

宝光股份（600379.SH）

真空灭弧室龙头，积极拓展陶瓷材料应用边界

无评级

核心观点

二季度业绩同环比大幅增长，盈利能力明显改善。2026年上半年公司实现营业收入7.0亿元，同比+10%；归母净利润0.39亿元，同比+4%；毛利率21.9%，同比+2.3pct；归母净利率5.5%，同比-0.3pct。二季度公司实现营业收入4.0亿元，同比+24%，环比+32%；归母净利润0.29亿元，同比+60%，环比+220%；综合毛利率23.0%，同比+3.1pct，环比+2.6pct。

中电装旗下真空灭弧室龙头企业，氧化铝陶瓷技术深厚。公司前身成立于1970年，长期深耕真空开断领域，已形成真空灭弧室系列产品，国内市占率多年稳居行业前列。2025年公司收购凯赛尔科技，产能、产品谱系及网外市场覆盖度进一步扩充。陶瓷业务可追溯至1971年建厂，其产品氧化铝陶瓷是真空灭弧室核心密封件，技术积淀深厚，除自用外已实现规模化外销。

真空灭弧室国内外景气共振，高压环保化推动需求升级。全球电网投资、配网改造、存量设备更新及新能源接入持续支撑中低压真空灭弧室需求；SF6减排约束和无氟开关推广推动真空开断技术向高压领域延伸。公司126kV产品已进入工程验证和应用阶段，252kV单断口产品完成主要试验，并前瞻布局更高电压等级产品。高压产品技术难度大、单位价值量高，将成为公司中长期产品结构和盈利能力升级的重要驱动力。

真空灭弧室海外份额有望持续提升，金属化陶瓷新应用拓展成长边界。公司海外地区收入由2022年的0.88亿元增至2025年的1.47亿元，收入占比由7%提升至12%，2023-2025年海外毛利率维持在30%左右，显著高于公司整体水平。海外电网扩容、设备更新和无氟开关需求增长，有望为公司出口业务提供持续支撑。公司氧化铝陶瓷除电力行业应用外，正逐步向半导体、医疗、工业、军工等应用延伸，新材料业务有望为公司打造全新增长极。

风险提示：电网投资不及预期，高压真空灭弧室产业化进度不及预期，海外市场拓展不及预期，原材料价格大幅上涨

投资建议：我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为0.85/1.38/1.82亿元，同比增长66.6%/61.8%/31.3%。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,464	1,261	1,408	1,615	1,850
(+/-%)	8.5%	-13.9%	11.6%	14.7%	14.6%
净利润(百万元)	90	51	85	138	182
(+/-%)	27.9%	-43.2%	66.6%	61.8%	31.3%
每股收益(元)	0.27	0.16	0.26	0.42	0.55
EBIT Margin	6.3%	4.0%	6.4%	8.9%	10.3%
净资产收益率(ROE)	12.4%	6.7%	10.6%	15.4%	17.8%
市盈率(PE)	52.8	92.9	55.8	34.5	26.3
EV/EBITDA	48.9	73.5	47.6	33.2	26.5
市净率(PB)	6.10	5.69	5.28	4.70	4.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

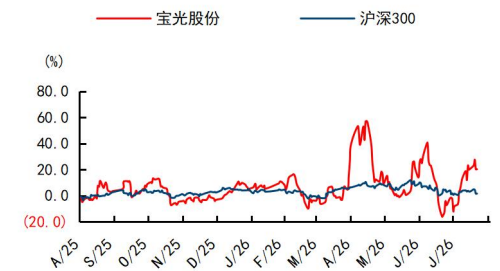
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	14.45元
总市值/流通市值	4771/4771百万元
52周最高价/最低价	20.80/9.21元
近3个月日均成交额	349.90百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

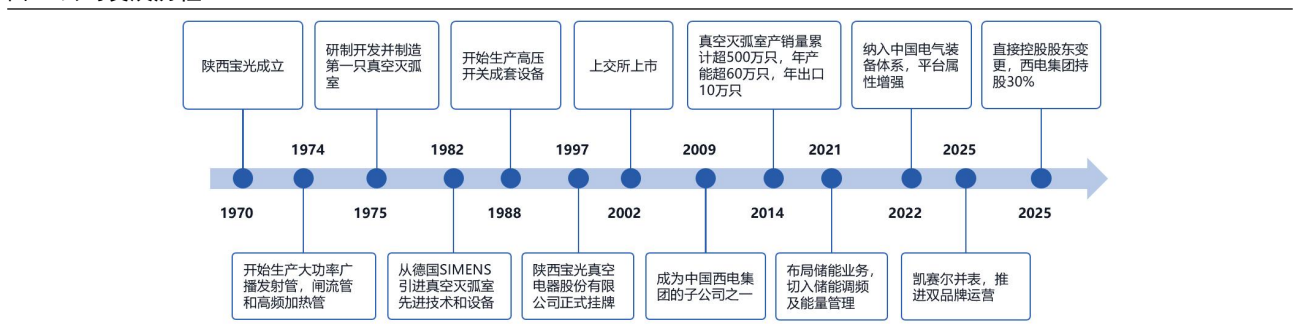
相关研究报告

老牌真空灭弧室龙头，主业升级与业务优化并进

前身成立于 1970 年，国内真空灭弧室老牌龙头企业。宝光集团前身陕西宝光电工总厂成立于 1970 年，是三线军工企业，早期生产军工用大功率真空发射管、电子管、闸流管等产品，后逐步将业务重心转向电力用真空开关管和真空灭弧室。1982 年，宝光从德国西门子引进真空灭弧室先进技术和设备，进一步夯实了公司在真空灭弧室领域的技术和制造基础。“宝光牌”真空灭弧室曾荣获国家科技进步特等奖品 1 项、二等奖 1 项等诸多奖项，获批“制造业单项冠军示范企业”称号。

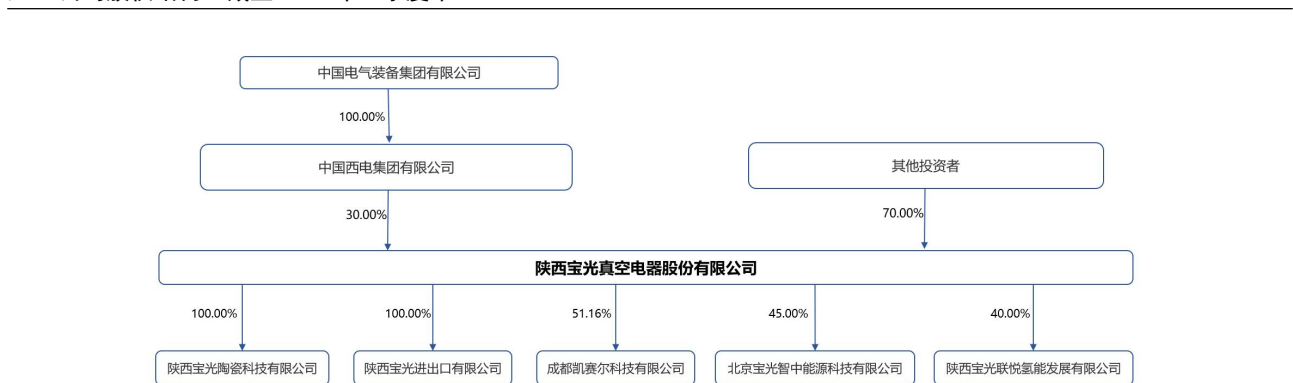
隶属于中国电气装备集团旗下，围绕主业积极拓展。宝光股份成立于 1997 年，由宝光集团作为主发起人联合其他发起人设立，是宝光集团真空灭弧室业务产业化和证券化的重要平台。2002 年，公司在上交所上市，持续深耕主业，逐步形成真空灭弧室、固封极柱、金属化陶瓷等产品体系，产品应用由传统配网开关设备，逐步拓展至输变电、轨道交通、抽水蓄能、特高压换流变有载分接开关等高附加值场景。2009 年，宝光集团相关股权划转至西电集团，由此纳入西电体系。2021 年公司开始布局储能业务，围绕储能 EMS、火储联合调频、独立储能等方向进行拓展。2025 年公司完成对凯赛尔科技的控股，进一步强化真空灭弧室主业布局。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司股权结构（截至 2026 年一季度末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构较为集中，实际控制人为国务院国资委。2025 年，宝光集团将其持有的公司 9906 万股股份无偿划转至西电集团（占公司总股本 30%）；划转完成后，西电集团直接持有公司 30%股份，成为公司直接控股股东。股权穿透来看，西电

