广信科技（920037）

特高压绝缘材料龙头，行业高景气推动量利双升

2025 年 08 月 08 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	420.07	577.54	893.61	1,252.68	1,733.95
同比	38.05	37.49	54.73	40.18	38.42
归母净利润（百万元）	49.40	116.17	249.73	353.27	491.15
同比	235.55	135.14	114.96	41.46	39.03
EPS-最新摊薄（元/股）	0.54	1.27	2.73	3.86	5.37
P/E（现价&最新摊薄）	154.73	65.80	30.61	21.64	15.56

投资要点

- **深耕绝缘纤维材料领域，供需偏紧下盈利持续上行：**公司成立于 2004 年，二十余年持续专注绝缘纤维材料领域，产品全电压等级覆盖，2025 年登陆北交所。受益于下游需求旺盛，供需偏紧下价格持续提升叠加成本优化，公司盈利能力提升，公司 2024 年实现归母净利润 1.16 亿元，同增 135%，公司预计 2025 年上半年归母净利润约为 0.9-1 亿元，同增 79%-99%，供需偏紧下公司有望量利双升。

- **下游需求全面爆发，绝缘材料行业迎黄金发展期：1）绝缘材料行业规模持续扩张：**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。2024 年我国绝缘材料行业市场规模约 1305 亿元，同比增长 8.2%。**2）电力设备投资规模加大，变压器需求持续上行，风光储需求持续增长加大对绝缘材料需求：**我国电力行业投资规模快速上涨，2024 年达 17770 亿元创十年新高，带动变压器需求提升，预计 2025 年变压器需求将达到 21.45 亿千伏安，同增 10%。同时雅下水电站建设将直接拉动变压器需求提升。此外光伏、风电、储能等需求提升也将带动输变电领域快速发展进而带动对绝缘材料需求。**3）国产企业加速进口替代：**我国超/特高压绝缘材料长期依赖进口，但国产化进程正在加速，国产企业积极进行国产化替代。

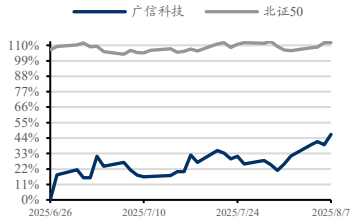
- **成本+技术优势构建护城河，产能扩张助力高速发展：1）产品实现全电压等级覆盖，核心竞争力强劲：**公司为国内少有的实现全电压等级产品覆盖的企业，产品布局全面，同时公司为全球唯一可做 30mm 厚度无胶绝缘板的企业，远超海外龙头魏德曼的 9mm 水平，技术优势领先。**2）客户粘性强，成本+技术优势绑定核心优质客户：**绝缘材料成本占比虽低但安全性至关重要，认证周期长，客户不会轻易更换供应商，客户粘性高，公司凭借成本+技术优势，持续绑定正泰、特变等优质大客户，有望持续受益客户需求提升；**3）产能扩张助力业绩高增：**公司长沙二期预计新增 1.4 万吨绝缘材料+0.65 万吨成型制品产能，IPO 募投项目预计新增 1.1 万吨绝缘材料产能，同时公司还可通过技改等方式柔性提升产能，预计公司产能提升超 50%，产能释放后有望助力公司进一步成长。**4）市场供需偏紧下价格持续上涨，公司盈利有望继续上行。**行业整体供需偏紧，公司产品价格 2022-2024 年持续提升，带动盈利上行。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 2.5/3.5/4.9 亿元，同比增加 115%/41%/39%，考虑公司技术优势领先，伴随绝缘材料行业需求持续提升，公司产能逐步释放，业绩有望快速增长。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格剧烈波动、下游投资放缓风险

证券分析师 朱洁羽
执业证书：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn
证券分析师 曾朵红
执业证书：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
执业证书：S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	87.95
一年最低/最高价	50.00/94.48
市净率(倍)	10.81
流通 A 股市值(百万元)	2,600.18
总市值(百万元)	8,044.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.14
资产负债率(%,LF)	17.81
总股本(百万股)	91.46
流通 A 股(百万股)	29.56

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 深耕绝缘纤维材料领域，引领行业发展 4
1.1. 专注绝缘纤维材料领域 4
1.2. 公司股权集中，结构清晰稳定 4
1.3. 管理层深耕行业多年，管理经验丰富 5
1.4. 产品聚焦绝缘天然纤维，成型制品赋能输变电设备 6
1.5. 下游需求旺盛驱动业绩高增，成本优化助力盈利提升 7
2. 下游需求全面爆发，绝缘材料行业迎黄金发展期 10
2.1. 绝缘材料行业规模持续扩张，国产替代加速 11
2.2. 电力行业高景气，变压器+电机需求增长 12
2.2.1. 电力行业高景气，特高压建设加速 12
2.2.2. 变压器+电机需求增长，驱动绝缘纤维材料市场扩容 13
2.2.3. 节能改造政策加码，变压器+电机更新需求提速 15
2.3. 政策驱动+新能源需求爆发，绝缘纤维材料市场迎增长机遇 15
2.3.1. 国家大力推进清洁能源，光伏发电装机容量逐年提升 15
2.3.2. 风力发电装机容量稳步上升，带动输变电领域快速发展 16
2.3.3. 新型储能装机爆发式增长，带动绝缘材料需求 17
2.4. 绝缘纤维材料行业呈现梯次竞争格局，国产企业加速进口替代 18
3. 成本+技术优势构建护城河，产能扩张助力高速发展 19
3.1. 研发筑基技术领先，产品实现全电压等级覆盖 19
3.2. 持续绑定优质大客户，成本+技术优势构建长期护城河 20
3.3. 产能持续扩张，助力业绩高增 21
3.4. 供需偏紧下产品价格持续上涨，带动公司盈利上行 22
4. 盈利预测与投资建议 23
4.1. 盈利拆分 23
4.2. 盈利预测及投资评级 23
5. 风险提示 25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 广信科技发展历程.....4
图 2: 广信科技股权结构（截至 2025 年 6 月 24 日）.....5
图 3: 核心管理层背景介绍.....5
图 4: 公司主要产品：绝缘纤维材料.....6
图 5: 公司主要产品：绝缘纤维成型制品.....7
图 6: 2021-2025Q1 营业收入及同比增速（亿元）.....8
图 7: 2021-2025Q1 归母净利润及同比增速（百万元）.....8
图 8: 2021-2024 年公司各业务营业收入占比.....8
图 9: 2021-2025Q1 公司盈利情况.....9
图 10: 2021-2024 年公司各业务毛利率情况.....9
图 11: 控费能力较强.....9
图 12: 公司产业链上下游情况.....10
图 13: 500kV 变压器结构示意图.....11
图 14: 2018-2024 年中国绝缘材料市场规模（亿元）.....11
图 15: 电力行业具体环节.....12
图 16: 2014-2024 年为我国电力行业投资规模（亿元）.....13
图 17: 2020-2025 年我国变压器行业总产量趋势预测图（亿千伏安）.....14
图 18: 2015 年-2023 年我国中小型电机市场规模（亿元）.....14
图 19: 2014 年-2024 年我国光伏发电装机容量情况.....16
图 20: 2014-2024 年我国风力发电装机容量情况.....16
图 21: 2013 年-2024 年我国海上风电装机容量情况.....17
图 22: 2019 年-2024 年我国新型储能累计装机规模情况（GW）.....18
图 23: 公司 2022 年-2024 年研发投入及同比增长率.....19
图 24: 公司主要核心技术介绍.....20
图 25: 同业毛利率对比.....21
图 26: 2023-2024 年前五大客户销售额占比.....21
图 27: 公司现有产能及新增产能概况.....21
图 28: 公司主要产品销售价格逐年上升受原材料价格波动影响(单位：万元/吨).....22
图 29: 广信科技盈利拆分.....23
图 30: 可比公司估值（截至 2025 年 8 月 6 日）.....24

