“十四五”时期建设规模 200GW，包括外送 150GW、本地自用 50GW。“十五五”期间 255GW，外送 165GW、本地自用 90GW，外送规模合计 315GW。风光大基地外送需求规模大，单条线路输送容量约 8-10GW，按现有规划线路尚不能够满足外送需求，风光大基地外送迫在眉睫。

表5：风光大基地外送规模及比例（GW，%）

批次	总规模	建成时间	总规模	外送规模	外送比例
第一批	97.05	2023 年	/	/	/
第二批	455	十四五	200	150	75%
		十五五	255	165	65%

资料来源：国家发改委、国家能源局，麦高证券研究发展部

表6：九大清洁能源基地、四大海上风电基地

类型	名称	风电	光伏	水电	储能	火电
清洁能源基地	松辽	✓	✓		✓	
	冀北	✓	✓		✓	
	黄河几字弯	✓	✓		✓	✓
	河西走廊	✓	✓		✓	✓
	黄河上游	✓	✓	✓	✓	
	新疆	✓	✓	✓	✓	✓
	金沙江上游	✓	✓	✓	✓	
	金沙江下游	✓	✓	✓	✓	
	雅砻江流域	✓	✓	✓	✓	
海上风电基地	福建	✓				
	浙江	✓				
	江苏	✓				
	山东	✓				

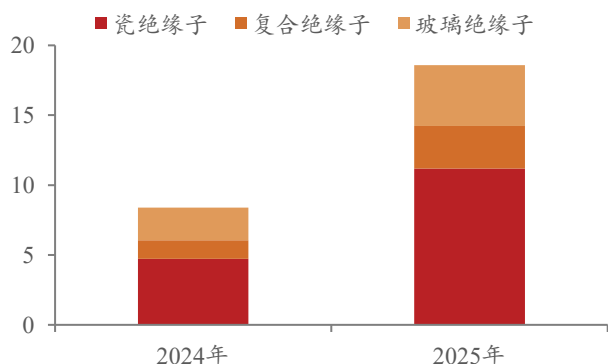
资料来源：国际能源网，麦高证券研究发展部

2.3 瓷绝缘子采购金额占比过半

1) 国家电网特高压：

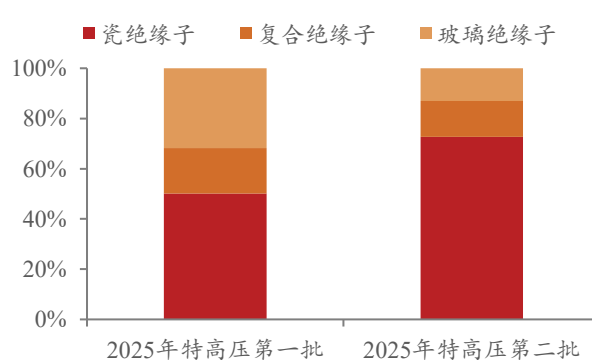
- 2024 年特高压项目采购瓷绝缘子金额占比超 50%。2024 年国家电网特高压 1-6 批材料、设备中绝缘子采购金额共计 8.38 亿元，其中瓷绝缘子采购约 4.71 亿元，占比 56%。
- 2025 年多条特高压线路在建加速绝缘子采购金额，1-2 批材料+设备共计 18.59 亿元。其中，瓷绝缘子/复合绝缘子/玻璃绝缘子占比分别约 60%/16%/23%。