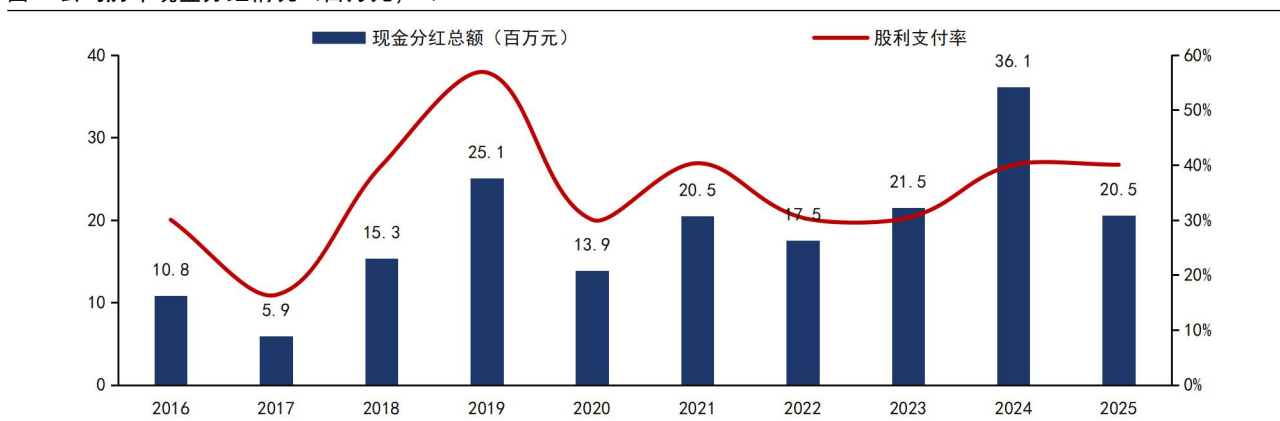
集团为中国电气装备集团体系内企业，公司最终实际控制人仍为国务院国资委。此次股权划转属于国资体系内持股层级优化，公司控股结构由“西电集团—宝光集团—宝光股份”调整为“西电集团—宝光股份”，有利于强化西电集团对上市平台的直接管控和高端电力装备业务协同。

表1: 公司主要高管

姓名	职务	个人简介
王海波	董事长	男，汉族，1973年6月出生，中共党员，本科学历，高级工程师。现任陕西宝光集团有限公司董事，西电宝鸡电气有限公司董事，西安西电高压开关有限责任公司董事。
原瑞涛	副董事长	男，汉族，1988年12月出生，中共党员，硕士研究生学历，具备法律职业资格、证券基金从业资格。2024年4月10日起担任陕西宝光真空电器股份有限公司副董事长。
袁军为	副总经理	男，汉族，1969年4月出生，中共党员，大专学历，曾任陕西金山电器有限公司营销部部长、总经理助理、副总经理，陕西宝光真空电器股份有限公司总经理助理，2012年5月10日起担任陕西宝光真空电器股份有限公司副总经理，2021年9月起担任陕西宝光陶瓷科技有限公司执行董事、法定代表人。
张军	副总经理	男，汉族，1973年3月出生，中共党员，硕士研究生。2004年5月至今担任陕西宝光真空电器股份有限公司副总经理；2021年9月至2024年7月担任陕西宝光联悦氢能发展有限公司董事长；2021年9月至2023年11月担任陕西宝光联悦氢能发展有限公司法定代表人；2022年2月至今担任北京宝光智中能源科技有限公司董事长、法定代表人；2023年12月至今担任北京宝光智中能源科技有限公司总经理。
曾钺	副总经理	男，汉族，1973年8月出生，中共党员，本科学历，经济师，1994年10月进入陕西宝光真空电器股份有限公司工作，曾任陕西宝光真空电器股份有限公司销售处副处长、灭弧室事业部销售部副部长、开关设备事业部物流部部长，陕西宝光真空电器股份有限公司销售部、营销部部长，陕西宝光真空电器股份有限公司总经理助理。
付曙光	财务总监	男，汉族，1986年12月出生，中共党员，硕士研究生。2021年8月16日至2025年10月29日担任陕西宝光真空电器股份有限公司非独立董事，2022年3月9日起至今担任陕西宝光真空电器股份有限公司财务总监。曾任西藏锋泓投资有限公司董事总经理；北京澳达天翼投资有限公司财务总监；中际钰贷融资担保有限公司副总裁；文投嘉华投资基金管理（北京）有限公司副总经理等职。
章红钰	董事会秘书 总法律顾问	女，汉族，1989年1月出生，中共党员，硕士研究生。毕业于北京大学光华管理学院，具有法律职业资格，2024年4月10日起担任陕西宝光真空电器股份有限公司董事会秘书、总法律顾问，现任陕西宝光真空电器股份有限公司合规总监，北京宝光智中能源科技有限公司董事、董事会秘书、副总经理。
杨逍	副总经理	男，汉族，1994年6月出生，中共党员，硕士研究生学历，曾任德勤管理咨询（上海）有限公司北京分公司高级咨询顾问，明阳智慧能源集团股份公司投融资策划经理，广东明阳电气股份有限公司投资及投资者关系经理。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司历年现金分红情况（百万元，%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司重视股东回报，近年来持续实施现金分红。2024 年度公司累计现金分红比例 40%，2025 年在利润承压背景下仍实施半年度及年度现金分红，全年累计现金分红 2054.18 万元，股利支付率 40%。同时，公司已授权董事会在满足盈利、未分配利润和现金流条件下实施 2026 年中期分红。

公司主营业务分为电气装备业务和新能源业务两大板块。电气装备业务是公司收入和利润的核心，主要产品包括真空灭弧室、固封极柱、金属化陶瓷及相关电子真空器件；新能源业务主要包括储能业务和氢能及特种气体业务。

表2：公司主要产品

类别	主要产品	作用	图示	应用领域
电气装备业务	真空灭弧室	电压等级覆盖 0.38kV-252kV，电流等级覆盖 320A-10000A，额定短路开断覆盖 1.5kA-125kA	主要用于电力系统的控制和保护，可根据电网运行需要将一部分电力设备或线路投入或退出运行，也可在电力设备或线路发生故障时将故障部分从电网快速切除	 电力行业的发、输、配各环节，也应用于采掘、冶炼、化工、装备制造、轻工制造、轨道交通等工矿企业的中高压开断等领域
	金属化陶瓷	电压覆盖范围为 0.38kV-252kV	真空灭弧室关键配套零部件，用于绝缘外壳和真空密封	
	固封极柱	12kV、24kV、40.5kV	以真空灭弧室为核心，将导电件、绝缘件等固封集成后的模块化产品	
新能源业务	储能业务	销售系统软件及开展投资、运营多类型电力储能资产，提供解决方案和技术支持等服务	以 EMS 能量管理系统为核心，提供储能控制、火储调频、源网荷储等服务	火储调频、独立储能、工商业储能、源网荷储
	氢能及特种气体	天然气制氢及销售（补充工业副产气提纯路线），兼营高纯氮气、医用氧气、氦气、氖气等特种气体业务	提供多元、可持续的氢气解决方案	半导体、新材料、加氢站、燃料电池等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

真空灭弧室：公司核心产品，开关设备核心部件

真空灭弧室主要利用管内真空介质的高绝缘强度，在中高压电路开断后迅速熄灭电弧并抑制电流，从而实现电力系统的开断、控制和保护，避免设备故障和电力事故。公司产品覆盖 0.38kV-252kV 电压等级、320A-10000A 电流等级和 1.5kA-125kA 额定短路开断范围。

公司坚持以技术创新驱动主业高端化，产品矩阵向高电压、大容量方向延伸。公司围绕高压及大容量真空开断持续推进产品研发和工程验证。2025 年，公司自主研发的 126kV 真空灭弧室配合西安西电开关电气环保型 GIS 通过型式试验，并完成 21 次满容量开断；126kV 环保型大容量瓷柱式真空断路器已在国网河南栾川县 110kV 罗庄变电站挂网运行。公司 252kV 单断口真空灭弧室已完成主要试验，550kV 半极真空灭弧室完成方案设计并启动研发，产品电压等级持续向上延伸。

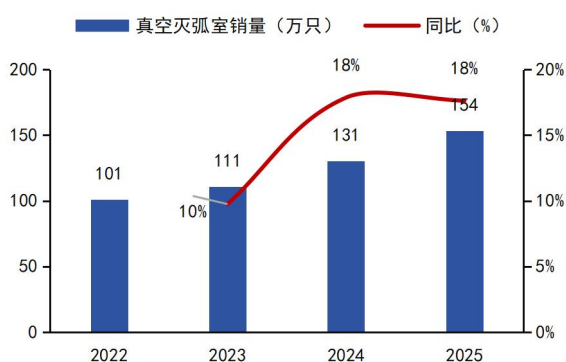
公司产品持续向高端应用场景延伸。公司轨道交通用真空灭弧室、换流变有载分接开关用真空灭弧室已打破国外垄断；400MW 级抽水蓄能发电电动机真空断路器用真空灭弧室实现大容量真空开关技术在发电机出口保护断路器市场的新突破。

凯赛尔并表扩充产能和市场覆盖，强化真空灭弧室主业协同。公司于 2025 年取

得凯赛尔科技 51.16% 股权并自 4 月起纳入合并范围。凯赛尔主要从事真空灭弧室、固封极柱等电子真空器件的研发、生产和销售，与公司主业具有较强协同性。2025 年购买日（4 月 1 日）至年末，凯赛尔实现营业收入 1.12 亿元、净利润 635 万元，进一步补充公司产能、产品谱系和网外客户覆盖。

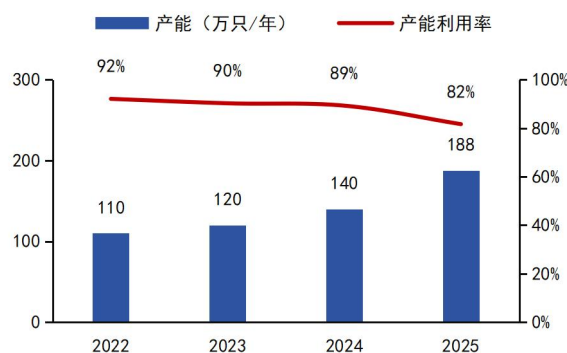
真空灭弧室销量持续增长，产能扩张打开后续放量空间。销量端看，2022-2025 年公司真空灭弧室销量由 101 万只提升至 154 万只，2023-2025 年同比增速分别约为 10%/18%/18%。产能端看，公司真空灭弧室产能由 2022 年的 110 万只/年提升至 2025 年的 188 万只/年，产能储备明显增强；但产能利用率由 2022 年的 92% 下降至 2025 年的 82%。价格端看，公司近年真空灭弧室单价基本维持稳定，2025 年为 0.07 万元/只。

