

2026年03月27日

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚

huwenhan@huayuanstock.com

赛英电子(920181.BJ)

——聚焦功率半导体关键部件，有望受益于特高压、新能源等下游需求

投资要点：

- **赛英电子本次发行价格 28.0 元/股，发行市盈率 13.73X，申购日为 2026 年 3 月 30 日。**公司本次发行数量为 1080 万股，发行后总股本为 4320 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25.69%，老股占可流通股本比例为 2.7%。本次发行战略配售发行数量为 108 万股，占本次发行数量的 **10.00%**。有 **5 家**战略投资者参与公司的战略配售。募投项目方面，公司拟向不特定合格投资者公开发行股票不超过 1,080 万股；功率半导体模块散热基板新建生产基地及产能提升项目建成达产后，公司预计新增 1200 万片平底型封装散热基板与 600 万片针齿型封装散热基板产能。
- **赛英电子深耕功率半导体器件关键部件，2024 年归母净利润达 7390 万元 (yoy+34.20%)。**公司专业从事陶瓷管壳和封装散热基板等功率半导体器件关键部件研发、制造和销售，产品主要应用于晶闸管、IGBT 和 IGCT 等功率半导体器件，应用领域覆盖发电、输电、变电、配电、用电等电力系统全产业链，在特高压输变电、新能源发电、工业控制、新能源汽车、智算中心、轨道交通等领域发挥重要作用。销售模式上，公司采用直销模式进行销售，直接与客户建立业务关系。2025H1 公司的前五大客户分别是中车时代、客户 A、英飞凌、宏微科技、金田股份，前五大客户收入占比在 75% 以上，集中度较高。2025Q1-Q3 公司营收达 4.38 亿元 (yoy+38.43%)，归母净利润达 6955 万元 (yoy+31.98%)。
- **根据 Omdia 的数据，2024 年全球功率半导体市场规模预计达 522 亿美元。**公司产品上游主要为铜材、瓷件等原材料供应商，下游为晶闸管、IGBT、IGCT 等功率半导体模块厂商，终端应用范围覆盖特高压输变电、新能源发电、工业控制、新能源汽车、智算中心、轨道交通等领域。Business Research Insights 预计 2033 年全球晶闸管市场规模将达 14.8 亿美元。中国晶闸管行业市场规模自 2020 年开始持续增长，由 2020 年 15.8 亿元增长至 2024 年 32.8 亿元，年复合增长率为 20.03%。行业内可比公司有黄山谷捷、菲高科技和国力电子等等。
- **申购建议：**赛英电子是一家专注于功率半导体关键部件研发与制造的国家级专精特新“小巨人”企业，主营陶瓷管壳与封装散热基板，产品广泛应用于新能源汽车、特高压输电、IGBT 等领域。公司与中车时代、英飞凌等领先企业深度合作，技术实力突出。截至 2026/3/26，可比公司 PE TTM 中值为 50.9X，建议关注。
- **风险提示：**客户集中度较高的风险、主要原材料价格波动的风险、主营业务毛利率波动的风险

内容目录

1. 发行情况:发行价格 28.0 元/股, 发行市盈率 13.73X.....	4
2. 公司: 赛英电子主要产品为陶瓷管壳和封装散热基板, 2024 年归母净利润达 7390 万元 (yoy+34.20%)	6
3. 行业: 功率半导体部件市场规模逐渐上升, 广泛应用于发电、输电和配电等终端领域.....	9
4. 申购建议: 专注于功率半导体关键部件, 建议关注	13
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 赛英电子本次发行价格 28.0 元/股	4
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 108 万股	4
图表 3: 赛英电子募投项目预计投资总额为 28621 万元	5
图表 4: 公司实际控制人为陈国贤、秦静、陈蓓璐和陈强 (截至 20260105)	6
图表 5: 陶瓷管壳可分为晶闸管用陶瓷管壳和平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳	6
图表 6: 封装散热基板可分为平底型封装散热基板和针齿型封装散热基板	7
图表 7: 2025H1 公司封装散热基板营收 12800 万元 (万元)	8
图表 8: 2025H1 公司陶瓷管壳及配件毛利率达 39.07%	8
图表 9: 2022-2025H1, 中车时代一直是公司最大客户, 销售额占比 30% 以上	8
图表 10: 赛英电子 2025Q1-Q3 营收 yoy+38.43%	9
图表 11: 赛英电子下游产品主要运用于 IGBT、晶闸管等功率半导体器件	10
图表 12: 2024 年全球功率半导体市场规模预计达 522 亿美元	10
图表 13: 预计 2033 年全球晶闸管市场规模将达 14.8 亿美元	11
图表 14: 2024 年中国晶闸管市场规模预计达 32.8 亿元	11
图表 15: 预计 2029 年全球 IGBT 市场规模将达 145 亿美元	11
图表 16: 预计 2025 年中国 IGBT 市场规模将达 244.9 亿元	12
图表 17: 2025H1 公司主营业务毛利率达 31.53%, 显著高于可比公司的平均主营业务毛利率	12
图表 18: 可比公司 PE TTM 中值为 50.9X (数据截至 2026.3.26)	13

