

宏远股份 (920018.BJ)

2026年02月09日

**特高压变压器电磁线单项冠军，高功率驱动电机开辟新增长
——北交所首次覆盖报告**
投资评级：增持（首次）

日期	2026/2/6
当前股价(元)	33.17
一年最高最低(元)	48.00/26.53
总市值(亿元)	42.24
流通市值(亿元)	14.67
总股本(亿股)	1.27
流通股本(亿股)	0.44
近3个月换手率(%)	345.15

北交所研究团队
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

●公司情况：稀缺单项冠军近三年收入复合增长25.7%，技术人员从业多年

宏远股份致力于电磁线的研发和生产，产品已广泛应用于我国多项具有行业领先水平的超/特高压输电工程。2022-2024年营业收入复合增长率达25.74%。2025Q1-3公司实现营业收入19.52亿元，同比增长30.97%，实现归母净利润7384.57万元，同比增长4.93%，毛利率/净利率分别为6.60%/3.83%。我们预计公司2025-2027年的归母净利润分别为114/148/196百万元，对应EPS分别为0.89/1.16/1.54元/股，对应PE分别为35.3/27.2/20.5倍，考虑标的具有一定的稀缺性，是国家级“制造业单项冠军企业”，在特高压变压器用电磁线领域占据领先的市场地位，行业市场空间广阔，首次覆盖给予“增持”评级。

●行业：电磁电缆行业市场需求大，国家电源投资不断增长

根据BIS Research发布的市场研究报告显示2022年中国电线电缆行业的市场收入价值为451.8亿美元，预计年复合增长率为7.43%，到2032年将达到966.6亿美元。根据中电联，近年来我国电资源投资由2019年的3,283亿元增长到2024年的11,687亿元，年复合增长率达28.91%。根据Global Market Insights发布的报告显示，2024年全球电线电缆市场为2678亿美元，预计从2025-2034年的复合年增长率达到7.3%。我国变压器出口金额由2020年的32.64亿美元增长至2024年的64.30亿美元，年复合增长率达18.47%。

●看点：受益电源投资高景气及开拓海外，新能源车高功率驱动或成新增长极

截至2024年12月31日，公司已拥有80项专利，其中发明专利16项、实用新型专利62项、外观设计专利2项。公司率先完成了我国电力变压器用电磁线产品在±500kV、±800kV和±1100kV等超/特高压领域应用的三大跨越。2019年至2023年，在国家电网、南方电网招标的特高压项目中，装备有公司电磁线的直流换流变压器、交流变压器的中标合计占比分别为24.43%和29.63%。公司在特高压变压器用电磁线领域占据领先的市场地位。公司积极布局新能源行业，重点研发新能源车高功率驱动电机用电磁线。目前，公司已获得国内外部分新能源车企或电机企业的订单，是越南新能源车制造商VinFast的合格供应商。

●风险提示：原材料价格波动风险，供应商集中风险，业务开拓风险
财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,461	2,072	2,724	3,417	4,438
YOY(%)	11.5	41.8	31.5	25.4	29.9
归母净利润(百万元)	64	101	114	148	196
YOY(%)	28.9	57.1	12.2	29.9	33.0
毛利率(%)	8.5	8.0	7.5	8.0	8.3
净利率(%)	4.4	4.9	4.2	4.3	4.4
ROE(%)	14.6	18.7	17.5	18.6	20.1
EPS(摊薄/元)	0.51	0.80	0.89	1.16	1.54
P/E(倍)	62.32	39.66	35.33	27.21	20.46
P/B(倍)	9.1	7.4	6.1	5.1	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、看点：电磁线单项冠军，特高压变压器领域地位领先.....	4
1.1、技术：新能源车驱动电机用 800V 产品多项性能指标优于国家标准.....	4
1.2、地位：率先完成我国电力变压器用电磁线超/特高压领域三大跨越	11
1.3、募投：募投项目在建，达产后实现年收入 95,425.00 万元.....	14
2、行业：电磁电缆行业市场需求大，国家电源投资不断增长.....	15
2.1、我国电源投资增长，国内电线电缆市场预计 2032 年达 967 亿美元.....	15
2.2、空间：2023 年电力变压器用电磁线国内年均市场空间 220.6 亿元.....	19
2.3、格局：与主要竞争对手技术实力对比处于行业领先水平	21
3、2022-2024 年收入复合增长率 25.7%，技术人员从业多年	23
3.1、主要产品：导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线等	24
3.2、财务：2024 年实现营收 20.72 亿元、归母净利润 10,130.17 万元.....	26
4、盈利预测与投资建议	28
5、风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1：2023-2025H1 公司研发支出占营业收入的比例分别为 0.84%、0.28%、0.22%.....	10
图 2：近年来我国电资源投资持续加大（亿元）	16
图 3：预计电线电缆行业预计在 2032 年达 966.6 亿美元	16
图 4：欧美电网投资额逐年递增（亿美元）	18
图 5：全球电线电缆行业预计在 2034 年达 5607 亿美元	18
图 6：2024 年我国变压器出口金额达 64.3 亿美元	18
图 7：2025H1 换位导线端收入为 10.13 亿元（百万元）	25
图 8：主营业务产品主要为换位导线	25
图 9：2024 年实现营业收入 20.72 亿元.....	27
图 10：2024 年公司归母净利润为 10,130.17 万元.....	27
图 11：2024 年公司综合毛利率为 7.97%	27
图 12：2024 年漆包纸包线的毛利率为 10.42%	27
图 13：2024 年公司期间费用率为 2.59%	27
图 14：2024 年净利率为 4.90%	27
图 15：宏远股份毛利率处于可比公司中游水平.....	29

表 1：公司新能源车驱动电机用 800V 产品多项性能指标优于国家标准	6
表 2：公司在电磁线的表面质量、漆膜附着性、漆膜偏心度、耐电晕性等方面突破了相关技术难点	7
表 3：近年来，宏远股份产品多次应用于我国重大特高压交直流输电工程	8
表 4：2017 年至今，宏远股份共中标特高压交流工程（1000kV、1000MVA）7 次	9
表 5：公司正在从事的主要研发项目情况如下	10
表 6：装备有公司电磁线的特高压直流换流变压器（±800kV 及以上）的中标情况	11
表 7：公司在特高压变压器用电磁线领域占据领先的市场地位	12
表 8：公司营收主要来自于高压领域，2024 年占总营收的 51.59%.....	13
表 9：截至 2024 年 12 月 31 日，前五大客户合计订单金额 62,292.62 万元.....	14
表 10：共有五项募投项目	15
表 11：2019-2023 年公司特高压产品年均市场空间为 3.83 亿元	19
表 12：2023 年我国 110kV 及以上变压器用电磁线销售规模为 118 亿元	20
表 13：2023 年超高压、高压产品国内市场空间为 114.17 亿元（亿元）	20
表 14：2023 年全球电力变压器用电磁线的市场规模为 136.71 亿美元	20
表 15：四家企业为公司的主要竞争对手	21
表 16：公司与主要竞争对手技术实力对比处于行业领先水平	21
表 17：相比于境内，境外市场收入占比较小	22
表 18：主要技术人员平均从业时间 30 年	23
表 19：公司电磁线产品的主要类型为铜扁线.....	24

表 20: 2024 年漆包线销量为 21603.8 吨.....	25
表 21: 2023-2025H1, 前五名客户销售收入占比为 76.55%、72.44%、和 41.8%.....	26
表 22: 共有四家可比公司	28
表 23: 同行业可比公司 2025PE 均值 29.8X	29

1、看点：电磁线单项冠军，特高压变压器领域地位领先

宏远股份主要从事电磁线的研发、生产和销售，产品主要包括换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线等多种品类，目前主要应用于高电压、大容量电力变压器、换流变压器和电抗器等大型输变电设备。

经过二十多年的发展，公司已成为具有成熟研发和生产能力的高压、超高压、特高压变压器用电磁线产品制造商，是国家级“制造业单项冠军企业”、辽宁省“制造业单项冠军企业”、辽宁省“专精特新”中小企业、国家级“绿色工厂”、高新技术企业，2023年荣获辽宁省科学技术进步三等奖。

1.1、技术：新能源车驱动电机用800V产品多项性能指标优于国家标准

公司自成立以来，一直专注于高电压等级变压器用电磁线的研发、生产和销售，具体竞争优势情况如下：

➤ 定制化研发及生产优势

高电压等级变压器每一个批次都属于“定制产品”，以满足不同线路、站点设计和环境需求。即便是同一变压器厂商，对不同批次的电磁线也有不同的尺寸、技术指标要求，因此高电压等级变压器用电磁线属于高度定制化产品。

公司深耕高电压等级变压器用电磁线行业多年，积累了丰富的研发、生产经验，在研发和生产实践中持续对生产技术和工艺流程进行优化，形成并掌握了一系列成熟、先进的生产经验和工艺流程。公司可以根据客户对电磁线的规格、各种性能指标、特定使用条件等要求，为客户定制化研发和生产电磁线。此外，公司具有自主设计改造设备、模具的能力，从而生产各类定制化产品。

➤ 产品技术优势

公司自创立以来，坚持自主创新，技术水平不断进步，产品从纸包线、组合导线、漆包线、漆包纸包线到换位导线，产品种类不断丰富。公司通过构建自身的核心技术来实现公司的可持续发展。

公司自主研发的高电压等级变压器用电磁线产品凭借着优良的质量及性能优势，公司产品广泛应用于我国多项具有行业领先水平的重大超/特高压输电工程。

公司研发的产品已覆盖高电压等级变压器所用纸包线、组合导线、漆包线、漆包纸包线、换位导线等全系列产品。专利覆盖产品结构、工装夹具、检测装置等，在高电压等级变压器用电磁线产品的研发、生产、检测等各方面为公司形成了一个较为完整的专利保护体系。

➤ 公司具有完备的生产体系

公司拥有上引炉、挤压机、拉丝机、漆包机、纸包机、换位设备等一系列电磁线生产设备，能够完成换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线等多种品类产品的生产，产品涵盖阶梯状组合换位导线、内屏蔽组合换位导线、单面白粘漆包组合导线、多根数换位导线、田字形组合导线、光纤系列绕组线、高屈服强度换位导线（ $R_{p0.2} \geq 300 \text{ MPa}$ ）、薄漆膜换位导线、较高耐溶剂性漆包换位导线、超薄换位导线、耐高温自粘漆包换位导线等丰富的产品品类。

公司已取得质量管理体系（ISO9001）、环境管理体系（ISO14001）、职业健康安全管理体系（ISO45001）、能源管理体系（ISO50001:2018）、信息化和工业化融合管理体系和汽车行业质量管理体系（IATF16949）等体系认证。

➤ 优质、稳定的客户资源优势

交直流输电中，变压器是变压、传送电力的核心装备，而绕制变压器线圈用的电磁线则是变压器的核心部件，电磁线的质量和可靠性直接影响到输变电工程的安全运行，特别是对超/特高压输变电工程用变压器尤为重要。