图4：公司真空灭弧室销量及同比（万只，%）



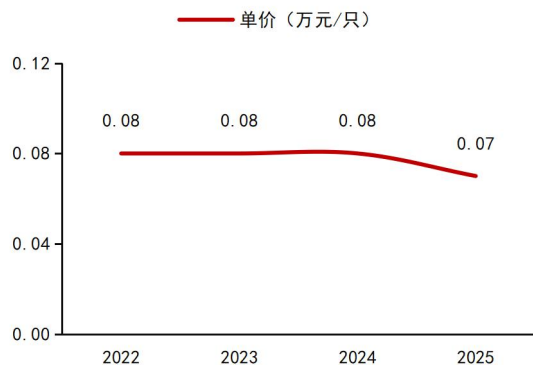
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司真空灭弧室产能及产能利用率（万只/年，%）



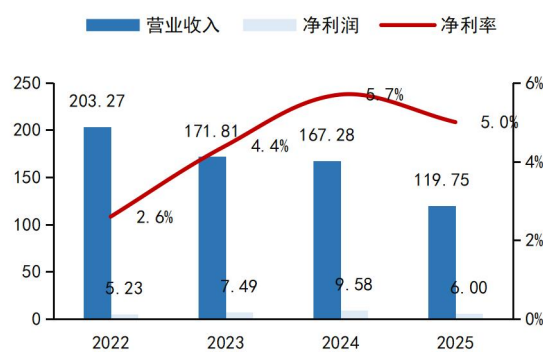
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司真空灭弧室含税单价（万元/只）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：子公司陶瓷科技年度营收、净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（2022—2024 年数据包含操作机构业务，2025 年该业务划转，口径不完全可比。子公司向母公司的内部销售在合并报表中予以抵销）

金属化陶瓷：真空器件关键绝缘封接部件，新应用拓展成长边界

金属化特种陶瓷是真空灭弧室不可或缺的核心绝缘内胆，是高压产品实现国产替代不可缺少的底层材料保障。公司产品主要以氧化铝陶瓷为基体，通过表面金属化、镀层及钎焊等工艺，使陶瓷能够与金属端盖等部件形成可靠连接。在真空灭弧室中，金属化陶瓷主要作为绝缘外壳，在提供高压绝缘和机械支撑的同时，长期维持内部真空环境，其绝缘强度、气密性及热机械可靠性直接影响灭弧室的运

行性能和使用寿命。公司金属化陶瓷产品覆盖 0.38—252kV 电压等级。

内部配套构筑业务基础，对外销售及新应用提供增量。金属化陶瓷业务由全资子公司陕西宝光陶瓷科技有限公司承接，宝光陶瓷 1971 年建厂，建成氧化铝粉料制备、等静压成型、精密车坯、高温烧结、金属化、真空钎焊全自主一体化智能产线，实现高压整机核心零部件全产业链自主生产能力，从源头把控高端电网装备品质底线。产品一部分向宝光股份内部供应，用于真空灭弧室生产；另一部分向其他电真空器件厂商销售。

新应用持续拓展，高端陶瓷产品逐步进入批量供货和客户验证阶段。陶瓷科技金属化陶瓷产品已由传统真空灭弧室配套，逐步延伸至 X 射线管、半导体设备、精密检测仪器及特种装备等领域。在 X 射线管领域，公司已实现阴极组件、接线端子、绝缘外壳等专用绝缘陶瓷组件批量供货，产品可应用于工业检测及医疗影像设备；在半导体设备领域，真空腔体、馈通陶瓷等产品已完成试制并实现小批量交付，主要承担真空密封、高压绝缘及信号或能量传输等功能。此外，公司还布局质谱仪四极杆及采样锥、特种装备加速器通道、雷达绝缘载体等精密陶瓷产品。相较传统灭弧室配套产品，上述应用对材料纯度、尺寸精度、复杂结构成型及气密可靠性提出更高要求，产品认证周期和技术壁垒相应提升，有望推动公司金属化陶瓷业务向高附加值、定制化方向升级。

图8：公司金属化陶瓷产品及封接产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司 X 射线管专用阴极陶瓷



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

陶瓷科技盈利能力整体有所改善。2022—2024 年，陶瓷科技营业收入由 2.03 亿元降至 1.67 亿元，净利润由 523 万元增至 958 万元，净利率由 2.6%提升至 5.7%；2025 年实现营业收入 1.20 亿元、净利润 600 万元，净利率约 5.0%。（受操作机业务划转影响，2025 年陶瓷科技收入与此前年度口径不完全可比）。

电力行业需求旺盛，非电力行业拓展有望打造第二成长曲线。2026 上半年内外销订单双饱和背景下，通过精益排产、损耗压降持续提升瓷壳产能，为主业承接海量电网订单提供稳定零部件支撑。此外，公司集中研发资源，深耕半导体超高真空、射线检测设备、精密检测仪器等高附加值赛道，持续挖掘新材料业务增长潜力，拓展全新成长空间。

储能、氢气和特气业务

储能业务：宝光智中以火储调频切入，逐步形成 EMS 与储能运营能力。2021 年 2 月，宝光股份与北京智中能源互联网研究院等共同设立北京宝光智中能源科技有限公司，宝光股份持股 45%。同年，宝光智中收购广东惠州平海发电厂 1、2 号机

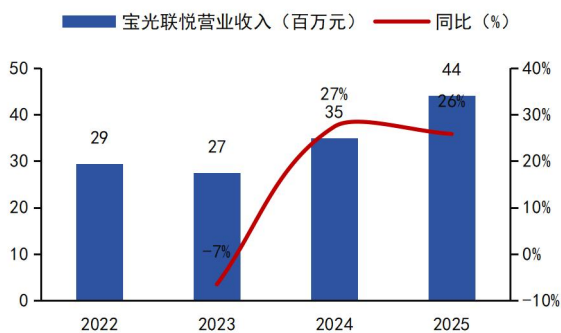
组储能调频项目和韶关粤江发电 330MW 机组 AGC 储能调频项目，并购入相关储能调频技术和知识产权，进入实际项目运营场景。

2025 年，宝光智中进一步明确以 EMS 能量管理系统为核心，主要开展系统软件销售、储能资产投资运营及调频、调压、调峰、备用等电力辅助服务，同时拓展工商业储能、绿能工厂、源网荷储和光储充一体化系统集成。2025 年，公司完成蒙能巴林左旗 400MW/1600MWh 独立储能能量控制系统项目，验证了 EMS 在大型独立储能电站海量数据处理、全站功率协调、SOC 统一管理和电网调度响应等场景中的应用能力。

氢能及特气业务：聚焦区域工业供氢，形成天然气制氢与工业副产气提纯的多元布局。宝光股份氢能业务由控股子公司陕西宝光联悦氢能发展有限公司承接，主要从事天然气制氢及氢气储运销售，并兼营高纯氮、氧、氩等配套气体，主要服务半导体、新材料等工业企业以及加氢站、燃料电池等客户，是区域型工业气体供应和运营商。2022-2025 年，宝光联悦收入由 0.29 亿元提升至 0.44 亿元，其中 2023 年受业务波动影响同比下降 7%，2024-2025 年恢复增长，同比增速分别为 27%/26%。利润端看，宝光联悦整体保持小幅盈利，2025 年净利润为 310 万元；净利率由 2022 年的 9% 下降至 2025 年的 7%，盈利能力略有回落。

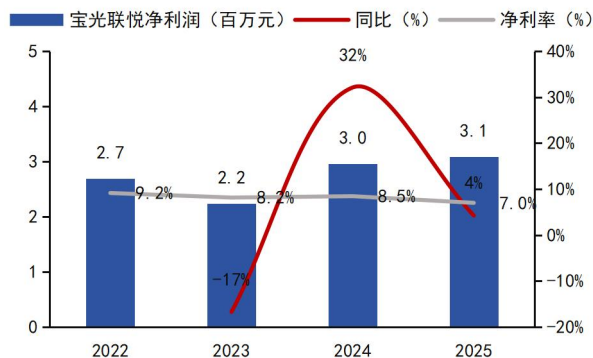
渭化项目补充高纯氢供给能力，项目设计产能为 3000Nm³/h。2025 年，宝光联悦与陕煤集团旗下渭化集团合作建设制氢项目，采用工业副产气提纯技术路线（甲醇弛放气提纯制高纯氢），设计产能为 3000Nm³/h。该项目将公司氢源由天然气制氢进一步拓展至工业副产气提纯，有助于补充公司现有供氢能力，并增强高纯氢气源的稳定性。

图10：子公司宝光联悦营业收入及同比（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：子公司宝光联悦净利润、同比增速及净利率（百万元，%，%）



