

神马电力 (603530)

全球复合外绝缘头部企业，迎来出海高速增长长期

买入 (首次)

2026年06月04日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

证券分析师 许钧赫

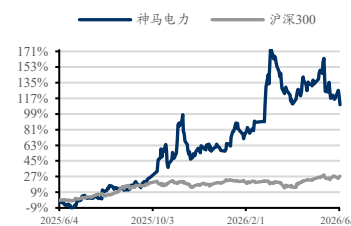
执业证书: S0600525090005
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,345	1,721	2,472	3,216	4,195
同比 (%)	40.22	27.94	43.67	30.09	30.43
归母净利润 (百万元)	310.73	431.68	605.25	827.08	1,111.17
同比 (%)	96.17	38.92	40.21	36.65	34.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.72	1.00	1.40	1.92	2.57
P/E (现价&最新摊薄)	76.20	54.85	39.12	28.63	21.31

投资要点

- **全球复合外绝缘龙头，绑定核心客户迎高速增长长期。**神马电力公司成立于1996年，产品主要包括复合绝缘子、复合套管、复合横担以及电力设备用橡胶密封件等，经过近三十年发展，已成长为国际知名的电力系统复合外绝缘产品头部企业。2023年以来公司产品已通过日立、GE、Siemens等全球95%以上电气设备制造商认证，并应用于全球100多个国家和地区。受益于复合绝缘子渗透率的增加公司业绩近年来快速增长，2021-2025归母净利润CAGR达44%，26Q1公司实现营收/归母净利润3.8/1.0亿元，同比+34%/+44%。公司自2023年12月以来已开展三期限制性股票激励计划和一次股票期权激励计划，对中长期和长期业绩增速均提出较高要求，经测算公司第一期限制性股票激励计划要求2024-2032年净利润CAGR达17.5%，业绩持续向上信心十足。
- **复合绝缘子较陶瓷、玻璃具备多重性能优势，市场空间将随电网投资改造加速和渗透率增加稳步增长。**绝缘子主要分为复合、陶瓷和玻璃三类，其中复合绝缘子从21世纪初发展至今已步入加速渗透阶段，产品经迭代在重量、机械强度、防爆性能、运维成本等多方面存在优势，综合来看，具备更高的性能表现。复合绝缘子在全球变电站领域渗透率已达30%，随着老化问题的解决和运维经验的增加，有望同步加速在输电线路领域的渗透。当前全球发达经济体电网已进入老化阶段，电网改造需求持续释放，同时AIDC用电需求爆发推动全球电网投资高景气周期，需求增长&渗透率提升同步带动复合绝缘子市场空间稳步增长，根据Future Market Insights预测，全球复合绝缘子市场规模将从2025年的28亿美元增长至2035年的53亿美元，CAGR约6.7%。
- **深度绑定海外三大家取得较高海外市占率，集成化产品、美国超高压建设带来额外增量。**公司与日立能源、西门子能源、GEV等海外头部电力设备厂商拥有长达20余年的战略合作，长期供应复合外绝缘产品，占据三大家主要高端产品份额，在全球电力设备高景气的大周期中，三大家订单均实现高增，公司针对主要客户的高需求提出计划三年内产能翻倍，将充分受益于其订单增长；美国、越南工厂启动建设，深化海外布局抢占更多海外市场份额。公司凭借优异的产品力，2025年在欧美变电站复合外绝缘市占率达50%，且独家中标拉美多个特高压直流输电项目。基于强大的研发和产品能力，公司产品结构开始向集成度更高、价值量更大的复合套管转换，其市场空间相比外绝缘有望提升2-4倍，我们预计公司套管产品将率先在26年于海外客户实现放量。此外，美国765kV超高压电网建设预计将带来约50亿元增量市场，我们认为公司凭借领先的技术优势和海外布局，有望在站内设备外绝缘和输电线路绝缘子双丰收，为公司长期增长打开空间。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为稀缺的复合绝缘子龙头企业，与海外电力设备制造商深度合作。我们预计公司2026至2028年归母净利润分别为6.1/8.3/11.1亿元，同比+40%/37%/34%，对应PE为39x、29x、21x。考虑到公司海外业务具备高成长性，盈利能力处于上升通道，为国内对接海外客户最顺利的电力设备企业之一，充分受益于海外电网建设大周期，给予2027年40xPE，目标价76.6元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球及国内电网投资不及预期、海外市场拓展及国际贸易政策风险、主要原材料价格波动风险、行业竞争加剧、股东减持风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.85
一年最低/最高价	23.65/73.93
市净率(倍)	12.45
流通A股市值(百万元)	23,446.44
总市值(百万元)	23,677.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.41
资产负债率(% LF)	28.90
总股本(百万股)	431.68
流通A股(百万股)	427.46

相关研究

《神马电力(603530): 复合材料替代趋势清晰，绝缘子强者蓄势待发》

2021-08-10

内容目录

1. 复合外绝缘行业龙头，国内外齐发力带动业绩增长	5
1.1. 深耕复合绝缘领域，产品覆盖全面	5
1.2. 股权结构稳定且集中，高管背景符合公司发展战略	6
1.3. 营收&利润快速增长，海外市场持续突破	8
1.4. 股权激励计划激发员工活力，彰显公司长期信心	9
2. 复合绝缘子具备多重性能优势，市场空间将稳步上升	11
2.1. 复合绝缘子具备多重优势，在变电站领域渗透较快	11
2.2. 全球电网行业进入高景气周期，老化改造与 AIDC 驱动需求高速增长	12
2.3. 全球市场份额较集中，神马电力主导高端市场	15
3. 产品力奠定高端市场领先地位，迎多元增长新动能	17
3.1. 产品兼具性能与经济优势，构建核心产品力护城河	17
3.2. 深度绑定海外头部客户，建设海外工厂进一步深化布局	18
3.3. 从复合绝缘子到复合套管，价值量有望得到数倍跃升	19
3.4. 美国特高压建设大幅提升市场空间，有望抢占主要份额获取较高增量	21
4. 盈利预测与投资建议	23
4.1. 盈利预测	23
4.2. 投资建议	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	神马电力发展历程.....	5
图 2:	神马电力股权结构 (截至 2026 年 3 月 31 日)	7
图 3:	2022-2026Q1 公司营业收入 & 归母净利润	8
图 4:	2022-2026Q1 公司毛利率 & 净利率	8
图 5:	中国大陆和境外收入总体为增长趋势.....	9
图 6:	国内外盈利能力均持续向好.....	9
图 7:	2022-2026Q1 公司期间费用率呈下降趋势	9
图 8:	2022-2026Q1 公司现金流量情况	9
图 9:	白鹤滩 - 浙江 ±800 千伏特高压直流输电工程跨江铁塔绝缘子清扫作业	11
图 10:	棒形绝缘子应用于晋东南—南阳—荆门交流 1100KV 工程串补平台	11
图 11:	±800kV 胶浸纸直流穿墙套管	11
图 12:	110kV 液体填充复合套管终端应用	11
图 13:	变电站领域复合绝缘子渗透率已达 30%	12
图 14:	各类电力设备的设计寿命.....	13
图 15:	各地区电网的年龄结构.....	13
图 16:	美国数据中心耗电量占比 (2023 年起为预测值)	13
图 17:	到 35 年全球电网投资将增加至约 6500 亿美元.....	14
图 18:	2020-2035E 复合绝缘子全球市场空间	14
图 19:	2022-2035E 复合绝缘套管全球市场空间	15
图 20:	2024 年全球复合绝缘子市场份额.....	15
图 21:	公司的新材料变电复合绝缘子 40 年生命周期成本对比 (以 1 为基准)	18
图 22:	公司的新材料输电复合绝缘子 40 年生命周期成本对比 (以 1 为基准)	18
图 23:	公司的毛利率显著高于可比公司.....	19
图 24:	公司气体绝缘开关复合套管应用数量呈上升趋势.....	20
图 25:	公司变压器复合套管已在多个省份得到应用.....	21
图 26:	MISO Tranche 2.1 规划了 3,631 英里以 765kV 为骨干网架的输电线路.....	22
表 1:	主营产品覆盖输电、变电、配电领域, 产品线齐全.....	6
表 2:	公司管理层情况 (截至 2025 年 12 月 31 日)	7
表 3:	变电站复合外绝缘为主要收入来源.....	8
表 4:	神马电力股权激励与实际授予情况.....	10
表 5:	公司 2025 股权激励解锁业绩条件.....	10
表 6:	公司 2025 股权激励解锁业绩条件.....	10
表 7:	复合绝缘子性能多方面领先.....	12
表 8:	美国分地区数据中心累计装机容量 (GW)	13
表 9:	国内复合绝缘子竞争格局.....	16
表 10:	主营产品技术优势显著.....	17
表 11:	海外三大家电力设备业务收入、订单均高速增长。	18
表 12:	公司的复合绝缘子产品在国内外取得较高渗透率.....	19
表 13:	公司的开关复合套管产品与海外客户在多个电压等级达成合作.....	20
表 14:	盈利预测拆分 (分产品)	23