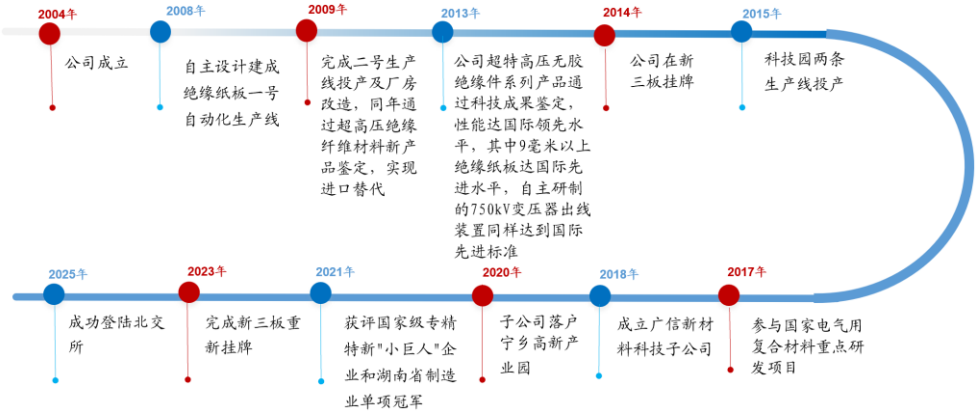
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 深耕绝缘纤维材料领域，引领行业发展

1.1. 专注绝缘纤维材料领域

专注绝缘纤维材料领域。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、新能源产业和军工装备等领域。经过近二十年的发展，公司产品已覆盖中低压、高压、超高压和特高压交直流全电压等级的输变电设备配套产品，成为国内绝缘纤维材料及其成型制品领域的龙头企业之一。作为国内少数具备 750kV 及以上超/特高压绝缘纤维材料生产能力的企业，公司产品实现了全电压等级覆盖，并与特变电工、山东电工电气等龙头企业建立了核心供应商合作关系。公司是国家级专精特新"小巨人"企业，拥有三个省级科研技术平台，并参与国家重点研发计划。公司产品先后荣获"国家重点新产品"、"湖南省制造业单项冠军"等称号，核心团队被认定为"湖南省企业科技创新领军型团队"。此外，公司还获得中国机械工业科学技术奖、湖南省科技进步奖、湖南名牌等多项荣誉，展现了领先的技术实力和行业认可度。

图1：广信科技发展历程



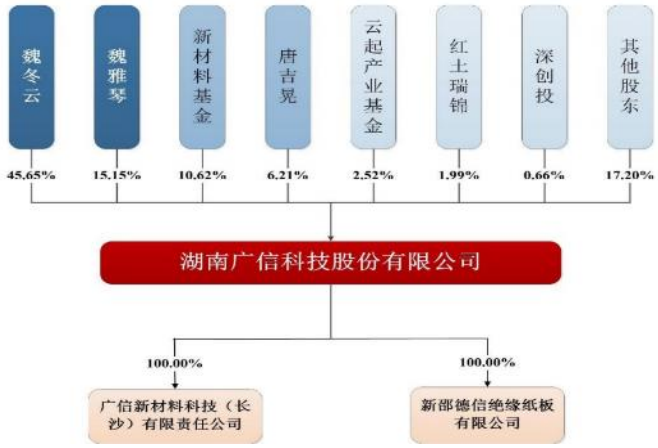
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权集中，结构清晰稳定

公司股权集中，结构清晰稳定。截至 2025 年 6 月 24 日，魏冬云持有公司 3125.5838 万股股份，占公司总股本的 45.65%，魏雅琴持有公司 1037 万股股份，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，二人持有的公司上述股份不存在质押、冻结或其他有争议的情况。2022 年 4 月，魏冬云与魏雅琴签订《一致行动协议》。控股股东、实际控制人控制的其他三个企业为白云山庄、万兴纸业和物资回收公司。公司拥有广信新材料科技（长沙）有限责任公司和新邵德信绝缘纸板有限公司这两家子公司，持股比例均为 100%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：广信科技股权结构（截至 2025 年 6 月 24 日）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 管理层深耕行业多年，管理经验丰富

管理层深耕行业多年，管理经验丰富。公司管理层深耕行业多年，管理经验丰富。

图3：核心管理层背景介绍

姓名	职位	履历
魏雅琴	董事长	魏雅琴女士，1983 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2008 年 6 月至 2009 年 3 月，任公司董事长助理；2007 年 5 月至 2016 年 5 月，任公司董事；2009 年 3 月至 2016 年 5 月，任公司副总经理；2009 年3月至 2016 年 8 月、2018 年 1 月至 2020 年 7 月、2021年6 月至 2023 年 4 月，分别任公司董事会秘书；2016年5 月至今，任公司董事、董事长。
龚龑	董事，总经理	龚龑先生，1965 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历，高级工程师。1987 年7月进入湖南省邵阳造纸厂工作，历任车间技术员、副主任、主任、生产处长、副厂长、总工程师；2002 年进入新邵县万兴纸业有限责任公司工作，历任车间主任、生产部长、副总经理；2009 年至 2023 年 12 月，任新邵德信总经理、公司技术中心总工艺师、董事；2023年12月至今，任公司董事、总经理。
赵水蓉	财务总监、董事会秘书	赵水蓉女士，1982 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，注册会计师，税务师。2007 年 3 月至 2009 年 10 月，任邵阳市特佳贸易有限责任公司主办会计；2009 年 10 月至今，历任公司主办会计、财务部副部长、财务部部长、财务总监；2023 年 4 月至今，任公司董事会秘书
黄礼虎	副总经理	黄礼虎先生，1977 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。1997 年至 1998年在新邵氨肥厂工作；2002 年 5 月至 2009 年 8 月，历任新邵县万兴纸业有限责任公司车间纸机班长、副主任、主任、市场部业务员；2009 年 8 月至 2013 年 5 月，任新邵德信绝缘纸板有限公司销售部部长；2013 年 5 月至 2014 年 4 月，任新邵县万兴纸业有限责任公司销售部部长；2014 年 4 月至今，历任公司销售部副部长、销售部部长、销售副总经理、董事；2023 年 12 月至今，任公司副总经理、董事、新邵德信总经理。
周暾伟	副总经理	周暾伟先生，1968 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历，高级工程师。1991 年 1 月至 2001 年 3 月，任湖南省第一纸板厂工程师；2001 年 3 月至 2003年 7 月，历任宝庆纸板厂厂办主任、厂长助理；2003 年 7 月至 2004 年 6 月，任湖南湘阴丰盛纸业有限公司副总经理；2004 年 6 月至 2006 年 9 月，任湖南省第一纸板厂有限公司副总经理；2006 年 9 月至今，历任公司工程师、生产部长、工程部长、副总经理。
黄游宇	副总经理	黄游宇先生，1963 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工程师。1982 年 7 月至 1997 年 12 月，历任泰州绝缘材料总厂工艺技术助理工程师、工程师、主管工程师、车间主任、高级工程师；1998 年 1 月至 2009 年 12 月，历任泰州魏德曼高压绝缘有限公司车间主任、项目经理兼生产部副经理、销售部经理、技术质量部经理；2009 年 12 月至今，任公司总工程师、副总经理。

