

2026年06月18日

益坤电气(920222.BJ)

——绝缘及电压保护领域“小巨人”，轨交领域+海外市场有望驱动增长

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚

huwenhan@huayuanstock.com

投资要点:

- **益坤电气本次发行价格 10.09 元/股，发行市盈率 14.63X，申购日为 2026 年 6 月 22 日。**本次发行数量为 1285 万股，发行后总股本为 8565 万股，本次发行数量占发行后总股本的 15%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 15%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 128 万股，占本次发行数量的 10%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于绝缘保护电气系列产品扩产项目和研发中心建设项目。公司拟在现有土地上新建厂房，其中 1-3 层用于绝缘保护电气系列产品扩产项目。公司结合行业未来发展趋势及公司经营战略规划，计划围绕公司绝缘、过电压保护电气系列产品，增加绝缘子、避雷器、熔断器等产品产能，并新建铁路腕臂、公路腕臂等市场需求较为明确、未来发展空间广阔的新产品产线。此外，第 4 层用于研发中心建设。公司计划在现有产品及技术基础上，开发符合行业技术发展趋势的新技术、新材料、新产品，从而加强公司技术研发能力，提高公司核心竞争力及可持续发展能力。
- **专注于轨道交通和电力系统领域绝缘、过电压保护及在线监测综合解决方案，2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 49%。**公司是一家专注于轨道交通和电力系统领域绝缘、过电压保护及在线监测综合解决方案的国家级“专精特新”小巨人企业，主要产品包括避雷器、绝缘子、熔断器和在线监测装置及系统等。在要求严格的轨道交通领域，公司是我国高速动车组、电力机车用避雷器、绝缘子的领军企业，产品具备高性能、高可靠性，广泛应用于和谐号、复兴号系列动车组。凭借多年业内深耕和前瞻性的技术布局，公司基于对材料、结构、制造工艺的自主开发，实现了从高性能电阻片、复合绝缘材料等避雷器、绝缘子核心部件到终端产品的自研自产，正向研发实力强、技术延展性高，奠定了公司在轨道交通细分市场领先的技术实力和市场地位。2025 年公司实现营业收入 3.73 亿元 (yoy+10.01%)，归母净利润为 5907.52 万元 (yoy+8.61%)。
- **2014-2024 年我国复合绝缘子和避雷器产量 CAGR 分别为 8.58%和 9.96%，公司是目前国内和谐号、复兴号动车组列车绝缘、过电压保护产品的重要供应商。**《绝缘子避雷器行业统计资料汇编》数据显示，近十年，我国复合绝缘子产量由 2014 年度 882 万只增长至 2024 年度的 2,009 万只，年复合增长率为 8.58%；避雷器产量由 2014 年度的 574 万只增长至 2024 年度的 1,485 万只，年复合增长率为 9.96%，增长势头稳定。根据招股书，公司产品主要应用于轨道交通及电力系统行业。**轨道交通：**根据国家铁路局、中国铁路总公司公布的数据，自 2014 年以来，我国铁路固定资产投资完成额均保持在年均 7,000 亿元以上水平；2025 年，全国铁路固定资产投资完成额为 9,015 亿元，同比增长 5.98%，实现稳步增长。**电力系统行业：**中国电力企业联合会数据显示，2014-2025 年，我国电力投资由 7,805 亿元增长至 17,322.53 亿元。根据国家电网官网，“十五五”期间，国家电网固定资产投资预计达到 4 万亿元，年均投资规模或超过 8,000 亿元，预计将显著高于前两个五年规划

周期，助力全社会碳达峰目标。金冠电气（688517）、中国西电（601179）、神马电力（603530）和平高东芝等公司为同行业公司。

- **申购建议：建议关注。**公司基于对材料配方、产品结构到制造工艺的多年自主开发，实现了从高性能电阻片、复合绝缘材料等避雷器、绝缘子核心部件到终端产品的自研自产，奠定了公司在轨道交通细分市场领先的技术实力和市场地位。在海外销售领域，公司取得了荷兰 KEMA 等国际权威机构认证，连续 2 年出口交货值排名行业前五。可比公司 PE TTM 中值为 49.46X，建议关注。
- **风险提示：下游市场波动影响业绩持续性的风险、毛利率波动风险、市场竞争加剧的风险**

内容目录

1. 发行信息	5
1.1. 发行情况:发行价格 10.09 元/股, 发行市盈率 14.63X	5
1.2. 募投: 公司募投项目主要投入绝缘保护电气系列产品扩产项目等, 预计总投资额达 1.55 亿元	6
2. 专注于轨道交通和电力系统领域, 2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 49%	7
2.1. 业务: 2025 年避雷器营收达 1.51 亿元, 占主营业务收入的 41.15%	7
2.2. 模式: 2025 年前五大客户占比 38.19%, 中国中车为第一大客户	11
2.3. 财务: 2026Q1 公司营收 0.88 亿元 (yoy+12.65%)、归母净利润 1077 万元 (yoy+14.00%)	12
3. 2014-2024 年我国复合绝缘子和避雷器产量 CAGR 分别为 8.58%和 9.96%	13
4. 申购建议: 避雷器、绝缘子核心部件到终端产品实现自研自产, 建议关注	16
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 益坤电气本次发行价格 10.09 元/股	5
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 128 万股	5
图表 3: 公司募投项目预计总投资额达 1.55 亿元	6
图表 4: 余燕坤、余明宣和余敏源三人合计控制公司 54.63% 的股份, 为公司共同实际控制人	7
图表 5: 公司避雷器产品主要应用于高速动车组等轨道交通领域及电力系统	8
图表 6: 公司绝缘子产品主要应用于高速动车组、电力机车等轨道交通领域及电力系统领域	8
图表 7: 公司熔断器产品主要应用于国外输配电系统	9
图表 8: 公司拥有避雷器智能在线监测设备、高压开关智能监测设备等产品系列	9
图表 9: 2025 年避雷器营收达 1.51 亿元 (单位: 万元)	11
图表 10: 2025 年避雷器的毛利率为 42.83%	11
图表 11: 2023-2025 年公司前五大客户包括中国中车、CELSA S.A.S 和中国国家铁路集团等	11
图表 12: 2026Q1 公司营收 0.88 亿元 (yoy+12.65%)、归母净利润 1077 万元 (yoy+14.00%)	12
图表 13: 2014-2024 年我国复合绝缘子和避雷器产量 CAGR 分别为 8.58% 和 9.96%	13
图表 14: 2025 年我国铁路固定资产投资完成额为 9,015 亿元, 同比增长 5.98%	14
图表 15: 预计 2035 年我国将建成铁路网 20 万公里左右	14
图表 16: 2025 年时速 350 公里复兴号智能动车组已累计招标 278 组, 同比增长 13.47%	14
图表 17: 2019-2025 年我国市域快轨年累计线路长度 CAGR 为 14.59%	15
图表 18: 2014-2025 年我国电力投资由 7,805 亿元增长至 17,323 亿元 (单位: 亿元)	15
图表 19: 公司同行业公司主要包括金冠电气、中国西电、神马电力和平高东芝	16
图表 20: 可比公司 PE TTM 中值为 49.46X (数据截至 2026.06.17)	16