图23：2024-2025 年特高压绝缘子采购金额（亿元）



资料来源：国家电网电子商务平台，公开资料整理，麦高证券研究发展部

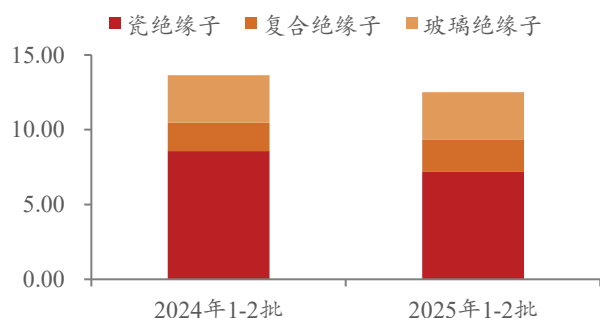
图24：2025 年特高压绝缘子采购金额占比（%）



资料来源：国家电网电子商务平台，公开资料整理，麦高证券研究发展部

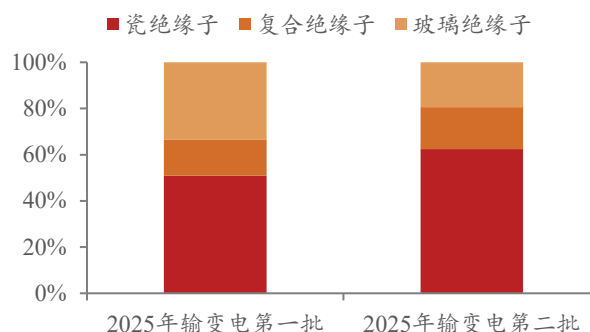
- 2) 国家电网输变电：2025 年受益于国网投资额维持高位，1-2 批线路装置+变电设备招标绝缘子共计招标 12.51 亿元，其中，瓷绝缘子/复合绝缘子/玻璃绝缘子占比分别约 57%/17%/25%。