表 15: 可比公司估值 (截至 2026 年 6 月 3 日) 24

1. 复合外绝缘行业龙头，国内外齐发力带动业绩增长

1.1. 深耕复合绝缘领域，产品覆盖全面

公司深耕电力设备复合外绝缘与电气设备密封领域，产品深受国内外厂商认可业绩快速增长。公司成立于1996年，经过近三十年发展，已成长为国际知名的电力系统复合外绝缘产品头部企业。公司产品主要包括复合绝缘子、复合套管、复合横担以及电力设备用橡胶密封件等，广泛应用于输变电设备及电力装备领域。2019年公司在上交所主板挂牌上市，发展进入新阶段。凭借持续的技术积累与产品迭代，2023年以来公司产品已通过日立、GE、Siemens等全球95%以上电气设备制造商认证，并应用于全球100多个国家和地区。

图1：神马电力发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司核心产品为变电站、输配电线路复合外绝缘。公司的变电站复合外绝缘产品主要包括变电站复合绝缘子（空心复合绝缘子、支柱复合绝缘子）、变压器复合套管、开关复合套管等；输配电线路复合外绝缘产品主要包括线路复合绝缘子和复合横担；此外，公司产品还包括用于电气设备密封的橡胶密封件以及防闪络解决方案。

表1: 主营产品覆盖输电、变电、配电领域, 产品线齐全

应用领域	主要产品	图片	主要类别	主要用途
变电站复合外绝缘	空心复合绝缘子		交流: 110kV (66kV) -1,000kV 直流: ±50kV-±1,100kV	主要应用在互感器、罐式断路器、GIS、HGIS、电缆终端、避雷器、变压器等变电站、换流站设备上, 起绝缘和支撑作用。
	支柱复合绝缘子		交流: 110kV (66kV)、220kV、330kV、500kV、750kV、1,000kV 直流: ±50kV-±1,100kV	主要应用在隔离开关、平波电抗器和母线支柱等变电站、换流站设备上, 起绝缘和支撑作用。
	变压器复合套管		交流: 110kV (66kV)、220kV	主要用于变压器设备, 起到绝缘、导流和支撑作用。
	开关复合套管		交流: 110kV-1,000kV	主要应用在罐式断路器、GIS、HGIS 等变电站设备上, 起绝缘和支撑作用。
输配电线路复合外绝缘	线路复合绝缘子		交流: 35kV-1,000kV 直流: ±400kV-±1,100kV	主要用于架空输电线路, 起到将导线连接在输电杆塔上并保持绝缘的作用。
	输电塔复合横担		交流: 35kV-1,000kV 直流: ±800kV	主要用于架空线路, 起到支撑导线并使共同地面绝缘的作用。
	配电网复合横担		交流: 10kV	主要用于配电线路, 将导线与配电杆连接, 起到绝缘及承接拉伸、弯曲荷载的作用。
橡胶密封件	橡胶密封件		O 型圈、平面圈、圆法兰、方垫、带筋、垫块、胶珠、异形件、成型圈、箱沿、胶板、胶条、胶排、腰子、护套、伞套等	主要用于电气设备密封, 主要用在变压器、互感器、开关等电气设备上, 产品根据形态以及具体应用位置的不同而划分为不同的规格与型号。
其他	防闪络解决方案		交流: 35kV-1,000kV 直流: ±400kV-±1,100kV	主要应用于各电压等级电站设备绝缘子、输电线路绝缘子的外绝缘表面, 起到提高总体外绝缘水平的作用。

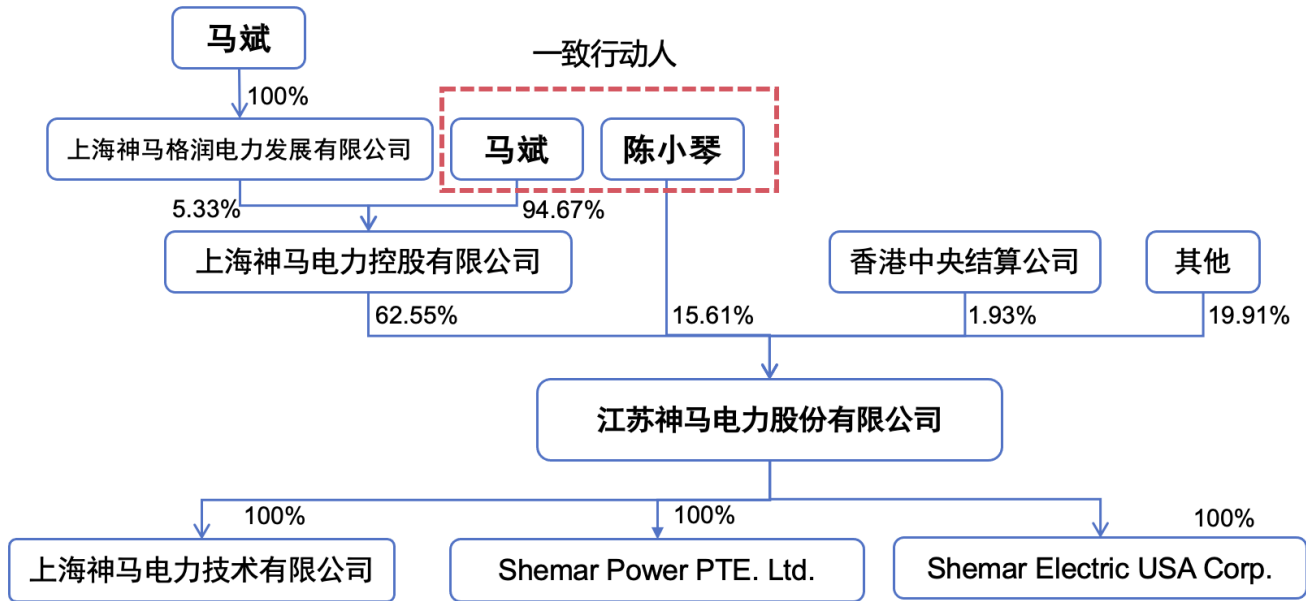
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定且集中, 高管背景符合公司发展战略

公司股权结构较为集中, 创始人夫妇为实际控制人。上海神马电力控股有限公司直接持有公司 62.55% 股份, 为公司的控股股东, 创始人马斌则直接持有上海神马电力控股有限公司 94.67% 股份。马斌、陈小琴为夫妻关系, 二人共同直接、间接持有公司共 78.16%

股份，股权结构集中，为公司的实际控制人。

图2：神马电力股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层年轻化，普遍具备丰富背景。公司 2025 年完成董事长交接，由实际控制人马斌、陈小琴夫妻的女婿金书渊接任董事长，金先生具备长期留美经验，有助于公司长期践行深耕北美市场的核心战略。核心高管团队整体较为年轻，通过轮值总经理制度参与公司经营管理。

表2：公司管理层情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

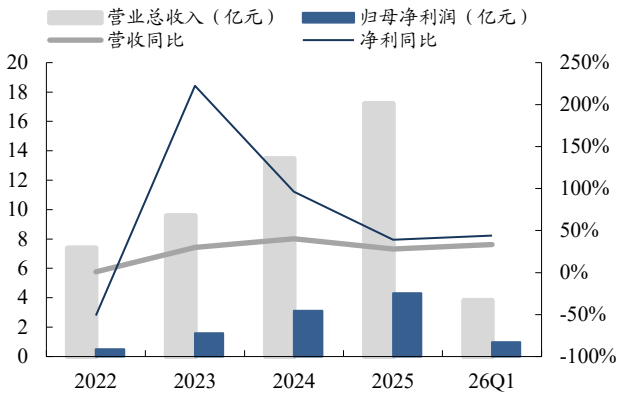
姓名	职务	性别	个人经历
金书渊	董事长	男	金书渊：男，1993年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2019年毕业于美国宾夕法尼亚大学，获理学硕士学位。金书渊先生自2020年入职上海神马电力工程有限公司，曾负责美洲地区市场推广工作；后于2022年加入上海神马电力控股有限公司任副总经理。现任江苏神马电力股份有限公司董事长，分管美国市场的业务开拓。
金玲	副董事长、副总经理	女	金玲女士：1986年出生，中国国籍，无境外永久居留权，2008年毕业于南京大学，获汉语言文学学士学位。金玲女士自2008年毕业入职江苏神马电力股份有限公司以来，曾任公司总经理办公室管培生、人力资源部经理；现任公司副董事长、副总经理。
张鑫鑫	董事，轮值总经理（当值）	男	张鑫鑫先生：1986年1月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，2008年毕业于重庆大学，获电气工程学士学位，以及获上海交通大学硕士学位，高级工程师。自2008年入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任公司技术工程师、产品经理、市场部经理、国际销售部经理、电站绝缘子事业部副总经理、产品经营中心副总监、董事会秘书、人力资源总监、研发中心总经理、公司副总经理，现任公司董事、轮值总经理。
吴晶	轮值总经理	女	吴晶，女，1984年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2009年毕业于南京航空航天大学，获管理学硕士学位。自2010年9月入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任公司总经办主任、市场推广部经理，国际销售部副经理、国内电网销售部副经理、中国区营销副总监、营销中心副总监、营销中心总监，人力资源总监，营销中心总经理、公司副总经理，现任公司轮值总经理。
张文斌	轮值总经理	男	张文斌先生：1989年1月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，2014年毕业于东南大学，获工学硕士学位。自2014年入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任研发管理工程师、总经理办公室管培生、流程管理部经理、人力资源总监、财务副总监兼证券部经理、总经理助理、公司副总经理，现任公司轮值总经理。
王鸭群	副总经理	女	王鸭群，女，1973年出生，中国国籍，无境外永久居留权。自2001年12月入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任制造部计划员、制造部经理、人力资源部经理、计划物流部经理、线路绝缘制造部经理、绝缘子事业部总经理助理、战略采购部经理、制造中心副总监、事业部供应链总监、监事会主席、公司副总经理；现任公司副总经理。
翁茂森	副总经理、财务总监、董事会秘书	男	翁茂森先生：1993年9月出生，中共党员，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2016年7月东南大学金融学专业毕业，经济学学士，持有中国注册会计师证书、中国法律职业资格证书，曾就职于普华永道中天会计师事务所担任审计经理；2025年4月入职江苏神马电力股份有限公司以来，历任公司营销财经总监、财经部总监助理、财经部总监，现任公司副总经理、财务总监、董事会秘书，分管数智部。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 营收&利润快速增长，海外市场持续突破

