

广信科技 (920037.BJ)

增持 (首次)

绝缘纤维材料领军企业，产能周期享量价齐升

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 90.53 元

公司深耕变压器绝缘纤维材料二十余载，电压等级覆盖齐全。当前下游需求旺盛，行业供给偏紧，公司率先开启产能扩张，享受量价齐升。中长期来看，特高压绝缘纤维材料国产替代空间很大，公司产品已获客户认证，有望受益国产替代。预计 2026 年归母净利润对应 PE 为 18.4x，给予“增持”评级。

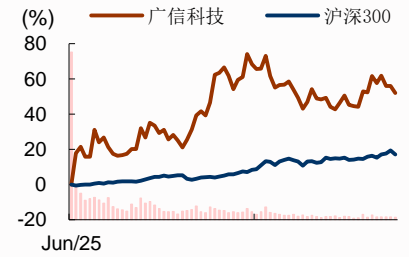
基础数据

总股本 (百万股)	91
已上市流通股 (百万股)	30
总市值 (十亿元)	8.3
流通市值 (十亿元)	2.7
每股净资产 (MRQ)	8.5
ROE (TTM)	20.8
资产负债率	19.0%
主要股东	魏冬云
主要股东持股比例	35.33%

- 公司是绝缘纤维材料领军企业。公司成立于 2004 年，并于 2025 年 7 月在北交所上市。公司主营业务为绝缘纤维材料及其成型件，下游应用领域包括电力变压器、电机等。公司深耕行业二十余载，2009 年通过自主研发突破超高压绝缘纤维材料，打破国外技术垄断，近年来已经具备特高压技术能力，是国内电压等级覆盖最齐全的绝缘纤维材料供应商。
- 全球变压器需求景气，上游绝缘纸板供需偏紧，持续涨价。2021 年以来全球电网投资提速推动变压器等设备需求高增。绝缘纸板是变压器等设备的重要零部件（成本占比 3-5%，但涉及可靠性、安全性），过去几年由于供需存在缺口，价格持续上涨。以公司为例，2023-2024 年公司售价累计涨幅超 20%，2025 年前三季度涨幅预计已超过过去两年涨幅。从全球电力投资趋势来看，变压器行业需求将保持景气，中短期绝缘纸板供需缺口将维持。
- 超高压及以下已全面国产化，特高压国产替代空间大。国内绝缘纤维材料供应商在 750kV 及以下基本实现了国产替代，在行业需求旺盛背景下，头部企业过去两年开始扩产。特高压绝缘纸板领域几乎被魏德曼等海外企业垄断，主要系其具有先发优势，稳定性经过长期验证。考虑供应链安全及国内技术逐步成熟，我们认为特高压绝缘材料全面国产替代是必然趋势。
- 公司率先扩产享量价齐升，长期将受益特高压产品国产替代。公司自 2021 年以来陆续扩产，在扩产节奏和效率上保持领先，享受了行业涨价红利。随着高价值量成型件收入占比提升，盈利能力将进一步增强。公司是目前电压等级覆盖最全的供应商之一，特高压产品已于 2016 年通过客户验证，未来将受益国产替代。
- 投资建议。全球变压器需求高景气背景下，绝缘纤维产品短中期供需瓶颈预计仍将维持，考虑涨价和结构优化，公司利润弹性较大。预估 2026 年归母净利润 4.5 亿元，对应 PE 为 18.4x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期、竞争加剧、原材料价格波动等。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	812	812
相对表现	-2	789	797



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
- 胡佳怡 S1090525080002
hujiayi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	420	578	913	1387	1692
同比增长	38%	37%	58%	52%	22%
营业利润(百万元)	63	141	296	528	677
同比增长	215%	125%	110%	78%	28%
归母净利润(百万元)	49	116	252	448	576
同比增长	236%	135%	117%	78%	28%
每股收益(元)	0.54	1.27	2.76	4.90	6.30
PE	167.6	71.3	32.9	18.5	14.4
PB	20.8	16.1	8.8	6.6	5.1

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况	4
1、股权结构	4
2、主营业务	4
3、销售模式、客户结构、供应链	6
4、经营指标持续向好	6
二、变压器需求持续景气，绝缘纸板供需存在瓶颈	8
1、全球电网投资提速驱动变压器需求多年高景气	8
1) 国内电力投资保持增长，增速从电源侧向电网侧倾斜	9
2) 海外需求高景气，变压器出口保持增长	10
2、绝缘纸板是变压器重要原材料，受益下游需求增长	11
3、绝缘纸板短期供给紧张，长期特高压国产替代是趋势	11
三、率先扩产享涨价红利，未来受益特高压国产化	13
1、公司率先扩产，具备产能优势	13
2、涨价+产品结构优化驱动盈利能力提升	13
3、公司特高压产品已获客户认证	13
四、投资建议	14
五、风险提示	14

图表目录

图 1、公司股权结构（截至 2025 年 7 月 25 日）	4
图 2、公司产品分类及加工工艺	5
图 3、公司产品类别	5
图 4、木浆采购均价	6
图 5、2021 年以来公司收入及利润	7
图 6、2021 年以来公司毛利率及净利率	7
图 7、全球电网投资情况	8
图 8、变压器积压订单增速及价格指数	8
图 9、国内电力投资情况	9
图 10、绝缘纤维材料在变压器中的使用情况	11