1. 发行情况：发行价格 28.0 元/股，发行市盈率 13.73X

赛英电子本次发行价格 28.0 元/股，发行市盈率 13.73X，申购日为 2026 年 3 月 30 日。本次发行数量为 1080 万股，发行后总股本为 4320 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25.69%，老股占可流通股本比例为 2.7%。

图表 1：赛英电子本次发行价格 28.0 元/股

基本信息	股票代码	920181.BJ	所属国民经济行业	电力电子元器件制造
	股票简称	赛英电子	发行代码	920181
定价方式	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	28
	募集金额(万元)	30,240	主承销商	东吴证券股份有限公司
日期与申购限制	初始发行股份数量(万股)	1,080	占发行后总股本比例	25.00%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
基本面信息	路演日	2026-03-27	申购日	2026-03-30
	申购款退回日	2026-04-01	网上最高申购量(万股)	48.6
股本信息	2024 年总营收(亿元)	4.57	2024 年归母净利润(万元)	7,390.15
	2024 年毛利率	27.01%	2024 年加权 ROE%	25.20%
	2024 年营收增速	42.65%	2024 年归母净利润增速	34.20%
价格信息	发行前总股本(万股)	3,240.00	发行前限售股(万股)	3,210.00
	发行后预计可流通比例	25.69%	老股占可流通股本比例	2.70%
	发行 PE(LYR)(倍)	13.73	发行后 2024EPS(元)	2.04

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

注：除发行后预计可流通比例，其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 108 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 5 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 108 万股

序号	名称	承诺认购股数 (万股)	限售期安排
1	东吴证券赛英电子员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	43.2	12 个月
2	东吴创新资本管理有限责任公司	32.4	12 个月
3	江阴市金融投资有限公司	10.8	12 个月
4	江阴滨江澄源投资集团有限公司	10.8	12 个月
5	江苏宏微科技股份有限公司	10.8	12 个月
	合计	108	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司拟向不特定合格投资者公开发行股票不超过 1,080 万股。功率半导体模块散热基板新建生产基地及产能提升项目建成达产后，公司预计新增 1200 万片平底型封装散热基板与 600 万片针齿型封装散热基板产能。根据公司初步估算，预计达产后年均新增营业收入 29760.00 万元，预计年均新增税后净利润 4928.54 万元。

图表 3：赛英电子募投项目预计投资总额为 28621 万元

项目名称	项目总投资(万元)	拟投募集资金(万元)	项目备案证号	环评批复
功率半导体模块散热基板新建生产基地及产能提升项目	23315.9	21694.6	江阴南闸备〔2025〕45号	锡数环许[2025]1132号
新建研发中心项目	2305.4	2305.4	江阴南闸备〔2025〕47号	不适用
补充流动资金	3000	3000	不适用	不适用
合计	28621.3	27000	-	-

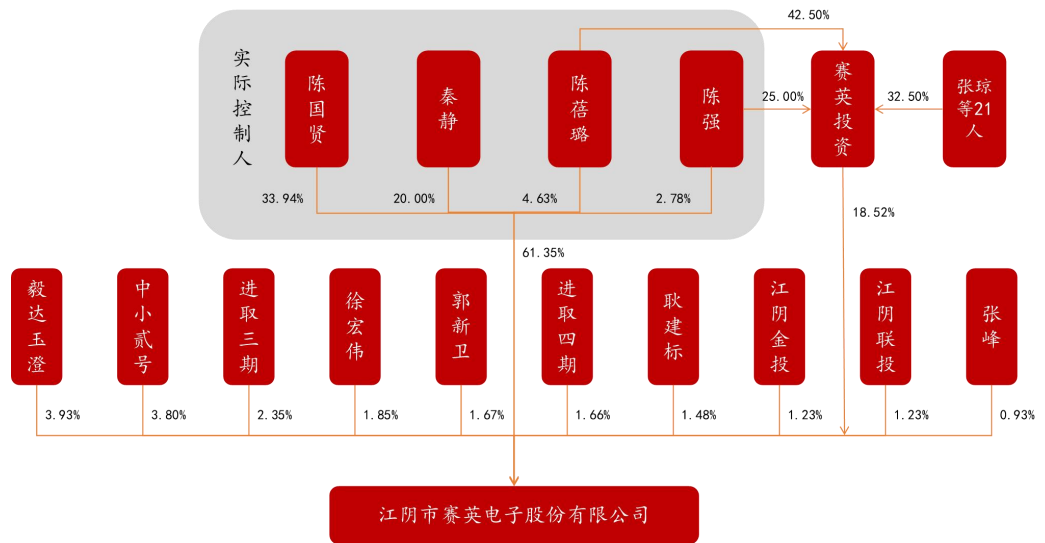
资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

