

2026 年 06 月 06 日

# 赛英电子 (920181.BJ)

——功率半导体器件部件“小巨人”，受益于特高压和智算中心等下游多场景共振

投资评级：增持（首次）

## 投资要点：

### 证券分析师

赵昊  
SAC: S1350524110004  
zhaohao@huayuanstock.com  
万泉  
SAC: S1350524100001  
wanxiao@huayuanstock.com

### 联系人

### 市场表现：



### 基本数据 2026 年 06 月 04 日

收盘价 (元)	107.36
一年内最高/最低 (元)	139.65/57.60
总市值 (百万元)	4,637.95
流通市值 (百万元)	1,075.75
总股本 (百万股)	43.20
资产负债率 (%)	12.55
每股净资产 (元/股)	11.52

资料来源：聚源数据

- **聚焦功率半导体器件关键部件，2025 年营收同比增长 31%。**公司是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、制造和销售的国家高新技术企业。公司主要产品可分为陶瓷管壳、封装散热基板两大类，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。公司采用直销模式进行销售，直接与客户建立业务关系，主要销售区域包括境内、欧洲等地区。2023-2025 年公司对前五大客户合计销售收入占比从 82%降低至 80%，中车时代均为第一大客户。2025 年，公司实现营业收入 6.00 亿元 (yoy+31.22%)；实现归母净利润 8,808 万元 (yoy+19.18%)。2026Q1 公司实现营业收入 1.47 亿元 (yoy+7.67%)、归母净利润 2,699 万元 (yoy+14.72%)。
- **工艺创新迭代深耕半导体陶瓷管壳，2025 年高毛利率的陶瓷管壳及配件业务营收 yoy+44% 实现放量。业务结构：**公司营业收入主要来源于陶瓷管壳及配件和封装散热基板，2025 年陶瓷管壳及配件和封装散热基板分别实现营收 2.47 亿元 (yoy+44%) 和 2.60 亿元 (yoy+11%)，占营业收入比例分别为 41%和 43%，2025 年陶瓷管壳及配件营收大幅增长主要系受益于电网等下游领域处于景气周期，中车时代、英飞凌等主要客户需求旺盛。**毛利率：**2025 年陶瓷管壳及配件和封装散热基板毛利率分别为 38% (yoy+4pcts) 和 23% (yoy-4pcts)。可以看出，公司高毛利率业务陶瓷管壳及配件占比在 2025 年实现较大提升。**销售区域：**2025 年，公司境内和境外营业收入分别为 4.66 亿元 (yoy+25%) 和 1.34 亿元 (yoy+56%)，境外收入增幅较大主要系受益于客户英飞凌需求旺盛，对其销售收入有所增加。公司通过技术创新，实现多种陶瓷管壳类产品的创新和迭代。产品种类更新多、迭代频率高，研发产品涵盖 1-6 寸晶闸管用陶瓷管壳、压接式 IGBT 用陶瓷管壳等产品，成功进入功率半导体器件优质客户的供应链，持续保持技术领先和产品创新。
- **2020-2024 年我国晶闸管市场规模 CAGR 达 20%，特高压输变电、智算中心等场景打开行业空间。根据公司招股书，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达到了 522 亿美元，2020-2024 年 CAGR 达 5.5%，中国功率半导体市场规模达到 206 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 4.8%。**细分来看，**按照基础结构类型，功率半导体器件主要分为二极管、晶闸管、晶体管等三类，其中陶瓷管壳主要应用于晶闸管大类，封装散热基板主要应用于工业级和车规级的 IGBT 模块。**晶闸管：**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，我国晶闸管行业市场规模由 2020 年 15.8 亿元增长至 2024 年 32.8 亿元，年复合增长率为 20.03%。**IGBT：**根据中商产业研究院，受益于新能源汽车和工业领域的需求大幅增加，我国 IGBT 市场规模由 2020 年的 144.1 亿元增长至 2025 年的 244.9 亿元，年复合增长率达 11.19%。**从终端应用来看，陶瓷管壳封装大功率器件终端多应用于特高压输变电、新能源并网与能源互联、智算中心、轨道交通等基础设施的建设，包含封装散热基板的 IGBT 模块则凭借其高频开关与低导通损耗特性，在工业控制设备、新能源汽车电控系统、新能源发电并网系统等现代电子设备中扮**