1. 发行信息

1.1. 发行情况: 发行价格 10.09 元/股, 发行市盈率 14.63X

益坤电气本次发行价格 10.09 元/股, 发行市盈率 14.63X, 申购日为 2026 年 6 月 22 日。本次发行数量为 1285 万股, 发行后总股本为 8565 万股, 本次发行数量占发行后总股本的 15%。经我们测算, 公司发行后预计可流通股本比例为 15%, 老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1: 益坤电气本次发行价格 10.09 元/股

基本信息	股票代码	920222.BJ	所属国民经济行业	配电开关控制设备制造
	股票简称	益坤电气	发行代码	920222
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	10.09
	募集金额(万元)	12,963	主承销商	兴业证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	1,285	占发行后总股本比例	15.00%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
日期与申购限制	路演日	2026-06-18	申购日	2026-06-22
	申购款退回日	2026-06-24	网上最高申购量(万股)	57.81
基本面信息	2025 年总营收(亿元)	3.73	2025 年归母净利润(万元)	5,907.52
	2025 年毛利率	32.23%	2025 年加权 ROE%	18.65%
	2025 年营收增速	10.01%	2025 年归母净利润增速	8.61%
股本信息	发行前总股本(万股)	7,280.00	发行前限售股(万股)	7,279.98
	发行后预计可流通比例	15.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	14.63	发行后 2025 EPS(元)	0.69

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 128 万股, 占本次发行数量的 10%。有 3 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 128 万股

序号	战略投资者名称	拟认购金额 (元)	限售期安排
1	中信证券资管益坤电气员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	10,657,159	12 个月
2	温州市轨道交通资产经营管理有限公司	504,500	12 个月
3	兴证投资管理有限公司	1,801,065	12 个月
	合计	12,962,724	-

资料来源: 公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：公司募投项目主要投入绝缘保护电气系列产品扩产项目等，预计总投资额达 1.55 亿元

此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于绝缘保护电气系列产品扩产项目和研发中心建设项目。公司拟在现有土地上新建厂房，其中 1-3 层用于绝缘保护电气系列产品扩产项目。公司结合行业未来发展趋势及公司经营战略规划，计划围绕公司绝缘、过电压保护电气系列产品，增加绝缘子、避雷器、熔断器等产品产能，并新建铁路腕臂、公路腕臂等市场需求较为明确、未来发展空间广阔的新产品产线。此外，第 4 层用于研发中心建设。公司计划在现有产品及技术基础上，开发符合行业技术发展趋势的新技术、新材料、新产品，从而加强公司技术研发能力，提高公司核心竞争力及可持续发展能力。

图表 3：公司募投项目预计总投资额达 1.55 亿元

项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入额（万元）
绝缘保护电气系列产品扩产项目	10,551.57	10,551.57
研发中心建设项目	4,991.20	4,991.20
合计	15,542.77	15,542.77

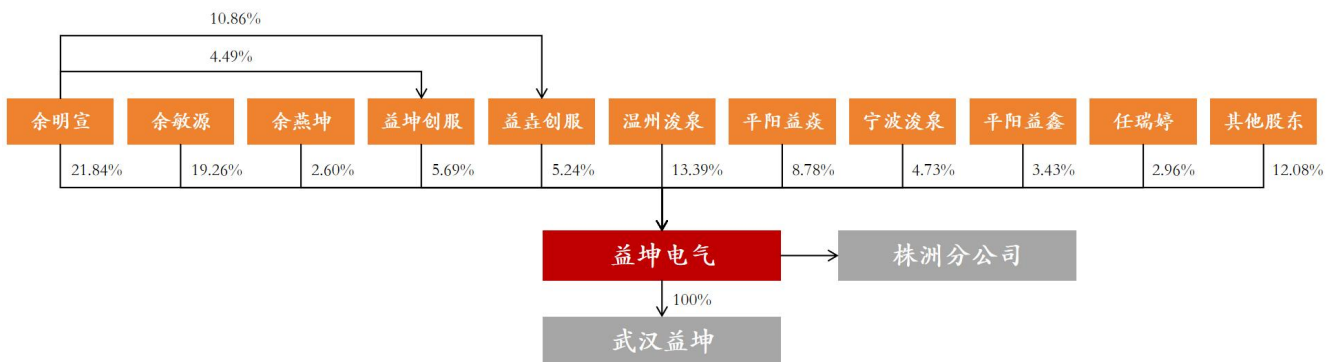
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2. 专注于轨道交通和电力系统领域，2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 49%

公司是一家专注于轨道交通和电力系统领域绝缘、过电压保护及在线监测综合解决方案的国家级“专精特新”小巨人企业，主要产品包括避雷器、绝缘子、熔断器和在线监测装置及系统等。在要求严格的轨道交通领域，公司是我国高速动车组、电力机车用避雷器、绝缘子的领军企业，产品具备高性能、高可靠性，广泛应用于和谐号、复兴号系列动车组。凭借多年业内深耕和前瞻性的技术布局，公司基于对材料、结构、制造工艺的自主开发，实现了从高性能电阻片、复合绝缘材料等避雷器、绝缘子核心部件到终端产品的自研自产，正向研发实力强、技术延展性高，奠定了公司在轨道交通细分市场领先的技术实力和市场地位。截至 2026 年 6 月 18 日，公司已取得 61 项专利，其中发明专利 21 项，实用新型专利 36 项，外观设计专利 4 项，并有 18 项发明专利处于实质审查阶段。