2. 公司：赛英电子主要产品为陶瓷管壳和封装散热基板，2024 年归母净利润达 7390 万元 (yoy+34.20%)

公司创立于 2002 年,专业从事陶瓷管壳和封装散热基板等功率半导体器件关键部件研发、制造和销售。公司产品主要应用于晶闸管、IGBT 和 IGCT 等功率半导体器件,应用领域覆盖发电、输电、变电、配电、用电等电力系统全产业链,在特高压输变电、新能源发电、工业控制、新能源汽车、智算中心、轨道交通等领域发挥重要作用,市场前景广阔。截至 2025 年 6 月 30 日,公司拥有发明专利 9 项,实用新型专利 35 项。公司是国家级专精特新“小巨人”企业、国家高新技术企业、江苏省民营科技企业及无锡市瞪羚企业,承担并完成了 7 项国家级及省级科研项目。

截至 2026 年 1 月 5 日,陈国贤直接持有公司 33.94%的股份,陈国贤配偶秦静直接持有公司 20.00%股份,陈国贤与秦静之女陈蓓璐直接持有公司 4.63%股份,陈蓓璐配偶陈强直接持有公司 2.78%股份,陈蓓璐与陈强通过分别持有赛英投资 42.50%、25.00%的份额且陈蓓璐为赛英投资执行事务合伙人而间接控制公司 18.52%的表决权,四人合计控制公司 79.87%表决权。

图表 4: 公司实际控制人为陈国贤、秦静、陈蓓璐和陈强 (截至 20260105)




资料来源: Wind、赛英电子招股书、华源证券研究所

公司产品主要分为陶瓷管壳、封装散热基板两大类。**陶瓷管壳**作为晶闸管、IGBT 等功率半导体器件的关键封装载体,具备高机械强度、优异热稳定性、绝缘性及低热膨胀系数等特性,可以实现芯片防护、环境隔离、散热传导与电气互联功能。公司陶瓷管壳根据使用场景不同区分为晶闸管用陶瓷管壳和平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳。

图表 5: 陶瓷管壳可分为晶闸管用陶瓷管壳和平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳


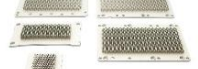
细分产品	产品图例	产品介绍	适用领域	关键技术参数
晶闸管用陶瓷管壳		涵盖 1-6 英寸多规格多型号产品,成熟度高,其中 6 英寸特大功率晶闸管用陶瓷管壳是国家特高压输变电工程变电站核心器件的关键部件	应用于晶闸管,适用于高压直流输变电、电网电压调节等需要承受高电压、大电流的场景	1、1-5 英寸普通晶闸管用管壳耐压值位于 3-18kV 区间,6 英寸特大功率晶闸管用管壳可实现耐压值 $\geq 18kV$; 2、漏率 $\leq 1 \times 10^{-9} \text{Pam}^3/\text{s}$; 3、可实现电

平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳		平板压接式 IGBT 器件主要部件之一，在器件中起到稳定支撑、高效散热的作用，是柔性直流输电工程换流阀的关键部件	应用于平板压接式 IGBT 器件，适用于柔性直流输电工程等高功率、高频场景	极平面度 $\leq 0.008\text{mm}$ 1、台架共面性 $\leq 0.02\text{mm}$ ； 2、台架形变量 $\leq 0.05\text{mm}$ ；3、 漏率 $\leq 1 \times 10^{-9} \text{Pam}^3/\text{s}$ ；4、抗 拉力 $\geq 10\text{kN}$
------------------	-----------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------	---------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

公司的封装散热基板直接应用于以 IGBT 为主的功率半导体器件。

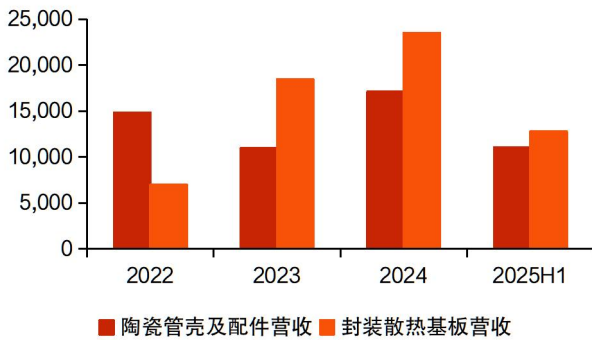
图表 6：封装散热基板可分为平底型封装散热基板和针齿型封装散热基板

细分产品	产品图例	产品介绍	适用领域	关键技术参数
平底型封装散热基板		功率半导体器件中通用的散热结构，起到散热、机械支撑等作用	IGBT 功率器件，应用于工业控制、新能源发电、新能源汽车等领域	1、尺寸精度 $\pm 0.05\text{mm}$ ；2、凸点高度 $\pm 0.02\text{mm}$ ；3、弧度可拓展至 15-30 点位测量，最大公差 $\pm 0.05\text{mm}$
针齿型封装散热基板		具备针齿结构，大幅提高散热表面积，有效提高了模块散热性能，适应功率半导体模块小型化发展方向	车规级 IGBT 等功率器件，应用于新能源汽车电机控制系统	1、齿高尺寸精度 $\pm 0.05\text{mm}$ ，齿间隙精度 $\pm 0.05\text{mm}$ ；2、预弯前平整度 $\leq 0.05\text{mm}$ ；3、齿底镀层厚度 $\geq 1\mu\text{m}$ ，齿顶镀层 2.5-10 μm