演关键角色。

- **2025 年研发投入达 2206 万元 (yoy+53%)，持续升级优化陶瓷管壳结构设计，重点突破陶瓷管壳钎焊技术。** **研发投入：**2025 年公司研发支出达 2206 万元 (yoy+53%)，占营业收入 3.68%。公司自成立以来坚持以技术研发为核心，致力于功率半导体关键部件的研究，凝聚了一支经验丰富、高度协作的研发技术团队。**陶瓷管壳产品：**(1) 2022 年至今，公司持续升级优化陶瓷管壳结构设计，攻克超大规格方型陶瓷管壳低应力钎焊技术，自主完成方型弹性压接式 IGBT 用陶瓷管壳的开发；(2) 截至 2025 年末，公司正在推进 6 英寸刚性压接 IGBT 陶瓷管壳的研发，研发完成后有望解决 6 英寸 IGBT 陶瓷管壳钎焊难的问题，从而达到高气密性高平整度的要求。
- **公司已实现两类封装散热基板技术落地与产品量产，并持续推进前沿工艺研发。** **平底型封装散热基板：**(1) 2017 年至今，公司围绕弧度预弯、均匀电镀等重点工艺已经形成了平底基板异形弧度成型技术、平底基板高分散通过式连续电镀工艺等核心技术，成功研发平底型封装散热基板产品并实现量产；(2) 截至 2025 年末，公司正在推进**多工步高精度连续模成型工艺和功率模块基板异形微结构一体化制造技术**的研发。前者通过连续模工艺实现冲制、凸点、沉孔、弧度预弯在一副模具上加工多个工步，保证精度和一致性，减少多次装夹，达到和工程模一样的精度水平，大幅提高生产效率；后者通过开发一种功率模块用铜基板上的锁胶结构制造工艺和一种焊接设计的制造工艺，以提高功率模块的焊接性能。**针齿型封装散热基板：**2022 年公司开始结构设计开发和迭代，已经掌握针齿基板多穴位一次冷锻工艺、齿区域单向深镀工艺、多工位高精度机加工工艺、外观视觉自动检测技术等一系列核心工序相关的技术。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.99/1.32/1.60 亿元，对应 PE 分别为 47/35/29 倍。我们选取黄山谷捷、华润微、国力电子为可比公司，可比公司 2026PE 均值为 59X。公司专注于陶瓷管壳+封装散热基板，卡位功率半导体器件封装关键环节，根据公司招股书数据，2024 年，公司陶瓷管壳产品全球及国内市场占有率分别约为 30.0%、32.6%，封装散热基板产品全球及国内市场占有率分别约为 3.6%、14.3%。陶瓷管壳类产品构筑基本盘，封装散热基板类产品市场空间广阔，有望成为第二增长曲线。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**客户集中度较高风险、原材料价格波动风险、主营业务毛利率波动风险。

#### 盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	457	600	675	862	1,023
同比增长率 (%)	42.65%	31.22%	12.53%	27.68%	18.71%
归母净利润 (百万元)	74	88	99	132	160
同比增长率 (%)	34.20%	19.18%	12.85%	32.61%	21.39%
每股收益 (元/股)	1.71	2.04	2.30	3.05	3.70
ROE (%)	19.60%	18.78%	11.41%	13.15%	13.76%
市盈率 (P/E)	62.76	52.66	46.66	35.19	28.99

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	36	347	365	441
应收票据及账款	249	263	300	342
预付账款	1	1	1	1
其他应收款	0	1	1	1
存货	122	130	147	163
其他流动资产	4	4	5	6
<b>流动资产总计</b>	<b>413</b>	<b>745</b>	<b>819</b>	<b>955</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	65	89	136	201
在建工程	27	71	89	52
无形资产	43	44	47	52
长期待摊费用	0	1	1	1
其他非流动资产	3	6	9	10
<b>非流动资产合计</b>	<b>137</b>	<b>212</b>	<b>282</b>	<b>316</b>
<b>资产总计</b>	<b>550</b>	<b>957</b>	<b>1,101</b>	<b>1,271</b>
短期借款	15	12	14	16
应付票据及账款	51	55	61	65
其他流动负债	13	17	22	25
<b>流动负债合计</b>	<b>80</b>	<b>84</b>	<b>96</b>	<b>107</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
<b>非流动负债合计</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>负债合计</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>98</b>	<b>109</b>
股本	32	43	43	43
资本公积	104	396	396	396
留存收益	332	432	563	723
归属母公司权益	469	871	1,003	1,163
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>469</b>	<b>871</b>	<b>1,003</b>	<b>1,163</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>550</b>	<b>957</b>	<b>1,101</b>	<b>1,271</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	88	98	130	158
折旧与摊销	9	12	17	24
财务费用	1	0	-1	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-88	-14	-45	-51
其他经营现金流	17	2	2	3
<b>经营性现金净流量</b>	<b>27</b>	<b>97</b>	<b>103</b>	<b>132</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-42</b>	<b>-87</b>	<b>-88</b>	<b>-59</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-9</b>	<b>299</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-24</b>	<b>310</b>	<b>18</b>	<b>76</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>600</b>	<b>675</b>	<b>862</b>	<b>1,023</b>
<b>营业成本</b>	<b>445</b>	<b>500</b>	<b>631</b>	<b>745</b>
税金及附加	2	3	4	5
销售费用	1	1	2	2
管理费用	16	17	22	27
研发费用	22	25	32	38
财务费用	1	0	-1	-1
资产减值损失	-14	-14	-19	-23
信用减值损失	-1	-2	-3	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>102</b>	<b>115</b>	<b>152</b>	<b>185</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>101</b>	<b>115</b>	<b>152</b>	<b>185</b>
所得税	13	15	20	25
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>99</b>	<b>132</b>	<b>160</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>88</b>	<b>99</b>	<b>132</b>	<b>160</b>
EPS(元)	2.04	2.30	3.05	3.70

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	31.22%	12.53%	27.68%	18.71%
营业利润增长率	18.86%	13.35%	32.23%	21.34%
归母净利润增长率	19.18%	12.85%	32.61%	21.39%
经营现金流增长率	443.78%	267.20%	5.69%	28.34%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	25.80%	26.00%	26.81%	27.23%
净利率	14.68%	14.72%	15.29%	15.63%
ROE	18.78%	11.41%	13.15%	13.76%
ROA	16.00%	10.39%	11.98%	12.59%
<b>估值倍数</b>				
P/E	52.66	46.66	35.19	28.99
P/S	7.73	6.87	5.38	4.53
P/B	9.89	5.33	4.63	3.99
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	42	35	26	21

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 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）。