公司无控股股东。截至 2026 年 6 月 18 日，余燕坤直接持有公司 2.60% 股份；余明宣直接持有公司 21.84% 股份，并通过其任执行事务合伙人的益坤创服、益垚创服分别控制公司 5.69%、5.24% 股份；余敏源直接持有公司 19.26% 股份；余燕坤为余明宣、余敏源父亲，三人签署了《共同控制协议书》和《共同控制协议书之补充协议》，约定确认三人共同控制公司；三人现合计直接和间接控制公司 54.63% 的股份，为公司共同实际控制人。

图表 4：余燕坤、余明宣和余敏源三人合计控制公司 54.63% 的股份，为公司共同实际控制人



资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：数据截至 2026/06/18





2.1. 业务：2025 年避雷器营收达 1.51 亿元，占主营业务收入的 41.15%

公司的主要产品包括避雷器、绝缘子、熔断器及在线监测装置及系统，广泛应用于轨道交通、电力系统等领域。

(1) 避雷器

避雷器是一种利用氧化锌非线性伏安特性原理限制瞬态过电压从而保护电气设备免遭损坏的过电压保护设备，其性能关乎电力系统安全与可靠运行，在电力、轨道交通、通信等领域有广泛应用。公司避雷器产品主要应用于高速动车组等轨道交通领域及电力系统。

图表 5：公司避雷器产品主要应用于高速动车组等轨道交通领域及电力系统




产品类别	产品介绍	图示
动车组高压箱避雷器	动车组高压箱避雷器是动车组高压箱的重要组成部分，主要用于限制断路器开、合产生的操作过电压和外部过电压，从而保护高压箱内的其它高压电气设备。为适用于动车组高压箱内空间有限的特征，公司使用一次性硫化成型密封工艺，增加了避雷器的电气间隙和爬距，提高了雷电冲击耐受能力和短时工频耐受能力。同时，避雷器采用定向压力释放技术，使其在失效和过载引起短路时的内部压力定向释放，不对高压箱内其他元器件造成二次损伤。	
轨道交通用避雷器	铁路电力系统通过接触网经受电弓向机车提供电力，但接触网中的高次谐波和频繁过电压会影响机车稳定运行。动车组车顶避雷器主要应用于动车组车顶，用于保护列车的高压电气系统。公司动车组车顶避雷器具有优异的非线性伏安特性，以及大电流和方波冲击电流耐受能力强、雷电冲击电流残压低等优点，且其外绝缘伞套抗撕裂、憎水性、抗污秽性良好。	
铁道接触网及牵引变电所用避雷器	电气化铁道交流牵引供电系统由接触网和牵引变电所两大部分组成，负责将电网的高压电转换成轨道交通适用的电压，铁道接触网及牵引变电所用避雷器是其中必不可缺的过电压保护设备。公司铁道接触网及牵引变电所用避雷器具有散热快、梯度高、大电流耐受能力强的特点，复合材料绝缘外套具备抗老化特性优异、安全运行等级高或机械强度高等特点，满足接触网、牵引供电系统的不同需求。	
电力系统用避雷器	公司电力系统用避雷器主要为应用于变压器、输电线路、开关柜等电力系统的交流无间隙金属氧化物避雷器，其具有体积小、重量轻、耐污秽等特点，产品广泛销往全球 30 多个国家和地区。由于海外不同区域的电力系统标准有较大差异，公司凭借在过电压保护设备三十余年积累的产品体系及技术体系，可以快速响应客户需求，提供符合其电力标准的、种类齐全的避雷器产品。	

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

(2) 绝缘子

绝缘子是安装在不同电位的导体或导体与接地件之间的能够耐受电压和机械应力作用的器件，主要用于电气绝缘和机械固定。公司绝缘子产品主要应用于高速动车组、电力机车等轨道交通领域及电力系统领域。

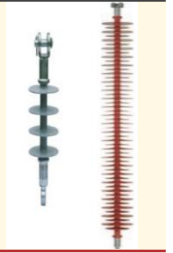
图表 6：公司绝缘子产品主要应用于高速动车组、电力机车等轨道交通领域及电力系统领域

产品类别	产品介绍	图示
真空断路器绝缘子	真空断路器是动车组牵引供电系统的关键组成部分，主要用于控制主电路的断开和接通，为动车组牵引系统及辅助供电系统提供电能。其中，绝缘子是真空断路器的重要绝缘部件，一旦发生故障不仅会影响行车秩序，还会影响行车安全。公司应用于复兴号动车组的真空断路器绝缘子采用全密封包覆高温硫化硅橡胶整体注射一次成型工艺，外绝缘伞套与内部构件之间具有可靠的致密性，并能有效阻止真空断路器内刀开关动静触头开合时的弧光漂移现象，保证了绝缘子的可靠性和高耐电性能，确保真空断路器安全、稳定运行。	
轨道交通用复合绝缘子	车顶柱式绝缘子是动车组与接触网间的主要绝缘部件，不仅需要良好的绝缘特性，而且在列车高速运行过程中裸露在外，直接面对强气流冲击、强风沙、高温、高寒等极端环境，其机械性能和电气性能要求高。公司的车顶柱式复合绝缘子具有防污闪能力强、机械强度高、抗冲击性强、重量轻、体积小等优点，能够承受户外强紫外线照射、雾霾、沙尘、高低温变化极端等气候条件。	
地铁、磁悬浮复合绝缘子	地铁、磁悬浮复合绝缘子是地铁、磁悬浮车辆与接触网间的主要绝缘部件。其中，地铁隧道牵引供电空间环境较铁路系统更为狭窄，运行频率更加频繁，对	

绝缘子的大小、结构、性能均提出了更高要求。公司生产的地铁、磁悬浮复合绝缘子产品具有良好的憎水性、抗老化性，其机械强度高、抗冲击性能强、防震和防脆断性能强，且重量轻、体积小、运行维护工作量轻。

电力系统用绝缘子

公司自主研发的电力系统用绝缘子种类丰富，可适用于多种电压等级和应用场景，产品体积小，机械强度高，耐污性能、耐漏电起痕性能和耐老化性能优异，产品取得了意大利 BONOMI 集团、美国 SIEMENS 集团等国外电力设备龙头企业的认可，形成了良好的品牌知名度。