图 11、公司产品价格变化	12
图 12、广信科技历史 PE Band	14
图 13、广信科技历史 PB Band	14
表 1: 公司收入结构及毛利率	5
表 2: 期间费用率	7
表 3: 公司负债情况.....	7
表 4: 公司现金流情况.....	7
表 5: 公司资产回报率情况.....	7
表 6: 2024 年国网输变电、特高压及配网设备招标及变压器中标情况	9
表 7: 中国变压器出口结构及金额（单位：亿元）	10
表 8: 中国变压器出口地区及金额（单位：亿元）	10
表 9: 绝缘纸板竞争格局	12
表 10: 绝缘纸板扩产情况（不完全列举）	13
表 11: 收入结构.....	14
附: 财务预测表	15

一、公司概况

公司成立于 2004 年，是绝缘纤维材料及其成型制品的专业供应商，2021 年获评国家级专精特新“小巨人”企业及“湖南省制造业单项冠军”，2025 年于北交所上市。

1、股权结构

股权结构集中，战配获产业资本支持。公司实控人魏东云、魏雅琴父女合计持有 45.5% 股份，除此之外，新材料基金、红土瑞锦、深创投分别持有 8.0%、1.5%、0.5% 股份。IPO 战配获客户中国电气装备集团投资有限公司认购 122.50 万股。

公司拥有两家全资子公司。新邵德信主要从事绝缘纤维材料生产、销售，广信新材料主要从事高性能纤维及复合材料研发、生产、销售。

图 1、公司股权结构（截至 2025 年 7 月 25 日）



资料来源：Wind、招商证券

2、主营业务

公司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，覆盖了中低压、高压、超高压和特高压交直流在内的全电压等级。下游应用场景包括输变电系统、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。

成型件收入占比持续提升。2021-2024 年绝缘纤维材料收入占比均超过 65%，2025H1 绝缘纤维成型件收入占比提升至 40%。

- **绝缘纤维材料。**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，根据原材料不同分为绝缘天然纤维材料、绝缘合成纤维材料、绝缘复合纤维材料等，公司产品主要为绝缘天然纤维材料。根据国家标准《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）。
- **绝缘纤维成型制品。**以绝缘纤维材料或绝缘纤维胚料为原料，经过机械加工、

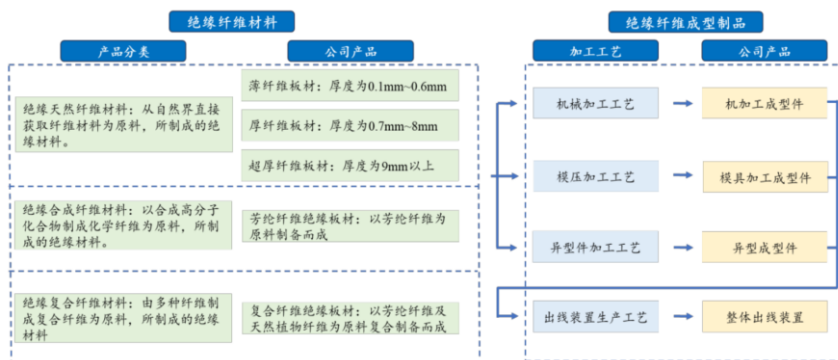
模具压制、特殊成型工艺以及组配等工艺制成的产成品，可作为零部件直接用于下游变压器等设备的安装。

表 1: 公司收入结构及毛利率

	2021	2022	2023	2024	2025H1	YoY	占比
收入结构 (亿元)	2.31	3.04	4.20	5.78	3.75	44.6%	100%
绝缘板材	1.95	2.31	3.00	3.78	2.23	24.7%	59.5%
电绝缘纸板及绝缘成型件	0.35	0.72	1.18	1.98	1.51	89.4%	40.3%
其他	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	4.5%	0.2%
毛利率 (%)	20.12	18.06	26.14	33.50	39.13	6.9pct	
绝缘板材	20.79	19.15	24.24	32.27	36.4	5.3pct	
电绝缘纸板及绝缘成型件	17.09	14.61	30.97	35.74	43.1	8.5pct	
其他	2.91	14.89	24.9	48.15	55.91	19pct	

资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 公司产品分类及加工工艺



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 3: 公司产品类别

产品类别	产品举例	产品图片
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、Q型夹件、L型夹件、支撑件和端部角环等	
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	
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)接式高压端引线绝缘装置, (3) 超/特高压电抗器的直接式整体出线装置等	

