

2025年08月07日

广信科技(920037.BJ)

投资评级：增持（首次）

——绝缘纤维材料及成型制品先行者，产能扩张支撑超/特高压国产化提速

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

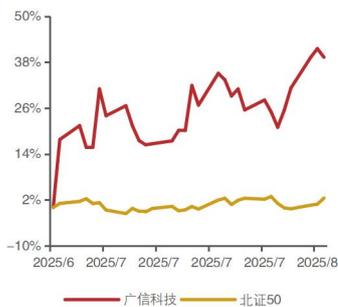
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年08月06日

收盘价(元)	83.58
一年内最高/最低(元)	86.49/50.00
总市值(百万元)	7,644.47
流通市值(百万元)	2,470.98
总股本(百万股)	91.46
资产负债率(%)	17.81
每股净资产(元/股)	8.14

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 我国特高压发展迎来投资建设高峰，绝缘纤维材料国产化率有望提升。绝缘纤维材料及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，是电力行业重要组成部分。2024年我国电力行业主要发电企业投资总额为17,770亿元(yoy+18.86%)，为近十年最高；“十四五”期间国家电网规划特高压工程总投资达3800亿元，我国特高压发展迎来投资建设高峰。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。国内企业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。得益于公司始终致力于以科技创新和技术研发驱动发展，持续追赶国际先进技术，早在2009年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，有望支撑我国特高压领域国产化。
- 绝缘纤维材料及成型制品国家级“小巨人”，2024年归母净利润11617万元(yoy+135%)。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，配套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。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(yoy+25.8%)、1.98亿元(yoy+67.9%)，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。2024年公司营收达5.78亿元(yoy+37.49%)、归母净利润为11617.18万元(yoy+135.14%)。
- 具备750kV以上特高压绝缘纤维材料产能，量价齐升趋势下产能扩张保障国内外业务扩张。公司是国内少数具备750kV以上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，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年末，公司拥有有效专利67项，其中发明专利13项。参考公司第一轮问询函回复信息，根据公司2023年绝缘纤维材料和成型制品在输变电系统的收入36,989.86万元，测算出公司在该细分领域的市场占有率为7.91%。2022-2024年公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品销售价格整体呈上涨趋势，根据公告，公司与主要客户签订的框架合同中，2025年单价均较2024年有不同程度的涨幅。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%。产能建设方面，募投的新邵德信绝缘纤维材料扩建项目达产后预计新增1.4万吨绝缘纤维材料产能，早前建设的广信新材料绝缘制品智能化生产线项目(设计产能:1.4万吨材料+0.65万吨制品)预计2025年8月份进入试生产环节，达产后或将新增约30%的产能，有望缓解公司产能紧张问题，保障未来发展。
- 盈利预测与评级：我们预计公司2025-2027年归母净利润为2.25、3.09和4.28亿元，对应PE为34.0、24.7、17.8倍。同行业可比公司包括东材科技、神马电力、民士达，可比公司2025PE均值为36.9X。公司是专业从事绝缘纸板、绝缘成型件产品研发、生产和销售的高新

技术企业，业务遍及国内外各大知名变压器厂商，主导和参与了多项产品国家标准的制定，在中国变压器绝缘材料行业中扮演着重要角色。在下游需求强劲增长背景下，我们看好公司产能扩张带来的增强潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：下游行业投资放缓风险、行业竞争加剧风险、主要原材料价格波动的风险。**

盈利预测与估值（人民币）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	420	578	811	1,108	1,516
同比增长率（%）	38.05%	37.49%	40.41%	36.69%	36.74%
归母净利润（百万元）	49	116	225	309	428
同比增长率（%）	235.55%	135.14%	93.49%	37.51%	38.63%
每股收益（元/股）	0.54	1.27	2.46	3.38	4.68
ROE（%）	12.44%	22.63%	23.22%	24.20%	25.12%
市盈率（P/E）	154.73	65.80	34.01	24.73	17.84

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 2.25、3.09 和 4.28 亿元，对应 PE 为 34.0、24.7、17.8 倍。

关键假设

结合公司技术壁垒与国产替代能力突出、盈利能力有望增强、产能扩张配套下游快速发展，我们假设如下：

- （1）绝缘纤维材料：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +25%/+23%/+23%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 4.72/5.81/7.14 亿元；
- （2）绝缘纤维成型制品：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +70%/+56%/+52%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 3.37/5.26/8.00 亿元。

投资逻辑要点

下游需求强劲增长：绝缘材料核心驱动来自能源转型与电网升级。2024 年我国电力投资总额达 1.78 万亿元（+19%），创十年新高，直接拉动变压器需求。国家电网“十四五”特高压规划投资 3800 亿元，超/特高压用绝缘纤维材料及成型制品市场需求有望受益于国产化率提升。此外，新能源电力产业稳步发展、新型储能装机规模稳定扩张，均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。

公司技术壁垒与国产替代能力突出：尽管国内企业在 750kV 及以下市场已实现国产替代，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，仍基本由以瑞士魏德曼、ABB 为代表的国外企业垄断。公司在超/特高压领域打破外资垄断，2009 年自主研发超高压绝缘材料实现突破，掌握“无胶超厚绝缘板材成型技术”（国际领先）等核心技术，主导制定 4 项国标+4 项行标，公司凭借近 20 年技术积累，在特高压国产化提速中占据先机。

盈利能力增强，产能扩张保障发展：2022–2024 年，公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品销售价格整体呈上涨趋势，2025 年有望延续量价齐升趋势，盈利能力存在积极预期。产能建设方面，募投的新邵德信绝缘纤维材料扩建项目达产后预计新增 1.4 万吨绝缘纤维材料产能，早前建设的广信新材料绝缘制品智能化生产线项目（设计产能：1.4 万吨材料+0.65 万吨制品）预计 2025 年 8 月份进入试生产环节，达产后或将新增约 30%的产能，有望缓解公司产能紧张问题，保障未来发展。

核心风险提示

下游行业投资放缓风险、行业竞争加剧风险、主要原材料价格波动的风险

内容目录

1. 绝缘材料行业产业链竞争格局？市场规模多大？	7
1.1. 产业：2024 年我国绝缘材料市场规模约 1305 亿元（yoy+8.2%）	7
1.2. 需求：我国特高压发展迎来投资建设高峰，绝缘纤维材料国产化率有望提升	8
1.3. 格局：竞对包括瑞士魏德曼、ABB 等，公司超高压绝缘纤维材料打破外资垄断 ...	12
2. 广信科技专注哪些业务？销售模式及财务如何？	16
2.1. 产品：绝缘纤维材料及成型制品国家级“小巨人”，2024 年毛利率升至 30%以上	17
2.2. 模式：主要终端应用领域为输变电系统，配套特变电工、山东泰开等客户	19
2.3. 财务：2024 年营收 5.78 亿元，归母净利润 11617 万元（yoy+135%）	21
3. 公司特色及竞争优势如何看待？未来展望？	23
3.1. 技术：国内少数具备 750kV 以上特高压绝缘纤维材料产能的企业之一	23
3.2. 地位：2023 年输变电系统领域公司绝缘纤维材料和成型制品市占率测算为 8% ...	25
3.3. 产能：材料和制品产能分别 4.5 万吨（2.8 万吨在建）、0.7 万吨（0.65 万吨在建）	2
4. 盈利预测与评级	29
5. 风险提示	30