图25：2024-2025 年输变电绝缘子采购金额（亿元）



资料来源：国家电网电子商务平台，公开资料整理，麦高证券研究发展部

图26：2025 年输变电绝缘子采购金额占比（%）



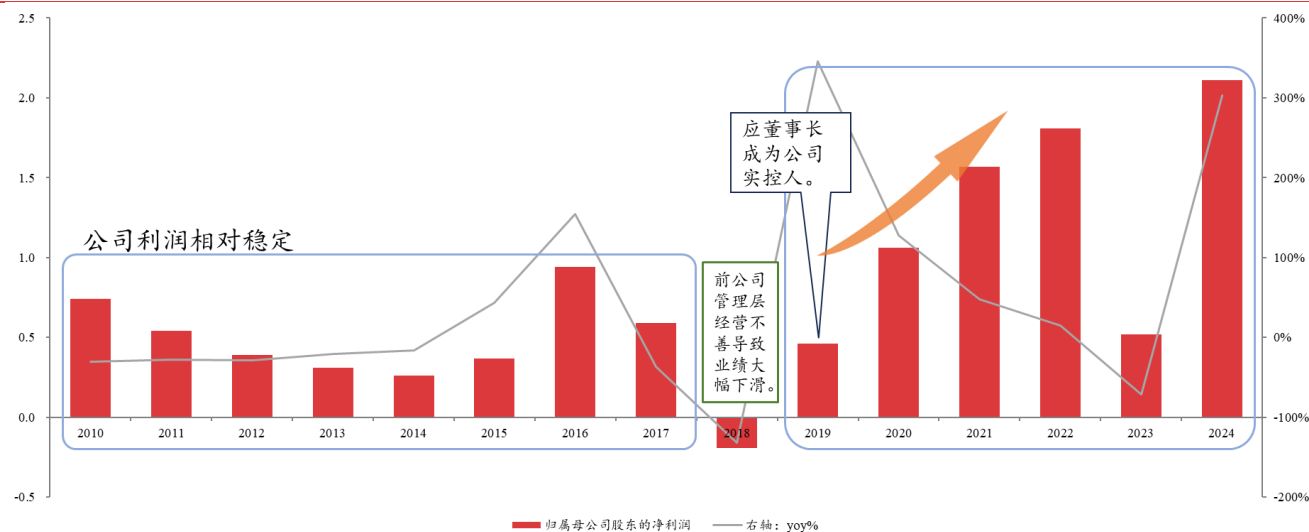
资料来源：国家电网电子商务平台，公开资料整理，麦高证券研究发展部

三、瓷绝缘子龙头稳固，混合产品有望成为第二增长点

3.1 管理层经验丰富，战略眼光长远

回顾公司过去 15 年发展，2010-2015 年公司整体业绩相对平稳，2016 年受益于国内多条特高压线路交付贡献主要利润。2017-2018 年公司实控人发生转变，整体管理层经营不善导致公司利润大幅下滑。2019 年应坚董事长成为公司实控人，凭借其优异的电力设备行业经验积累，迅速带领公司经营重回正轨。2020 年在行业格局稳定的情况下，战略布局江西数字化工厂（行业领先）。

图27：公司近年以来利润持续攀升



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

3.2 特高压瓷绝缘子牌照稀缺，公司国内招标额领先

特高压瓷绝缘子定位高端产品，生产壁垒高，竞争格局清晰且稳定。特高压瓷绝缘子作为传统电力设备的核心组件，使用范围广泛，但是产品整体生产壁垒高、行业牌照数量受限。公司产品在配方和结构上领先行业，构筑坚实的技术壁垒，目前已取得阶段性领先。

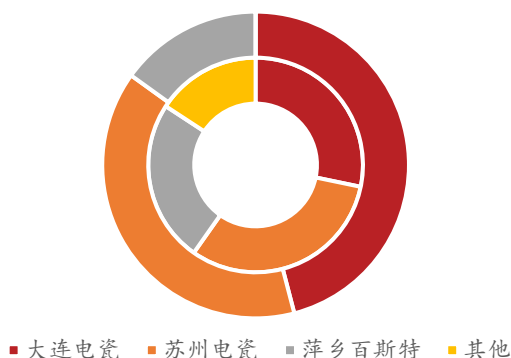
表7：特高压材料采购-瓷绝缘子份额

2024 年特高压材料采购						2025 年特高压材料采购			
第三批		第四批		第五批		第一批		第二批	
公司	金额（亿元）	公司	金额（亿元）	公司	金额（亿元）	公司	金额（亿元）	公司	金额（亿元）
萍乡百斯特	1.15	大连电瓷	0.01	大连电瓷	0.79	大连电瓷	2.29	大连电瓷	2.84
苏州电瓷	0.96	--	--	苏州电瓷	0.53	苏州电瓷	2.09	苏州电瓷	2.27
山东高亚	0.60	--	--	--	--	萍乡百斯特	0.80	萍乡百斯特	0.88
大连电瓷	0.54	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公开资料整理，国家电网电子商务平台，麦高证券研究发展部

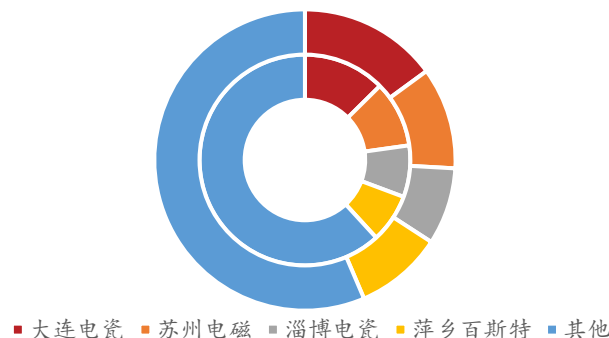
公司瓷绝缘子招标份额领先。2024/2025 年 1-2 批特高压瓷绝缘子公司中标占比分别为 28%/46%，同比+18pct，2025 年位列第一；2024/2025 年 1-2 批输变电瓷绝缘子公司中标占比分别为 13%/15%，同比+2pct，均位列第一。2025 年公司特高压瓷绝缘子中标金额显著提升，前两批合计中标约 5.13 亿元，同比高增。