资料来源: 招股说明书、招商证券

3、销售模式、客户结构、供应链

销售模式目前以直销为主，经销为辅。2022-2024 年公司直销占比 65-76%，逐年提升。

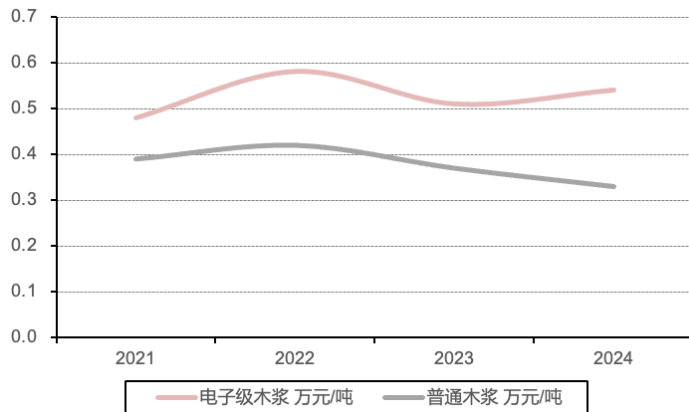
客户结构。2024 年前五大客户收入合计占比约 34%。公司与特变电工、山东泰开、山东电工电气、正泰电气等头部变压器企业建立了长期稳固的合作关系。

近年来公司也加大经销商培育，并将产品销售至申达电气集团、哈尔滨变压器有限责任公司、云南变压器电气股份有限公司、西安日立能源电力电容器有限公司、重庆望变电气股份有限公司、重庆重变电器有限责任公司等国内优秀变压器和电机设备生产厂商以及海外市场。

供应链。公司产品主要原材料为木浆，成本占比约 60%。其中，电子级木浆需以寒带针叶木为原料进行生产，主要从加拿大、俄罗斯等地进口，一般通过国外品牌公司在国内指定的经销商集中采购。普通级木浆主要向国内木浆厂家直接采购，同时也向国外进口。近几年公司向前五大供应商采购金额合计占比超 50%。

2022 年由于全球公共卫生事件与欧美国国家经济通胀等因素影响，木浆价格持续走高。2023 年全球经济逐步复苏，国内外木浆生产恢复，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。

图 4、木浆采购均价



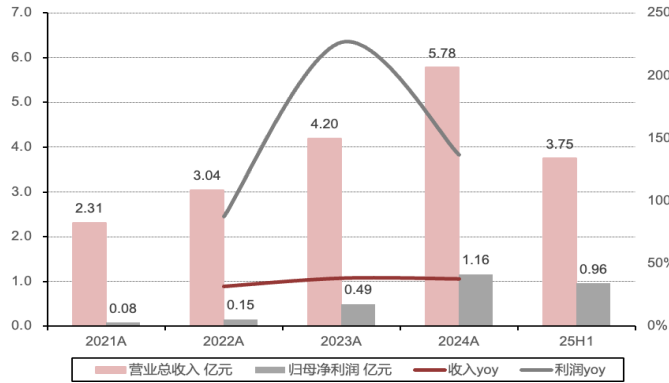
资料来源：公司公开转让说明书，一轮问询回复，招商证券

4、经营指标持续向好

近几年营收快速增长。2022-2024 年公司营收同比增速均超 30%，主要系电网投资、新能源发电等下游产业的发展带动公司产品需求增长，同时公司产能大幅提升。2025H1 公司营收 3.8 亿元，同比增长 44.6%。

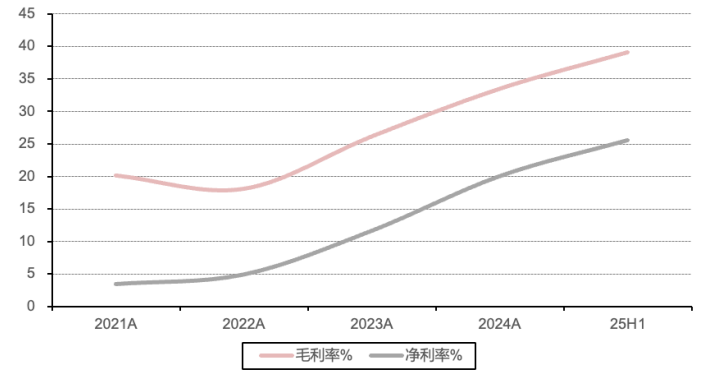
2023 年以来盈利水平持续提升。2022 年毛利率下滑至 18.1%，主要系原材料木浆价格及运费上涨，2023 年以来木浆采购价格回落，叠加公司新产线逐步释放，规模效益凸显，毛利率、净利率持续上涨。

图 5、2021 年以来公司收入及利润



资料来源：Wind、招商证券

图 6、2021 年以来公司毛利率及净利率



资料来源：Wind、招商证券

表 2：期间费用率

	2022	2023	2024	2025H1
管理费用率 (%)	6.64	6.91	5.58	4.74
销售费用率 (%)	1.84	1.51	1.42	1.11
财务费用率 (%)	0.04	0.2	-0.04	-0.12
研发费用率 (%)	3.97	3.62	2.68	2.67

资料来源：wind、招商证券

表 3：公司负债情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比
负债率%	28.1	19.6	13.6	-6.1	14.1	19.0	5.0
短期借款 (百万元)	42.1	29.2	—		3.5	0.0	-100
一年内到期非流动负债 (百万)	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
长期借款 (百万元)	0.0	0.0	0.0		0.0	70.0	
长期应付款 (百万元)	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
在手现金 (百万元)	33	37	101	174.6	66	350	429.6
交易性金融资产 (百万元)	0	0	0		0	9	