对于变压器核心部件电磁线，变压器厂商为保证产品质量稳定、售后服务及时以及供应持续稳定，一般会选择行业内知名度较高、实力较强、具有良好历史业绩的企业作为供应商，一旦双方建立了良好的合作关系，只要电磁线生产企业自身不出现重大问题，一般不会被取代。因此电磁线生产企业需要通过长期的产品应用和服务才可以逐步形成稳定的客户群，电磁线生产企业与其下游客户的合作关系具有较强的稳定性。

公司作为国内高电压等级变压器用电磁线制造企业，凭借优良的产品质量和技术研发能力，经过多年的市场开发和维护，在国内高电压等级变压器厂商中获得较高声誉，并与国内多家知名输变电设备厂商建立了稳定且持续的合作关系。客户涵盖特变电工（600089.SH）、中国西电（601179.SH）、山东电力设备、山东输变电、保变电气（600550.SH）、日立能源等主要大型输变电设备制造商。同时，公司产品远销土耳其、北美、埃及、印度尼西亚、越南、韩国等多个国家和地区，海外主要客户包括土耳其 ASTOR、美国 VTC、埃及 ELSEWEDY 和印尼 B&D 等电力变压器制造商。

除继续深耕电力行业外，公司依托多年积累的电磁线研发和生产经验，积极布局新能源行业，重点研发新能源车高功率驱动电机用电磁线，以丰富公司的产品结构、提升公司的综合竞争力。目前，公司已获得国内外部分新能源车企或电机企业的订单，是越南新能源车制造商 VinFast（美国上市公司，Nasdaq: VFS）的合格供应商。

➤ 人才团队的优势

公司具备完善的研发团队支持公司产品的技术研发。公司研发、生产的高电压等级变压器用电磁线需根据客户的规格要求、性能要求进行单独定制，为非标准产品。针对客户提出的特定规格、性能，公司的研发团队根据客户需求进行新产品的技术研发，并对新产品的性能进行试验测试，以确保新产品的技术性能符合客户的要求。

公司具备熟练的生产线员工团队和经验丰富的生产管理团队。公司在长期的生产实践中积累了丰富生产经验，公司的核心生产管理团队具备多年的电磁线生产经历，能够根据产品的性能要求和规格对生产过程进行控制、对生产工艺进行完善，更好地满足公司产品的生产要求。

公司具有稳定的核心管理团队。公司高级管理人员在公司工作多年，对公司的发展理念和价值观高度认同，可以与公司长期共同成长。管理层的专业、稳定有利于公司制定科学合理的长期发展规划，并确保在日常工作中得以坚定地落实和执行，促进公司长期健康发展。

公司于 2021 年立项研发新能源车驱动电机用电磁线，2021 年至 2024 年，公司在本项目的研究投入分别为 153.71 万元、368.29 万元、836.14 万元和 106.61 万元。公司新能源车驱动电机用 800V 产品多项性能指标优于国家标准。

表1：公司新能源车驱动电机用 800V 产品多项性能指标优于国家标准

项目	公司	行业技术水平	说明
耐电晕性($\pm 1500V$)	$\geq 500h$	$\geq (100\sim 300) h$	良好的耐电晕性能能够确保漆包线能够承受更高的电压冲击而不被击穿，从而延长电机的使用寿命
PDIV	$V_p \geq 1700V$	$V_p \geq (1100\sim 1500) V$	良好的 PDIV 性能可以避免电机因局部放电而导致损坏，从而延长电机的使用寿命
圆角半径偏差	$\pm 10\%$	$\pm (11.1\sim 16.6) \%$	圆角半径偏差越小了，可以提升槽满率，降低电阻，从而提高电机性能
偏心度	≤ 1.3	< 1.4	漆膜偏心度越小，漆膜均匀性就越好，漆包线的电气性能和机械性能也就越好，从而可以延长电机的使用寿命
伸长率	$> 40\%$	$> (30\sim 32) \%$	伸长率比提高，使导线具有更好的延展性的抗拉强度，减少断裂风险，从而更好地保证电机运行的稳定性和安全性
附着性	拉伸 15%，失去附着 $< 0.5b$	$< (0.67\sim 1) b$	附着性提高，使漆包线在长期使用中不易脱落和老化，从而延长电机的使用寿命，增强电机的安全性
耐溶剂	$> 5H$	$> (1\sim 5) H$	良好的耐溶剂性能能够更好地保护导线，防止其受到化学物质的侵蚀，从而提高电机的可靠性和稳定性
耐 ATF 油	可做密封、开放及持续补水 公司可以通过 0.5% 水密闭耐油	0.5% 水密闭耐油	良好的耐 ATF 油性能使漆包线在 ATF 油中能够保持稳定的电气性能，从而提高电机的可靠性和耐用性
电阻率	$\leq 0.01700 \Omega \cdot \text{mm}^2/\text{m}$	$\leq 0.017241 \Omega \cdot \text{mm}^2/\text{m}$	电阻率降低，使漆包线具有更好的导电性能，从而提高电机的性能和工作效率
室温下击穿电压	$> 10kV$	$> (5\sim 10) kV$	击穿电压能够确保漆包线在高压下不会发生击穿，从而提高电机的运行安全性和稳定性
热冲击温度	最小温度为 280°C	最小温度为 $(240\sim 260) ^{\circ}\text{C}$	热冲击温度提高，能够使漆包线在温度急剧变化的环境下保持稳定的电气性能，从而更好地保证电机运行的稳定性和全性

项目	公司	行业技术水平	说明
软化击穿温度	240 级, 500°C	(340~450) °C	软化击穿温度提高, 使漆包线能够承受更高的工作温度, 从而可以增强电机的耐热性, 延长电机寿命

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

公司在新能源车驱动电机用 800V 电磁线领域在电磁线的表面质量、漆膜附着性、漆膜偏心度、耐电晕性等方面突破了相关技术难点。

表2：公司在电磁线的表面质量、漆膜附着性、漆膜偏心度、耐电晕性等方面突破了相关技术难点

技术难点名称	技术难点内容	公司技术突破
耐电晕性	耐电晕寿命 $\geq 500h$	1.将无机纳米粒子加入绝缘漆中提高耐电晕性能。2.采用多道次每道薄涂的方式, 提高漆膜电气性能。3.采用轧、拉、涂漆一体工艺生产, 避免拉丝和涂漆分开的工艺过程中裸线收线和放线对铜导体表面产生磨伤影响耐电晕性能。
漆膜偏心度	偏心度 ≤ 1.3	1.对涂漆工装进行技术改进, 实现不同尺寸、不同倾斜角度漆包线的进线多维度调节, 保证漆膜偏心度。2.采用恒温供漆系统使绝缘漆的温度、粘度恒定, 避免因绝缘漆粘度变化影响涂漆均匀性。
漆膜附着性	切割后拉伸 15%, 漆膜失去附着性距离 ≤ 0.5 倍导体宽度	1.采用复合涂层方案, 打底使用具有超强附着力的绝缘漆。2.采用纯水、超声波清洗裸铜线表面的油污、粉尘及残留拉丝液。
表面质量	减少漆包线漆瘤、漆疤、粒子等缺陷	1.环境控制: 生产车间封闭管理, 采用新风系统使生产车间形成正压, 降低生产环境中的尘埃粒子数量, 避免尘埃粒子粘到漆包线表面形成漆瘤、漆疤、粒子等缺陷。2.涂漆模具与拉丝模具匹配度控制: 采用不易磨损的聚晶模具控制裸铜线表面光洁度和导体尺寸的一致性, 通过精密的线切割设备及超声波自动抛光设备保证模具的形态及表面光洁度, 通过精密投影仪对涂漆模具和拉丝模具的圆角进行检测, 保证较好的圆角匹配度。3.烘炉温度、绝缘漆粘度、走线速度的协调控制, 采用恒温供漆系统使绝缘漆的温度、粘度恒定, 避免因粘度变化影响涂漆质量。根据绝缘漆的特性设置最佳烘炉温度和车速, 避免蒸发及固化过程中出现气泡、漆瘤等缺陷。

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

宏远股份科研创新能力较强, 截至 2024 年 12 月 31 日, 公司已拥有 80 项专利, 其中发明专利 16 项、实用新型专利 62 项、外观设计专利 2 项。多项产品达到了行业领先的水平, 2022 年 4 月, 在中国机械工业联合会组织的新产品新技术鉴定中, 由中国科学院院士及行业专家组成的鉴定委员会评审认定, 公司自主研发和生产的“超薄换位导线”填补了国内空白, 其综合性能指标达到同类产品的国际领先水平; “耐高温自粘漆包换位导线”综合性能指标达到同类产品的国际先进水平; “新能源车 800V 驱动电机用耐电晕高 PDIV 漆包铜扁线”综合性能指标达到同类产品的国际领先水平。近年来, 宏远股份产品多次应用于我国重大特高压交直流输电工程。

(1) 公司产品在特高压直流输电工程中的应用:
表3: 近年来, 宏远股份产品多次应用于我国重大特高压交直流输电工程

招标时间	工程名称	工程简介	应用产品
2015年	锡盟-泰州±800kV特高压直流输电工程	锡盟-泰州特高压直流工程途经内蒙古、河北、天津、山东、江苏5省(市、区), 新建锡盟、泰州2座±800千伏换流站, 新增换流容量2000万千瓦安;新建锡盟-泰州±800千伏直流线路1,620公里;工程动态投资254亿元	
2016年	昌吉-古泉±1100kV特高压直流工程	昌吉-古泉±1100千伏特高压直流工程为截至目前世界上电压等级最高、输送容量最大、输送线路最长的特高压直流输电工程。该工程起于新疆准东(昌吉)换流站, 止于安徽宣城(古泉)换流站, 途经新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、安徽六省区, 线路路径总长度约3304.7千米。输送容量1,200万千瓦, 电压为±1100千伏。	
2016年	扎鲁特-青州±800kV特高压直流工程	扎鲁特-青州直流工程途经内蒙古、河北、天津、山东4省(区), 新建扎鲁特、青州2座±800千伏换流站, 新增换流容量2,000万千瓦。该工程直流线路1,234公里;工程动态投资221亿元。	
2018年	乌东德电站送电广东广西特高压多端直流示范工程	该工程横跨云南、贵州、广西、广东四省区, 全长1,452公里。总投资242.6亿元, 工程整体送电容量达800万千瓦。	
2018年	青海-河南±800kV特高压直流输电工程	青海-河南±800千伏特高压直流工程起于青海海南州, 止于河南驻马店市, 途经青海、甘肃、陕西、河南等4省, 线路全长1.587公里新建2座换流站, 总投资约226亿元。	
2018年	陕北-湖北±800kV特高压直流输电工程	工程起于陕西省榆林市陕北换流站, 止于湖北省武汉市武汉换流站, 途经陕西、山西、河南、湖北4省, 线路全长1.137公里。工程额定电压±800千伏、额定输送容量800万千瓦, 总投资185亿元。	特高压直流换流变压器用电磁线
2019年	雅中-江西±800kV特高压直流输电工程	起于四川省盐源县送端换流站, 止于江西省抚州市东乡县受端换流站, 全线总长约1,711km, 采用单回双极架设。线路途经四川省、云南省贵州省、湖南省、江西省(共5个省级行政区)。工程建成后, 每年可实现外送电量超过400亿千瓦时。	
2020年	白鹤滩-江苏±800kV特高压直流输电工程	白鹤滩-江苏±800千伏特高压直流输电工程额定输电能力800万千瓦, 线路长度2088千米, 途经川、渝、鄂、徽、苏五省(直辖市), 投资307亿元。工程投运后, 每年可输送电量300亿千瓦时。	
2021年	白鹤滩-浙江±800kV特高压直流输电工程	线路路径全长2,140.2km, 途经四川省、重庆市、湖北省、安徽省、浙江省。	
2023年	金上-湖北±800kV特高压直流输电工程	金上-湖北±800千伏特高压直流输电工程新建西藏卡麦、四川帮果、湖北大治3座特高压换流站, 变电容量1,600万千瓦安, 线路途经西藏、四川、重庆、湖北4省市, 全长1784公里。	
2023年	哈密-重庆±800kV特高压直流工程	线路途经新疆、甘肃、陕西、四川、重庆5个省(区)市, 线路全长约2,290千米, 设计输电能力800万千瓦, 配套电源规模为1,420万千瓦。	
2024年	青藏直流二期扩建工程	工程总投资26.03亿元, 工程建成后, 青藏直流输送电容量将由目前的60万千瓦增加到120万千瓦, 有效满足西藏经济社会高质量发展快速增长的用电需求	