图28：2024/2025 年 1-2 批特高压瓷绝缘子占比（%）



资料来源：国家电网电子商务平台，公开资料整理，麦高证券研究发展部
注：内为 2024 年、外为 2025 年

图29：2024/2025 年 1-2 批输变电瓷绝缘子占比（%）



资料来源：国家电网电子商务平台，公开资料整理，麦高证券研究发展部
注：内为 2024 年、外为 2025 年

公司瓷绝缘子多次参与国内特高压项目。公司瓷绝缘子产品先后多次中标国内特高压线路工程：2007 年公司就已经参与国内第一条特高压交流工程“晋东南-南阳-荆门”示范工程，2008 年参与世界首条特高压直流工程“云南-广州”项目。

2024 年共有 3 项特高压项目开工建设，分别是两条特高压直流项目“陕北—安徽”、“甘肃—浙江”和一条特高压交流项目“阿坝—成都东”，公司产品均参与其中。今年国内预计有“5 直 3 交”特高压工程开工建设，特高压项目材料招标有望加速。

表8：公司瓷绝缘子产品持续参与国内特高压交、直流路线

类别	时间	项目	类别	时间	项目
特高压 直流输电	2024 年	甘肃-浙江	特高压 交流输电	2024 年	阿坝-成都东
		陕北-安徽		2023 年	武汉-南昌
		金上-湖北			张北—胜利
	2023 年	陇东-山东			福州-厦门
		宁夏-湖南		2022 年	驻马店-武汉
		哈密-重庆			荆门-武汉
	2021 年	白鹤滩-江苏		2021 年	南昌-长沙
	2019 年	青海-河南			南阳-荆门-长沙
		陕北-武汉			驻马店-南阳
		雅中-江西		2019 年	

	2017 年	昌吉-古泉				山东-河北环网
		锡盟-泰州		2018 年		北京西-石家庄
	2016 年	扎鲁特-青州				蒙西-晋中
		滇西北-广东		2016 年		榆横-潍坊
	2015 年	宁东-浙江		2015 年		锡盟-山东
		晋北-南京				蒙西-天津南
	2013 年	溪洛渡-浙西		2014 年		浙北-福州
		哈密-郑州				淮南-上海
	2012 年	糯扎渡-广东		2012 年		淮南-沪西
	2009 年	向家坝-上海		2007 年		晋东南-荆门
	2008 年	云南-广东		2021 年		汇能电厂-蒙西变电站 1000 千伏线路工程
换流站	2017 年	古泉+1100kV 特高压换流站工程	其他			漳泽电厂-长治特高压变电站 1000kV 线路工程
		临沂±800kV 特高压换流站工程				高河电厂-赵庄电厂 1000kV 线路工程
	2016 年	泰州/临沂+800kV 特高压换流站工程		2019 年		赵庄电厂-长治特高压变电站 1000kV 线路工程
其他	2017 年	常州特高压试验站				
		苏高院试验站				

资料来源：公司官网，国家电网电子商务平台，麦高证券研究发展部

3.3 复合绝缘子出货有望突破

复合绝缘子具有良好的防爆、抗震、防污闪性能，可有效防止绝缘子爆炸、地震脆断和污秽闪络等恶性事故。

公司复合绝缘子在特高压项目中标比例相对较弱，随着产品陆续被国网采购，有望拓宽公司特高压产品结构。

- 2024 年：公司在输变电项目中共计中标复合绝缘子金额达 5900 万元，其中在 2024 年第四十三批采购中中标 153 支特高压产品，用于陇东~山东特高压直流输电线路工程（山东段）；在 2024 年第八十八批采购中中标 1130 支 750kV 超高压产品，用于陕北至关中第三通道输变电工程。
- 2025 年：截至国网 1-2 批输变电项目采购，公司共计中标复合绝缘子金额达 2569 万元，其中 2025 年第十三批采购中中标 906 支 750kV 产品，用于中宁换流站 750kV 线路工程。