资料来源：wind、招商证券

表 4：公司现金流情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比
赊销比 (%)	22.82	15.69	10.08	-5.60	40.10	24.69	-15.41
存货/营收 (%)	25.52	22.12	14.96	-7.16	35.49	22.94	-12.55
销售商品、劳务获现金/营收 (%)	64.05	83.70	75.91	-7.79	83.49	72.95	-10.54
经营现金流净额/税后净利润	-2.68	0.58	0.85	0.27	1.21	0.65	-0.56
经营性现金流净额 (百万元)	-39	29	99	244.55	61	63	2.71
自由现金流 (百万元)	-62	21	94	354.51	55	3	-93.78

资料来源：wind、招商证券

表 5：公司资产回报率情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比
归母净利率 (%)	4.84	11.76	20.11	8.35	19.40	25.70	6.30
总资产周转率 (%)	0.69	0.86	1.06	0.20	0.51	0.48	-0.03
权益乘数	1.30	1.31	1.20	-0.09	1.20	1.20	0.00
ROE (%)	4.32	13.26	25.51	12.25	11.93	14.91	2.98
ROA (%)	3.34	10.10	21.35	11.24	9.93	12.38	2.45
ROIC (%)	4.09	12.26	24.68	12.42	11.49	14.09	2.60

资料来源：wind、招商证券

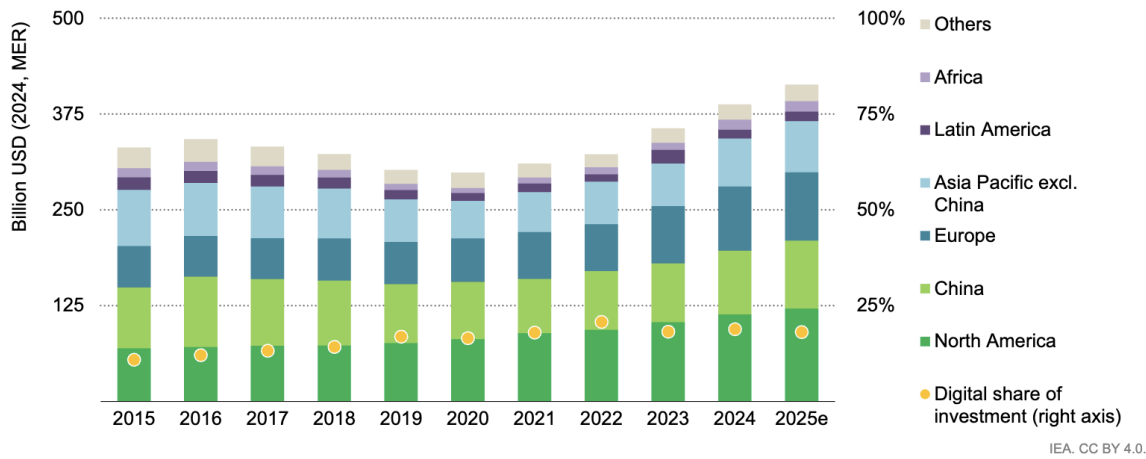
二、变压器需求持续景气，绝缘纸板供需存在瓶颈

1、全球电网投资提速驱动变压器需求多年高景气

2021 年以来全球电网投资进入新一轮增长周期。2020-2024 年全球电网投资 CAGR 约 6.0%，其中 2023 年增速约 9%。根据 IEA 预测，2025 全球电网投资金额将超过 4100 亿美元，增速约 6.6%。

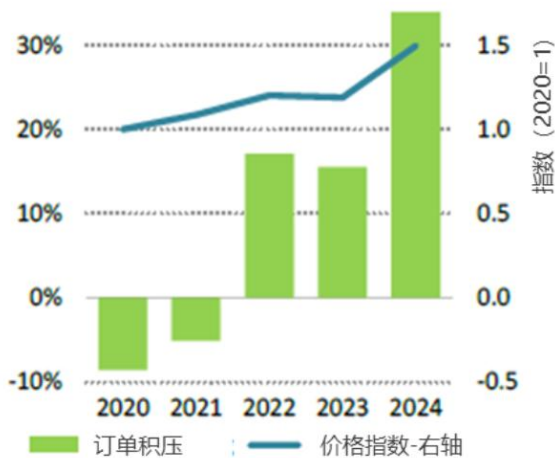
变压器需求旺盛+扩产较慢，价格持续上涨。2021 年以来全球旺盛的电网投资推动了变压器等设备需求高增。相比其他设备，变压器扩产周期较长，因此供应链价格普遍上涨。根据 IEA，2024 年变压器积压订单增长超 30%，其中大型电力变压器采购周期高达 4 年，从而造成了变压器价格指数上涨 50%。