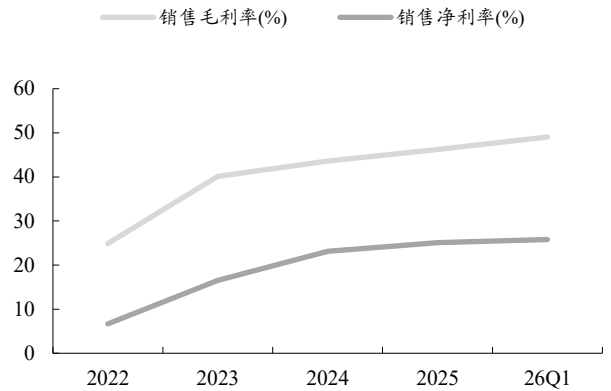
受益于国内外复合绝缘子的持续交付增长，公司收入和归母净利润持续高增。24年/25年/26Q1，公司营收分别为 13.4/17.2/3.8 亿元，同比增长 40%/28%/34%；归母净利润分别为 3.11/4.32/0.98 亿元，同比增长 96%/39%/44%。公司在全球电网上行周期中持续受益，变电站、输配电线路复合绝缘子国内外交付持续增加，收入规模快速扩张的同时毛利率、净利率快速提升，2024年至2026Q1，公司毛利率维持在40%以上，净利率均超过23%，盈利能力优异。

图3：2022-2026Q1 公司营业收入 & 归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：2022-2026Q1 公司毛利率 & 净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

变电站复合外绝缘业务为主要收入来源，输配电线路复合外绝缘业务有望贡献重要增量。25年公司变电站复合外绝缘产品维持较高增速，实现营收12.44亿，同比+42%，贡献72.3%收入，同时毛利率稳定在49%的较高水平，为公司当前最重要的业务。输配电线路复合外绝缘产品25年实现营收1.69亿元，同比-19%，21-25年CAGR达13.5%，叠加国内特高压建设提速及海外电网投资加码的大背景，未来有望持续放量。橡胶密封件产品营收、毛利率保持稳定增长。

表3：变电站复合外绝缘为主要收入来源

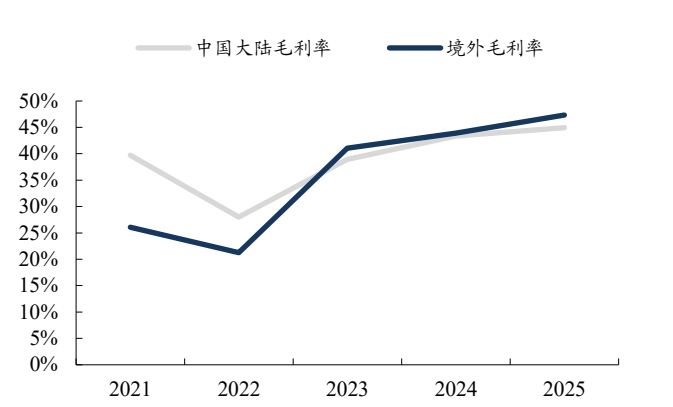
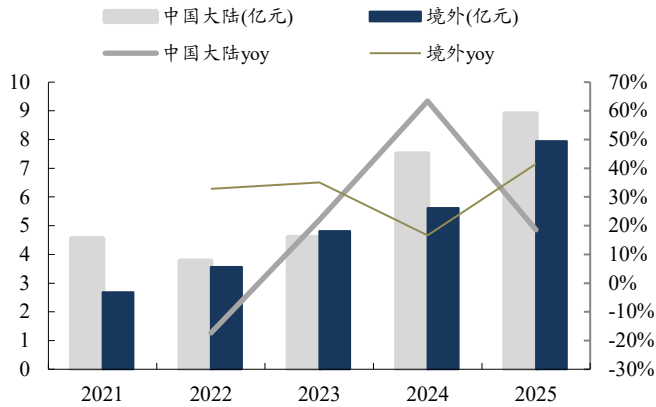
	2021	2022	2023	2024	2025
变电站复合外绝缘(亿元)	4.88	5.06	6.53	8.79	12.44
yoy		4%	29%	35%	42%
毛利率	32%	21%	42%	47%	49%
橡胶密封件(亿元)	1.34	1.52	1.95	2.23	2.70
yoy		13%	28%	14%	21%
毛利率	45%	41%	43%	47%	54%
输配电线路复合外绝缘(亿元)	1.02	0.74	0.92	2.09	1.69
yoy		-27%	24%	127%	-19%
毛利率	32%	14%	17%	26%	14%
其他 (亿元)	0.07	0.05	0.19	0.34	0.38
yoy		-30%	261%	78%	13%
毛利率	63%	48%	43%	44%	51%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内外收入同步高增，盈利能力持续向好。2023年起，公司国内外业务同步迎来快速增长通道，24/25年，公司实现国内收入7.5/8.9亿元，同比+63%/+19%，海外收入5.6/7.9亿元，同比+17%/42%，受益于国内外市场高端化复合绝缘子的需求持续提升，公司国内外毛利率同步高增，总体盈利水平接近。

图5：中国大陆和境外收入总体为增长趋势

图6：国内外盈利能力均持续向好



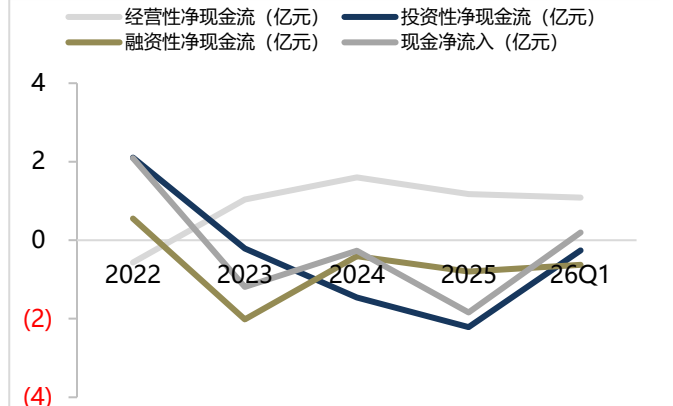
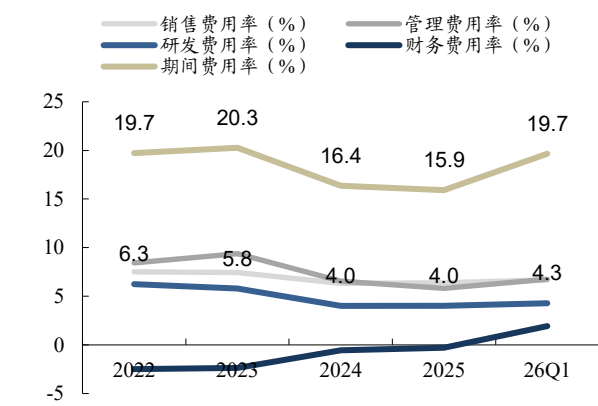
数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

公司费用控制能力较强、经营现金流整体保持正向，经营质量不断提升。费用端来看，随着收入规模快速增长，公司期间费用率整体呈下降趋势，但公司持续投入研发，研发费用率保持在4%以上，巩固在复合外绝缘材料及产品领域的技术优势。现金流方面，近年来随着公司收入增长以及回款质量改善，经营活动产生的现金流量净额持续提升，公司收入质量较高、盈利兑现能力较强。

图7：2022-2026Q1公司期间费用率呈下降趋势

图8：2022-2026Q1公司现金流量情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.4. 股权激励计划激发员工活力，彰显公司长期信心