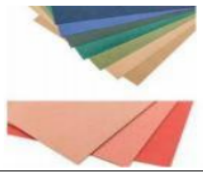
数据来源：iFind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.4. 产品聚焦绝缘天然纤维，成型制品赋能输变电设备

产品聚焦绝缘天然纤维，成型制品赋能输变电设备。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4：公司主要产品：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。	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图5：公司主要产品：绝缘纤维成型制品

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：以绝缘纤维坯料为原料，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	

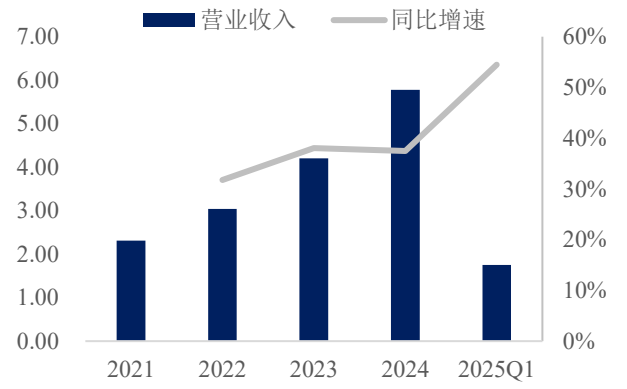
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.5. 下游需求旺盛驱动业绩高增，成本优化助力盈利提升

下游市场需求持续增长带动公司业绩增长。2021 年之后，公司的营业收入持续上升，同比增速保持稳定。主要原因是产品销量和售价均有所增长所致。在 2024 年产生转折点，同比增速急剧上升，具体为 2025 年 1-3 月营业收入同比增长 54.48%，归属于母公司股东的净利润大幅增长（2025 年 1-3 月为 4,372.36 万元，2024 年同期为 1,913.23 万元），主要原因是下游市场需求的持续增长带动公司业绩增加。广信科技预计 2025 年 1-6 月营业收入约为 36,000 万元至 39,000 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%；

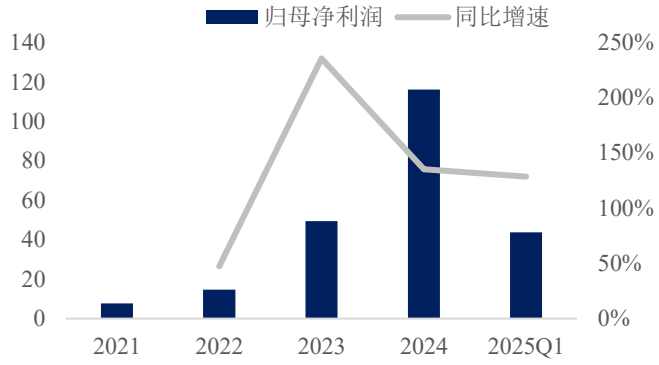
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：2021-2025Q1 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：iFinD,东吴证券研究所

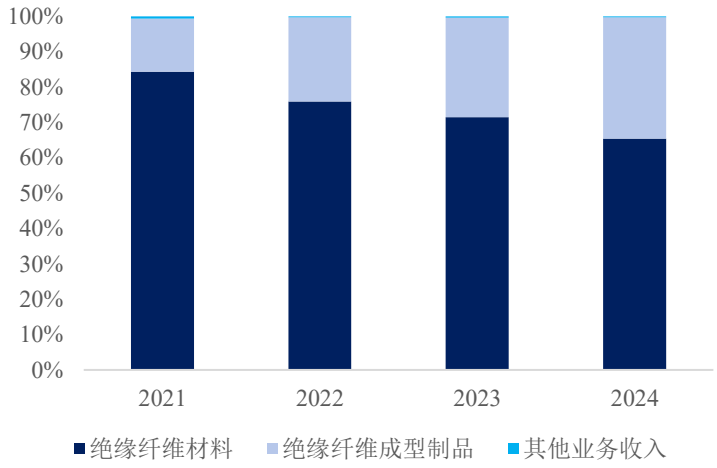
图7：2021-2025Q1 归母净利润及同比增速（百万元）



数据来源：iFinD,东吴证券研究所

公司业务以绝缘纤维材料和绝缘纤维成型制品为主。2021-2024 年绝缘纤维材料营业收入占比均超过 65%，同时公司绝缘纤维成型制品营业收入处于增长态势。

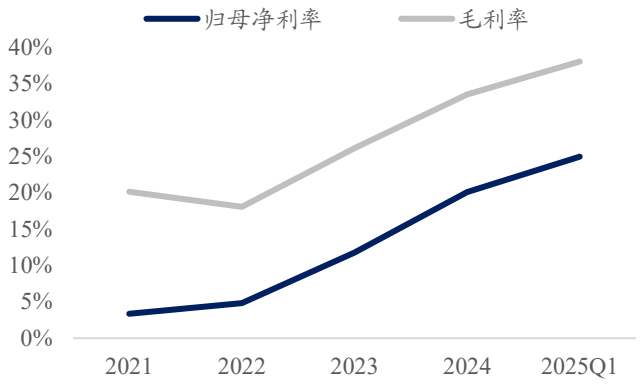
图8：2021-2024 年公司各业务营业收入占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

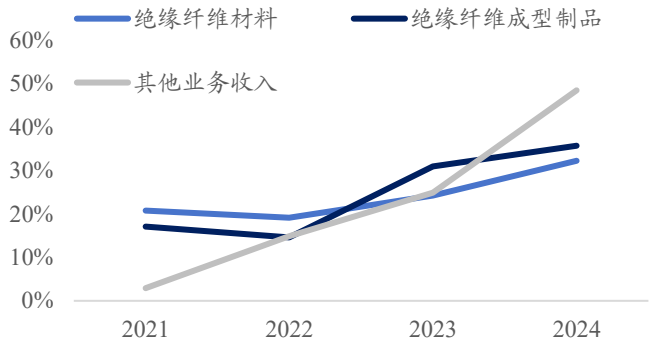
销售价格上升及原材料价格下降，提高公司盈利能力。2021-2022 年公司盈利能力较稳定，2022-2024 年盈利能力持续上升，2024 年后放缓，主要原因有：1）一方面，随着下游市场需求逐步旺盛，公司适当提高了销售价格直销客户收入占比逐年提高，整体拉高了平均销售单价；另一方面，直销客户收入占比逐年提高，整体拉高了平均销售单价；2）2023 年随着全球经济复苏，国内外木浆生产状况恢复，电子级木浆和普通级木浆采购价格下降幅度大，2024 年电子级木浆和普通级木浆采购价格小幅下降；3）公司生产规模扩大，主要产品耗用能源采购量增大，采购单价也逐年下降。