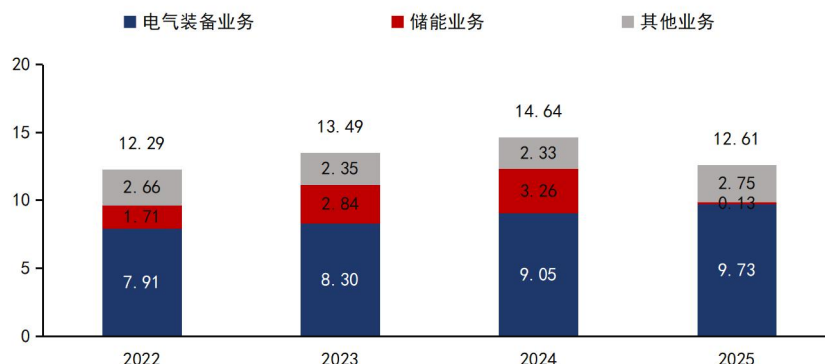
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司收入主要来自电气装备业务。2022-2024 年，公司营业收入由 12.3 亿元增长至 14.6 亿元，整体保持稳步增长，其中电气装备业务收入由 7.9 亿元提升至 9.2 亿元，储能业务收入由 1.7 亿元提升至 3.3 亿元，形成“电气装备主业+储能业务增量”的收入结构。2025 年，公司实现营业收入 12.6 亿元，同比下降 14%，主要系公司主动收缩低毛利储能系统集成业务，储能业务收入降至 0.13 亿元；电气装备业务收入增长至 9.7 亿元，收入占比提升至 77%，主业基本盘进一步凸显。

公司电气装备业务盈利能力短期承压。2022-2024 年，公司电气装备业务毛利率维持在 19%-20%，盈利能力相对稳定；2025 年毛利率下降至 15%，主要受配网市场竞争加剧以及铜、银等原材料价格上涨影响，成本压力向下游传导不畅。2022-2024 年，储能业务毛利率分别为 11%/10%/8%，2025 年提升至 27%，主要系

公司主动收缩低毛利系统集成业务，逐步转向 EMS 软件及调频服务等高附加值方向，但由于储能收入规模已大幅收缩，该业务短期对整体利润贡献仍有限。

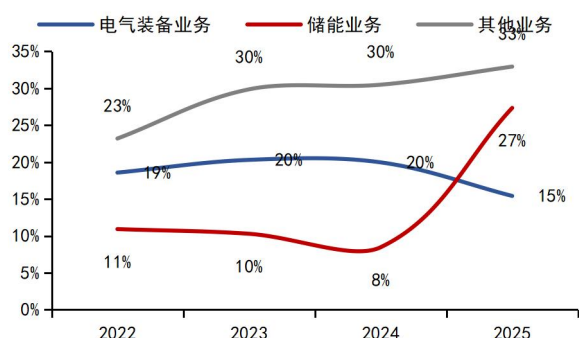
图12: 公司历年收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理（注：氢能及特气业务划分在其他业务）

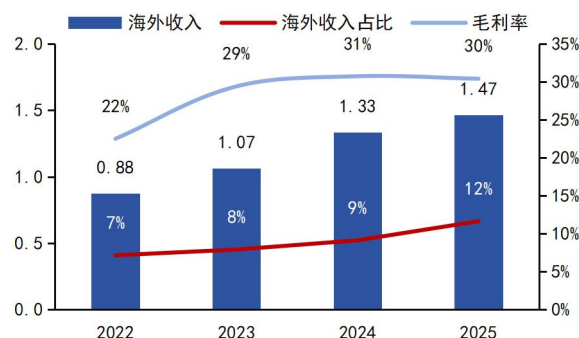
海外业务稳步扩张，盈利质量显著优于整体水平。区域结构方面，公司海外收入由2022年的0.9亿元增长至2025年的1.5亿元，收入占比由7%提升至12%，海外毛利率维持在30%左右，显著高于公司整体毛利率水平。

图13: 公司分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：氢能及特气业务划分在其他业务）

图14: 公司海外收入占比及毛利率（亿元，%）

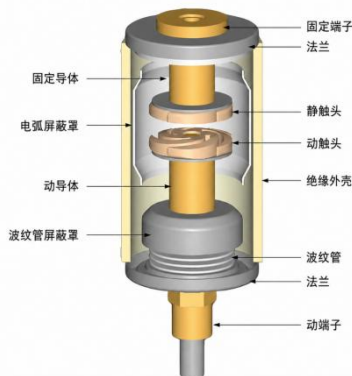


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

真空灭弧室行业分析：广泛应用于中高压开关设备，环保要求下渗透率有望持续提升

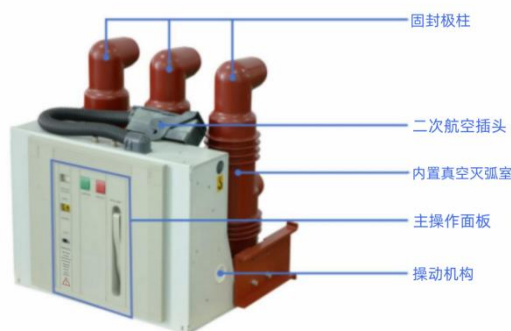
真空灭弧室又称真空开关管，是中高压开关设备中的核心开断部件。其结构主要由密封真空腔体、动静触头、金属波纹管、屏蔽罩、陶瓷绝缘外壳、端盖及导电杆等组成，其中陶瓷外壳用于绝缘和真空密封，动静触头承担电流通断，波纹管在保证真空密封的同时支持动触头运动，屏蔽罩用于优化电场分布并吸附电弧产生的金属蒸汽。其工作原理是在高真空环境下完成电流开断，触头分离时产生的电弧在电流过零后迅速熄灭，真空介质快速恢复绝缘强度，从而实现电力系统的开断、控制和保护。

图15：真空灭弧室结构



资料来源：三菱电机，国信证券经济研究所整理

图16：真空断路器结构



资料来源：亿宝电气官网，国信证券经济研究所整理

产业链：上游材料和核心零部件决定可靠性，下游需求来自开关设备。真空灭弧室上游主要包括铜、银、铜铬触头材料、不锈钢、陶瓷粉体、焊料等原材料，以及金属化陶瓷、波纹管、导电杆、触头、屏蔽罩、端盖、法兰等关键零部件；中游为真空灭弧室设计、零部件装配、真空钎焊/封接、老炼检测和可靠性验证；下游直接客户主要为开关柜、断路器、GIS、环网柜、柱上开关、重合器等电力设备制造商，终端需求来自电网投资、配网升级、工业配电、新能源并网和高端开关设备更新。

产品分类：用途和形态多元，电压等级决定价值量。真空灭弧室按用途可分为断路器用、负荷开关用、接触器用、重合器用等；按集成形态可分为独立真空灭弧室和固封极柱；按电压等级可分为中压、高压及超高压产品。传统 12kV、40.5kV 产品已在中压配网和工业配电领域广泛应用，需求更多跟随配电网建设、工业配电和设备更新；72.5kV、126kV、252kV 等高压产品则对应高压断路器、环保型 GIS、变电站和新能源送出等高端场景，技术壁垒和价值量更高。

图17：真空灭弧室产业链



资料来源：旭光电子招股书，国信证券经济研究所整理

配网扩容夯实中压需求，高压环保化与高端场景打开升级空间。真空灭弧室行业增长主要来自中压市场扩容和高压产品升级两条主线：中压需求与配网建设、设

备更新及新能源接入密切相关，高压增量则主要来自 SF6 环保替代及高端装备应用拓展。

需求驱动一：电网投资与配网升级支撑中压产品需求。中压开关设备广泛应用于配电网、工业配电和新能源接入等场景，真空灭弧室作为其核心开断部件，需求与电网建设及设备更新密切相关。随着用电负荷增长，以及分布式光伏、充电桩和工商业储能等新型主体接入，配网潮流由传统单向供电向双向、多节点波动转变，对承载能力、故障隔离和智能化控制提出更高要求，持续带动中压开关设备扩容改造和老旧设备替换。

“十五五”两网投资高强度延续，配网仍是重点方向。“十五五”期间两大电网合计固定资产投资预计达到 5 万亿元，其中配网投资占比较“十四五”期间有望提升。随着分布式光伏、储能、充电桩等新要素的持续接入和电力交易、虚拟电厂、算电协同等新模式的涌现，配电网的运行模式将出现颠覆性的变化，当前配网软硬件体系无法满足新需求。

海外电网投资提速，设备扩容与更新需求持续释放。IEA 预计，为满足 2030 年前的电力需求，全球电网年度投资需较目前约 4000 亿美元提高约 50%；欧盟委员会预计，2020—2030 年欧盟电力基础设施投资需求约 5840 亿欧元，其中配电网是重点投资方向；进一步至 2040 年配电网和输电网投资需求分别约 7300 亿欧元和 4770 亿欧元。新能源并网、跨区输电建设及老旧配网改造有望持续带动开关设备和断路器需求，为真空灭弧室海外市场扩张提供支撑。

图18：我国电源工程年度投资完成额及同比增速（亿元，%）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图19：我国电网工程年度投资完成额及同比增速（亿元，%）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

需求驱动二：环保约束推动真空开断技术向高压领域延伸。传统高压开关设备较多采用 SF6 作为绝缘和灭弧介质。然而，氟化气体是强大的温室气体，其温室效应高达二氧化碳（CO2）的 23000 倍以上，同时排放在大气中的六氟化硫气体寿命约 3400 年。目前全球每年产生的六氟化硫气体中，至少有一半用于电力工业，其中约 80%用于高压开关设备。

根据欧盟 2024 年颁布的含氟气体法规（EU 2024/573），中、高压电力设备中禁止使用 GWP>10 的含氟气体，具体要求 2026 年开始覆盖 24kV 及以下开关设备，2028 年开始覆盖 145kV 及以下开关设备，2031 年开始覆盖所有开关设备。国内方面，两网公司在“双碳”号召下大力推动无氟开关的示范应用。在无氟开关中，真空开断通常与洁净空气、混合气体或固体绝缘等方案配合应用，随着相关产品加快研发和工程应用，真空灭弧室有望由成熟的中压市场逐步向 126kV 及以上市场拓展。