资料来源: 宏远股份招股说明书、开源证券研究所(注: 2022年, 国家电网、南方电网未进行特高压直流换流变压器招标采购)。

(2) 公司产品在特高压交流工程中的应用

在2017年至今国家电网、南方电网招标的特高压交流工程(1000kV、1000MVA)中公司产品的主要应用情况如下:

表4：2017年至今，宏远股份共中标特高压交流工程（1000kV、1000MVA）7次

招标时间	工程名称	工程简介
2017年	山东环网 1000kV 特高压交流工程	新增变电容量 1,500 万千瓦安, 输电线路途经山东河南、河北三省, 跨越黄河, 全线同塔双回路架设: 总长度 816 千米, 铁塔共计 1,632 基, 投资超过 140 亿元。每年可减少燃煤消耗 7,560 万吨, 减排二氧化碳 1.485 亿吨、二氧化硫 37 万吨。
2019年	1000kV 特高压东吴变电站主变扩建工程	本次扩建新增 1,000 千伏主变一组, 新增变电容量 3,000 兆伏安。至此, 特高压东吴变电站总容量已达 15,000 兆伏安。来自安徽煤电基地发出的电能通过东吴变电站可以瞬间送达上海的 500 千伏黄渡变电站和昆山的 500 千伏全福变电站。
2020年	芜湖 1000kV 特高压主变扩建工程	本期工程计划扩建 1 组 1,000 千伏主变压器和相应二次设备, 新增变电容量 300 万千瓦安。该工程是提升特高压直流利用效益的重点项目, 扩建后, 将助力±1100 千伏准东-皖南特高压直流输电线路头现酒功率输坯, 有利于新疆清洁能源大规模开发和大范围消纳, 进一步提升华东电网抵御严重故障能力, 助力长三角区域经济社会一体化发展。
2021年	南昌-长沙特高压交流工程	南昌-长沙工程是华中特高压骨干网架的重要组成部分, 工程起于江西省南昌市, 止于湖南省长沙市, 新建两座 1,000 千伏变电站, 新增 1,200 万千瓦安变电容量, 线路长度 2x341 公里, 总投资 102 亿元。
2022年	张北-胜利特高压交流工程	张北-胜利 1000kV 特高压交流工程, 始于张北 1000kV 变电站, 止于内蒙古胜利 1000kV 变电站将新建全长 140 公里的 1000kV 双回线路。项目建成后将进一步增强我市电力供应保障能力, 助力解决当前可再生能源开发和消纳不平衡问题, 满足张北新能源基地外送需要和京津冀地区负荷增长需求。
2023年	川渝 1000kV 特高压交流工程	工程新建四川甘孜、天府南、成都东和重庆铜梁 4 座特高压变电站, 变电容量 2,400 万千瓦安。新建双回特高压线路 658 公里, 总投资 288 亿元, 计划于 2025 年夏季高峰前投运。
2024年	石家庄 1000kV 变电站扩建工程	邢台 (石家庄) 1,000 千伏变电站是京津冀鲁负荷中心的重要枢纽。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

(3) 公司产品在新能源车驱动电机中的应用

驱动电机是新能源车的核心组成部分, 直接影响汽车的主要性能。驱动电机是新能源车的三大核心部件之一, 替代传统汽车的发动机和发电机作为电动汽车的主要执行机构, 其特性决定了爬坡能力、加速能力以及最高车速等汽车行驶的主要性能指标, 直接影响车辆动力性、经济性和舒适性。

公司依托多年对电磁线技术的研发, 通过对裸铜扁线拉丝模具的改良、绝缘漆配方及涂漆工艺的研究, 提高漆包铜扁线的耐电晕性能, 开发出性能满足新能源车 800V 驱动电机使用要求的耐电晕高 PDIV 漆包铜扁线产品。

公司为研发并试生产新能源车驱动电机用电磁线, 自 2021 年开始对已有车间进行改造、引入生产设备、招聘相关研发人员。公司积极开拓新能源车驱动电机用电磁线客户, 截至本招股说明书签署日, 公司已被纳入越南新能源车制造商 VinFast (美国上市公司, Nasdaq:VFS) 的合格供应商名录。

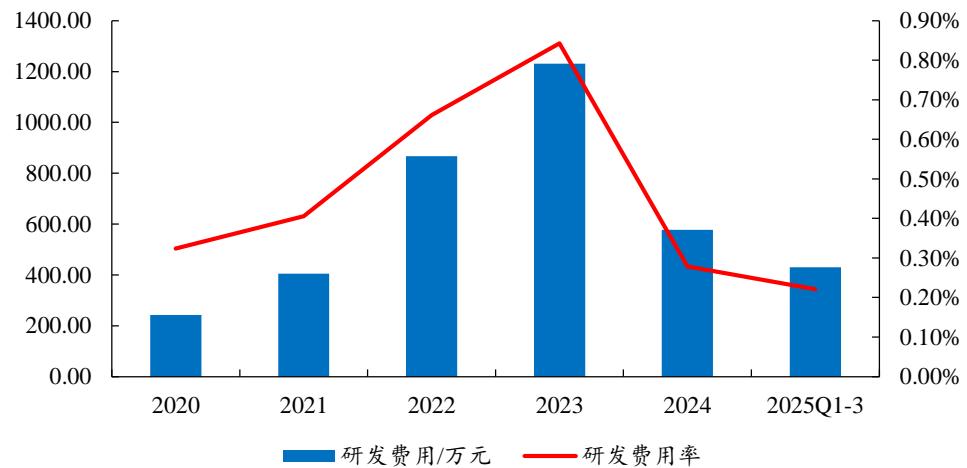
截至 2024 年 12 月 31 日, 公司正在从事的主要研发项目情况如下。

表5：公司正在从事的主要研发项目情况如下

序号	项目名称	进展情况	项目主要内容及拟达到的目标	投入预算情况 (万元)
1	高温自粘换位导线研发项目	进行中	首次为改善高温自粘漆导线横纹现象而研制“高温自粘换位导线研发项目”研制出的高温自粘换位导线	200
2	半硬铜扁线工艺研发项目	进行中	首次为“新挤压生产线”摸索新的生产工艺，为满足对不同屈服强度下，对回拉线差数的变化范围进行对应锁定	200
3	绝缘漆膜减薄换位导线研发项目	进行中	首次为降低变压器线圈的尺寸，降低变压器产品的生产成本研制“绝缘漆膜减薄换位导线研发项目”	600
4	热稳定高屈服强度铜导线研发项目	进行中	首次采用“挤压-拉拔”联合的方式制作高屈服强度的裸铜扁线，在铜含量和导电率不变的情况下，屈服强度将突破350MPa，在持续高温150°C环境下115小时后，屈服强度仍不低于320MPa	600
5	医疗用聚酰亚胺漆包管研发项目	进行中	首次采用聚酰亚胺材料制成漆包管，该漆包管具有柔韧性较高、耐高温和机械强度较高等特点，可用于微创介入医疗器械输送器、构造血管中，提高医疗用聚酰亚胺漆包管的可靠性	200

资料来源：公司招股书、开源证券研究所注：日期截至2024年12月31日

公司2020-2025Q1-3研发费用分别为242.27万元、405.44万元、866.40万元、1230.67万元、577.84万元、430.66万元，公司研发支出占营业收入的比例分别为0.32%、0.41%、0.66%、0.84%、0.28%、0.22%。

图1：2023-2025H1公司研发支出占营业收入的比例分别为0.84%、0.28%、0.22%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、地位：率先完成我国电力变压器用电磁线超/特高压领域三大跨越

公司在二十多年的发展历程中，率先完成了我国电力变压器用电磁线产品在±500kV、±800kV 和±1100kV 等超/特高压领域应用的三大跨越。

2002 年前，我国超高压变压器用电磁线产品长期主要被奥地利阿斯塔公司提供。2002 年，公司成为国内首批将产品应用于±500kV 直流输电工程（国家电网“三峡至常州±500kV 直流输电工程”）换流变压器的电磁线企业；

2008 年，公司成为国内首批将产品应用于当时世界上电压等级最高的±800kV 特高压直流输电工程（向家坝—上海、云南—广东±800kV 特高压直流输电工程）换流变压器的电磁线企业；

2017 年，公司成为国内首批将产品应用于世界上电压等级最高、输送容量最大、输电距离最远、技术水平最先进的昌吉—古泉±1100kV/12GW 特高压直流输电工程换流变压器的电磁线企业。

2019 年至 2023 年，在国家电网、南方电网招标采购的全部特高压直流换流变压器（±800kV 及以上）中，装备有公司电磁线的特高压直流换流变压器（±800kV 及以上）的中标情况。