图表目录

图表 1: 绝缘材料下游应用领域广泛, 包括输变电设备等	7
图表 2: 2024 年我国绝缘材料行业市场规模约 1305 亿元 (yoy+8.2%)	7
图表 3: 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%)	8
图表 4: “十四五”期间国家电网规划特高压工程总投资达 3800 亿元	9
图表 5: 2025 年中国变压器产量预计接近 2 万亿伏安	10
图表 6: 2015–2023 年中小型电机市场规模呈上升趋势	10
图表 7: 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%	11
图表 8: 2014 年至 2024 年我国风力发电装机容量年均复合增长率为 18.35%	11
图表 9: 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	12
图表 10: 主要竞争对手包括瑞士魏德曼控股集团、ABB 集团、泰州新源电工等	13
图表 11: 魏德曼克罗地亚获得欧盟支持创新研发项目	13
图表 12: 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	14
图表 13: 2021–2024 年东材科技营收规模较高 (亿元)	15
图表 14: 2024 年广信科技归母净利润显著上升 (万元)	15
图表 15: 2024 年广信科技毛利率水平位于可比公司均值附近	15
图表 16: 广信科技是绝缘纤维材料及其成型制品国家级专精特新“小巨人”企业	16
图表 17: 魏冬云和魏雅琴父女系公司实际控制人 (2025.7.25 数据)	16
图表 18: 公司的主要产品为绝缘纤维材料及其成型制品	17
图表 19: 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	17
图表 20: 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	18
图表 21: 2024 年公司绝缘纤维材料收入约 3.8 亿元	19
图表 22: 2024 年公司绝缘纤维成型制品毛利率为 35.74%	19
图表 23: 500kV 变压器结构示意图	19
图表 24: 2024 年公司绝缘材料销售到输变电系统的收入占比 82.30%	20
图表 25: 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	20
图表 26: 公司 2023 年起实现少量境外销售 (单位: 万元)	21
图表 27: 2024 年公司实现归母净利润 11617 万元 (yoy+135%)	22
图表 28: 公司主要核心技术包括薄型绝缘纤维板材技术等	23
图表 29: 公司产品的各项技术参数均符合或高于国家标准的要求	24

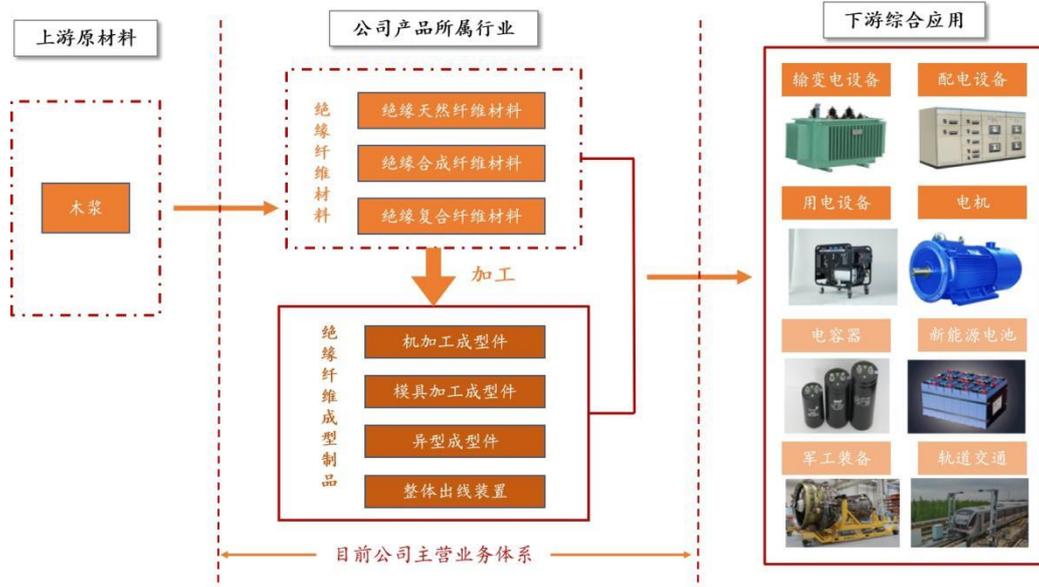
图表 30: 四项在研项目费用预算共 870 万元.....	24
图表 31: 公司与大中型变压器厂客户保持稳定合作.....	25
图表 32: 2023 年绝缘纤维材料和成型制品在输变电系统领域市占率测算为 7.91%.....	26
图表 33: 2022-2024 年公司产能利用率逐年提高 (单位: 吨)	26
图表 34: 2022-2024 年公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品价格逐年上涨.....	27
图表 35: 公司募集资金拟投入电气绝缘新材料扩建项目等 (单位: 万元)	27
图表 36: 电气绝缘新材料扩建项目达产后预计营业收入将达 12,700.00 万元.....	28
图表 37: 广信科技主要业务营收预测.....	29
图表 38: 广信科技可比公司估值表 (截至 20250806)	29

1. 绝缘材料行业产业链竞争格局？市场规模多大？

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

参考公司招股书信息，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。

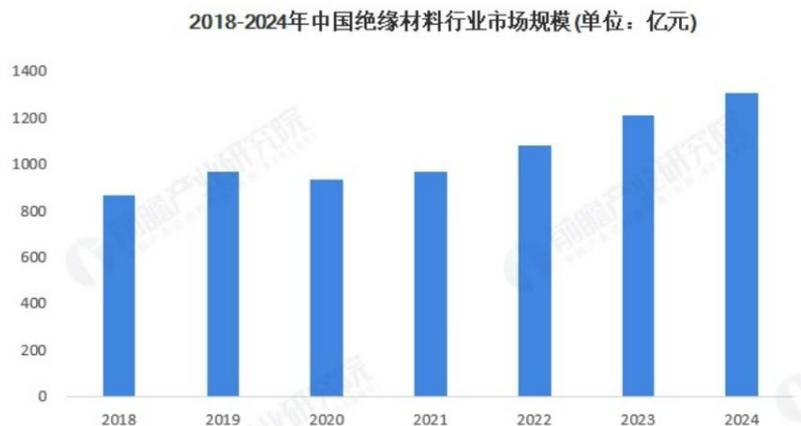
图表 1：绝缘材料下游应用领域广泛，包括输变电设备等



资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

参考前瞻产业研究院信息，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，年均复合增长率为 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 2：2024 年我国绝缘材料行业市场规模约 1305 亿元 (yoy+8.2%)



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

1.2. 需求：我国特高压发展迎来投资建设高峰，绝缘纤维材料国产化率有望提升

绝缘纤维材料上游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。

参考公司招股书信息，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。

参考公司问询函回复信息，广信科技作为国内绝缘纤维材料及其成型制品领域的龙头企业之一，其营业收入和我国电力投资规模的变动关系能反映出下游行业周期波动对公司业绩的影响，也能侧面反映出对于绝缘纤维材料行业的影响。纵观 2013 年至 2019 年，中国电力投资总额基本维持在 7,600 亿元至 9,000 亿元之间，广信科技的营业收入则维持在 2 亿元至 2.5 亿元之间。随着 2020 年开始，诸如风电、光伏等新能源电力开始加大投资规模，我国总体的电力投资开始急速攀升，与之相匹配的是广信科技的营业收入从 2021 年开始也呈现较大幅度的增加，从 2021 年的 2.3 亿元增加至 2024 年的 5.78 亿元。

图表 3：2024 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：iFinD、国家能源局、广信科技招股书、华源证券研究所（注：公司未披露 2020 年报数据）

参考公司招股书信息，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。

参考智研咨询信息，特高压工程是我国电网投资的核心领域之一，主要用于解决跨区域电力输送问题，支持新能源消纳和能源结构调整。国内特高压投资规模的快速发展第一阶段在2014-2017年，投资额度达1966亿元，随后发展较为平稳，2018-2020年共投入2130亿元用来发展特高压工程建设。2016年至2021年，我国共核准12条特高压交流线路和7条特高压直流线路，涉及线路1.5万余公里，投资规模超过2400亿元。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。根据国家电网数据，“十四五”期间国家电网规划特高压工程总投资达3800亿元，我国特高压发展迎来投资建设高峰。