表9：2024-至今公司在输变电项目中标复合绝缘子汇总

批次	数量	金额（万元）	电压等级
2024-3	59000 支	959	无特高压产品
2024-19	13000 支	1823	无特高压产品
2024-43	43000 支	700	153 支特高压产品
2024-57	7600 支	760	无特高压产品
2024-74	27000 支	530	无特高压产品
2024-88	5500 支	1130	均为 750kv 产品
2025-1	43000 支	784	无特高压产品
2025-13	13000 支	1785	906 支 750kv 产品

资料来源：公司公告，国家电网电子商务平台，麦高证券研究发展部

表10：公司复合绝缘子产品供货线路

类别	时间	项目
特高压	2016 年	滇西北-广东±800kV 直流输电工程
		泰州/临沂±800kV 特高压换流站工程
	2015 年	蒙西-天津南 1000kV 交流输电工程
	2014 年	淮南-南京-上海 1000kV 特高压交流输电工程
	2012 年	淮南-皖南-浙北-沪西 1000kV 特高压交流线路工程
输变电	2011 年	锦屏-苏南±800kV 直流输电工程
	2017 年	乌兰浩特-科尔沁 500kV 输变电工程
		扎鲁特-科尔沁 500kV 输电线路工程
检修、改造	2016 年	500kV 庐汕甲线等线路悬垂绝缘子串改造(反措)
		国网山东检修公司 500kV 阳重线等线路绝缘子维修工程
		国网江苏检修分公司输电中心±500kV 龙政线合成绝缘子修理

资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

3.4 产品创新：混合绝缘子浸涂工艺领先

目前三类传统绝缘子在线路运行中都存在一些不足，如瓷、玻璃绝缘子耐污闪性能相对较弱，复合绝缘子存在异常发热和酥朽断裂等问题。公司研发的混合瓷绝缘子由瓷绝缘件为芯体，通过浸涂工艺，在芯体表面形成硅橡胶包覆层，使得绝缘子同时兼具优秀的机械性能和耐污闪性能，使用年限可达 25 年以上，有效降低线路的维护成本。

公司采用机械设备浸涂 RTV 涂料，产品综合技术性能达国际领先水平。当前大多数企业是将设备安装后，再在现场进行喷涂或者刷涂施工，这会使得设备表面不均匀、漏涂等缺陷，运行存在安全隐患。而公司的浸涂工艺则是在设备出厂前完成涂敷：1) 浸涂后的绝缘子表面涂层光滑平整、涂层厚度均匀；2) 产品质量优于喷涂和涂刷工艺；3) 批量生产一致性好，生产效率高；4) 生产过程环保、安全；5) 工艺流程对操作人员健康影响小。