表3：欧盟含氟气体法规对 GWP>10 气体限制使用期限

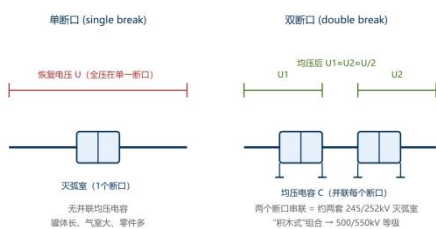
电压等级	禁用时间
$\leq 24\text{kV}$	2026
$\leq 52\text{kV}$	2030
$\leq 145\text{kV}, 50\text{kA}$	2028
$> 145\text{kV}, 50\text{kA}$	2031

资料来源：欧盟委员会，国信证券经济研究所整理

相较中压产品，高压真空灭弧室对电场控制、触头设计、绝缘恢复、真空密封、机械寿命及整机适配提出更高要求，研发验证周期和客户认证门槛也相应提升。高压化不仅拓展真空灭弧室的应用边界，也有望通过单只价值量提升推动行业产品结构和盈利水平优化。

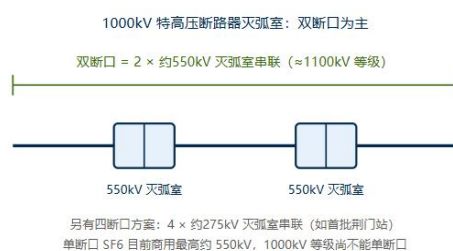
截至目前，宝光股份、旭光电子等头部企业已完成 252kV 单断口真空灭弧室相关试验。参考六氟化硫灭弧室发展路径，252kV 是实现特高压灭弧室的关键节点，可通过双端口和四断口串联方式实现 500kV 和 1100kV 灭弧室。我们预计，随着 252kV 应用的逐步落地，500kV 及以上电压等级应用有望提速。

图20：500kV 灭弧室实现方式



资料来源：国信证券经济研究所绘制与整理

图21：1100kV 灭弧室实现方式



资料来源：国信证券经济研究所绘制与整理

需求驱动三：特殊应用场景提升产品定制化需求。抽水蓄能、发电机保护、换流变有载分接开关及新能源送出等场景，对大电流、高开断容量、长寿命和运行可靠性提出更高要求；轨道交通、冶金和矿山等工业场景则更加重视频繁操作及复杂工况适应能力。相关产品通常需要根据整机结构和运行工况进行定制开发，有利于具备研发、试验及批量交付能力的头部企业提升产品附加值和客户黏性。

市场空间：亚太主导全球需求，行业呈现稳健扩容与结构升级并行

亚太地区为全球最大市场，区域需求驱动有所分化。根据 Fortune Business Insights，2025 年全球真空灭弧室市场规模约 27.8 亿美元，其中亚太地区市场规模约 9.9 亿美元，占比约 36%，主要受中国、印度等地区电网建设、新能源并网及工业化进程推动；北美和欧洲市场规模分别约 6.5 亿美元和 4.9 亿美元，需求来自老旧电网改造、设备更新、供电可靠性提升及无氟开关设备推广。

全球市场有望保持稳健增长，高压化与设备更新贡献主要增量。全球真空灭弧室市场规模预计由 2026 年的 29.3 亿美元增至 2034 年的 40.5 亿美元，2026—2034 年复合增速约 4.2%。在市场规模稳步扩大的同时，真空开断技术向高电压、大容量和环保型产品延伸，有望推动行业由中压标准产品的数量增长，进一步转向高压产品放量和产品结构升级。

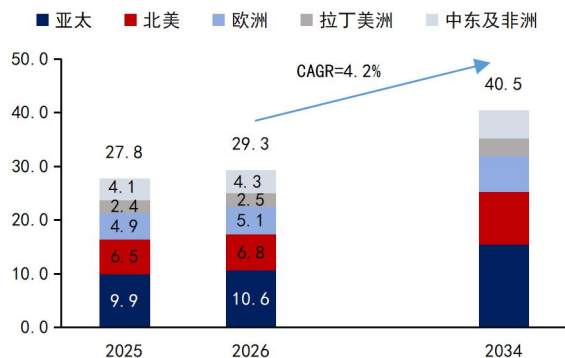
竞争格局：海外龙头系统能力领先，国内龙头向高压及海外市场拓展

全球市场参与者类型多元，海外龙头以技术积累和系统配套能力见长。全球真空灭弧室厂商大致可分为三类：一是 ABB、Eaton、Siemens Energy、Schneider Electric 等欧美综合电气设备企业，通常围绕中高压开关设备、断路器和 GIS 等系统产品布局，真空灭弧室主要作为核心部件支撑整机性能；二是 Mitsubishi Electric、Toshiba、Meidensha 等日本企业，长期深耕真空开断技术，在中压、高压及特殊工况领域具备较强技术积累；三是宝光股份、旭光电子、武汉飞特等国内专业厂商，依托国内配网和开关设备市场形成规模化制造能力，并逐步向高压产品延伸。目前，内外资品牌呈现差异化竞争格局，在高压、超高压等高端市场外资品牌仍占据较大份额，国产替代空间广阔。在配网及中低压领域，国内企业凭借性价比优势占据主导地位。

国内市场集中度较高，竞争重点由中压规模扩张转向高压和高端应用。根据中国电器工业协会高压开关分会统计，全国真空灭弧室行业集中度较高，宝光股份、旭光电子位居前两名。国内头部企业已在规模制造、质量一致性、客户认证和交付能力方面形成较强优势，后续行业竞争预计将由中压标准化产品的成本和份额竞争，逐步转向高压环保产品、特殊应用场景及产品结构升级。

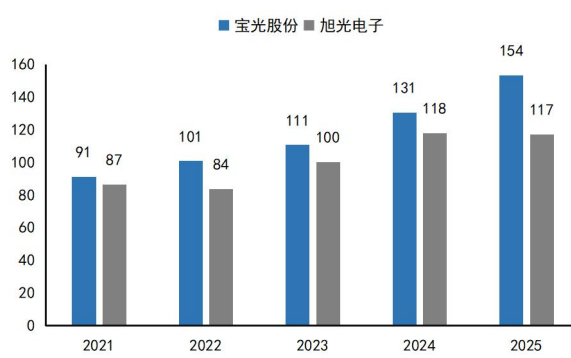
海外需求增长与无氟替代推动龙头扩产，第三方供应市场仍具拓展空间。欧美电网扩容、存量设备更新及欧盟含氟气体管制，持续推动无氟开关设备和真空开断技术应用。西门子能源、ABB 等海外龙头已启动真空灭弧室及相关产品扩产，反映海外市场需求和产能建设同步提速。考虑到海外综合电气企业的真空灭弧室更多服务于自身开关设备体系，具备独立供货能力的国内厂商有望受益于海外客户认证推进和无氟开关需求释放。

图22：全球真空灭弧室市场空间（亿美元）



资料来源：Fortune Business Insights，国信证券经济研究所整理

图23：宝光股份、旭光电子真空灭弧室销量（万只）



资料来源：旭光电子公告、宝光股份公告，国信证券经济研究所整理

表4：全球真空灭弧室/真空断路器主要公司

公司名称	国家	产品型号	优势
ABB	瑞士	中压真空灭弧室/固封极柱，电压最高 40.5kV，额定电流最高 4000A，短路电流最高 63kA	全球中压 VI 老牌厂商，认证体系覆盖 IEC、ANSI、GB 等标准，累计供应超过 900 万只，制造深度较高
Eaton	美国	断路器/重合器用真空灭弧室及定制真空灭弧室，电压覆盖 4.76~72.5/84kV	真空开断技术积累深厚，应用覆盖断路器、重合器、负荷开关等，定制化和配网设备体系较强
Mitsubishi Electric	日本	1.5~84kV 真空灭弧室，最高 63kA、4000A	50 年以上技术积累，强在触头材料、电弧控制、绝缘设计和高可靠制造
Meidensha 明电舍	日本	3.3~145kV 真空灭弧室	高压 VI 代表厂商之一，145kV 产品能力突出，高压设计、长寿命验证和国际认证经验较强
Siemens	德国	真空开断+clean air 高压开关系统，145kV 产品已商业化，	强在高压环保开关系统，真空开断+洁净空气方案工程化

Energy		420kV Blue GIS 示范/项目推进	能力突出
Toshiba	日本	1. 65-36kV 真空灭弧室	产品覆盖接触器、断路器、负荷开关等中压应用，低浪涌、小型化和电机投切应用经验较强
HD Hyundai Electric	韩国	最高 36/40.5kV 真空断路器	中压真空断路器产品体系较完整
宝光股份	中国	0.38kV-252kV 真空灭弧室/固封极柱；中压产品大规模量产；126kV 已进入工程验证和应用阶段；252kV 单断口完成主要试验；550kV 为前瞻研发储备	国内规模龙头，关键零部件和制造链条较完整，金属化陶瓷、波纹管、导电杆等配套能力较强，高压化是下一阶段弹性
旭光电子	中国	380V-252kV 陶瓷真空灭弧室；中低压产品已批量；72.5kV 已验证并挂网；126kV、145kV 产品已通过客户型式试验；252kV 单断口已通过全部型式试验，并规划高压产业化基地	国内头部厂商，产能和份额仅次于宝光；高压产品验证进展清晰，拟推进 72.5kV 及以上高压真空灭弧室量产