资料来源：公司招股书、华源证券研究所

(3) 熔断器

熔断器广泛用于变压器、电容器、电缆等电力系统和各类电工设备中。公司熔断器产品主要应用于国外输配电系统，具有可靠性高、寿命长、安装方便等特点。

图表 7：公司熔断器产品主要应用于国外输配电系统



产品类别	产品介绍	图示
熔断器	熔断器是一种利用金属导体作为熔体串联于电路中，当过载或短路电流通过熔体时，因其自身发热而熔断，从而切断电路、分断电流，达到保护电路或设备目的的过流和短路保护器件，广泛用于变压器、电容器、电缆等电力系统和各类电工设备中。公司熔断器产品主要应用于国外输配电系统，具有可靠性高、寿命长、安装方便等特点。	

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

(4) 在线监测装置及系统

公司子公司武汉益坤紧密结合电力系统数智化发展趋势，聚焦电力物联网建设，实现了从“有源有线”向“无源无线”的系列拓展，拥有包括避雷器智能在线监测设备、高压开关智能监测设备、变压器铁芯/夹件接地电流监测设备、数字化远传表计等产品体系。

图表 8：公司拥有避雷器智能在线监测设备、高压开关智能监测设备等产品系列

产品类别	产品介绍	图示
避雷器智能在线监测设备	公司避雷器智能在线监测设备可广泛应用于变电站（所）、电厂、车辆用避雷器监测，通过对被监测设备状态进行连续在线监测，可随时获得其运行状态变化情况，提高避雷器检修工作的针对性和有效性，合理降低检修成本，提高设备的使用率，使避雷器运行更安全、可靠。公司避雷器智能在线监测设备采用全数字式、一体化智能监测采样、三层屏蔽设计，抗干扰能力强，电磁兼容性好，一匝穿芯方式信号取样的设计可保证监测设备不影响监测本体的正常运行。目前，在车辆避雷器智能监测应用方向，公司自主研发的车辆用车顶避雷器状态监测报警装置具备无源无线传输、智能监测、状态评估和故障诊断等功能，产品已通过国家铁路产品质量检验检测中心检测，率先在我国首台新型智能重载电力机车、CR450 动车组等使用。	
高压开关设备智能监测设备	高压开关设备智能监测设备是一种集实时监测、数据采集、分析处理、故障预警等功能于一体的智能化监测装置。公司高压开关智能监测设备已应用于 27.5kV 户内高压真空断路器、27.5kV GIS 开关柜，该设备重量轻、体积小、集成度高、测量准确、兼容性好，通过对高压开关设备运行状态全方位感知，可实现健康状态实时评估、运行风险即时预警、潜在故障智能诊断等功能。	

变压器铁芯/
夹件接地电
流监测设备

变压器铁芯是变压器内部传递、变换电磁能量的主要部件，为保障变压器安全运行，需要准确连续的监测变压器铁芯/夹件的接地电流。公司变压器铁芯/夹件接地电流监测设备可自适应动态电子电路设计，线性度更好，测量精度更高，且其由专用服务器软件进行数据的管理、维护，拥有监测数据及时性、安全性高的优点。



数字化远传
表计

数字化远传表计是国家电网在智慧变电站建设中推广的四大新技术之一，可实现设备仪表数据就地监测和数字化远传，提升设备精益化运维能力。公司自主研发的数字化远传表计采用泄露电流取能技术和嵌入式低功耗运行开发技术，无需频繁更换电池或外接电源供电即可实现数据采集与传输。相较于目前国内普遍使用的有源有线监测设备，该设备具有超低功耗、部署简单、监测安全的突出优势，符合当前电网智慧化建设中智能化、自动化、小型化的发展趋势。

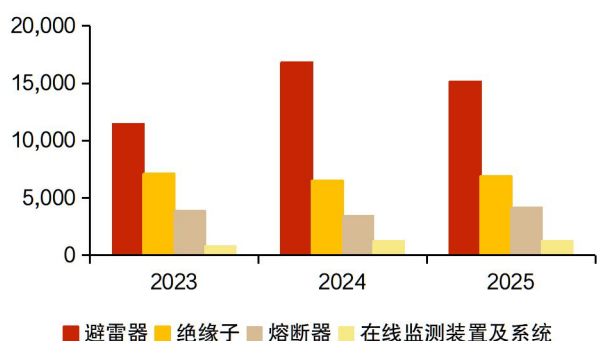


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

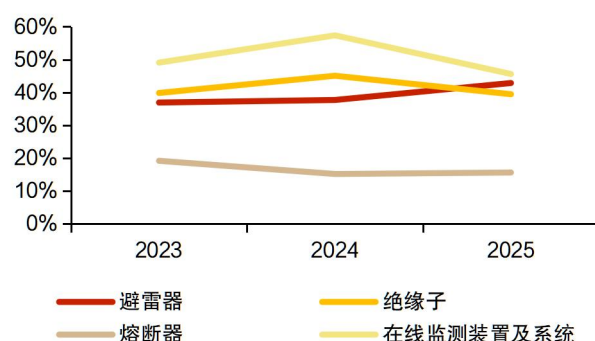
收入情况：公司主营业务产品主要包括避雷器、绝缘子、熔断器和在线监测装置及系统。

2023-2025 年，避雷器销售收入分别为 11,428.07 万元、16,810.36 万元和 15,136.35 万元，占主营业务收入的比例分别为 40.62%、50.11%和 41.15%。避雷器销售收入有所波动，主要是受销量变动影响，2023-2025 年，公司避雷器的销量分别为 77.12 万支、110.78 万支和 88.00 万支。2023-2025 年，绝缘子销售收入分别为 7,090.65 万元、6,479.27 万元和 6,885.15 万元，占主营业务收入的比例分别为 25.20%、19.31%和 18.72%。绝缘子销售额总体较为稳定，其中 2024 年度略低，主要受销量变化影响。2023-2025 年，公司绝缘子的销量分别为 38.17 万支、27.35 万支和 46.23 万支，先下降后增长。2023-2025 年，熔断器销售收入分别为 3,891.67 万元、3,441.55 万元和 4,166.92 万元，占主营业务收入的比重分别为 13.83%、10.26%和 11.33%。熔断器销售额先下降后回升，主要受单价变动影响。2023-2025 年，公司熔断器的单价分别为 193.66 元/支、177.08 元/支和 205.38 元/支，有所波动。2023-2025 年，在线监测装置及系统销售收入分别为 837.40 万元、1,287.70 万元和 1,286.68 万元，占主营业务收入的比重分别为 2.98%、3.84%和 3.50%，整体占比较小。

毛利率情况：2023-2025 年，公司主营业务产品综合毛利率分别为 32.77%、34.02%和 32.46%，公司主要产品的毛利率呈现一定的波动性，主要受销售价格、原材料价格变化、产品结构变动等因素的影响。分产品来看，2023-2025 年，避雷器毛利率分别为 36.88%、37.66%和 42.83%，稳中有升。2025 年避雷器毛利率增长，主要受产品结构变化影响；2023-2025 年，绝缘子毛利率分别为 39.80%、45.05%和 39.42%，2024 年上升，2025 年有所回落。2024 年绝缘子毛利率较高，主要系当期单价及毛利较高的轨道交通应用领域的产品销售占比较高所致。2023-2025 年，熔断器毛利率分别为 19.11%、15.09%和 15.54%。其中 2023 年较高，主要系：①公司对全球知名电力公司 Enel Group 等客户的拓展卓有成效，当期销量较高；且其对供应商有严格的资质认证，准入门槛高，公司产品品质稳定出色、竞争力强，售价较高，带动熔断器总体毛利率上涨；②熔断器以境外销售为主，当年国际航运价格较低，有利于外销业务毛利率水平的恢复。2023-2025 年，在线监测装置及系统毛利率分别为 49.06%、57.37%和 45.58%，毛利率总体较高。随着公司各年产品结构变动，毛利率有所波动。

图表 9：2025 年避雷器营收达 1.51 亿元（单位：万元）


资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 10：2025 年避雷器的毛利率为 42.83%


资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：2025 年前五大客户占比 38.19%，中国中车为第一大客户

公司结合下游市场特点，采用以直销为主、贸易商销售为辅的销售模式。公司将贸易商销售模式作为直销模式的补充，有利于快速将产品推向更多的终端客户，从而扩大市场覆盖面、提高产品的认知度，分担新客户开拓压力。2025 年，公司前五大客户分别为中国中车、固力发集团、CELSA S.A.S、中国国家铁路集团和杭州永德电气。2023-2025 年，公司前五大客户销售金额占主营业务收入比重分别为 46.95%、50.29%和 38.19%，不存在向单个客户的销售比例超过销售总额的 50%或销售严重依赖于少数客户的情况。

图表 11：2023-2025 年公司前五大客户包括中国中车、CELSA S.A.S 和中国国家铁路集团等

年份	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比
2025	1	中国中车股份有限公司	8096.91	22.01%
	2	固力发集团股份有限公司	1617.41	4.40%
	3	CELSA S.A.S	1554.26	4.22%
	4	中国国家铁路集团有限公司	1436.09	3.90%
	5	杭州永德电气有限公司	1344.78	3.66%
		合计	14049.46	38.19%
2024	1	中国中车股份有限公司	7957.48	23.72%
	2	重庆远徙电气有限公司	3532.79	10.53%
	3	CELSA S.A.S	2093.19	6.24%
	4	GRUPPO BONOMI EUGENIO S.P.A	1889.16	5.63%
	5	中国国家铁路集团有限公司	1400.02	4.17%
		合计	16872.64	50.29%
2023	1	中国中车股份有限公司	5562.28	19.77%
	2	GRUPPO BONOMI EUGENIO S.P.A	3025.5	10.75%
	3	CELSA S.A.S	2357.38	8.38%
	4	中国国家铁路集团有限公司	1328.38	4.72%
	5	PT Duta Terang Rubberindo	933.71	3.32%
		合计	13207.25	46.95%

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2026Q1 公司营收 0.88 亿元 (yoy+12.65%)、归母净利润 1077 万元 (yoy+14.00%)

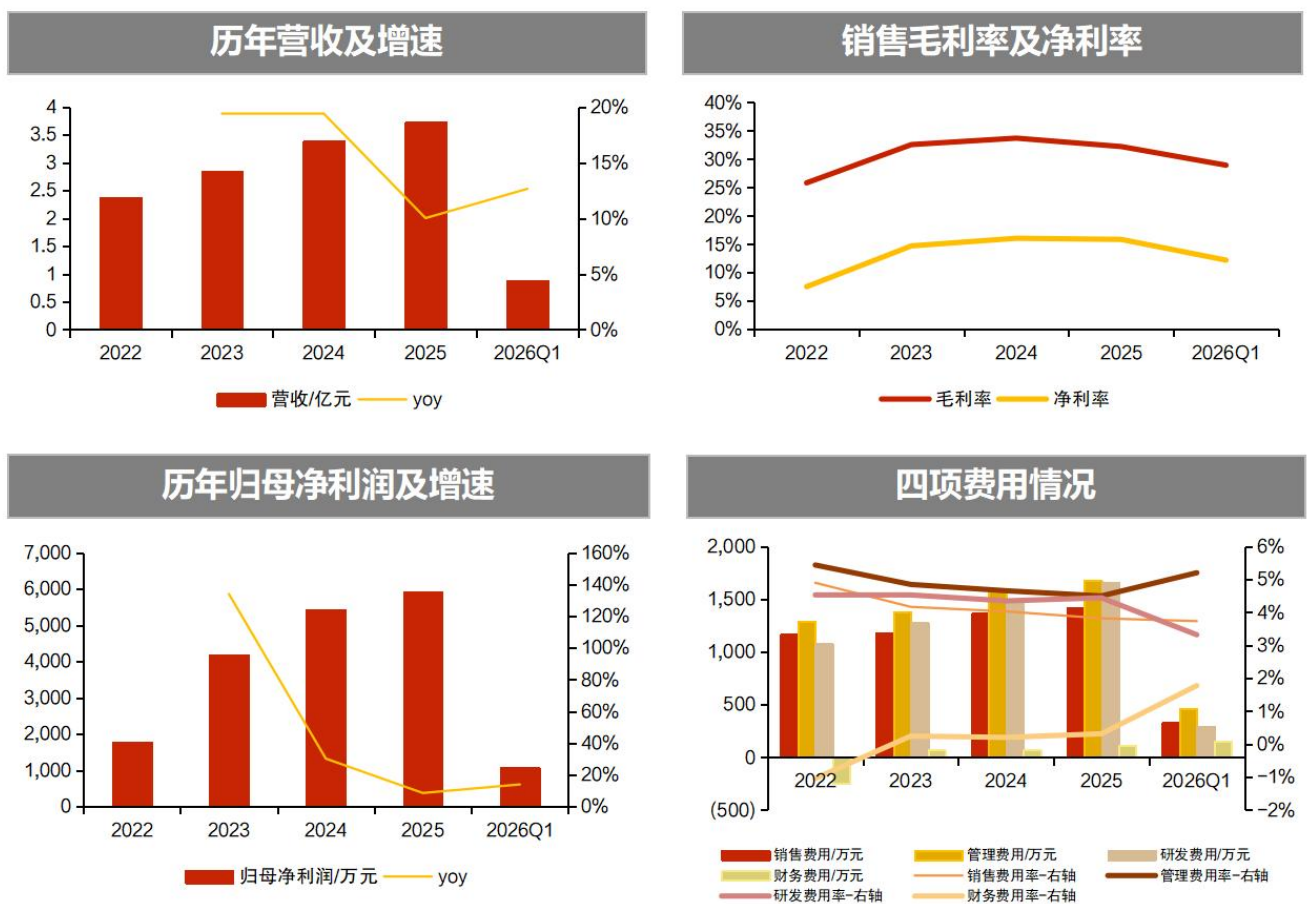
营收方面，2022-2026Q1，公司营业收入分别为 2.38 亿元、2.84 亿元、3.39 亿元、3.73 亿元和 0.88 亿元，同比分别增长 2.61%、19.41%、19.33%、10.01%和 12.65%。公司营业收入整体呈现上升趋势，主要系：(1) 公司与中国中车等知名企业保持多年良好合作，树立了良好市场口碑，在国内稳步推进多层次轨道交通建设、动车高级修市场快速增长，以及国内外电力市场持续发展的背景下，公司销售收入持续增长；(2) 杜力顿芯体、高性能电阻片等新产品的推广、境内贸易商销售渠道的有效拓展，使得公司销售收入增加。

利润方面，2022-2026Q1，公司归母净利润分别为 1785.00 万元、4175.87 万元、5439.34 万元、5907.52 万元和 1077.44 万元，同比分别增长-42.38%、133.94%、30.26%、8.61%和 14.00%。

盈利能力方面，2022-2026Q1，公司销售毛利率分别为 25.82%、32.57%、33.71%、32.23%和 28.94%，净利率分别为 7.50%、14.70%、16.05%、15.84%和 12.18%。

成本管控方面，2022-2026Q1，公司期间费用分别为 3285、3905、4483、4871 和 1240 万元，期间费用率分别为 13.81%、13.75%、13.23%、13.06%和 14.02%，总体较为稳定。

图表 12：2026Q1 公司营收 0.88 亿元 (yoy+12.65%)、归母净利润 1077 万元 (yoy+14.00%)

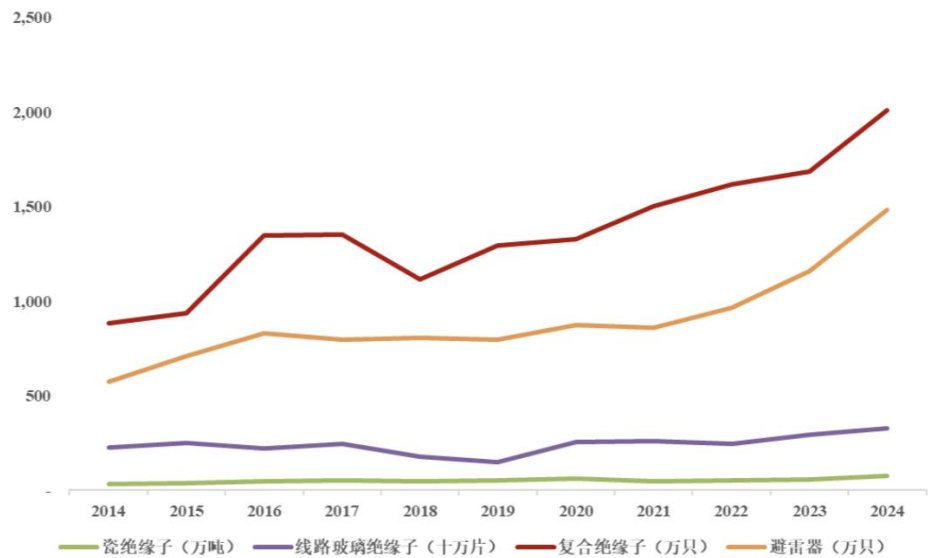


资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 2014-2024 年我国复合绝缘子和避雷器产量 CAGR 分别为 8.58%和 9.96%

根据公司招股书，绝缘子、避雷器是电力系统的重要组成部分，随着电力系统的普及及发展而得到广泛应用。特别是随着硅橡胶等复合材料的应用，复合绝缘子凭借其憎水性强、重量轻等特点得到快速普及，并由电力系统逐步延伸至轨道交通等其他领域。《绝缘子避雷器行业统计资料汇编》数据显示，近十年，我国复合绝缘子产量由 2014 年度 882 万只增长至 2024 年度的 2,009 万只，年复合增长率为 8.58%；避雷器产量由 2014 年度的 574 万只增长至 2024 年度的 1,485 万只，年复合增长率为 9.96%，增长势头稳定。

图表 13：2014-2024 年我国复合绝缘子和避雷器产量 CAGR 分别为 8.58%和 9.96%



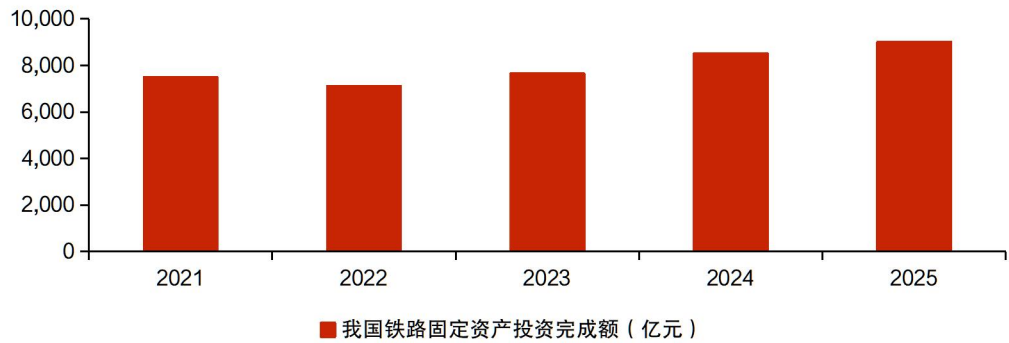
资料来源：《绝缘子避雷器行业统计资料汇编》、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，公司产品主要应用于轨道交通及电力系统行业。在轨道交通领域，多层次轨道交通新增建设（增量市场）规划政策明确、增长稳定，运营维护市场（存量市场）需求增长迅速；在电力系统领域，国际范围内双碳目标的制定、新能源的快速发展和老旧设备大规模更换推动国内外电力系统持续释放市场需求；电力系统智能化、数字化转型推动电气设备在线监测市场快速发展。公司下游应用市场基本面大且稳步增长，公司业务的发展或拥有广阔的市场空间。

➤ 轨道交通

根据国家铁路局、中国铁路总公司公布的数据，自 2014 年以来，我国铁路固定资产投资完成额均保持在年均 7,000 亿元以上水平；2025 年，全国铁路固定资产投资完成额为 9,015 亿元，同比增长 5.98%，实现稳步增长。我国铁路固定资产投资主要包括基础建设和铁路交通车辆投资，持续稳定的铁路固定资产投资直接推动了铁路运营里程和运营车辆数量的增长。

图表 14：2025 年我国铁路固定资产投资完成额为 9,015 亿元，同比增长 5.98%

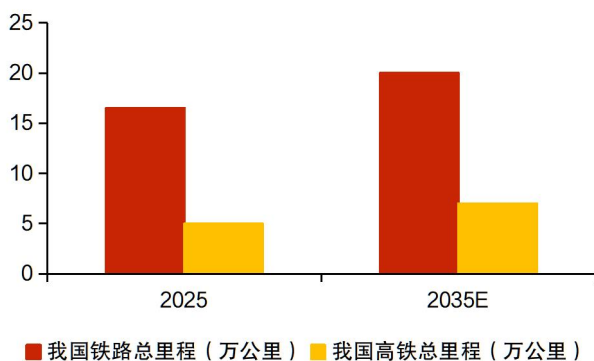


资料来源：国家铁路局、中国铁路总公司、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，为加快我国铁路行业发展，国务院发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》中明确提出：到 2035 年中国将建成现代化铁路网，全国铁路网 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。截至 2025 年底，中国大陆高速铁路运营里程超 5 万公里，距离 7 万公里的目标仍有 2 万公里的建设空间。目前，高速铁路建设全部采用牵引供电系统的电气化方式建设，在当前我国铁路电气化率不断提升、高铁运营里程持续增长的趋势下，将直接释放国铁轨道交通市场对公司绝缘、过电压保护设备的需求。

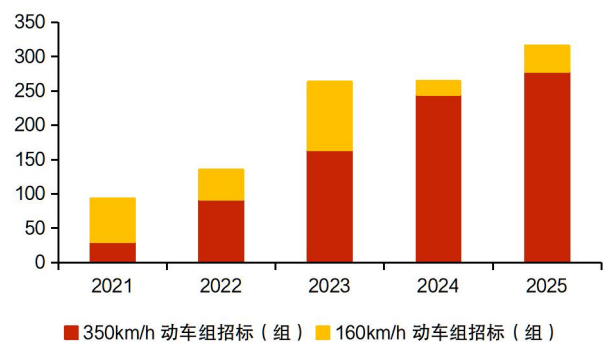
根据国家铁路局历年数据，**高铁运营里程和动车组保有数量呈显著正相关关系，因此，预计铁路网的建设也将同步支撑动车组需求增量。**根据公司招股书，公共卫生事件后，我国轨道交通建设滞后的需求已逐步释放。根据国铁采购平台数据，2025 年动车组已累计招标 316 组，其中时速 350 公里复兴号智能动车组 278 组，同比增长 13.47%。**公司是目前国内和谐号、复兴号动车组列车绝缘、过电压保护产品的重要供应商，主要产品占中车唐山、青岛四方、中车长客、中车赛德、中车株洲同类产品的采购比例的 50%以上。**在国家铁路政策规划明确，未来增长空间大且稳定的背景下，公司相关产品占有率高，有望保持领先优势。

图表 15：预计 2035 年我国将建成铁路网 20 万公里左右



资料来源：铁道统计公报、《新时代交通强国铁路先行规划纲要》、公司招股书、华源证券研究所

图表 16：2025 年时速 350 公里复兴号智能动车组已累计招标 278 组，同比增长 13.47%

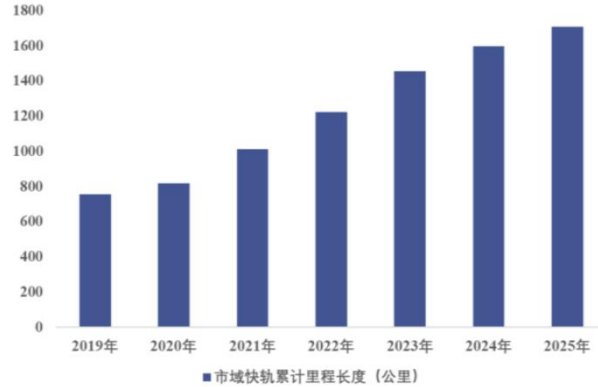


资料来源：国铁采购平台、RT 轨道世界、公司招股书、华源证券研究所

国家发展改革委表示，市域铁路作为我国近几年新开辟的轨道交通重要板块，增速显著。中国城市轨道交通协会数据显示，市域快轨年累计线路长度由 2019 年 754.60 公里增加到

2025 年的 1,078.01 公里，年复合增长率为 14.59%。公司产品已应用于温州市域 S1、S2 线路、台州市域 S1 线路等城际/市域铁路项目中，在城际/市域铁路快速发展的背景下，其广阔的市场空间或将进一步增加对公司绝缘子、避雷器等产品的需求。

图表 17：2019-2025 年我国市域快轨年累计线路长度 CAGR 为 14.59%

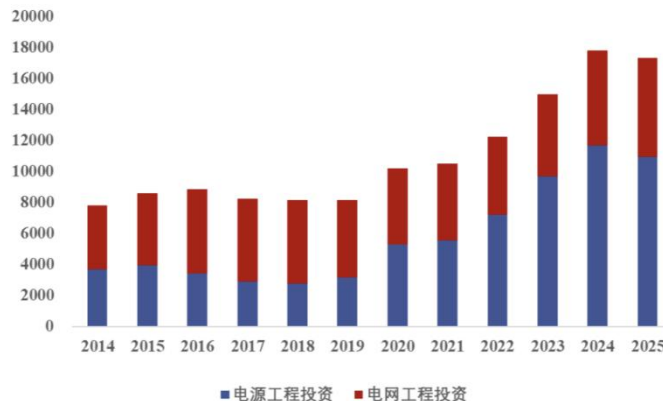


资料来源：中国城市轨道交通协会、公司招股书、华源证券研究所

电力系统行业

根据公司招股书，电力系统是国家关键基础设施建设，近年来，随着我国碳达峰、碳中和目标的提出和新能源大规模发展，全国电力需求持续增长，电力投资始终维持在较高水平并逐年增加。中国电力企业联合会数据显示，2014-2025 年，我国电力投资由 7,805 亿元增长至 17,322.53 亿元，其中，电源投资由 3,686 亿元增长至 10,927.51 亿元，电网投资由 4,119 亿元增长至 6,395.02 亿元，主要用于特高压交直流工程建设、加强县域电网与大电网联系、电网数字化智能化升级等领域。根据国家电网官网，“十五五”期间，国家电网固定资产投资预计达到 4 万亿元，年均投资规模超过 8,000 亿元，或将显著高于前两个五年规划周期，助力全社会碳达峰目标。

图表 18：2014-2025 年我国电力投资由 7,805 亿元增长至 17,323 亿元（单位：亿元）



资料来源：中国电力企业联合会、公司招股书、华源证券研究所

同行业公司

根据公司招股书，按照主营业务及产品相似性、客户重叠性、下游应用领域、信息公开化程度等标准，金冠电气（688517）、中国西电（601179）、神马电力（603530）、平高东芝等企业为同行业公司。

图表 19：公司同行业公司主要包括金冠电气、中国西电、神马电力和平高东芝

公司	市场地位
金冠电气	“是国内超特高压交直流避雷器领域先进企业”
中国西电	“是国内能够为交直流输配电工程提供成套输配电一次设备的领先国有企业，拥有领先的高压、超高压和特高压技术，是我国输配电设备制造行业龙头企业”
神马电力	“是国际知名的电力系统复合外绝缘产品研制企业和国内电力设备用橡胶密封件龙头企业”
平高东芝	其母公司平高电气“是国家电工行业重大技术装备支柱企业，是我国高压、超高压、特高压开关及电站成套设备研发、制造基地”
益坤电气	公司是我国轨道交通领域车辆用和牵引供电系统用绝缘、过电压保护设备中避雷器、绝缘子制造行业领军企业，且在境外电力系统领域享有美誉

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：避雷器、绝缘子核心部件到终端产品实现自研自产，建议关注

公司基于对材料配方、产品结构到制造工艺的多年自主开发，实现了从高性能电阻片、复合绝缘材料等避雷器、绝缘子核心部件到终端产品的自研自产，正向研发实力强、技术延展性高，奠定了公司在轨道交通细分市场领先的技术实力和市场地位。在海外销售领域，公司取得了荷兰 KEMA 等国际权威机构认证，连续 2 年出口交货值排名行业前五。可比公司 PE TTM 中值为 49.46X，建议关注。

图表 20：可比公司 PE TTM 中值为 49.46X（数据截至 2026.06.17）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营收/亿元	2025 年归母净利润/万元	2025 年毛利率	2025 年净利率	2025 年研发费用率
金冠电气	688517.SH	26.24	34.51	7.30	8084.50	28.39%	11.07%	3.64%
中国西电	601179.SH	809.38	61.25	238.13	126967.96	22.75%	6.36%	5.27%
神马电力	603530.SH	228.36	49.46	17.21	43167.73	46.18%	25.09%	4.02%
	均值	354.66	48.41					
	中值	228.36	49.46					
益坤电气	920222.BJ	-	-	3.73	5907.52	32.23%	15.84%	4.44%

资料来源：iFind、华源证券研究所

5. 风险提示

下游市场波动影响业绩持续性的风险：若未来公司产品销售的主要国家或地区出现宏观经济增速放缓、产业政策调整、区域经济发展规划调整、设施建设进度缓慢、财政不足等情形，轨道交通或电力系统领域景气度可能下降，进而导致下游市场需求降低、对公司的经营业绩造成不利影响。

毛利率波动风险：2023-2025 年，公司综合毛利率分别为 32.57%、33.71%和 32.23%。一方面，公司毛利率主要受下游市场供需情况、原材料价格、市场竞争情况、国际航运价格

等多种因素影响，若未来上述因素或市场发生其他不利变化，可能导致公司毛利率下降，影响公司盈利能力；另一方面，公司轨道交通领域产品毛利率高于电力领域产品，如果公司未来轨道交通领域产品的销售占比下降，则公司毛利率存在下降的风险。

市场竞争加剧的风险：轨道交通作为高端装备行业，不仅技术指标要求高，而且需要适应如高速运行状态、极热极寒气候，以及强风沙、高海拔等恶劣环境，要求供应商产品具备高性能和高稳定性，行业准入门槛高。公司在轨道交通领域的绝缘子、避雷器等细分市场具备一定的竞争优势，但若未来轨道交通领域准入门槛大幅下降或技术路线短期内发生重大变化，可能导致行业竞争者增加，从而使公司面临市场竞争加剧、竞争力和业绩下降的风险。

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）。