图表4：“十四五”期间国家电网规划特高压工程总投资达3800亿元



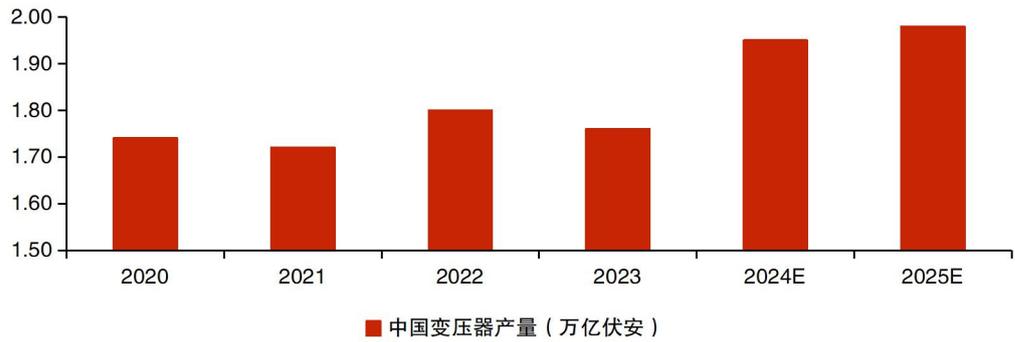
资料来源：智研咨询、华源证券研究所

参考人民网（中国能源报）信息，2025年上半年，我国特高压工程建设捷报频传，3月6日，甘肃-浙江±800千伏特高压直流输电工程浙江线路标段开启施工作业，标志着“陇电入浙”工程正式迈入全面建设阶段；3月18日，国家“十四五”电力发展规划重点输电工程——大同一怀来一天津南1000千伏特高压交流工程正式开建，我国“西电东送”能源“大动脉”再增添一条重要新通道。据《中国能源报》，今年或将投产特高压线路“两交五直”，未来几年，列入计划可能开工特高压“十六交十二直”。

➤ 下游变压器和电机应用市场规模逐步提升

参考公司招股书信息，作为电力系统的重要基础设施，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。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。根据中国电器工业协会、中商产业研究院数据，2023年我国变压器产量为1.76万亿伏安，预计2025年中国变压器产量接近2万亿伏安。

图表 5：2025 年中国变压器产量预计接近 2 万亿伏安



资料来源：中国电器工业协会、中商产业研究院、华源证券研究所

参考公司招股书信息，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运用，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 6：2015-2023 年中小型电机市场规模呈上升趋势



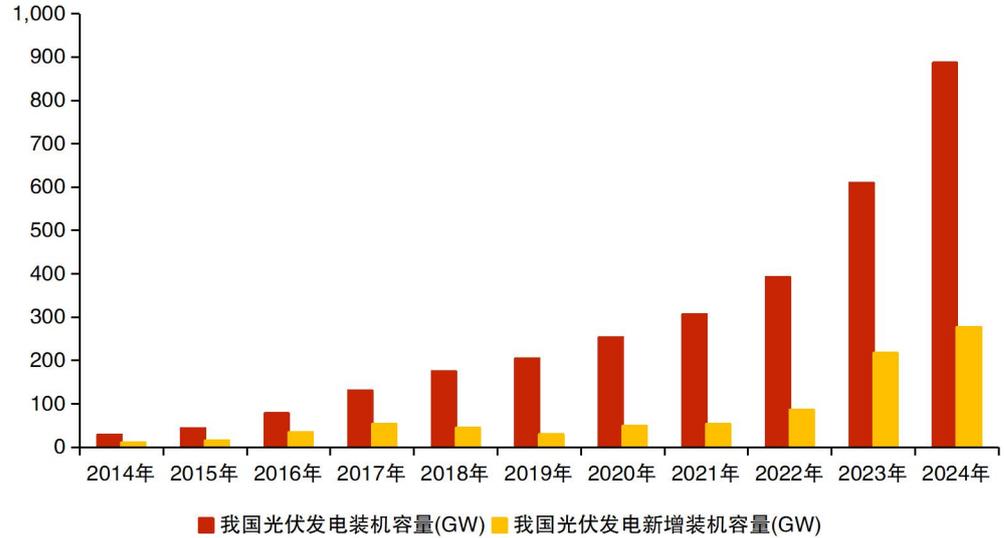
资料来源：中国电器工业协会中小型电机分会、广信科技招股书、华源证券研究所

➤ 新能源电力稳步发展

参考公司招股书信息，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 7：2014-2024 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

参考公司招股书信息，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年均复合增长率为 18.35%。2024 年，我国风力发电新增装机容量达 79.24GW。

图表 8：2014 年至 2024 年我国风力发电装机容量年均复合增长率为 18.35%



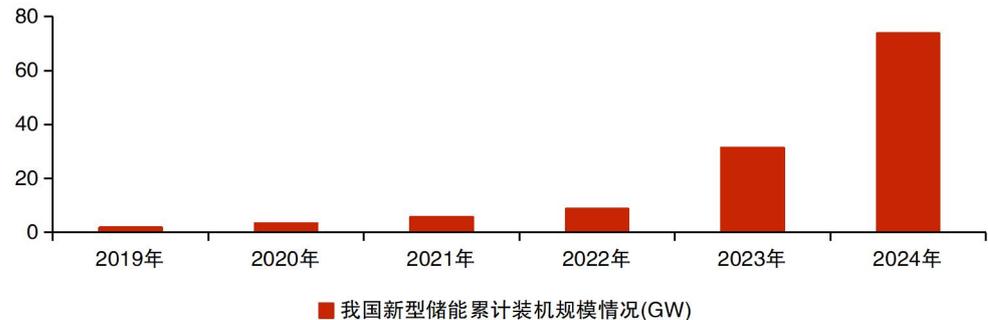
资料来源：中国电力企业联合会、广信科技招股书、华源证券研究所

➤ 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 9：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

1.3. 格局：竞对包括瑞士魏德曼、ABB 等，公司超高压绝缘纤维材料打破外资垄断

参考公司招股书信息，**绝缘纤维材料是以木浆为原料经过特定工艺制成，具有产品工艺要求高、电气性能要求高、机械强度要求高的技术特点。**同时，行业具有较高的行业进入壁垒，包括技术壁垒、供应商资质认定壁垒、资金壁垒、品牌壁垒。其中，技术是新进入者的一个重要壁垒，绝缘纤维材料制造业是技术密集型行业，集成机械、造纸、材料和自动控制等技术，具有高度的复杂性、系统性和工艺特殊性。此外，研发体系建设、技术工艺掌握及熟练工的培养需要相当长时间的实践积累，使得有多年生产管理经验的企业在竞争中掌握主动，产业集中度亦向这些企业靠拢，使得新进入者在竞争中处于劣势地位。

参考公司招股书信息，**得益于公司始终致力于以科技创新和技术研发驱动发展，持续追赶国际先进技术，早在 2009 年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。**经过近 20 年的行业沉淀和技术积累，公司掌握了多项行业核心技术，其中“无胶超厚绝缘纤维板材成型技术”和“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；“薄型绝缘纤维板材关键技术”被认定为达到国际先进水平。此外，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。因此，公司具有明显优势的市场地位。

➤ 主要竞争对手包括瑞士魏德曼控股集团、ABB 集团等

参考公司招股书信息，**公司在绝缘纤维材料及其成型制品领域的主要竞争对手包括瑞士魏德曼控股集团、ABB 集团、泰州新源电工、辽宁兴启、山东汇胜、常州英中等。**上述公司在产品线方面具有与公司相似的产品，形成竞争关系。参考公司招股书信息，**瑞士魏德曼控**

股集团是全球最大的绝缘纤维材料和成型件生产企业，1877 年成立时即从事绝缘材料的生产，是绝缘纤维材料行业的领导企业；ABB 集团系全球 500 强企业，是电力和自动化技术领域的领导厂商，拥有广泛的产品线，包括全系列电力变压器和配电变压器，电力自动化系统，各种测量设备和传感器等产业，以及上述产业的上游绝缘纤维材料产业。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。

图表 10：主要竞争对手包括瑞士魏德曼控股集团、ABB 集团、泰州新源电工等

瑞士魏德曼控股集团	ABB 集团	泰州新源电工器材有限公司
1877年成立，是全球最大的绝缘纤维材料和成型件生产企业，是绝缘纤维材料行业的领导企业。	1988年成立，是电力和自动化技术领域的领导厂商，拥有广泛的产品线，包括全系列电力变压器和配电变压器，电力自动化系统，各种测量设备和传感器等产业，以及上述产业的上游绝缘纤维材料产业。	2007年7月成立，主要从事输变电设备配套用纸绝缘材料的研发、制造和销售，重点发展超/特高压交直流输变电设备用绝缘纸板、绝缘成型件及成套出线装置和薄型绝缘纸等系列产品。
		
辽宁西电兴启电工材料有限公司	汇胜集团股份有限公司	常州市英中电气有限公司
2011年6月成立，主要从事以生产500-1000kV电压等级超高压、特高压变压器绝缘材料的生产和销售。	2001年1月成立，主要经营纸管原纸、纸管、110kV绝缘纤维材料和绝缘成型件。	2004年3月成立，主要经营产品为绝缘材料，其产品广泛应用于交流110kV和高压直流800kV。
 中国电气装备 LIAONING XD XINGQI ELECTRIC MATERIAL CO., LTD.		