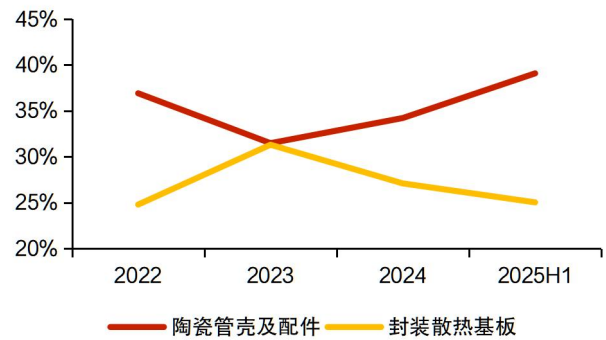
资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

收入情况：2023 年度，陶瓷管壳及配件收入金额为 10,989 万元，较 2022 年度下降 3,836 万元，降幅 25.87%，系销量有所下降所致，主要原因为：直流输电项目的核准及招标工作有所延期，使得当年收入暂时性下降。2024 年度，受益于电网建设工程项目的批量开展，中车时代、英飞凌等客户需求显著增加，公司当期陶瓷管壳及配件实现销售收入 17,117 万元，同比增加 6,128 万元，涨幅 55.77%，金额及涨幅均较大。其中，中车时代、英飞凌销售收入显著增加。2024 年度，封装散热基板业务收入金额为 23,494 万元，较 2023 年度增加 5,038 万元，增幅为 27.30%，主要受益于中车时代在该领域的快速发展。公司其他业务收入自 2023 年度起有所增加，主要系公司自 2023 年 6 月起将处置边角料的方式主要改为直接出售给铜材加工商所致。

毛利率情况：2022-2025H1，陶瓷管壳及配件业务毛利率分别为 36.90%、31.47%、34.21%和 39.07%，毛利率下降后有所恢复。2023 年度受部分输变电项目的业务延后，陶瓷管壳及配件需求不及预期，以及主要客户与公司协商一致后，部分陶瓷管壳产品的售价有所下降等因素影响，陶瓷管壳及配件业务毛利率较 2022 年度减少 5.43pcts。2025H1 受益于高毛利的产品销售占比提升，公司陶瓷管壳及配件业务毛利率为 39.07%，同比上升 4.86pcts。2022-2025H1，封装散热基板业务的毛利率分别为 24.79%、31.30%、27.09%和 25.03%，毛利率上升后有所下降，主要原因系 2024-2025H1 铜材等主要原材料价格上涨。

图表 7：2025H1 公司封装散热基板营收 12800 万元(万元)


资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

图表 8：2025H1 公司陶瓷管壳及配件毛利率达 39.07%


资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

公司采用直销模式进行销售，直接与客户建立业务关系。2022-2025H1，公司对前五大客户的销售额分别为 19,820 万元、26,355 万元、37,000 万元和 22,957 万元，占当期营业收入的比例分别为 90.50%、82.22%、80.92%和 79.46%，占比偏高，客户集中度较高，主要原因为：主要客户均为功率半导体行业内知名企业，与公司保持长期稳定合作，在产能有限的情况下，公司优先向该等长期稳定合作的优质客户供货。2022-2024 年，公司对中车时代和客户 A 的销售金额均呈快速增加趋势，主要系受益于封装散热基板等业务处于景气周期，客户需求旺盛，公司对客户销售迅速增加。2025H1 公司的前五大客户分别是：中车时代、客户 A、英飞凌、宏微科技、金田股份，2022-2025H1 中车时代一直是公司最大的客户。

图表 9：2022-2025H1，中车时代一直是公司最大客户，销售额占比 30%以上

序号	客户	销售金额 (万元)	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
2025 年 1 月—6 月				
1	中车时代	9803.32	33.93%	否
2	客户 A	5501.47	19.04%	否
3	英飞凌	4479.29	15.50%	否
4	宏微科技	1983.15	6.86%	否
5	金田股份	1189.63	4.12%	否
	合计	22956.86	79.46%	-
2024 年度				
1	中车时代	18663.77	40.82%	否
2	客户 A	8505.82	18.60%	否
3	英飞凌	4555.87	9.96%	否
4	宏微科技	3181.20	6.96%	否
5	金田股份	2093.07	4.58%	否
	合计	36999.74	80.92%	-
2023 年度				
1	中车时代	10916.47	34.06%	否
2	客户 A	7394.57	23.07%	否
3	宏微科技	3612.16	11.27%	否
4	英飞凌	3238.53	10.10%	否
5	日立能源	1193.60	3.72%	否
	合计	26355.33	82.22%	-
2022 年度				
1	中车时代	9326.99	42.59%	否
2	英飞凌	5267.99	24.06%	否
3	宏微科技	2741.28	12.52%	否
4	艾赛斯	1444.39	6.60%	否