图9：2021-2025Q1 公司盈利情况



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

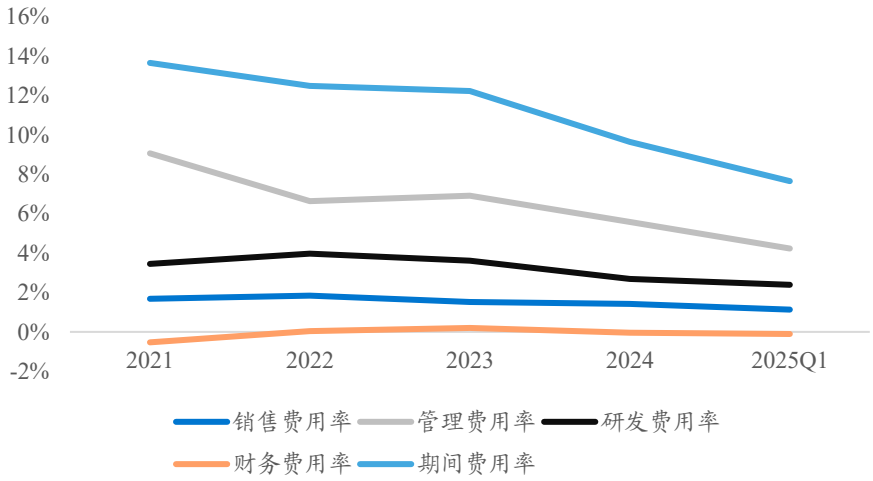
图10：2021-2024 年公司各业务毛利率情况



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

费控能力较强，期间费率基本稳定。公司费用管控水平逐步增强，销售费用率、研发费用率、财务费用率总体基本保持稳定，管理费用率总体呈逐年下降趋势，下降幅度较大。

图11：控费能力较强



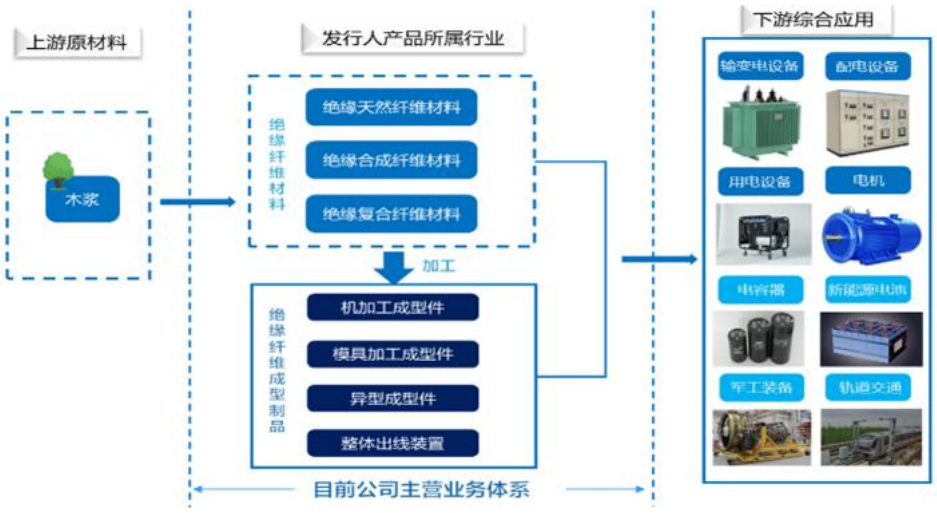
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 下游需求全面爆发，绝缘材料行业迎黄金发展期

公司主营绝缘纤维材料及制品的研发生产销售，上游依赖国内外木浆制造业（电子级木浆进口为主），下游应用于电力设备（变压器为主）、轨道交通、新能源及军工等领域。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。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。绝缘纤维材料的上游行业是木浆制造业，木浆质量直接影响绝缘纤维材料及成型件的品质。电子级木浆需以寒带针叶木为原料，主要从加拿大、俄罗斯等地进口；普通级木浆主要由国内企业提供，同时也有部分进口。公司产品主要用于电力设备中的绝缘材料，典型应用包括输变系统中的变压器，同时在电机、电容器、电气化铁路及轨道交通牵引变压设备、新能源汽车电池和军工装备等领域也有应用。下游客户根据变压器设计结构装配相应的绝缘纤维成型制品。

图12：公司产业链上下游情况

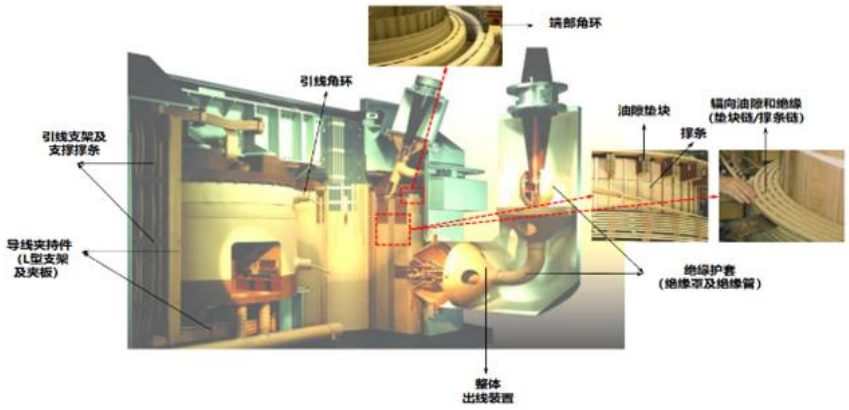


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司产业链下游客户根据变压器型号装配绝缘纤维成型制品，如 500kV 变压器采用机加工件、模具件、异型件及整体出线装置，确保绝缘效果和稳定运行。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。相关产品应用情况示意如下：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图13：500kV 变压器结构示意图

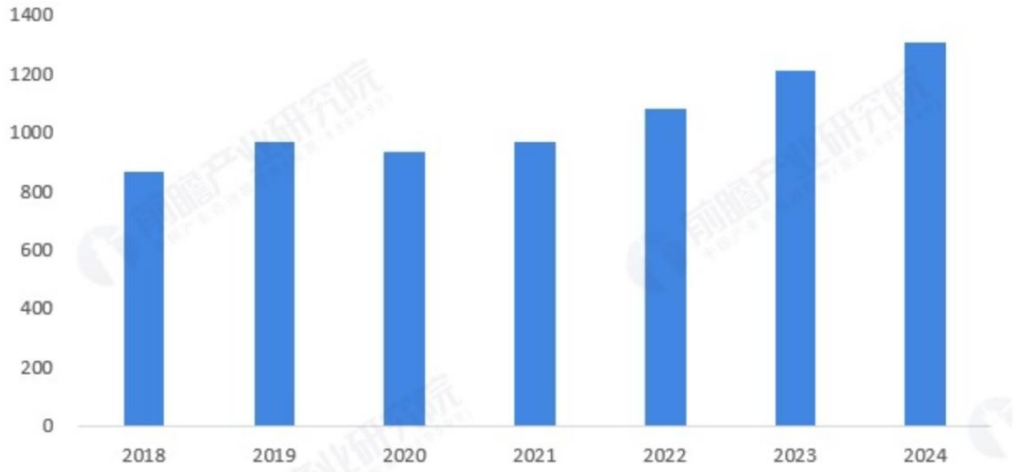


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1. 绝缘材料行业规模持续扩张，国产替代加速

绝缘材料行业规模持续提升，2024 年我国行业市场规模约 1305 亿元，同增 8.2%。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。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%。结合历年统计数据及市场变动情况，初步统计，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14：2018-2024 年中国绝缘材料市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

我国绝缘材料行业已形成相当规模的生产和科研体系，伴随电力系统发展快速成长，技术水平提升增强了国际竞争力，但国际市场绝大部分份额仍被美欧等国的国际巨头占据。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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