资料来源：各公司官网、爱企查、广信科技招股书、华源证券研究所

参考魏德曼官网信息，魏德曼已获得欧盟通过克罗地亚经济与可持续发展部 (MINGROP) 及创新机构 HAMAG BICRO 提供的资金支持。该资助将用于支持一项区域创新计划，重点研发符合工业 4.0 制造技术的变压器创新绝缘组件。项目于 2025 年 1 月 1 日正式启动，将持续 36 个月，推动满足能源行业不断变化需求的变压器绝缘解决方案的进步。参考变压器杂志官网信息，魏德曼表示正在扩大其变压器板生产，正在中国建设一座 38000 平方米的工厂，将在中国投资超过 2.2 亿美元建设新的变压器板设施，工程预计于 2026 年下半年完工。

图表 11：魏德曼克罗地亚获得欧盟支持创新研发项目



资料来源：瑞士魏德曼控股集团官网、华源证券研究所

➤ **主要国内可比公司包括东材科技等**

广信科技主要国内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）、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）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 12：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

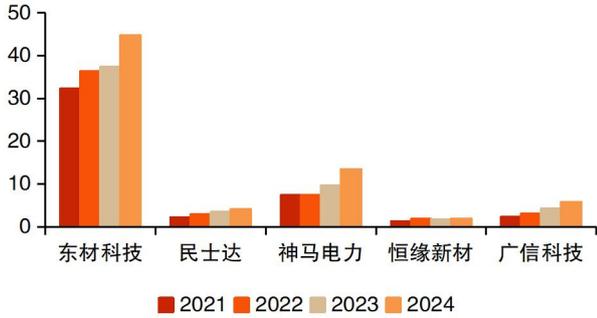
	主营业务	主要产品	应用领域	客户类型
东材科技	东材科技成立于 1994 年，于 2011 年 5 月在上交所主板上市，主要从事化工新材料的研发、制造和销售	新型绝缘材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等系列产品	发电设备、特高压输变电、智能电网、新能源汽车、轨道交通、消费电子、光电显示、电工电器、通信网络等领域	轨道交通、电工电器等领域厂商
民士达	民士达成立于 2009 年，于 2023 年 4 月在北京交所上市，其主营业务为芳纶纸及其衍生品的研发、生产和销售	芳纶纸	电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯、国防军工等领域	国家电网、大型电力设备领域等厂商
神马电力	神马电力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

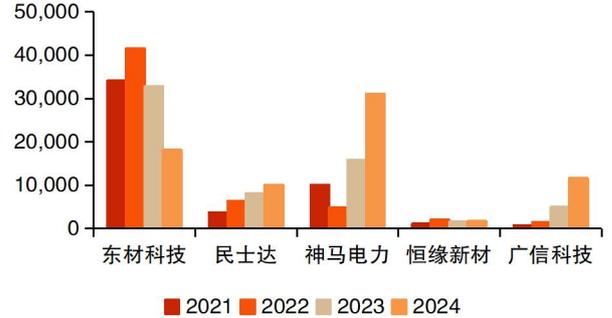
从营收规模来看，东材科技规模较高，2024 年营收规模达 44.7 亿元；从利润规模看，神马电力归母净利润较高，2024 年归母净利润达 31073 万元。广信科技与可比公司（尤其

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 13: 2021-2024 年东材科技营收规模较高 (亿元)



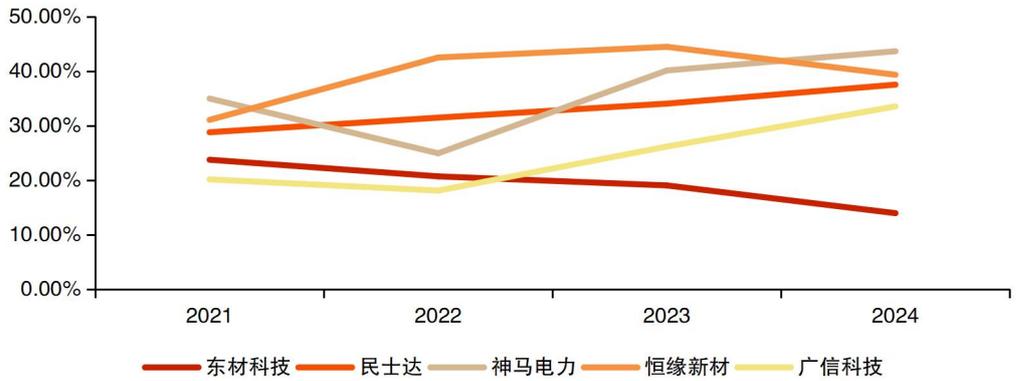
图表 14: 2024 年广信科技归母净利润显著上升 (万元)



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 15: 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

2. 广信科技专注哪些业务？销售模式及财务如何？

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。

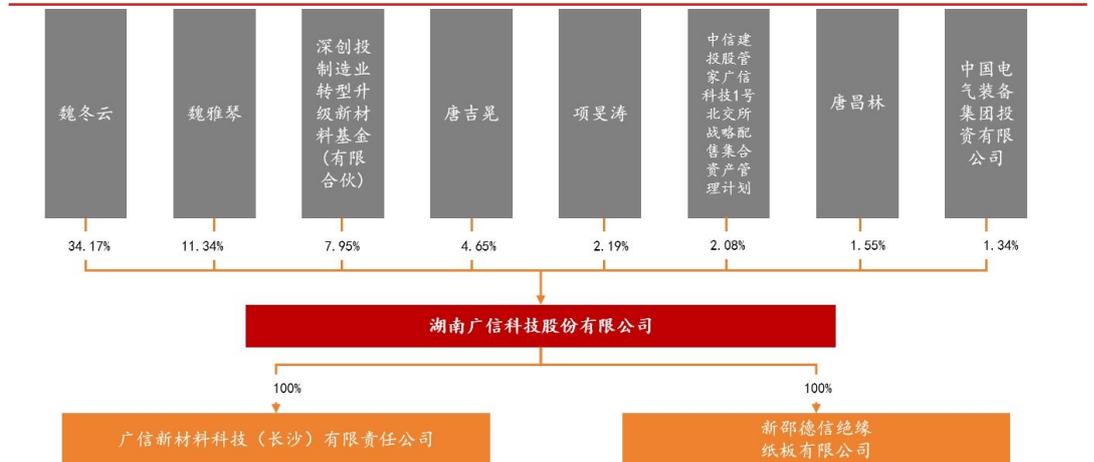
图表 16：广信科技是绝缘纤维材料及其成型制品国家级专精特新“小巨人”企业



资料来源：iFinD、广信科技官网、广信科技招股书、华源证券研究所

截至2025年7月25日，魏冬云持有公司股份占公司总股本的34%，魏雅琴持有公司股份占公司总股本的11%。魏冬云和魏雅琴为父女关系，系公司实际控制人。

图表 17：魏冬云和魏雅琴父女系公司实际控制人（2025.7.25 数据）

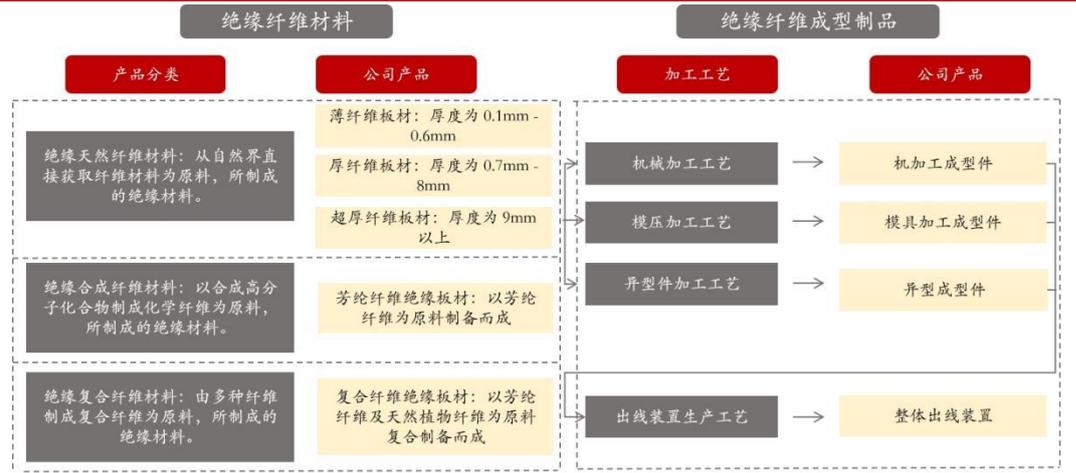


资料来源：Wind、广信科技招股书、华源证券研究所 注：子公司持股比例截至2024年末

2.1. 产品：绝缘纤维材料及成型制品国家级“小巨人”，2024年毛利率升至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 18：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 19：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 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：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。