公司自2023年12月以来已开展3期限限制性股票激励计划和1次股票期权激励计划。较短时间内多次推出股权激励，绑定核心管理层与技术骨干，提升了团队稳定性与

凝聚力。同时将员工利益与公司业绩增长深度绑定，有利于充分调动核心团队积极性，为公司的快速增长提供强劲动力。

表4: 神马电力股权激励与实际授予情况

股权激励计划	草案公告日	授予日	解禁年份	授予人数	授予价格 (元/股)	授予数量 (万股)	占总股本比例
第一期限制性股票激励计划首次授予	2023/12/15	2024/1/8	2029-2033	12	7.95	228.18	0.53%
第二期限制性股票激励计划首次授予	2024/1/26	2024/5/20	2029-2033	11	9.49	72.71	0.17%
第一期限制性股票激励计划预留部分限制性股票	2023/12/15	2024/5/20	2029-2033	6	7.95	57.04	0.13%
第三期限制性股票激励计划首次授予	2024/7/22	2024/8/30	2029-2033	15	11.89	111.59	0.26%
第二期限制性股票激励计划预留部分限制性股票	2024/1/26	2024/8/30	2029-2033	5	9.23	18.18	0.04%
第三期限制性股票激励计划预留部分限制性股票	2024/7/22	2024/12/30	2029-2033	2	11.63	20.75	0.05%
2025年股票期权激励计划首次授予	2025/7/29	2025/8/19	2026-2028	61	26.47	779.53	1.81%
2025年股票期权激励计划预留授予股份期权	2025/7/29	2025/10/13	2026-2028	12	26.47	38.59	0.09%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2025 公司股权激励业绩要求较高, 彰显管理层对公司中短期业绩快速增长的高信心。公司 2025 年股权激励要求第一个行权期净利润不低于 4.1 亿元, 较 24 年净利润同比+32%, 26、27 年以 5.5 亿元、7.5 亿元计算, 2025-2027 年 CAGR 达 35%, 股权激励实现要求较高, 彰显出公司管理层对公司业绩中短期维持高增长的高信心。

表5: 公司 2025 股权激励解锁业绩条件

行权期		业绩考核目标
首次授予的股票期权	第一个行权期	2025 年净利润不低于人民币 4.10 亿元。
	第二个行权期	2025 年、2026 年两个年度累计净利润不低于人民币 9.64 亿元。
	第三个行权期	2025 年至 2027 年三个年度累计净利润不低于人民币 17.11 亿元。
预留授予的股票期权	第一个行权期	2025 年、2026 年两个年度累计净利润不低于人民币 9.64 亿元。
	第二个行权期	2025 年至 2027 年三个年度累计净利润不低于人民币 17.11 亿元。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

长期股票激励计划制定详尽, 为公司持续增长提供动力。以 2024 年第一限制性股票激励计划为例, 公司设计的业绩考核周期长达九年, 第四个解禁限售期触发值要求 2024-2032 年累计净利润达 47.2 亿元, 按 2024-2031 年累计净利润达 35.9 亿元计算, 32 年要求实现净利润 11.3 亿元, 对应 2024-2032 年 CAGR 达 17.5%, 长期的高目标的制定可充分激励公司管理层和员工, 为公司持续增长提供动力。

表6: 公司 2025 股权激励解锁业绩条件

解锁安排	对应考核时间区间	时间区间内公司累计净利润 (A) (亿元)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个解除限售期	2024 年-2028 年	25.3	13.9
第二个解除限售期	2024 年-2030 年	49.5	27.3
第三个解除限售期	2024 年-2031 年	65.3	35.9
第四个解除限售期	2024 年-2032 年	85.7	47.2
考核指标	业绩完成度	公司层面解除限售比例 (X)	
累计净利润 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$	
	$An \leq A < Am$	$X=50\%+(A-An)/(Am-An)*50\%$	
	$A < An$	$X=0\%$	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 复合绝缘子具备多重性能优势，市场空间将稳步上升

2.1. 复合绝缘子具备多重优势，在变电站领域渗透较快

绝缘子是电力系统中用于支持带电导体并使其与其他元件绝缘的关键部件。绝缘子通常由绝缘件和金属附件通过胶合剂胶合或机械卡装而成。其核心功能是在架空输电线路、发电厂和变电站等场景中，将带电的母线、设备外带电体与大地或其他电位导体进行电气隔离，同时承受机械载荷，保障电力系统在各种工况下的安全稳定运行。

图9：白鹤滩 - 浙江 ±800 千伏特高压直流输电工程
跨江铁塔绝缘子清扫作业



数据来源：人民网，东吴证券研究所

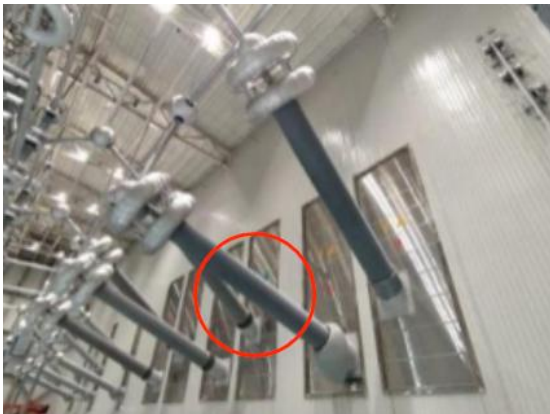
图10：棒形绝缘子应用于晋东南—南阳—荆门交流
1100KV 工程串补平台



数据来源：中国工程科技知识中心，东吴证券研究所

绝缘套管广泛应用于设备出线、换流站穿墙等场景，在气体绝缘、特高压等场景下需采用空心绝缘子。绝缘套管的核心作用是在导体与穿越结构间建立可靠绝缘屏障，同时承载导体机械应力、优化电场分布、抑制局部放电，保障变压器、GIS 等核心电力设备及电网在各类工况下的安全稳定运行，广泛应用于设备出线、换流站穿墙等场景。在气体绝缘、特高压、穿墙等对尺寸与重量敏感的场景，绝缘套管需采用空心绝缘子。

图11：±800kV 胶浸纸直流穿墙套管



数据来源：中国电气官网，东吴证券研究所

图12：110kV 液体填充复合套管终端应用



数据来源：广东省高新技术企业协会，东吴证券研究所

绝缘子主要分为复合、陶瓷和玻璃三类，复合绝缘子在重量、机械强度、耐污性能等多方面具备优势。目前国内外主流的绝缘子分为复合、陶瓷和玻璃三类，其中，陶瓷、玻璃应用已久，复合绝缘子从 21 世纪初发展至今已步入加速渗透阶段，产品经迭代已在重量、机械强度、防爆性能、运维成本等多方面存在优势，综合来看，具备更高的性能表现。

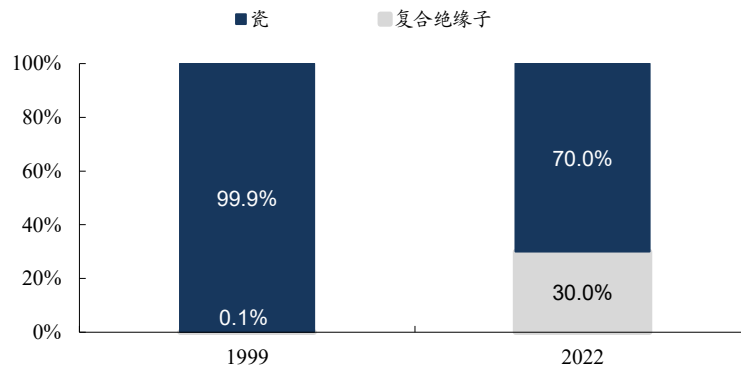
表7: 复合绝缘子性能多方面领先

对比维度	复合绝缘子	瓷绝缘子	玻璃绝缘子
主要材料	玻璃纤维芯棒+硅橡胶伞裙	瓷质（铝硅酸盐）	钢化玻璃
重量	轻（仅为瓷绝缘子的三分之一）	重	较重
机械强度	高（抗拉强度优异）	较低	较高（钢化后强度高）
耐污性能	优异	一般	优于同外形瓷绝缘子
防爆性能	不易破碎	易破碎	自爆可检测，但不会掉线
老化问题	有机材料老化为主要问题	老化较慢	抗老化性能优良
寿命问题	20-30年	15-25年	可达40年
运维成本	低（免维护）	高（需清扫检测）	较低（目测可发现自爆）
运维经验	较少	多	多

数据来源：XMOL 学术，格隆汇，东吴证券研究所

在全球变电站领域渗透率已达 30%，随着老化问题的解决和运维经验的增加，有望同步加速在输电线路领域的渗透。经过二十余年的发展，复合绝缘子在对安全要求更高、老化较慢的变电站领域渗透率已达 30%，在国内特高压领域几乎占据全部分额。在输电线路领域，由于电网建设对确定性的要求较高而复合绝缘子此前存在较易衰老的问题及较少的运维经验，其渗透率要低于陶瓷和玻璃，我们认为随着神马电力等头部厂商推出新材料抗衰老复合绝缘子及运维经验的积累，复合绝缘子有望凭借优异的性能，在变电站和输电线路领域同时加速渗透。