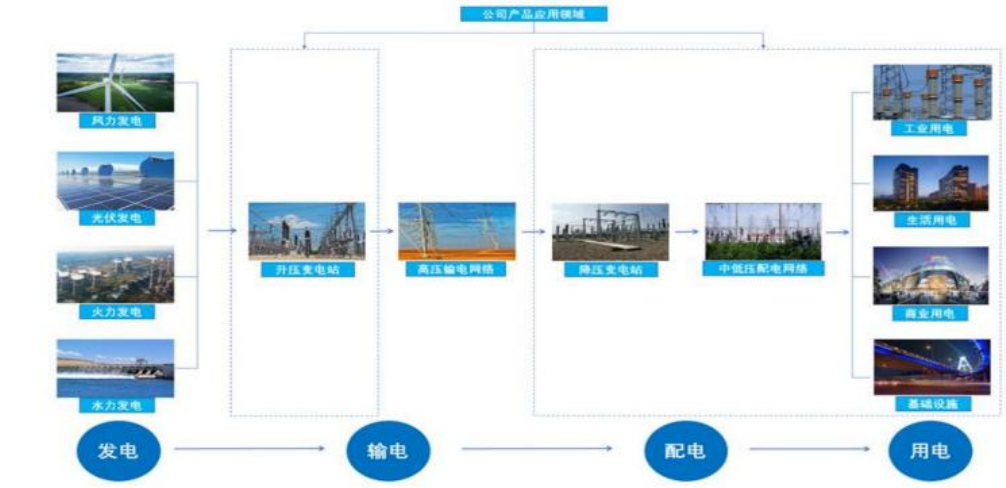
发展，已经初步形成一个具有相当生产规模和科研实力的工业体系。特别是进入 21 世纪以来，随着国民经济的快速增长，发电、输变电和电机等行业迅猛发展，绝缘材料作为电力系统中的核心材料，伴随着我国电力系统的发展获得了快速增长，国内绝缘材料生产企业技术水平的不断提高，部分产品已经达到较高水平，在国际市场上的竞争能力越来越强。

2.2. 电力行业高景气，变压器+电机需求增长

2.2.1. 电力行业高景气，特高压建设加速

电力行业高景气，特高压建设加速。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行业，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。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。

图15：电力行业具体环节

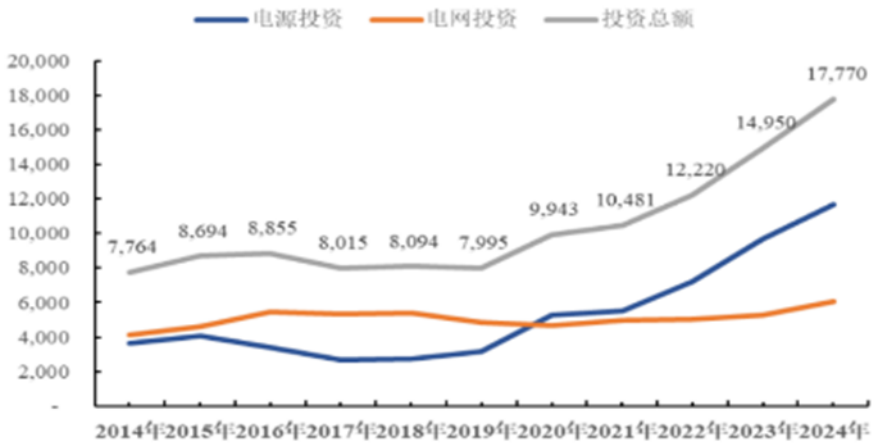


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2024 年我国电力行业投资总额达 17,770 亿元创十年新高，其中电源投资同比增长 20.8%至 11,687 亿元，电网投资同比增长 15.32%至 6,083 亿元。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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图16：2014-2024 年为我国电力行业投资规模（亿元）



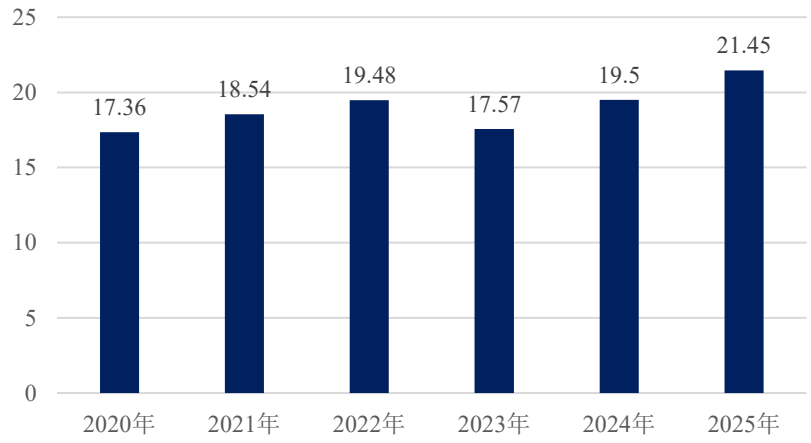
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2.2. 变压器+电机需求增长，驱动绝缘纤维材料市场扩容

变压器行业规模持续增长，明显带动上游绝缘纤维材料的市场需求。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》，预计 2025 年我国变压器产量将达到 21.45 亿千伏安。2022 年国家电网提出建设“四交四直”特高压工程，并推进“一交五直”前期工作，计划“十四五”期间建成“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，推动特高压建设进入高峰。随着电网投资持续增加，变压器产量和需求将上升，进一步带动绝缘纤维材料市场增长。除此之外，雅鲁藏布江超级水电站工程总投资额 1.2 万亿元，相当于 5 个三峡工程（2072 亿元）或 10 个港珠澳大桥的投资，是当前全球最大单体水电项目。其总装机容量达 6000 万-7000 万千瓦(相当于 3 个三峡电站)，年发电量约 3000 亿千瓦时，可满足 3 亿人口年用电需求。这项工程直接拉动大型变压器需求，进一步驱动绝缘纤维材料市场扩容。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

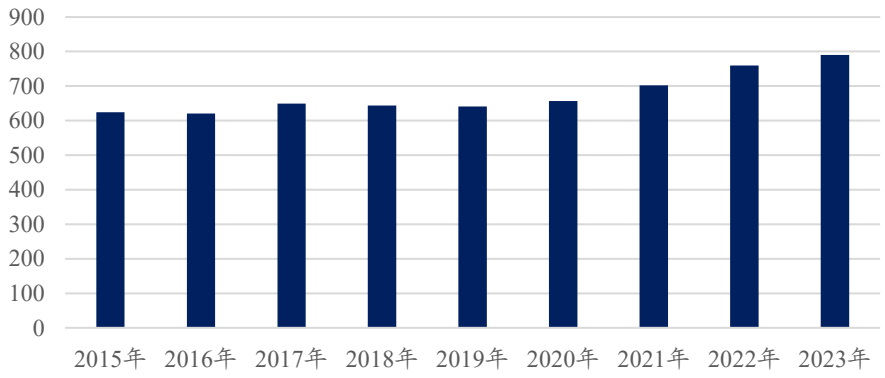
图17： 2020-2025 年我国变压器行业总产量趋势预测图（亿千伏安）



数据来源：中国电器工业协会，中商产业研究院，东吴证券研究所

2015-2023 年，我国中小型电机市场规模从 624.3 亿元增长至 728.3 亿元，实现稳步增长，为绝缘纤维材料带来广阔的发展空间。公司薄绝缘纤维材料主要用于中小型电机、开关电器等设备，市场需求与电机行业密切相关。电机广泛应用于电力、家电、冶金、汽车、消费电子等领域，用量大、覆盖面广。薄绝缘纤维材料可作为复合绝缘基材或单独使用，因其柔软性、机械强度和平整度等特性，常用于中小型电机、高效电机及变频电机的槽衬、槽楔和端部绝缘。近年来，我国电机行业销售规模稳步增加，具体情况如下：

图18：2015 年-2023 年我国中小型电机市场规模（亿元）



数据来源：中国电器工业协会中小型电机分会，东吴证券研究所

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。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。