资料来源：各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

电子陶瓷行业分析：氧化铝仍占据主导地位，半导体领域市场空间超 500 亿元

氧化铝占据主导地位，氮化铝未来潜力可期。氧化铝和氮化铝陶瓷是电子及半导体领域常用的陶瓷材料。与氮化铝相比，氧化铝陶瓷具有耐温性能更优、等离子体耐受能力更强、成本较低等核心优势，可以作为基础散热材料和腔体类密封材料，当前在电子、半导体领域广泛使用，占电子陶瓷份额的 50% 以上。氮化铝的散热能力是氧化铝的 7-8 倍，热膨胀系数和硅基芯片更加接近，且介电常数更低，是第三代半导体与先进封装领域的核心高导热绝缘材料，未来在功率半导体、光通信、先进封装等领域具有广阔发展前景。

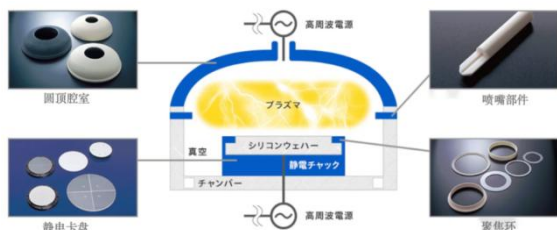
表5: 氧化铝/氮化铝陶瓷电子/半导体行业应用性能对比

指标	氧化铝陶瓷	氮化铝陶瓷
导热系数	24-28W/m·k	170-200W/m·k
耐高温能力	1600° C 稳定，不氧化分接	>900° C 氧化产气
击穿耐压	25kV/mm，高压绝缘优异	18kV/mm，高压绝缘良好
热膨胀系数	7-8ppm/K	4-5ppm/K
介电常数	9-10	8-9
耐等离子/化学腐蚀	优秀	一般，易被氧等离子氧化
水解风险	无	潮湿环境缓慢水解
锰铝金属化	工艺成熟、良率高	不适用，需活性金属化
成本	较低，供应链成熟	极高，工艺复杂

资料来源: IEC 60672《电工用陶瓷和玻璃绝缘材料》，GB/T 5593《电子元器件结构陶瓷材料》，日本丸和，国信证券经济研究所整理

氧化铝陶瓷纯度决定难度，高端产品国产化程度仍较低。氧化铝陶瓷根据纯度可以分为低中高端三类。其中，低端纯度为 92% 左右，用于普通电阻骨架、绝缘垫片等场景，中端纯度 95%，用于功率器件基板、磁控管、电真空筒体等，高端纯度 99%+，用于半导体设备、光通信、射频器件等领域。高端氧化铝陶瓷应用覆盖前道晶圆制造和后道封测，在扩散、刻蚀、薄膜沉积、离子注入、光刻、清洗等环节广泛使用。截至目前，电子级氧化铝陶瓷粉体和制品主要依赖日本京瓷、德国 CeramTec、美国 CoorsTek 等海外企业，国产化程度仍较低，中瓷电子、珂玛科技等企业逐步推动国产化落地。

图24: 氧化铝陶瓷在电子/半导体领域典型应用场景



资料来源：日本京瓷，国信证券经济研究所整理

图25: 氮化铝陶瓷在电子/半导体领域典型应用场景



资料来源：看懂产业链，国信证券经济研究所整理

全球电子陶瓷材料市场空间约 2000 亿元，中国已成为最大单一市场。根据 GMI 和中商产业研究院数据，2025 年全球电子陶瓷材料市场规模约为 2000 亿元，其中中国市场接近 1300 亿元，中国已成为全球最大单一市场。根据粉体网，其中全球半导体用陶瓷材料市场规模约为 1100-1400 亿元，其中氧化铝陶瓷材料市场规模约为 500-700 亿元。

表6: 海外和国内氧化铝陶瓷制品部分主要企业

生产商	简介
日本 京瓷集团	被誉为“陶瓷之王”，是全球最大的先进陶瓷生产企业之一。半导体设备用氧化铝陶瓷部件布局最全面，几乎覆盖晶圆制造所用的全部核心设备。
日本 日本特殊陶业	静电卡盘产品在全球市场拥有较高份额。
日本 Ferrotec	在全球市场上，半导体精密陶瓷制品的市占率约为 11%。
韩国 WONIK QnC	2021 年其在韩国半导体氧化铝先进陶瓷市场份额约为 25%，显示面板氧化铝先进陶瓷市场份额约为 22%。
德国 CeramTec	德国最大的先进陶瓷企业，专门从事陶瓷材料部件、元件和产品的开发、生产和供应。
美国 CoorsTek	全球先进陶瓷行业领先企业，在日本，欧洲和美国设有区域研发中心，氧化铝陶瓷部件几乎覆盖晶圆制造所用的全部核心设备。
中国 三环集团	国内电子陶瓷元件绝对龙头，技术积累五十余载；氧化铝陶瓷基板、IC 封装外壳、光纤插芯全球领先，垂直一体化（粉体→成品），近年加速切入半导体陶瓷。
中国 中瓷电子	中电科旗下，电子陶瓷外壳领域地位领先；擅长高精度、复杂三维结构氧化铝陶瓷件、气密性封装，MEMS/射频/激光器基板实力强。
中国 中材高新	中国建材集团旗下企业，生产半导体设备用高纯氧化铝陶瓷件（蚀刻机部件等），军工/航空航天配套。
中国 顺络电子	全球片式电感头部企业，氧化铝陶瓷基板成熟量产，正切入车规/光伏级 DBC 等国产替代高景气赛道。
中国 珂玛科技	国内半导体先进陶瓷零部件龙头，对标京瓷，陶瓷加热器已量产、12 英寸静电卡盘突破，已供货国内头部半导体客户。

资料来源:李建慧,石健,左政,等.氧化铝陶瓷部件在半导体领域应用及市场概览[J], 2025,《中国集成电路》,各公司公告,国信证券经济研究所整理

氢能行业：传统工业需求构成基本盘，天然气制氢仍具成熟供给优势

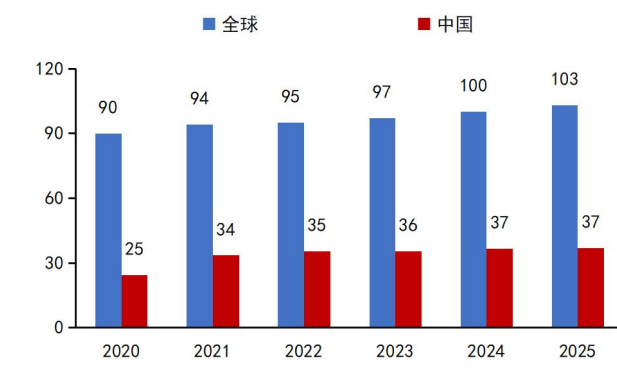
全球及国内氢气需求稳步增长，传统工业仍贡献绝大多数消费。氢能可应用于化工、炼化、冶金、交通、发电、储能及绿色燃料等领域，现阶段需求仍高度集中于传统工业（炼化、合成氨、合成甲醇）。2025 年全球氢气需求超过 1 亿吨。2024 年我国氢气产能超过 5000 万吨/年，产量超过 3650 万吨，生产消费规模位居全球首位；其中天然气制氢产能约 1080 万吨/年、产量约 760 万吨（占比 21%）。

天然气制氢工艺成熟、供给稳定。天然气制氢的主流工艺为甲烷水蒸气重整，通常经过重整、变换及提纯等环节生产氢气，具备技术成熟、装置运行经验丰富和适合连续规模化供氢等优势。在天然气来源稳定、工业客户集中的区域，该路线能够依托就近生产和销售形成较强的供应保障能力。

工业副产氢提纯实现资源化利用，适合化工园区就近供氢。工业副产氢主要来源于甲醇、氯碱、焦化等生产过程产生的富氢尾气，通常通过变压吸附、膜分离等工艺去除杂质并提纯为工业氢或高纯氢。该路线无需单独进行一次制氢反应，具备原料成本较低、装置规模灵活和资源综合利用效率较高等特点，适合在副产气源稳定、下游工业客户集中的化工园区实现就地提纯和销售。但其供给规模受上游装置开工率及副产气组成约束，碳排放水平也取决于上游生产路线和排放核算方式，不能直接等同于低排放氢。

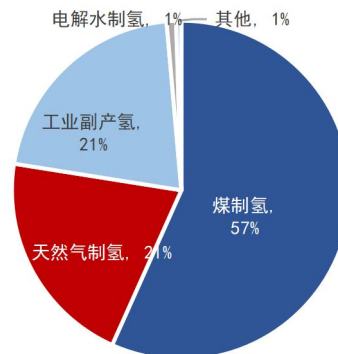
氢能需求长期向低碳化和多元应用扩展，2060 年我国消费规模预计接近 8600 万吨。未来氢能需求将由传统工业用氢清洁替代和新兴应用拓展共同驱动：一方面，炼化、化工、钢铁等存量用氢领域将逐步由传统灰氢转向低排放氢；另一方面，绿色甲醇、绿氨、交通、长时储能及发电等场景有望贡献新增需求。中国石化预计，我国氢能消费规模将由 2020 年的 3173 万吨增至 2060 年的近 8600 万吨，高情景下有望超过 1 亿吨。