图13: 变电站领域复合绝缘子渗透率已达 30%

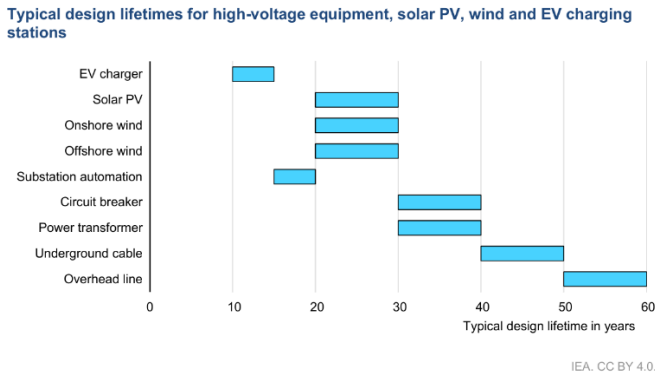


数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

2.2. 全球电网行业进入高景气周期，老化改造与 AIDC 驱动需求高速增长

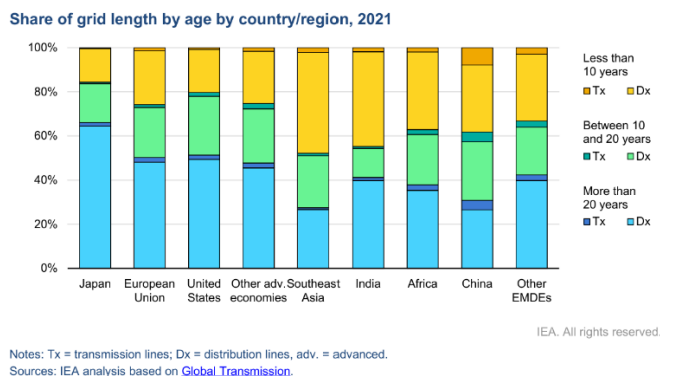
全球发达经济体电网进入老化阶段，电网改造需求持续释放。根据 IEA 统计，电网核心设备的设计寿命通常为 30-60 年。而在日本、美国、欧洲等电气化发展较早的发达经济体中，超过 50% 的电网已运行超过 20 年，电网老化问题突出，带来了很大的安全与可靠性隐患。根据美国能源部，美国大部分电网建于 20 世纪 60-70 年代，约 70% 的输电线路已接近其设计寿命末期。电网老化导致可靠性下降，近十年美国重大停电事故数量较上一个十年增加 64%，老旧电网急需升级改造。

图14：各类电力设备的设计寿命



数据来源：IEA，东吴证券研究所

图15：各地区电网的年龄结构



数据来源：IEA，东吴证券研究所

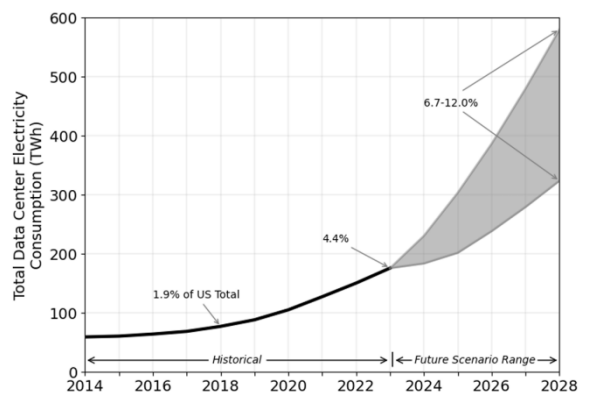
AIDC 用电需求爆发，美国将迎来较大电力缺口。根据 SemiAnalysis 预测，美国数据中心累计装机容量将从 24 年的 32GW 增长到 30 年的 124GW，CAGR 达 25%；根据 LBNL 预测，美国数据中心耗电占比将从 23 年的 4.4% 涨到 28 年的 6.7%-12%。数据中心负荷持续攀升，叠加电网老化，美国电力系统面临较大供给压力，电网扩容与配套电力设施的建设将进入加速期。

表8：美国分地区数据中心累计装机容量（GW）

地区	2024	2030 (E)	CAGR
美国整体	32	124	25%
东部	13	49	25%
西部	12	43	24%
中部	7	30	27%
北部	1	3	20%

数据来源：SemiAnalysis，CSIS，东吴证券研究所

图16：美国数据中心耗电量占比（2023年起为预测值）

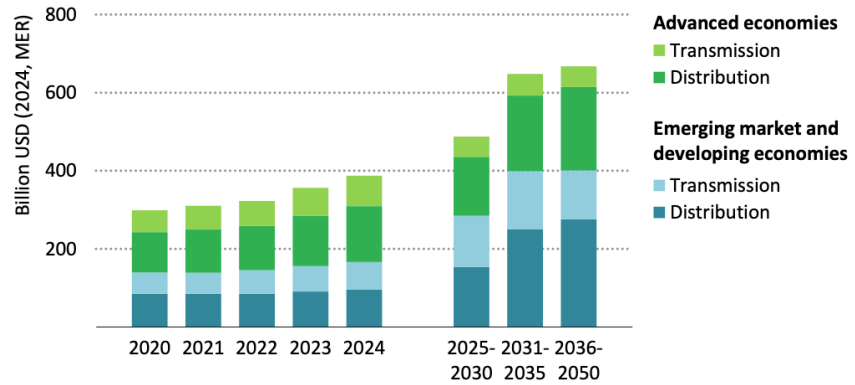


数据来源：LBNL，东吴证券研究所

全球电网投资的高景气周期刚刚启动，有望在 25-35 年进入高速增长阶段。根据 IEA，24 年全球电网投资约 3980 亿美元，其中欧洲/北美/非洲/中东/中南美洲电网投资同比

+6%/8%/7%/7%/7%，均呈现加速趋势。IEA 测算，预计到 2035 年全球电网投资的年均增长率将达到 5%，届时与电网相关的年度投资支出将增至约 6500 亿美元，全球电网投资刚刚启动。

图17：到 35 年全球电网投资将增加至约 6500 亿美元



IEA. CC BY 4.0.

数据来源：IEA，东吴证券研究所

受益于全球电网加速扩建改造，复合绝缘子市场规模稳步增长，2035 年将达 53 亿美元。复合绝缘子凭借重量轻、机械强度高、耐污闪性能好等优势，正逐步替代传统瓷绝缘子，在输电线路和变电设备中的应用不断提升。随着电网老化改造、新能源并网以及高压输电线路建设将持续带动需求增长，根据 Future Market Insights 预测，全球复合绝缘子市场规模将从 2025 年的 28 亿美元增长至 2035 年的 53 亿美元，CAGR 约 6.7%，复合绝缘子在电网系统中的渗透率有望持续提升。

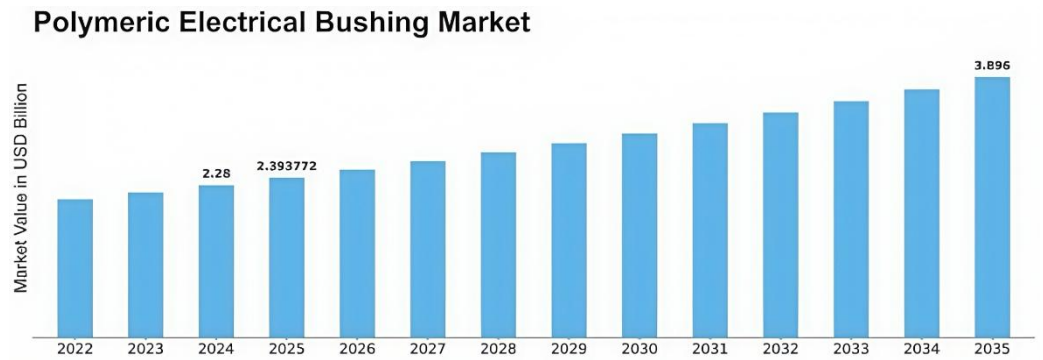
图18：2020-2035E 复合绝缘子全球市场空间



数据来源：Future Market Insights，东吴证券研究所

复合绝缘套管市场同样受益于电网需求的旺盛，规模稳步增长。根据 Market Research Future 的预测，全球复合绝缘套管市场规模将从 2025 年的 24 亿美元增长至 2035 年的 39 亿美元，CAGR 约 5.0%。

图19：2022-2035E 复合绝缘套管全球市场空间

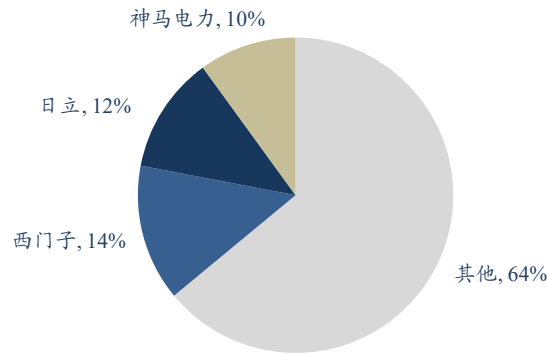


数据来源：Market Research Future，东吴证券研究所，注：2025-2035 为预测值

2.3. 全球市场份额较集中，神马电力主导高端市场

全球市场：龙头企业主导，区域性厂商共同竞争。全球复合绝缘子市场集中度较高，西门子、日立以及神马电力为前三大厂商，2024 年合计市场份额约 36%。其中，西门子和日立依托全球业务网络和技术积累，为全球头部厂商，神马电力在全球变电站绝缘子领域及特高压领域居主导地位，并为西门子、日立等的重要供应商。此外，部分厂商在特定领域各具优势，如德国 Pfisterer 深耕高电压电缆连接及绝缘技术；瑞士 TE Connectivity 在高温、潮湿及高振动等复杂环境下具备优势。