表6：装备有公司电磁线的特高压直流换流变压器（±800kV 及以上）的中标情况

招标年份	特高压直流项目	直流换流变压器 招标台数 (台)	中标的输变电厂 家	中标台数 (台)	装备有公司电磁 线的台数 (台)	公司占比		
2019 年	雅中至江西 ±800kV	56	沈变公司	14	10			
			中国西电	14	-			
			山东电力设备	14	10			
			保变电气	14	-			
2020 年	白鹤滩至江苏 ±800kV	57	沈变公司	12	9			
			保变电气	12	-			
			山东电力设备	14	11			
			中国西电	19	-			
2021 年	白鹤滩至浙江 ±800kV	56	沈变公司	14	10	50.00%		
			保变电气	14	-			
			山东电力设备	14	11			
			中国西电	14	7			
2023 年	陇东-山东±800kV 宁夏-湖南、金上- 湖北±800kV	56	保变电气	14	-			
			中国西电	14	-			
			山东电力设备	14	-			
			特变电工	7	-			
	哈密-重庆±800kV	56	重庆 ABB	7	-			
			中国西电	14	-			
			保变电气	14	-			
			特变电工	28	14	12.50%		
			常州西电	28	-			
			山东电力设备	14	-			
			广州西门子	14	-			
			特变电工	14	14			
			保变电气	14	-			
			山东电力设备	14	-			
			重庆日立	14	-			
合计		393		393	96	24.43%		

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2019 年至 2023 年，在国家电网、南方电网招标的特高压项目中，装备有公司

电磁线的直流换流变压器、交流变压器的中标合计占比分别为 24.43%和 29.63%。
公司在特高压变压器用电磁线领域占据领先的市场地位。

表7：公司在特高压变压器用电磁线领域占据领先的市场地位

招标年份	特高压交流项目	变压器招标台数(台)	中标的输变电厂家	中标台数(台)	装备有公司电磁线的台数(台)	公司占比
2019 年	东吴变、长治变特高压扩建工程第一次设备招标采购-1000kV 变压器	3	沈变公司	3	3	100%
	芜湖 1000kV 特高压主变扩建工程第一次设备招标采购	3	西安西电	3	3	20%
2020 年	晋北、晋中特高压扩建工程第一次设备招标采购	6	沈变公司 保变电气	3 3	- -	
	北京东特高压交流扩建工程第一次设备招标采购 1000kV 变压器	6	保变电气	6	-	
2021 年	南昌-长沙特高压交流工程第一次设备招标采购-1000kV 变压器	14	沈变公司 衡变公司	7 7	7	33.33%
	交流特高压荆门-武汉第一次设备项目-1000kV 变压器	7	山东电力设备	7	-	
2022 年	国家电网有限公司 2022 年特高压工程第五批采购 (福州-厦门等工程第一次设备招标采购)	7	保变电气	7	-	37.5%
	国家电网有限公司 2022 年特高压工程第二十九批采购 (张北-胜利等工程第一次设备招标采购)	9	保变电气 沈变公司	3 6	6	
2023 年	2023 年川渝百万伏国家电网有限公司 2023 年第十批采购 (特高压项目第一次设备招标采购)	35	保变电气 西安西电 特变电工	7 7 14	7	24.53%
	国家电网有限公司 2023 年第七十六批采购 (特高压项目第六次设备招标采购)	18	山东电力设备 特变电工 保变电气 山东电力设备	7 6 6 6	- 6 - -	
合计		108		108	32	29.63%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2021 年、2022 年和 2023 年，公司国内销售的用于 220kV 及以上电压变压器的电磁线销售数量分别为 8,393.93 吨、11,446.20 吨和 13,571.21 吨，占公司产品总销售量的比重分别为 55.97%、59.14% 和 64.50%。

根据中电联数据，2021年、2022年和2023年，国内新增在网运行的220kV及以上电压变压器容量分别为23,537万kVA、25,839万kVA和29,250万kVA。根据前瞻产业研究院数据，对于35kV至500kV及以上的变压器，每万kVA容量变压器需配置的电磁线用量从9吨到0.6吨不等，平均每新增运行1万kVA高电压等级变压器需使用2.1吨电磁线。因此，2021年、2022年和2023年，国内新增在网运行的220kV及以上电压变压器对应的电磁线使用量分别为49,427.70吨、54,261.90吨和61,424.11吨。

综上，2021年、2022年和2023年，公司国内销售的用于220kV及以上电压等级变压器的电磁线占我国当年新增在网运行的220kV及以上电压等级变压器用电磁线比例为15.38%、18.87%和19.53%。2023年，随着公司220kV及以上电压等级变压器用电磁线销售量的提升，该类产品市场占有率有所提高。

公司产品应用于特高压、超高压、高压和配电等我国电力系统的各个领域，随着下游各领域电力变压器需求的增长，公司产品的市场需求也逐年扩大。

公司营收从2022年的130,765.35万元以年复合增长率26%的速度增长至2024年的206,868.77万元。

表8：公司营收主要来自于高压领域，2024年占总营收的51.59%

应用领域	2024年		2023年		2022年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
特高压	16,909.53	8.17%	9,485.17	6.52%	8,191.22	6.26%
超高压	67,088.49	32.43%	36,904.91	25.35%	31,988.77	24.46%
高压	106,714.48	51.59%	85,450.51	58.70%	64,377.24	49.23%
配电电压	13,504.69	6.53%	13,077.62	8.98%	26,145.30	19.99%
新能源车驱动电机用	2,651.58	1.28%	648.23	0.45%	62.82	0.05%
合计	206,868.77	100.00%	145,566.44	100.00%	130,765.35	100.00%

数据来源：公司二轮问询回复、开源证券研究所

➤ 在手订单

截至2024年12月31日，公司主营业务在手订单金额为49,271.25万元、意向订单金额为23,286.63万元，合计金额为72,557.89万元；主营业务在手订单金额及意向订单金额分别较2023年12月31日增长21,379.04万元和21,168.52万元，在手订单金额持续增长。

表9：截至 2024 年 12 月 31 日，前五大客户合计订单金额 62,292.62 万元

序号	客户	项目	合同数量 (吨)	金额 (万元)	占在手订单及意向订单比例
1	特变电工	在手订单	3,303.07	25,403.21	35.00%
		意向订单	1,652.34	11,040.04	15.21%
		合计	4,955.41	36,443.25	50.21%
2	电气装备集团	在手订单	1,442.96	10,473.01	14.43%
		意向订单	390.60	2,552.01	3.52%
		合计	1,833.56	13,025.01	17.95%
3	埃及 ELSEWEDY	在手订单	228.76	1,784.49	2.46%
		意向订单	572.37	3,718.89	5.12%
		合计	801.07	5,503.38	7.58%
4	印尼优尼度	在手订单	94.88	741.34	1.02%
		意向订单	599.12	3,829.45	5.28%
		合计	694.00	4,570.79	6.30%
5	山东泰开	在手订单	363.79	2,750.19	3.79%
		合计	363.79	2,750.19	3.79%
		合计	8,647.88	62,292.62	85.82%

数据来源：公司二轮问询回复、开源证券研究所

1.3、募投：募投项目在建，达产后实现年收入 95,425.00 万元

➤ 募投项目

募投项目主要着重于智能化生产，提高生产效率，降低人工成本，提升产品质量。实现数智化转型，突破产能瓶颈，扩大业务规模。进一步巩固市场地位，扩大市场份额来达到提高盈利的目标。

电磁线生产线智能数字化扩建项目旨在通过公司多年在电磁线产品上积累的丰富经验和先进工艺，将引进国内外先进制造生产设备，对现有电磁线生产线进行优化和升级，改善现有工艺技术、扩大现有产能，新增电磁线产能 5,000 吨。本项目的实施将进一步提高生产线的自动化和智能化水平，提高企业成本优势和配置效率，提升生产的周转速度，从而提高产品质量，优化产品结构进一步提升企业知名度和市场占有率。同时为匹配扩产后产能，建造智能立体仓库，提升现有物流和库存管理水平。本项目建设完成后，将形成 5,000 吨超高压、特高压电力变压器用电磁线生产能力，项目达产后年销售额 95,425.00 万元。

新能源汽车高效电机用特种电磁线生产基地项目新建的新能源汽车高效电机用特种电磁线生产基地是公司战略规划的重要部分，通过引进国内外先进制造生产设备，利用公司在漆包铜扁线产品上积累的丰富的技术工艺和生产经验，重点研发并生产新能源车 800V 扁线驱动电机用电磁线。本项目的实施将丰富公司产品结构，新增利润增长点，提高企业的综合竞争力。本项目建成达产后，新增年产 6,000 吨耐电晕漆包扁线，实现年销售收入为 60,000.00 万元。

表10：共有五项募投项目

序号	募投项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 金额(万元)	项目备案情况	环评批复情况
1	电磁线生产线 智能数字化升 级项目	5,591.56	5,591.56	沈开经备 [2024]16号	不适用
2	电磁线生产线 智能数字化扩 建项目	5,557.90	5,557.90	沈辽中发改备 [2023]115号	沈环辽中审字 [2024]17号
3	电磁线研发中 心建设项目	5,518.37	1,127.30	沈辽中发改备 [2022]5号	沈环辽中审字 [2022]14号
4	新能源汽车高 效电机用特种 电磁线生产基 地项目	14,882.24	7,879.05	沈辽中发改备 [2022]6号	沈环辽中审字 [2022]20号
5	补充流动资金	8,000.00	8,000.00	不适用	不适用
合计		39,550.07	28,155.81		

数据来源：宏远股份招股说明书、开源证券研究所

2、行业：电磁电缆行业市场需求大，国家电源投资不断增长

公司所属行业为制造业中的“电气机械和器材制造业（C38）”。根据《国民经济行业分类（GB/T4754-2017）》，本公司所属行业为“C38 电气机械和器材制造业”大类下“C383 电线、电缆、光缆及电工器材制造”，具体细分为“C3831 电线、电缆制造”。

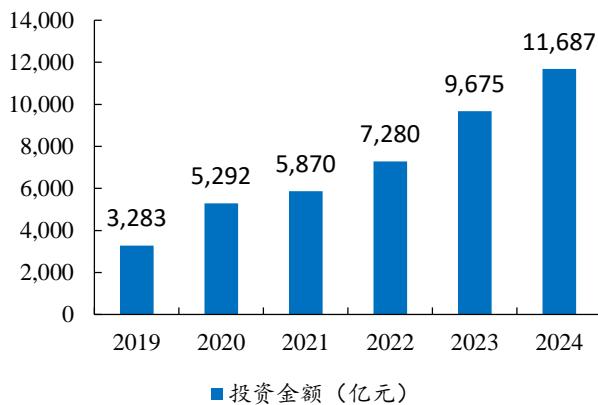
2.1、我国电源投资增长，国内电线电缆市场预计 2032 年达 967 亿美元

根据 BISResearch 发布的市场研究报告显示 2022 年中国电线电缆行业的市场收入价值为 451.8 亿美元，预计年复合增长率为 7.43%，到 2032 年将达到 966.6 亿美元。预计中国电线电缆市场的增长将受到快速城市化、不断扩大的基础设施项目以及对能源传输和通信解决方案不断增长的需求的推动。技术进步和支持创新和可持续发展的政府举措进一步推动了市场的积极发展。

在对可持续性、环境问题和技术进步的日益重视的推动下，中国电线电缆市场正在经历重大变革。中国电线电缆市场在各个领域都至关重要，包括可再生能源系统、建筑和施工、电信和数据中心、工业应用、交通基础设施、医疗保健设施等。