2.2.3. 节能改造政策加码，变压器+电机更新需求提速

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。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），并附相关指南，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。我国在网运行电力变压器数量庞大，其损耗占输配电损耗比重较高，节能改造潜力显著，但目前废旧变压器再生利用水平较低，原材料利用率不足。目标到 2025 年提升高效节能变压器占比，实现节电及减排目标。同时，我国电机保有量高且年耗电量大，但高效节能电机占比仍不足，运行能效偏低。目标到 2025 年提高高效节能电机占比，实现显著节电及碳减排效果。

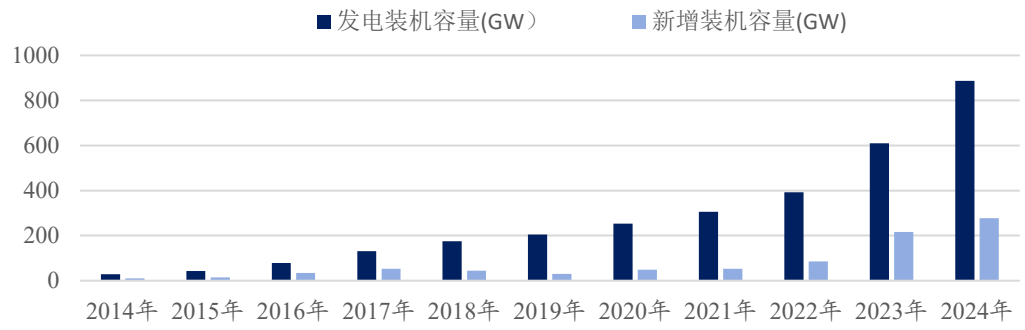
2.3. 政策驱动+新能源需求爆发，绝缘纤维材料市场迎增长机遇

2.3.1. 国家大力推进清洁能源，光伏发电装机容量逐年提升

国家大力推进清洁能源，光伏发电装机容量逐年提升，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%。新能源具有可再生、无污染的优势，随着环保意识增强和技术进步，光伏和风电装机容量持续增长。《“十四五”可再生能源发展规划》提出重点开发大型风电光伏基地，其中“沙戈荒”地区规划总规模达 4.55 亿千瓦，相当于 20 座三峡电站的装机容量。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。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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：2014 年-2024 年我国光伏发电装机容量情况

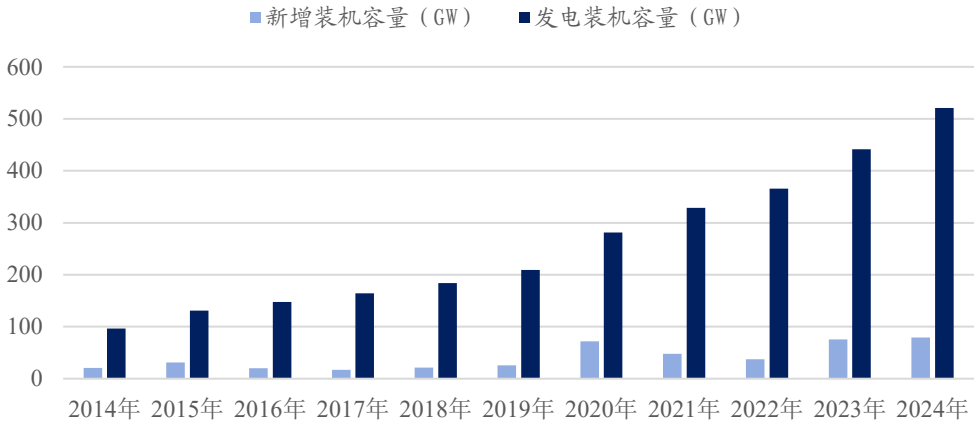


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.3.2. 风力发电装机容量稳步上升，带动输变电领域快速发展

风力发电装机容量稳步上升，带动输变电领域快速发展。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20：2014-2024 年我国风力发电装机容量情况

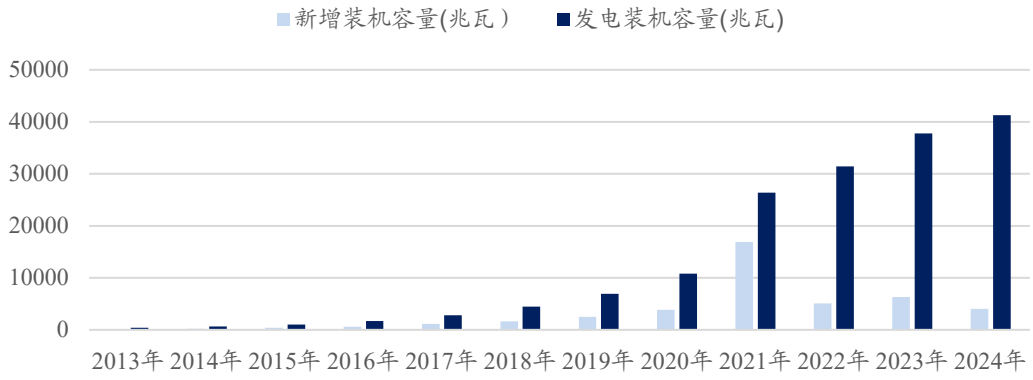


数据来源：中国电力企业联合会，东吴证券研究所

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图21：2013 年-2024 年我国海上风电装机容量情况



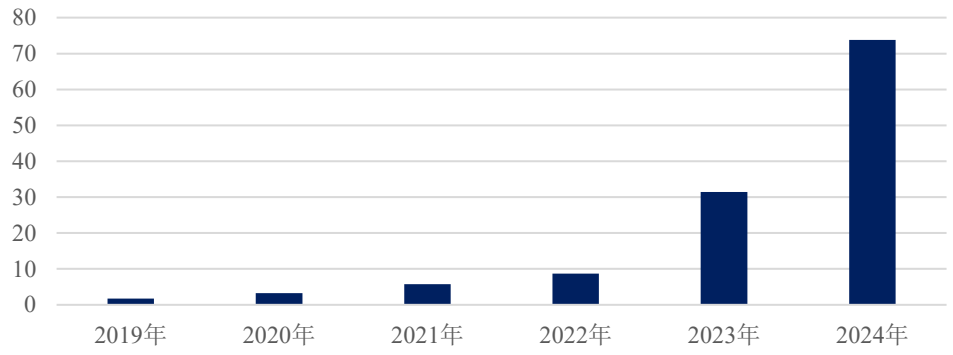
数据来源：全球风能协会 ,海上风电网，东吴证券研究所

针对新能源发电设计的输变电设备需求逐渐增加将会有效带动绝缘纤维材料及其制品的市场需求。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。因此，随着我国新能源电力行业步发展，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。

2.3.3. 新型储能装机爆发式增长，带动绝缘材料需求

新型储能装机爆发式增长，带动绝缘材料需求。新型储能是指除抽水蓄能外，以电力输出为主的储能技术，包括电化学储能、压缩空气储能、飞轮储能、储热储冷及储氢等，具有建设周期短、布局灵活、响应速度快等优势，可提供调峰、调频、备用等多种电力系统服务，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》等多项政策，鼓励新型储能行业发展与创新。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 42.37 GW，较 2023 年底增长超过 130%，超 20 倍于“十三五”末装机规模。

图22：2019 年-2024 年我国新型储能累计装机规模情况（GW）



数据来源：国家能源局、中商产业研究院 ，东吴证券研究所

我国作为全球最大的能源生产和消费国，储能行业近年来快速发展。2024 年新型储能首次写入《政府工作报告》，政策支持为行业按下"加速键"。在"双碳"目标推动下，新型储能作为支撑新能源和电力系统稳定的关键技术，装机规模持续扩大，带动了变压器等电力设备需求，进而拉动了上游绝缘材料市场的增长。