图 7、全球电网投资情况



资料来源：IEA、招商证券

图 8、变压器积压订单增速及价格指数



资料来源：IEA、招商证券

1) 国内电力投资保持增长，增速从电源侧向电网侧倾斜

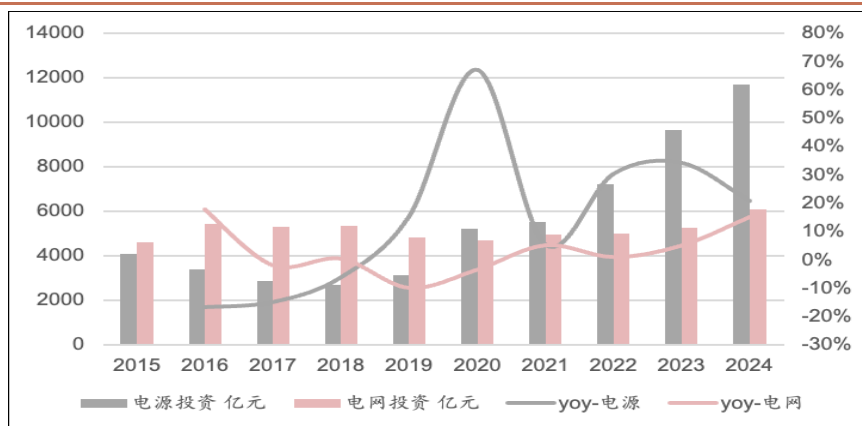
近年国内电力投资保持增长，2024 年电网投资增速回升明显。2024 年我国电力行业投资总额达 1.78 万亿元，同比增长 18.9%。其中电源投资同比增长 21%至 1.17 万亿元，电网投资同比增长 15%至 6083 亿元，增速明显回升。2025 年初，国家电网与南方电网分别宣布，2025 年计划投入 6500、1750 亿元用于电网建设，合计 8250 亿元，同比增长超 35%。

变压器需求预计保持高景气。变压器是主网输变电设备、特高压设备招标的主要标段，金额占比一般在 20-25%。

特高压建设加速将是变压器需求重要增长动力。2023 年是“十四五”特高压项目开工高峰，设备招标超 400 亿元，其中变压器中标金额约 150 亿元，占比约 37%。2024 年以来特高压项目开工有所放缓，我们预计“十五五”期间维持长周期景气。

配网改造政策支持力度在加大，预计也将带动变压器需求提升。2024 年 2 月，国家发改委等部门发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，提出 2025 年电网企业全面淘汰 S7（含 S8）型和运行年限超 25 年且能效达不到准入水平的配电变压器，全社会在运能效节能水平及以上变压器占比较 2021 年提高超 10pcts。配电变压器节能改造预计将带动变压器需求提升。

图 9、国内电力投资情况



资料来源：Wind、招商证券

表 6: 2024 年国网输变电、特高压及配网设备招标及变压器中标情况

	2024 年中标金额 亿元	其中变压器金额 亿元	变压器占比
输变电设备	736	162	22%
特高压设备	262	68	26%
配网设备		65	

资料来源：电能革新公众号、投标人在线公众号、电网设备公众号、招商证券

2) 海外需求高景气，变压器出口保持增长

国内变压器出口增速保持强劲。由于海外需求旺盛及外资电力装备企业扩产周期较长，国内变压器出口从2021年开始快速增长。2020-2024年国内变压器出口金额CAGR约20%。2025年1-7月，国内变压器出口金额约316亿元，同增37%。从出口区域来看，中东北非/北美/欧洲增速分别为123%/53%/30%。

表7：中国变压器出口结构及金额（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	1-7M 25
合计	214	240	294	354	450	316
同比	-1%	12%	23%	21%	27%	37%
电力主变（油，>10MVA）	76	62	74	125	176	122
占比	35%	26%	25%	35%	39%	39%
同比	2%	-17%	19%	68%	40%	45%
配变（油）	21	21	41	81	119	95
占比	10%	9%	14%	23%	26%	30%
同比	-10%	0%	100%	95%	48%	56%
配变（干）	118	157	178	149	155	99
占比	55%	65%	61%	42%	34%	31%
同比		33%	14%	-17%	4%	1%

资料来源：海关总署、招商证券

表8：中国变压器出口地区及金额（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	1-7M 25
欧洲	20	27	38	52	82	59
-占比	9%	11%	13%	15%	18%	19%
-同比	7%	36%	38%	39%	57%	30%
北美洲	25	26	41	48	66	49
-占比	11%	11%	14%	14%	15%	16%
-同比	-4%	6%	57%	17%	36%	53%
南美洲	5	13	9	18	22	11
-占比	2%	5%	3%	5%	5%	3%
-同比	-1%	189%	-31%	104%	20%	3%
非洲	19	13	18	23	32	22
-占比	9%	5%	6%	7%	7%	7%
-同比	12%	-34%	38%	31%	39%	30%
中东北非核心区域	13	9	9	12	49	37
-占比	6%	4%	3%	3%	11%	12%
-同比	132%	-31%	-2%	34%	316%	123%