图30：公司混合绝缘子生产车间及产品


资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

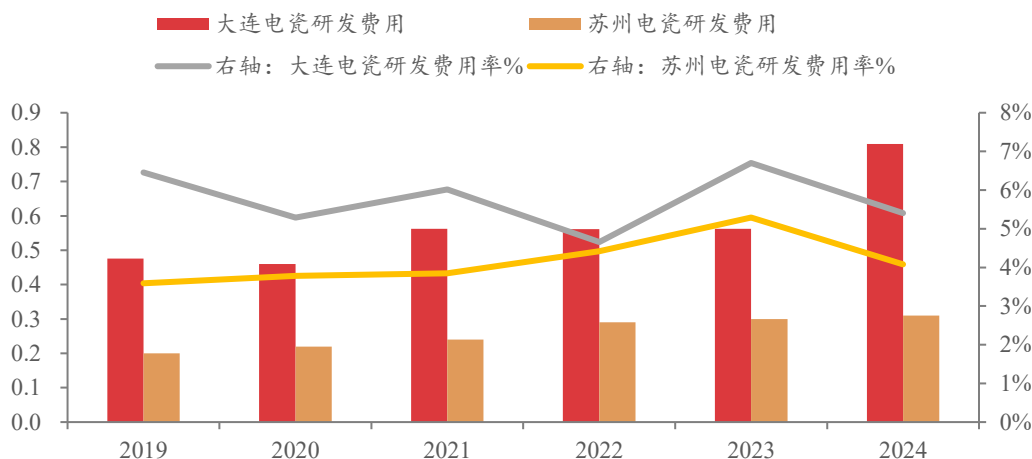
图31：绝缘子喷涂、浸涂产品差异



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

公司研发投入行业领先，专利数量显著提升。公司维持高标准研发投入规模。2024 年公司研发费用约 0.81 亿元，同比增长 43.78%，较可比公司苏州电瓷研发费用高约 0.5 亿元；2024 年公司研发费用率约 5.4%，较可比公司苏州电瓷研发费用率高约 1.3pct。

图32：可比公司研发费用对比（亿元，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

2024 年公司专利数量显著提升。2024 年公司新增知识产权共计 39 件，其中发明专利 5 件，实用新型专利 22 件，软件著作权 12 件，为公司的长远发展奠定了坚实的技术基础。

公司通过持续的技术创新，不断推出符合市场需求的新产品。公司十分看好混合绝缘子未来的发展趋势，针对不同电压等级需求，开发 160kN、420kN 和 550kN 混合瓷绝缘子。同时公司先后推出满足英国、东南亚等地区的专项产品研发，扩充了公司的产品矩阵，满足客户的多样化需求。

表11：2023-2024 年公司专利数量（个）

	2023	2024
发明专利	2	5
实用新型专利	10	22
软件著作权	9	12

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

表12：2024 年公司研发投入项目

名称	优势	进展
160kN 盘形悬式混合瓷绝缘子	提高防污闪性能，做到长时间免维护，降低维护成本	结转至 2025 年，正在进行
交流架空线路用盘形悬式混合瓷绝缘子	高机械强度、防污闪性能，免维护	结转至 2025 年，正在进行
南亚、东南亚市场 300kN 防雾型产品	优化伞型设计，提升产品的综合性能	已完成
英标 190kN 小盘径产品研发	优化产品结构，满足客户需求	已完成

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

3.5 公司产品出海已有明确方向、具备新增点

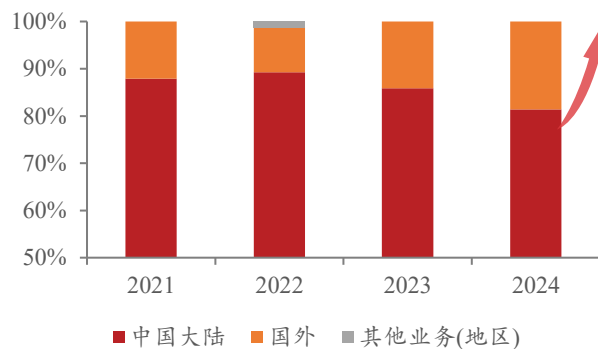
公司作为一家拥有百年历史的悬瓷绝缘子供应商。公司出口历史长达六十余年，产品畅销全球一百多个国家和地区，享有国际市场的良好声誉。公司长期深耕海外市场取得了显著成效，2024 年累计获得 7 亿元海外订单。其中，在越南、巴基斯坦、沙特获得超大订单，同时在英国、意大利、加拿大、哥伦比亚、巴西等国家也取得了一定金额的订单。2024 年公司海外地区收入 2.78 亿元，同比增长 133.82%，占比约 18.58%，海外收入显著提升。

图33：公司 2024 年海外订单情况

国家	订单金额（亿元）
沙特	3+
越南	1+
巴基斯坦	1+
菲律宾	0.5

资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

图34：近年公司收入结构占比（%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

目前已经建立了完善的国际营销网络，并在三十多个国家和地区率先获得供货商资质，先发优势明显。公司已成功获得沙特准入资格和澳大利亚 Essential Energy 电力公司的供货资质，并在复合绝缘子领域成为意大利国家电力公司 ENEL 全球采购 OEM 供应商。