图26: 全球及中国氢气年产量（百万吨）



资料来源：国际能源署（IEA），国信证券经济研究所整理

图27: 2024 年国内氢气生产技术路线占比（%）

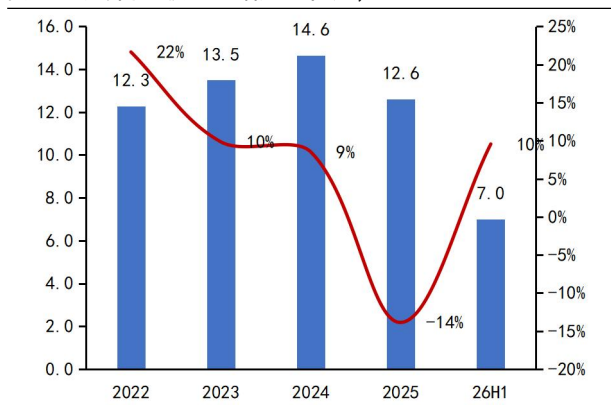


资料来源：国家能源局《中国氢能发展报告(2025)》，国信证券经济研究所整理

公司财务情况分析：业务结构持续优化，盈利水平逐步改善

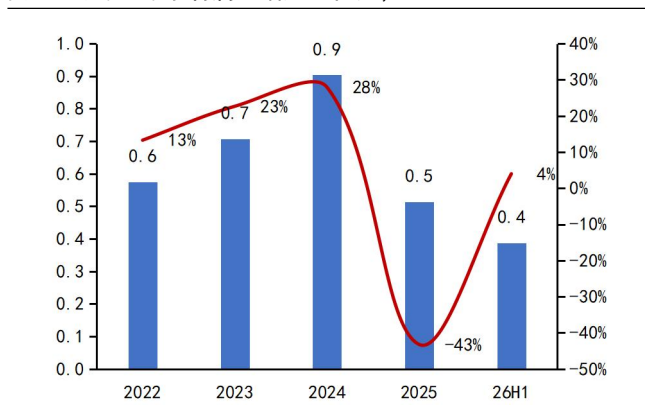
2025 年阶段性承压后逐步修复。2022-2024 年，公司营业收入由 12.3 亿元增长至 14.6 亿元，归母净利润由 0.6 亿元提升至 0.9 亿元，整体经营规模和盈利水平稳步提升。2025 年公司实现营业收入 12.6 亿元，同比下降 14%；归母净利润 0.5 亿元，同比下降 43%。收入下滑主要来自公司主动收缩低毛利储能系统集成业务。利润降幅大于收入，主要受铜、银等原材料价格上涨及市场竞争加剧影响，电气装备业务毛利率下滑。2026H1 公司实现营业收入 7.0 亿元，同比增长 10%；归母净利润 0.4 亿元，同比增长 4%。

图28：公司营业收入及增速（亿元，%）



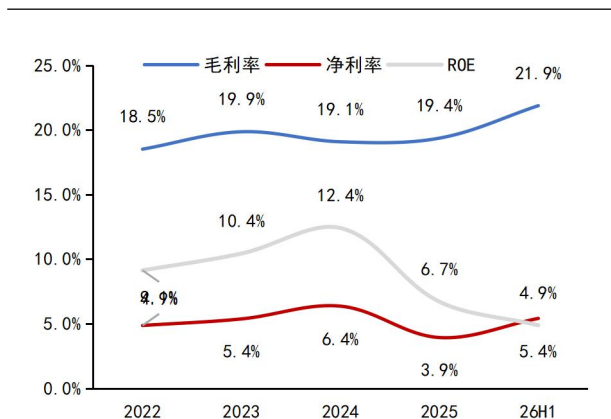
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：公司归母净利润及增速（亿元，%）



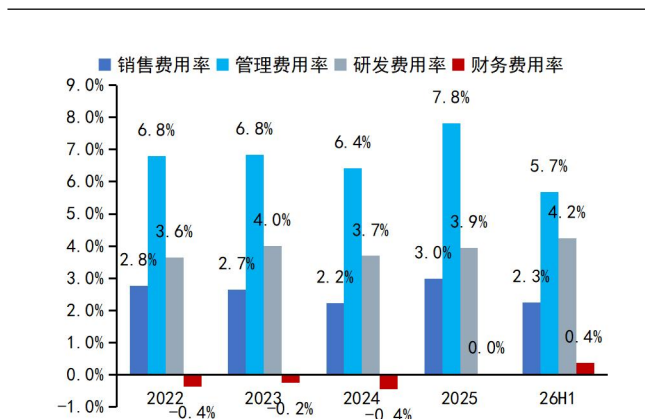
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：公司年度毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：公司期间费用率变化（%）



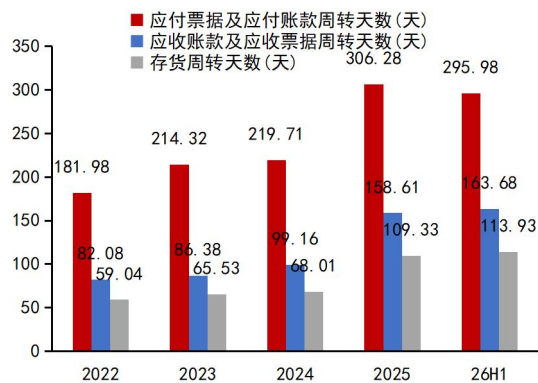
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率保持韧性，费用率抬升压制净利率。2022-2025 年公司综合毛利率基本维持在 19% 左右，2025 年受低毛利储能集成业务收缩影响，毛利率同比小幅提升至 19.4%；2026H1 进一步升至 21.9%。期间费用率由 2024 年的 11.9% 升至 2025 年的 14.8%，2026H1 降低至 12.6%。

营运周转承压，偿债指标处可控区间。2022-2026H1，公司存货周转天数由 59 天升至 114 天，应收账款及应收票据周转天数由 82 天升至 164 天，营运资金占用明显增加，反映项目交付、客户回款及收入规模波动对周转效率形成压力。同期应付票据及应付账款周转天数由 182 天升至 296 天，公司对上游账期占用同步拉长，在一定程度上缓冲营运资金压力。偿债能力方面，资产负债率由 2022 年的 55% 升

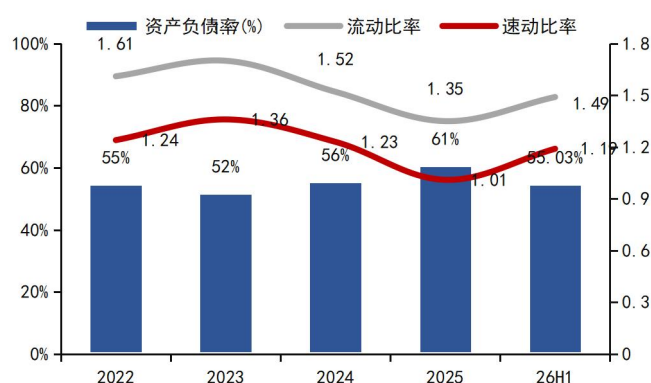
至 2025 年的 61%，2026H1 回落至 55%；流动比率和速动比率分别由 2022 年的 1.61/1.24 变动至 2026H1 的 1.49/1.19，短期流动性有所下降但仍处合理区间。

图32: 公司周转情况 (天)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33: 公司资本结构与偿债能力 (%，倍)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：

1. 真空灭弧室业务

低压需求稳健，高压产品及海外市场贡献增量。公司真空灭弧室业务以低压产品为基本盘，需求主要来自国内配网建设、设备更新、新能源并网及工业配电等领域。展望未来，国内电网投资维持较高强度，配电网扩容升级有望支撑低压真空灭弧室需求稳步增长；同时，公司持续加强海外市场开拓，海外真空灭弧室市场空间较大、产品价格及盈利能力相对较好，出口销量提升有望成为业务增长的重要驱动力。高压领域方面，随着环保型开关对 SF₆ 设备的替代加快，以及公司 126kV、252kV 等高压真空灭弧室产品研发验证和工程应用持续推进，高压产品有望逐步贡献收入增量，并带动产品结构和盈利能力改善。

我们预计公司 2026-2028 年真空灭弧室业务实现营业收入 10.88/12.52/14.22 亿元，同比增长 11.8%/15.1%/13.6%；毛利率分别为 17.6%/19.4%/19.7%。

2. 储能业务

业务模式由 EPC 向 EMS 转型，盈利质量改善。公司此前储能业务以 EPC 系统集成为主，但项目垫资需求较高、盈利能力相对有限。2025 年，公司主动收缩低毛利 EPC 业务，将业务重心转向 EMS 能量管理系统软件及相关技术服务，导致储能业务收入同比大幅下降，但业务毛利率明显提升。展望未来，公司储能业务预计仍以 EMS 为主，收入规模总体保持稳定并实现小幅增长。

我们预计 2026-2028 年储能业务实现营业收入 0.14/0.17/0.19 亿元，同比增长 10.0%/15.0%/15.0%，毛利率均为 30.0%。

3. 其他业务

公司其他业务主要包括金属化陶瓷、氢能及特种气体、集热管和配网相关产品等。其中，金属化陶瓷是该板块的主要增长来源。一方面，公司金属化陶瓷产品作为真空灭弧室的关键绝缘封接部件，将受益于真空灭弧室产销量及出口规模增长；另一方面，公司持续推动金属化陶瓷向半导体设备、X 射线管、精密检测仪器等高附加值领域拓展，相关产品的技术壁垒和盈利能力相对较高。随着客户验证推进、新应用逐步放量以及后续产能扩张，公司金属化陶瓷收入占比和盈利贡献有望持续提升。氢能及特种气体、集热管和配网相关业务预计总体保持稳健增长。

我们预计公司 2026-2028 年其他业务实现营业收入 3.06/3.47/4.09 亿元，同比增长 11.2%/13.5%/17.8%；毛利率分别为 31.8%/32.6%/33.6%。