资料来源：海关总署、招商证券

2、绝缘纸板是变压器重要原材料，受益下游需求增长

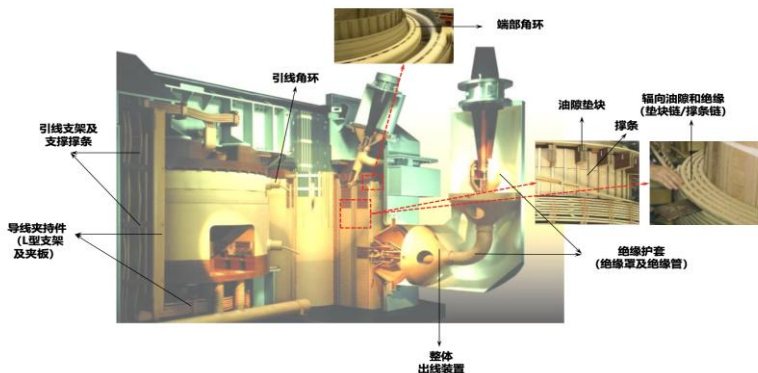
绝缘纤维材料及其成型件（以下简称“绝缘纸板”）是变压器、电抗器、电机等电力设备的核心材料和部件，近年来全球电网建设和改造投资带动了绝缘纤维材料行业发展。

绝缘纸板在变压器成本中占比不高，但非常重要。绝缘纸板在变压器成本中占 3-5%，在超高压/特高压直流项目中，绝缘纸板占换流变压器的成本可能达 8% 左右。绝缘纸板是变压器内部核心绝缘与结构支撑材料，直接决定变压器的绝缘可靠性、运行寿命及安全稳定性，电压等级越高对绝缘纸板的性能要求更高。

➤ 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，从而实现良好的绝缘效果，保证变压器的长期稳定运行。

国内变压器绝缘纸板市场规模有望扩容至百亿左右。根据我们的统计与大致测算，2024 年国内主网、特高压、配网变压器中标金额以及变压器出口金额合计约 560 亿元（不含配电干变），按照 5% 成本占比，国内绝缘纸板的市场规模约 30 亿元。考虑全球电网投资驱动变压器需求旺盛，我们预计 2030 年绝缘纸板市场规模有望扩容至 100 亿元左右。

图 10、绝缘纤维材料在变压器中的使用情况



资料来源：公司招股说明书、招商证券

3、绝缘纸板短期供给紧张，长期特高压国产替代是趋势

目前具备规模产能的绝缘纤维材料企业主要包括瑞士魏德曼、ABB、广信科技、泰州新源、辽宁西电兴启、山东汇胜、常州英中等，其中国内供应商中目前仅广信科技一家上市公司。

超高压及以下电压等级的绝缘产品基本实现国产化。国内绝缘纤维材料起步较晚，20 世纪 60 年代辽阳工业纸板厂、湖南省第一纸板厂和泰州绝缘材料厂开始生产电气用绝缘纤维材料，80 年代中期成功研制 500kV 超高压绝缘纤维成型件，但优质、大幅面绝缘纤维材料仍依赖进口。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水平的差距，产能规模和市占率逐步提高，能有效满足国内 750kV 及以下绝缘纤维材料及其成型件的市场需求。

特高压绝缘纸板被外资垄断，中长期国产替代是趋势。特高压输变电设备用绝缘纤维材料及其成型件目前仍由瑞士魏德曼、ABB 等海外企业垄断，主要系其具备

先发优势以及产品稳定性经过长期验证。考虑贸易摩擦及供应链安全，我们认为国内电力变压器绝缘纤维材料及其成型件的国产化是必然趋势。

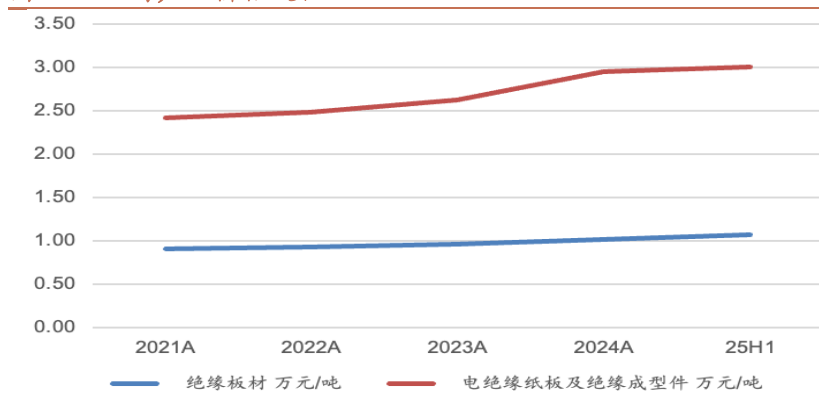
2022 年以来绝缘纤维材料供不应求，价格持续上涨。以公司产品价格为例（其他企业未上市，没有完整的公开数据），2022 年以来单价持续上涨，其中超高压绝缘纤维材料及绝缘纤维成型件涨价幅度更明显。2024 年产品均价整体涨幅约 13%，2025 年涨幅预计超过 2024 年。

表 9：绝缘纸板竞争格局

供应商	成立时间	主营产品	厚度	2024 年销售额、产能情况
瑞士魏德曼	1877 年	高压-特高压	9mm	24 年销售额约 43 亿元（含医疗）。生产基地包括墨西哥工厂（25 年开业）、土耳其工厂（2014 年）、美国俄亥俄州工厂（2012 年）、中国嘉兴成型件工厂（2010 年）等。
ABB	1988 年	全系列电力变压器及配电变压器及其上游绝缘材料	—	—
广信科技	2004 年	中低压-特高压	30mm	24 年销售额约 5.8 亿元。24 年底产能 5.23 万吨，其中纤维材料 4.53 万吨，成型件 0.7 万吨。
泰州新源	2007 年	高压-特高压	8mm	—
西电兴启	2011 年	超高压-特高压	8mm	—