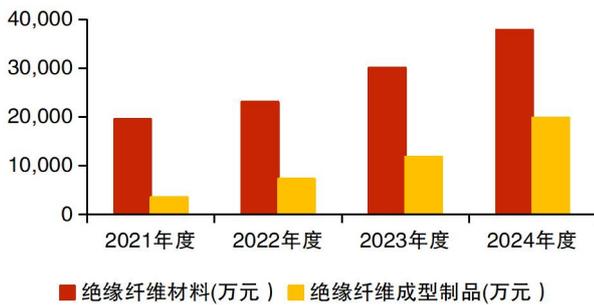
图表 20：公司主要绝缘纤维成型制品工艺包括机械加工、模压加工等

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

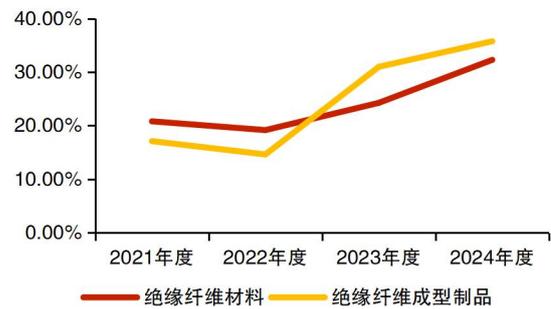
收入情况：2024 年绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品营收分别为 3.78 亿元、1.98 亿元。公司 2023 年和 2024 年绝缘纤维材料的营收分别同比上涨 30.0%和 25.8%、绝缘纤维成型制品的营收分别同比上涨 63.2%和 67.9%，该变化主要系公司新增产线、设备投入使用，公司产能，特别是绝缘成型件产能大幅提升；2023-2024 年，大型变压器厂家等下游客户需求增长，使得公司新增产能得到释放，带动该类产品销售收入同比增长。**毛利率情况：公司 2023 年和 2024 年绝缘纤维材料的毛利率分别为 24.24%和 32.27%、绝缘纤维成型制品的毛利率分别为 30.97%和 35.74%，**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 21：2024 年公司绝缘纤维材料收入约 3.8 亿元



资料来源：iFinD、广信科技招股书、华源证券研究所

图表 22：2024 年公司绝缘纤维成型制品毛利率为 35.74%

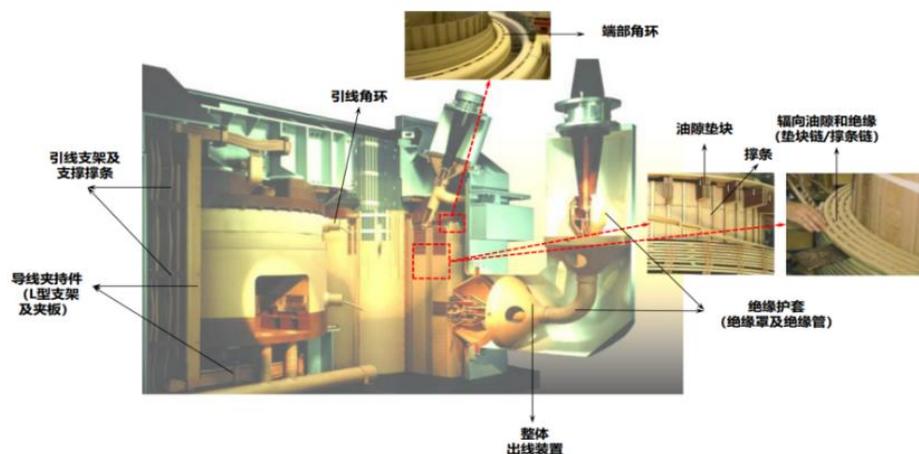


资料来源：iFinD、广信科技招股书、华源证券研究所

2.2. 模式：主要终端应用领域为输变电系统，配套特变电工、山东泰开等客户

公司生产绝缘纤维材料所需的原材料主要为木浆，采取“以销定产+安全库存”生产模式。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。

图表 23：500kV 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

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。**2022-2024 年，公司绝缘纤维材料及绝缘纤维成型制品的主要终端应用领域为输变电系统**，其中，绝缘纤维成型制品在输变电系统应用占比超过 97%，较绝缘纤维材料的应用占比高，主要是公司在输变电系统变压器领域具有较强的技术优势，部分下游客户直接向公司采购成型件后安装，而其他应用领域主要向公司采购绝缘纤维材料后自己加工成对应的成型件。

图表 24：2024 年公司绝缘材料销售到输变电系统的收入占比 82.30%

产品	终端应用领域	2022 年度		2023 年度		2024 年度	
		销售金额(万元)	占比	销售金额(万元)	占比	销售金额(万元)	占比
绝缘纤维材料	输变电系统	18,835.26	81.53%	25,457.85	84.77%	31,092.38	82.30%
	新能源产业	813.8	3.52%	1,263.59	4.21%	1,196.31	3.17%
	电气化铁路及轨道交通牵引变压系统	445.5	1.93%	661.82	2.20%	760.2	2.01%
	电机等其他行业	3,007.99	13.02%	2,648.63	8.82%	4,730.14	12.52%
	小计	23,102.55	100.00%	30,031.90	100.00%	37,779.03	100.00%
绝缘纤维成型制品	输变电系统	7,104.10	98.09%	11,532.01	97.56%	19,633.96	98.96%
	电气化铁路及轨道交通牵引变压系统	69.39	0.96%	129.08	1.09%	195.07	0.98%
	军工装备	69.29	0.96%	159.1	1.35%	8.78	0.04%
	其他行业	-	-	-	-	2.82	0.01%
	小计	7,242.79	100.00%	11,820.19	100.00%	19,840.63	100.00%

资料来源：广信科技第一轮问询函回复、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 25：2022-2024 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

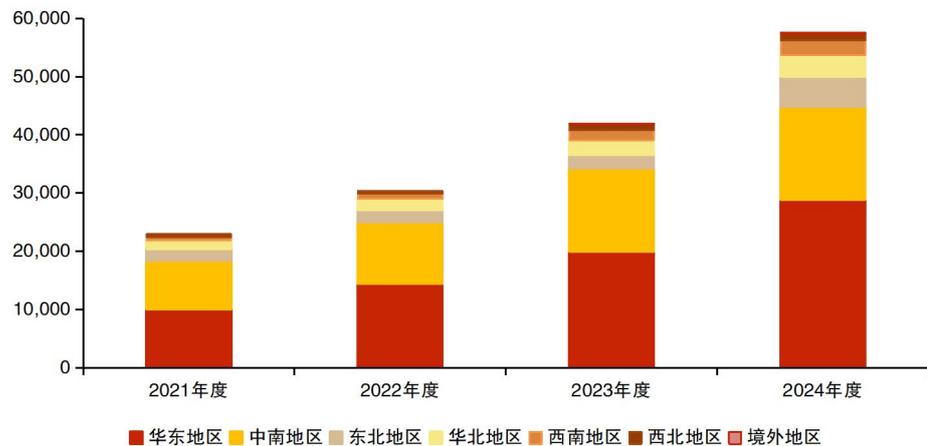
序号	客户名称	销售金额(万元)	占比
2024 年度			
1	特变电工股份有限公司及其关联企业	5,092.51	8.82%
2	山东泰开变压器有限公司	4,355.01	7.54%
3	山东电工电气集团有限公司及其关联企业	3,773.03	6.53%
4	正泰电气股份有限公司及其关联企业	3,381.31	5.85%
5	常州市丰宝绝缘材料有限公司及其关联企业	2,956.67	5.12%
	合计	19,558.54	33.87%
2023 年度			
1	特变电工股份有限公司及其关联企业	3,303.29	7.86%
2	山东电工电气集团有限公司及其关联企业	2,843.62	6.77%
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 26：公司 2023 年起实现少量境外销售（单位：万元）