图20：2024 年全球复合绝缘子市场份额



数据来源：Intelmarket Research，东吴证券研究所预测

中国市场：高端市场集中度高，低端市场分散竞争。在普通输配电领域，由于产品技术门槛相对较低且应用场景广泛，参与企业数量众多，竞争格局相对分散。在技术壁垒极高的特高压输变电等领域，市场高度集中，在输电线路领域主要厂商包括神马电力、长园高能电气、南京电气、襄阳国网及大连电瓷等，在特高压变电领域神马电力几乎占据全部份额。

表9：国内复合绝缘子竞争格局

指标维度	神马电力	高能电气	襄阳国网	大连电瓷
核心产品	复合绝缘子	复合绝缘子	复合绝缘子	陶瓷绝缘子为主，复合绝缘子
主要产品	变电站/线路复合绝缘子、复合套管、复合横担	线路/变电站复合绝缘子、高铁用、特种复合、间隔棒	交直流复合悬式、支柱/横担、铁道用、避雷器	高压/特高压瓷绝缘子、复合绝缘子、金具
公司情况	变电站复合绝缘子龙头，在特高压市占率占据95%以上份额；输电线路复合绝缘子市占率前三	在特高压输电领域实现了特高压工程全电压等级技术突破	变电站复合绝缘子主要应用中低压领域	陶瓷绝缘子龙头，复合绝缘子主要应用在输电线路




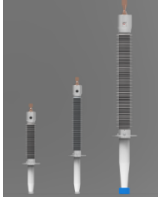
数据来源：各公司公告、官网，东吴证券研究所

3. 产品力奠定高端市场领先地位，迎多元增长新动能

3.1. 产品兼具性能与经济优势，构建核心产品力护城河

产品普遍在多方面具备性能领先，各项指标取得领先。公司的空心复合绝缘子产品具备不爆炸、不脆断、不闪络三大特性，且三十年少维护，支柱复合绝缘子具备卓越的耐候性、机械性能和抗震性能等，复合套管则具备领先的电气性能、密封性能，以及在材料、工艺、结构等方面做到了优化。公司主要产品的性能领先，构建了公司在技术上的核心护城河。

表10: 主营产品技术优势显著

<p>空心复合绝缘子</p>		<p>不爆炸: 神马变电站复合绝缘子主体材料采用玻璃纤维增强树脂 (FRP),强度高,韧性好。</p> <p>不脆断: FRP管纤维含量达到80%左右,通过不同铺层的组合形成网格状交联结构,属整体承载,大幅增加了FRP材料的机械强度和韧性。</p> <p>不闪络: 神马高温硫化硅橡胶属于疏水性材料,具有优异的憎水性和憎水迁移特性;材料同时具备良好的热熔性,在冰冻雨雪灾害中不会形成长冰凌,节约大量运维成本。</p> <p>30年少维护: 硅橡胶材料中的有机硅小分子覆盖在污秽物表面,使污层同样具备了憎水性,节约大量运维成本。</p>
<p>变电站母线支柱复合绝缘子</p>		<p>卓越的耐候性: 专为极端环境设计,能够长期耐受强紫外线、高海拔地区以及严重的大气污染。</p> <p>卓越的机械强度: 其抗弯强度是传统瓷绝缘子的两倍以上。</p> <p>抗震性能优异: 在0.4g加速度测试中,抗震等级最高可达9级,有效抵御强震冲击。</p> <p>更高的电气可靠性: 污闪电压和冰闪电压比瓷绝缘子提高50%以上。</p> <p>超长寿命与质保: 拥有40年的设计使用寿命,并提供行业领先的30年质保承诺。</p> <p>全周期少维护: 经过变电站和换流站实际运行验证,在整个使用寿命期内无需任何维护,包括清洗或喷涂防污闪涂料。</p>
<p>气体绝缘复合套管</p>		<p>电气性能: 神马目前具有自主的电气试验检测能力,通过对各电压等级开关套管进行试验验证,产品的各项电气性能指标均能满足并高出标准规定的值。</p> <p>密封性能: 针对不同的产品特性,选择密封材质、结构及设计,神马整体年泄漏率指标≤0.1%,低于国家标准要求的0.5%。</p>
<p>新型防爆变压器复合套管</p>		<p>材料升级: 轻质高强复合材料;</p> <p>工艺优化: 先进电容芯子制造技术;</p> <p>结构创新: 一体式密封结构设计;</p> <p>寿命保障: 长寿命外绝缘材料--40年寿命,30年质保</p>

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司的新材料复合绝缘子全周期成本大幅领先其他材料,具备显著的经济优势。公司的变电、输电新材料复合绝缘子分别只有传统陶瓷材料的0.9/0.4倍,此外,相较于陶瓷和传统的复合绝缘子,需要在40年的生命周期内投入远大于本身价值的运维成本,公司的新材料复合绝缘子可以在生命周期内实现0维护,可大幅降低客户实际的使用成本,具备显著的经济优势。

图21: 公司的新材料变电复合绝缘子 40 年生命周期成本对比 (以 1 为基准)

项目	陶瓷绝缘子	传统复合绝缘子 (寿命 < 15年)	新材料复合绝缘子
CAPEX	1	1.1	0.9
40年 OPEX	> 3	> 3	0
40年统计	> 4	> 4.1	0.9

数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图22: 公司的新材料输电复合绝缘子 40 年生命周期成本对比 (以 1 为基准)

项目	陶瓷绝缘子	传统复合绝缘子 (寿命 < 15年)	新材料复合绝缘子
CAPEX	1	0.3	0.4
40年 OPEX	1	6	0
40年统计	2	6.3	0.4

数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

3.2. 深度绑定海外头部客户, 建设海外工厂进一步深化布局

深度绑定日立、西门子、GE 等行业头部客户, 将充分受益于其扩产周期。公司与日立、西门子、GE 等海外头部电力设备厂商拥有长达 20 余年的战略合作, 长期供应复合外绝缘产品, 占据三大家主要高端产品份额, 在全球电力设备高景气的大周期下, 日立、西门子、GE 等订单均实现高增, 对上游产品拥有大量的需求, 25 年 GE 到访公司提出预计未来五年产量将实现翻倍增长, 公司针对主要客户的高需求提出计划三年内产能翻倍, 25 年公司实现海外新增订单 10.12 亿元, 同比增长 36.4%, 当前在手订单储备充足, 为后续业绩释放奠定坚实基础。

表11: 海外三大家电力设备业务收入、订单均高速增长。

单位: 亿元	2024				2025			
	收入	新签订单	在手订单	新签订单/收入	收入	新签订单	在手订单	新签订单/收入
GEV	536	1123	1680	2.09	689	1375	2481	1.99
日立ABB	1050	1988	3036	1.89	1309	2114	4048	1.61
西门子能源	752	1372	2790	1.82	926	1727	3488	1.86
合计	2338	4482	7506	1.92	2925	5215	10017	1.78

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所 (注: 汇率假设为 1 USD = 7.15 CNY; 1 JPY = 0.046 CNY; 1 EUR = 7.75 CNY)

扎根国内高端市场份额领先, 推进全球市场加速渗透。国内市场方面, 公司在复合绝缘体整体市场上做到市占率第一, 相较于竞争大、利润低的输变电线路市场, 公司深耕于技术壁垒更高、单位价值量更大的变电站复合绝缘市场, 并推动复合绝缘体广泛应用在价值量更高且对产品要求更高的 750kV 及以上的特高压市场, 居绝对主导地位, 2023 年市占率达 95% 以上。此外, 公司依托强大的产品力和与海外三大家的长期深度合作, 有效推进复合绝缘子在全球市场的应用, 2025 年在欧美变电站复合外绝缘市占率达 50%, 且独家中标拉美地区巴西、智利等多个特高压直流输电项目, 海外渗透成效显著。

表12: 公司的复合绝缘子产品在国内外取得较高渗透率

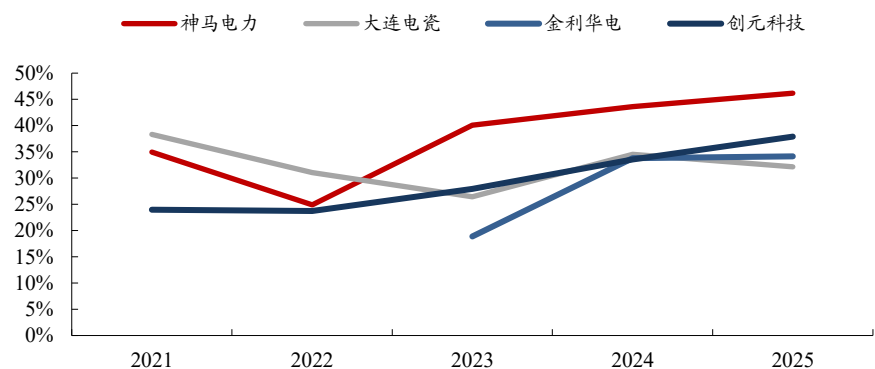
市场	进展
国内	截至2023年, 推动750kV及以上特高压变电站几乎全部采用复合绝缘子, 公司市占率达 95%以上 ; 2022年线路复合绝缘子市场占有率约为 9.1% , 位列行业 第三 。复合绝缘子整体市场 市占率第一
北美	截至2025年, 公司变电站复合外绝缘在北美市占率达 50%
欧洲	截至2023年, 约 40% 的变电站绝缘子为复合绝缘子, 其中, 约 90% 为公司的新材料复合绝缘子, 到2025年在欧洲变电站复合外绝缘渗透率已达 50%
拉美	2025年 独家 中标多个巴西±800kV特高压直流输电项目、智利±600kV超高压直流输电项目等多地输电线路复合外绝缘项目
其他地区	截至2023年, 约 20% 的变电站绝缘子为复合绝缘子, 其中约 90% 为神马电力的新材料复合绝缘子