表13：公司海外布局情况

地区	进度
巴基斯坦、菲律宾等亚洲国家	已覆盖
一带一路国家	逐步渗透相关国家电力公司
沙特	已获得准入资格
澳大利亚	Essential Energy 电力公司供货资质
意大利	国家电力公司 ENEL 全球采购 OEM 供应商
捷克、匈牙利	正在进行市场准入资格认证

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

公司沙特设厂进展顺利，有望加速海外市场拓展。2025 年 5 月 20 日，大连电瓷与沙特联合电力公司（Union Power Company）在沙特首都利雅得签署合作协议，达成了关于高压悬式瓷绝缘子领域属地化生产的合资合作意向。大连电瓷是目前中国唯一一家拥有沙特高压悬式瓷绝缘子供货资质的公司。通过瓷绝缘子本土化生产，是公司在沙特市场甚至海外市场的又一次里程碑式突破，标志公司迈入全球化战略新征程。

图35：公司与 Union Power Company 达成绝缘子领域合资合作



资料来源：公司官方公众号，麦高证券研究发展部

图36：沙特阿拉伯电网示意图



资料来源：GENI，麦高证券研究发展部

四、盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 悬瓷绝缘子：公司在瓷绝缘子领域龙头地位稳固，中标行业领先，江西产能持续释放。我们预计 2025-2027 年瓷产品收入约 14.10/15.86/17.45 亿元，2025-2027 年毛利率分别为 32.0%/32.5%/33.0%。

2) 复合绝缘子：公司加快混合产品推广，有望成为公司营收第二增长点。我们预计 2025-2027 年营收 2.19/2.63/3.16 亿元，假设 2025-2027 年毛利率分别为 23.0%/23.0%/23.0%。

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 17.23/19.50/21.68 亿元，同比增长 15.16%/13.17%/11.21%，实现归母净利润 2.30/2.80/3.30 亿元，同比增长 8.84%/22.05%/17.80%。

表14：公司营收拆分

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
悬瓷绝缘子	收入（亿元）	6.65	12.26	14.10	15.86	17.45
	成本（亿元）	4.86	8.00	9.59	10.71	11.69
	毛利率（%）	26.90%	34.75%	32.00%	32.50%	33.00%
复合绝缘子	收入（亿元）	1.08	1.83	2.19	2.63	3.16
	成本（亿元）	0.88	1.32	1.69	2.03	2.43
	毛利率（%）	18.89%	27.70%	23.00%	23.00%	23.00%
电站电瓷	收入（亿元）	0.35	0.38	0.42	0.46	0.51
	成本（亿元）	0.18	0.18	0.20	0.23	0.25
	毛利率（%）	50.08%	52.70%	52.00%	51.00%	50.00%
其他主营业务	收入（亿元）	0.31	0.49	0.51	0.54	0.57
	成本（亿元）	0.26	0.29	0.36	0.38	0.40
	毛利率（%）	16.11%	40.48%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入（亿元）	8.40	14.96	17.23	19.50	21.68
	成本（亿元）	6.18	9.79	11.84	13.34	14.77
	毛利率（%）	26.44%	34.53%	31.28%	31.59%	31.86%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

我们采用 PE 估值法，公司作为瓷绝缘子龙头企业，选取三家电力设备板块细分龙头可比公司：平高电气（特高压 GIS 龙头）、华明装备（变压器分接开关龙头）、神马电力（复合绝缘子龙头）。2025-2027 年可比公司平均 PE 为 20.78x/16.82x/14.41x。考虑到公司瓷绝缘子份额稳定，海外业务拓展顺利，首次覆盖，给予“买入”评级。

表15：可比公司估值

代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600312.SH	平高电气	206.66	14.29	16.97	19.03	14.46	12.17	10.86
002270.SZ	华明装备	149.67	7.13	8.20	9.39	21.00	18.26	15.94
603530.SH	神马电力	113.40	4.22	5.66	6.90	26.86	20.03	16.43
	平均值					20.78	16.82	14.41
002606.SZ	大连电瓷	39.96	2.30	2.80	3.30	17.39	14.25	12.09