5	日立能源	1039.12	4.74%	否
	合计	19819.79	90.50%	-

资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

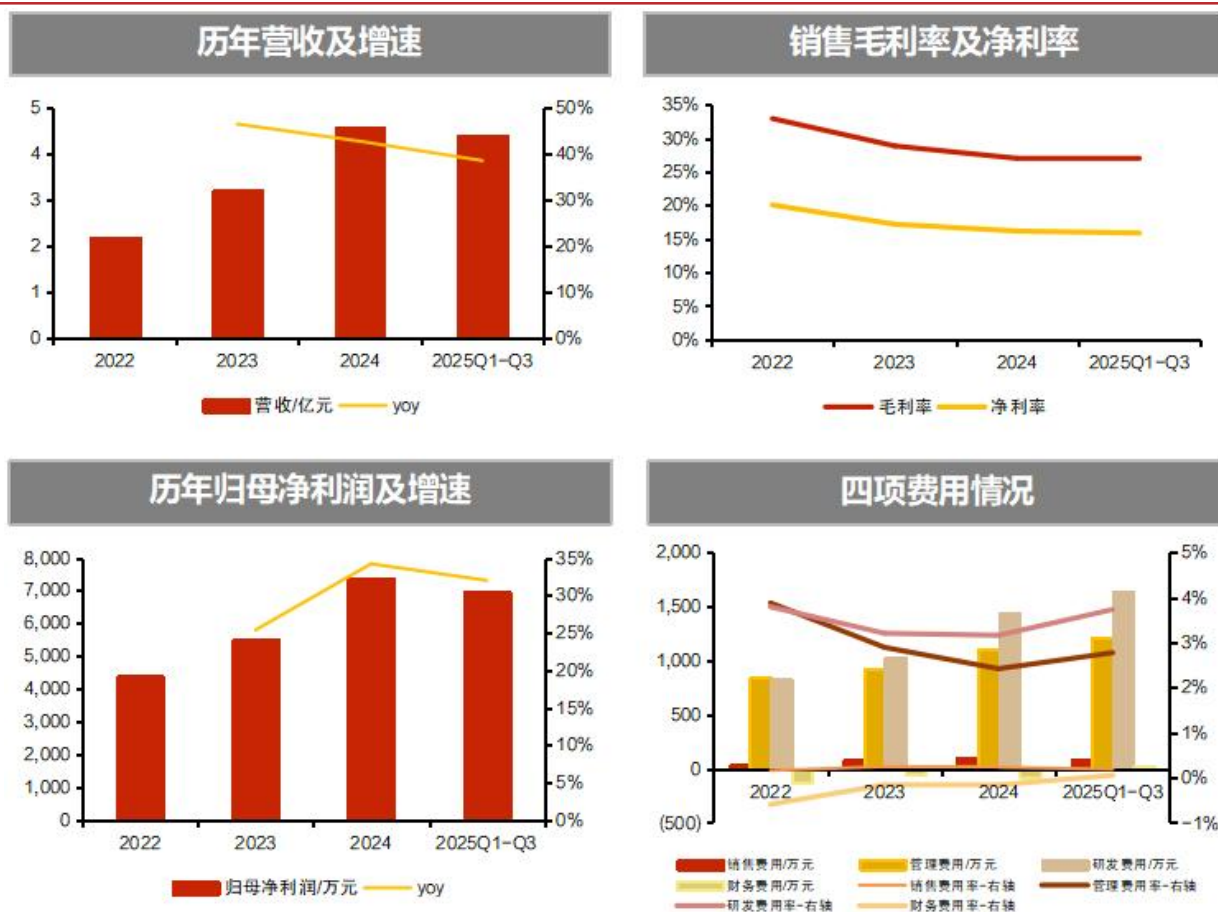
营收方面，公司营收规模在 2022-2024 年间持续增长，从 2.19 亿元增至 4.57 亿元。2025 年增长势头延续，前三季度实现营收 4.38 亿元（yoy+38.43%）。

利润方面，归母净利润在 2022-2024 年间保持增长趋势。2024 年归母净利润为 7390 万元，2025 年前三季度达 6955 万元（yoy+31.98%）。盈利能力增强，2022-2024 年归母净利润 CAGR 达 29.71%。