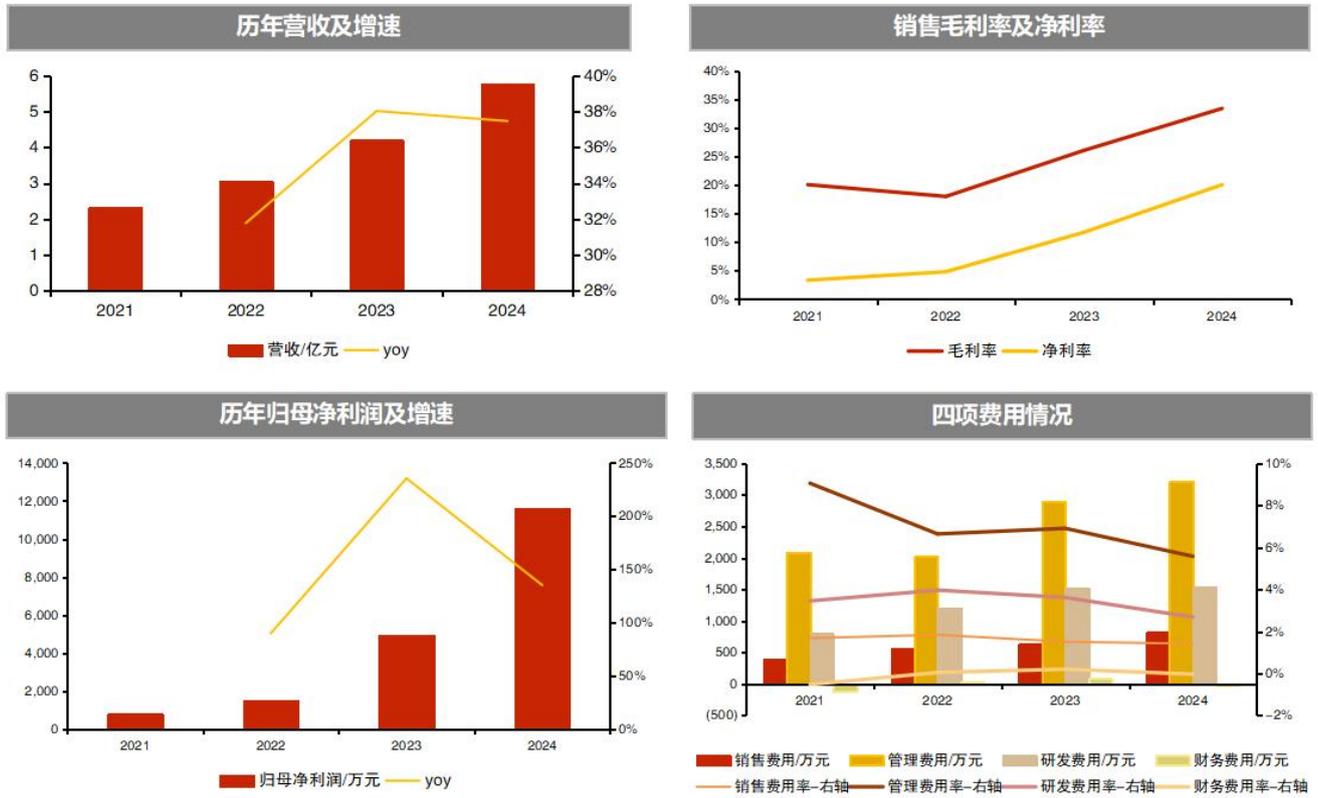
资料来源：iFinD、华源证券研究所

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 27：2024 年公司实现归母净利润 11617 万元 (yoy+135%)



资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 公司特色及竞争优势如何看待？未来展望？

3.1. 技术：国内少数具备 750kV 以上特高压绝缘纤维材料产能的企业之一

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 28：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

近年来随着国内电力工业的迅速发展，带动了绝缘纤维材料相关产品的快速发展，国内绝缘纤维材料企业不断加大技术研发以满足市场需求，目前国内拥有一定规模的绝缘纤维材料生产企业数量较少。其中，公司是国内少数具备 750kV 以上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。根据国家标准《电气用压纸板 and 薄纸板（GB/T 19264.1-2011）》，电气用压纸板和薄纸板主要指由高化学纯的植物性原料构成的纸浆所制成的板或纸，均具有密度较高、厚度均匀、表面光滑、机械强度高、柔韧性、抗老化性和电绝缘性好的特点。其中，压纸板的厚度在 0.8mm 以上，而薄纸板的厚度在 0.8mm 以下。公司生产的绝缘纤维板材厚度涵盖压纸板和薄纸板，具有密度较高、厚度均匀、表面光滑、机械强度高、柔韧性、抗老化性和电绝缘性好的特点。公司产品的各项技术参数均符合或高于国家标准的要求，具有一定的技术优势。

图表 29：公司产品的各项技术参数均符合或高于国家标准的要求

产品名称	厚度 (mm)	尺寸 (mm ²)	产品性能	应用领域	国家标准《电气用压纸板 和薄纸板》对性能的要求	是否符合国家 《电气用压纸板 和薄纸板》
超厚绝缘纤维材料	9.0~30	1000*4000、 3200*4200、 2100*4200 等 多种尺寸	密度：1.22g/cm ³ ；垂 直层向电气强度：≥ 45.2kV/mm；平行层向 电气强度：≥ 15.2kV/mm；抗拉强 度：纵向≥143MPa， 横向≥97.4MPa；聚合 度：≥1366；	用于特高压和 超高压变压器、 互感器、电抗器 的核心绝缘等	密度：1.10~1.30g/cm ³ ； 垂直层向电气强度：≥ 35kV/mm；无平行层向 电气强度要求。抗拉强 度：纵向≥115MPa，横 向≥85MPa；聚合度： ≥1200；	厚度超出国家标 准常规范畴；平 行层向电气强度 是特色新增指 标；垂直层向电 气强度、抗拉强 度和聚合度均高 于国家标准
厚绝缘纤维材料	0.8~8.0	3200*4200、 2100*4200、 1000*4000、 1000*8000、 1450*2500 等 多种尺寸	密度：1.18g/cm ³ ；垂 直层向电气强度：≥ 44.2kV/mm；抗拉强 度：纵向≥150MPa， 横向≥106MPa；聚合 度：≥1414；	主要用于特高 压、超高压及高 压变压器、互感 器、电抗器和电 力电容器的主 纵绝缘等	密度：1.00~1.30g/cm ³ ； 垂直层向电气强度：≥ 45~35kV/mm；抗拉强 度：纵向≥ 105~115MPa，横向≥ 80~90MPa；聚合度：≥ 1200；	抗拉强度和聚合 度均高于国家标 准
	0.8~5.0	1450*2500、 1000*2000 等 多种尺寸	密度：1.18g/cm ³ ；垂 直层向电气强度：≥ 42.7kV/mm；抗拉强 度：纵向≥116MPa， 横向≥81.1MPa；聚合 度：≥1250；	主要用于中高 压、高压变压 器、互感器、电 抗器和电力电 容器的主纵绝 缘等	密度：0.95~1.25g/cm ³ ； 垂直层向电气强度：≥ 40~35kV/mm；抗拉强 度：纵向≥80~90MPa， 横向≥45~55MPa；聚合 度：≥1150；	垂直层向电气强 度、抗拉强度和 聚合度均高于国 家标准
薄绝缘纤维材料	0.5	1000*2000	密度：1.12g/cm ³ ；电 气强度：空气中≥ 9.6kV/mm，油中≥ 42.3kV/mm；抗拉强 度：纵向≥112MPa， 横向≥45.4MPa；聚合 度：≥1505；	主要用于特高 压、超高压、中 高压、高压变压 器、互感器、电 抗器和电力电 容器的衬垫和 绕包绝缘等	密度：1.0~1.20g/cm ³ ； 电气强度：空气中≥ 9kV/mm，油中≥ 40kV/mm；抗拉强度： 纵向≥80MPa，横向≥ 40MPa；聚合度：≥ 1200；	电气强度、抗拉 强度和聚合度均 高于国家标准