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部（数据日期 2025.7.1）

注：可比公司估值数据使用 wind 一致预期

五、风险提示

- 1、国内特高压项目建设不及预期风险：**特高压项目建设涉及环节众多，若遇到审批延误或其他不可抗力因素，会导致无法按时投入运营，影响整体效益。
- 2、政策变动风险：**特高压行业高度依赖政策支持，如补贴政策调整、环保政策趋严，可能对特高压发展产生重大影响，导致行业盈利不及预期。
- 3、市场竞争加剧风险：**特高压行业前景广阔，国内企业在参与国际竞争时，面临着来自全球同行的激烈角逐，若不能有效应对，将影响海外市场拓展及行业地位。

财务报告预测与估值数据汇总

利润表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,496	1,723	1,950	2,168
%同比增速	78%	15%	13%	11%
营业成本	979	1,184	1,334	1,477
毛利	517	539	616	691
%营业收入	35%	31%	32%	32%
税金及附加	16	21	23	26
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	47	53	59	65
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	118	129	140	147
%营业收入	8%	8%	7%	7%
研发费用	81	90	99	108
%营业收入	5%	5%	5%	5%
财务费用	0	4	-2	-7
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-19	-10	-11	-13
信用减值损失	-27	-12	-14	-15
其他收益	15	28	32	33
投资收益	11	8	10	11
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	232	256	312	368
%营业收入	15%	15%	16%	17%
营业外收支	6	3	4	4
利润总额	238	259	316	372
%营业收入	16%	15%	16%	17%
所得税费用	29	32	39	46
净利润	209	227	277	327
%同比增速	308%	8%	22%	18%
归属于母公司的净利润	211	230	280	330
%营业收入	14%	13%	14%	15%
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
EPS (元/股)	0.48	0.52	0.64	0.75

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.48	0.52	0.64	0.75
BVPS	3.91	4.35	4.89	5.53
PE	18.93	17.39	14.25	12.09
PEG	0.06	1.97	0.65	0.68
PB	2.33	2.09	1.86	1.65
EV/EBITDA	13.65	11.53	8.94	6.80
ROE	12%	12%	13%	14%
ROIC	10%	9%	10%	10%

资产负债表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	427	858	1,250	1,731
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	662	565	572	564
存货	518	483	442	376
预付账款	12	14	15	15
其他流动资产	189	243	265	285
流动资产合计	1,808	2,163	2,544	2,971
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	39	39	39	39
固定资产合计	635	627	586	535
无形资产	71	71	71	71
商誉	90	90	90	90
递延所得税资产	32	31	31	31
其他非流动资产	130	135	133	132
资产总计	2,806	3,157	3,496	3,870
短期借款	271	291	311	331
应付票据及应付账款	387	397	463	518
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	31	34	40	44
应交税费	19	23	24	28
其他流动负债	101	214	216	221
流动负债合计	809	959	1,054	1,141
长期借款	155	165	175	185
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	123	122	122	122
负债合计	1,088	1,247	1,352	1,449
归属于母公司的所有者权益	1,716	1,911	2,149	2,429
少数股东权益	1	-1	-5	-8
股东权益	1,717	1,910	2,144	2,420
负债及股东权益	2,806	3,157	3,496	3,870

现金流量表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-83	399	422	507
投资	-102	0	0	0
资本性支出	-75	-47	-16	-6
其他	5	1	10	11
投资活动现金流净额	-172	-45	-6	6
债权融资	60	123	30	30
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-39	-45	-54	-62
其他	111	-2	0	0
筹资活动现金流净额	132	76	-24	-32
现金净流量	-121	431	393	481

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部（数据日期 2025.7.1）

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【分析师承诺】

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com