盈利能力方面，2022 年至 2025Q1-Q3，公司毛利率从 32.94%调整至 26.96%，净利率由 20.06%下降至 15.87%。

成本管控方面，2022 年至 2025Q1-Q3，期间费用率呈现优化趋势，从 7.24%降至 6.75%。各项费用率保持在合理区间，研发费用率维持在 3%以上。

图表 10：赛英电子 2025Q1-Q3 营收 yoy+38.43%

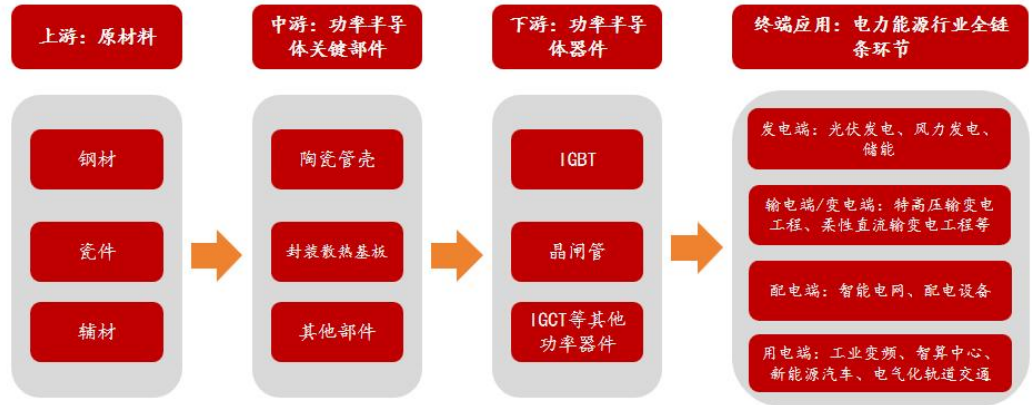


资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 行业：功率半导体部件市场规模逐渐上升，广泛应用于发电、输电和配电等终端领域

公司产品上游主要为铜材、瓷件等原材料供应商，下游为晶闸管、IGBT、IGCT 等功率半导体模块厂商。终端应用行业非常广泛，在发电、输电、变电、配电、用电等电力能源行业全链条环节中扮演重要角色，应用范围覆盖特高压输变电、新能源发电、工业控制、新能源汽车、智算中心、轨道交通等领域。

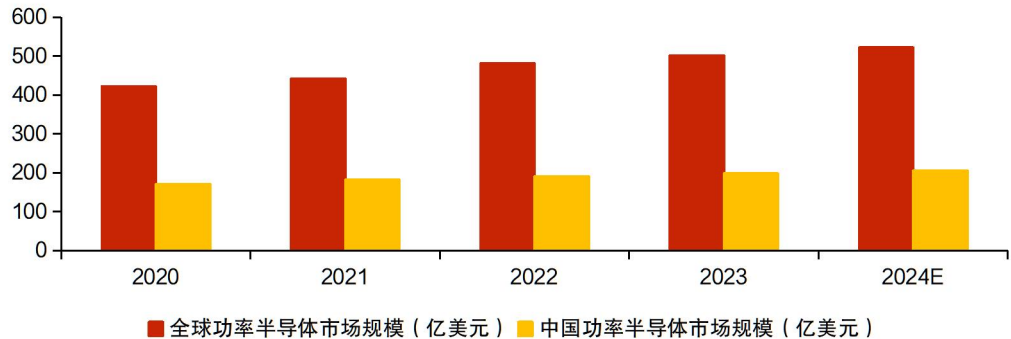
图表 11：赛英电子下游产品主要运用于 IGBT、晶闸管等功率半导体器件



资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

公司生产的晶闸管用陶瓷管壳和封装散热基板是功率半导体器件关键部件。根据 Omdia 的数据,2024 年全球功率半导体的市场规模预计达 522 亿美元,2020-2024 年 CAGR 达 5.5%,中国功率半导体市场规模预计达到 206 亿美元,2020-2024CAGR 达 4.8%。

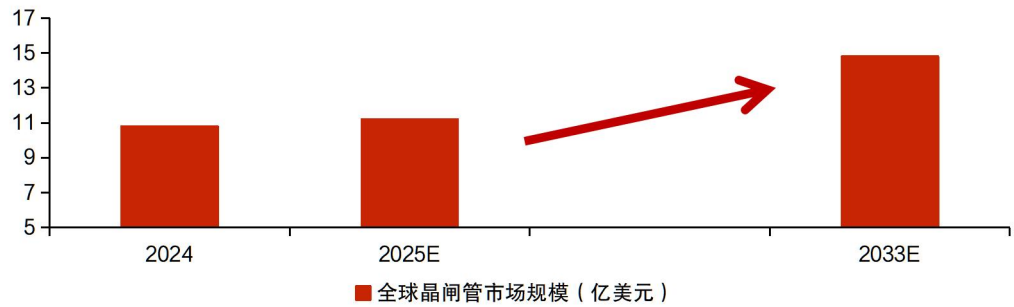
图表 12：2024 年全球功率半导体市场规模预计达 522 亿美元



资料来源：Omdia、赛英电子招股书、华源证券研究所

晶闸管技术相对成熟，主要应用于工业控制的电源模块、电力传输的无功补偿装置、家用电器的控制板等领域，市场成长性趋于稳定。与其他功率半导体相比，晶闸管具有更高电压、更大电流的处理能力，在大功率应用领域具有独特的优势。根据 Business Research Insights 数据，2024 年全球晶闸管行业市场规模约为 10.8 亿美元，预计 2024-2033 年该行业规模将以 3.6%的年均复合增长率增长至 14.8 亿美元。