数据来源: 公司公众号, 公司公告, 东吴证券研究所

越南工厂启动建设, 进一步深化海外布局。公司 2026 年正式启动越南工厂项目一期建设, 计划总投资不超过 1.22 亿元人民币, 生产变电设备外绝缘、输配电线路复合外绝缘等核心产品。海外产能的建设有助于公司有效规避国际贸易壁垒风险, 巩固公司在北美超特高压复合外绝缘市场的技术优势, 同时加快欧洲、拉美等其他高端市场拓展速度, 有效助力公司深化海外布局、进一步提升品牌形象。

在坚实的产品力与高端市场的高市占率加持下, 公司盈利能力显著高于可比公司。公司凭借坚实的产品力深耕国内外的变电站、特高压等高端市场, 相较主要面向输变电线路、中低压等竞争激烈、与下游议价能力较差的可比公司, 公司产品的毛利率明显较高。

图23: 公司的毛利率显著高于可比公司



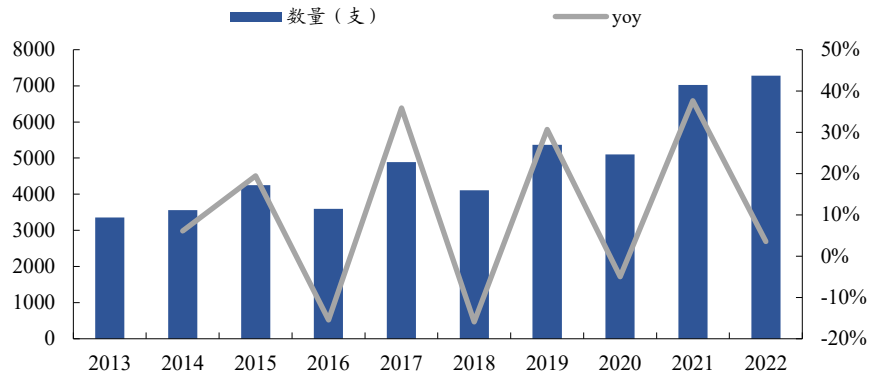
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 金利华电为玻璃绝缘子业务毛利率, 创元科技为输变电线路绝缘子业务毛利率, 其余为公司整体毛利率)

3.3. 从复合绝缘子到复合套管, 价值量有望得到数倍跃升

推动产品结构向集成化演进, 有望大幅提升价值量和市场空间。在推进复合绝缘子在国内外加速渗透的同时, 公司同步将产品结构从原有单一的绝缘子到集成度更高、价值量更大的复合套管转换。公司的开关复合套管的推广已取得较大进展, 覆盖电压等

级从 72.5kV 到 1100kV，截至 2022 年已应用超 6 万支，通过从为客户提供复合绝缘子到提供复合套管转换，有望将公司产品的价值量及所处市场的市场空间提升数倍，带来较高增量。

图24：公司气体绝缘开关复合套管应用数量呈上升趋势



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

聚焦海外客户需求，有望迎来放量期。公司通过为海外核心大客户日立、GE、西门子等直供开关复合套管，可以为其避免该环节的产能限制，并将其紧张的产能集中在其他价值量更大的环节，公司凭借与三大家的长期合作基础，已在多个电压等级达成合作，我们认为，随着公司的开关复合套管产品进一步得到客户验证，26年起有望迎来出货放量期。

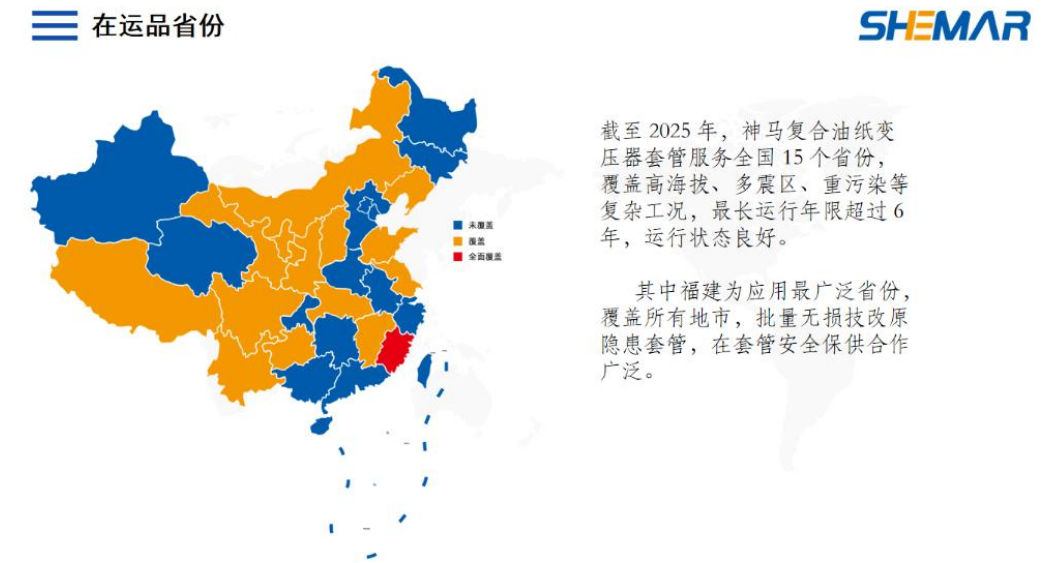
表13：公司的开关复合套管产品与海外客户在多个电压等级达成合作

客户	已合作电压等级
Hitachi(ABB)	72.5kV ~ 1100kV
GE	145 ~ 765kV
Siemens	110kV ~ 550kV
Toshiba	145kV ~ 750kV

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

发布新型高压变压器复合套管，通过认证迎来加速推广。25年公司发布 363kV、550kV 全系列新型复合油纸电容式变压器套管产品，通过专家鉴定委员会评审综合性能达到国际领先水平。此前公司的中低压变压器复合套管已在全国 15 个省份得到应用，此次高压变压器复合套管的产品发布并通过认证，有望得到快速推广，并加速抢占市场份额。

图25：公司变压器复合套管已在多个省份得到应用



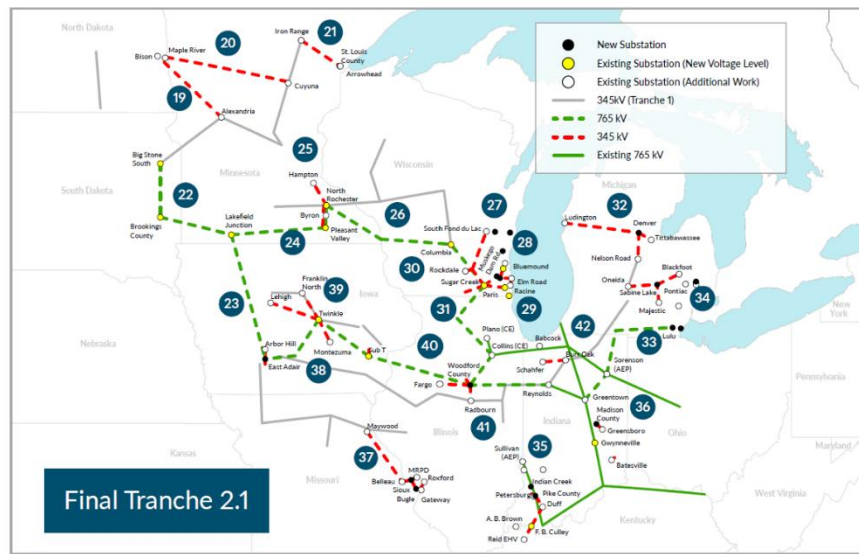
数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

3.4. 美国特高压建设大幅提升市场空间，有望抢占主要份额获取较高增量

美国运营商加速推进 765kV 超高压规划落地，投资达 750 亿美元空间巨大。为解决跨区输电难题，美国三大区域电网运营商 26 年初相继获批总计 750 亿美元的输电扩容项目，核心聚焦 765 千伏超高压线路与变电站，其输电能力可达传统 345kV 线路的六倍。扩容后输电线路的总里程将达到 10000 英里，相当于现有里程的四倍。超高压线路对设备的绝缘可靠性及机械强度提出更高要求，为复合绝缘子及复合套管提供了广阔的市场空间。