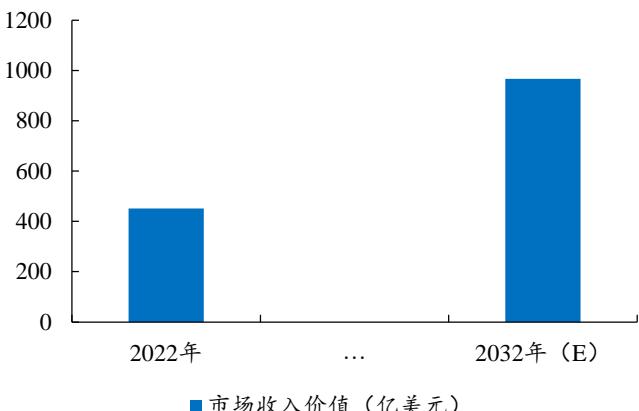
根据中电联，近年来我国电资源投资不断增长，由 2019 年的 3,283 亿元增长到 2024 年的 11,687 亿元，年复合增长率达 28.91%。

图2：近年来我国电资源投资持续加大（亿元）



数据来源：中电联、宏远股份招股说明书、开源证券研究所

图3：预计电线电缆行业预计在 2032 年达 966.6 亿美元



数据来源：BISResearch、开源证券研究所

①全球新能源发电装机量大幅增加

在全球应对气候变化和可持续发展的背景下，根据 BNEF 数据，2022 年全球发电侧新增装机中，约 80% 为新能源发电，光伏和风电分别占比 59% 和 21%。在新能源发电装机容量快速增长的带动下，2022 年全球新增发电能力达到 424GW，相比 2021 年的 371GW 增长了 14%，相比 2012 年的 231GW 增长了 80% 以上。根据国际可再生能源机构（IRENA）发布的《2025 年可再生能源容量统计数据》，全球可再生能源容量将在 2024 年增加 585GW，总计达到 4,448GW，创下年增长率 15.10% 的历史新高。在新能源发电装机大幅增长的带动下，发电侧变压器的海外市场的需求进一步提升。

②海外电网建设需求持续增加

首先，海外需持续进行电网建设以做好新能源发电消纳输送。大规模的风光发电基地往往远离人口稠密的城市，因此电力远距离传输至关重要。在很多地区中，电网容量的不足阻碍了可再生能源的快速发展，导致电网阻塞，因此电网升级扩容需求较强。

其次，电网扩容以满足日益增长的用电侧需求。根据 IEA 数据，全球终端用电量自 2000 年以来几乎翻了一番，并且自 1990 年以来几乎每年都在持续增长，只有 2009 年、2020 年例外。2022 年，尽管发生了全球能源危机，但电力需求仍同比增长 2%，驱动力主要来自于新兴市场和发展中经济体的增长。

第三，多国迫切解决存量线路老化问题。各国电网在历史发展、投资、当前现代化建设等因素的影响下，运营年数不尽相同。电网设备的使用寿命也因具体组件、过载和容量问题、环境因素、维护方法和技术进步而有所差异。老龄化的电力设备可能带来重大的安全性和可靠性风险，因此多国迫切需要解决存量线路老化问题。

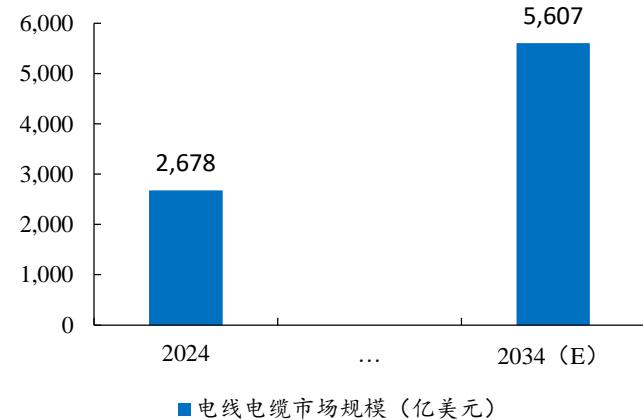
根据 GlobalMarketInsights 发布的报告显示，2024 年全球电线电缆市场为 2678 亿美元，预计从 2025 年到 2034 年的复合年增长率将达到 7.3%，这得益于资金持续流入建立或翻新输配电网络以满足全球不断增长的电力需求。政府在全球范围内推

动城市化和智慧城市计划的努力将推动对安全可靠的布线基础设施的需求，从而推动行业发展。根据 Statista 的数据，印度的城市人口在过去十年中增长了 4%，这增加了这些地区的能源需求，进而提高了产品渗透率。绿色能源计划的实施促进了可再生能源在电网中的整合。在过去几年中，全球各国都在转向清洁能源生产。在欧洲，这些来源占总能源消耗的 24%以上，预计未来几年将进一步增长。这个转变趋势又将补充电线电缆市场，以安全地整合这些来源。

地缘政治紧张局势和物流中断迫使当地制造商增加电线电缆生产，这个转变趋势减少了对从全球进口商品的依赖。这些增加本地供应的努力改善了物流、原材料需求、供应缺口，并进一步促进了推动市场增长的基础设施的持续发展。

图4：欧美电网投资额逐年递增（亿美元）

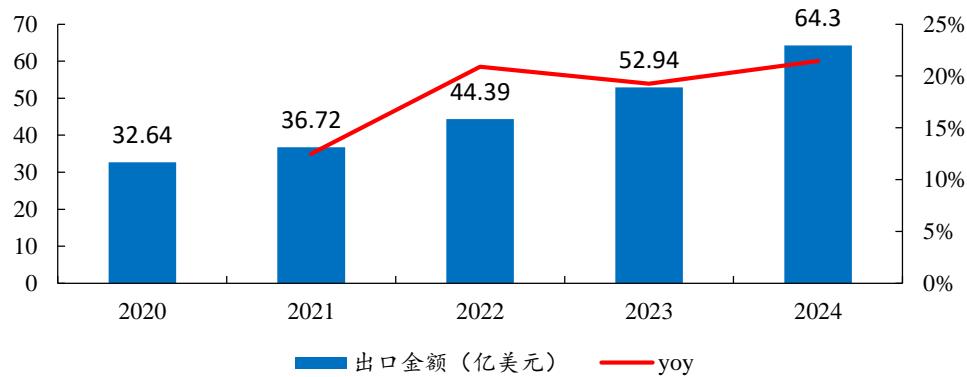

数据来源：IEA、宏远股份招股说明书、开源证券研究所

图5：全球电线电缆行业预计在 2034 年达 5607 亿美元


数据来源：GlobalMarketInsights、开源证券研究所

海外电力设备市场需求的增长，为高电压等级变压器提供了市场机遇，进而促进了对电磁线需求的增加。在全球电线电缆行业，主要市场参与者包括 Prysmian、SumitomoElectricIndustriesLtd.、Belden、NKTA/S、ElsewedyElectric、Nexans 和 FujikuraLtd.，以上公司在 2024 年合计占据超过 40%的市场份额。中小企业依旧有足够的成长空间。

2020 年以来我国变压器出口金额持续增长，由 2020 年的 32.64 亿美元增长至 2024 年的 64.30 亿美元，年复合增长率达 18.47%。

图6：2024 年我国变压器出口金额达 64.3 亿美元


数据来源：海关总署、宏远股份招股说明书、开源证券研究所

2.2、空间：2023年电力变压器用电磁线国内年均市场空间 220.6亿元

公司在特高压领域的竞争对手为统力电工、天威线材、上海杨铜和阿斯塔中国。在特高压领域，2019-2023年公司特高压产品年均市场空间为3.83亿元。

表11：2019-2023年公司特高压产品年均市场空间为3.83亿元

项目	2019年至2023年	说明
公司特高压产品市场占有率	2019年至2023年，在国家电网、南方电网招标的特高压项目中，客户装备有公司电磁线的直流换流变压器、交流变压器的中标合计占比分别为24.43%和29.63%。	A
公司特高压产品销售金额	2019年至2023年，公司应用于特高压直流换流变压器和特高压交流变压器的产品近5年合计销售收入分别为2.85亿元和2.21亿元，合计5.06亿元	B
特高压市场空间	2019年至2023年，最近5年市场空间19.13亿元	B/A
特高压年均市场空间	3.83亿元	(B/A)/5

资料来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

公司超高压产品的主要竞争对手为统力电工、天威线材、上海杨铜、阿斯塔中国、金杯电工、经纬辉开、中航宝胜电气股份有限公司等；公司高压产品的主要竞争对手除了上述公司，还包括无锡友方电工股份有限公司、无锡锡洲电磁线有限公司、江苏中容电气有限公司等公司，即随着电压等级的降低，公司竞争对手增多。

根据中联电公布的我国220kV及以上变压器容量数据，经测算，2021年、2022年和2023年，公司国内销售的用于220kV及以上电压等级变压器的电磁线占我国当年新增在网运行的220kV及以上电压等级变压器用电磁线比例为15.38%、18.87%和19.53%。根据公司2023年220kV及以上产品市场占有率，可测算2023年国内220kV及以上产品市场空间为48.43亿元。

根据QYResearch数据，2022年中国110kV及以上主网变压器市场销售收入为476亿元，预计至2029年年复合增长率6.91%，因此2023年我国110kV及以上变压器销售规模预计为509亿元。电力变压器行业毛利率水平一般在20%~25%，电磁线成本约占变压器成本的30%左右，由此可以测算得出2023年我国110kV及以上变压器用电磁线销售规模为118亿元。

表12：2023年我国110kV及以上变压器用电磁线销售规模为118亿元

项目	2023年
2023年我国110kV及以上（含特高压、超高压、高压）变压器销售规模	509亿元
电力变压器行业毛利率水平	20%~25%
电磁线成本约占变压器成本比例	0.3
2023年110kV及以上（含特高压、超高压、高压）产品国内市场空间	118亿元

数据来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

经测算，2023年超高压、高压产品国内市场空间为114.17亿元。

表13：2023年超高压、高压产品国内市场空间为114.17亿元（亿元）

项目	2023年
2023年110kV及以上（含特高压、超高压、高压）产品	118.00
其中，1、特高压产品	3.83
(1) 220kV及以上产品（不含特高压）	44.60
2、超高压、高压产品	69.57
小计：	114.17

数据来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

配电变压器用电磁线技术要求相对不高，行业进入门槛相对较低，行业内生产企业较多，市场集中度不高，但市场空间较大。根据公司一轮问询回复，2023年我国电力变压器用电磁线市场规模为220.63亿元。结合上文所述，2023年110kV及以上（含特高压、超高压、高压）产品市场规模118亿元，则2023年配电产品国内市场空间为102.63亿元。

根据公司一轮问询回复，2023年全球电力变压器市场规模为588亿美元。电力变压器行业毛利率水平一般在20%~25%，电磁线成本约占变压器成本的30%左右，由此可以测算得出2023年全球电力变压器用电磁线的市场规模为136.71亿美元，市场空间广阔。