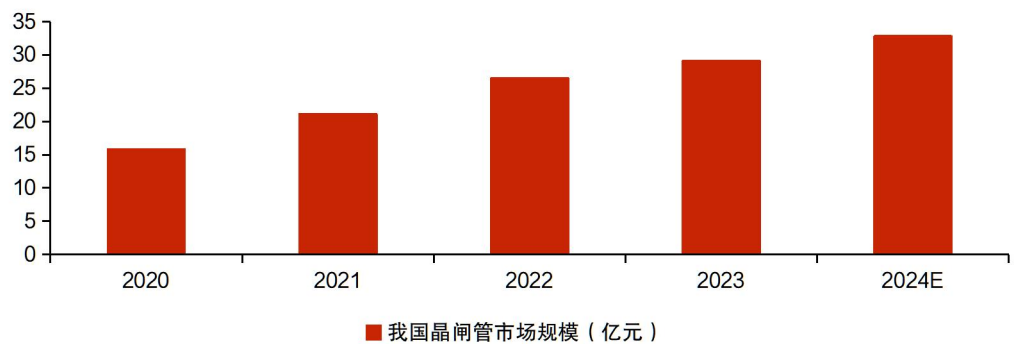
图表 13：预计 2033 年全球晶闸管市场规模将达 14.8 亿美元



资料来源：Business Research Insights、赛英电子招股书、华源证券研究所

随着功率器件国产化进程的加速以及国家对新能源产业的大力投资，近年来我国晶闸管行业保持良好的增长态势。根据 Statista 数据，中国晶闸管行业市场规模自 2020 年开始持续增长，由 2020 年 15.8 亿元增长至 2024 年 32.8 亿元，年复合增长率为 20.03%。

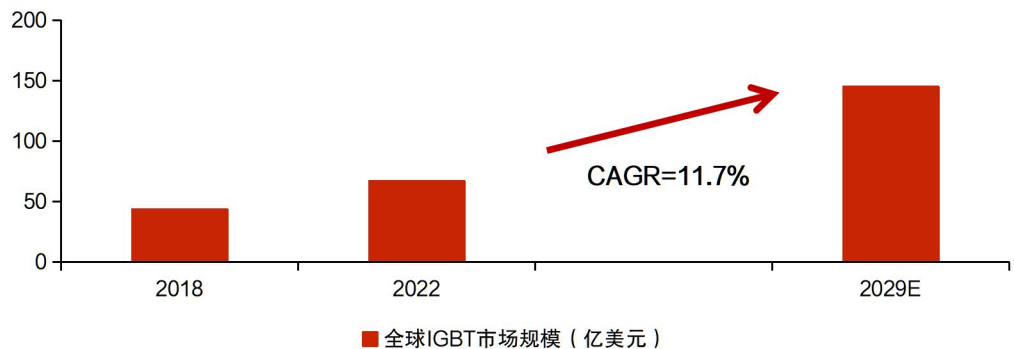
图表 14：2024 年中国晶闸管市场规模预计达 32.8 亿元



资料来源：Statista、赛英电子招股书、华源证券研究所

公司生产的封装散热基板常见于工业级和车规级的 IGBT 模块。根据 QYResearch 数据，全球 IGBT 模块市场规模从 2018 年的 43.7 亿美元增长到 2022 年的 67 亿美元，预计 2029 年将达到 145 亿美元，年复合增长率为 11.7%。

图表 15：预计 2029 年全球 IGBT 市场规模将达 145 亿美元

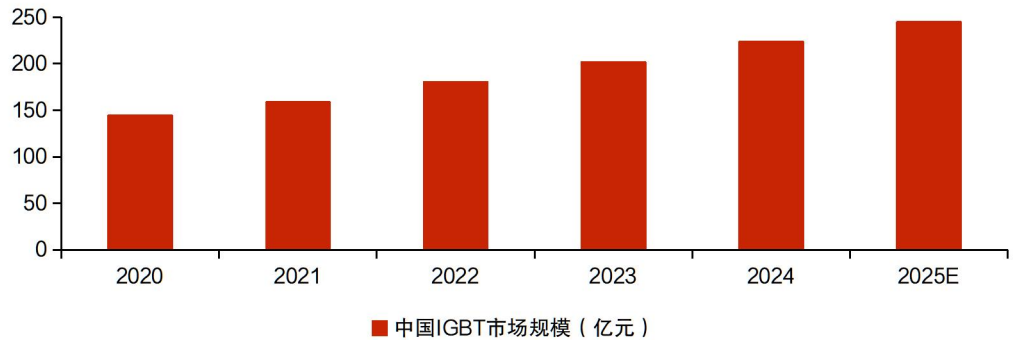


资料来源：QYResearch、赛英电子招股书、华源证券研究所

根据中商产业研究院数据，2020 年中国 IGBT 市场规模为 144.1 亿元，受益于新能源汽车和工业领域的需求大幅增加，预计 2025 年中国 IGBT 市场规模达到 244.9 亿元，期间年复