表7: 主营业务收入及毛利预测 (单位: 百万元)

		2025A	2026E	2027E	2028E
真空灭弧室业务	营业收入	973	1,088	1,252	1,422
	yoy	7.50%	11.80%	15.10%	13.60%
	毛利润	150	191	243	280
	毛利率	15.41%	17.56%	19.39%	19.67%
储能业务	营业收入	13	14	17	19
	yoy	-96.00%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利润	4	4	5	6
	毛利率	27.38%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	营业收入	275	306	347	409
	yoy	17.90%	11.20%	13.50%	17.80%
	毛利润	91	97	113	137
	毛利率	32.93%	31.82%	32.57%	33.59%
合计	营业收入	1,261	1,408	1,615	1,850
	yoy	-13.90%	11.60%	14.70%	14.60%
	毛利润	244	293	361	423
	毛利率	19.36%	20.78%	22.33%	22.86%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表8: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,464	1,261	1,408	1,615	1,850
营业成本	1,185	1,017	1,115	1,255	1,427
销售费用	33	38	39	44	46
管理费用	94	99	101	110	117
研发费用	54	50	53	55	59
财务费用	-7	0	-1	-1	-1
营业利润	104	55	96	156	205
利润总额	103	54	97	157	206
归属于母公司净利润	90	51	85	138	182
EPS	0.27	0.16	0.26	0.42	0.55
ROE	12.40%	6.70%	10.60%	15.40%	17.80%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 14.08/16.15/18.50 亿元, 增速分别为 11.6%/14.7%/14.6%; 实现归母净利润分别为 0.85/1.38/1.82 亿元, 增速分别为 66.6%/61.8%/31.3%, 每股收益分别为 0.26/0.42/0.55 元。

同类公司估值比较

公司是国内电力用真空灭弧室头部企业，具有完整的灭弧室产业链布局，关键部件氧化铝陶瓷技术积淀深厚，已实现批量外销，同时积极拓展半导体领域应用场景。旭光电子同样是国内电力用真空灭弧室头部企业，氮化铝陶瓷布局领先，基于氮化铝的高端功能器件已广泛用于半导体设备、大功率电力电子模块、低轨卫星等场景。华明装备和中熔电气分别是国内变压器有载分解开关和熔断器龙头企业，技术实力行业领先，需求受益于电力相关投资。

旭光电子陶瓷制品已用于半导体和电子行业，应用进度快于宝光股份，因此估值高于宝光股份具有合理性。华明装备、中熔电气、宝光股份同为电力设备上游关键零部件头部企业，宝光股份的特殊性在于未来 3-5 年真空灭弧室有望快速替代 SF6 开关，渗透率存在较大提升潜力，因此宝光股份估值较高具有合理性。

表9：同类公司估值比较（2026 年 8 月 19 日收盘价）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE		ROE（%）
					2026E	2027E	2026E	2027E	2025A
002270. SZ	华明装备	-	19.68	176	0.93	1.13	21.2	17.4	22.6
301031. SZ	中熔电气	-	88.47	129	3.95	5.16	22.4	17.1	25.6
600353. SH	旭光电子	-	33.79	280	0.26	0.36	130.0	93.9	8.5
均值					1.71	2.22	57.8	42.8	
600379. SH	宝光股份		14.44	48	0.26	0.42	55.8	34.5	6.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：可比公司均采用 Wind 一致预测数据

投资建议

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 14.08/16.15/18.50 亿元，归母净利润分别为 0.85/1.38/1.82 亿元，同比增长 66.6%/61.8%/31.3%。首次覆盖。

风险提示

盈利预测的风险

电网投资及下游需求不及预期：公司真空灭弧室产品主要应用于电网建设、配网升级、设备更新、新能源并网及工业配电等领域，产品需求与电网投资规模及下游开关设备需求密切相关。若国内电网投资增速放缓、配网建设及设备更新进度不及预期，公司低压真空灭弧室销量及收入可能低于预测。

高压真空灭弧室产业化不及预期：高压真空灭弧室对电场控制、触头设计、真空密封、机械寿命及整机适配能力要求较高，产品需要经过研发试验、型式认证、挂网运行和客户验证等环节。若公司 126kV、252kV 等高压产品研发验证、客户认证或工程应用进度不及预期，高压产品收入及其对公司产品结构改善的贡献可能低于预测。

公司海外业务开拓不及预期：海外市场是公司真空灭弧室业务的重要增长方向，但海外客户认证和市场导入周期相对较长，同时可能受到国际贸易政策、关税、汇率波动及当地市场竞争等因素影响。若公司海外客户拓展、产品认证或订单获取不及预期，公司出口销量及海外收入可能低于预测。

金属化陶瓷新应用拓展不及预期：公司金属化陶瓷产品一部分用于内部真空灭弧室生产并向其他电真空器件厂商销售，另一部分正向半导体设备、X 射线管和精密检测仪器等领域拓展。相关产品对材料纯度、加工精度、气密性和长期可靠性要求较高，客户验证及产品导入周期较长。若相关产品研发、客户验证、产能建设或批量交付进度不及预期，公司其他业务收入及盈利能力可能低于预测。

上游原材料大幅涨价：公司主要原材料包括铜、银、不锈钢及陶瓷材料等，其中铜、银等原材料价格存在一定波动。若主要原材料价格大幅上涨，而公司无法及时通过产品提价、产品结构调整或生产效率提升消化成本压力，公司毛利率可能低于预测。

政策风险

电网建设及投资政策变化风险：公司低压真空灭弧室产品需求与国内电网投资、配电网升级及设备更新密切相关。若未来电网投资规模、建设节奏或配网改造政策发生不利变化，可能导致下游开关设备需求低于预期，并对公司相关产品销量和经营业绩产生不利影响。

环保型开关推广政策不及预期风险：高压真空灭弧室的市场拓展与电力设备环保化、无氟化发展趋势密切相关。若国内外限制 SF₆ 等含氟气体使用的政策实施进度低于预期，或者环保型开关设备推广速度放缓，公司高压真空灭弧室产品的市场应用及产业化进度可能不及预期。

技术风险

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	472	330	438	552	710	营业收入	1464	1261	1408	1615	1850
应收款项	469	642	386	443	507	营业成本	1185	1017	1115	1255	1427
存货净额	223	395	214	241	274	营业税金及附加	7	7	8	9	10
其他流动资产	200	285	167	188	214	销售费用	33	38	39	44	46
流动资产合计	1404	1675	1227	1449	1733	管理费用	94	99	101	110	117
固定资产	233	320	324	328	329	研发费用	54	50	53	55	59
无形资产及其他	5	23	22	20	19	财务费用	(7)	0	(1)	(1)	(1)
其他长期资产	123	99	113	129	130	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	(8)	(5)	(10)	(5)	(5)
资产总计	1764	2145	1714	1954	2239	其他收入	13	8	15	17	19
短期借款及交易性金融负债	16	45	30	30	30	营业利润	104	55	96	156	205
应付款项	813	917	489	550	626	营业外净收支	(0)	(0)	1	1	1
其他流动负债	80	139	88	99	111	利润总额	103	54	97	157	206
流动负债合计	922	1239	719	808	915	所得税费用	10	5	10	16	21
长期借款及应付债券	17	33	57	97	137	少数股东损益	3	(2)	2	3	4
其他长期负债	43	35	35	35	35	归属于母公司净利润	90	51	85	138	182
长期负债合计	61	68	92	132	172	现金流量表（百万元）					
负债合计	983	1307	811	940	1087	净利润	90	51	85	138	182
少数股东权益	29	61	60	64	68	资产减值准备	0	(6)	(10)	(5)	(5)
股东权益	752	778	843	951	1084	折旧摊销	26	32	27	28	30
负债和股东权益总计	1764	2145	1714	1954	2239	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	0	(1)	(1)	(1)
每股收益	0.27	0.16	0.26	0.42	0.55	营运资本变动	5	(125)	51	(19)	(20)
每股红利	0.11	0.06	0.09	0.15	0.19	其它	(86)	23	11	7	8
每股净资产	2.28	2.36	2.55	2.88	3.28	经营活动现金流	35	(24)	165	150	195
ROIC	11%	6%	9%	14%	15%	资本开支	(48)	(44)	(30)	(30)	(30)
ROE	12%	7%	11%	15%	18%	其它投资现金流	0	(44)	(14)	(17)	(0)
毛利率	19%	19%	21%	22%	23%	投资活动现金流	(48)	(87)	(44)	(47)	(30)
EBIT Margin	6%	4%	6%	9%	10%	权益性融资	(1)	1	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	8%	11%	12%	负债净变化	(10)	38	9	40	40
收入增长	9%	-14%	12%	15%	15%	支付股利、利息	(21)	(40)	(23)	(30)	(48)
净利润增长率	28%	-43%	67%	62%	31%	其它融资现金流	(27)	23	0	0	0
资产负债率	56%	61%	47%	48%	49%	融资活动现金流	(25)	(1)	(13)	11	(8)
股息率	0.8%	0.4%	0.6%	1.0%	1.3%	现金净变动	(38)	(113)	108	114	157
P/E	52.8	92.9	55.8	34.5	26.3	货币资金的期初余额	502	472	330	438	552
P/B	6.1	5.7	5.3	4.7	4.1	货币资金的期末余额	472	330	438	552	710
EV/EBITDA	48.9	73.5	47.6	33.2	26.5	企业自由现金流	65	(90)	129	109	152
						权益自由现金流	61	(53)	138	149	193

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032