表14：2023年全球电力变压器用电磁线的市场规模为136.71亿美元

项目	2023年
2023年全球电力变压器市场规模	588亿美元
电力变压器行业毛利率水平	20%~25%
电磁线成本约占变压器成本比例	30%
2023年全球电力变压器用电磁线的市场空间	137亿美元

数据来源：公司一轮问询回复、开源证券研究所

2.3、格局：与主要竞争对手技术实力对比处于行业领先水平

随着电压等级的提高，技术难度不断提升，公司竞争对手逐步减少。公司在技术难度最高的特高压变压器用电磁线领域占据领先的市场地位，并被认定为国家级“制造业单项冠军企业”，反映出公司具备较强的技术水平和市场地位。

表15：四家企业为公司的主要竞争对手

序号	细分市场	主要竞争者
1	特高压	统力电工、天威线材、上海杨铜、阿斯塔中国
2	超高压	统力电工、天威线材、上海杨铜、阿斯塔中国、金杯电工、经纬辉开、中航宝胜电气股份有限公司等
3	高压	统力电工、天威线材、上海杨铜、阿斯塔中国、金杯电工、经纬辉开、中航宝胜电气股份有限公司、无锡友方电工股份有限公司、无锡锡洲电磁线有限公司、江苏中容电气有限公司等
4	配电	我国配电变压器用电磁线生产厂家众多，市场集中度不高

资料来源：公司二轮问询回复、开源证券研究所

截至 2024 年 12 月 31 日，公司已拥有 80 项专利，其中发明专利 16 项、实用新型专利 62 项、外观设计专利 2 项，专利覆盖产品结构、工装夹具、检测装置等。2015 年，中国机械工业联合会依托本公司组建了“机械工业绕组线工程研究中心”。同时，公司参与起草制定 14 项国家或行业标准，体现了公司的技术实力和行业地位。与公司主要竞争对手相比，公司产品在降低绕组涡流损耗、负载损耗、提高绕组抗短路能力、抗击穿电压能力和减小绕组体积等主要性能指标优于或等于主要竞争对手，公司技术水平具有先进性。

表16：公司与主要竞争对手技术实力对比处于行业领先水平

公司名称	技术实力对比
统力电工	高新技术企业、中国线缆行业百强企业、中国机械工业管理进步示范企业、江苏省专精特新“小巨人”企业。
天威线材	致力于变压器用各类电磁线的研发制造，拥有一支电磁线系列产品研究、制造、检验的专业化人才队伍，在原有电磁线的生产基础上，重点开发了特高压交流变压器、直流用换流变压器用电磁线系列产品。
上海杨铜	是一家专业制造变压器及电抗器用电磁线的企业，具备专业制造高电压、大容量变压器用电磁线的规模和能力。上海杨铜现具备年产 20,000 吨电线的生产规模。
阿斯塔中国	主要产品为连续换位导线(CTC)和各种扁平绝缘导线，产品广泛使用于中国以及亚太地区 ABB，西门子，通用电气等全球知名电力变压器以及其他电气、电机设备制造厂商。年生产能力超过 10,000 吨。
宏远股份	国家级“制造业单项冠军企业”、辽宁省“制造业单项冠军企业”、辽宁省“专精特新”中小企业、国家级“绿色工厂”等，经中国机械工业联合会鉴定，公司多项产品达到行业领先水平

资料来源：各公司二轮问询回复、开源证券研究所

国际市场竞争方面，公司的主要竞争对手有阿斯塔和韩国 SamDong，阿斯塔和韩国 SamDong 均为在全球布局的电磁线生产公司，除上述两家外，公司在各个国家或地区的竞争对手还包括当地的电磁线生产企业。

阿斯塔 1814 年成立，致力于输变电及各种电力应用的金属导体制造，在中国、奥地利、波斯尼亚、巴西和印度共有六个生产基地，为其全球客户提供服务，用于重大基础设施项目和电动交通的配套，主要客户包括西门子、日本东芝、日本日立、中国国家电网、特变电工等，根据阿斯塔官网显示，其 2023 年净销售额为 5.67 亿欧元。

韩国 SamDong 于 1977 年在韩国成立，在韩国、美国、欧洲等均建立了工厂，产品主要应用于电力变压器、家用电机、汽车工业等，产品销往亚洲、欧洲、大洋洲和美洲。

在电磁线境外销售方面，公司主要境外客户，相较于其他同类电磁线厂商，公司在产品质量、产品技术水平、售后服务等方面具备优势；同时，公司主要境外客户均表示公司为其重要电磁线供应商，与公司有长期合作计划。2022 年，受全球公共卫生事件影响，公司境外客户生产经营活动及公司境外销售活动范围及方式受到一定影响，导致公司境外销售规模相对较小。2023 年以来，随着全球公共卫生事件影响的逐步消除，公司通过持续优化境外销售策略、加强市场推广和积极维护客户关系等措施，公司境外销售随之增长。公司在电磁线行业深耕二十余年，在产品质量、产品技术水平、售后服务、交货周期等方面均得到境外客户高度认可，与境外下游主要客户合作历史悠久，合作较为稳定且具有持续性。境外市场是公司重要的发展战略之一，随着下游行业的不断发展，公司将积极开拓境外市场以进一步提升国际品牌影响力。

表17：相比于境内，境外市场收入占比较小

产品名称	地域	2024 年度		2023 年度		2022 年度	
		收入金额（万元）	占主营业务收入比例（%）	收入金额（万元）	占主营业务收入比例（%）	收入金额（万元）	占主营业务收入比例（%）
换位导线	境内	128,951.45	62.33	94,256.56	64.75	78,258.77	59.85
	境外	34,431.20	16.64	16,234.44	11.15	5,437.84	4.16
	小计	163,382.66	78.98	110,491.01	75.90	83,696.61	64.01
纸包线	境内	25,964.04	12.55	22,865.98	15.71	28,185.36	21.55
	境外	12,503.68	6.04	6,761.97	4.65	2,797.64	2.14
	小计	38,467.72	18.60	29,627.95	20.35	30,983.00	23.69
漆包纸包线	境内	1,080.16	0.52	325.60	0.22	2,281.20	1.74
	境外	283.77	0.14	60.61	0.04	127.97	0.10
	小计	1,363.93	0.66	386.21	0.27	2,409.17	1.84
漆包线	境内	985.76	0.48	4,248.45	2.92	13,464.51	10.30
	境外	2,668.70	1.29	812.83	0.56	212.05	0.16
	小计	3,654.46	1.77	5,061.28	3.48	13,676.56	10.46
合计	境内	156,981.42	75.88	121,696.59	83.60	122,189.84	93.44
	境外	49,887.34	24.12	23,869.86	16.40	8,575.51	6.56
	小计	206,868.76	100.00	145,566.45	100.00	130,765.35	100.00

数据来源：公司二轮问询回复、开源证券研究所

3、2022-2024年收入复合增长率25.7%，技术人员从业多年

宏远股份自成立以来专注从事电磁线的研发、生产和销售，已发展成为具有成熟研发和生产能力的高压、超高压、特高压变压器用电磁线产品制造商。

公司致力于电磁线的研发和生产，凭借不断的技术研发和产品创新，产品已广泛应用于我国多项具有行业领先水平的超/特高压输电工程，为超/特高压变压器用电磁线产业发展做出了重要贡献。公司行业地位稳固、持续经营能力不断增强，最近三年营业收入复合增长率达25.74%。

公司核心技术人员共四名，其中最长从业时间在50年，最少的从业时间在16年。核心技术人员普遍从业多年，经验丰富，对电线电缆行业有着充分的了解和技术经验。

表18：主要技术人员平均从业时间30年

技术人员姓名/名称	职务	简历
杨绪清	董事 长、 总经 理	杨绪清先生，1956年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，高中。1975年11月至1978年9月，任新民县小梁山中学机电厂技术员；1978年9月至1980年7月，任于洪区沙岭电器厂技术员；1980年7月至1988年12月，任沈阳市沙岭帆布制品厂厂长；1989年1月至2000年4月，历任沈阳市沙岭电线厂、沈阳市沙岭电磁线厂厂长；2000年4月至2018年12月，任宏远有限执行董事、总经理；2018年12月至今，任公司董事长、总经理。
高荣朋	副总 经理	高荣朋先生，1973年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1992年1月至2000年4月，历任沈阳市沙岭电线厂、沈阳市沙岭电磁线厂生产部部长、副总经理；2000年4月至2018年12月，任宏远有限生产部部长、副总经理；2018年12月至2021年3月，任公司董事、副总经理；2021年9月至今，任公司副总经理。
王德宏	技术 研发 部部 部长、 监事	王德宏先生，1985年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2009年3月至2018年12月，历任宏远有限检验员、工艺技术员、技术研发部部长；2018年12月至今任公司技术研发部部长、监事。
罗少杰	技术 研发 部副 部长	罗少杰女士，1980年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002年7月至2003年7月，任大连仪表集团有限公司技术员；2003年7月至2004年5月，任可尔特乐器（大连）有限公司技术员；2004年5月至2008年5月任村田电子有限公司技术员；2008年7月至2008年12月，任宏远有限工艺技术员；2018年12月至今，历任公司工艺技术员、技术研发部副部长。

资料来源：宏远股份招股说明书、开源证券研究所

3.1、主要产品：导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线等

公司主要产品包括换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线等。电磁线又称绕组线，是一种被绝缘层包裹的导电金属电线，用以绕制电工产品的线圈（线圈也称绕组）。电磁线的工作原理为根据法拉第电磁感应效应现象，电流通过线圈产生磁场或线圈切割磁力线产生感应电流，实现电能和磁场能的相互转换。电磁线是电力设备、家用电器、工业电机和交通设备等产品的重要构件，被誉为电机、电器工业产品的“心脏”。电磁线从导线的材料属性划分可分为铜线、铝线和合金线，从导线的形状划分可分为圆线、扁线和异形线。

表19：公司电磁线产品的主要类型为铜扁线

产品名称	图标	含义	应用领域
换位导线		换位导线是以一定根数的漆包扁线组合成宽面相互接触的两列，按技术要求在两列漆包扁线的上面和下面沿窄面作同一转向的换位，并用电工绝缘纸绳或带作连续绕包或捆绑的绕组线	主要应用于高压、超高压、特高压变压器
纸包线		纸包线是在铜扁线表面用绝缘纸带作多层次连续绕包的绕组线	主要应用于高压及配电变压器
组合导线 (纸包线)		组合导线是指两根及以上的扁绕组线(如纸包铜扁线)，组成宽面或窄面重叠的排列，按要求用绝缘纸带作多层次连续绕包的绕组线	
漆包线		漆包线是指涂覆固化树脂绝缘的绕组线	1、配电变压器;2、新能源车驱动电机
漆包纸包线		漆包纸包线是指漆包线用绝缘纸进行多层次连续绕包而成的绕组线	主要应用于超高压、特高压变压器
组合导线 (漆包纸包线)		是指两根及以上的漆包铜扁线组合成宽面或窄面相互接触的一列，按要求用绝缘纸带作多层次连续紧密绕包的绕组线	