合增长率达 11.19%。从产量角度，根据华经产业研究院数据，中国 IGBT 产量从 2019 年的 1,550 万只提升至 2024 年的 3,624 万只，自给率已超过 30%。在技术不断突破的加持下，国内 IGBT 制造厂商产能扩张，国产化进程加速进行，未来自给率或将逐步提升。

图表 16：预计 2025 年中国 IGBT 市场规模将达 244.9 亿元



资料来源：中商产业研究院、赛英电子招股书、华源证券研究所

基于公司所处行业，同行业可比公司包括**黄山谷捷**、**菲高科技**和**国力电子**等。**黄山谷捷**成立于 2012 年，自成立以来专注于车规级功率半导体模块散热基板的研发、生产和销售，产品主要应用于新能源汽车领域，是新能源汽车电机控制器用功率半导体模块的重要组成部分。**菲高科技**成立于 2012 年，主营业务为：半导体封装材料的研发、生产和销售服务；精密散热器件的研发、生产和销售服务等等。**国力电子**成立于 2000 年，专业从事电子真空器件的研发、生产与销售。

图表 17：2025H1 公司主营业务毛利率达 31.53%，显著高于可比公司的平均主营业务毛利率

公司名称	2022 年度主营业务毛利率	2023 年度主营业务毛利率	2024 年度主营业务毛利率	2025 年 1 月—6 月主营业务毛利率
黄山谷捷	34.37%	36.26%	29.15%	21.08%
菲高科技	27.25%	22.13%	21.81%	21.00%
国力电子	38.66%	36.14%	29.16%	28.04%
平均数	33.43%	31.51%	26.71%	23.38%
赛英电子	33.02%	31.36%	30.09%	31.53%

资料来源：赛英电子招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：专注于功率半导体关键部件，建议关注

赛英电子是一家专注于功率半导体关键部件研发与制造的国家级专精特新“小巨人”企业，主营陶瓷管壳与封装散热基板，产品广泛应用于新能源汽车、特高压输电、IGBT 等领域。公司与中车时代、英飞凌等领先企业深度合作，技术实力突出。截至 2026/3/26，可比公司 PE TTM 中值为 50.9X，建议关注。

图表 18：可比公司 PE TTM 中值为 50.9X（数据截至 2026.3.26）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元
黄山谷捷	301581.SZ	36.47	50.91	7.25	11,191.83
菲高科技	873913.NQ	5.14	17.33	3.07	1,578.79
国力电子	688103.SH	51.75	73.29	7.92	3,023.76
均值		31.12	47.18		
中值		36.47	50.91		
赛英电子	920181.BJ	-	-	4.57	7,390.15

资料来源：Wind、华源证券研究所

5. 风险提示

客户集中度较高的风险：公司主要客户中车时代、客户 A、英飞凌、日立能源、斯达半导、宏微科技等均为功率半导体行业内知名企业，规模较大。2022-2025H1，公司向前五客户的销售收入占营业收入的比例分别为 90.50%、82.22%、80.92%和 79.46%，客户集中度较高。未来，若公司产品质量、技术创新或生产交货周期等无法满足主要客户的要求，或公司主要客户的经营或财务状况出现不利变化，新客户开发进展较慢，或将对公司短期内的持续经营能力有一定影响，并对公司经营业绩造成不利影响。

主要原材料价格波动的风险：公司产品的主要原材料为铜材，铜材价格变动是公司生产成本变化的主要因素之一，2022-2025H1，铜材平均采购价格分别为 6.57 万元/吨、6.54 万元/吨、7.16 万元/吨和 7.36 万元/吨，总体呈上升趋势。随着公司销售收入的增加，铜材消耗量也逐年增加。如果未来铜材价格持续大幅波动，将直接影响公司的生产成本，从而影响公司的利润。如果未来原材料价格持续大幅上升，公司产品价格不能同步上涨，或将对盈利能力产生不利影响。

主营业务毛利率波动的风险：2022-2025H1，公司主营业务毛利率分别为 33.02%、31.36%、30.09%和 31.53%，整体较为平稳。公司主营业务毛利率受市场竞争情况、原材料价格、技术水平、产品结构、订单情况等多种因素影响。未来若公司不能根据市场环境及时调整，或销售价格、采购成本等出现较大不利变化，或将面临主营业务毛利率下降的风险。

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）。