资料来源：广信科技第一轮问询函回复、华源证券研究所

为巩固和提高公司在行业中的竞争优势，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，公司有四项主要在研项目，包括 1000km 超高速牵引变压器主绝缘材料的研发、B 级复合纤维板材的研发、降噪低密度纸板的研发、A 级特高压竹浆纤维皱纹绝缘纸的研发，预计投入费用共 870 万元。

图表 30：四项在研项目费用预算共 870 万元

序号	项目名称	内容与目标	研发重点及与行业技术水平比较	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》。	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。	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。	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。	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,达到电气用纸板和薄纸板 GB/T19264.2-2013 的要求。	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/cm ³ 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。	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	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% 的竹浆皱纹绝缘纸。以期达到世界先进水平。	助强高分子树脂的选型阶段	170	12

资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

3.2. 地位：2023 年输变电系统领域公司绝缘纤维材料和成型制品市占率测算为 8%

参考广信科技第二轮问询函回复信息，公司与大中型变压器厂客户的框架协议主要为一**年一签，合作历史较久，且基本保持稳定合作关系**。截至 2025 年 4 月 7 日，部分大中型变压器厂客户的框架协议仍在协议有效期内，与公司保持稳定合作；部分大中型变压器厂客户框架协议虽已到期，因招投标程序和协议签订手续等所需时间较长，续签协议暂未完成签订，但根据客户提供的 2025 年预计采购量数据，公司与该类大中型变压器厂客户亦将保持稳定合作。

图表 31：公司与大中型变压器厂客户保持稳定合作

序号	客户名称	主要合作主体	现行框架协议有效期	开始合作时间
1	特变电工股份有限公司及其关联企业	特变电工衡阳变压器有限公司	框架协议正在签署中	2004 年
		特变电工沈阳变压器集团有限公司	2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日	
2	山东电工电气集团有限公司及其关联企业	山东电力设备有限公司	2024 年 10 月 31 日至 2025 年 10 月 30 日	2008 年
		山东输变电设备有限公司	2024 年 7 月 31 日至 2025 年 7 月 30 日	
		重庆南瑞博瑞变压器有限公司	2024 年 7 月 5 日至 2025 年 7 月 4 日	
3	山东泰开变压器有限公司	山东泰开变压器有限公司	2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日	2009 年
4	正泰电气股份有限公司及其关联企业	正泰电气股份有限公司	2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日	2019 年
		正泰高压电气设备（武汉）有限公司	2024 年 3 月 26 日至 2025 年 3 月 31 日（到期前 30 日内若双方达成一致意见，则自动续签一年）	
5	广东明阳电气股份有限公司	广东明阳电气股份有限公司	单签订单式合同	2020 年
6	山东鲁能泰山电力设备有限公司	山东鲁能泰山电力设备有限公司	2025 年 1 月 21 日至 2026 年 1 月 22 日	2014 年
7	南京立业电力变压器有限公司	南京立业电力变压器有限公司	单签订单式合同	2009 年
8	许继集团有限公司及其控制企业	福州许继电气有限公司	2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日	2022 年
		福州天宇电气股份有限公司	2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日	

资料来源：广信科技第二轮问询函回复、华源证券研究所

参考广信科技第一轮问询函回复信息，公司根据产品主要应用领域以及数据可获得性，测算了销售占比最大的输变电系统变压器配套的绝缘纤维材料的市场空间及公司对应的市场占有率。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；根据公司直接客户（特变电工）和间接客户（望变电气、江苏华辰和三变科技）2023年年度报告披露的变压器销售数量，计算出各个客户在变压器市场的销量占有率，分别为16.29%、0.59%、0.60%和1.41%；根据公司直接客户（特变电工）和间接客户（望变电气、江苏华辰和三变科技）年度报告披露的2023年变压器销售收入，计算出对应的变压器市场规模，分别为1,134.79亿元、2,283.70亿元、1,621.82亿元和1,192.53亿元，平均市场规模为1,558.21亿元；根据江苏华辰披露信息显示绝缘材料在变压器中的成本比例为3.85%~5.05%，基于谨慎性考虑向下取整3%测算出绝缘纤维材料市场规模为467,463.20万元；**根据公司2023年绝缘纤维材料和成型制品在输变电系统的收入36,989.86万元，测算出公司在该细分领域的市场占有率为7.91%。**

图表 32：2023 年绝缘纤维材料和成型制品在输变电系统领域市占率测算为 7.91%

项目	特变电工	望变电气	江苏华辰	三变科技
2023 年变压器市场容量规模 (KVA) (A)		2,075,000,000.00		
2023 年销量 (KVA) (B)	338,000,000.00	12,295,800.00	12,383,700.00	29,217,955.00
销量市占率 (C=B/A)	16.29%	0.59%	0.60%	1.41%
2023 年变压器收入 (万元) (D)	1,848,472.56	135,325.06	96,790.91	167,920.08
2023 年变压器市场规模 (万元) (E=D/C)	11,347,871.49	22,837,025.61	16,218,185.05	11,925,344.04
2023 年平均变压器市场规模 (万元) (F)		15,582,106.55		
绝缘纤维材料在变压器中成本的占比 (G)		3%		
绝缘纤维材料市场规模 (万元) (H=F*G)		467,463.20		
广信科技 2023 年变压器应用领域收入 (万元) (J)		36,989.86		
广信科技产品在变压器应用领域市场占有率 (K=J/H)		7.91%		

资料来源：广信科技第一轮问询函回复、华源证券研究所 注：以上数据为公司测算披露结果

此外，根据公告，公司始终看好海外市场，特别是发展中国家或用电需求大的国家或地区，公司也将根据公司产能情况、海外客户对接情况、国际贸易政策等情况实施海外拓展的政策。目前，已有部分海外客户与公司有接洽。

3.3. 产能：材料和制品产能分别 4.5 万吨（2.8 万吨在建）、0.7 万吨（0.65 万吨在建）

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 33：2022-2024 年公司产能利用率逐年提高（单位：吨）

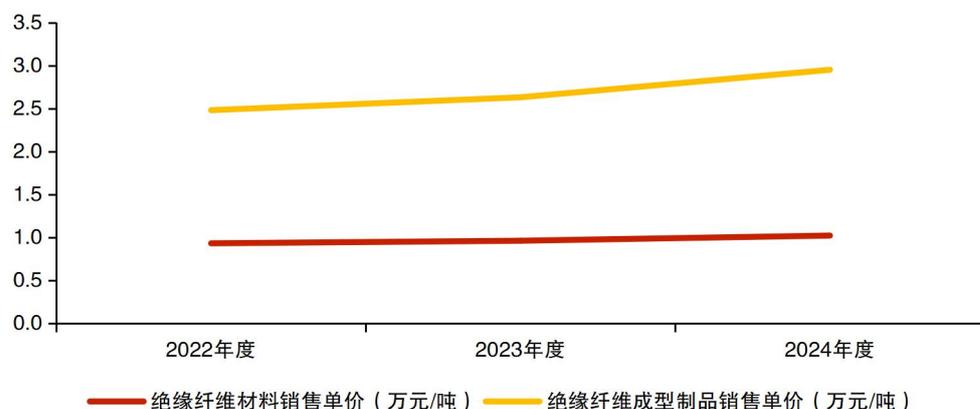
产品	项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度
绝缘纤维材料	产能	32,400.00	39,000.00	45,300.00
	产量	27,914.68	36,648.80	47,451.94
	销量	24,878.39	31,377.36	37,122.22
	产能利用率	86.16%	93.97%	104.75%

绝缘纤维成型制品	产销率	89.12%	85.62%	78.23%
	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