经我们测算美国超高压的建设可带来约 50 亿元的增量市场空间，公司凭借技术与海外布局优势有望抢占丰厚市场份额。复合绝缘子在整条输变电线路中投资占比约为 1%，对应 7.5 亿美元即约 50 亿元空间，相较于美国本土或其他地区的厂商，由于国内特高压建设进度大幅领先，公司具备丰富的特高压应用的产品研发与应用经验，大幅领先于其他厂商，且公司与三大家的长期合作、海外工厂的建设都可成为公司在海外的重要背书，我们认为，公司凭借技术领先与海外布局，有望抢占较高的市场份额，且美国超高压建设由于供给紧缺，我们预计盈利性将明显高于其他项目，我们认为公司有望从中获取较高的利润增量。

图26: MISO Tranche 2.1 规划了 3,631 英里以 765kV 为骨干网架的输电线路



数据来源: MISO, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026 至 2028 年营业收入分别为 24.72/32.16/41.95 亿元，同比增长 44%/30%/30%，毛利率分别为 46.7%/47.5%/48.0%。分业务来看：

变电站复合外绝缘：国内特高压与柔性直流工程密集落地，全球电网复合化替代提速，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 18.66/25.19/34.01 亿元，同比 +50%/+35%/+35%，毛利率受高端产品和出口占比增长，预计为 50.0%/50.5%/50.5%。

橡胶密封件：受益于下游资本开支扩张与存量设备维保需求，我们预计板块收入保持稳健增长，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 3.24/3.56/3.92 亿元，同比 +20%/+10%/+10%，毛利率为 50%/50%/50%。

输变电线路复合外绝缘：特高压线路建设、新能源并网与线路复合化改造三重共振，复合横担等新品规模化落地带来增量，同时产品出海顺利进行，我们预计 2026 至 2028 年板块收入分别为 2.37/2.72/2.99 亿元，同比+40%/+15%/+10%，毛利率为 15%/16%/16%。

表14: 盈利预测拆分（分产品）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
变电站复合外绝缘						
收入	6.53	8.79	12.44	18.66	25.19	34.01
YoY	29%	35%	41.4%	50.0%	35.0%	35.0%
毛利	2.76	4.13	6.05	9.33	12.72	17.17
毛利率(%)	42.3%	47.0%	48.7%	50.0%	50.5%	50.5%
橡胶密封件						
收入	1.95	2.23	2.70	3.24	3.56	3.92
YoY	28%	14%	21%	20%	10%	10%
毛利	0.84	1.04	1.46	1.62	1.78	1.96
毛利率(%)	43.3%	46.9%	54%	50%	50%	50%
输变电线路复合外绝缘						
收入	0.92	2.09	1.69	2.37	2.72	2.99
YoY	24%	127%	-19%	40%	15%	10%
毛利	0.16	0.54	0.24	0.35	0.42	0.48
毛利率(%)	17.3%	26.0%	14%	15%	16%	16%
其他业务						
收入	0.19	0.34	0.38	0.46	0.68	1.03
YoY	280%	79%	14%	20%	50%	50%
毛利	0.08	0.15	0.19	0.23	0.34	0.51
毛利率(%)	42.5%	44.3%	51%	50%	50%	50%
总计						
总收入	9.59	13.45	17.21	24.72	32.16	41.95
YoY	30%	40%	28%	44%	30%	30%
毛利	3.85	5.87	7.95	11.53	15.27	20.13
毛利率(%)	40.1%	43.6%	46.2%	46.7%	47.5%	48.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

公司作为稀缺的复合绝缘子龙头企业，与海外电气设备制造商深度合作。我们预计公司 2026 至 2028 年归母净利润分别为 6.1/8.3/11.1 亿元，同比+40%/37%/34%，对应 PE 为 39x、29x、21x。公司主营业务为电网设备，选取相关公司平高电气、思源电气、金盘科技可比公司，可比公司对应 26-28 年 PE 分别为 34x、25x、19x，考虑到公司海外业务具备高成长性，盈利能力处于上升通道，为国内对接海外客户最顺利的电力设备企业之一，充分受益于海外电网建设大周期，给予 2027 年 40xPE，目标价 76.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表15: 可比公司估值（截至 2026 年 6 月 3 日）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE			总股本 (亿股)	投资评级	预测来源
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E			
600312.SH	平高电气	272	20.07	14.1	17.4	20.5	1.0	1.3	1.5	19.3	15.7	13.3	13.57	买入	东吴
002028.SZ	思源电气	1,519	194.13	46.1	63.8	87.0	5.9	8.2	11.1	33.0	23.8	17.5	7.82	买入	东吴
688676.SH	金盘科技	441	95.99	8.9	12.6	17.1	1.9	2.7	3.7	49.4	35.1	25.8	4.60	买入	东吴
	平均值	744	103.40	23.0	31.3	41.5	3.0	4.1	5.4	33.9	24.9	18.9	8.66	-	-
603530.SH	神马电力	237	54.85	6.1	8.3	11.1	1.4	1.9	2.6	39.1	28.6	21.3	4.32	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

全球及国内电网投资不及预期。 公司核心产品如特高压/超高压复合绝缘子高度依赖于电网基建投资。若海外特高压、超高压落地节奏放缓，或国内特高压线路招标量不及预期，将直接减少对高端复合绝缘子的采购需求，从而对公司业绩造成不利影响。

海外市场拓展及国际贸易政策风险。 公司产品大量配套西门子、日立能源、GE 等国际巨头销往海外，且美国是其重点发力的海外市场。若因国际地缘政治因素、贸易壁垒导致公司海外供应链配套受阻，或海外订单确收进度受非可控因素干扰，可能对公司海外营收及盈利水平造成不利影响。

主要原材料价格波动风险。 公司复合绝缘子生产所需的主要原材料包括硅橡胶、玻璃纤维引拔棒及环氧树脂等。若上游原材料受化工行业周期影响出现大幅涨价，且公司无法及时通过产品调价或供应链优化转嫁成本压力，可能导致产品毛利率下滑，对公司利润水平造成不利影响。

行业竞争加剧。 若国内外竞争对手通过激进的价格策略抢占份额，可能导致公司面临中标单价下降、市场份额流失的风险。

股东减持风险。 2026 年 5 月 22 日公司公告，原持有公司 15.61%股份的大股东陈小琴拟通过集中竞价交易和大宗交易方式合计减持不超过 3%的股份，可能对公司股价波动产生影响。

神马电力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,677	2,061	2,543	3,179	营业总收入	1,721	2,472	3,216	4,195
货币资金及交易性金融资产	282	185	275	423	营业成本(含金融类)	926	1,319	1,689	2,182
经营性应收款项	926	1,219	1,490	1,813	税金及附加	17	27	33	43
存货	400	547	633	757	销售费用	110	148	190	243
合同资产	18	32	41	52	管理费用	100	136	174	222
其他流动资产	51	78	104	134	研发费用	69	99	125	159
非流动资产	958	1,130	1,334	1,609	财务费用	(5)	45	45	54
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	20	30	39	50
固定资产及使用权资产	700	759	801	834	投资净收益	2	4	5	6
在建工程	48	24	13	8	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	114	111	109	106	减值损失	(22)	(20)	(30)	(40)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	1	1
长期待摊费用	5	45	125	285	营业利润	506	712	973	1,308
其他非流动资产	91	191	286	376	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	2,635	3,191	3,877	4,788	利润总额	508	712	973	1,308
流动负债	559	705	862	1,060	减:所得税	77	107	146	197
短期借款及一年内到期的非流动负债	250	42	41	36	净利润	432	605	827	1,111
经营性应付款项	113	355	429	517	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	10	11	14	归属母公司净利润	432	605	827	1,111
其他流动负债	194	298	381	494	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.00	1.40	1.92	2.57
非流动负债	280	284	287	288	EBIT	499	744	1,005	1,344
长期借款	213	213	213	213	EBITDA	589	832	1,099	1,447
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	46.18	46.65	47.47	47.98
租赁负债	0	5	7	8	归母净利率(%)	25.09	24.48	25.72	26.49
其他非流动负债	66	66	66	66	收入增长率(%)	27.94	43.67	30.09	30.43
负债合计	839	990	1,149	1,348	归母净利润增长率(%)	38.92	40.21	36.65	34.35
归属母公司股东权益	1,796	2,201	2,728	3,439					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,796	2,201	2,728	3,439					
负债和股东权益	2,635	3,191	3,877	4,788					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	117	574	690	928	每股净资产(元)	4.16	5.10	6.32	7.97
投资活动现金流	(221)	(292)	(313)	(390)	最新发行在外股份(百万股)	432	432	432	432
筹资活动现金流	(80)	(414)	(306)	(411)	ROIC(%)	20.49	26.77	31.32	34.16
现金净增加额	(183)	(132)	71	127	ROE-摊薄(%)	24.04	27.50	30.31	32.31
折旧和摊销	90	89	95	103	资产负债率(%)	31.84	31.01	29.63	28.16
资本开支	(233)	(121)	(123)	(127)	P/E (现价&最新股本摊薄)	54.85	39.12	28.63	21.31
营运资本变动	(418)	(147)	(264)	(325)	P/B (现价)	13.18	10.76	8.68	6.88

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。

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>