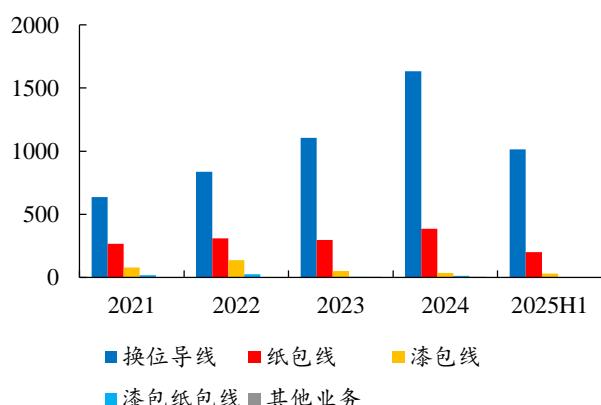
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

收入端：2022-2024 年公司主营业务收入主要为各类电磁线产品的销售收入，包括换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线等，主营业务收入占营业收入比例分别为 99.77%、99.63% 和 99.82%，主营业务突出；公司其他业务收入主要是原材料销售，占营业收入比例较低。

2022-2024 年，换位导线产品收入分别为 83,696.61 万元、110,491.01 万元和 163,382.66 万元，占公司主营业务收入比例为 64.01%、75.90% 和 78.98%，为公司最主要产品。换位导线产品收入 2023 年度、2024 年度同比增幅分别为 32.01% 和 47.87%，主要受销量增加影响。

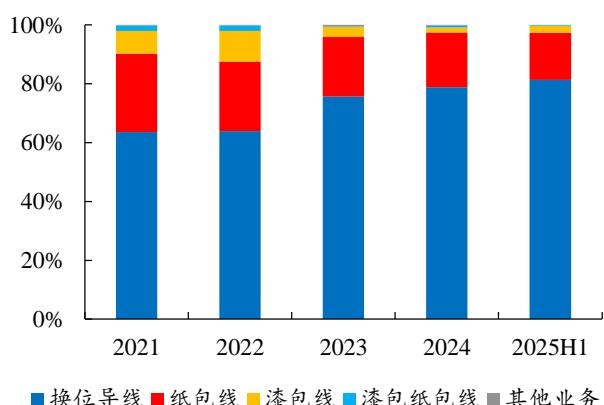
公司纸包线销售收入分别为 30,983.00 万元、29,627.95 万元和 38,467.72 万元，2024 年度纸包线销售收入增加，主要受销量增加影响。漆包线销售收入分别为 13,676.56 万元、5,061.28 万元和 3,654.46 万元，

图7：2025H1 换位导线端收入为 10.13 亿元（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：主营业务产品主要为换位导线



数据来源：Wind、开源证券研究所

产量&销量端：2022-2024 年，漆包线销量分别为 14448.33 吨、16366.74 吨、21603.8 吨，产销率分别为 105.04%、96.6%、95.13%；纸包线销量分别为 4904.8 吨、4557.46 吨、5504.95 吨，产销率分别为 103.76%、95.69%、100.06%。

表20：2024 年漆包线销量为 21603.8 吨

产品	指标	2022 年	2023 年	2024 年
漆包线（含换位导线、漆包纸包线）	产能（吨）	15500	16400	22700
	产量（吨）	13755.42	16942.88	22710.92
	销量（吨）	14448.33	16366.74	21603.8
	产能利用率	0.8874	1.0331	1.0005
纸包线	产销率	1.0504	0.966	0.9513
	产能（吨）	4800	4800	6100
	产量（吨）	4726.85	4762.8	5501.79
	销量（吨）	4904.8	4557.46	5504.95
	产能利用率	0.9848	0.9923	0.9019
	产销率	1.0376	0.9569	1.0006

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

主要客户：2023-2025H1，公司向前五大客户销售金额分别为 111833.03 万元、150147.30 万元、77114.09 万元，占当期营业收入的比重分别为 76.55%、72.44%、和 41.8%。

表21：2023-2025H1，前五名客户销售收入占比为 76.55%、72.44%、和 41.8%

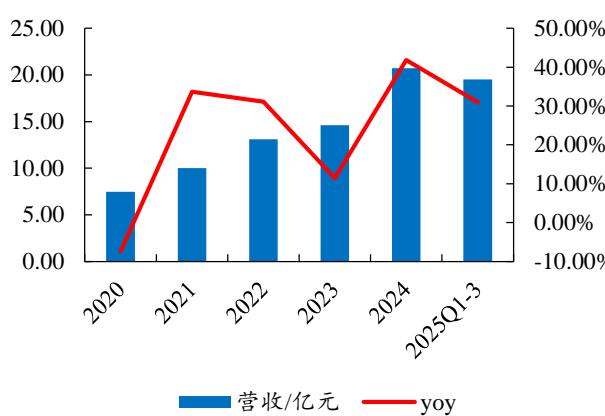
年份	单位名称(客户)	销售金额 (万元)	占营业收入比 (%)
2025H1	特变电工沈阳变压器集团有限公司	28,707.48	23.04
	中国电气装备集团供应链科技有限公司	19,146.93	15.37
	特变电工股份有限公司新疆变压器厂	15,846.72	12.72
	山东泰开变压器有限公司	6,785.00	5.45
	哈尔滨变压器有限责任公司	6,627.96	5.32
2024 年	合计	77,114.09	61.9
	特变电工及其关联公司	86,626.93	41.8
	电气装备集团及其关联公司	24,047.59	11.6
	山东泰开变压器有限公司	19,939.49	9.62
	哈尔滨变压器有限责任公司	10,700.50	5.16
2023 年	埃及 ELSEWEDY	8,832.79	4.26
	合计	150,147.30	72.44
	特变电工及其关联公司	68,420.61	46.83
	山东泰开变压器有限公司	17,306.77	11.85
	电气装备集团及其关联公司	10,183.02	6.97
	哈尔滨变压器有限责任公司	8,594.85	5.88
	ASTORENERJIA.S.(土耳其)	7,327.79	5.02
	合计	111,833.03	76.55

数据来源：Wind、开源证券研究所

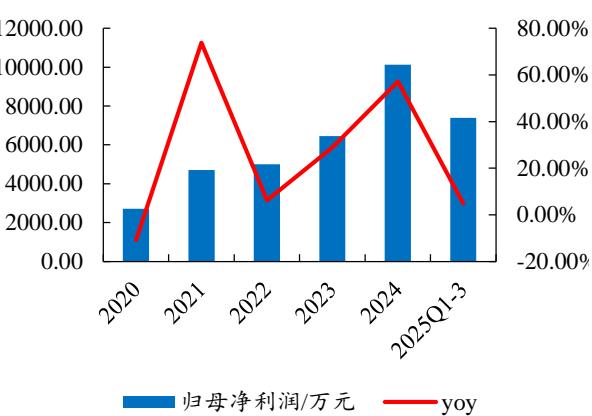
3.2、财务：2024 年实现营收 20.72 亿元、归母净利润 10,130.17 万元

2022-2024 年，公司营业收入分别为 13.11 亿元、14.61 亿元和 20.72 亿元，收入规模持续增长，年复合增长率为 25.74%。公司主营业务收入分别为 130,765.35 万元、145,566.45 万元和 206,868.76 万元，2023 年度、2024 年度主营业务收入较上年涨幅分别为 11.32% 和 42.11%，主要原因是在“双碳”和构建新型电力系统的背景下，我国电源项目建设的加速推进和电网项目建设的持续推进，下游市场需求增长，公司产品销量大幅增长；

同时，受产品结构及铜价影响，公司产品销售单价略有增加，销量与销售单价综合影响导致主营业务收入持续增长。2022-2024 年归母净利润分别为 4,999.75 万元、6,446.57 万元和 10,130.17 万元。

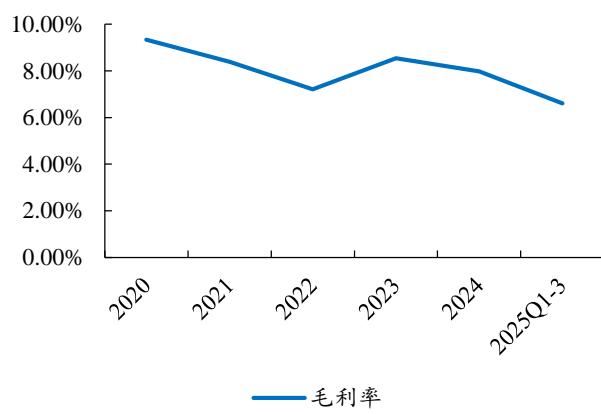
图9：2024年实现营业收入20.72亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

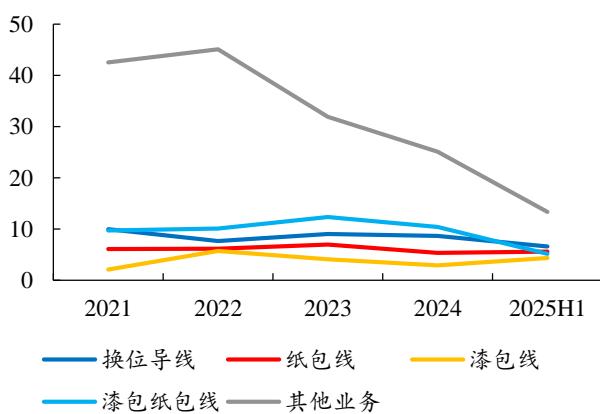
图10：2024年公司归母净利润为10,130.17万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2024年公司综合毛利率分别为7.21%、8.54%和7.97%，公司主营业务毛利率分别为7.12%、8.45%和7.94%。

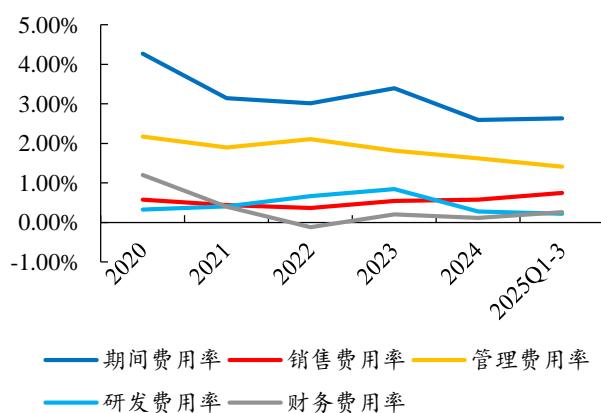
图11：2024年公司综合毛利率为7.97%


数据来源：Wind、开源证券研究所

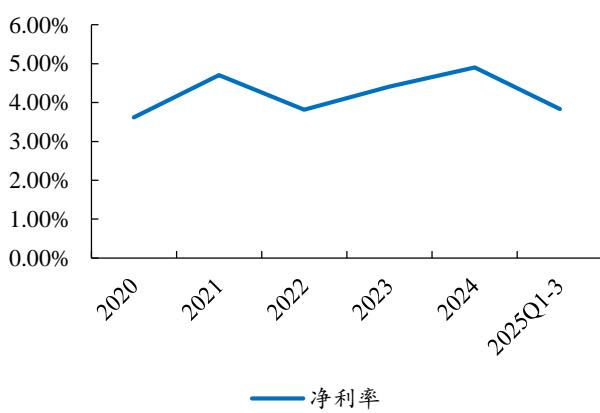
图12：2024年漆包纸包线的毛利率为10.42%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020-2025Q1-3，公司期间费用率分别为3.14%、3.02%、3.39%、2.59%、2.64%，净利率受毛利率及期间费用率的综合影响，净利率整体有所波动，2024年净利率为4.90%。