资料来源：公司公告、企业公众号、魏德曼官网、招商证券

图 11、公司产品价格变化



资料来源：公司公告、招商证券、注：25H1 为分析师预测值

三、率先扩产享涨价红利，未来受益特高压国产化

1、公司率先扩产，具备产能优势

公司扩产速度领先同行，具备产能优势。公司敏锐感知市场需求且决策灵活，2021年开启长沙宁乡一期扩产，2024年底产能爬坡至5.23万吨（其中4.53万吨绝缘纤维材料），并于2024年10月开启二期扩产，2025年6月逐步试生产。IPO募投项目也在按计划进行，预计2026年投产。同时，公司可通过增加生产班次、技改等方式柔性提升产能，预计2027年有效产能达9万吨左右，其中成型件2万吨左右。

表 10：绝缘纸板扩产情况（不完全列举）

供应商	扩产情况
瑞士魏德曼	24年年报显示全球生产基地的多个扩建项目已经启动，该长期计划涉及超过2亿瑞士法郎的投资，主要用于美国和中国的扩产。其中，魏德曼（武汉）绝缘材料生产项目25年7月开工（总投资9100万美元，1.3万吨产能），预计27年初建成投产。
广信科技	24年10月宁乡二期开始扩产（1.4万吨纤维材料及0.65万吨成型件），25年6月逐步试生产；IPO募投1.1万吨纤维材料，预计2026年投产。
泰州新源	24年8月计划新建0.6万吨绝缘纸板产能（投资约1.1亿元），预计25Q4试生产。
辽宁兴启	拟新建0.84万吨产能（投资约1.9亿元），25年8月厂房施工中，预计26年5月试生产。

资料来源：公司公告、官方公众号、招商证券

2、涨价+产品结构优化驱动盈利能力提升

从行业产能释放节奏来看，我们预计2026年将继续涨价。此外，公司成型件高附加值，收入占比提升将带动公司整体盈利水平提升。

公司2021年绝缘纤维成型件收入占比为15.1%，25H1提升至40.3%。绝缘成型件是绝缘纤维材料的再加工，生产工序更多且复杂，因此价值量和毛利率更高。2021-2022年绝缘成型件因新产能爬坡导致毛利率偏低，2023年以来毛利率高于绝缘纤维材料，且伴随涨价毛利率提升明显。

3、公司特高压产品已获客户认证

以公司为代表的国内头部企业已经具备特高压产品技术。公司自设立以来，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，2009年研发设计超高压绝缘纤维材料打破了这一领域的国外技术垄断。同时掌握多项行业核心技术，其中“无胶”系列技术达到国际领先水平。在特高压领域，公司产品已获得客户认证，未来有望受益国网放开国产绝缘材料限制。

- **在超高压及以上等级应用中，无胶粘技术是必选项。**传统胶粘剂在长期运行过程中可能出现老化，导致绝缘性能下降。而无胶产品通过整体成型工艺，避免了胶粘剂带来的风险。公司“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。
- **超厚无胶技术适配特高压。**公司2013年突破30mm超厚无胶粘技术，通过了国家级产品鉴定，且在山东电力1100kV变压器项目中成功应用。目前魏德曼及国内其他企业的厚度在8-9mm。

四、投资建议

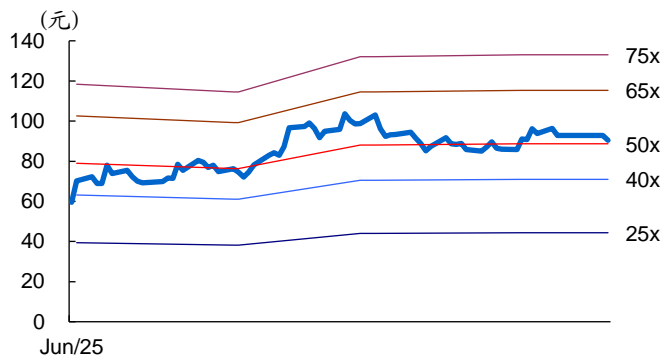
全球变压器需求高景气背景下，绝缘纤维产品短中期供需瓶颈预计仍将维持，考虑涨价和结构优化，公司利润弹性较大。预估 2026 年归母净利润 4.5 亿元，对应 PE 为 18.4x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11: 收入结构

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 亿元	4.20	5.78	9.1	13.9	16.9
yoy	38%	38%	58%	52%	22%
毛利率	26.1%	33.5%	41.0%	46.0%	48.0%
绝缘板材					
收入 亿元	3.00	3.78	5.6	8.2	9.5
毛利率	24.2%	32.3%	39%	44%	46%
电绝缘纸板及绝缘成型件					
收入 亿元	1.18	1.98	3.5	5.7	7.4
毛利率	31.0%	35.7%	45%	49%	51%