2.4. 绝缘纤维材料行业呈现梯次竞争格局，国产企业加速进口替代

超/特高压国产化加速，绝缘材料进口替代空间广阔。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。我国绝缘纤维材料产业起步较晚，20 世纪 60 年代由辽阳工业纸板厂等企业开始生产，80 年代成功研制 500kV 超高压绝缘纤维成型件，但优质大幅面材料仍依赖进口。近年来，国内企业在 750kV 及以下市场已基本实现自主供应，但特高压领域仍被瑞士魏德曼等外企垄断。以泰州新源、常州英中等为代表的国内企业正逐步突破技术壁垒，加之贸易摩擦推动国产化需求，未来随着技术提升和客户认可，国产超/特高压产品市场份额有望进一步扩大。

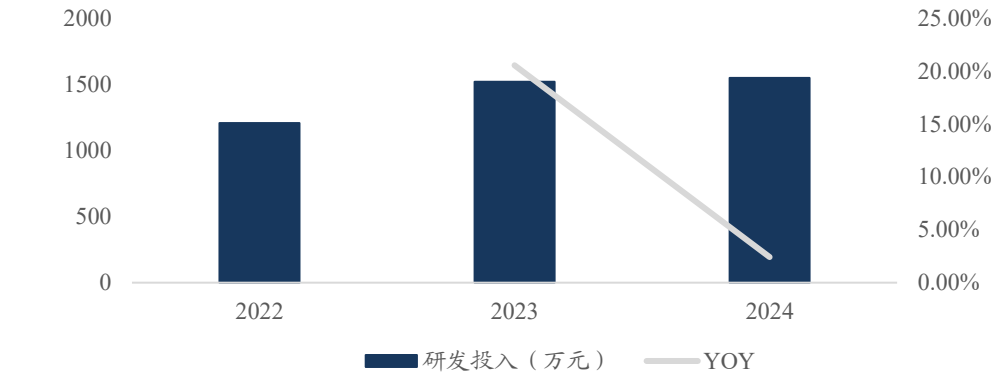
请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 成本+技术优势构建护城河，产能扩张助力高速发展

3.1. 研发筑基技术领先，产品实现全电压等级覆盖

公司研发投入持续增长，产品竞争力水平提升。公司致力于以科技创新和技术研发驱动发展，不断进行产品的创新开发。2022-2024 年来研发投入持续增长，分别为 1,206.81 万元、1,518.76 万元和 1,547.97 万元，2022 年至 2024 年复合增长率达 13.26%。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23：公司 2022 年-2024 年研发投入及同比增长率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

产品全电压等级覆盖，布局全面，技术领先同业。经过 30 年的行业深耕，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。作为国内少数具备 750kV 及以上超/特高压绝缘纤维材料生产能力的企业，公司产品实现了全电压等级覆盖，技术实力行业领先。公司于 2013 年突破了 30mm 超厚无胶绝缘板技术，成为全球唯一可做 30mm 厚度无胶绝缘板的企业，远超海外龙头魏德曼的 9mm 水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图24：公司主要核心技术介绍

技术名称	技术特色	技术水平
薄型绝缘纤维板材	(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
薄型绝缘纤维板材	(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。	技术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际先进水平

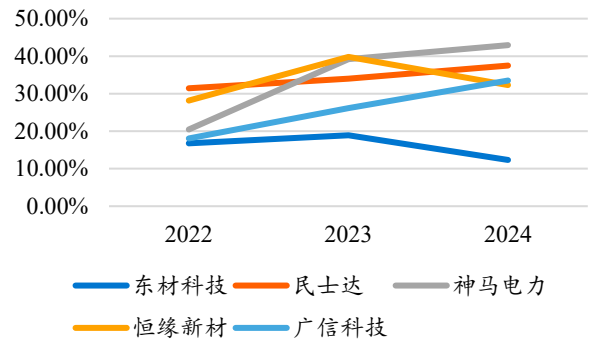
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 持续绑定优质大客户，成本+技术优势构建长期护城河

行业认证周期厂，安全性突出造就高客户粘性，公司持续绑定优质大客户，凭借成本优势及技术优势持续巩固行业领先地位。客户认证周期长，流程复杂，特高压产品需要经过长期运行验证，新进入者面临极高的时间与技术门槛。绝缘材料虽仅占成本约3%-5%，但其安全性至关重要，直接影响设备质量，客户对供应商资质、产品稳定性要求严苛，通常维持 2-3 家认证供应商且不会轻易更换，市场壁垒表现为客户粘性高。公司与特变电工、山东电工电气集团、山东泰开、正泰电气等龙头企业建立了长期稳固的合作关系，具备较强的客户资源优势。近三年来前五大客户收入贡献占比均高于 30%。此外，公司通过规模化生产、工艺优化及垂直整合，在绝缘材料领域建立了突出的成本优势，毛利率优于同业，公司凭借成本优势叠加技术优势，有望持续巩固行业领先地位。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图25：同业毛利率对比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图26：2023-2024 年前五大客户销售额占比

	2023		2024	
序号	公司	销售占比	公司	销售占比
1	特变电工	7.86%	特变电工	8.82%
2	山东电工电气	6.77%	山东泰开	7.54%
3	正泰电气	6.55%	山东电工电气	6.53%
4	山东泰开	5.98%	正泰电气	5.85%
5	常州丰宝	4.87%	常州丰宝	5.12%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 产能持续扩张，助力业绩高增

公司募投产能整体扩张，助力业绩高增。截至 2025 年 7 月，公司总产能约 5.2 吨，产能利用率较为紧张，现有产能已无法满足订单快速增长需求，亟需扩产提升供应能力。公司募投项目计划于明年投产，共 4 条生产线，预计新增产能 1.1 万吨。长沙宁乡二期预计可新增年产 1.4 万吨绝缘纤维材料和 0.65 万吨绝缘纤维成型制品产能，其中绝缘材料产能预计 2025 年 8 月投产，募投项目预计于 2026 年投产，同时公司还可通过增加生产班次、技改等方式柔性提升产能，公司总产能将有望提升超 50%，助力公司业绩成长。

图27：公司现有产能及新增产能概况

产品类别	现有产能	新增产能			合计
		项目名称	扩产	投产时间	
绝缘纤维材料	4.5万吨	长沙宁乡二期	1.4万吨	2025年8月	7万吨
		募投项目	1.1万吨	2026年	
绝缘纤维成型制品	0.7万吨	长沙宁乡二期	0.65万吨	-	1.35万吨
合计	5.2万吨	-	3.15万吨	-	8.35万吨

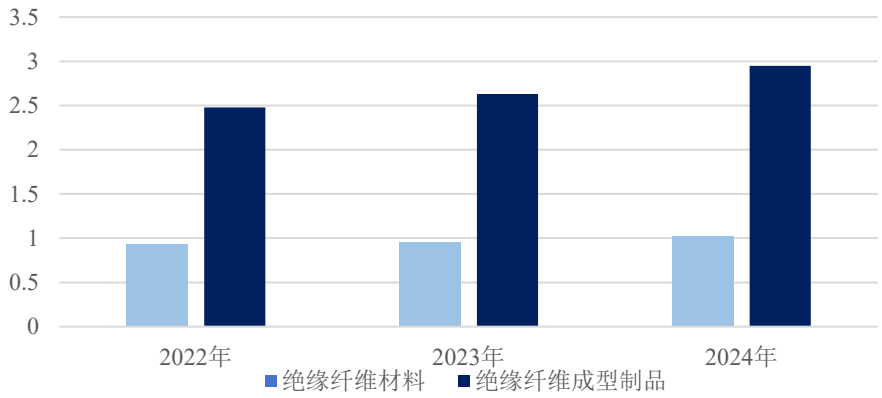
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.4. 供需偏紧下产品价格持续上涨，带动公司盈利上行