2022-2024 年，公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品销售价格整体呈上涨趋势。一方面，随着下游市场需求逐步旺盛，公司适当提高了销售价格；另一方面，直销客户收入占比逐年提高，而直销客户销售单价略高于经销客户，因此整体拉高了平均销售单价。2024 年绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品销售价格分别为 1.02 万元/吨、2.95 万元/吨。根据公告，公司与主要客户签订的框架合同中，2025 年单价均较 2024 年有不同程度的涨幅。

图表 34：2022-2024 年公司绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品价格逐年上涨



资料来源：广信科技招股书、华源证券研究所

➤ 产能扩充一：新邵德信 14000 吨绝缘纤维材料

公司北交所上市发行股票 2,000.00 万股（超额配售选择权行使前），每股发行价格为人民币 10 元，募集资金总额为人民币 200,000,000.00 元（超额配售选择权行使前），扣除不含税的发行费用人民币 28,939,622.65 元（超额配售选择权行使前），募集资金净额为人民币 171,060,377.35 元（超额配售选择权行使前）。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。

图表 35：公司募集资金拟投入电气绝缘新材料扩建项目等（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

“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，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。电气绝缘新材料扩建项目达产后，拟新增厚绝缘纤维材料产能 6,000 吨、薄绝缘纤维材料 8,000 吨，预计年均新增营业收入达 12,700.00 万元。

图表 36：电气绝缘新材料扩建项目达产后预计营业收入将达 12,700.00 万元

产品类型	项目	数额
厚绝缘纤维材料	销售规模（吨）	6000
	销售单价（元/吨）	8500
	销售收入（万元）	5100
薄绝缘纤维材料	销售规模（吨）	8000
	销售单价（元/吨）	9500
	销售收入（万元）	7600
合计营业收入（万元）		12700

资料来源：广信科技第一轮问询函回复、华源证券研究所

➤ 产能扩充二：广信新材料 14000 吨绝缘板材和 6500 吨绝缘成型件产品

参考宁乡市人民政府官网信息，长沙市生态环境局宁乡分局审批了《广信新材料科技（长沙）有限责任公司超/特高压绝缘制品成果转化智能化生产线建设项目环境影响报告表》，并将项目环评情况予以公示：广信新材料科技（长沙）有限责任公司超/特高压绝缘制品成果转化智能化生产线建设项目由广信新材料科技（长沙）有限责任公司建设，项目总占地面积 17748.5 平方米，总建筑面积 34284.03 平方米，总投资 22000 万元。项目建成后，可年产 14000 吨高等级电工绝缘板材和 6500 吨交流 1000kV、直流 ±800kV 超/特高压绝缘成型件产品。根据公告，广信新材料的《超/特高压绝缘制品智能化平台、研发检测中心及成果转化建设项目》预计 2025 年 8 月份进入试生产环节，达产后或将新增约 30%的产能。

4. 盈利预测与评级

结合公司技术壁垒与国产替代能力突出、盈利能力有望增强、产能扩张配套下游快速发展，我们假设如下：

（1）绝缘纤维材料：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +25%/+23%/+23%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 4.72/5.81/7.14 亿元；

（2）绝缘纤维成型制品：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +70%/+56%/+52%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.37/5.26/8.00 亿元。

图表 37：广信科技主要业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
绝缘纤维材料（百万元）	472.24	580.85	714.45
同比	25.00%	23.00%	23.00%
绝缘纤维成型制品（百万元）	337.29	526.17	799.78
同比	70.00%	56.00%	52.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.25、3.09 和 4.28 亿元，对应 PE 为 34.0、24.7、17.8 倍。同行业可比公司包括东材科技、神马电力、民士达，可比公司 2025PE 均值为 36.9X。公司是专业从事绝缘纸板、绝缘成型件产品研发、生产和销售的高新技术企业，业务遍及国内外各大知名变压器厂商，主导和参与了多项产品国家标准的制定，在中国变压器绝缘材料行业中扮演着重要角色。在下游需求强劲增长背景下，我们看好公司产能扩张带来的增强潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 38：广信科技可比公司估值表（截至 20250806）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值(亿元)	EPS(元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
东材科技	601208.SH	16.24	145.64	0.49	0.62	0.78	33.3	26.2	20.9
神马电力	603530.SH	29.85	128.86	0.98	1.31	1.60	30.5	22.8	18.7
民士达	833394.BJ	44.66	65.32	0.95	1.22	1.53	46.9	36.5	29.2
均值				0.81	1.05	1.30	36.9	28.5	22.9
广信科技	920037.BJ	83.58	76.44	2.46	3.38	4.68	34.0	24.7	17.8

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；广信科技盈利预测来自华源证券研究所

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。近年来，国家陆续出台了一系列鼓励电网行业投资的政策，不断加大电力装备工业技术进步和电网改造的投资力度，大力发展特高压大容量输变电技术，陆续规划和开工建设远距离跨区输电项目，以优化资源配置，促进降耗增效。随着这些政策的推出和落实，下游输变电设备制造业需求增加，从而带动了绝缘纤维材料需求量的增长。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。

行业竞争加剧风险：近年来，随着国家对基础设施投资持续加码，同时以风电、光伏发电为代表的新能源发电装机容量不断提升，带动了电力产业快速发展，促进了电力基础设施规模逐步增长。公司的主要产品作为电力工业的基础性有机固体绝缘材料，是生产电力变压器、电抗器、互感器、电机等电力设备的核心材料和部件，其需求得到不断扩大。绝缘纤维材料广阔的市场前景吸引了其他投资商的关注，公司在市场开拓中的竞争对手会逐渐增加。公司若不能加快科技成果产业化或者不能有效提升市场占有率以及客户服务水平，则公司未来将面临竞争压力逐渐加大的风险。

主要原材料价格波动的风险：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。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	101	334	536	890
应收票据及账款	219	245	289	333
预付账款	3	3	4	5
其他应收款	1	1	2	2
存货	86	100	110	135
其他流动资产	3	4	5	7
流动资产总计	412	687	946	1,373
长期股权投资	0	14	41	41
固定资产	126	217	336	354
在建工程	2	121	40	25
无形资产	27	28	29	31
长期待摊费用	9	10	10	12
其他非流动资产	18	25	26	29
非流动资产合计	182	414	483	493
资产总计	594	1,101	1,429	1,866
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	28	45	62	84
其他流动负债	23	29	39	54
流动负债合计	51	74	101	138
长期借款	0	31	25	0
其他非流动负债	30	28	26	23
非流动负债合计	30	59	50	23
负债合计	81	133	151	161
股本	68	91	91	91
资本公积	114	321	321	321
留存收益	331	556	865	1,294
归属母公司权益	513	968	1,277	1,706
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	513	968	1,277	1,706
负债和股东权益合计	594	1,101	1,429	1,866

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	116	218	303	422
折旧与摊销	26	38	56	59
财务费用	0	0	0	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-43	-18	-30	-36
其他经营现金流	0	8	7	7
经营性现金净流量	99	246	336	450
投资性现金净流量	-5	-274	-127	-73
筹资性现金净流量	-32	261	-7	-23
现金流量净额	62	233	202	354

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	578	811	1,108	1,516
营业成本	384	466	635	867
税金及附加	5	8	11	15
销售费用	8	11	14	18
管理费用	32	46	62	79
研发费用	15	20	27	37
财务费用	0	0	0	-2
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	9	9	9	10
营业利润	141	268	369	512
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	4	2	2	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	138	267	367	509
所得税	22	42	58	81
净利润	116	225	309	428
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	116	225	309	428
EPS(元)	1.27	2.46	3.38	4.68

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	37.49%	40.41%	36.69%	36.74%
营业利润增长率	125.06%	89.84%	37.44%	38.62%
归母净利润增长率	135.14%	93.49%	37.51%	38.63%
经营现金流增长率	244.55%	148.27%	36.42%	34.02%
盈利能力				
毛利率	33.50%	42.55%	42.69%	42.82%
净利率	20.11%	27.72%	27.89%	28.27%
ROE	22.63%	23.22%	24.20%	25.12%
ROA	19.55%	20.41%	21.64%	22.96%
估值倍数				
P/E	65.80	34.01	24.73	17.84
P/S	13.24	9.43	6.90	5.04
P/B	14.89	7.90	5.98	4.48
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	46	24	17	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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，需在允许的范围内使用，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）。