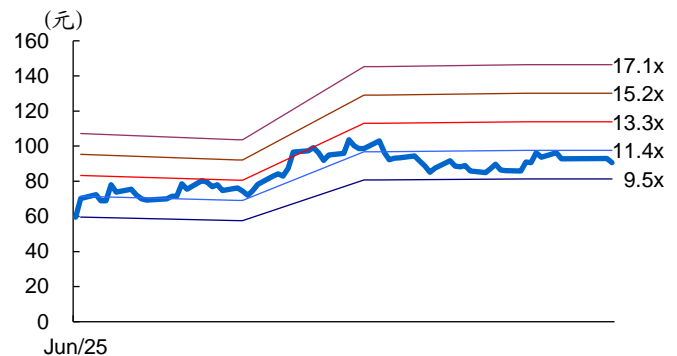
资料来源：公司数据、招商证券

图 12、广信科技历史 PE Band



资料来源：Wind、招商证券

图 13、广信科技历史 PB Band



资料来源：Wind、招商证券

五、风险提示

- 1、下游投资放缓。**公司绝缘纤维材料主要下游为电力变压器，与电力系统基建投资力度密切相关，如果国家宏观经济及产业政策发生变化，可能影响公司产品需求。
- 2、行业产能加速释放，竞争加剧。**公司相比同行扩产速度最快，享受了供不应求阶段的量价齐升，但可比公司也正在/计划扩产，甚至国内竞争对手也有上市计划。未来行业格局可能发生改变，影响产品价格。
- 3、原材料价格上涨。**公司原材料成本占比约 60%，2023 年以来原材料价格整体呈下降趋势，如果未来价格回升，且不能向下游传导，可能影响公司毛利率。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	322	412	807	1108	1437
现金	37	101	323	393	575
交易性投资	0	0	10	10	11
应收票据	7	0	1	1	1
应收款项	59	58	91	139	169
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	93	86	118	165	194
其他	126	167	263	400	487
非流动资产	173	182	230	271	306
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	128	126	178	223	261
无形资产商誉	29	27	24	22	20
其他	16	29	27	26	25
资产总计	494	594	1037	1378	1742
流动负债	64	51	68	87	99
短期借款	29	0	0	0	0
应付账款	17	28	43	60	70
预收账款	2	2	3	4	5
其他	16	21	21	23	24
长期负债	33	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	33	30	30	30	30
负债合计	97	81	97	116	129
股本	68	68	91	91	91
资本公积金	114	114	265	265	265
留存收益	215	331	583	906	1257
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	397	513	940	1262	1614
负债及权益合计	494	594	1037	1378	1742

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29	99	128	266	476
净利润	49	116	252	448	576
折旧摊销	24	26	25	33	40
财务费用	1	0	0	0	0
投资收益	0	0	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(48)	(44)	(160)	(232)	(148)
其它	3	0	21	27	18
投资活动现金流	(8)	(5)	(80)	(70)	(70)
资本支出	(8)	(5)	(80)	(80)	(80)
其他投资	0	0	0	10	10
筹资活动现金流	(14)	(32)	174	(126)	(224)
借款变动	(9)	(29)	0	0	0
普通股增加	0	0	23	0	0
资本公积增加	0	0	151	0	0
股利分配	0	0	0	(126)	(224)
其他	(5)	(3)	0	0	0
现金净增加额	6	62	222	70	181

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	420	578	913	1387	1692
营业成本	310	384	538	749	880
营业税金及附加	4	5	9	13	16
营业费用	6	8	10	10	12
管理费用	29	32	43	61	73
研发费用	15	15	24	35	42
财务费用	1	(0)	0	0	0
资产减值损失	1	0	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	8	9	10	10	10
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	63	141	296	528	677
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	63	138	296	528	677
所得税	13	22	44	79	102
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	49	116	252	448	576

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	38%	37%	58%	52%	22%
营业利润	215%	125%	110%	78%	28%
归母净利润	236%	135%	117%	78%	28%
获利能力					
毛利率	26.1%	33.5%	41.0%	46.0%	48.0%
净利率	11.8%	20.1%	27.6%	32.3%	34.0%
ROE	13.3%	25.5%	34.7%	40.7%	40.0%
ROIC	12.3%	25.3%	34.7%	40.7%	40.0%
偿债能力					
资产负债率	19.6%	13.6%	9.4%	8.4%	7.4%
净负债比率	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.0	8.1	11.9	12.8	14.5
速动比率	3.6	6.4	10.2	10.9	12.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转率	3.6	4.3	5.3	5.3	4.9
应收账款周转率	6.2	9.3	12.1	12.0	10.9
应付账款周转率	10.7	16.9	15.1	14.5	13.5
每股资料(元)					
EPS	0.54	1.27	2.76	4.90	6.30
每股经营净现金	0.31	1.08	1.40	2.91	5.20
每股净资产	4.34	5.61	10.27	13.80	17.64
每股股利	0.00	0.00	1.38	2.45	3.15
估值比率					
PE	167.6	71.3	32.9	18.5	14.4
PB	20.8	16.1	8.8	6.6	5.1
EV/EBITDA	100.2	51.0	25.7	14.7	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。