市场供需偏紧下公司产品价格持续上涨，公司盈利有望继续上行。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。2022 年受全球公共卫生事件和欧美通胀影响，国外木浆生产和海运受阻，导致价格持续上涨；2023 年全球经济复苏，国内外木浆生产恢复，供应充足，价格回落至 2021 年初水平。2024 年木浆价格呈现小幅波动。公司产品成本主要随木浆原材料价格波动，同时考虑市场绝缘材料及成型制品需求旺盛，行业供需偏紧，公司产品价格 2022-2024 年持续提升，带动盈利上行。2025 年我们预计价格有望进一步上行，公司毛利率有望进一步提升。

图28：公司主要产品销售价格逐年上升受原材料价格波动影响(单位：万元/吨)



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利拆分

绝缘板材：我们预计 2025-2027 年公司绝缘板材业务持续高增，营收增速为 52%/37%/37%，毛利率显著提升并保持稳定，我们预计 2025-2027 年毛利率维持为 40%/40%/40%。

电绝缘板材及绝缘成型件：电绝缘板材及绝缘成型件业务主要取决于客户需求大小，我们仍预计保持较高增速，预计 2025-2027 年营收增速为 60%/47%/42%，毛利率稳定增长为 41%/41%/41%。

其他业务：我们预计 2025-2027 年营收增速为 10%/10%/10%，毛利率稳定增长为 45%/45%/45%。

公司整体我们预计 2025-2027 年实现营收 8.9/12.5/17.3 亿元，同增 55%/40%/38%，综合毛利率均约为 40%左右。

图29：广信科技盈利拆分

整体	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万元）	304.29	420.07	577.54	893.61	1252.68	1733.95
总营业成本（百万元）	249.35	310.27	384.09	532.92	746.86	1033.67
整体毛利率	18.06%	26.14%	33.50%	40.36%	40.38%	40.39%
绝缘板材	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	231.03	300.32	377.79	575.00	784.87	1071.35
yoy		29.99%	25.80%	52.20%	36.50%	36.50%
营业成本（百万元）	186.79	227.52	255.89	345.00	470.92	642.81
毛利率	19.15%	24.24%	32.27%	40%	40%	40%
电绝缘纸板及绝缘成型件	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	72.43	118.20	198.41	317.13	466.18	660.81
yoy		63.20%	67.85%	59.84%	47.00%	41.75%
营业成本（百万元）	61.85	81.59	127.50	187.11	275.05	389.88
毛利率	14.61%	30.97%	35.74%	41.00%	41.00%	41.00%
其他业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	0.84	1.55	1.35	1.48	1.63	1.79
yoy		85.47%	-13.24%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万元）	0.71	1.16	0.70	0.81	0.90	0.98
毛利率	14.89%	24.90%	48.15%	45%	45%	45%

数据来源：iFind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及投资评级

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.5/3.5/4.9 亿元，同比增加 115%/41%/39%，2025/2026/2027 年对应 PE 为 31/22/16 倍，我们选取业务类似的东材科技、民士达、神马电力作为可比公司，可比公司对应平均 PE 为 37/28/23 倍，考虑公司技术优势领先，伴随绝缘材料行业需求持续提升，公司产能逐步释放，业绩有望快速增长。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图30：可比公司估值（截至 2025 年 8 月 6 日）

代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601208.SH	东材科技	145.64	4.38	5.55	6.98	33	26	21
833394.BJ	民士达	65.32	1.40	1.80	2.26	47	36	29
603530.SH	神马电力	128.86	4.22	5.66	6.90	31	23	19
可比公司平均PE						37	28	23
920037.BJ	广信科技	76.44	2.50	3.53	4.91	31	22	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：广信科技盈利预测来自于东吴研究所，其余盈利预测来自于 wind 一致预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 风险提示

1）**行业竞争加剧**：国家持续加大基建，同时风电、光伏发电等新能源行业快速发展，绝缘材料需求不断扩大，其广阔前景吸引了大量资本与企业。但随着竞争者增多，若公司不能加速技术转化、提升市场份额和服务水平，将面临日益加剧的竞争压力。

2）**原材料价格剧烈波动**：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%。若未来原材料成本持续上升，将影响公司成本，造成盈利下滑。同时部分关键原材料存在进口依赖，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，可能影响原材料采购及生产经营稳定性。

3）**下游行业投资放缓风险：**绝缘纤维材料行业主要依赖电网建设和改造投资，受国家政策影响显著。近年来，国家推动特高压输电、远距离输电等项目，带动了绝缘纤维需求增长。若未来宏观经济或产业投资政策调整导致电网投资规模减少或增速放缓，将直接影响该行业需求及企业经营业绩。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

广信科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**412**	**758**	**1,003**	**1,471**
货币资金及交易性金融资产	101	408	521	804
经营性应收款项	221	256	359	497
存货	86	88	113	156
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4	7	10	14
非流动资产	**182**	**306**	**445**	**507**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	126	164	231	293
在建工程	2	91	145	147
无形资产	27	25	23	21
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	9	8	8	8
其他非流动资产	18	18	38	38
资产总计	**594**	**1,064**	**1,448**	**1,979**
流动负债	**51**	**70**	**98**	**136**
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
经营性应付款项	28	39	54	75
合同负债	2	3	4	5
其他流动负债	21	28	40	56
非流动负债	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	30	30	30	30
负债合计	**81**	**99**	**128**	**165**
归属母公司股东权益	513	965	1,320	1,814
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**513**	**965**	**1,320**	**1,814**
负债和股东权益	**594**	**1,064**	**1,448**	**1,979**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**578**	**894**	**1,253**	**1,734**
营业成本(含金融类)	384	533	747	1,034
税金及附加	5	8	12	16
销售费用	8	11	14	17
管理费用	32	36	48	62
研发费用	15	22	29	38
财务费用	0	(2)	(5)	(5)
加:其他收益	9	17	19	23
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	0	(5)	(7)	(9)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**141**	**297**	**421**	**585**
营业外净收支	(3)	0	0	0
利润总额	**138**	**297**	**421**	**585**
减:所得税	22	48	67	94
净利润	**116**	**250**	**353**	**491**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**116**	**250**	**353**	**491**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	2.73	3.86	5.37
EBIT	141	283	404	566
EBITDA	167	309	435	605
毛利率(%)	33.50	40.36	40.38	40.39
归母净利率(%)	20.11	27.95	28.20	28.33
收入增长率(%)	37.49	54.73	40.18	38.42
归母净利润增长率(%)	135.14	114.96	41.46	39.03

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	99	255	282	382
投资活动现金流	(5)	(150)	(171)	(101)
筹资活动现金流	(32)	200	0	0
现金净增加额	62	307	114	283
折旧和摊销	26	26	32	38
资本开支	(5)	(151)	(171)	(101)
营运资本变动	(43)	(26)	(110)	(157)

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	7.50	10.91	14.93	20.50
最新发行在外股份（百万股）	91	91	91	91
ROIC(%)	25.30	32.20	29.68	30.35
ROE-摊薄(%)	22.63	25.87	26.75	27.08
资产负债率(%)	13.59	9.31	8.83	8.35
P/E（现价&最新股本摊薄）	65.80	30.61	21.64	15.56
P/B（现价）	11.15	7.66	5.60	4.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn