

赛英电子（920181）

功率半导体陶瓷管壳国内领先，募投赋能散热基板第二成长曲线

买入（首次）

2026年08月19日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

证券分析师 武阿兰

执业证书：S0600526070005

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书：S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	457.26	600.02	660.14	785.57	1,009.15
同比（%）	42.65	31.22	10.02	19.00	28.46
归母净利润（百万元）	73.90	88.08	100.47	124.19	157.28
同比（%）	34.20	19.18	14.07	23.61	26.64
EPS-最新摊薄（元/股）	1.71	2.04	2.33	2.87	3.64
P/E（现价&最新摊薄）	44.96	37.72	33.07	26.75	21.13

投资要点

■ **功率半导体封装部件供应商，陶瓷管壳与散热基板双业共驱。**赛英电子成立于2002年，公司成立初期致力于大功率半导体器件用陶瓷管壳及配件的研发和生产，掌握1-6英寸多规格晶闸管、GTO、IGCT、压接式IGBT等多种大功率器件用陶瓷管壳产品核心技术。2017年以来，公司围绕冷锻、预弯、连续电镀等重点工艺形成了一系列封装散热基板相关的核心技术，成功开拓封装散热基板业务且销售规模迅速扩张。公司掌握高密度等静压陶瓷金属化扩散、超大直径陶瓷金属高强度高真空焊接等核心技术，在陶瓷管壳行业内占据领先地位，与中车时代、英飞凌、日立能源等功率半导体龙头企业保持长期密切的合作关系。

■ **新能源与智算等多领域驱动下，功率半导体行业前景广阔。**在新型电力系统建设与数字经济浪潮双重驱动下，功率半导体关键封装部件作为能源转换与智算基础设施的核心载体，受益于下游应用扩容带来的需求增长。其中1) **陶瓷管壳**是高压大功率半导体器件实现气密封装与稳定运行的关键结构件，全球陶瓷晶闸管市场规模到2030年将达到3.2亿美元；全球压接式IGBT市场规模到2030年将达到2.1亿美元。2) **封装散热基板**是焊接式功率模块的核心散热部件，其性能直接影响模块温升、功率密度和使用寿命，2030年全球封装散热基板市场规模将达到15.77亿美元。

■ **功率半导体陶瓷管壳国内领先，募投赋能散热基板第二成长曲线。**1) **陶瓷管壳**：公司作为第一起草单位制定压接式IGBT平板陶瓷管壳行业标准，2024年晶闸管用和压接式IGBT用陶瓷管壳全球市场占有率分别约33%和18.9%，细分领域领先地位突出。2) **封装散热基板**：公司顺应新能源汽车功率模块小型化及高功率密度趋势，自2020年起推进针齿型散热基板研发，通过增加基板表面积提升散热能力，并于2023年实现批量生产，形成平底型与针齿型产品协同发展的业务格局。3) **头部客户长期合作强化订单确定性，募投扩产释放成长空间**：公司已进入中车时代、英飞凌、日立能源、斯达半导和宏微科技等客户体系。公司募投项目将新增平底型和针齿型散热基板产能分别为1,200万片和600万片，将为公司承接新能源汽车、新能源发电、工业控制及智算中心等领域需求提供产能支撑。

■ **盈利预测与投资评级**：预计公司2026~2028年归母净利润为1.00/1.24/1.57亿元，对应最新PE为33/27/21倍。公司陶瓷管壳业务受益于电网投资增长和高端产品占比提升，封装散热基板业务受益于针齿型产品放量及募投产能释放，叠加头部客户长期合作，业绩有望稳步增长，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示**：客户集中及下游需求波动风险；原材料价格、产品价格及毛利率波动风险；募投产能消化及技术迭代风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.91
一年最低/最高价	57.60/139.65
市净率(倍)	5.01
流通A股市值(百万元)	770.64
总市值(百万元)	3,322.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.36
资产负债率(%,LF)	12.55
总股本(百万股)	43.20
流通A股(百万股)	10.02

相关研究

内容目录

1. 赛英电子：功率半导体封装部件供应商，陶瓷管壳与散热基板双主业发展	4
1.1. 深耕功率半导体陶瓷封装二十余年，大功率器件配套领域技术领先	4
1.2. 陶瓷管壳与封装散热基板双主业布局，产品覆盖电力电子多元场景	6
1.3. 收入利润保持增长，散热基板放量与陶瓷管壳盈利提升共同驱动业绩	6
2. 新能源与智算等多领域驱动下，功率半导体行业前景广阔	9
2.1. 功率器件实现电能转换，陶瓷管壳与散热基板保障器件可靠运行	9
2.2. 新能源与智算等多领域驱动，封装关键部件市场稳步增长	11
2.3. 陶瓷管壳细分赛道国产实现较高份额，散热基板领域国产替代加速推进	14
3. 功率半导体陶瓷管壳国内领先，募投赋能散热基板第二成长曲线	16
3.1. 二十余年工艺积累构筑陶瓷管壳壁垒，高端产品巩固行业领先地位	16
3.2. 全流程精密制造构筑散热基板壁垒，针齿型产品放量打开第二成长曲线	18
3.3. 头部客户长期合作强化订单确定性，募投扩产释放成长空间	21
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

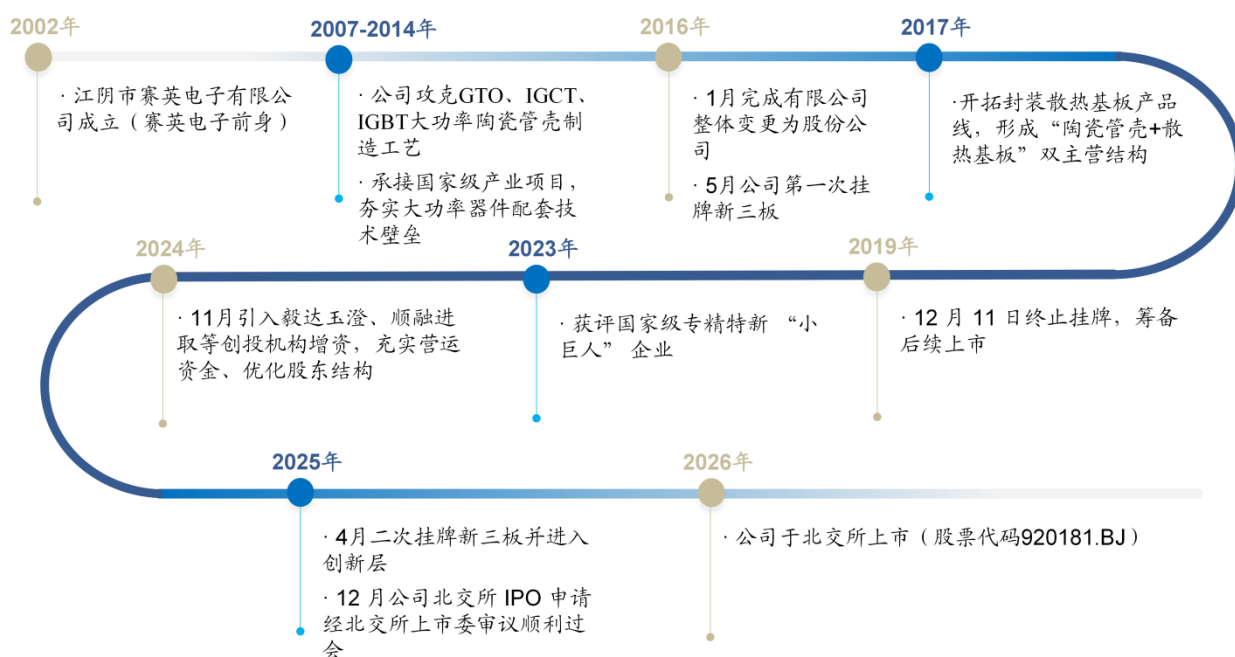
图 1: 赛英电子发展历程.....	4
图 2: 赛英电子股权结构图（截至 2026 年 7 月 31 日）.....	5
图 3: 公司主要产品及用途简介.....	6
图 4: 2022-2026Q1 公司营业收入及同比增速.....	7
图 5: 2022-2026Q1 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6: 2022-2025 公司各类业务营业收入占比.....	7
图 7: 2022-2025 公司各项业务毛利率.....	7
图 8: 2022-2026Q1 公司净利率及毛利率情况.....	8
图 9: 2022-2026Q1 公司期间费用率情况.....	8
图 10: 功率器件产业链.....	9
图 11: 功率器件分类.....	9
图 12: 晶体管内部结构.....	10
图 13: 平板压接式 IGBT 器件内部结构.....	10
图 14: 采用平底型封装散热基板（左）和针齿型封装散热基板（右）的 IGBT 结构截面图.....	10
图 15: 平底型封装散热基板与针齿型封装散热基板特点对比.....	11
图 16: 2024、2030E 全球及中国两类陶瓷管壳（晶闸管用陶瓷管壳与压接式 IGBT 陶瓷管壳）市场规模.....	13
图 17: 2024—2030 年全球封装散热基板市场规模.....	14
图 18: 公司陶瓷管壳产品及技术演进历程.....	16
图 19: 2022—2025 陶瓷管壳及配件收入与毛利率.....	18
图 20: 2022—2025H1 公司陶瓷管壳收入结构.....	18
图 21: 2024 年公司陶瓷管壳全球市场占有率.....	18
图 22: 公司封装散热基板产品及技术演进历程.....	19
图 23: 2022—2025 公司封装散热基板收入与毛利率.....	20
图 24: 2022—2025H1 公司封装散热基板收入结构.....	20
图 25: 2022—2025H1 平底型封装散热基板单价、单位成本及毛利率.....	21
图 26: 2022—2025H1 针齿型封装散热基板单价、单位成本及毛利率.....	21
图 27: 2023—2025 年公司前五大客户销售金额(单位: 万元).....	22
图 28: 2023—2025 年公司客户占比情况.....	22
图 29: 2023—2025 年公司主要产品产能利用率.....	23
图 30: 2023—2025 年公司陶瓷管壳产销量及产销率.....	23
图 31: 2023—2025 年公司封装散热基板产销量及产销率.....	23
图 32: 分业务盈利预测（单位: 百万元）.....	25
图 33: 可比公司估值（截至 2026 年 8 月 18 日）.....	26
表 1: 公司管理层行业经验丰富.....	5
表 2: 功率半导体封装部件主要参与企业对比.....	14
表 4: 公司陶瓷管壳核心技术介绍.....	17
表 6: 公司封装散热基板核心技术介绍.....	19
表 7: 公司主要客户基本情况.....	21

1. 赛英电子：功率半导体封装部件供应商，陶瓷管壳与散热基板双主业发展

1.1. 深耕功率半导体陶瓷封装二十余年，大功率器件配套领域技术领先

专注功率半导体陶瓷封装部件研产销，大功率器件配套领域技术领先。赛英电子（证券代码：920181.BJ）成立于 2002 年，是一家以功率半导体陶瓷封装部件研发、生产、销售为核心业务的高新技术企业，产品主要应用于晶闸管、IGBT 和 IGCT 等功率半导体器件。公司通过持续研发创新，攻克等静压陶瓷高渗透金属化扩散难、多介质焊接内应力大等行业技术难题，掌握高密度等静压陶瓷金属化扩散、超大直径陶瓷金属高强度高真空焊接等核心技术，在陶瓷管壳行业内占据领先地位，与中车时代、英飞凌、日立能源等功率半导体龙头企业保持长期密切的合作关系。

图1：赛英电子发展历程

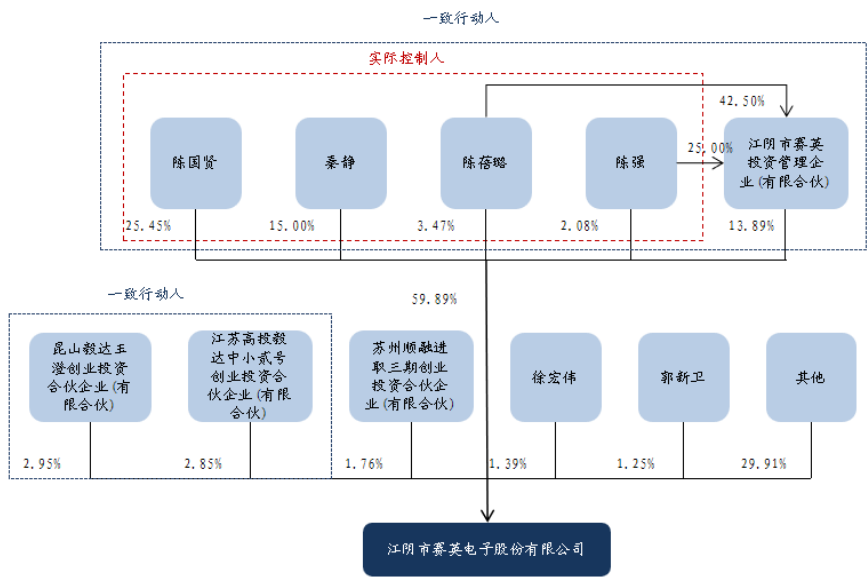


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构高度集中，董事长家族股东合计控制公司 59.89%表决权。截至 2026 年 7 月 31 日，董事长陈国贤直接持有公司 25.45%股份，为公司控股股东；其配偶秦静（直接持股 15.00%）、女儿陈蓓璐（直接持股 3.47%）、女婿陈强（直接持股 2.08%）与陈国贤签署一致行动协议，同时陈蓓璐与陈强通过分别持有赛英投资 42.50%和 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 13.89%的表决权。综上，陈国

贤、秦静、陈蓓璐和陈强四人合计控制公司 59.89%表决权，为公司的实际控制人。

图2：赛英电子股权结构图（截至 2026 年 7 月 31 日）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

管理层行业经验丰富，团队专业结构完善。公司董事长、实际控制人陈国贤拥有四十余年电子元器件行业从业经历，深耕功率半导体陶瓷封装赛道，具备充足产业实践经验与长远行业发展眼光；公司核心高管均伴随企业多年成长，行业实操经验深厚。

表1：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
陈国贤	董事长	1959年8月出生，高中学历。1982年1月至2002年1月，任江阴九华集团有限公司（曾用名：江阴市九华集团有限公司）销售经理；2002年2月至2002年4月，筹办无锡市天宇电子有限公司；2002年4月至2002年9月，任无锡市天宇电子有限公司销售经理；2002年10月至2015年12月，任赛英有限执行董事；2015年12月至2022年1月，任赛英电子董事长兼总经理；2022年1月至今，任赛英电子董事长。
秦静	董事	1969年6月出生，高中学历。1989年8月至2002年1月，任江阴九华集团有限公司（曾用名：江阴市九华集团有限公司）员工；2002年2月至2002年4月，自主创业；2002年4月至2002年9月，任无锡市天宇电子有限公司员工；2002年10月至2015年12月，任赛英有限监事；2015年12月至今，任赛英电子董事。
陈蓓璐	董事、采购总监	1991年4月出生，大专学历。2012年10月至2015年12月，任赛英有限会计；2015年12月至2023年8月，任赛英电子董事、财务负责人、采购总监；2023年8月至今，任赛英电子董事、采购总监。
陈强	董事、总经理	1986年12月出生，硕士学历。2012年8月至2015年11月，任江阴市中医医院科教科科员；2015年12月至2022年1月，任赛英电子董事、董事会秘书；2022年1月至2023年8月，任赛英电子董事、总经理、董事会秘书；2023年8月至今，任赛英电子董事、总经理。

徐宏伟 董事、副总经理、研发总监 1967 年 6 月出生，本科学历。1988 年 10 月至 2002 年 1 月，任江阴九华集团有限公司（曾用名：江阴市九华集团有限公司）车间主任；2002 年 2 月至 2002 年 4 月，筹办无锡市天宇电子有限公司；2002 年 4 月至 2002 年 9 月，任无锡市天宇电子有限公司副总经理；2002 年 10 月至 2015 年 12 月，任赛英有限副总经理；2015 年 12 月至今，任赛英电子董事、副总经理、研发总监。

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.2. 陶瓷管壳与封装散热基板双主业布局，产品覆盖电力电子多元场景

以大功率半导体器件用陶瓷管壳及配件起家，并成功开拓封装散热基板业务。公司成立初期致力于大功率半导体器件用陶瓷管壳及配件的研发和生产，掌握了 1-6 英寸多规格晶闸管、GTO、IGCT、压接式 IGBT 等多种大功率器件用陶瓷管壳产品的生产技术。2017 年以来，公司积极响应国家关于战略性新兴产业的发展规划，围绕冷锻、预弯、连续电镀等重点工艺形成了一系列封装散热基板相关的核心技术，成功开拓封装散热基板业务且销售规模迅速扩张。

1) 陶瓷管壳：分为晶闸管用、平板压接式 IGBT 用两大系列。其中，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，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流站核心器件的关键部件；平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳是柔性直流输电工程换流阀的关键部件。

2) 封装散热基板：包含平底型、针齿型两类产品。其中，平底型封装散热基板主要应用于工业控制、新能源发电、新能源汽车等领域；针齿型封装散热基板主要应用于车规级 IGBT（新能源汽车电机控制系统）等功率器件。

图3：公司主要产品及用途简介



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

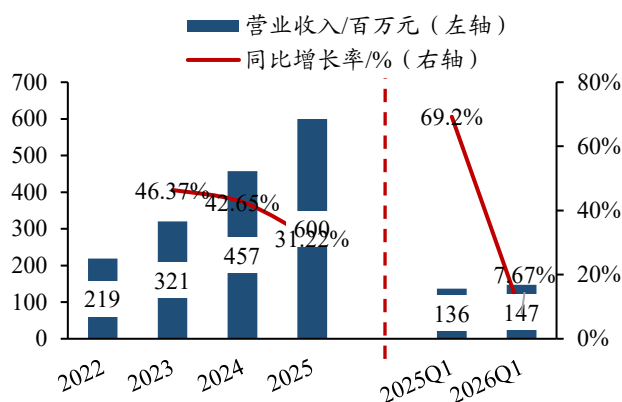
1.3. 收入利润保持增长，散热基板放量与陶瓷管壳盈利提升共同驱动业绩

下游市场需求旺盛，公司业绩实现稳定增长。受益于特高压输变电、新能源发电、工业控制、新能源汽车、智算中心、轨道交通等下游领域需求稳步释放，公司业绩实现稳定增长。2022-2025 年，公司实现营业收入 2.19/3.21/4.57/6.00 亿元，2022-2025 年 CAGR

为 39.93%；实现归母净利润 0.44/0.55/0.74/0.88 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 26.11%。

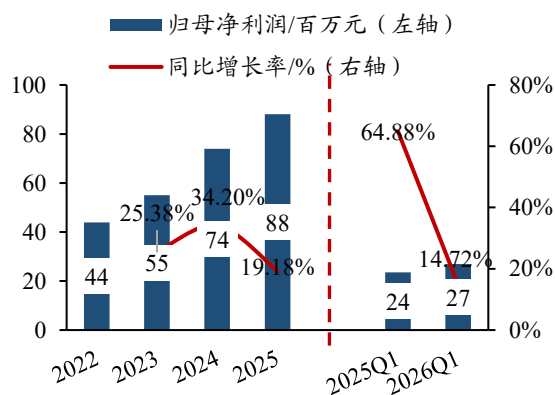
2026Q1 公司实现营收和归母净利润为 1.47/0.27 亿元，同比+7.67%/+14.72%。

图4：2022-2026Q1 公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

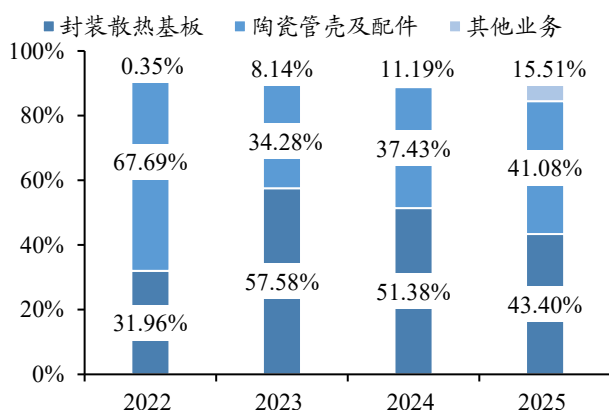
图5：2022-2026Q1 公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

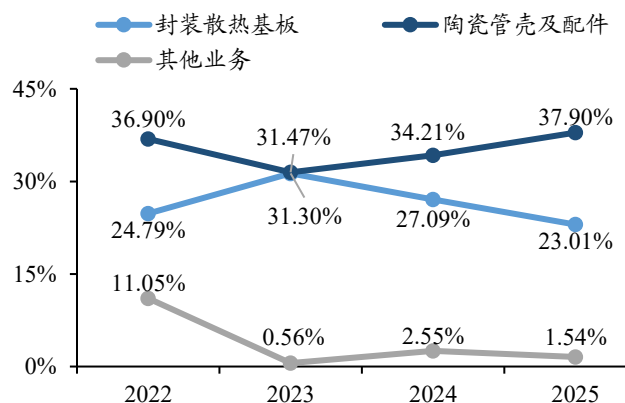
从收入结构看，两大核心产品营收同步放量，陶瓷管壳及配件毛利率较高，封装散热基板增长弹性更强。分产品看，封装散热基板、陶瓷管壳及配件为公司两大核心营收品类，各板块营收规模逐年稳步抬升。2022-2025 年陶瓷管壳及配件实现营收 1.48/1.10/1.71/2.47 亿元，占总营收的比重分别为 68%/34%/37%/41%，毛利率分别为 36.90%/31.47%/34.21%/37.90%。封装散热基板营收从 2022 年的 0.70 亿元提升至 2025 年 2.60 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 54.96%，占总营收的比重由 2022 年的 32%提升至 2025 年的 43%，毛利率分别为 24.79%/31.30%/27.09%/23.01%，2024 年和 2025 年封装散热基板毛利率有所下滑主要受铜材等主要原材料价格上涨、与客户协商后部分产品单价有所下降等因素影响。

图6：2022-2025 公司各类业务营业收入占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：2022-2025 公司各项业务毛利率

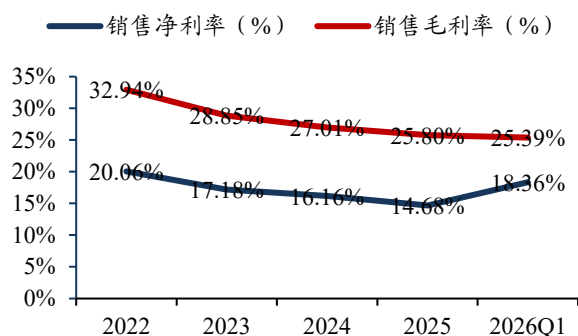


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

从期间费用率表现来看，公司整体费用管控成效突出，销售、管理两项费用率均呈逐年下行趋势。公司业务处于景气周期，业务开拓等销售费用较低，2022-2025 年销售费用率分别为 0.16%/0.25%/0.23%/0.21%。公司采取集中化、扁平化的经营策略，管理人

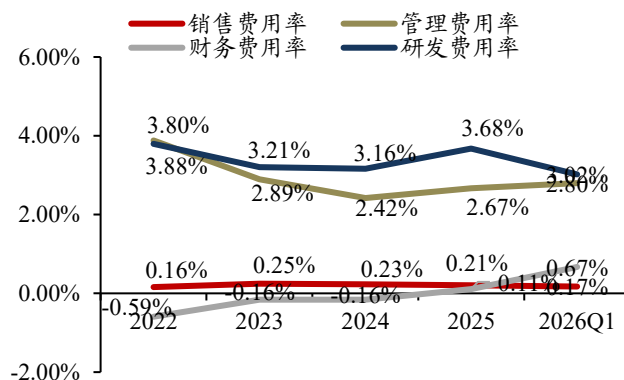
员较少，管理费用率亦维持相对较低水平，2022-2025 年管理费用率分别为 3.88%/2.89%/2.42%/2.67%。同时，公司稳健经营、有息负债较少，利息支出等财务费用相对较低。公司持续重视技术研发储备，2022 至 2025 年研发费用率依次为 3.80%/3.21%/3.16%/3.68%，长期稳定在 3%以上，持续的研发投入为公司产品迭代、新工艺落地提供支撑。

图8：2022-2026Q1 公司净利率及毛利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2022-2026Q1 公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 新能源与智算等多领域驱动下，功率半导体行业前景广阔

2.1. 功率器件实现电能转换，陶瓷管壳与散热基板保障器件可靠运行

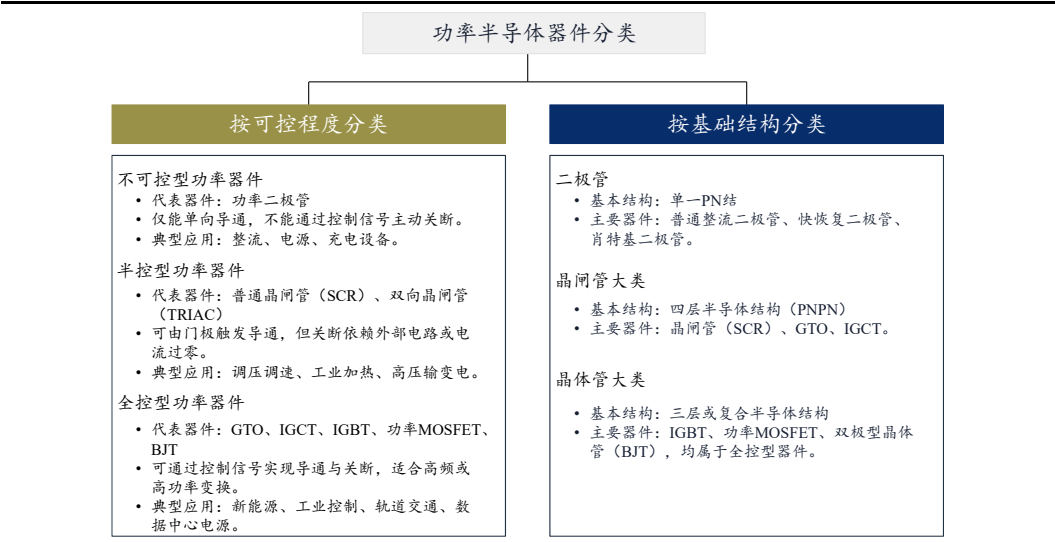
功率器件是实现电能转换、控制与调节的核心电子器件，应用贯穿发电、输电、变电、配电及用电等电力系统全链条。功率半导体器件通常简称功率器件，通过控制电流和电压的导通、关断及变换，实现整流、逆变、变频和调压等功能。按照器件的可控程度，功率器件可分为以功率二极管为代表的不可控型器件、以普通晶闸管为代表的半控型器件，以及以 MOSFET、IGBT、GTO 和 IGCT 等为代表的全控型器件。其中，晶闸管具有耐高压、承载电流能力强等特点，主要应用于特高压输变电等中低频、大功率场景；IGBT 兼具 MOSFET 驱动功率低、开关速度快和双极型晶体管导通损耗较低的特点，广泛应用于新能源发电、工业控制、新能源汽车、轨道交通及智算中心电源等领域。

图10：功率器件产业链



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

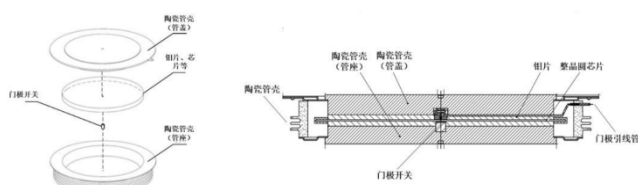
图11：功率器件分类



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

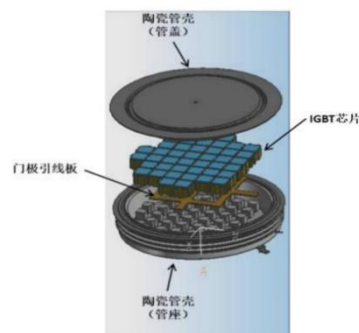
陶瓷管壳是高压大功率半导体器件实现气密封装与稳定运行的关键结构件。其通常采用陶瓷与金属复合结构，陶瓷部件利用良好的电绝缘性、耐高温性和热稳定性实现电极隔离，金属端面则承担电流传导和双面散热功能，较普通塑封方案更适合高电压、大电流及温度变化较大的复杂工况。按配套器件不同，主要包括晶闸管、GTO 及 IGCT 和平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳，终端应用涵盖特高压、柔性直流和轨道交通等高可靠性领域。

图12：晶体管内部结构



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

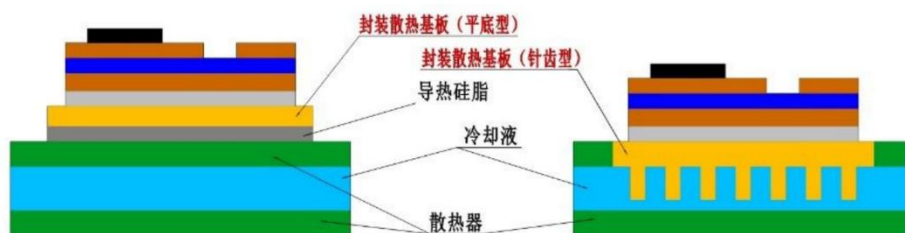
图13：平板压接式 IGBT 器件内部结构



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

封装散热基板是焊接式功率模块的核心散热部件，其性能直接影响模块温升、功率密度和使用寿命。功率模块运行时，芯片产生的热量依次通过 DBC 基板和封装散热基板传导至外部散热器或冷却液，因此散热基板需兼具良好的导热能力、结构强度和尺寸精度。按散热结构不同，主要分为平底型和针齿型，前者主要应用于工业控制、光伏、风电及新能源汽车，后者通过针齿扩大散热面积，散热效率更高，适用于车规级 IGBT 等高功率密度场景。

图14：采用平底型封装散热基板（左）和针齿型封装散热基板（右）的 IGBT 结构截面图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图15：平底型封装散热基板与针齿型封装散热基板特点对比

项目	平底型封装散热基板	针齿型封装散热基板	两种封装散热基板对比
工艺难点	在弧面成型上需要满足多点位（15-30 个点位）高度差的公差保证在 0.05mm 以内，对弧度预弯的工艺要求较高，对原材料性能研究控制、关键加工参数控制、精密弧度模具设计等技术能力有较高要求	针齿结构通过锻压形成，齿间隙精度、齿高尺寸精度等关键参数与锻压模具直接相关，对锻压工艺、锻压模具的设计加工能力有较高要求	平底型散热基板工艺难度在于基板的弧度预弯；针齿型封装散热基板工艺难度在于针齿的锻压；工艺的难点不同，可比性较低
散热效率	平底型封装散热基板与散热器之间通过导热硅脂间接接触，散热效率取决于弧面成型的精准性、稳定性，对平底型封装散热基板的曲面精度和一致性的要求较高	针齿型封装散热基板与冷却液直接接触，散热效率取决于齿间隙与齿高度的精度	针齿形封装散热基板因其与冷却液接触面积大，散热效率相对较高
应用场景	应用范围广泛，可应用于变频器、逆变焊机、工业电源等工业控制设备、光伏逆变器、风电变流器等新能源发电系统、新能源汽车电机控制系统等中低压场景	目前应用范围较小，主要应用于新能源汽车电机控制系统	平底型散热基板的性价比较高，应用范围更广

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 新能源与智算等多领域驱动，封装关键部件市场稳步增长

在新型电力系统建设与数字经济浪潮双重驱动下，功率半导体关键封装部件作为能源转换与智算基础设施的核心载体，受益于下游应用扩容带来的需求增长。

1) 电网投资增长稳定提升: 根据 BloombergNEF，2023 年全球电网投资额约 3,200 亿美元，高比例新能源与终端电气化需要更多电网设施配套，BloombergNEF 预测 2023 年至 2030 年全球电网投资需求年复合增长率将达到 14%，至 2030 年年投资额超过 8000 亿美元。

2) 光伏与风电新增装机容量持续增长: 根据 Frost & Sullivan 预测，2024 年全球光伏市场需求持续保持旺盛，全年全球光伏新增装机达 482GW，同比增长达 26%；预计 2028 年全球新增光伏装机容量将达到 996.3GW；根据全球风能理事会（GWEC）发布的《2024 全球风能报告》数据，2018 年至 2023 年，全球风电新增装机容量从 50.7GW 增长至 116.6GW，年均复合增长率为 18.1%，预计 2030 年全球风电新增装机量为 320GW。

3) 工业控制保持稳定发展: 在全球进入工业 4.0 时代以及我国大力发展中国智造的背景下，生产制造、交通运输、能源环保等各应用领域对工业自动化设备的需求进一步增加。根据前瞻产业研究院测算数据，2022 年全球及国内工业控制用 IGBT 市场规模分别为 254.51 亿元和 82.92 亿元，预计 2026 年分别达到 297.74 亿元和 123.52 亿元，复合增长率为 4%和 10.48%，工业控制 IGBT 行业的增量市场主要在国内，是下游应用领域中最稳健的存量市场。

4) 新能源汽车行业加速功率半导体市场发展: 功率半导体(以 IGBT 为主)是新能源汽车中的核心元器件,主要应用场景包括电机控制器、车载充电机以及水泵、空调压缩机。根据高工产业研究院数据,2021 年全球新能源汽车 IGBT 行业市场规模达 140.6 亿元,预计 2025 年市场规模达到 497.9 亿元,2021-2025 年均复合增长率约 37.2%,新能源汽车应用有望成为我国“十四五”IGBT 需求增长最大的下游驱动力。

5) 智算中心建设为增长新引擎: 智算中心作为大规模、高功率密度、高耗电量的新型用电场景,对电能的高效转换、稳定供电、柔性调节等有更高要求,需要多种功率半导体器件来承担。其中,大功率晶闸管可以用来帮助智算中心的大型电力设备平稳启动、保持电压稳定并防止供电波动影响正常运行,为智算中心的高可靠性提供保障;IGBT 等全控型器件则是不间断电源(UPS)、储能逆变及高效开关电源的核心器件。公司晶闸管用陶瓷管壳及封装散热基板等两类主要产品均可在智算中心建设中得到应用。

具体到细分产品而言,以晶闸管、压接式 IGBT 为代表的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;而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。

1) 陶瓷管壳

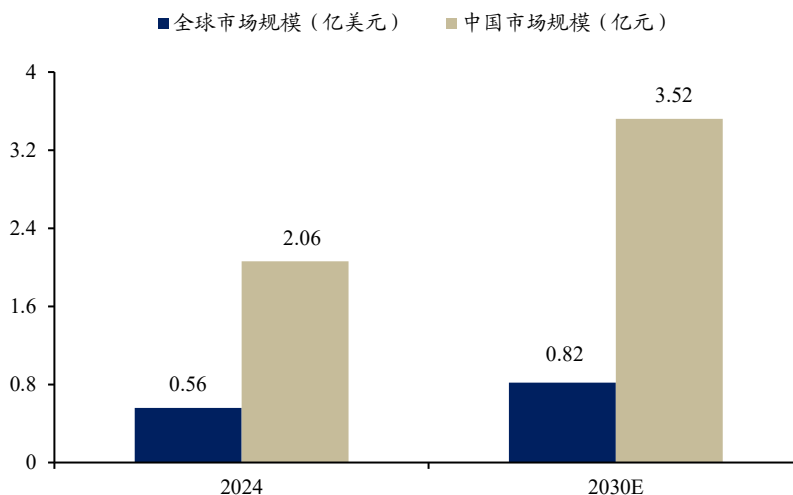
晶闸管用陶瓷管壳: 1) 全球: 根据 Market Report Analytics 的统计,2024 年全球陶瓷晶闸管市场规模约 2.52 亿美元,到 2030 年市场规模将达到 3.2 亿美元,2024-2030 年复合增长率约 4.1%。根据 QYResearch 及中国电力电子产业网的估算,陶瓷管壳的价值占陶瓷晶闸管器件的比例约为 17.5%。据此可推算出 2024 年全球晶闸管用陶瓷管壳市场规模约 4,400 万美元,到 2030 年市场规模约 5,600 万美元。2) 中国: 根据 QYResearch 的数据显示,2024 年国内陶瓷晶闸管市场规模约为 8.59 亿元,约占全球市场的 47.45%,预计 2030 年将达到 12.05 亿元,2024-2030 年复合增长率为 5.82%,届时在全球市场中占据的份额约为 50.77%。按照陶瓷管壳在陶瓷晶闸管器件中 17.5% 的价值占比,可推算出 2024 年中国晶闸管用陶瓷管壳市场规模约 15,000 万元,到 2030 年市场规模约 21,100 万元。

压接式 IGBT 陶瓷管壳: 1) 全球: 根据 QYResearch 的统计,2024 年全球压接式 IGBT 市场规模约 0.98 亿美元,到 2030 年市场规模将达到 2.1 亿美元,2024-2030 年复合增长率约 13.5%。根据 QYResearch 及中国电力电子产业网的估算,陶瓷管壳的价值占压接式 IGBT 器件的比例约为 12.5%。据此,可推算出 2024 年压接式 IGBT 陶瓷管壳全球市场规模约 1,200 万美元,到 2030 年市场规模约 2,600 万美元。2) 中国: 2024 年国内压接式 IGBT 市场规模约为 4.50 亿元,到 2030 年市场规模将达到 11.26 亿元。按照陶瓷管壳在压接式 IGBT 器件中 12.5% 的价值占比,可推算出 2024 年中国压接式 IGBT 陶瓷管壳市场规模约为 5,600 万元,到 2030 年市场规模将达到

14,100 万元。

综上数据，2024 年赛英电子的两类陶瓷管壳类产品对应的全球及国内市场规模分别约为 5,600 万美元、20,600 万元，预计 2030 年全球及国内市场规模约为 8,200 万美元、35,200 万元，2024-2030 年复合增长率约为 6.56%、9.34%。

图16：2024、2030E 全球及中国两类陶瓷管壳（晶闸管用陶瓷管壳与压接式 IGBT 陶瓷管壳）市场规模

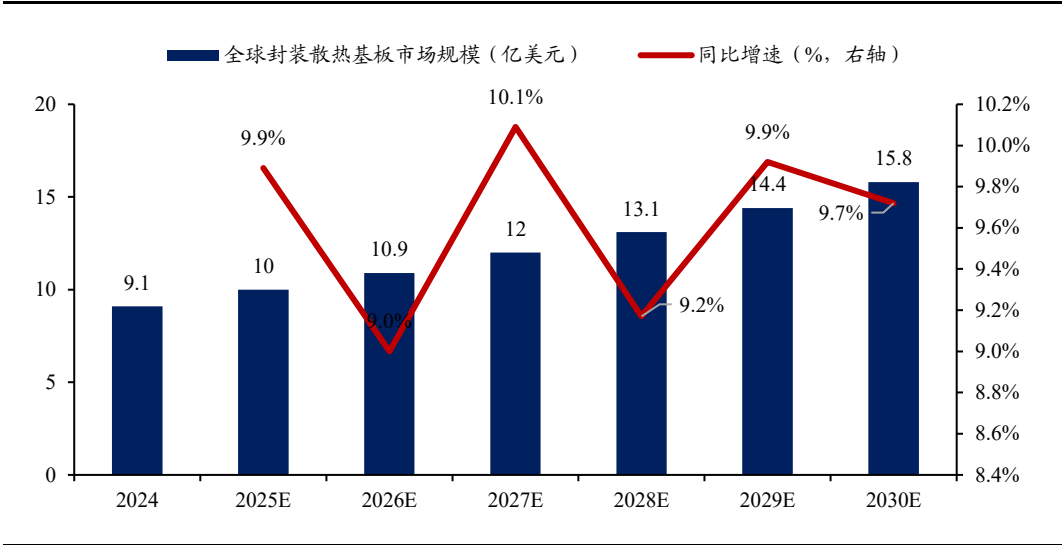


数据来源：QYResearch，公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

2) 封装散热基板

赛英电子封装散热基板类产品直接应用于 IGBT 功率模块。根据 YOLE 统计，2024 年全球封装散热基板市场规模达到 9.10 亿美元，预计于 2030 年市场规模将达到 15.77 亿美元，年复合增长率约为 9.6%；根据 QYResearch 统计，2024 年中国封装散热基板市场销售额达到 16.43 亿元，预计 2030 年将达到 33.10 亿元，年复合增长率约为 12.38%。

图17：2024—2030 年全球封装散热基板市场规模



数据来源：YOLE，公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

2.3. 陶瓷管壳细分赛道国产实现较高份额，散热基板领域国产替代加速推进

陶瓷管壳行业技术与认证壁垒较高，海外厂商先发优势与国内企业追赶并存。日本京瓷等企业起步较早，在先进陶瓷材料、产品开发、品牌影响力及高端应用经验方面积累深厚；国内主要参与者包括赛英电子、无锡天杨电子和厦门海鼎盛等。伴随我国特高压、轨道交通及新能源产业发展，国内企业已逐步掌握大尺寸陶瓷金属化、高真空焊接和连续电镀等关键工艺，并进入国内外头部功率半导体厂商供应链，国产化已由中低端配套向压接式 IGBT、IGCT 等高可靠产品延伸。

封装散热基板早期主要由中国台湾、日本和美国企业供应，国产厂商正依托下游产业扩张加快替代。海外代表企业健策精密在精密制造和热管理领域布局较早，国内则逐步形成赛英电子、黄山谷捷、昆山固特杰等竞争主体。随着新能源汽车、光伏储能和工业控制带动 IGBT 模块需求增长，客户对基板平面度、预弯精度、流道结构及可靠性提出更高要求。国内企业凭借成本、交付和协同开发优势持续突破，但在高端针齿型产品、全球客户覆盖和长期工艺积累方面仍需提升，国产替代空间广阔。

表2：功率半导体封装部件主要参与企业对比

业务领域	企业	所在地	主要产品及竞争特点
陶瓷管壳	京瓷株式会社	日本	全球先进陶瓷龙头，以精密陶瓷技术为核心，产品覆盖 TO 陶瓷封装外壳、表面贴装陶瓷管壳及射频功率晶体管封壳，具备较强的材料、定制开发及品牌优势
	赛英电子	中国大陆	聚焦晶闸管、压接式 IGBT、IGCT 等高压大功率

封装散热基板			器件用陶瓷管壳，在大尺寸陶瓷金属化、钎焊和电镀等工艺方面形成积累
	无锡天杨电子有限公司	中国大陆	专业生产电力半导体器件用管壳及模块用陶瓷覆铜基板，陶瓷管壳覆盖光控、GTO、IGBT、IGCT、七英寸及螺栓型等规格
	厦门海鼎盛科技有限公司	中国大陆	从事电力半导体模块结构件、精密陶瓷管壳及功能性电镀，产品覆盖晶闸管、GTO、IGCT、IGBT 及特大功率器件用陶瓷管壳
	健策精密工业股份有限公司	中国台湾	具备长期精密金属及塑胶零组件制造经验，核心产品包括均热片、车用水冷散热模组、服务器 ILM 及 LED 导线架，热管理产品布局较广、先发优势突出
	赛英电子	中国大陆	产品覆盖平底型和针齿型封装散热基板，配套新能源汽车、光伏储能、工业控制等功率模块，2024 年国内市场占有率约 14.3%
	黄山谷捷	中国大陆	国内主要封装散热基板竞争企业，重点配套新能源汽车功率半导体模块，在车规级散热基板领域具备一定规模和客户基础
	昆山固特杰散热产品有限公司	中国大陆	国内主要散热基板竞争企业，参与功率模块散热部件及相关精密金属散热产品市场竞争

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 功率半导体陶瓷管壳国内领先，募投赋能散热基板第二成长曲线

3.1. 二十余年工艺积累构筑陶瓷管壳壁垒，高端产品巩固行业领先地位

深耕陶瓷管壳二十余年，产品体系持续向大规格、高电压及高功率密度方向升级。公司成立初期以 1—4 英寸普通整流管、晶闸管用陶瓷管壳为主，通过自研金属化烧结炉和钎焊炉实现规模化量产；2007 年后逐步拓展至 GTO、IGCT 和平板压接式 IGBT 等产品。2015 年以来，公司进一步突破 6 英寸及以上特大晶闸管用陶瓷管壳，并配套开发 3500V 多台架平板压接式 IGBT 陶瓷封装外壳；2022 年以来完成方型弹性压接式 IGBT 管壳开发，相同面积下可封装更多芯片，进一步提升器件的电流承载能力和功率密度。

图18：公司陶瓷管壳产品及技术演进历程



数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

表3：公司主要陶瓷管壳产品及应用领域

产品分类	产品介绍	产品图片	应用领域	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≥18kV； 2、漏率≤1x10 ⁻⁹ P·am ³ /s； 3、可实现电极平面度≤0.008mm

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	1、台架共面性≤0.02mm; 2、台架形变量≤0.05mm; 3、漏率≤1x10 ⁻⁹ P·am ³ /s; 4、抗拉力≥10kN

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

金属化、高真空焊接及精密表面处理构成核心工艺壁垒。随着管壳尺寸扩大，陶瓷与金属热膨胀系数差异带来的开裂、形变和焊接应力问题加剧，对气密性、抗拉强度和电极精度提出更高要求。公司形成高密度等静压陶瓷金属化扩散、超大直径陶瓷金属高强度高真空焊接、方型管壳低应力钎焊及压接式封装电极超精细表面等核心技术。公司晶闸管用管壳漏率通常不高于 1×10⁻⁹P·am³/s, 部分产品达到 1×10⁻¹⁰P·am³/s; 压接式 IGBT 管壳电极平面度不高于 0.015mm、抗拉强度不低于 10kN，产品性能达到或优于行业及客户要求。

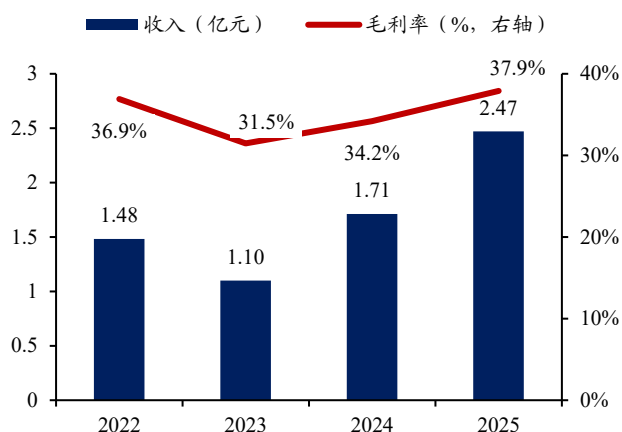
表4：公司陶瓷管壳核心技术介绍

技术名称	主要解决问题	应用环节	对产品性能的影响	对应产品
大功率 IGBT 平板压接式封装结构设计开发技术	传统焊接式 IGBT 模块单面散热能力受限	结构设计	实现多芯片并联和双面冷却，提高散热效率及可靠性	平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳
超大直径陶瓷金属高强度高真空焊接技术	大规格陶瓷易开裂、电极易形变，焊接应力释放困难	高真空焊接	提升耐压、平面度、气密性及抗拉强度	6 英寸及以上大规格陶瓷管壳
高密度等静压陶瓷金属化扩散技术	高密度等静压陶瓷金属化层渗透困难	陶瓷金属化	提高陶瓷与金属的封接强度，增强气密性稳定性	大规格晶闸管用陶瓷管壳
超大规格方型陶瓷管壳低应力钎焊技术	方型陶瓷高温焊接易变形、应力分布不均	方型管壳焊接	降低局部应力集中和钎焊失效风险，提高产品良率	方型弹性压接式 IGBT 用陶瓷管壳
压接式封装电极超精细表面技术	电极平面度、平行度和粗糙度控制难度较高	精密加工及表面处理	提高电极表面精度，保证芯片全区域受力一致性	平板压接式 IGBT 用陶瓷管壳
压接式封装电极局部电镀工艺	同一部件不同区域对镀银、镀镍存在差异化要求	局部电镀	提高导电和耐压稳定性，降低接触电阻增加风险，延长器件寿命	方型弹性压接式 IGBT 管盖

数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

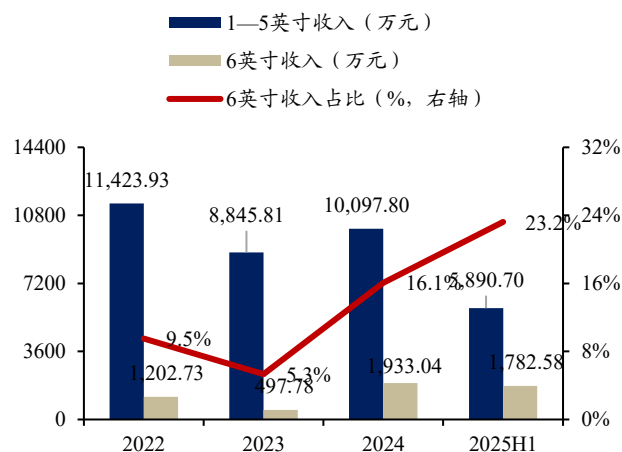
高端产品占比提升，盈利能力与市场地位进一步得到验证。2022—2025 年，公司陶瓷管壳及配件收入分别为 1.48、1.10、1.71、2.47 亿元；同期业务毛利率分别为 36.90%、31.47%、34.21%、37.90%，整体保持较高水平。产品结构方面，6 英寸陶瓷管壳收入占比由 2022 年的 9.53%提升至 2025H1 的 23.23%，高难度、高价值量产品放量推动业务结构优化。公司作为第一起草单位制定压接式 IGBT 平板陶瓷管壳行业标准，2024 年晶闸管用和压接式 IGBT 用陶瓷管壳全球市场占有率分别约 33.0%和 18.9%，细分领域领先地位较为突出。

图19：2022—2025 陶瓷管壳及配件收入与毛利率



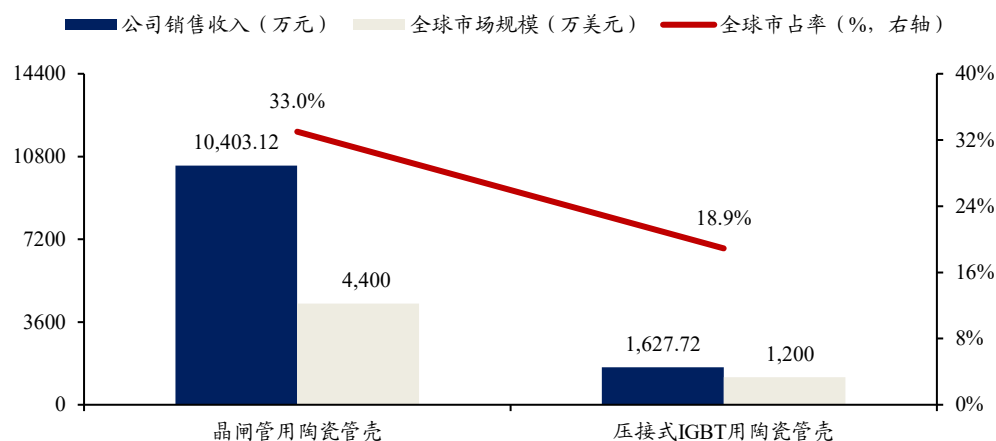
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：2022—2025H1 公司陶瓷管壳收入结构



数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

图21：2024 年公司陶瓷管壳全球市场占有率



数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

3.2. 全流程精密制造构筑散热基板壁垒，针齿型产品放量打开第二成长曲线

平底型产品贡献规模基础，针齿型产品持续拓展车规级应用。公司于2017年以平底型封装散热基板切入焊接式IGBT功率模块散热结构，围绕弧度预弯和均匀电镀实现产品量产，并陆续进入中车时代、斯达半导体、宏微科技等客户供应体系。顺应新能源汽车功率模块小型化及高功率密度趋势，公司自2020年起推进针齿型散热基板研发，通过增加基板表面积提升散热能力，并于2023年实现批量生产，开始向客户A稳定供货，形成平底型与针齿型产品协同发展的业务格局。

图22：公司封装散热基板产品及技术演进历程



数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

表5：公司主要封装散热基板产品及应用领域

产品分类	产品介绍	产品图片	应用领域	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±0.05mm; 2、凸点高度±0.02mm; 3、弧度可拓展至 15-30 点位测量,最大公差±0.05mm
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±0.05mm,齿间隙精度±0.05mm; 2、预弯前平整度≤0.05mm; 3、齿底镀层厚度≥1 μm,齿顶镀层 2.5-10μm

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

结构设计、精密加工与自动检测形成全流程制造能力。平底型基板需通过预弯抵消芯片、DBC 陶瓷基板与铜基板热膨胀差异引发的焊接翘曲,公司由行业常见的球面预弯升级至异形弧度设计,量产产品最高可实现 33 个测量点位、最小±0.02mm 的弧度精度。针齿型产品则围绕多穴位一次冷锻、齿区域单向深镀、多工位高精度 CNC 加工和视觉自动检测形成核心工艺,在提升成型效率和镀层均匀性的同时,保障齿高、间隙、平整度及外观一致性,满足车规级功率模块对可靠性和批量稳定性的要求。

表6：公司封装散热基板核心技术介绍

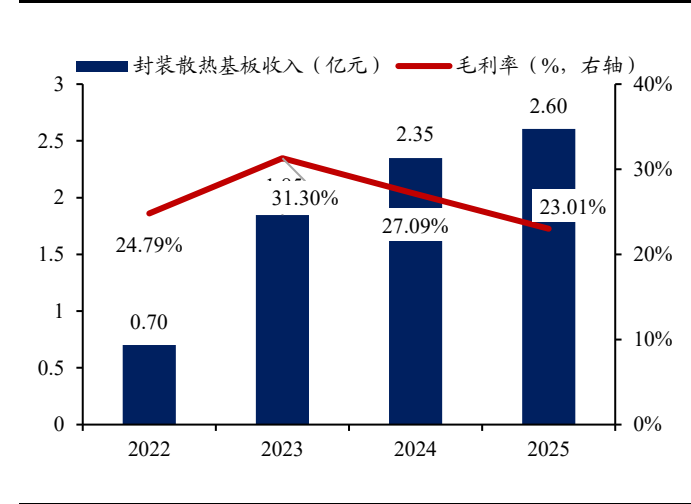
技术名称	主要解决问题	应用环节	对产品性能的影响	对应产品
针齿基板多穴位一次冷锻工艺	单穴位冷锻生产效率较低,难以满足大规模定制化供货需求	冷锻成型	在保证尺寸精度与表面质量的同时提高单位时间产出,降低能耗及制造成本	针齿型封装散热基板

针齿基板齿区域单向深镀工艺	针齿面与光面镀层存在差异，齿根及底部区域镀层偏薄	电镀	提高复杂针齿区域的深镀能力和镀层均匀性，提升生产效率及产品可靠性	针齿型封装散热基板
针齿基板多工位高精度机加工工艺	多工位加工中重复定位偏差较大，复杂结构尺寸精度难以控制	CNC 机加工	减少不同工位定位精度偏差，提高尺寸精度、平整度和批量生产一致性	针齿型封装散热基板
平底基板异形弧度成型技术	常规球面预弯难以充分抵消模块焊接后的局部翘曲与应力集中	弧度预弯	提高基板与 DBC 陶瓷基板、芯片等部件的贴合程度，降低虚焊及应力集中风险，提升模块可靠性	平底型封装散热基板
平底基板高分散通过式连续电镀工艺	传统龙门线电镀存在镀层不均、生产效率较低及药剂难以在线监测等问题	电镀	减少镀层差异，提高镀层均匀性、生产效率及产品外观质量	平底型封装散热基板
针齿基板外观视觉自动检测技术	针齿根部、侧面等复杂区域难以通过人工实现高效、稳定检测	外观检测	提高细微外观缺陷识别的准确性和检测效率，实现良品与不良品自动分流	针齿型封装散热基板
IGBT 平底基板点云曲面拟合弧度检测技术	传统点触式或单点检测效率较低，难以满足多点位、高精度弧度检测要求	弧度检测	缩短检测时间，提高弧度测量精度和自动化水平，保障产品弧度一致性	平底型封装散热基板

数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

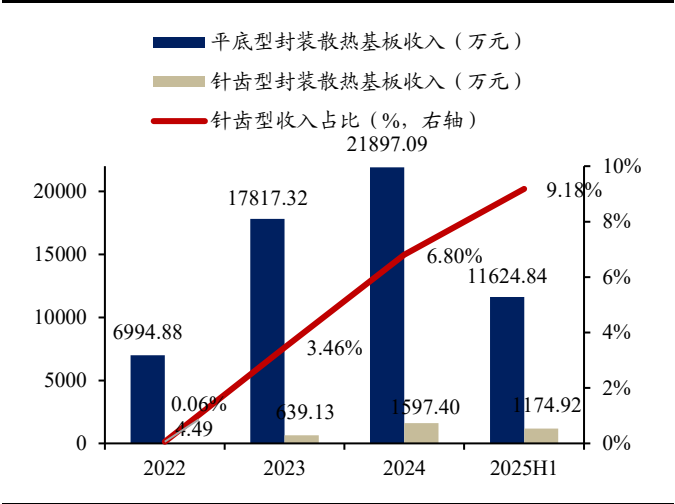
业务规模快速提升，针齿型产品占比增加优化成长结构。2022—2025 年，公司封装散热基板收入由 0.70 亿元增至 2.60 亿元。分产品看，平底型基板仍是主要收入来源，但针齿型基板收入由 2022 年的 4.49 万元增至 2024 年的 1,597.40 万元，2025H1 达到 1,174.92 万元，收入占比由 0.06%提升至 9.18%。2024 年公司封装散热基板全球市场占有率约 3.6%，随着针齿型产品持续导入以及下游新能源汽车、工业控制等需求增长，散热基板有望成为公司第二成长曲线。

图23：2022—2025 公司封装散热基板收入与毛利率



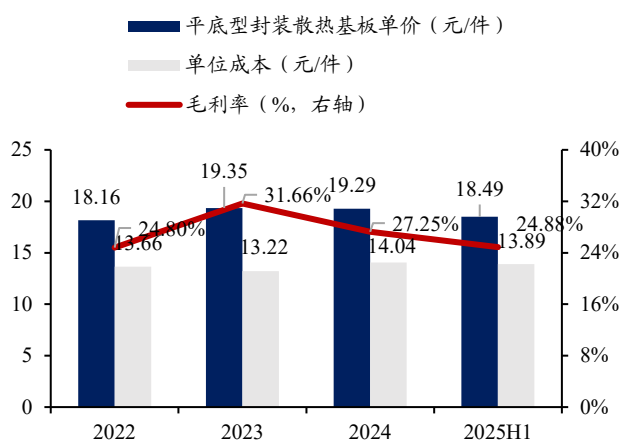
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：2022—2025H1 公司封装散热基板收入结构



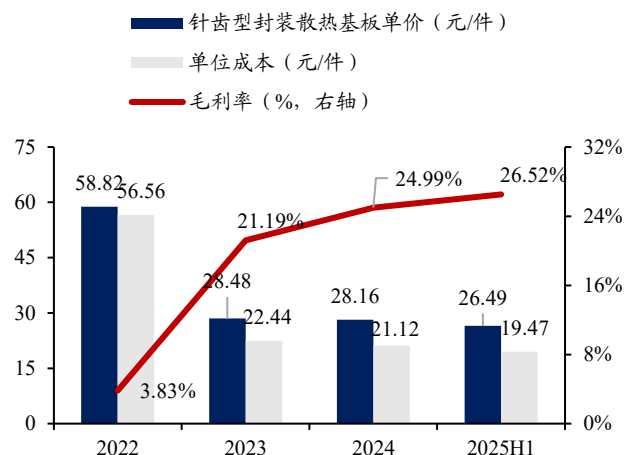
数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

图25：2022—2025H1 平底型封装散热基板单价、单位成本及毛利率



数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

图26：2022—2025H1 针齿型封装散热基板单价、单位成本及毛利率



数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

3.3. 头部客户长期合作强化订单确定性，募投扩产释放成长空间

高可靠功率器件对供应商认证要求严格，头部客户资源构成重要竞争壁垒。陶瓷管壳和封装散热基板直接影响功率器件的气密性、绝缘性、散热效率及长期运行可靠性，下游客户除考察质量体系和关键性能外，还会对工艺能力、交付保障、环境保护及社会责任等进行综合评价。境外客户供应商认证周期较长、转换成本较高，合格供应商通常具有较强合作黏性。公司已进入中车时代、客户 A、英飞凌、日立能源、斯达半导和宏微科技等客户体系，其中与英飞凌、艾赛斯及 Dynex 自 2004 年开始合作，与日立能源自 2006 年开始合作，长期合作关系验证产品质量和持续供货能力。

表7：公司主要客户基本情况

客户名称	基本情况	合作模式	合作历史
中车时代	国内知名的功率半导体厂商，是国际少数同时掌握大功率晶闸管、IGCT、IGBT 及 SiC 器件及其组件技术的 IDM（集成设计制造）模式企业，拥有芯片-模块-装置-系统完整产业链，系株洲中车时代电气股份有限公司（688187.SH）下属子公司	直销	于 2002 年通过商业洽谈的方式获客
英飞凌	世界 500 强企业，前身系西门子集团的半导体部门，是全球领先的半导体公司之一，为汽车和工业功率器件、芯片卡和安全应用提供半导体和系统解决方案，是全球最大的功率半导体供应商	直销	于 2004 年通过商业洽谈的方式获客
宏微科技	科创板上市公司，成立于 2006 年，主营业务为功率半导体器件的设计、研发、制造及销售，主要产品包括 IGBT、MOSFET、FRED、SiC 等芯片、分立器件、模块等功率半导体器件。 宏微科技自产 IGBT、FRED 芯片技术已达国际先进、国内领先水平，是国内功率半导体器件行业领军企业之一	直销	于 2017 年通过商业洽谈的方式获客
日立能源	原日立 ABB 电网，于 2021 年 10 月更名为日立能源，世界 500 强企业。该公司是全球能源电力技术领导者，在全球 140 多个国家拥	直销	于 2006 年通过商业洽谈的方式获客

有出色的业绩及世界领先的变压器装机容量，服务于电力、工业、交通、数据中心和基础设施领域的客户

艾赛斯

曾是纳斯达克证券交易所上市公司，2017 年被力特（Littelfuse）以 7.5 亿美元收购，是专注高压功率半导体的美国技术企业。核心产品包括 IGBT、MOSFET、SiC 器件及微控制器，覆盖 90% 电力控制市场，应用于工业、新能源、汽车电子及医疗设备领域

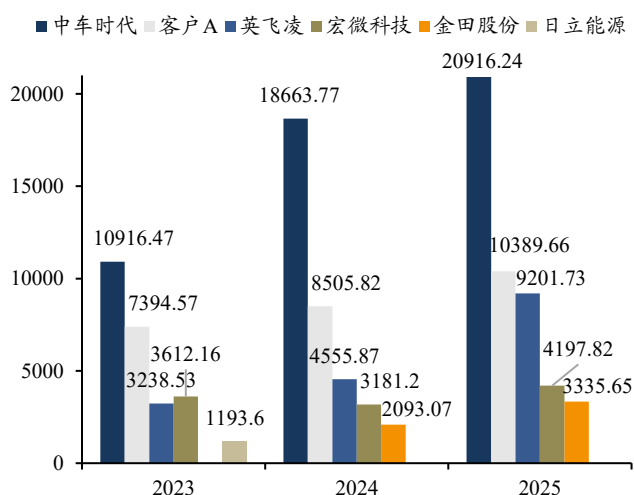
直销

于 2004 年通过商业洽谈的方式获客

数据来源：公司第一轮问询回复，东吴证券研究所

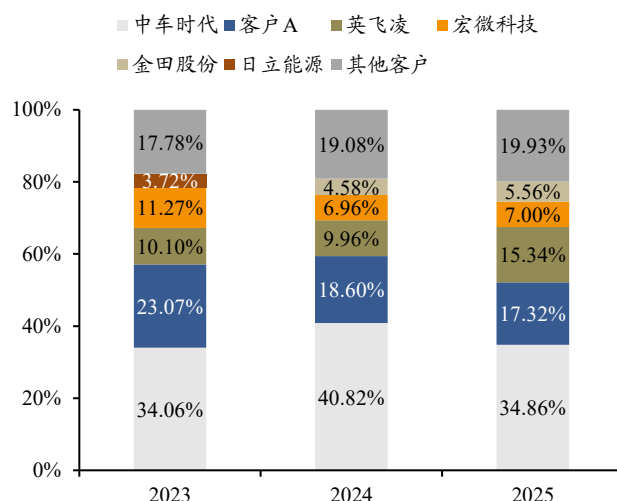
核心客户销售规模持续增长，深度合作增强公司需求可见度。2025 年，公司对中车时代、客户 A、英飞凌和宏微科技分别实现销售收入 2.09、1.04、0.92 和 0.42 亿元，四家核心产品客户合计贡献收入 4.47 亿元，占当期营业收入的 74.52%。公司与中车时代业务合作已经超过 10 年，是中车时代陶瓷管壳的最大供应商，2023-2025 年占其同类产品采购份额约 50%—75%。伴随合作由陶瓷管壳延伸至平底型及针齿型散热基板，公司有望通过产品协同和新料号导入持续提升单一客户价值量。

图27：2023—2025 年公司前五大客户销售金额(单位：万元)



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

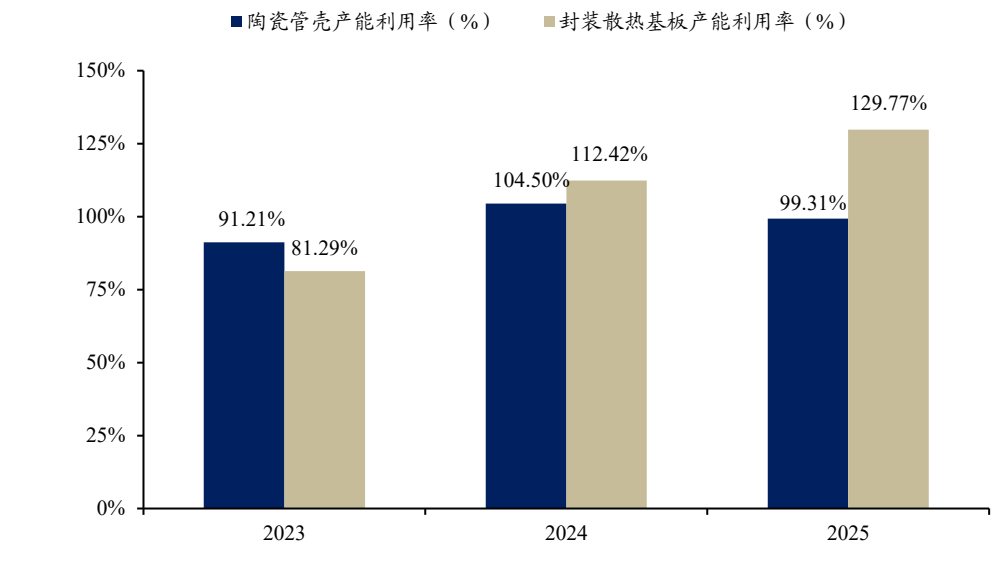
图28：2023—2025 年公司客户占比情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

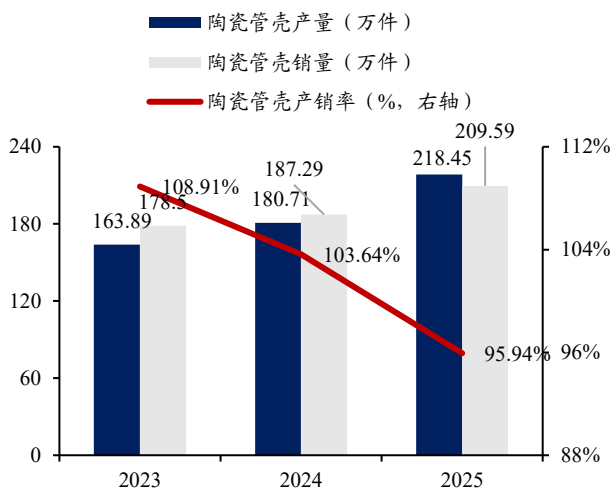
现有产能趋于饱和，募投项目有望突破散热基板供给瓶颈。2025 年，公司陶瓷管壳和封装散热基板产能利用率分别为 99.31%和 129.77%，产销率分别达到 95.94%和 94.83%，其中散热基板产能已处于高负荷运行状态。公司募投资金总额为 2.70 亿元，其中 2.17 亿元用于功率半导体模块散热基板新建生产基地及产能提升项目，新增平底型和针齿型散热基板产能分别为 1,200 万片和 600 万片。项目建设周期预计为 24 个月，达产后将强化公司规模化交付能力，为承接新能源汽车、新能源发电、工业控制及智算中心等领域需求提供产能支撑。

图29：2023—2025 年公司主要产品产能利用率



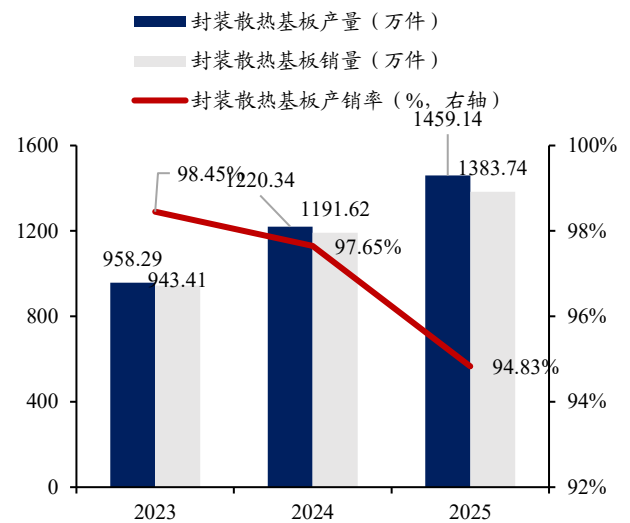
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图30：2023—2025 年公司陶瓷管壳产销量及产销率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图31：2023—2025 年公司封装散热基板产销量及产销率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为封装散热基板、陶瓷管壳及配件和其他业务。

1) 封装散热基板: 产品主要配套新能源汽车电控、储能、光伏逆变器等功率半导体器件, 下游需求增长可观。公司持续扩充产线产能, 同步拓展海内外新能源领域头部功率器件客户, 叠加新一代适配 SiC 器件的基板产品迭代落地, 业务规模持续扩张。随着募投项目产能逐步释放, 板块收入有望持续放量增长。预计2026~2028年公司封装散热基板业务实现营收 2.97/3.77/5.05 亿元, 毛利率分别为 23.10%/24.60%/25.30%。

2) 陶瓷管壳及配件: 产品应用于特高压、轨道交通、工业大功率 IGBT 与晶闸管领域, 电网投资、轨交建设带来长期稳定需求支撑。公司长期深度绑定中车时代、英飞凌、日立能源等行业龙头, 高压高毛利外销管壳出货占比持续提升, 业务增长具备强稳定性。预计2026~2028年公司陶瓷管壳及配件业务实现营收2.64/2.75/3.18亿元, 考虑2026年公司金属原料小幅挤压毛利, 预计2026~2028年公司陶瓷管壳及配件毛利率分别为37.70%/37.80%/37.90%。

3) 其他业务: 公司其他业务收入主要为边角料等的销售, 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。伴随公司封装散热基板收入占比上升且其铜材类型与陶瓷管壳不同, 采用直接出售方式处置边角料有利于尽快回收资金。预计2026~2028年公司其他业务实现营收0.99/1.34/1.87亿元, 毛利率基本保持稳定, 预计2026~2028年公司其他业务毛利率分别为1.55%/1.56%/1.57%。

基于以上收入拆分, 我们预计公司 2026~2028 年分别实现营业收入 6.60/7.86/10.09 亿元, 同比增速为 10.02%/19.00%/28.46%; 实现归母净利润 1.00/1.24/1.57亿元, 同比增速为14.07%/23.61%/26.64%。

图32: 分业务盈利预测 (单位: 百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	457.26	600.02	660.14	785.57	1,009.15
增长率%	42.65%	31.22%	10.02%	19.00%	28.46%
营业成本	333.75	445.24	490.44	586.79	758.09
增长率%	46.34%	33.41%	10.15%	19.65%	29.19%
毛利率	27.01%	25.80%	25.71%	25.30%	24.88%
按产品					
封装散热基板					
收入	234.94	260.43	297.06	377.07	504.58
增长率%	27.30%	10.85%	14.06%	26.93%	33.81%
成本	171.29	200.52	228.44	284.31	376.92
增长率%	35.09%	17.06%	13.92%	24.46%	32.57%
毛利	63.65	59.91	68.62	92.76	127.66
毛利率	27.09%	23.01%	23.10%	24.60%	25.30%
陶瓷管壳系列					
收入	171.17	246.51	264.06	274.95	317.88
增长率%	55.77%	44.02%	7.12%	4.12%	15.62%
成本	112.61	153.08	164.51	171.02	197.41
增长率%	49.54%	35.94%	7.46%	3.96%	15.43%
毛利	58.56	93.43	99.55	103.93	120.48
毛利率	34.21%	37.90%	37.70%	37.80%	37.90%
其他业务					
收入	51.15	93.07	99.02	133.55	186.69
增长率%	95.97%	81.97%	6.39%	34.87%	39.80%
成本	49.84	91.64	97.49	131.46	183.76
增长率%	92.05%	83.86%	6.38%	34.85%	39.78%
毛利	1.30	1.43	1.53	2.08	2.93
毛利率	2.55%	1.54%	1.55%	1.56%	1.57%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们选取黄山谷捷、国力电子为可比公司。其中, 黄山谷捷主营铜针式、铜平底功率半导体散热基板, 深耕车载液冷散热细分赛道, 下游以新能源汽车功率器件厂商为主; 国力电子聚焦电子真空器件, 产品包含真空接触器、真空电容器等, 配套新能源、半导体设备领域。两家企业均深度布局功率半导体上游配套零部件赛道, 同步受益于新能源、轨交、半导体国产替代行业红利, 具备较强业务可比性。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 1.00/1.24/1.57 亿元, 对应最新 PE 为 33/27/21 倍。与可比公司 2026 年平均 PE(49 倍)相比, 公司估值水平相对较低, 考虑公司深耕陶瓷管壳优势领域, IPO 募投扩产散热基板业务, 受益于特高压输变电、智算中心等景气下游需求驱动, 业绩有望稳步增长。参考可比公司估值及增速, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图33：可比公司估值（截至 2026 年 8 月 18 日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			市盈率(P/E)		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
301581.SZ	黄山谷捷	37.87	0.80	30.30	0.57	0.85	1.18	53.36	35.65	25.63
688103.SH	国力电子	77.15	0.95	73.54	1.65	2.63	4.13	44.44	27.97	17.81
平均值								48.90	31.81	21.72
920181.BJ	赛英电子	76.91	0.43	33.23	1.00	1.24	1.57	33.07	26.75	21.12

数据来源：wind，东吴证券研究所（其中，可比公司盈利预测来自 2026 年 8 月 18 日 wind 一致预期，赛英电子盈利预测来自东吴证券研究所）

5. 风险提示

- 1) 客户集中及下游需求波动风险。公司主要客户集中度较高，若核心客户采购需求、项目进度、产品价格或合作关系发生变化，可能对公司收入和利润造成较大影响。同时，下游电网建设、新能源汽车、光伏风电和工业控制需求若低于预期，也可能影响公司订单释放节奏。
- 2) 原材料价格、产品价格及毛利率波动风险。公司主要原材料包括铜材等金属材料，原材料价格波动可能影响生产成本。若公司无法及时向下游传导成本压力，或封装散热基板市场竞争加剧、产品价格下降，公司毛利率可能面临波动压力。
- 3) 募投产能消化、技术迭代风险。募投项目新增产能较大，若下游需求增长、客户拓展或订单获取不及预期，可能存在产能消化和项目收益不及预期风险。功率半导体封装和散热结构持续升级，若公司技术迭代不能匹配客户需求，可能削弱竞争优势。

赛英电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	413	706	808	1,006	营业总收入	600	660	786	1,009
货币资金及交易性金融资产	36	274	306	356	营业成本(含金融类)	445	490	587	758
经营性应收款项	231	254	282	359	税金及附加	2	3	3	4
存货	122	148	185	248	销售费用	1	2	2	2
合同资产	20	20	23	28	管理费用	16	20	21	27
其他流动资产	4	9	12	15	研发费用	22	25	29	37
非流动资产	137	221	257	240	财务费用	1	0	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	3	4	5
固定资产及使用权资产	65	111	150	134	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	27	37	22	17	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	43	70	81	85	减值损失	(14)	(7)	(6)	(6)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	102	116	143	181
其他非流动资产	3	3	3	3	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	550	927	1,065	1,246	利润总额	101	116	143	181
流动负债	80	86	99	123	减:所得税	13	15	19	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	15	14	13	13	净利润	88	100	124	157
经营性应付款项	51	57	70	91	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	1	1	归属母公司净利润	88	100	124	157
其他流动负债	13	14	15	19	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.04	2.33	2.87	3.64
非流动负债	2	1	1	1	EBIT	103	115	142	180
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	112	132	167	206
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.80	25.71	25.30	24.88
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.68	15.22	15.81	15.59
其他非流动负债	2	1	1	1	收入增长率(%)	31.22	10.02	19.00	28.46
负债合计	81	87	101	125	归母净利润增长率(%)	19.18	14.07	23.61	26.64
归属母公司股东权益	469	840	964	1,122					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	469	840	964	1,122					
负债和股东权益	550	927	1,065	1,246					

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	27	70	93	60	每股净资产(元)	14.47	19.45	22.32	25.96
投资活动现金流	(42)	(101)	(60)	(8)	最新发行在外股份(百万股)	43	43	43	43
筹资活动现金流	(9)	269	(1)	(1)	ROIC(%)	20.20	14.96	13.51	14.84
现金净增加额	(24)	238	31	51	ROE-摊薄(%)	18.78	11.96	12.88	14.02
折旧和摊销	9	17	24	25	资产负债率(%)	14.80	9.38	9.46	10.00
资本开支	(42)	(100)	(60)	(8)	P/E (现价&最新股本摊薄)	37.72	33.07	26.75	21.13
营运资本变动	(85)	(55)	(62)	(129)	P/B (现价)	5.31	3.96	3.45	2.96

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>