图13：2024年公司期间费用率为2.59%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年净利率为4.90%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

目前国内尚无与公司主营业务完全一致的A股上市公司，基于公司所属行业类别，同时考虑所属行业分类下上市公司的主营业务产品及结构、产品功能及应用领域等因素后，选择电磁线行业上市公司精达股份（600577.SH）、长城科技（603897.SH）、金杯电工（002533.SZ）、经纬辉开（300120.SZ）作为宏远股份的同行业可比上市公司。

精达股份电磁线产品主要包括漆包圆铜线、漆包扁铜线和漆包圆铝线，产品运用于家用电器、汽车电机包括新能源汽车电机、工业电机、变压器、电动工具、微特电机、电子、通讯、交通、电网等领域。

长城科技电磁线产品主要包括圆铜线和扁铜线，产品运用于工业电机、家用电器、汽车电机、电动工具、仪器仪表等领域。

金杯电工电磁线产品包括电磁线、电气装备用电线、特种电线电缆、电力电缆、裸导线等，产品运用于房地产、特高压、轨道交通、风力发电、核电、军工、新能源汽车等领域。

经纬辉开目前为双主业运营，所处行业为计算机、通信和其他电子设备制造业，主要为液晶显示和触控显示模组、电磁线、电抗器的研发、生产和销售，其主要产品包括液晶显示器件及触控模组等、电磁线、电抗器等。

表22：共有四家可比公司

公司名称	公司简介	所属行业	年度	营业收入 (万元)	电磁线收入 (万元)	电磁线销售量 (万吨)
精达股份 (600577.SH)	精达股份电磁线产品主要包括漆包圆铜线、漆包扁铜线和漆包圆铝线，产品运用于家用电器、汽车电机包括新能源汽车电机、工业电机、变压器、电动工具、微特电机、电子、通讯、交通、电网等领域。2024年，该公司实现销售收入223.23亿元，其中电磁线销量约为28.00万吨，电磁线业务实现收入161.25亿元。	电气机械及器材制造业	2024年	2,232,257.99	1,612,481.27	28.00
长城科技 (603897.SH)	长城科技电磁线产品主要包括圆铜线和扁铜线，产品运用于工业电机、家用电器、汽车电机、电动工具、仪器仪表等领域。2024年，该公司实现销售收入129.85亿元，其中电磁线销量约为17.78万吨，电磁线业务实现收入127.12亿元。	电气机械及器材制造业	2024年	1,298,543.72	1,271,170.36	17.78
金杯电工 (002533.SZ)	金杯电工电磁线产品包括电磁线、电气装备用电线、特种电线电缆、电力电缆、裸导线等，产品运用于房地产、特高压、轨道交通、风力发电、核电、军工、新能源汽车等领域。2024年，金杯电工实现销售收入176.69亿元，其中电磁线销量8.45万吨，电磁线业务实现收入65.61亿元。其中，特高压变压器用电磁线业务主要由子公司无锡统力电工有限公司开展。	电气机械及器材制造业	2024年	3.38	656,057.03	8.45
经纬辉开 (300120.SZ)	经纬辉开电磁线产品包括换位铝导线、换位铜导线、铜组合线、漆包线、薄膜绕包线，产品运用于电机、电器、仪表、变压器、电子元器件、新能源汽车等领域。2023年，经纬辉开实现销售收入34.34亿元，其中电磁线销量1.61万吨，电磁线业务实现收入9.91亿元。在变压器用电磁线领域，主要产品为高压变压器和配电变压器用电磁线。	计算机、通信和其他电子设备制造业	2023年	343,374.97	99,108.15	1.61
宏远股份 (874195.BJ)	宏远股份主要从事电磁线的研发、生产和销售，产品主要包括换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线	电气机械和器材制造业	2024年	207,244.02	206,868.76	2.74

公司名称	公司简介	所属行业	年度	营业收入 (万元)	电磁线收入 (万元)	电磁线销 量(万 吨)
------	------	------	----	--------------	---------------	-------------------

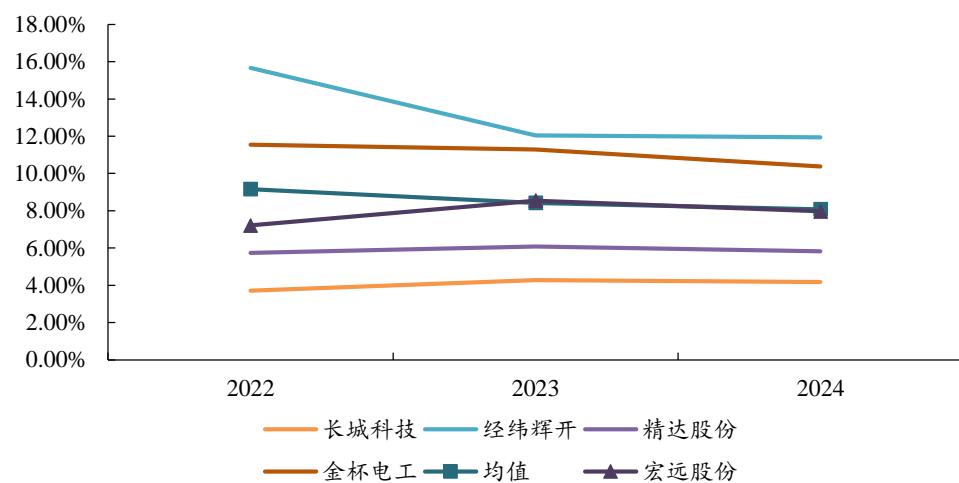
等多种品类，目前主要应用于高电压、大容量电力变压器、换流变压器和电抗器等大型输变电设备。

造业

资料来源：宏远股份招股说明书、开源证券研究所

2022-2024 年公司的毛利率分别为 7.21%，8.54% 和 7.97%，与同行业可比公司的毛利率平均水平相比处于中游水平。

图15：宏远股份毛利率处于可比公司中游水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

同行业可比公司 PE2025-2027 的均值为 29.8/26.1/23.5 倍。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 114/148/196 百万元，对应 EPS 分别为 0.89/1.16/1.54 元/股，当前股价对应 PE 分别为 35.3/27.2/20.5 倍。

考虑标的具有一定的稀缺性，是国家级“制造业单项冠军企业”，在特高压变压器用电磁线领域占据领先的市场地位，行业市场空间广阔，首次覆盖给予“增持”评级。

表23：同行业可比公司 2025PE 均值 29.8X

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
精达股份	600577.SH	14.06	302.19	0.33	0.37	0.41	43.2	37.7	34.3
金杯电工	002533.SZ	14.23	104.44	0.86	0.99	1.11	16.5	14.4	12.76
长城科技	603897.SH	26.31	54.31						
经纬辉开	300120.SZ	8.56	49.17						
	均值	15.79	127.53	0.60	0.68	0.76	29.8	26.1	23.5
宏远股份	920018.BJ	31.55	40.17	0.89	1.16	1.54	35.3	27.2	20.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：精达股份、金杯电工盈利预测来自 Wind 一致预期，数据截至 2026 年 2 月 3 日）

5、风险提示

原材料价格波动风险，供应商集中风险，业务开拓风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	757	1153	1311	1766	2185	营业收入	1461	2072	2724	3417	4438
现金	229	431	503	642	844	营业成本	1336	1907	2519	3144	4070
应收票据及应收账款	202	253	341	407	565	营业税金及附加	4	6	8	10	13
其他应收款	6	32	18	45	37	营业费用	8	12	14	21	27
预付账款	3	9	10	9	18	管理费用	26	34	46	62	80
存货	245	374	368	598	658	研发费用	12	6	14	14	18
其他流动资产	71	53	69	64	62	财务费用	3	2	14	20	27
非流动资产	164	196	217	239	276	资产减值损失	-0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	4	24	24	24	24
固定资产	109	133	167	195	234	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	32	33	32	31	31	投资净收益	-6	-9	3	3	2
其他非流动资产	23	30	18	14	12	资产处置收益	-0	-0	0	0	0
资产总计	921	1349	1528	2005	2461	营业利润	71	116	135	174	232
流动负债	456	763	792	1134	1407	营业外收入	1	3	0	0	0
短期借款	138	240	247	480	512	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	262	395	525	596	850	利润总额	72	120	135	174	232
其他流动负债	55	129	21	58	46	所得税	8	18	20	26	35
非流动负债	23	43	43	39	37	净利润	64	102	115	148	197
长期借款	0	20	18	15	13	少数股东损益	0	0	1	1	1
其他非流动负债	23	23	24	23	23	归属母公司净利润	64	101	114	148	196
负债合计	480	805	835	1173	1443	EBITDA	86	141	156	204	271
少数股东权益	0	3	4	5	6	EPS(元)	0.51	0.80	0.89	1.16	1.54
股本	92	92	127	127	127						
资本公积	142	142	142	142	142	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	208	309	424	572	769	成长能力					
归属母公司股东权益	442	540	689	827	1012	营业收入(%)	11.5	41.8	31.5	25.4	29.9
负债和股东权益	921	1349	1528	2005	2461	营业利润(%)	49.9	63.8	16.2	29.1	32.9
						归属于母公司净利润(%)	28.9	57.1	12.2	29.9	33.0
						获利能力					
						毛利率(%)	8.5	8.0	7.5	8.0	8.3
						净利率(%)	4.4	4.9	4.2	4.3	4.4
						ROE(%)	14.6	18.7	17.5	18.6	20.1
						ROIC(%)	10.4	12.0	12.4	11.7	13.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.1	59.7	54.6	58.5	58.7
						净负债比率(%)	-7.5	-17.9	-31.8	-14.8	-29.5
						流动比率	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6
						速动比率	1.1	1.0	1.2	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0
						应收账款周转率	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
						应付账款周转率	160.6	117.0	117.0	117.0	117.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.51	0.80	0.89	1.16	1.54
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	0.22	1.01	-0.15	2.16
						每股净资产(最新摊薄)	3.47	4.24	5.13	6.22	7.67
						估值比率					
						P/E	62.3	39.7	35.3	27.2	20.5
						P/B	9.1	7.4	6.1	5.1	4.1
						EV/EBITDA	46.6	27.8	24.4	19.1	13.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn